中邮证券
CHINA POST SECURITIES

证券研究报告

创新药产业链高景气延续，器械板块拐点已现

——医药2026年三季报总结

行业投资评级：强于大市|维持

盛丽华/岑峻宇/陈灿/徐智敏/辛家齐

中邮证券研究所　医药团队

中邮证券

发布时间：2026-11-04

投资要点

26年三季度以来，医药板块整体延续震荡格局，估值处于历史相对低位。截至2026/10/30，申万医药PE（TTM）为26.21X，达到15%分位（自2010/2/5始，下同），而沪深300 PE（TTM）为12.16X；医药板块估值溢价率为115.65%，达到历史5%分位，处于2010年以来的相对低位，具备较高性价比。医药主题基金26Q3规模达到2108亿元，环比增加214亿元、环比+11.3%，整体规模仍维持高位，CRO和创新药系主要重仓。我们认为，创新药产业链延续高景气，创新药板块盈利再突破、CXO连续多季度强劲增长；医疗器械招投标Q3同比转正，行业进入基本面拐点与估值修复并行阶段；医药商业营收逐季提速。我们看好医药板块核心资产的价值回归。

建议重视：**1.创新药：**看好27-28年创新药板块性投资机会，板块核心叙事逻辑有望从此前的BD预期逐步演化为业绩驱动。创新药板块海外BD仍是星辰大海，国内市场走向盈利阶段，估值性价比显现，建议积极布局。选股思路上，建议以临床数据过硬、BD干扰因素相对少的公司为主，关注全球市场参与确定度高的相关标的。建议关注：信达生物、康方生物、三生制药、科伦博泰、迪哲医药、泽璟制药、恒瑞医药、翰森制药、科伦药业、康诺亚、映恩生物、乐普生物等。**2.化学制剂：**收入规模环比回暖，盈利修复加速。看好研发思路明确、资金利用效率高的企业，以及在特定细分赛道单点突破的创新企业。建议关注：恒瑞医药、科伦药业、海思科、奥赛康、京新药业、苑东生物、汇宇制药等。**3.CXO：**板块景气不改，连续多季度强劲增长。龙头公司上调指引，订单高增。建议关注：药明康德、康龙化成、凯莱英、药明生物、昭衍新药、美迪西、益诺思、泰格医药、诺思格、普蕊斯等。**4.科研服务&上游：**景气维持，Q3收入持续高增，利润增速有所波动。建议关注：金斯瑞、百普赛斯、义翘神州、近岸蛋白、奥浦迈、百奥赛图、药康生物等。**5. 原料药：**价格低位波动，行业继续出清中小产能，竞争格局进一步优化。建议关注：普洛药业、国邦医药、华海药业等。**6.生物制品：**主要关注业绩改善、在研管线数据或BD预期引发的估值重估机会。建议关注：天坛生物、康希诺、欧林生物、甘李药业、我武生物等。**7.医疗器械：**行业进入基本面拐点与估值修复并行阶段。看好设备更新与国产替代、创新器械、IVD及AI4S上游。建议关注：迈瑞医疗、联影医疗、华大智造、新产业、安图生物、海尔生物、山外山、开立医疗、澳华内镜、美好医疗、迪安诊断等。**8.医药商业：**预计行业出清后龙头药房客流将进一步恢复，在龙头药房较高的精细化管理能力下利润率稳中有升，建议关注：益丰药房、大参林、老百姓等。**9.中药：**院内院外均阶段性承压，看好高分红与政策受益方向。建议关注：东阿阿胶、云南白药、济川药业、华润江中、盘龙药业、方盛制药等等。**10.医疗服务：**看好持续扩张及优质资产注入下市占率提升，以及消费复苏下弹性较大的眼科、口腔行业。受益标的：爱尔眼科、固生堂、通策医疗等。

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

目录

一 板块行情：整体表现震荡，医药主题基金规模维持高位

二 细分板块：CXO高景气延续，医疗器械板块拐点已现

三 风险提示

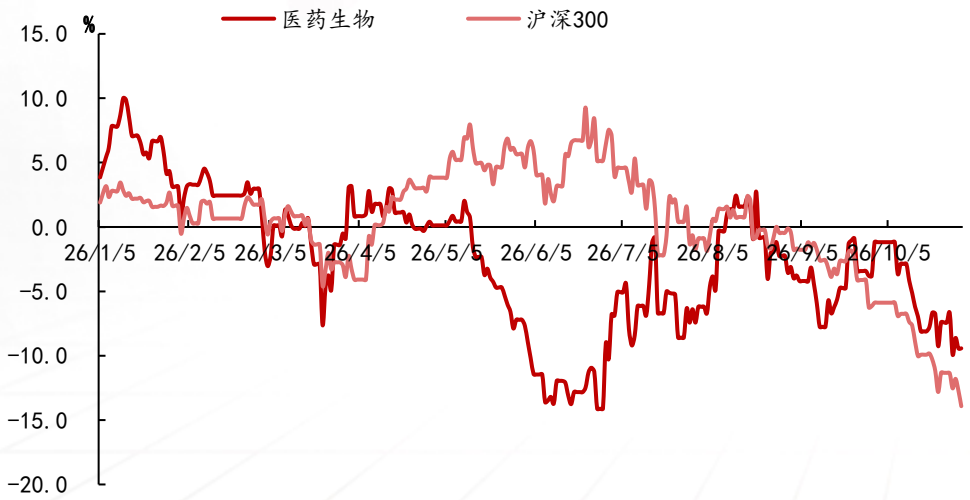
一

板块行情：整体表现震荡，医药主题基金规模维持高位

1.1 医药板块经历深度调整和修复，行业指数排名靠前

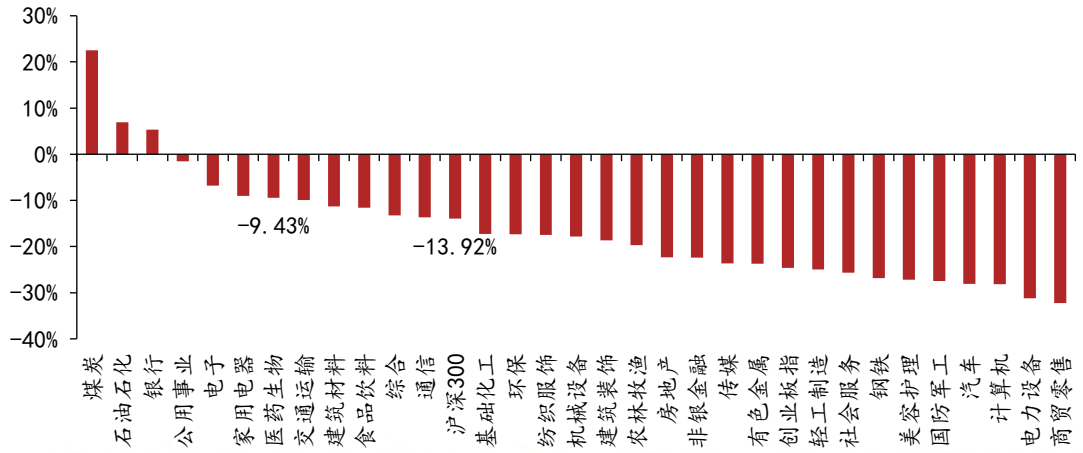
- **2026 开年以来医药生物板块先小幅跑赢沪深 300，中期开始下探出现深度调整，后期修复反弹，整体处于宽幅震荡格局。**年初板块延续前期创新药板块的事件型驱动，获得阶段性超额收益，后续事件催化边际减弱。5月-8月，随着领域催化事件（如ASCO大会）落地，进入催化和业绩双重真空期，叠加政策扰动与资金流向其他板块，经历单边下行，而后随着H1业绩披露，市场资金再平衡，板块经历反弹修复，9-10月整体处于震荡格局。
- 年涨幅来看，截至26/10/30，申万医药指数下跌9.43%，跑赢沪深300指数4.49pct，在中信一级行业中排名第7位。

图表1：2026至今医药板块震荡起伏（截至2026/10/30）



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表2：2026年以来医药指数在申万一级行业中排名第7

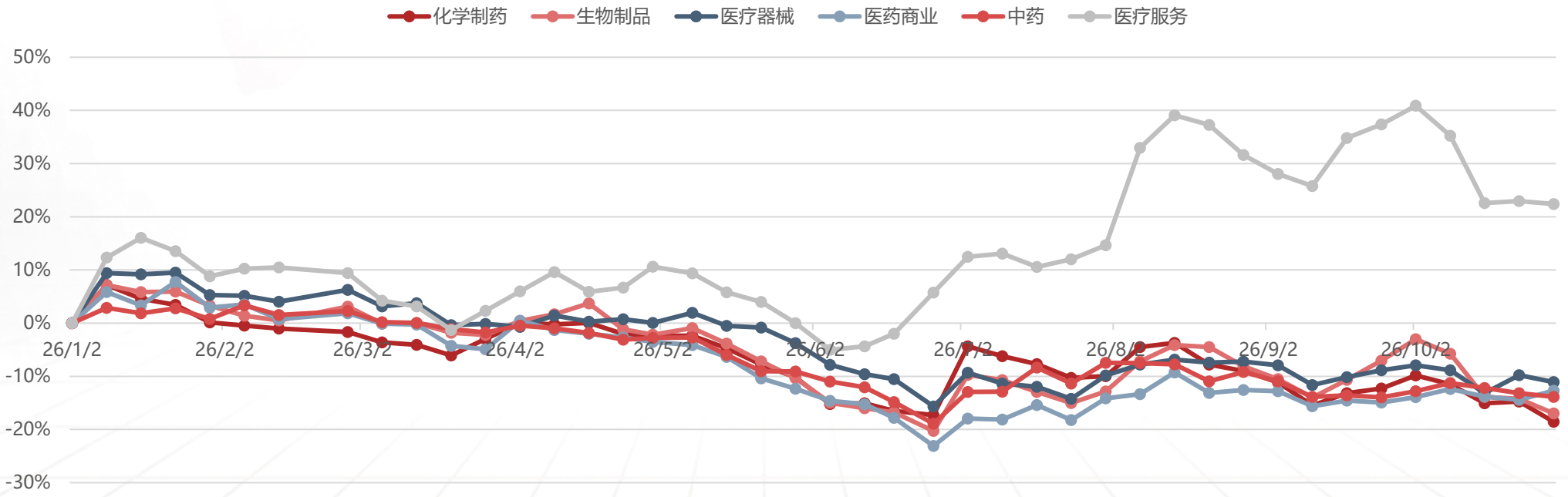


资料来源： Wind、中邮证券研究所

1.2 医药子板块中医疗服务表现亮眼

- **医疗服务表现相对亮眼。**申万医疗服务（注：801156.SI主要成分包含CRO）板块前期估值较低，涨势相对较好，2026年初至2026/10/30涨幅为+22%，领涨医药板块。其余板块经历下跌，其中化学制药跌幅较大，达-19%。

图表3：医疗服务、化学原料药表现相对较好，其余子板块跟涨

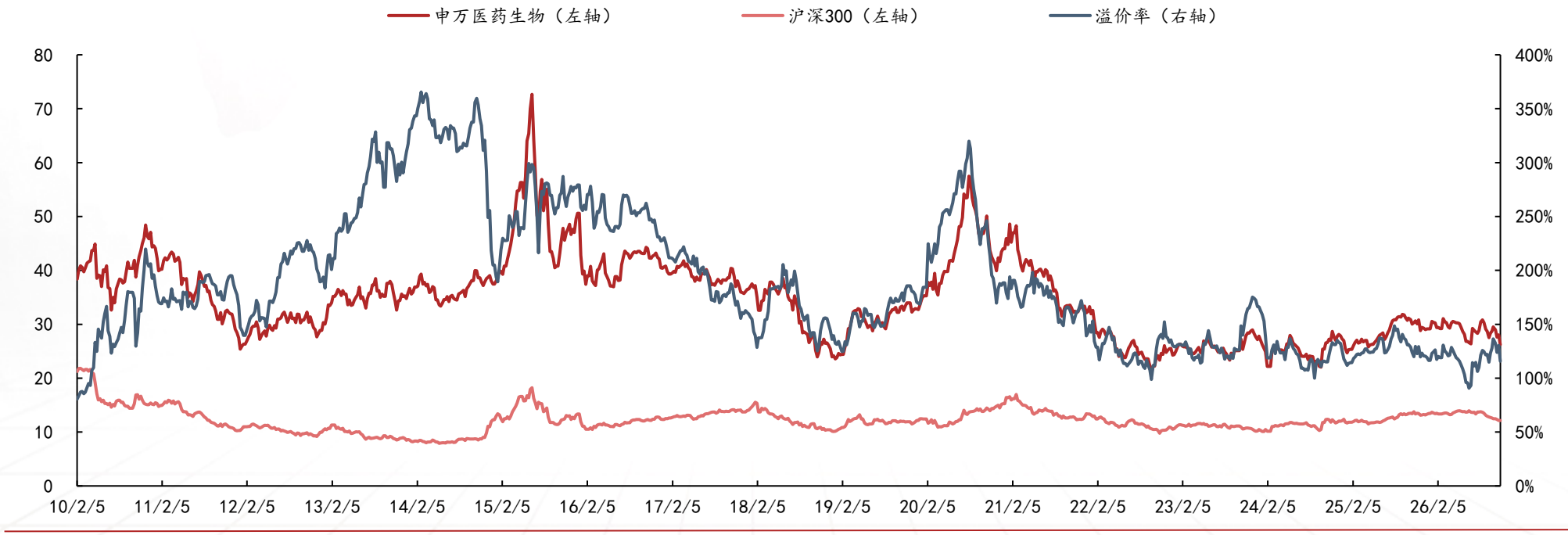


资料来源：Wind、中邮证券研究所

1.3 医药板块估值水平处于历史2010年以来相对低位

- 医药板块估值有所回调，处于相对低位。截至2026/10/30，申万医药PE（TTM）为26.21X，达到15%分位（自2010/2/5始，下同），而沪深300 PE（TTM）为12.16X；医药板块估值溢价率为115.65%，达到历史5%分位，低于历史平均溢价率188.1%，处于2010年以来的相对低位。

图表4：医药板块PE（TTM）估值有所回调

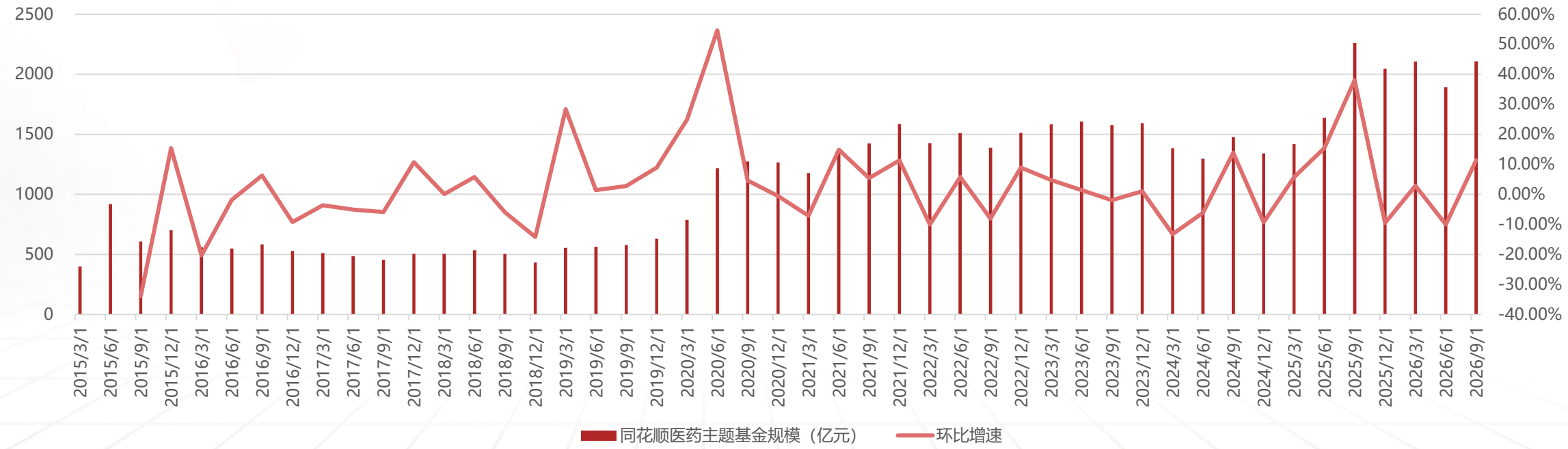


资料来源：Wind、中邮证券研究所

1.4 医药主题基金规模26Q3有所回升，整体维持高位

- 2026Q3医药主题基金规模达到2108亿元，环比Q2增加214亿元，环比+11.3%，整体规模仍维持高位。

图表5：同花顺医药主题基金规模26Q3有所回升



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

1.5 CRO、创新药系Q3主要重仓方向

- 医药行业重仓情况：从重仓股所属板块看，CRO和创新药系主要重仓。对比26Q2，CRO持续成为加仓主要板块，重仓股市值前三中药明康德、药明生物持有基金数环比增长，恒瑞医药有所下滑。此外，对比Q2榜单，CRO公司入围前10数目明显增加。

图表6：药明康德、恒瑞医药、药明生物排名2026Q3重仓股市值前三

	期间涨跌幅	26Q3持股占流通股比(%)	2026Q3持股总市值（亿元）	2026Q2持股总市值（亿元）	变动（亿元）	2026Q3持有基金数	2026Q2持有基金数	变动
药明康德	33.06%	16.10	817.44	462.33	355.11	1,615	769	846
恒瑞医药	-10.83%	6.42	201.19	238.14	-36.94	319	401	-82
药明生物	58.87%	7.74	153.36	50.67	102.69	328	93	235
信达生物	22.49%	9.66	142.05	141.32	0.73	234	197	37
康龙化成	57.17%	17.23	137.89	66.83	71.06	250	90	160
凯莱英	12.44%	19.17	124.65	102.11	22.54	257	161	96
泰格医药	19.12%	27.23	109.65	82.93	26.72	162	88	74
康方生物	18.60%	12.65	108.69	93.01	15.68	113	106	7
科伦药业	4.32%	19.24	102.07	98.28	3.79	173	162	11
石药集团	40.84%	9.88	98.44	72.73	25.71	112	64	48

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

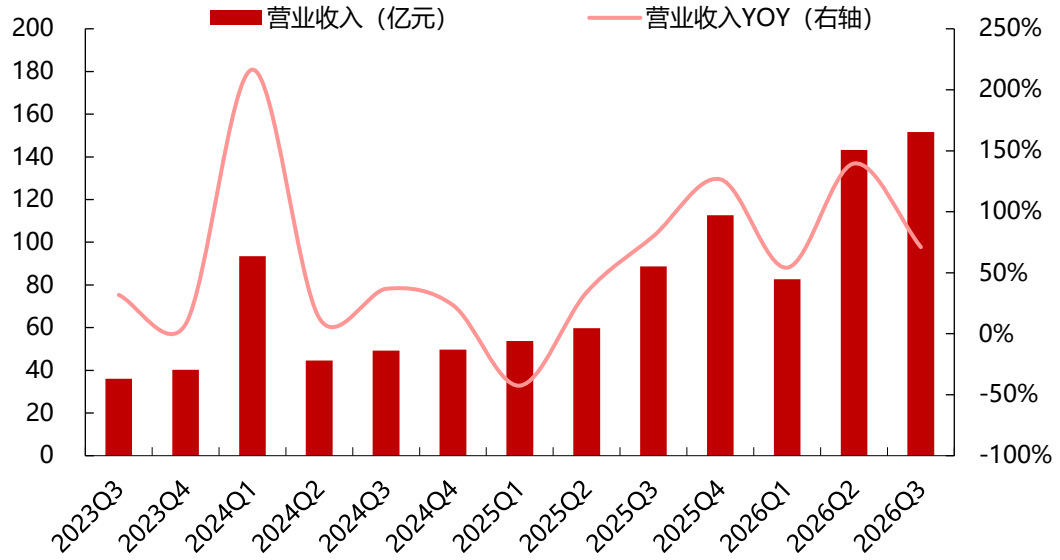
二

细分板块：CXO高景气延续，医疗器械板块拐点已现

2.1 创新药：BD贡献持续显著，板块盈利再突破

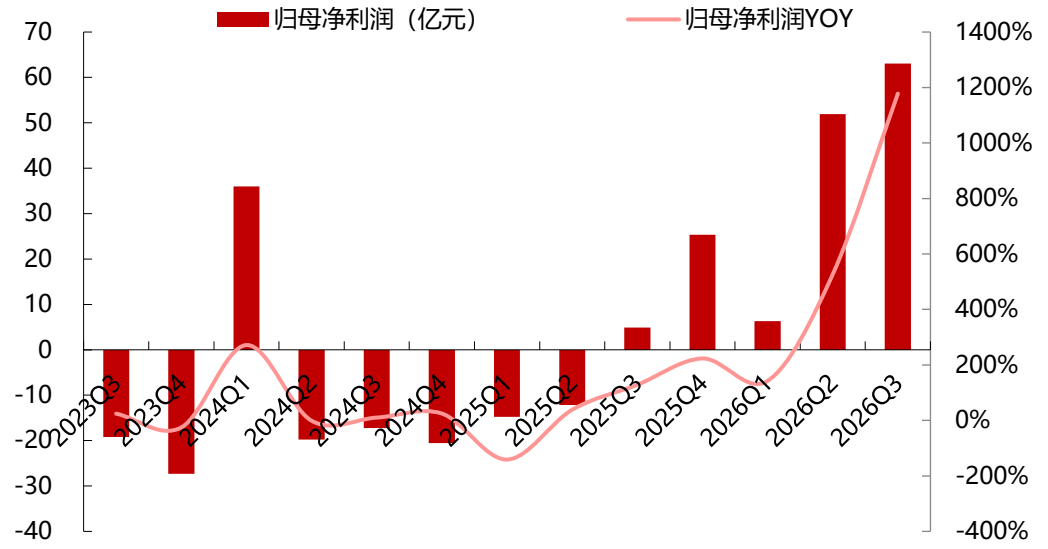
- 21家A股创新药上市公司（百济神州未公布26Q3财报，故剔除）26Q1-Q3实现营收377.5亿元（+86.8%）；实现归母净利润121.3亿元，扭亏大增651.5%。单季度来看，26Q3营收为151.6亿元（+71.0%）、归母净利润63.1亿元（+1178.1%）。总体看前三季度BD及里程碑收入显著增厚板块收入，带来毛利率同比提升和费用率的快速下降，整体净利率达到32.1%。
- 综合来看，A股创新药公司重点品种26Q3销售增速大多符合预期，荣昌生物泰它西普/维迪西妥单抗销售收入同比+32.8%、诺诚健华药品销售收入同比+38.6%、泽璟制药和艾力斯Q3收入同比维持高增；BD及里程碑层面贡献仍显著，其中包括迪哲医药/AZ合作、百利天恒/BMS里程碑收入再次触发、诺诚健华/Zenas里程碑收入以及智翔金泰/药友制药合作收入确认。

图表7：23Q3-26Q3创新药板块（A股）收入情况



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表8：23Q3-26Q3创新药板块（A股）归母净利润情况



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

2.1 创新药： BD贡献持续显著，板块盈利再突破

图表9：A股创新药公司经营数据

	营业收入增速				扣非归母净利润增速				扣非净利率			
	2024	2025	2026Q1-Q3	2026Q3	2024	2025	2026Q1-Q3	2026Q3	2024	2025	2026Q1-Q3	2026Q3
艾力斯	76.3%	45.8%	37.6%	33.6%	124.5%	48.5%	47.0%	40.5%	38.3%	39.0%	41.6%	42.3%
百利天恒	936.3%	-56.7%	1.4%	0.6%	547.3%	-132.1%	-33.9%	52.9%	62.4%	-46.3%	-36.8%	48.2%
三生国健	17.7%	251.8%	24.8%	11.1%	19.0%	1025.0%	25.5%	-6.4%	20.6%	65.9%	31.8%	34.7%
荣昌生物	58.5%	89.4%	293.3%	46.4%	2.3%	104.5%	909.2%	173.9%	-87.8%	2.1%	65.2%	8.1%
诺诚健华	36.7%	135.3%	88.2%	150.6%	29.7%	225.7%	533.0%	851.7%	-43.6%	23.3%	27.9%	41.5%
泽璟制药	37.9%	52.1%	158.9%	52.0%	50.9%	-15.6%	604.8%	59.0%	-32.1%	-24.4%	39.6%	-2.2%
迪哲医药	294.2%	122.6%	713.5%	1736.1%	22.6%	6.4%	672.7%	1917.8%	-249.8%	-105.0%	75.7%	90.5%
石药创新	-20.8%	8.9%	149.6%	35.5%	-94.3%	-795.3%	1877.4%	-211.7%	2.1%	-13.6%	29.0%	-10.0%
迈威生物	56.3%	231.6%	9.8%	-33.6%	-0.9%	6.6%	-9.8%	-237.6%	-535.4%	-150.8%	-110.0%	-53.4%
智翔金泰	2384.1%	666.7%	274.7%	285.2%	1.1%	28.1%	94.8%	670.6%	-2672.6%	-250.8%	-2.5%	48.7%
益方生物	-9.0%	-77.9%	109.3%	-3.3%	14.8%	-31.5%	-31.2%	-71.4%	-148.2%	-881.8%	-389.4%	-950.7%
君实生物	29.7%	28.2%	39.2%	28.2%	43.9%	23.3%	64.3%	81.4%	-66.2%	-39.6%	-9.5%	-4.4%

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

2.1 创新药：海外进展将逐步进入实质性兑现阶段

- **看好27-28年创新药板块性投资机会，板块核心叙事逻辑有望从此前的BD预期逐步演化为业绩驱动。**

1）**海外BD仍是星辰大海：**MNC的专利悬崖逻辑仍将持续，且现阶段看BD案例正逐渐增多，国产新药除双抗和ADC等优势领域外，未来自免等慢病和新领域同样有引领全球的潜力。

2）**国内市场走向盈利阶段：**目前新药的医保政策相对稳定，众多Biotech在核心产品上市后进入快速爬坡期，对于利润贡献持续超预期，重点企业净利率快速提升，后期规模效应下的盈利性将是核心预期差。

3）**重点公司估值性价比已显现：**经过近期估值波动后，核心标的的国内外估值结构已趋于理性平衡，考虑到重点品种的出海已落地，27-28年随着海外数据成熟，板块有望迎来进一步de-risk的投资机会。

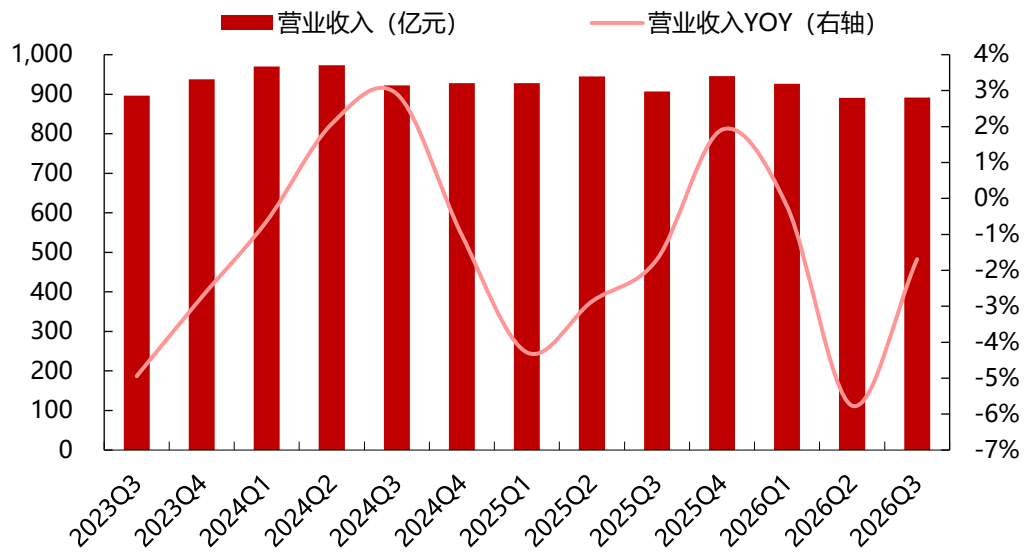
- **建议关注确定性高、BD预期扰动相对小的标的：**
- **创新资产有望参与全球竞争：**信达生物、康方生物、三生制药、科伦博泰、迪哲医药、泽璟制药
- **仿创Pharma：**恒瑞医药、翰森制药、科伦药业、海思科、京新药业、苑东生物、汇宇制药
- **创新差异化的Biotech：**康诺亚、映恩生物、维立志博、乐普生物、基石药业、加科思

- 风险提示：研发失败风险、业绩不及预期风险、地缘政治风险、政策风险、安全性生产风险。

2.2 化学制剂：收入规模环比回暖，盈利修复加速

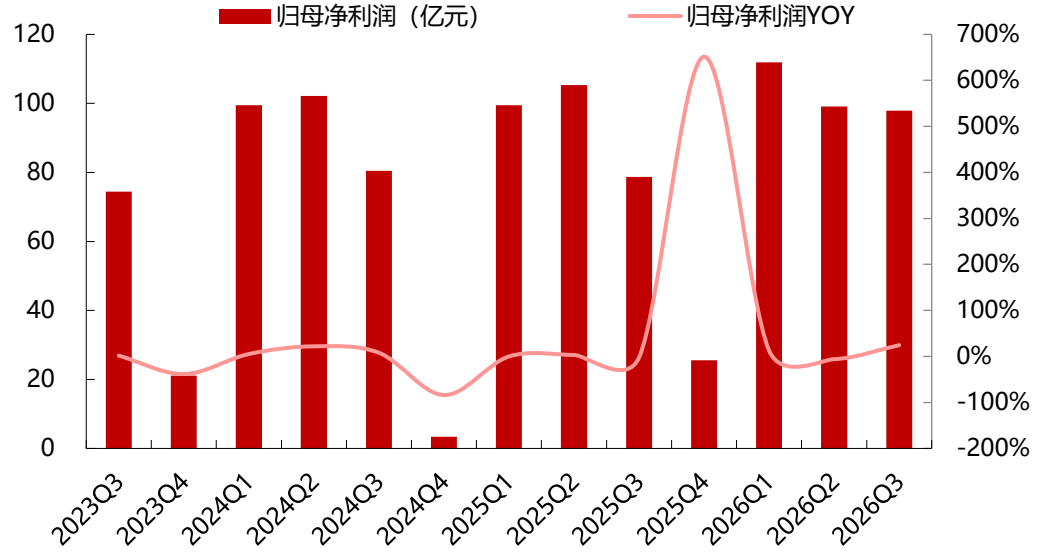
- **26Q3化学制剂板块收入降幅环比收窄，利润表现更佳。**26Q1-Q3板块86家样本公司收入合计2708.6亿元（-2.6%）、归母净利润308.9亿元（+9.0%）；单26Q3板块收入891.6亿元（-1.7%）、归母净利润97.9亿元（+24.4%）。整体来看Q3收入规模环比Q2正增长，基本消化行业政策影响，重点公司如恒瑞医药、科伦药业主业环比修复，BD相关持续兑现助力利润表现更优。

图表10：23Q3-26Q3化学制剂板块收入情况



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表11：23Q3-26Q3化学制剂板块归母净利润情况



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

2.2 化学制剂：收入规模环比回暖，盈利修复加速

- 头部化药企业26Q3收入同比增速保持稳定，利润增速亮眼。恒瑞医药26Q3肿瘤创新药收入增速转正，仿制药仍承压，利润端体现良好的BD蓄水池效应，表观表现出色。科伦药业Q3收入结束同比下滑，但大输液和川宁原料药仍承压。华东医药创新产品收入维持快速增长态势，医美业务仍受行业竞争影响。海思科收入内生维持稳定增长，BD对Q3业绩仍有贡献。

图表12：BigPharma重点公司经营数据比较

	营业收入增速				扣非归母净利润增速				扣非净利率			
	2024	2025	2026Q1-Q3	2026Q3	2024	2025	2026Q1-Q3	2026Q3	2024	2025	2026Q1-Q3	2026Q3
恒瑞医药	22.6%	13.0%	5.3%	20.6%	49.2%	20.0%	11.7%	90.9%	22.1%	23.4%	25.6%	28.1%
华东医药	3.2%	4.1%	1.1%	-0.3%	22.5%	-1.2%	3.6%	0.0%	8.0%	7.6%	8.4%	8.5%
复星医药	-0.8%	1.4%	3.6%	1.4%	15.1%	1.1%	8.4%	-8.3%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
海思科	10.9%	17.9%	50.6%	44.3%	-45.4%	26.3%	306.6%	208.1%	3.6%	3.8%	25.5%	27.4%
科伦药业	1.7%	-15.1%	-1.2%	1.9%	22.7%	-45.0%	-7.5%	124.1%	13.3%	8.6%	8.1%	8.5%
信立泰	19.2%	8.5%	15.5%	13.8%	8.4%	-2.8%	10.2%	1.7%	14.2%	12.7%	16.7%	17.7%
丽珠集团	-5.0%	1.8%	-19.7%	-18.4%	5.2%	1.5%	-26.4%	-18.4%	16.8%	16.7%	17.2%	16.0%

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

2.2 化学制剂：收入规模环比回暖，盈利修复加速

- 小型化学制剂重点公司26Q3收入增速仍承压，细分来看，恩华药业精麻业务壁垒高，集采影响渐退，Q3收入增速仍相对稳定。奥赛康业绩集采影响仍显著，研发投入维持高强度。苑东生物收入增速同样受集采压制，受益于销售转型利润表现略好。汇宇制药预计国外收入增速仍显著。

图表13：小型化学制剂重点公司经营数据比较

	营业收入增速				扣非归母净利润增速				扣非净利率			
	2024	2025	2026Q1-Q3	2026Q3	2024	2025	2026Q1-Q3	2026Q3	2024	2025	2026Q1-Q3	2026Q3
一品红	-42.1%	-35.7%	-24.3%	-45.8%	-340.8%	-31.4%	-35.7%	-57.7%	-19.9%	-40.7%	-39.4%	-89.5%
恩华药业	13.0%	3.7%	6.8%	6.6%	12.9%	-7.5%	4.6%	1.1%	20.1%	17.9%	24.3%	26.6%
奥赛康	23.2%	0.1%	-13.0%	-11.7%	155.5%	55.8%	-21.3%	-11.2%	7.1%	11.1%	11.7%	10.6%
广生堂	4.4%	-5.7%	4.1%	1.5%	43.7%	-13.0%	6.7%	19.1%	-45.2%	-54.2%	-33.5%	-35.1%
京新药业	4.0%	-2.1%	-0.4%	1.6%	21.4%	10.1%	-6.5%	-9.2%	15.6%	17.5%	16.6%	15.4%
上海谊众	-51.8%	82.1%	4.1%	5.4%	-97.6%	1479.9%	6.4%	18.4%	2.2%	19.5%	20.3%	15.2%
福元医药	3.2%	1.7%	4.1%	3.0%	-3.6%	-1.9%	-30.9%	-23.0%	13.3%	12.9%	9.5%	8.7%
苑东生物	20.8%	-1.4%	-2.8%	-9.1%	10.9%	19.0%	-4.6%	3.2%	12.9%	15.6%	16.7%	21.5%
汇宇制药-W	18.0%	-8.8%	16.7%	8.7%	39.5%	-7.6%	68.6%	78.0%	8.4%	8.5%	15.5%	17.9%

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

2.2 化学制剂：收入规模环比回暖，盈利修复加速

- BigPharma：研发管线围绕自身优势领域，布局各具特色，重点关注研发思路明确、资金利用效率高的企业。
  恒瑞医药：国内创新药龙头，创新管线雄厚，BD首付款已常态化，静待海外重点项目数据催化。
  科伦药业：川宁6-APA价格见底，大输液企稳，科伦博泰ADC竞争力优异，背靠默沙东后续催化多。
  海思科：环泊酚美国已获批上市，创新布局差异化显著且进度居前，出海屡有突破。

- 小型化学制剂企业：通常于特定细分赛道单点突破创新，重点关注具备传统业务支撑、具备临床数据支撑的细分赛道龙头。
  奥赛康：主业相对稳健，研发推进扎实，CLDN18.2单抗临床数据优势大、进度快，细胞因子前药技术值得期待。
  京新药业：地达西尼快速放量，在研Lp(a)小分子抑制剂竞争格局良好。
  苑东生物：集采接续承压但仍能维稳，超阳药业分子胶新药壁垒极高，IKZF1/3分子胶行业前景优异。
  汇宇制药：海外业务带动仿制药收入稳定增长，在研PD-1/TIGIT/IL-15三抗差异化竞争优势。

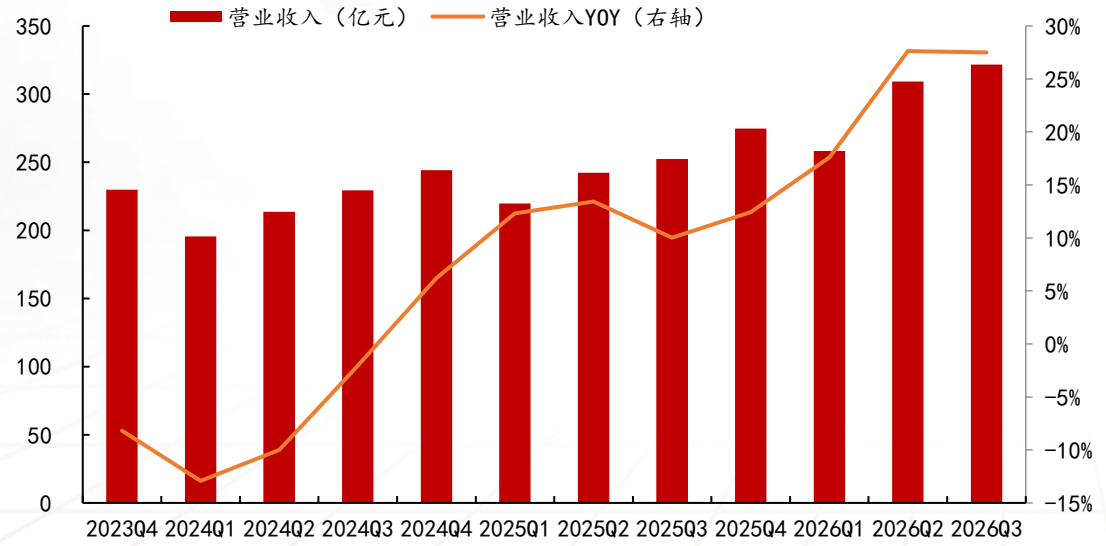
- 建议关注：恒瑞医药、科伦药业、海思科、奥赛康、京新药业、苑东生物、汇宇制药等。

- 风险提示：产品销售不及预期；在研新药临床进展不及预期；在研新药临床数据不及预期；竞争压力大于预期等。

2.3 CXO：板块景气不改，连续多季度强劲增长

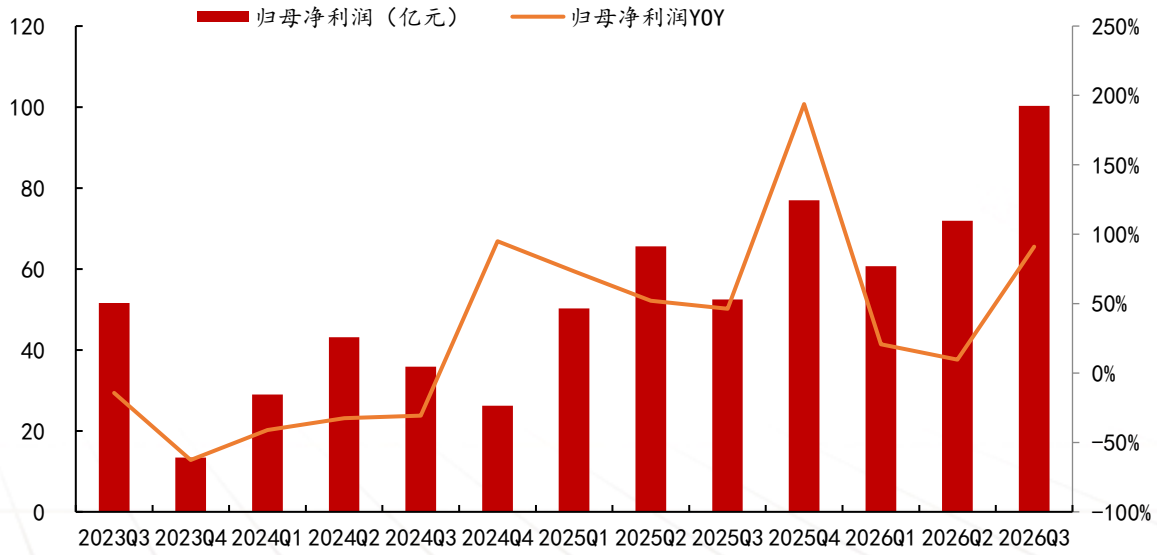
- **2026Q3 CXO板块景气不改，连续多季度强劲增长。**2026 Q3板块样本公司收入合计321.7亿元（+27.5%），归母净利润100.3亿元（+91.1%），收入维持快速增长，利润端大增，主要由药明康德2025Q3基数相对较低导致，龙头公司经调整净利润增速亮眼。

图表14：23Q4-26Q3 CXO板块收入情况



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表15：23Q3-26Q3 CXO板块归母净利润情况



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

2.3 CXO：板块景气不改，连续多季度强劲增长

- CXO板块重点公司中，龙头CDMO企业如药明康德、康龙化成和凯莱英等加速增长，药明康德前三季度公司实现收入455.4亿元（同比+38.6%），经调整Non-IFRS归母净利润183.8亿元（同比+74.4%），经调整Non-IFRS毛利率54.8%（同比+7.8pts），Chemistry业务收入快速增长，在手订单767.4亿元（+36.4%）同步大增，为后续延续增长奠定基础。
- CRO公司订单维持高速增长，随着高价订单的交付将逐步体现在财务表现，静待收入和利润率的逐渐复苏。

图表16：CXO重点公司经营数据比较

	营业收入增速				扣非归母净利润增速				扣非净利率			
	2023	2024	2025	2026Q1-3	2023	2024	2025	20261-Q3	2023	2024	2025	2026Q1-3
药明康德	2.5%	-2.7%	15.8%	38.6%	18.0%	2.5%	32.6%	73.0%	24.2%	25.5%	29.1%	36.2%
泰格医药	4.2%	-10.6%	3.5%	15.2%	-4.0%	-42.1%	-58.5%	38.1%	20.0%	12.9%	5.2%	7.8%
康龙化成	12.4%	6.4%	14.8%	19.0%	6.5%	-26.8%	38.8%	14.2%	13.1%	9.0%	10.9%	9.8%
凯莱英	-23.7%	-25.8%	14.9%	16.5%	-34.9%	-59.6%	22.0%	0.0%	26.9%	14.6%	15.5%	13.5%
昭衍新药	4.8%	-15.1%	-17.9%	20.6%	-66.9%	-93.0%	1221.3%	2933.1%	14.2%	1.2%	18.8%	74.2%
九洲药业	1.4%	-6.6%	6.7%	-5.4%	10.5%	-42.1%	22.8%	-17.5%	18.5%	11.5%	13.2%	15.6%
博腾股份	-47.9%	-17.9%	13.5%	8.7%	-87.5%	-	-	-	6.8%	-9.0%	1.7%	-5.5%

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

2.3 CXO：板块业绩加速增长，多个龙头公司上调指引

- CXO板块仍是核心主线，兼具业绩确定性与AIDD获益，上行趋势有望持续。

- CXO预计持续有亮眼表现：
- 1）AIDD高景气，先导/候选化合物数量增加后带动湿实验、进而带动全产业链需求增长逻辑顺畅，有望带动行业整体估值提升；
- 2）坚实基本面持续兑现中，CXO三季报延续强劲，多家超预期。全面开花，CDMO康德再度上调全年指引，康龙、凯莱英、普洛订单延续强势表现；安评环节昭衍单季新签14亿，益诺思单季7.5亿，同环比连续多季度大幅增长；临床环节泰格前三季度累计新签+25-30%且价格复苏持续，博济Q3新签同比+53%。

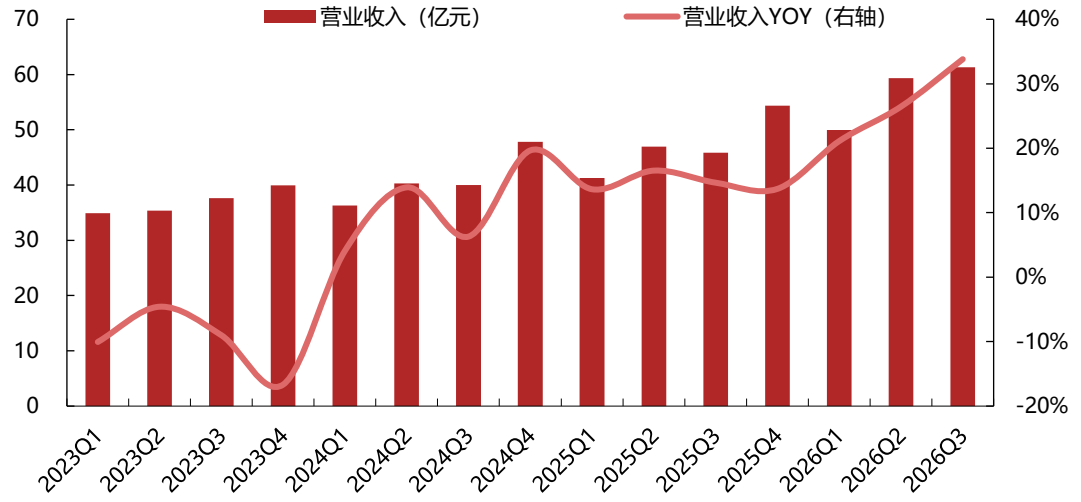
- 建议关注：1)龙头CDMO成长逻辑强，估值具性价比，药明康德、康龙化成、凯莱英、药明生物等；2）临床前安评环节预计年内订单保持高增速，受AIDD及NAMs带动弹性高，昭衍新药、美迪西、益诺思等；3）临床CRO景气度已有回暖迹象，泰格医药、诺思格、普蕊斯等。

- 风险提示：需求恢复不及预期；产能释放节奏不及预期；竞争压力大于预期等。

2.4 科研服务&上游：景气度恢复，收入利润高增

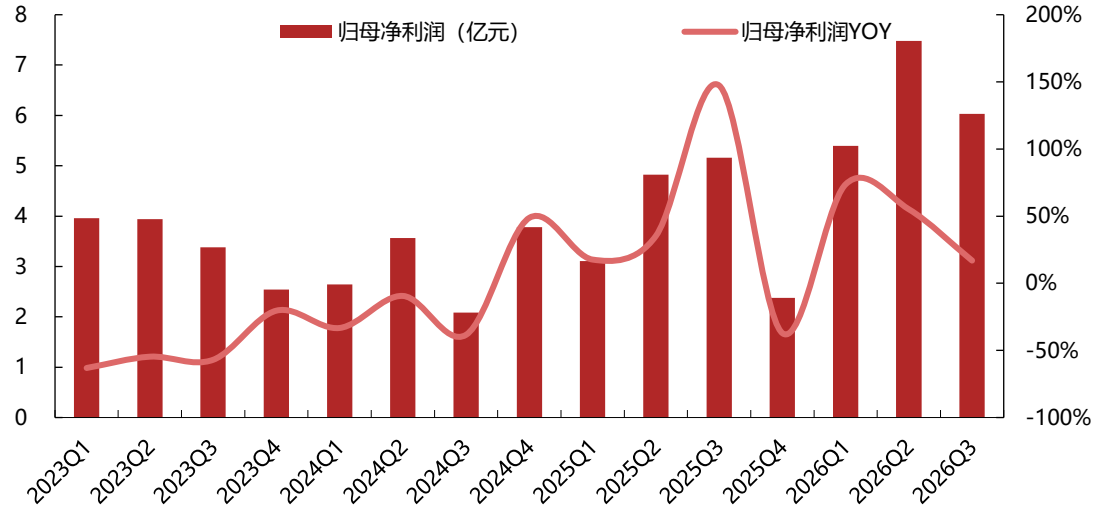
- **2026Q3科研服务板块收入持续高增，利润增速有所波动。**26Q3板块样本公司收入合计61.3亿元（同比+33.8%，下同）环比Q2增速（+26.5%）提升7.4pct；归母净利润6.0亿元（+16.9%），对比Q2增速（+55.1%）有所波动。随着行业景气度回升，经历了供给出清后细分龙头公司的经营效率快速提升。叠加全球AI4S研发投入，我们认为国内参与蛋白设计链条等相关服务和试剂公司有望持续受益。

图表17：23Q1-26Q3 科研服务板块收入情况



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表18：23Q1-26Q3 科研服务板块归母净利润情况



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

2.4 科研服务&上游：景气度恢复，收入利润高增

- 科研服务板块重点公司中，多家公司延续增长态势，如纳微科技、药康生物和百奥赛图收入增速均超过20%，同时利润增速显著高于收入增速。
- 扣非净利率上看，重点公司整体较于25年全年水平均有不同程度提升，纳微科技和药康生物净利率水平领先，均达20%以上。随着需求端回暖带来的产能利用率回升，叠加上游产业链出海收入比重提升，看好收入利润持续高增表现。

图表19：科研服务重点公司经营数据比较

	营业收入增速				扣非归母净利润增速				扣非净利率			
	2023	2024	2025	2026Q1-3	2023	2024	2025	2026Q1-3	2023	2024	2025	2026Q1-3
皓元医药	38.4%	20.8%	26.7%	28.5%	-29.6%	62.5%	38.1%	29.4%	5.9%	7.9%	8.6%	10.9%
纳微科技	10.9%	-67.9%	18.2%	32.4%	-84.0%	108.6%	78.5%	110.8%	5.4%	8.4%	12.7%	22.6%
奥浦迈	1.0%	-65.6%	19.4%	172.1%	-60.9%	-81.0%	216.6%	183.8%	14.3%	2.2%	5.9%	14.4%
百普赛斯	36.0%	-65.7%	29.9%	30.6%	-23.4%	-15.2%	31.0%	13.6%	25.8%	18.5%	18.6%	18.8%
毕得医药	32.2%	-72.9%	20.1%	7.4%	-10.6%	-15.1%	27.2%	39.1%	11.2%	9.4%	10.0%	13.6%
诺唯赞	-61.4%	-77.8%	0.0%	18.8%	-132.3%	-56.8%	-5.9%	-31.2%	-15.0%	-6.0%	-5.7%	-2.6%
药康生物	33.0%	-72.5%	15.5%	25.8%	5.0%	-29.3%	54.8%	64.9%	17.2%	11.0%	14.8%	21.1%
南模生物	25.8%	-75.9%	10.4%	21.8%	33.7%	-60.7%	-156.3%	-189.2%	-10.8%	-4.1%	2.1%	-2.5%
百奥赛图	83.6%	-13.4%	40.6%	49.1%	-38.9%	-105.7%	405.4%	307.6%	-56.4%	2.3%	8.4%	16.8%

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

2.4 科研服务&上游：景气度恢复，收入利润高增

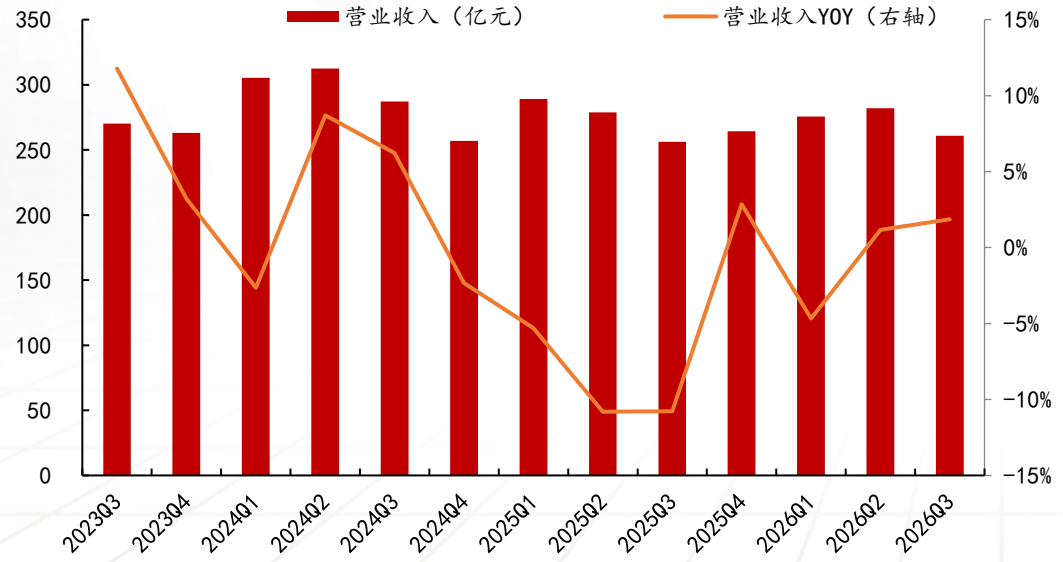
- 我们仍看好科研服务板块后续投资机会，尤其是行业壁垒较高、自身具备较强竞争优势的细分龙头，主要基于1）国内外医药行业景气度逐步恢复，将逐步传导至上游科研服务的需求端；2）下行周期中行业洗牌基本完成，利润率已深度调整，未来需求回暖利润修复弹性大；3）关注AI4S带动的产业机遇，前端订单放量空间可观。

- 建议关注：金斯瑞、百普赛斯、义翘神州、近岸蛋白、奥浦迈、百奥赛图、药康生物等。
- 风险提示：研发进展不及预期；竞争压力大于预期；地缘政治影响等。

2.5 原料药：产品价格低位波动，收入利润仍承压

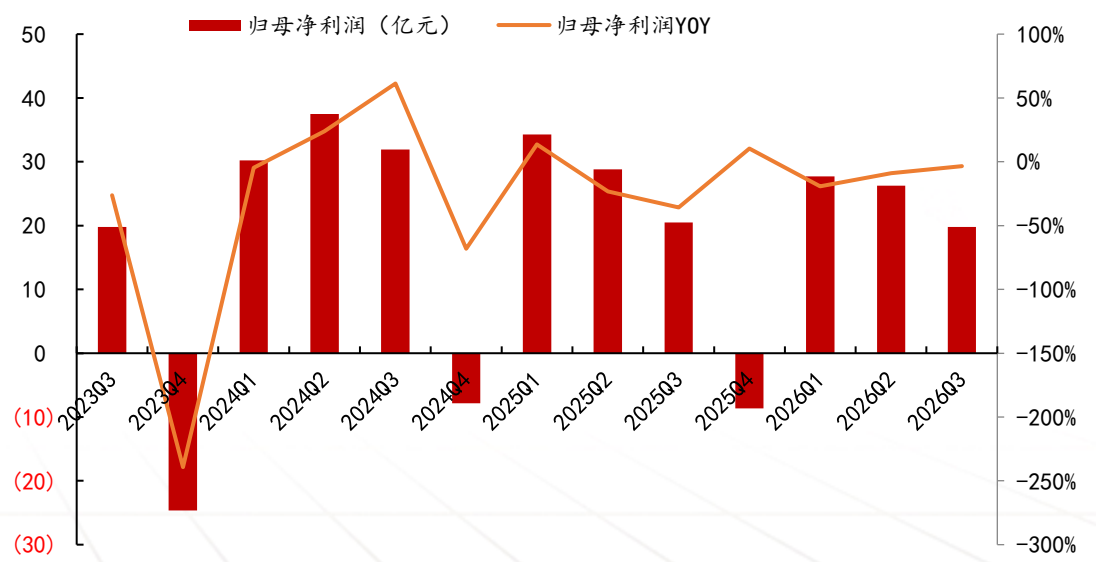
- **2026Q3 原料药板块收入继续环比回升，利润端仍承压。**2026 Q3 板块样本公司收入合计260.9亿元（+1.9%），归母净利润19.8亿元（-3.4%），主要由于主要原料药品种价格持续承压，板块收入利润均表现波动。

图表20：23Q3-26Q3 原料药板块收入情况



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表21：23Q3-26Q3 原料药板块归母净利润情况



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

2.5 原料药：产品价格低位波动，收入利润仍承压

- 原料药板块重点公司中2026Q3整体表现波动，收入端华海药业、博瑞医药实现两位数增长，川宁生物、普洛药业由于抗生素和动保原料药的价格和出货量波动下滑较多。利润端重点公司均下滑，表现相对承压。

图表22：原料药重点公司经营数据比较

	营业收入增速				扣非归母净利润增速				扣非净利率			
	2023	2024	2025	2026Q1-3	2023	2024	2025	2026Q3	2023	2024	2025	2026Q1-3
华海药业	0.5%	14.9%	-10.1%	15.9%	-22.9%	27.1%	-86.0%	-39.3%	10.7%	11.8%	1.8%	5.7%
博瑞医药	15.9%	8.7%	-4.6%	13.6%	-12.8%	-3.1%	-85.5%	-29.5%	15.8%	14.1%	2.1%	3.3%
健友股份	5.9%	-0.2%	1.7%	2.7%	-	-	-35.7%	-35.0%	-4.3%	19.9%	12.6%	4.9%
东诚药业	-8.6%	-12.4%	-4.5%	-5.3%	-26.2%	-62.7%	126.5%	-38.3%	6.5%	2.8%	6.6%	4.6%
川宁生物	26.2%	19.4%	-19.8%	-16.1%	109.6%	49.4%	-45.8%	-16.5%	19.4%	24.3%	16.4%	9.4%
普洛药业	8.8%	4.8%	-18.6%	-12.0%	22.7%	-4.1%	-21.9%	-12.8%	8.9%	8.2%	7.9%	7.2%
国邦医药	-6.5%	10.1%	2.0%	2.7%	-34.7%	28.7%	1.1%	-28.2%	11.1%	12.9%	12.8%	7.0%
仙琚制药	-5.9%	-3.0%	-6.0%	3.6%	-12.1%	2.2%	-36.5%	-33.0%	13.0%	13.7%	9.3%	8.3%

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

2.5 原料药：产品价格仍承压，多肽景气度高

- 多个原料药品种长期处于价格低位，行业继续出清中小产能，竞争格局进一步优化。部分品种下游需求稳定，后续价格有回升可能。

- 此外，为抵御原料药行业波动和竞争加剧的风险，较多原料药企业向后端制剂转型，通过仿制药制剂出口或转型创新药来增强自身竞争力，制剂转型企业通常具备一体化优势，制剂占比提升带动盈利能力提升；创新转型方面华海药业（子公司华奥泰的PD-L1/VEGF双抗）、博瑞医药（口服GLP-1/GIP激动剂）和东诚药业（稀缺核药平台）等代表性企业已建立具备全球性竞争力的创新药产品线，原料药业务可为公司研发投入提供现金流。向CDMO转型的普洛药业订单快速累积，CDMO业务收入增速较快。投资机会需综合业务发展前景与估值，自上而下进行筛选。

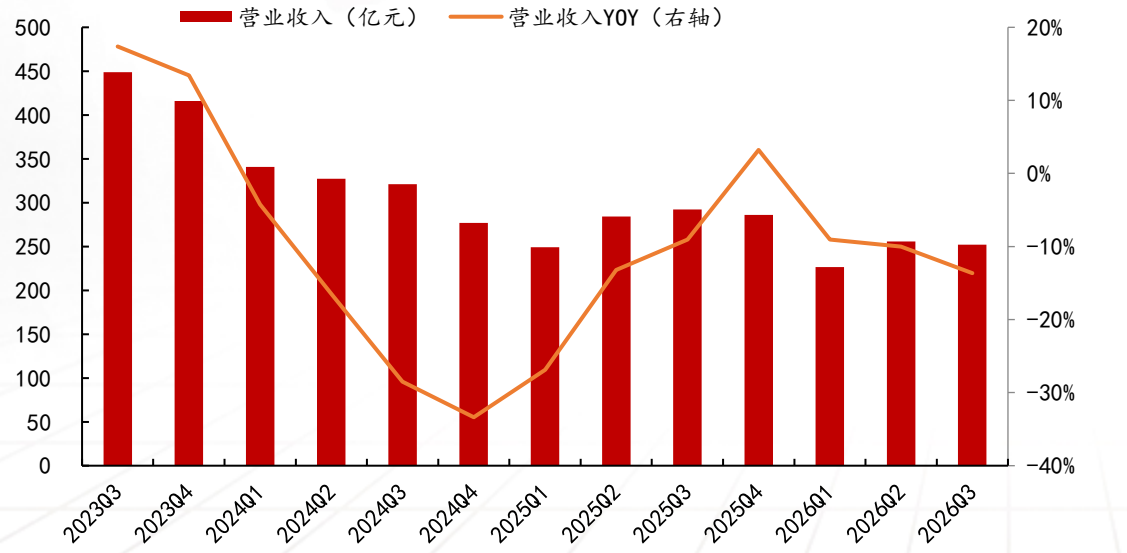
- 建议关注：普洛药业、国邦医药、华海药业等。

- 风险提示：竞争降价压力超预期；研发进展不及预期；制剂销售不及预期；地缘政治影响等。

2.6 生物制品：受多因素影响，收入利润仍承压

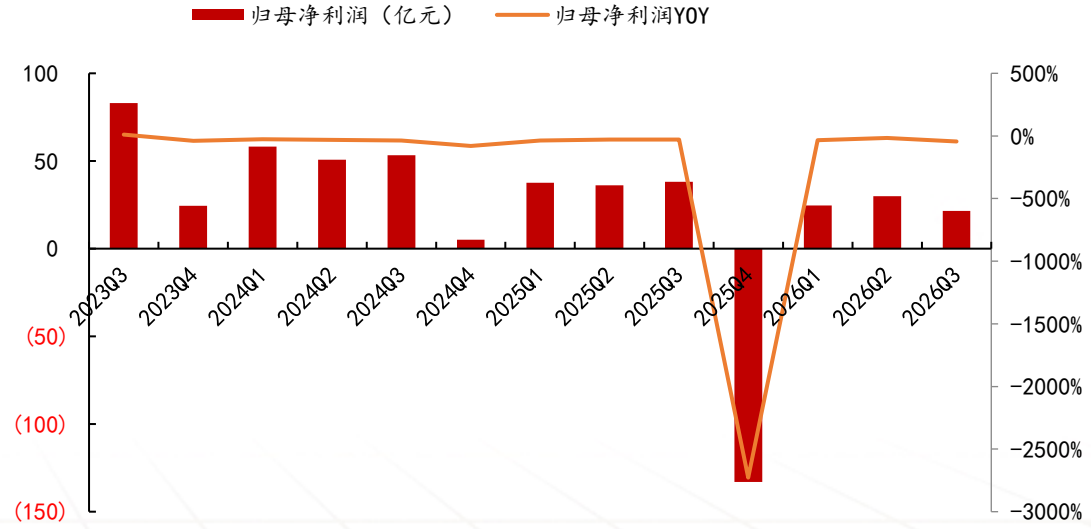
- 2026Q3，经调整的45家生物制品板块公司实现收入252.2亿元（-13.6%），归母净利润21.5亿元（-43.6%）。板块整体受需求减弱、竞争格局变化、集采及税制改革等多重影响，收入端持续下滑，利润端亦同步承压。

图表23：23Q3-26Q3 生物制品板块营业收入情况



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表24：23Q3-26Q3 生物制品板块归母净利润情况



资料来源： iFinD、中邮证券研究所

2.6.1 血制品：行业景气度下行，价格面临压力

- **2026 Q1-3 血制品行业景气度仍处于下行时期。**6家公司合计收入142.85亿元（-19.8%），扣非归母19.79亿元（-46.79%）。除受增值税政策调整影响外，血制品价格继续下调，叠加去库存，需求恢复偏慢等也导致同期血制品收入利润均受影响。其中，上海莱士收入约-18.8%，扣非归母利润增速-36.2%。天坛生物收入增速-13.7%，扣非归母利润增速-48.3%。

图表25：血制品公司经营数据比较

	营业收入增速（亿元）（%）			扣非归母净利润增速（亿元）（%）			扣非净利率（%）		
名称	2024	2025	2026Q1-3	2024	2025	2026Q1-3	2024	2025	2026Q1-3
上海莱士	2.7%	-10.1%	-18.8%	13.5%	-24.3%	-36.2%	25.2%	21.2%	19.2%
天坛生物	16.4%	2.3%	-13.7%	37.5%	-29.1%	-48.3%	25.2%	17.5%	10.8%
华兰生物	-18.0%	4.9%	-23.6%	-22.6%	-4.5%	-48.3%	22.4%	20.4%	14.9%
派林生物	14.0%	-0.8%	-13.3%	21.0%	-43.7%	-62.5%	25.7%	14.6%	8.6%
博雅生物	-34.6%	18.7%	-42.5%	110.8%	-	-85.6%	17.4%	-0.4%	3.6%
卫光生物	14.8%	5.3%	-16.9%	26.0%	-9.4%	-47.7%	21.9%	18.8%	12.4%

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

2.6.2 疫苗：板块收入下滑，行业增长出现乏力

- **2026Q1-3疫苗收入仍下滑，利润进一步下降。**疫苗13家公司合计实现收入218.01亿元（-13.31%），归母净利润12.07亿元（-444.98%，相对失真，辽宁成大前三季度贡献21.63亿元归母净利润，主要来自非主业收入）。疫苗板块一方面同样受到增值税税率上调冲击，另一方面二类自费苗整体需求疲软、人口基数下行，成熟疫苗品种价格竞争激烈也对业绩产生压力。

图表26：疫苗板块上市公司经营数据比较

	营业收入增速（亿元）			扣非归母净利润增速（亿元）			扣非净利率		
名称	2024	2025	2026Q1-3	2024	2025	2026Q1-3	2024	2025	2026Q1-3
智飞生物	-50.8%	-65.6%	-14.5%	-75.1%	-	-	7.6%	-164.6%	-10.5%
康泰生物	-23.7%	0.8%	-10.8%	-65.9%	-70.2%	111.3%	9.3%	2.7%	3.2%
万泰生物	-59.3%	-19.0%	8.3%	-	-	-	-8.3%	-34.2%	-17.6%
沃森生物	-31.4%	-14.3%	-33.3%	-81.1%	-11.9%	-33.7%	3.8%	3.9%	4.1%
成大生物	-4.2%	-17.1%	-4.8%	-21.5%	-87.6%	-44.3%	19.3%	2.9%	7.2%
康希诺	137.0%	26.2%	27.4%	-	-	-	-52.1%	-8.8%	-5.1%
康华生物	-9.2%	-18.6%	5.3%	-15.8%	-53.7%	17.9%	32.0%	18.2%	24.4%
欧林生物	18.7%	19.6%	18.2%	230.0%	-11.4%	-57.9%	1.9%	1.4%	2.8%

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

2.6.3 其他：整体相对平稳，核心产品继续放量

- 其他生物药企业合计26家，26 Q1-3实现收入373.68亿元（-5.3%），归母净利润39.55亿元（-30.01%）。部分其他生物制品公司同样受增值税改革政策影响，但重组蛋白、抗体创新药、胰岛素等公司维持平稳增长。三生国健2026H1 收入增长24.8%，扣非归母增长25.5%；甘李药业2026H1收入增长10.6%，扣非归母利润增长18.0%。

图表27：其他生物药公司经营数据比较

	营业收入增速（亿元）			扣非归母净利润增速（亿元）			扣非净利率		
	2024	2025	2026Q1-3	2024	2025	2026Q1-3	2024	2025	2026Q1-3
甘李药业	16.8%	33.1%	10.6%	44.8%	81.2%	18.0%	14.1%	19.2%	24.2%
康弘药业	12.5%	3.0%	-12.5%	16.7%	-5.6%	-22.7%	26.6%	24.4%	25.0%
特宝生物	34.1%	31.2%	10.2%	42.7%	28.4%	-24.1%	29.4%	28.7%	18.7%
西藏药业	-10.5%	6.2%	4.2%	9.4%	1.5%	-8.9%	30.6%	29.2%	28.0%
通化东宝	-34.7%	46.7%	13.3%	-	-	39.3%	-0.5%	12.7%	18.1%
安科生物	-11.5%	4.4%	-15.8%	-20.1%	3.2%	-13.6%	25.5%	25.2%	27.1%
三生国健	17.7%	251.8%	24.8%	19.0%	1025.0%	25.5%	20.6%	65.9%	31.8%
神州细胞-U	33.1%	-37.9%	-32.0%	-	-	-	18.9%	-35.0%	-64.6%
科兴制药	11.7%	9.0%	-20.4%	-	58.4%	-	2.5%	3.6%	-18.2%
百奥泰	5.4%	25.8%	16.7%	-	-	-	-74.8%	-45.5%	-42.7%
长春高新	-7.6%	-10.3%	-15.9%	-37.3%	-86.7%	-45.8%	21.0%	3.1%	8.3%

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

2.6.4 生物制品观点：关注业绩改善、在研管线数据或BD预期引发的估值重估机会

- **血制品：**目前血制品的景气度处于下行周期，价格面临压力。中长期关注**行业龙头天坛生物。**
- **疫苗：**传统疫苗端整体受新生儿数量下降、存量市场消化和产品格局恶化，行业增长出现乏力，关注金黄色葡萄球菌疫苗关键III数据即将揭盲的欧林生物。此外，受Moderna个性化肿瘤疫苗催化，mRNA肿瘤疫苗研发关注度提升，建议关注康希诺等。
- **其他：主要关注核心产品放量机会或BD预期引发的估值重估机会。**

1）**甘李药业：**核心产品量价齐升，业绩快速增长，关注海外放量、GLP1类似药、第四代胰岛素等在研项目的BD机会。
2）**我武生物：**粉尘螨滴剂保持增长，关注干细胞治疗进展的催化。

- 建议关注：血制品（天坛生物）、疫苗（康希诺、欧林生物）、甘李药业、我武生物等。
- 风险提示：安全性生产风险、研发进展不及预期，业绩不及预期风险，竞争加剧风险，价格波动风险、政策风险。

2.7 医疗器械：行业进入基本面拐点与估值修复并行阶段

- **2026Q3我国医疗器械公开招中标市场规模同比增长7.83%，**结束Q1（-18.85%）、Q2（-9.64%）连续负增长，市场同比增速转正。分月看，7-9月同比增速约为19%、3%、3%，7月反弹较明显，8-9月保持正增长但增速趋稳，整体招采景气度边际修复。
- **区域市场呈现明显分化。**Q3东部地区采购规模同比下降1.03%，基本持平；西部、中部、东北地区分别增长14.44%、14.58%、16.43%，成为区域增长主要来源。采购结构同步变化：东部占比由42.5%降至38.9%，西部、中部、东北分别提升至32.2%、22.6%、6.3%，增量向中西部及东北地区倾斜。
- **医院等级分化突出，采购向三级医院集中。**Q3三级、二级医院采购规模分别同比增长17.95%、14.59%；一级医院、其他医院分别下降26.61%、15.83%。三级医院采购占比由56.43%升至61.72%，二级由15.98%升至16.98%；一级及其他占比回落。当前招采修复主要由高等级医院拉动，基层医院需求仍偏弱。

图表28：2025Q3—2026Q3我国医疗器械公开招中标市场规模及同比变化



图表29：2026Q3我国医疗器械各地区采购规模同比变化



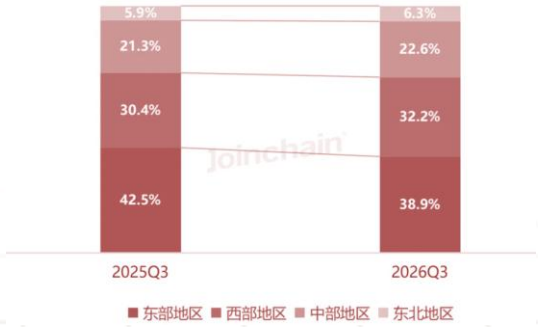
图表30：2026Q3我国医疗器械各等级医院采购规模同比变化



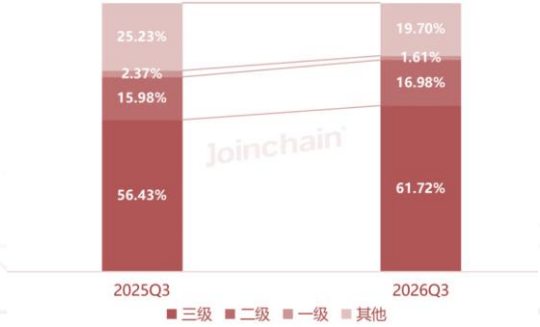
图表31：2026Q3我国医疗器械公开招中标市场规模月度同比变化



图表32：2025Q3与2026Q3我国医疗器械各地区采购规模占比变化



图表33：2025Q3与2026Q3我国医疗器械各等级医院采购规模占比变化

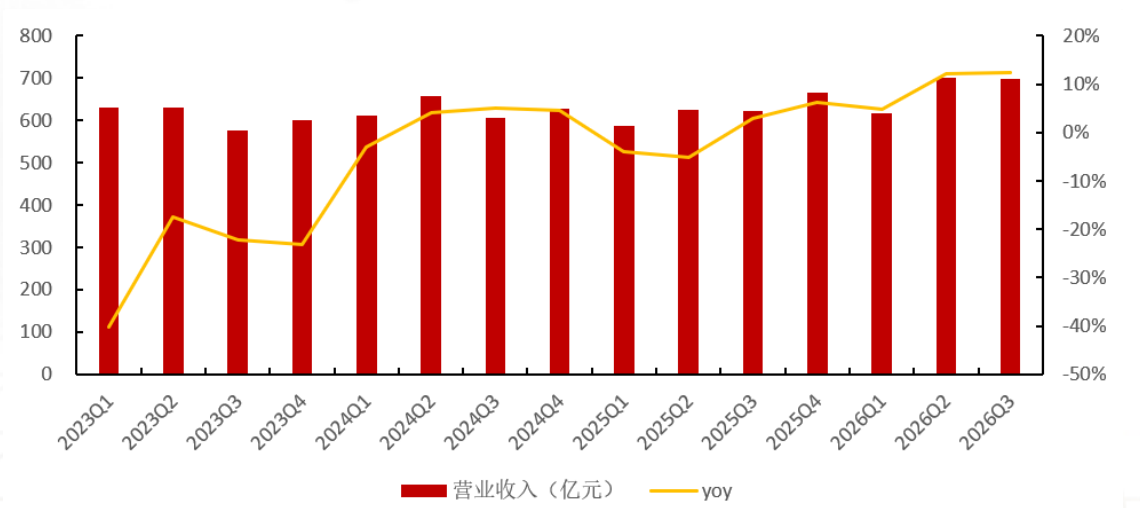


资料来源：众成数科、中邮证券研究所

2.7 医疗器械：行业进入基本面拐点与估值修复并行阶段

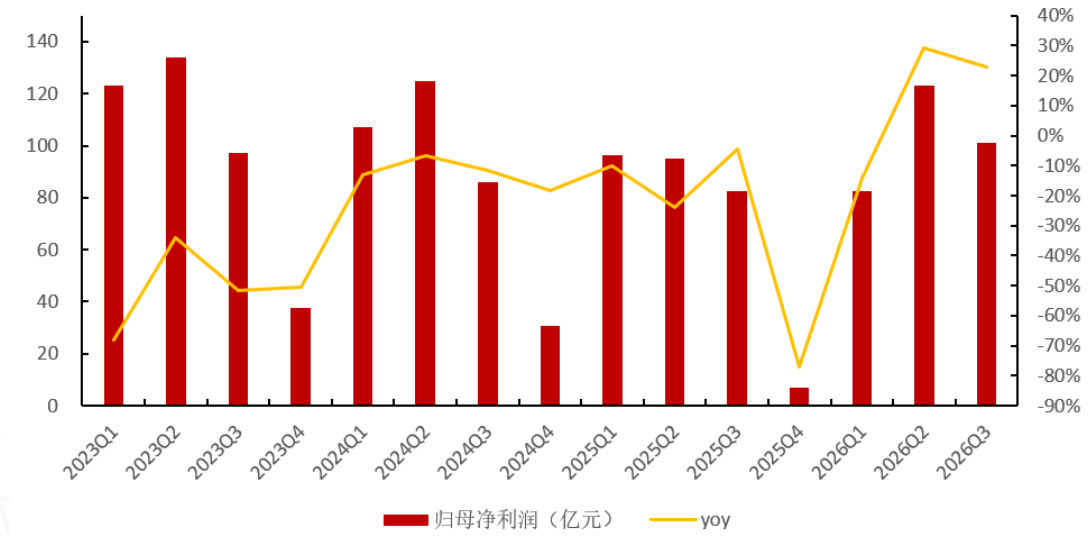
- **2026Q1-3板块营业收入、归母净利润均实现稳健增长。**2026Q1-3医疗器械板块合计收入2016.5亿元，同比增长8.6%；板块归母净利润306.8亿元，同比增长7.3%。其中2026Q3单季度收入699.4亿元，同比增长12.3%，归母净利润101.3亿元，同比增长22.9%，较去年同期明显改善。随着医疗设备招标回暖、集采政策边际优化及行业反内卷逐步推进，板块盈利能力正开始修复。我们看好设备更新与国产替代、创新医疗器械、具备产品放量潜力的 IVD 企业、AI4S上游基础设施等方向。

图表34：23Q1-26Q3医疗器械板块收入情况



资料来源： iFinD、中邮证券研究所

图表35： 23Q1-26Q3医疗器械板块归母净利润情况



资料来源： iFinD、中邮证券研究所

2.7 医疗器械：行业进入基本面拐点与估值修复并行阶段

- **医疗设备：**2026Q3收入同比增长8.4%，归母净利润同比增长7.0%。医疗设备板块持续受益于医疗设备更新、招标采购边际回暖、国产替代以及海外市场拓展，收入、利润较去年同期实现稳步提升。我们继续看好高端影像、血透设备、手术机器人、内镜等招投标高景气方向。
- **医疗耗材：**2026Q3收入同比增长18.7%，归母净利润同比下降0.6%。高值耗材方面，集采影响逐渐进入后周期，看好具备创新能力、国产替代空间及海外拓展能力的龙头企业；低值耗材方面，行业增长继续受供需关系、原材料价格、产品品类扩张和海外产能释放驱动，随着成本压力缓解和海外工厂利用率提升，盈利能力恢复。
- **体外诊断：**2026Q3收入同比增长8.7%，归母净利润同比增长102.5%。同期扣非归母净利润同比增长136.1%，显示盈利修复并非完全由非经常性损益驱动。行业最差阶段逐步过去，头部IVD公司有望凭借规模化成本、产品菜单及合规等优势提升市场份额。

图表36：医疗器械各子板块2026Q3业绩情况

2026年第三季度	医疗设备	医疗耗材	体外诊断
营业收入（亿元）	318.9	274.5	106.0
YOY	8.4%	18.7%	8.7%
归母净利润（亿元）	41.8	27.2	32.3
YOY	7.0%	-0.6%	102.5%
扣非归母净利润（亿元）	40.4	28.5	29.3
YOY	9.6%	22.6%	136.1%
毛利率	49.3%	42.1%	62.0%
净利率	13.6%	10.0%	30.3%

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

2.7 医疗器械：行业进入基本面拐点与估值修复并行阶段

中邮证券 CHINA POST SECURITIES

图表37：医疗器械重点公司经营数据比较

	营业收入增速				扣非归母净利润增速				扣非净利率			
	2023	2024	2025	2026Q1-3	2023	2024	2025	2026Q1-3	2023	2024	2025	2026Q1-3
迈瑞医疗	15.0%	5.1%	-9.4%	4.9%	20.0%	0.1%	-29.5%	-2.8%	32.7%	31.2%	24.2%	26.8%
联影医疗	23.5%	-9.7%	34.0%	19.4%	25.4%	-39.3%	75.2%	-10.5%	14.6%	9.8%	12.8%	8.9%
新产业	29.0%	15.4%	0.9%	8.0%	24.7%	11.2%	-9.1%	16.6%	39.4%	37.9%	34.2%	35.8%
惠泰医疗	35.7%	25.2%	25.1%	26.3%	45.5%	37.3%	23.0%	33.9%	28.4%	31.1%	30.6%	34.2%
鱼跃医疗	12.3%	-5.1%	5.1%	1.0%	46.8%	-24.1%	-16.1%	-11.3%	23.0%	18.4%	14.7%	15.7%
乐普医疗	-24.8%	-23.5%	6.2%	-6.3%	-47.6%	-80.3%	280.5%	-30.9%	14.1%	3.6%	13.0%	14.1%
华大智造	-31.2%	3.5%	-7.7%	15.0%	-358.5%	4.4%	40.2%	13.9%	-23.5%	-21.7%	-14.0%	-9.1%
英科医疗	4.6%	37.6%	4.2%	43.0%	-81.0%	1239.1%	-66.0%	155.7%	1.3%	12.3%	4.0%	11.7%
安图生物	0.0%	0.6%	-5.5%	3.6%	5.9%	-7.3%	-9.1%	1.5%	26.7%	24.6%	23.6%	25.6%
奕瑞科技	20.3%	-1.7%	22.9%	61.4%	14.4%	-25.8%	41.0%	23.2%	31.7%	23.9%	27.5%	21.7%
南微医学	21.8%	14.3%	15.5%	5.7%	54.7%	17.5%	1.4%	-19.8%	19.2%	19.7%	17.3%	16.2%
爱博医疗	64.1%	48.2%	5.2%	26.9%	39.0%	35.1%	-34.6%	-8.4%	30.4%	27.7%	17.2%	17.6%
开立医疗	20.3%	-5.0%	14.7%	8.9%	29.5%	-75.1%	63.4%	-108.4%	20.9%	5.5%	7.8%	-0.1%
心脉医疗	32.4%	1.6%	12.0%	10.3%	42.7%	-14.4%	27.0%	12.2%	38.9%	32.8%	37.2%	37.3%
赛诺医疗	78.0%	33.6%	14.5%	23.7%	69.9%	64.8%	293.8%	371.4%	-14.5%	-3.8%	6.5%	14.6%
微电生理	26.5%	25.5%	12.4%	25.2%	-211.4%	114.3%	364.4%	-85.4%	-10.8%	1.2%	5.1%	0.8%
可孚医疗	-4.1%	4.5%	13.6%	33.1%	-18.6%	36.7%	8.3%	21.4%	7.0%	9.2%	8.8%	8.4%
瑞迈特	-20.7%	-24.9%	37.5%	34.5%	-33.7%	-61.8%	99.7%	22.0%	21.6%	11.0%	15.9%	15.7%
迈普医学	18.2%	20.6%	32.5%	18.1%	55.5%	82.9%	54.8%	19.1%	16.1%	24.5%	28.6%	29.5%
海泰新光	-1.3%	-5.9%	36.1%	7.7%	-19.2%	-5.3%	28.4%	-19.1%	29.0%	29.2%	27.5%	22.4%
山外山	80.7%	-17.8%	42.2%	26.1%	264.9%	-67.5%	143.2%	52.8%	25.5%	10.1%	17.2%	19.5%

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

2.7 医疗器械：行业进入基本面拐点与估值修复并行阶段

- **我们认为，医疗器械行业正由前期“政策扰动”逐步切换至“业绩修复+创新驱动+全球化发展”阶段。**设备更新政策持续推进，医院招投标明显边际改善，相关企业订单稳步增长；IVD方向，前期降价扰动趋于结束，头部公司国产替代有望加速，行业预计进入新发展周期；耗材集采政策导向由“降价”转向“稳价格、提质量、促创新”，行业估值压制因素持续缓解。与此同时，手术机器人、脑机接口、AI医疗等创新方向持续发展，AI4S对高通量实验、自动化设备及耗材的需求也值得重点关注。

- **我们认为当前板块配置机会增加，行情或呈现龙头先行、结构扩散的特征。**器械板块经过数年调整，负面因素趋于出清，且PE处于历史较低水平，存在较大提升空间。建议重点关注几条主线：

- **一是设备更新与国产替代。**受益于政策推动及医院采购稳步恢复，重点关注超声、血透、生命支持、内镜等设备龙头。建议关注：迈瑞医疗、山外山、开立医疗、澳华内镜等。

- **二是创新医疗器械。**重点关注手术机器人、高端影像、脑机接口等具备临床收费标准/进展超预期和海外放量逻辑的企业。建议关注：天智航、联影医疗、微创机器人、美好医疗、翔宇医疗、伟思医疗、爱朋医疗等。

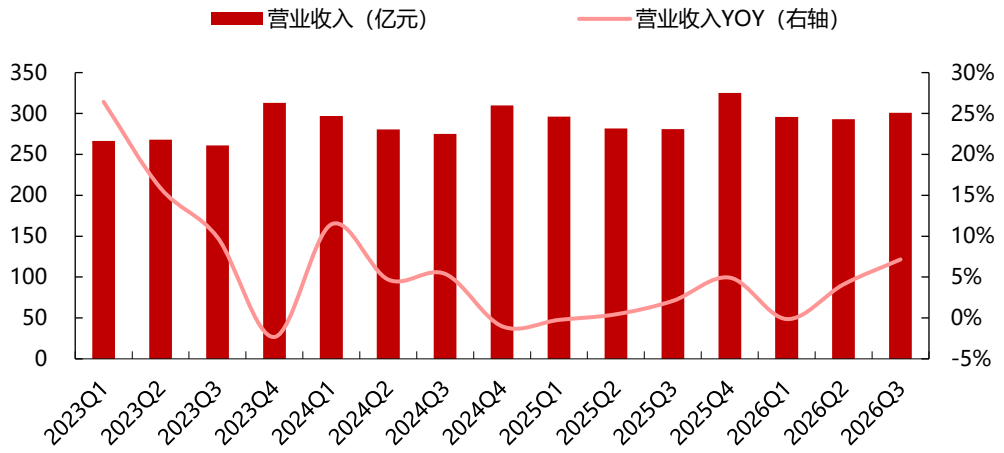
- **三是具备产品放量潜力的IVD企业。**当前体外诊断降价风险基本出清，各省陆续发布检验类医疗服务价格改革征求意见稿，行业收费进一步规范化。头部IVD公司有望凭借规模化成本、产品菜单及合规等优势提升市场份额。建议关注：新产业、安图生物、亚辉龙、华大基因、诺禾致源、迪安诊断等。

- **四是AI4S上游基础设施。**部分上游设备及耗材公司有望受益于AI4S高景气，传导链为干实验数据生成-湿实验验证-工艺开发-商业化生产。建议关注：华大智造、海尔生物、洁特生物、纳微科技、东富龙、楚天科技等。

2.8 医药商业：26Q1-3营收逐季提速增长，零售药店行业加速集中

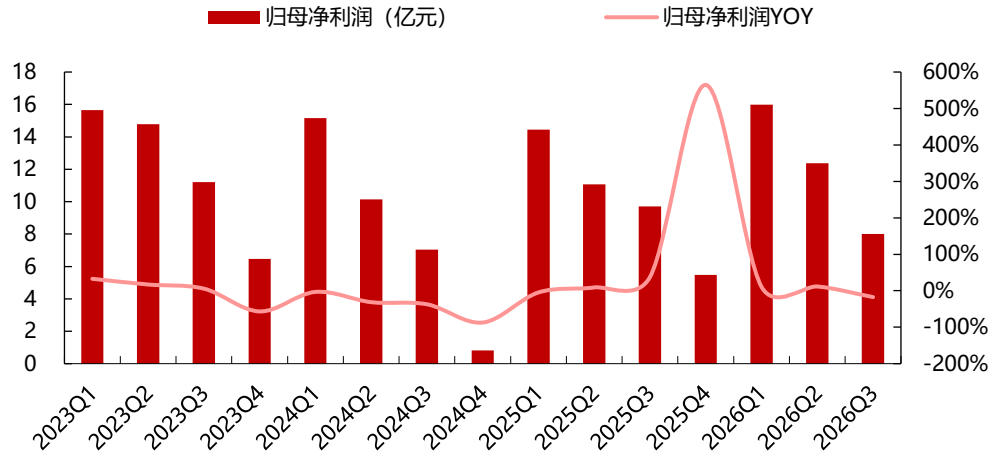
- 零售药店板块2026Q1-3营收889.8亿元（+3.6%），归母净利润36.4亿元（+3.2%）。单季度来看Q3营收300.9亿元，同比增长7.2%，对比Q2同比增速4.1%提速增长，今年以来营收增速逐季度增长。利润层面，受健之佳Q3亏损3亿（主要系补税和滞纳金）影响，板块整体利润同比-17.3%。
- 自23Q1以来，零售药店板块一直在消化疫情高基数，但得益于龙头药房的精细化管理运营能力，利润增长在高基数下仍表现优秀。

图表38：23Q1-26Q3零售药店板块收入情况



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表39： 23Q1-26Q3 零售药店板块归母净利润情况



资料来源： Wind、中邮证券研究所

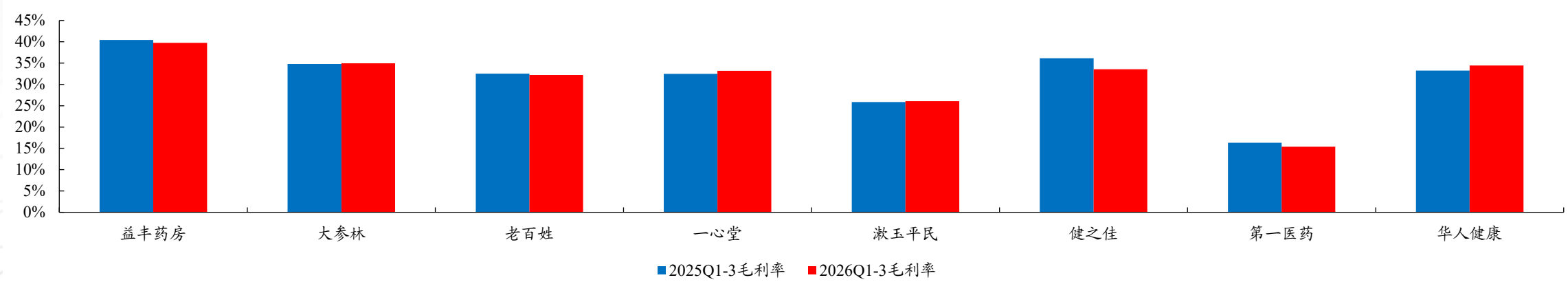
2.8 医药商业：26Q1-3营收逐季提速增长，零售药店行业加速集中

图表40：零售药店重点公司营收增速、扣非净利润增速、扣非净利率

		营业收入增速				扣非归母净利润增速				扣非净利率			
		2023	2024	2025	2026Q1-3	2023	2024	2025	2026Q1-3	2023	2024	2025	2026Q1-3
603939.SH	益丰药房	13.6%	6.5%	1.5%	5.5%	10.7%	10.0%	7.6%	8.4%	6.0%	6.2%	6.6%	7.1%
603233.SH	大参林	15.5%	8.0%	3.8%	6.2%	13.0%	-22.4%	38.4%	18.5%	4.7%	3.3%	4.5%	6.0%
603883.SH	老百姓	11.2%	-0.4%	-0.5%	3.6%	14.7%	-41.2%	-30.2%	22.2%	3.8%	2.2%	1.6%	3.6%
002727.SZ	一心堂	-0.3%	3.6%	-3.7%	-2.3%	-25.9%	-65.8%	-3.5%	36.0%	4.2%	1.4%	1.4%	2.7%
301017.SZ	漱玉平民	17.5%	4.1%	7.9%	7.0%	-42.3%	-256.0%	-111.1%	36.2%	1.4%	-2.1%	0.2%	0.2%
605266.SH	健之佳	20.8%	2.2%	-3.9%	-4.1%	10.5%	-68.9%	11.2%	-149.9%	4.4%	1.3%	1.5%	-0.8%
600833.SH	第一医药	-31.5%	5.3%	11.2%	-1.1%	-92.2%	-36.8%	3.9%	-82.8%	0.6%	0.4%	0.3%	0.1%
301408.SZ	华人健康	16.4%	19.3%	21.1%	10.8%	-29.9%	21.8%	43.7%	39.4%	2.8%	2.8%	3.4%	4.9%

资料来源： Wind 、中邮证券研究所

图表41：零售药店板块毛利率



请参阅附注免责声明 资料来源： Wind 、中邮证券研究所

2.8 医药商业：26Q1-3营收逐季提速增长，零售药店行业加速集中

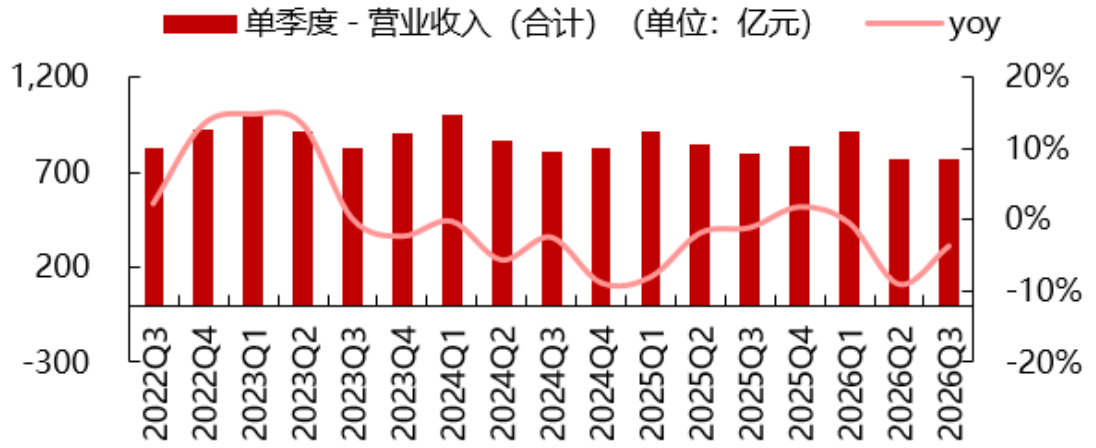
- **行业出清提速，龙头药店客流量、利润率有望提升，统筹持续落地带来业绩增量。**在消费力疲软、医保控费及监管措施加强、门诊统筹落地滞后等外部因素影响下，行业持续分化，中小药店生存环境愈发恶劣，行业面临整合。预计行业出清后龙头药房客流将进一步恢复。门诊统筹有望带来业绩增量。此外，零售药店龙头在探索门店经营上求新求变，不断提升市场竞争力，有望在行业加速集中度提升的进程中脱颖而出。我们看好龙头药房凭借其专业化的服务能力、强大的供应链体系、数字化精细化的管理以及内控合规体系在行业整合阶段强者恒强。

- **推荐标的：益丰药房、大参林。受益标的：老百姓。**

2.9 中药：院内院外均阶段性承压

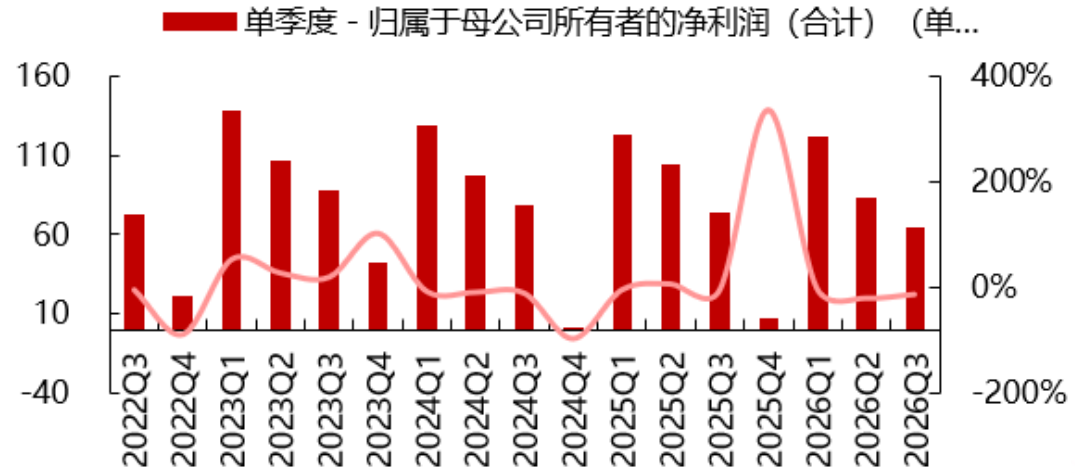
- 中药板块2026Q1-3营收2468.3亿元（-4.5%），归母净利润264.1亿元（-10.4%）。分季度来看Q1、Q2、Q3营收分别为911.8、771.0、767.4亿元，同比分别为-0.5%、-9.1%、-3.7%。归母净利润分别为121.5、83.5、64.9亿元，同比分别为-1.5%、-19.7%、-12.6%。
- 2026Q1-3中药板块阶段性承压，院内市场受到反腐政策颁布等因素影响，院内渠道放量受限。院外市场受到消费力下行、药店客流量减少等因素影响，销售受到影响。此外，部分受益于疫情的中药公司社会库存仍在出清阶段，市场需求仍在恢复阶段。

图表42：22Q3-26Q3 中药板块收入情况



资料来源： iFinD 、中邮证券研究所

图表43：22Q3-26Q3中药板块归母净利润情况



资料来源： iFinD 、中邮证券研究所

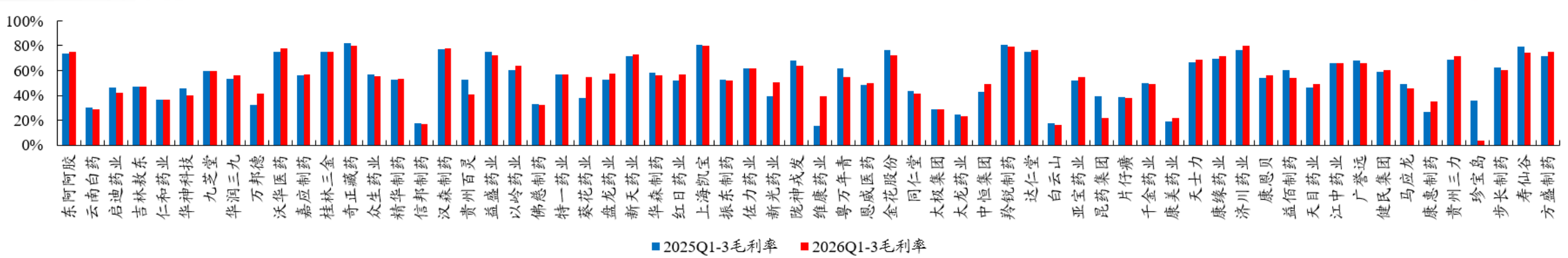
2.9 中药：院内院外均阶段性承压

图表44：中药重点公司营收增速、扣非净利润增速、扣非净利率

		营业收入增速				扣非归母净利润增速				扣非净利率			
		2023	2024	2025	2026Q1-3	2023	2024	2025	2026Q1-3	2023	2024	2025	2026Q1-3
600436.SH	片仔癀	15.7%	7.3%	-16.6%	-14.7%	15.3%	6.6%	-34.3%	-31.0%	28.4%	28.2%	22.2%	20.6%
000423.SZ	东阿阿胶	16.7%	25.6%	13.2%	3.6%	54.7%	33.2%	13.6%	9.0%	23.0%	24.4%	24.4%	25.5%
000538.SZ	云南白药	7.2%	2.4%	2.9%	5.2%	16.4%	20.2%	7.6%	1.8%	9.6%	11.3%	11.8%	14.4%
603998.SH	方盛制药	-9.1%	9.1%	-1.7%	10.4%	25.4%	44.6%	28.7%	24.3%	8.2%	10.9%	14.2%	19.1%
300181.SZ	佐力药业	7.6%	32.7%	18.0%	10.1%	41.1%	35.9%	21.6%	-2.4%	19.2%	19.7%	20.3%	19.8%
000999.SZ	华润三九	36.8%	11.6%	14.4%	-2.6%	22.2%	15.0%	0.5%	-5.5%	11.0%	11.3%	9.9%	9.7%
600422.SH	昆药集团	-7.0%	9.1%	-21.7%	-42.7%	33.5%	25.1%	-74.4%	-472.6%	4.4%	5.0%	1.6%	-16.0%
002603.SZ	以岭药业	-17.7%	-36.9%	20.2%	1.7%	-45.6%	-162.7%	-254.2%	9.7%	12.3%	-12.2%	15.6%	17.8%
600085.SH	同仁堂	16.2%	4.1%	-7.2%	-16.9%	18.4%	-10.6%	-22.6%	-27.6%	9.3%	8.0%	6.6%	7.6%
600329.SH	达仁堂	-0.3%	-11.1%	-32.7%	-6.9%	23.8%	-21.6%	6.6%	11.5%	11.6%	10.2%	16.2%	26.7%
002275.SZ	桂林三金	10.8%	1.0%	-6.8%	-1.3%	71.9%	3.6%	3.2%	0.1%	17.6%	18.1%	20.0%	24.5%
600285.SH	羚锐制药	10.3%	5.7%	10.1%	3.2%	30.6%	20.2%	10.8%	8.8%	16.1%	18.3%	18.5%	21.0%

资料来源： iFinD、中邮证券研究所

图表45：中药板块毛利率



资料来源： iFinD、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

2.9.1 中药：看好高分红、政策受益方向

■ 方向一：高分红方向

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

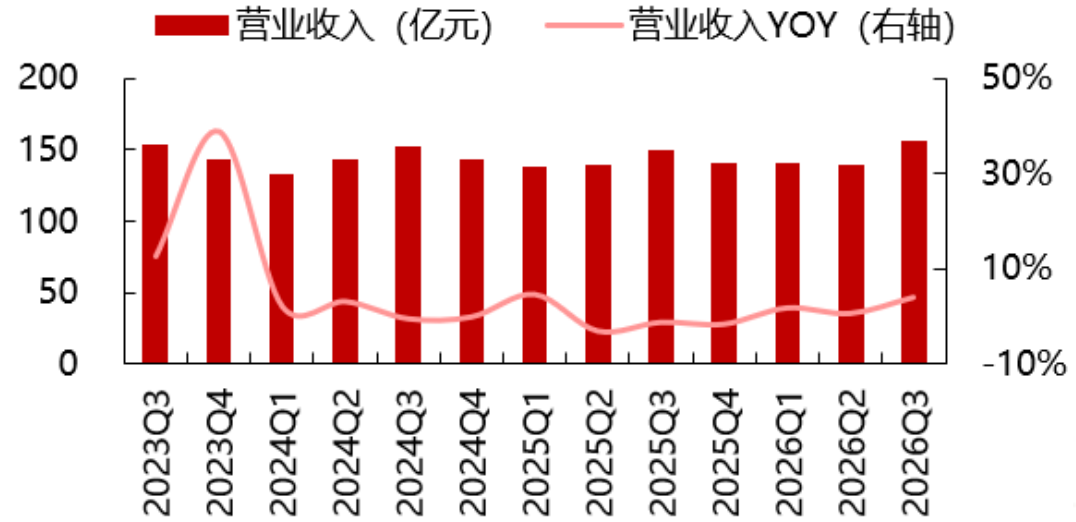
■ 方向二：基药政策受益方向

受益标的：盘龙药业、方盛制药等。

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

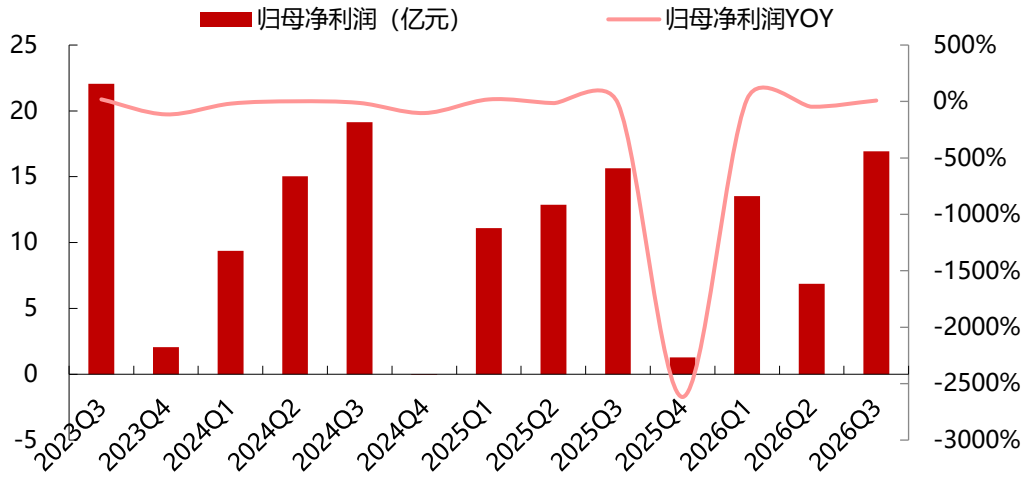
- 医疗服务2026Q1-Q3营收437.0亿元（+2.1%），归母净利润37.3亿元（-5.7%）。分季度来看Q1、Q2和Q3营收分别为140.9、139.8、156.3亿元，同比分别为+1.7%、+0.6%和+3.9%。归母净利润分别为13.5、6.9和16.9亿元，同比分别为+21.9%、-46.5%和+8.2%，利润表现略好。消费医疗受到居民消费力不足的影响，综合医院在DRG/DIP实行下处于调整期。
- **眼科收入增长逐步恢复，爱尔眼科利润仍承压，普瑞眼科表现较好。**
- **齿科通策医疗**26Q3延续同比改善趋势，利润增速与收入基本一致。
- **体检美年健康**Q3旺季利润有所恢复，AI结合相关收入快速增长。
- **综合医院**在医保控费背景下仍然承压。

图表46：23Q3-26Q3医疗服务板块收入情况



资料来源：iFinD、中邮证券研究所（注：剔除ST公司）

图表47：23Q3-26Q3医疗服务板块归母净利润情况



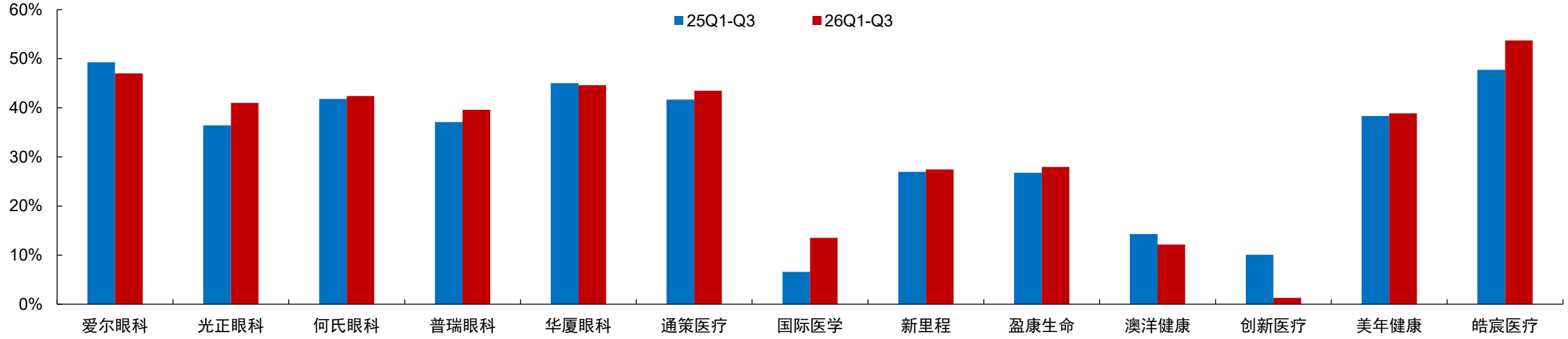
资料来源： iFinD、中邮证券研究所（注：剔除ST公司）

图表48：医疗服务板块公司营收增速、扣非净利润增速、扣非净利率

	营业收入增速				扣非归母净利润增速				扣非净利率			
	2024	2025	2026Q1-Q3	2026Q3	2024	2025	2026Q1-Q3	2026Q3	2024	2025	2026Q1-Q3	2026Q3
爱尔眼科	3.0%	6.5%	4.9%	7.1%	-11.8%	1.4%	-20.2%	-9.8%	14.8%	14.1%	13.6%	15.2%
光正眼科	-16.9%	-0.9%	-10.8%	-11.2%	-3276.1%	85.6%	130.8%	202.7%	-21.8%	-3.2%	0.5%	3.0%
何氏眼科	-7.6%	-0.3%	3.4%	1.5%	-152.0%	137.4%	2.8%	70.6%	-2.6%	1.0%	4.9%	3.0%
普瑞眼科	-1.5%	4.4%	11.2%	13.8%	-143.1%	43.4%	544.0%	1578.5%	-3.2%	-1.7%	6.5%	7.7%
华厦眼科	0.3%	2.8%	2.1%	2.1%	-38.3%	4.1%	-3.7%	0.8%	10.2%	10.3%	12.2%	12.7%
通策医疗	1.0%	1.4%	9.2%	8.7%	3.2%	-0.1%	5.6%	10.6%	17.3%	17.0%	21.5%	23.1%
国际医学	4.3%	-15.4%	2.9%	9.1%	42.5%	-20.2%	75.1%	88.6%	-6.0%	-8.5%	-2.5%	-1.3%
新里程	5.8%	-19.6%	-6.3%	6.1%	229.4%	-65.6%	104.1%	79.0%	2.6%	1.1%	0.1%	-1.2%
盈康生命	6.0%	20.9%	12.9%	0.4%	-19.5%	28.5%	13.6%	34.1%	5.3%	5.7%	6.3%	6.4%
澳洋健康	-7.5%	-10.1%	-8.2%	-6.9%	19.4%	-24.7%	-13.7%	255.9%	1.6%	1.4%	2.2%	2.0%
创新医疗	1.3%	-4.3%	-14.2%	-10.8%	-112.7%	-32.7%	-186.5%	-71.8%	-7.3%	-10.1%	-16.5%	-16.3%
美年健康	-1.8%	-3.2%	-4.9%	-2.7%	-45.5%	2.4%	595.0%	16.5%	2.4%	2.5%	1.3%	10.7%
皓宸医疗	13.9%	-18.4%	-1.2%	-3.2%	71.9%	-345.6%	47.7%	232.3%	-2.8%	-15.1%	-2.5%	0.6%

资料来源： iFinD 、中邮证券研究所

图表49：医疗服务板块毛利率



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明

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

■ **方向一：持续扩张及优质资产注入下市占率提升：**

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

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

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

三

风险提示

风险提示

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

中邮证券
CHINA POST SECURITIES

感谢您的信任与支持！

THANK YOU

盛丽华（首席分析师）
SAC编号：S1340525060001
邮箱：shenglihua@cnpsec.com

岑峻宇（分析师）
SAC编号：S1340526100002
邮箱：cenjunyu@cnpsec.com

陈灿（分析师）
SAC编号：S1340525070001
邮箱：chencan@cnpsec.com

徐智敏（分析师）
SAC编号：S1340525100003
邮箱：xuzhimin@cnpsec.com

辛家齐（分析师）
SAC编号：S1340526030001
邮箱：xinjiaqi@cnpsec.com

免责声明

分析师声明

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

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

免责声明

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

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

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

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

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

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

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

免责声明

中邮证券 CHINA POST SECURITIES

公司简介

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

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

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

投资评级说明

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

中邮证券研究所

北京
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号，玺萌大厦南塔
邮编：100050

上海
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼
邮编：200000

深圳
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048

中邮证券
CHINA POST SECURITIES