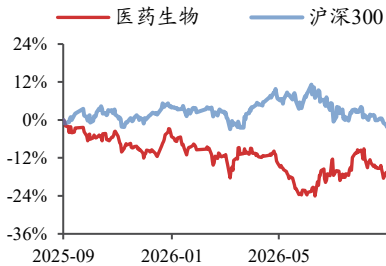


## 医药生物

2026 年 09 月 17 日

投资评级：看好（维持）

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《中药及商业中报复盘：企业韧性持续，关注绩优个股—行业点评报告》-2026.9.17

《原料药价格底部企稳，抗生素类价格短期承压—行业周报》-2026.9.13

《2026H1 医药业绩超预期标的梳理—行业周报》-2026.9.6

## 原料药板块业绩增速企稳回升，创新药及 CDMO 转型公司进入兑现期

——行业深度报告

余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

阮帅（分析师）

ruanshuai@kysec.cn

证书编号：S0790524040007

### ● 原料药板块：业绩增速企稳回升，创新药及 CDMO 转型公司进入兑现期

随着原料药行业去库存逐步完成、落后产能加速出清，板块基本面开始出现改善迹象，营收及净利润已逐步触底回升，毛利率相对稳定，估值水平呈现修复趋势。部分企业依托原有工艺、产能及客户优势向 CDMO 业务和创新药业务转型，其中，普洛药业 2026 上半年 CDMO 在手订单规模达到 73 亿元，基于 2025 年下半年低基数影响，我们预计 2026 年下半年普洛药业业绩将出现大幅增长，2027-2028 年保持加速增长。

国内原料药公司积极转型创新药，联邦制药 TUL01101 特应性皮炎适应症、UBT251 多个适应症进入临床 III 期；华海药业 HB0034 获批上市，HB0017 处于中重度斑块状银屑病 NDA 获受理，HB0025 不同适应症处于 II 期及 III 期阶段；博瑞医药 BGM0504 减肥适应症已申报 NDA；奥翔药业布罗佐喷钠进入临床 II 期；京新药业 JX2201 降脂药进入临床 II 期；健康元玛帕西沙韦干混悬剂和 TSL 单抗进入临床 III 期。

### ● 血制品板块：采浆量较快增长，静待行业周期拐点

**疫苗：**受新生儿数下降及竞争格局变化，疫苗企业经营业绩持续承压。国内疫苗企业正加快新品及创新技术布局，欧林生物重组金黄色葡萄球菌疫苗 III 期临床已于 2026 年 7 月完成揭盲；康泰生物持续推进多联、多价及创新疫苗研发。

**血制品：**受血制品库存水平及院内需求受医保抑制等影响，2026 年血制品板块营收及净利润规模有所下降，血制品行业处于周期底部阶段。随着行业头部公司加快并购重组，行业价格体系有望逐步回归稳定水平。

### ● 医疗服务：医疗服务行业有望迎来效率提升阶段

受 DRGs 及消费环境影响，医疗服务板块业绩有所下降。2026 单季度来看，整体板块收入保持小幅增长，归母净利润受寒暑假季节性影响，季度间波动较为明显，板块市盈率仍处于相对低位。

### ● 投资建议

国内原料药行业逐渐企稳回升，部分公司积极布局创新药赛道，持续拓展公司天花板，有望进入收获期。国内血制品行业处于周期底部，行业并购整合加速进行中。疫苗行业加速布局新品及创新技术。国内医疗服务板块受政策影响较大，行业处于出清阶段，我们认为部分品牌强、运营能力强的公司有望率先走出困境。

**推荐标的：**联邦制药、普洛药业、国邦医药、健友股份、华海药业、博瑞医药、奥锐特、固生堂、海吉亚医疗、爱博医疗、爱尔眼科、通策医疗、川宁生物等；

**受益标的：**天宇股份、美诺华、同和药业、派林生物、华夏眼科、司太立、仙琚制药等。

● **风险提示：**政策变化风险、市场竞争加剧的风险、药物临床研发失败等。

### 目 录

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 1、原料药板块：业绩增速企稳回升，创新药及 CDMO 转型公司进入兑现期..... | 3  |
| 2、血制品板块：采浆量较快增长，静待行业周期拐点.....             | 6  |
| 3、疫苗板块：新技术、新产品加速布局中.....                  | 9  |
| 4、医疗服务板块：医疗服务行业有望迎来效率提升阶段.....            | 11 |
| 5、投资建议.....                               | 13 |
| 6、风险提示.....                               | 14 |

### 图表目录

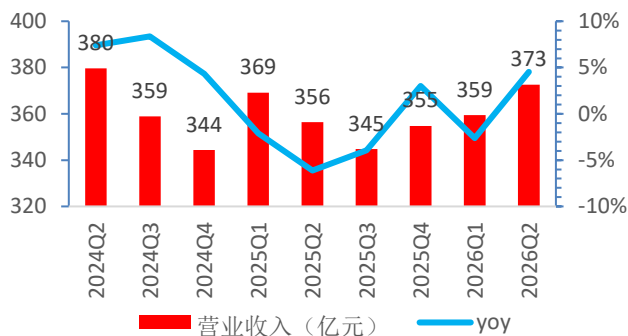
|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图 1： 2026 年二季度原料药板块营收增速回升.....      | 3  |
| 图 2： 2026 年二季度原料药板块净利润增速回升.....     | 3  |
| 图 3： 2026 年以来原料药板块毛利率持续回升.....      | 3  |
| 图 4： 原料药板块估值处于底部企稳回升阶段.....         | 4  |
| 图 5： 受原料药影响，普洛药业营收处于调整阶段.....       | 4  |
| 图 6： 普洛药业利润短期波动较大.....              | 4  |
| 图 7： 普洛药业 CDMO 收入保持较快增长.....        | 5  |
| 图 8： 普洛药业在手订单规模保持增长.....            | 5  |
| 图 9： 2026Q2 血制品板块营收同比下降.....        | 7  |
| 图 10： 2026Q2 血制品板块归母净利润同比有所下降.....  | 7  |
| 图 11： 血制品板块盈利能力有所下降.....            | 7  |
| 图 12： 血制品板块市盈率跌到历史最低水平附近.....       | 8  |
| 图 13： 2026 年上半年疫苗板块收入下降.....        | 9  |
| 图 14： 2026 年上半年疫苗板块单季度呈现亏损状态.....   | 9  |
| 图 15： 疫苗板块毛利率相对稳定，净利率持续承压.....      | 10 |
| 图 16： 疫苗板块市盈率估值水平有所回落.....          | 10 |
| 图 17： 2026 年上半年医疗服务板块收入整体平稳.....    | 12 |
| 图 18： 医疗服务板块单季度归母净利润波动较大.....       | 12 |
| 图 19： 爱尔眼科门诊量稳步增长.....              | 12 |
| 图 20： 爱尔眼科手术量增速放缓.....              | 12 |
| 图 21： 2026 年上半年普瑞眼科门诊量较快增长.....     | 12 |
| 图 22： 普瑞眼科手术量增速放缓.....              | 12 |
| 图 23： 2026 年上半年医疗服务板块盈利能力整体平稳.....  | 13 |
| 图 24： 近期医疗服务板块市盈率处于历史底部回升阶段.....    | 13 |
| 表 1： 原料药企业积极布局创新药，重点管线逐步进入临床后期..... | 5  |
| 表 2： 多家血制品公司采浆量稳步提升.....            | 8  |
| 表 3： 血制品行业企业研发投入强度较大.....           | 9  |
| 表 4： 国内疫苗公司加速新产品布局.....             | 11 |
| 表 5： 原料药转型 CDMO 及创新药的公司逐步进入兑现期..... | 14 |

## 1、原料药板块：业绩增速企稳回升，创新药及 CDMO 转型公司进入兑现期

我们选取以下公司构成 A 股原料药板块：普洛药业、新华制药、海翔药业、仙琚制药、润都股份、金城医药、山河药辅、富祥药业、同和药业、共同药业、拓新药业、亨迪药业、津药药业、华海药业、奥翔药业、威尔药业、司太立、美诺华、奥锐特、东亚药业、国邦医药、天宇股份、博瑞医药、川宁生物、国药现代、赛托生物、诺泰生物、圣诺生物、联邦制药、海正药业、福元医药、海普瑞、浙江医药、花园生物、兄弟科技、亿帆医药、新天地、千红制药、健友股份。

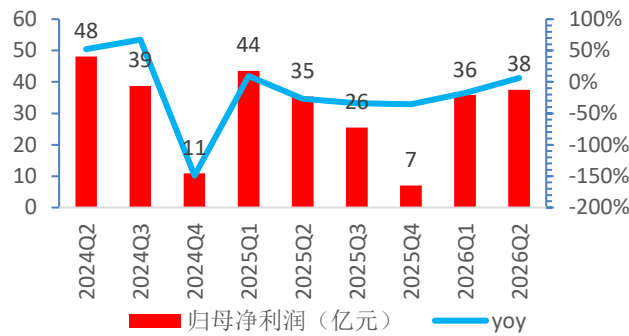
受产能过剩影响，近些年原料药行业呈现持续下行趋势，产品价格持续下跌，企业业绩持续下行。随着部分产品价格有所回升，部分原料药企业转型持续推进，2026 年整体业绩有望持续修复，2026Q2 原料药板块整体营收增速有所回升，盈利能力逐步改善。

图1：2026 年二季度原料药板块营收增速回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

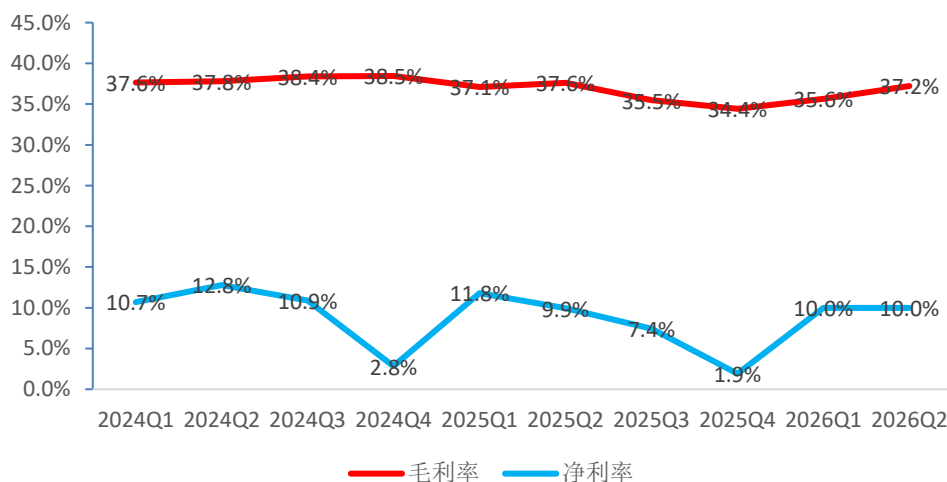
图2：2026 年二季度原料药板块净利润增速回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

近些年原料药板块毛利率基本稳定在 34-39% 附近，2026 年以来毛利率呈修复趋势。受资产减值等非经常性因素影响，净利率季度间波动较大。

图3：2026 年以来原料药板块毛利率持续回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

近些年原料药板块估值水平持续下行，2024 年 9 月份最低跌到 18 倍 PE 附近。受部分原料药公司转型创新药影响，整体原料药板块估值有所回升。

图4：原料药板块估值处于底部企稳回升阶段

### 原料药市盈率

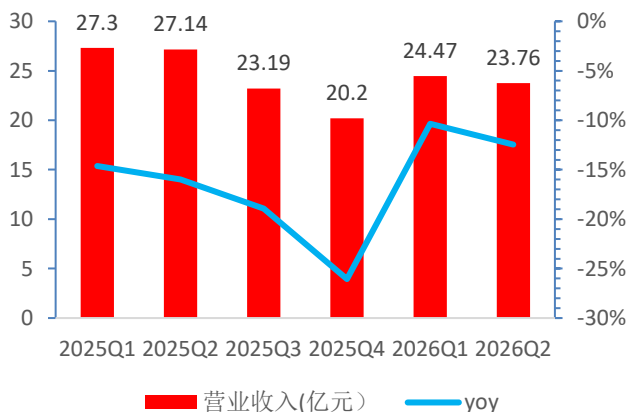


数据来源：Wind、开源证券研究所

随着传统原料药行业竞争加剧、产品价格承压，部分原料药企业依托工艺、产能及客户资源优势，逐步向 CDMO 业务延伸，由标准化产品生产向研发生产一体化服务转型。相比传统原料药业务，CDMO 订单通常具有更强的客户黏性和更长的生命周期，有助于优化业务结构、提升盈利能力。

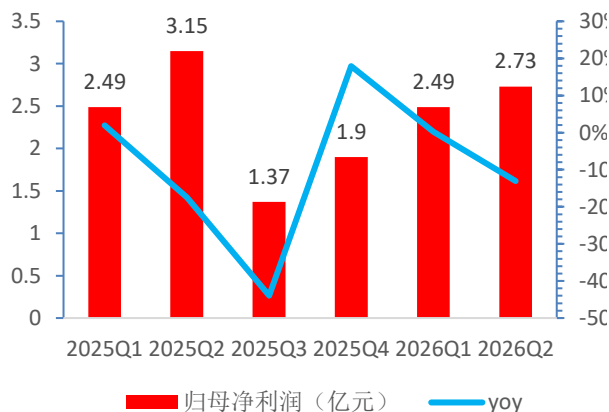
普洛药业是原料药向 CDMO 转型的代表企业，近年来持续加大研发及海外布局，CDMO 业务保持较快增长，2026 年上半年实现收入 14.12 亿元，同比增长 14.17%，截至 2026 年上半年三年内将交付的商业化在手订单金额达到 73 亿元，业绩增长确定性持续提升。

图5：受原料药影响，普洛药业营收处于调整阶段



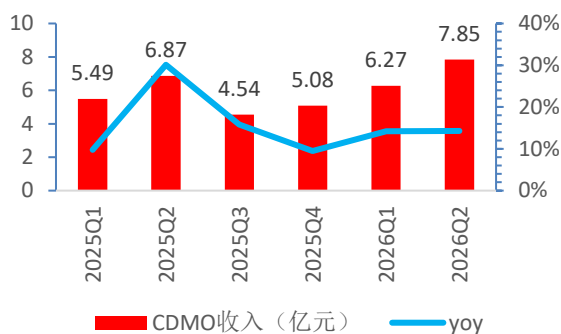
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：普洛药业利润短期波动较大



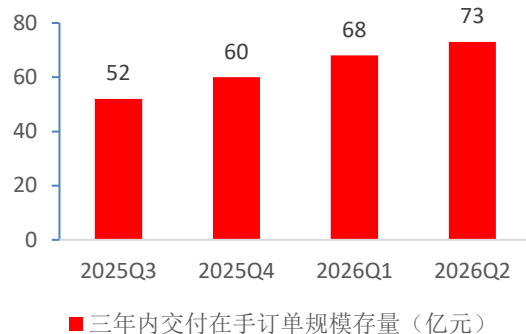
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：普洛药业 CDMO 收入保持较快增长



数据来源：普洛药业公告、开源证券研究所

图8：普洛药业在手订单规模保持增长



数据来源：普洛药业公告、开源证券研究所

部分原料药企业进一步向创新药研发转型，利用原有的研发、生产及商业化能力切入高附加值创新药领域。目前，联邦制药、华海药业等传统原料药企业均在持续加码创新药研发，推动业务由原料药向创新药逐步升级。

从管线进展来看，联邦制药重点布局 GLP-1/GIP 等代谢类药物，部分核心管线已进入临床后期。华海药业围绕自身免疫及肿瘤领域构建较为丰富创新药管线，HB0034 已于 2026 年 7 月获批上市。此外，博瑞医药、千红制药、京新药业、健康元等企业亦持续推进创新药研发，形成覆盖代谢、免疫、肿瘤、呼吸及神经系统等多个治疗领域的产品梯队。整体来看，原料药企业创新药管线数量持续增加，部分重点项目已进入 III 期临床或上市申报阶段，有望逐步成为传统原料药业务之外的重要增长来源

表1：原料药企业积极布局创新药，重点管线逐步进入临床后期

| 公司   | 在研药物         | 靶点            | 适应症          | 阶段                      |
|------|--------------|---------------|--------------|-------------------------|
| 联邦制药 | UBT251 注射液   | GLP-1R / GIPR | 超重 / 肥胖      | III 期临床试验               |
|      | UBT251 注射液   | GLP-1R / GIPR | 糖尿病          | III 期临床试验               |
|      | UBT251 注射液   | GLP-1R / GIPR | 代谢相关脂肪性肝炎    | II 期临床试验                |
|      | UBT251 注射液   | GLP-1R / GIPR | 慢性肾脏病        | II 期临床试验                |
|      | UBT251 注射液   | GLP-1R / GIPR | 阻塞性睡眠呼吸暂停    | III 期临床试验               |
|      | 注射用 UBT37034 | NPY2R         | 超重 / 肥胖      | 临床获批（美国）<br>I 期临床试验（中国） |
|      | UBT38006 注射液 | INSR          | 糖尿病          | I 期临床试验                 |
|      | UBT48128 片   | GLP-1R        | 糖尿病 / 体重管理   | 临床获批（美国）<br>临床前研究（中国）   |
|      | TUL01101 片   | JAK1          | 类风湿性关节炎      | II 期临床试验                |
|      | TUL01101 片   | JAK1          | 中重度特应性皮炎     | III 期临床试验               |
| 华海药业 | TUL01101 软膏  | JAK1          | 特应性皮炎        | III 期临床试验               |
|      | TUL321 胶囊    | CFB           | 阵发性睡眠性血红蛋白尿症 | 临床获批（美国）<br>I 期临床试验（中国） |
|      | HB0017       | IL-17A        | 中重度斑块状银屑病    | 2026.06 NDA 获受理         |
|      | HB0017       | IL-17A        | 强直性脊柱炎       | 临床 III 期                |
|      | HB0034       | IL-36R        | 泛发性脓疱型银屑病    | 2026.07 获批上市            |
|      | HB0043       | IL-17A/IL-36R | 化脓性汗腺炎、重度痤疮  | 临床 I 期                  |

| 公司   | 在研药物                  | 靶点               | 适应症                         | 阶段                          |
|------|-----------------------|------------------|-----------------------------|-----------------------------|
|      | HB0056                | TSLP /IL-11      | 中重度哮喘、特发性肺纤维化、慢性阻塞性肺病       | 临床 I 期                      |
|      | HB0025                | PD-L1 / VEGF+SOC | 鳞状 NSCLC、非鳞状 NSCLC、子宫内膜癌    | 临床 III 期                    |
|      | HB0025                | PD-L1 / VEGF+SOC | 结直肠癌、三阴性乳腺癌                 | 临床 II 期                     |
|      | HB0052                | CD73 ADC         | 晚期实体瘤                       | 临床 I 期                      |
| 博瑞医药 | BGM0504 注射液（中国）       | GLP-1R / GIPR    | 降糖、减重                       | 减肥适应症已申报 NDA，降糖适应症临床 III 期中 |
|      | BGM0504 注射液（印尼）       | GLP-1R / GIPR    | 降糖                          | 临床 III 期                    |
|      | BGM0504 注射液（美国）       | GLP-1R / GIPR    | 减重                          | 临床 I 期                      |
|      | 口服 BGM0504 片剂（中美）     | GLP-1R / GIPR    | 降糖、减重                       | 中国临床 II 期 美国临床 I 期          |
|      | BGM1812 注射液（中美）       | AmylinR          | 减重                          | 临床 I 期                      |
| 昂利康  | 注射用 ALK-N001/QHL-1618 |                  |                             | 临床阶段                        |
| 奥翔药业 | 布罗佐喷钠                 | 多靶点协同            | 缺血性脑卒中                      | 临床 II 期                     |
| 千红制药 | QHRD107 胶囊            | CDK9             | 急性髓系白血病                     | 临床 II 期                     |
|      | QHRD106 注射液           | 激肽原              | 急性缺血性脑卒中                    | 临床 II 期                     |
|      | QHRD211 注射液           | 激素受体             | 内源性生长激素分泌不足导致的生长障碍          | 临床 II 期                     |
|      | QHRD110 胶囊            | CDK4/6           | 胶质母细胞瘤                      | 临床 II 期                     |
| 京新药业 | JX2414                |                  | 精神分裂症激越症状                   | 2026 年 5 月获临床批件             |
|      | JX2201                | Lp(a)            | 降脂                          | 国内临床 II 期                   |
|      | 改良型中药康复新肠溶胶囊          |                  | 治疗溃疡性结肠炎                    | 临床 III 期                    |
| 健康元  | 玛帕西沙韦干混悬剂             | PA 核酸内切酶         | 2 至 12 岁儿童单纯性甲型、乙型流感        | 临床 III 期                    |
|      | TSLP 单抗               | TSLP             | ①中重度 COPD②慢性鼻窦炎伴鼻息肉（CRSwNP） | ①临床 III 期进行中②获批开展临床 II 期    |
|      | PREP 抑制剂              | PREP             | 中重度 COPD                    | 临床 II 期                     |
|      | NaV1.8 抑制剂            | NaV1.8           | 急性疼痛                        | 临床 II 期                     |

资料来源：各公司 2026 中报、开源证券研究所

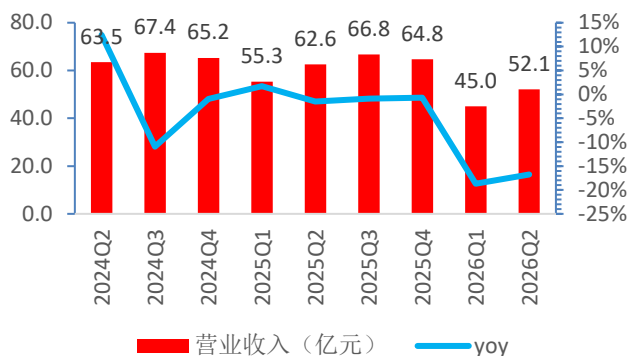
## 2、血制品板块：采浆量较快增长，静待行业周期拐点

我们选取以下公司构成 A 股血制品板块：派林生物、天坛生物、博雅生物、卫光生物、上海莱士、华兰生物、博晖创新。

血制品前期供给快速增长，终端需求消化慢导致库存压力较高，此外，集采扩围、医保控费等多重政策叠加影响血制品行业，2025 年血制品板块收入及净利润承

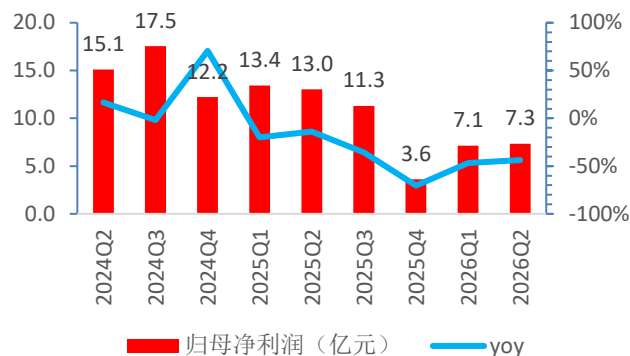
压；2026 年血制品板块收入和盈利降幅同比收窄，经营仍然承压。

图9：2026Q2 血制品板块营收同比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

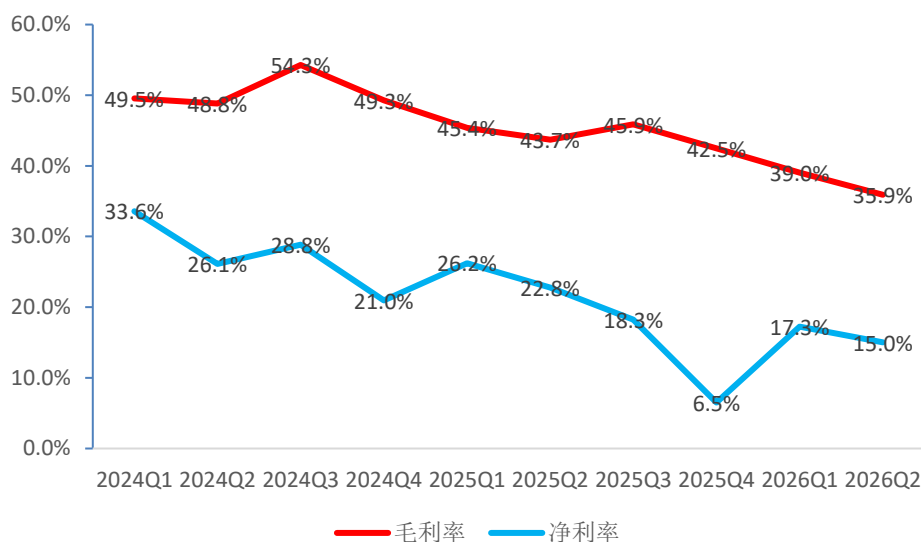
图10：2026Q2 血制品板块归母净利润同比有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

受行业库存水平较高、需求疲软等影响，2026 年以来血制品板块盈利能力有所下降。

图11：血制品板块盈利能力有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

受进口白蛋白竞争、国内重组白蛋白进度的影响，血制品板块估值水平从 2020 年的超过 90 倍 PE 下跌到 2026 年 9 月的 29 倍附近，整体处于较低水平。

图12: 血制品板块市盈率跌到历史最低水平附近



数据来源: Wind、开源证券研究所

2026 年上半年, 血制品板块公司采浆量稳健增长, 吨浆收入小幅下降。2026 年上半年, 血制品上市公司单浆站采浆量不断提升, 行业采浆量实现较快增长, 其中, 天坛生物 2026H1 实现采浆 1453 吨, 同比增长 6.76%; 博雅生物实现采浆 343.47 吨, 同比增长 7.20%; 派林生物实现采浆 845 吨, 同比增长 9.74%; 华兰生物实现采浆 936.63 吨, 同比增长 16%; 博晖创新实现采浆 229.38 吨, 同比增长 23.26%, 预计多家血制品上市公司全年采浆量增速有望维持较快增长。

表2: 多家血制品公司采浆量稳步提升

| 证券代码         | 600161.SH | 603520.SH | 603538.SH | 300702.SZ | 603229.SH | 300636.SZ | 600062.SH |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 证券简称         | 天坛生物      | 博雅生物      | 派林生物      | 华兰生物      | 上海莱士      | 卫光生物      | 博晖创新      |
| 2025 年全年采浆量  |           |           |           |           |           |           |           |
| 浆量 [吨]       | 2801      | 662.31    | 近 1590    | 1669.49   | 超 2000    | 602       | 421.85    |
| 2026 年上半年采浆量 |           |           |           |           |           |           |           |
| 采浆量 [吨]      | 1453      | 343.47    | 845       | 936.63    | /         | 316       | 229.38    |
| 总浆站数 [家]     | 107       | 21        | 38        | 34        | 55        | 9         | 22        |
| 在营浆站数 [家]    | 85        | 20        | 36        | 34        | /         | 9         | 22        |
| 单浆站采浆量 [吨]   | 17.09     | 17.17     | 23.47     | 27.55     | /         | 35.11     | 10.43     |
| 吨浆收入[万元/吨]   | 178.62    | 187.37    | 98.21     | 167.26    | /         | 142.11    | 130.20    |

数据来源: 各公司 2025 年年报及 2026 中报、开源证券研究所 注: 上海莱士浆站数据截至 2025 年年报, 其余企业浆站数据截至 2026 年上半年

表3：血制品行业企业研发投入强度较大

| 证券代码      | 600161.SH                                      | 603520.SH                                                    | 603538.SH            | 300702.SZ                                                  | 603229.SH                                                                        | 300636.SZ                                 | 600062.SH                                   |
|-----------|------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|----------------------|------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|---------------------------------------------|
| 证券简称      | 天坛生物                                           | 博雅生物                                                         | 派林生物                 | 华兰生物                                                       | 上海莱士                                                                             | 卫光生物                                      | 博晖创新                                        |
| 产品结构      | 人血白蛋白 38.81%，静注人免疫球蛋白(含层析)49.60%，其他血液制品 11.22% | 人血白蛋白 33.29%，静注人免疫球蛋白 13.60%，人纤维蛋白原 20.60%，人凝血因子 VIII 10.00% | 血液制品 99.34%，其他 0.66% | 人血白蛋白 41.45%，静注丙球 24.95%，其他血液制品 30.81%，流感疫苗 0.15%，其他 2.64% | 自产白蛋白 15.06%，进口白蛋白 44.73%，静注人免疫球蛋白 21.00%，其他血液制品 17.70% 检测设备及试剂 1.48%，其他业务 0.05% | 人血白蛋白 35.63%，静注人免疫球蛋白 38.44%，其他血液制品 8.01% | 质谱检测系列产品 8.24%，人血白蛋白 30.53%，静注人免疫球蛋白 24.68% |
|           |                                                |                                                              |                      |                                                            |                                                                                  |                                           |                                             |
| 毛利率       | 35.99%                                         | 44.21%                                                       | 32.92%               | 46.20%                                                     | 35.09%                                                                           | 32.60%                                    | 32.78%                                      |
| 净利率       | 15.97%                                         | 7.91%                                                        | 10.24%               | 25.23%                                                     | 20.60%                                                                           | 9.94%                                     | -7.41%                                      |
| 研发投入[亿元]  | 1.52                                           | 0.26                                                         | 0.43                 | 1.25                                                       | 1.34                                                                             | 0.25                                      | 0.31                                        |
| 研发投入占营收比例 | 5.84%                                          | 4.06%                                                        | 5.17%                | 8.00%                                                      | 4.18%                                                                            | 5.47%                                     | 7.86%                                       |
| 产品品种数[个]  | 16                                             | 10                                                           | 11                   | 11                                                         | 12                                                                               | 11                                        | 9                                           |
| 销售费用率     | 2.02%                                          | 23.03%                                                       | 9.24%                | 8.99%                                                      | 4.85%                                                                            | 2.32%                                     | 11.57%                                      |
| 管理费用率     | 12.17%                                         | 17.91%                                                       | 12.11%               | 15.03%                                                     | 11.14%                                                                           | 14.70%                                    | 22.15%                                      |
| 财务费用率     | 0.03%                                          | -2.77%                                                       | -1.44%               | -0.19%                                                     | 0.50%                                                                            | 2.03%                                     | 4.85%                                       |

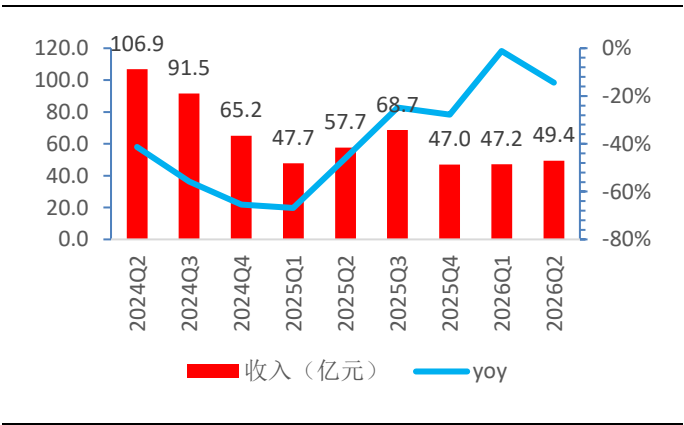
数据来源：各公司 2026 年中报、开源证券研究所

### 3、疫苗板块：新技术、新产品加速布局中

我们选取以下公司构成 A 股疫苗板块：智飞生物、万泰生物、沃森生物、康泰生物、康华生物、欧林生物、康希诺、金迪克、成大生物、百克生物、华兰疫苗。

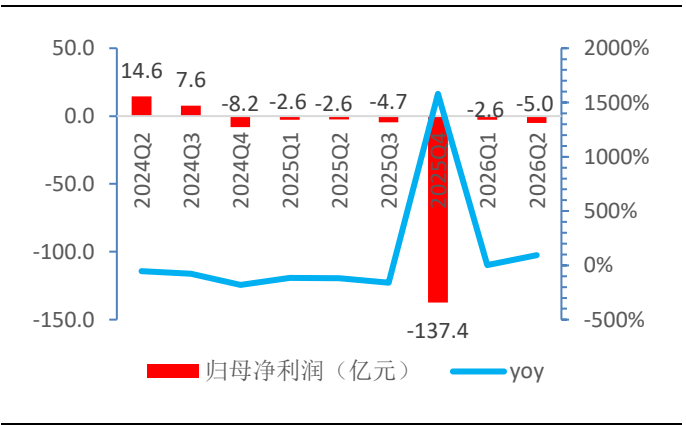
受 HPV 疫苗销售承压及儿童疫苗市场需求偏弱影响，2025 年疫苗板块收入及盈利明显下滑，2026 年以来收入端逐步企稳，但盈利修复仍相对滞后。

图13：2026 年上半年疫苗板块收入下降



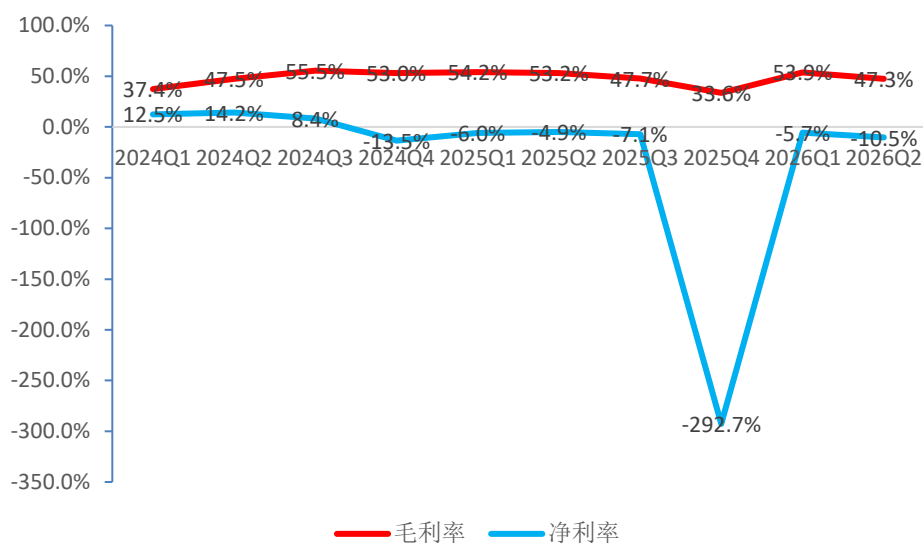
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2026 年上半年疫苗板块单季度呈现亏损状态



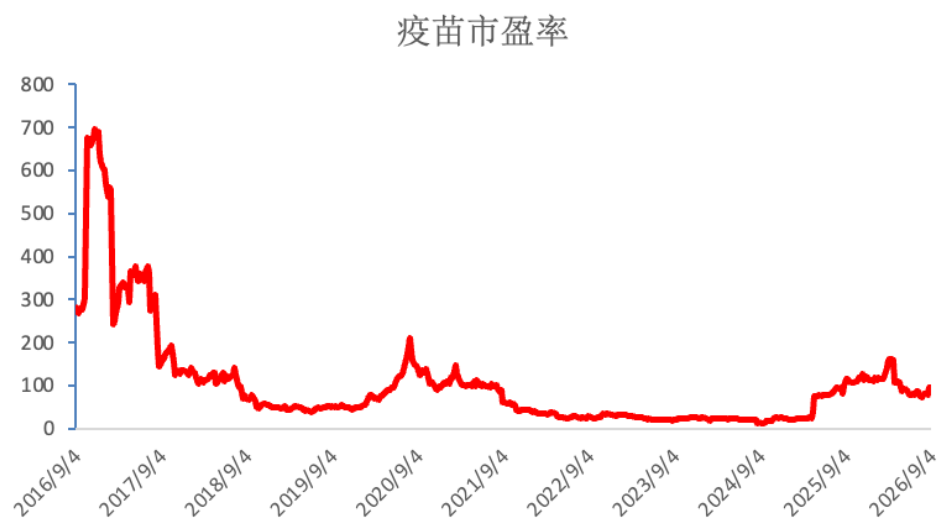
数据来源：Wind、开源证券研究所

疫苗板块盈利能力持续下降，主要受行业竞争恶化及新生儿数量下降影响。

**图15: 疫苗板块毛利率相对稳定, 净利率持续承压**


数据来源: Wind、开源证券研究所

疫苗板块估值水平从 2020 年的超过 200 倍 PE 下跌到 2024 年的 20 倍以下。受行业竞争加剧、业绩下滑等因素影响, 板块估值经历持续消化, 当前 PE 水平有所回落, 但受行业盈利波动影响, 其对板块估值的参考作用相对有限。

**图16: 疫苗板块市盈率估值水平有所回落**


数据来源: Wind、开源证券研究所

受新生儿数下降趋势影响, 国内疫苗公司加速新技术、新产品布局。康希诺婴幼儿用组分百白破疫苗实现国内首款上市, 青少年及成人用产品有望填补国内加强免疫市场空白, 欧林生物的金葡菌疫苗 III 期进度全球领先, 有望成为全球第一家也是唯一一家提交上市申请的公司。此外, 康希诺聚焦消化道实体瘤及罕见肿瘤治疗领域, 逐步布局新型肿瘤疫苗。

**表4: 国内疫苗公司加速新产品布局**

| 公司名称 | 项目名称                                                       | 进展情况                                                                          |
|------|------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|
| 欧林生物 | 重组金葡菌疫苗                                                    | III期临床                                                                        |
|      | 四价流感病毒裂解疫苗（MDCK 细胞）                                        | III 期临床                                                                       |
| 康希诺  | 百白破疫苗组合                                                    | 1.婴幼儿用实现国内首款上市；2.青少年及成人用 TdScp 药品注册申请获得受理，并纳入优先审批                             |
| 康泰生物 | 吸附无细胞百白破灭活脊髓灰质炎和 b 型流感嗜血杆菌联合疫苗                             | 处于III期临床试验阶段                                                                  |
|      | 吸附无细胞百白破（组分）联合疫苗                                           | 处于III期临床试验阶段                                                                  |
|      | ACYW135 群脑膜炎球菌结合疫苗                                         | 已完成III期临床研究阶段                                                                 |
|      | 甲型肝炎灭活疫苗                                                   | 已完成III期临床研究阶段                                                                 |
|      | 口服五价重配轮状病毒减毒活疫苗（Vero 细胞）                                   | 处于 III 期临床试验阶段                                                                |
| 智飞生物 | 冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）                                          | 申报上市，审评中                                                                      |
|      | 15 价肺炎球菌结合疫苗                                               | 申报上市，审评中                                                                      |
|      | ACYW135 群流脑结合疫苗                                            | 申报上市，审评中                                                                      |
|      | 冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）                                         | III期临床试验进行中                                                                   |
|      | 福氏宋内氏痢疾双价结合疫苗                                              | III期临床试验进行中                                                                   |
|      | 吸附无细胞百白破（组分）联合疫苗                                           | III期临床试验进行中                                                                   |
|      | 四价重组诺如病毒疫苗（毕赤酵母）                                           | III期临床试验进行中                                                                   |
|      | 治疗用卡介苗                                                     | III期临床试验进行中                                                                   |
| 万泰生物 | 吸附破伤风疫苗                                                    | III期临床试验进行中                                                                   |
|      | 九价 HPV 疫苗                                                  | 1、获批上市 2、男性 III 期临床试验已启动并完成首例受试者入组                                            |
|      | 水痘减毒活疫苗                                                    | 已获得上市许可申请（NDA）受理通知书                                                           |
| 沃森生物 | 冻干水痘减毒活疫苗（VZV-7D）                                          | III期临床已启动，现阶段开展多中心临床试验安全性、有效性终点数据归集与分析工作                                      |
|      | 重组人乳头瘤病毒九价病毒样颗粒疫苗（6、11、16、18、31、33、45、52、58 型 L1 蛋白）（毕赤酵母） | III期临床研究阶段                                                                    |
|      | ACYW135 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗                                       | III期临床研究阶段                                                                    |
|      | 新型冠状病毒变异株 mRNA 疫苗（S 蛋白嵌合体）                                 | 已完成确证性III期保护效力临床试验，以及商业化规模工艺 1 验证、药品注册检验等工作                                   |
|      | 新型冠状病毒变异株 mRNA 疫苗（OmicronXBB.1.5）                          | 作为同一 mRNA 平台技术的迭代疫苗已完成确证性 III 期免疫原性桥接临床试验，通过了药品监管部门对于申请上市许可需要完成的药品注册核查和检验等工作。 |
|      | 吸附破伤风疫苗                                                    | III期临床研究阶段                                                                    |

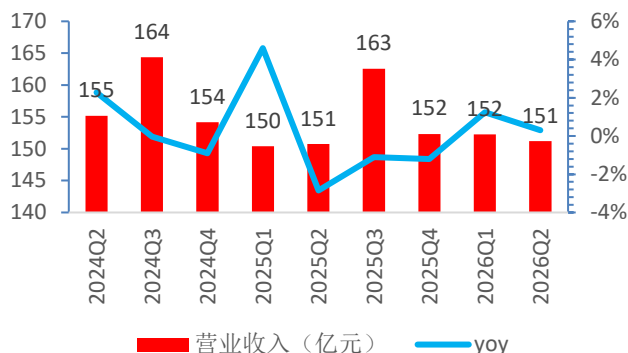
资料来源：各公司 2026 中报、开源证券研究所

#### 4、医疗服务板块：医疗服务行业有望迎来效率提升阶段

我们选取以下公司构成 A 股医疗服务板块：国际医学、美年健康、光正眼科、皓宸医疗、爱尔眼科、何氏眼科、普瑞眼科、华夏眼科、三博脑科、通策医疗、盈康生命、信邦制药、新里程。

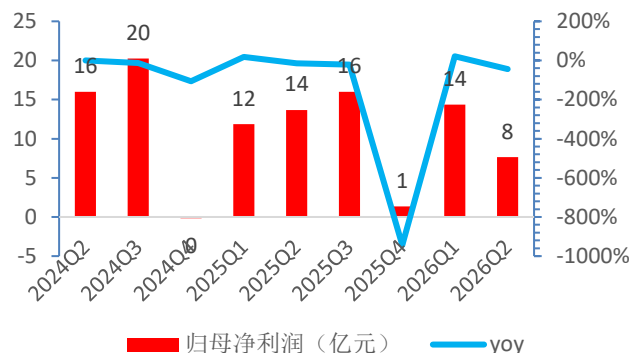
近些年受消费环境影响，医疗服务板块单季度营收稳定在 150-165 亿元，归母净利润波动较大。3 季度受暑期旺季影响，每年 3 季度板块业绩规模处于较高水平。

图17：2026 年上半年医疗服务板块收入整体平稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

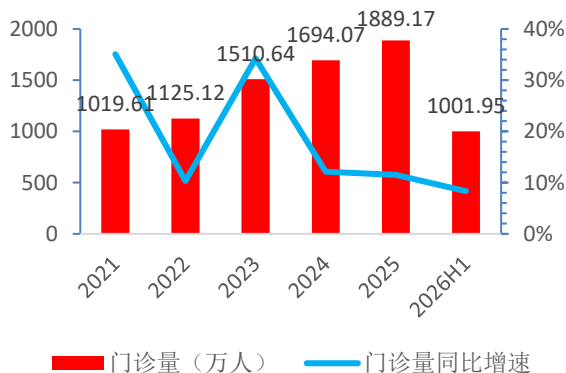
图18：医疗服务板块单季度归母净利润波动较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

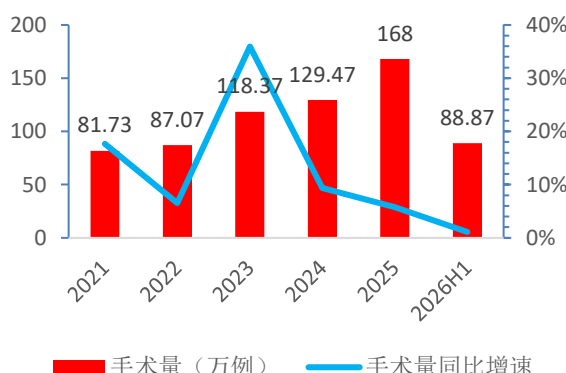
爱尔眼科门诊及手术量持续扩张，龙头规模优势进一步巩固。普瑞眼科经历 2023 年快速增长后，门诊及手术量逐步趋稳。

图19：爱尔眼科门诊量稳步增长



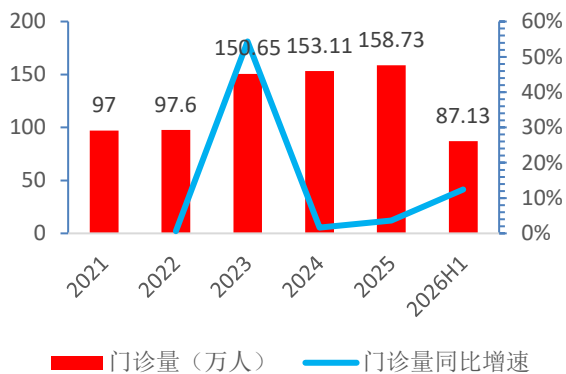
数据来源：爱尔眼科公告、开源证券研究所

图20：爱尔眼科手术量增速放缓



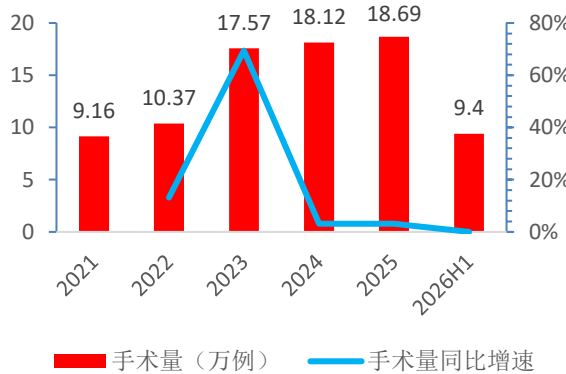
数据来源：爱尔眼科公告、开源证券研究所

图21：2026 年上半年普瑞眼科门诊量较快增长



数据来源：普瑞眼科公告、开源证券研究所

图22：普瑞眼科手术量增速放缓

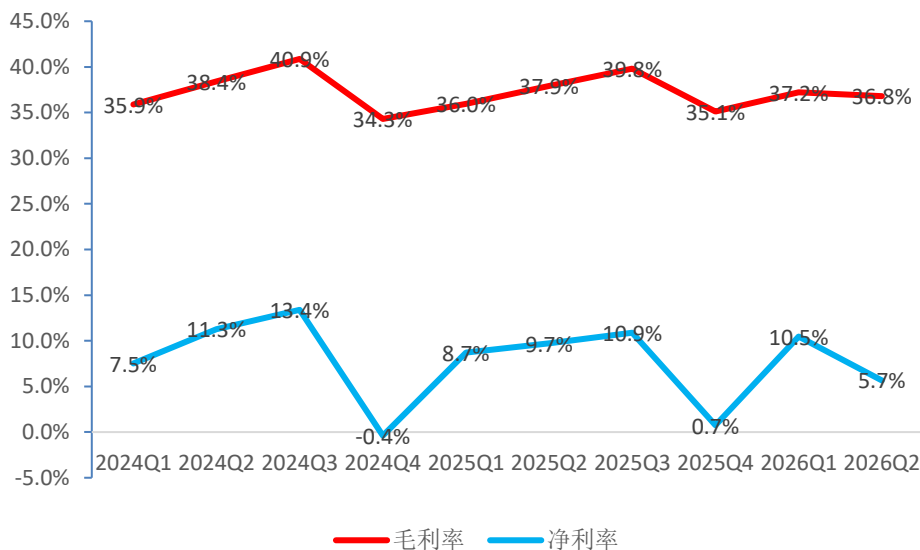


数据来源：普瑞眼科公告、开源证券研究所

受行业竞争趋缓、价格战进入尾声，2025 年前三季度医疗服务板块盈利能力持

续回升，2026 年整体较平稳。

图23：2026 年上半年医疗服务板块盈利能力整体平稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

近几年医疗服务板块估值水平持续下行，市盈率从 2021 年的 100 倍以上下降到 2024 年 9 月的 29.3 倍附近，近期逐步修复到 40 倍附近，处于企稳回升趋势。

图24：近期医疗服务板块市盈率处于历史底部回升阶段



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 5、投资建议

国内原料药行业处于周期底部，部分公司积极转型创新药及 CDMO 赛道，持续拓展公司天花板，有望进入收获期。

国内血制品行业处于周期底部，行业并购整合加速进行中，近些年天坛生物、上海莱士等持续并购中小血制品公司，我们预计血制品行业并购整合进入加速阶段。

受新生儿数下降及竞争进一步加剧，疫苗企业经营业绩持续承压，传统流感和

部分成人疫苗领域价格竞争明显，国产替代、创新疫苗和高壁垒品种竞争逻辑反而在改善，国内疫苗企业正加快新品及创新技术布局，以期新增长点。

受行业政策影响，国内医疗服务行业受影响较大，行业处于出清阶段，我们认为部分品牌强、运营能力强、AI 布局领先的公司有望率先走出困境。

**推荐标的：**联邦制药、普洛药业、国邦医药、健友股份、华海药业、博瑞医药、奥锐特、固生堂、海吉亚医疗、爱博医疗、爱尔眼科、通策医疗、天坛生物、川宁生物等；**受益标的：**天宇股份、美诺华、同和药业、仙琚制药、司太立、派林生物、华厦眼科等。

**表5：原料药转型 CDMO 及创新药的公司逐步进入兑现期**

| 证券代码      | 证券简称  | 收盘价(元) | 净利润增速(%) |       |       | PE    |       |       | 评级  |
|-----------|-------|--------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|
|           |       |        | 2026E    | 2027E | 2028E | 2026E | 2027E | 2028E |     |
| 3933.HK   | 联邦制药  | 7.68   | -60.6    | 36.8  | 15.5  | 15.9  | 11.6  | 10.0  | 买入  |
| 000739.SZ | 普洛药业  | 22.59  | 15.1     | 21.2  | 22.4  | 25.7  | 21.1  | 17.2  | 买入  |
| 605507.SH | 国邦医药  | 17.76  | 7.7      | 27.5  | 29.9  | 15.7  | 12.3  | 9.5   | 买入  |
| 603707.SH | 健友股份  | 7.37   | 18.1     | 23.3  | 27.3  | 17.3  | 14.1  | 11.1  | 买入  |
| 600521.SH | 华海药业  | 16.21  | 249.0    | -17.7 | 24.0  | 26.1  | 31.8  | 25.7  | 买入  |
| 688166.SH | 博瑞医药  | 34.87  |          |       |       |       |       |       | 买入  |
| 605116.SH | 奥锐特   | 19.10  | 0.2      | 21.7  | 28.8  | 17.2  | 14.1  | 11.0  | 买入  |
| 2273.HK   | 固生堂   | 27.08  | 21.1     | 15.8  | 17.6  | 12.8  | 11.1  | 9.4   | 买入  |
| 6078.HK   | 海吉亚医疗 | 9.68   | 217.3    | 15.6  | 15.7  | 9.9   | 8.6   | 7.4   | 买入  |
| 688050.SH | 爱博医疗  | 37.91  | 40.6     | 19.1  | 15.7  | 19.5  | 16.3  | 14.1  | 买入  |
| 300015.SZ | 爱尔眼科  | 8.00   | -17.8    | 57.6  | 14.6  | 27.6  | 17.8  | 15.4  | 买入  |
| 600763.SH | 通策医疗  | 32.43  | 24.4     | 17.5  | 20.4  | 23.2  | 19.8  | 16.5  | 买入  |
| 600161.SH | 天坛生物  | 12.03  | -10.6    | 19.4  | 10.4  | 24.6  | 20.4  | 18.5  | 买入  |
| 301301.SZ | 川宁生物  | 7.95   | -3.0     | 11.4  | 10.0  | 24.1  | 21.5  | 19.4  | 买入  |
| 300702.SZ | 天宇股份  | 20.49  | 112.4    | 38.2  | 23.9  | 24.0  | 17.4  | 14.0  | 未评级 |
| 603538.SH | 美诺华   | 25.57  | 46.7     | 30.0  | 23.6  | 57.9  | 44.6  | 36.1  | 未评级 |
| 300636.SZ | 同和药业  | 6.73   | 9.8      | 25.9  | 22.5  | 35.2  | 28.0  | 22.8  | 未评级 |
| 002332.SZ | 仙琚制药  | 8.52   | 6.5      | 15.6  | 17.3  | 17.6  | 15.2  | 13.0  | 未评级 |
| 603520.SH | 司太立   | 8.26   | 1,188.3  | 77.0  | 39.4  | 27.5  | 15.5  | 11.1  | 未评级 |
| 000403.SZ | 派林生物  | 10.00  | -5.5     | 14.3  | 10.5  | 24.0  | 21.0  | 19.0  | 未评级 |
| 301267.SZ | 华厦眼科  | 14.71  | 16.5     | 15.2  | 13.8  | 24.1  | 20.9  | 18.4  | 未评级 |

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：数据截至 2026 年 9 月 16 日收盘；联邦制药、固生堂、海吉亚医疗收盘价以港元计，汇率选择 1 元=1.17 港元；普洛药业、国邦医药、华海药业、奥锐特、爱尔眼科、通策医疗、天坛生物、川宁生物的盈利预测来自开源证券中报点评，其他公司盈利预测来自 Wind 一致预测。

## 6、风险提示

**政策变化风险：**原料药公司布局制剂业务，有望增厚公司业绩，血制品公司竞争充分，有部分省份纳入集采，如果未来制剂及血制品集采加剧，原料药及血制品公司业绩有受影响的风险；

**市场竞争加剧的风险：**血制品板块产品主要是人源性的，如果未来重组产品大

量上市的话，竞争格局有加剧的风险；

**药物临床研发失败：**创新药研发具有较大不确定性，临床阶段以及 NDA 申报阶段都有失败的风险。

## 特别声明

《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）》自2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将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。

## 股票投资评级说明

|      | 评级               | 说明                         |
|------|------------------|----------------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy）          | 预计相对强于市场表现 20%以上；          |
|      | 增持（outperform）   | 预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；       |
|      | 中性（Neutral）      | 预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动； |
|      | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。           |
| 行业评级 | 看好（overweight）   | 预计行业超越整体市场表现；              |
|      | 中性（Neutral）      | 预计行业与整体市场表现基本持平；           |
|      | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。              |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

## 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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn