

医药行业2026年中期投资策略

医药K型分化，关注科技主题、出海、红利

西南证券研究院
2026年7月

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxu@swsc.com.cn

- **2026上半年创新药行情有所波动。**2026年以来（截至2026/7/9），医药生物板块下跌8.4%，跑输沪深300指数13.7pp，在申万一级行业中排名14。2026H1由于市场风格切换导致的资金虹吸、以及部分紧张情绪，A股医药生物指数、创新药指数分别跑输大盘13.7pp/6.8pp。港股由于流动性波动整体表现不佳，医药生物与恒生指数表现相近，港股创新药指数仍跑赢恒生指数7.6pp。26年政府工作报告首次定义生物医药为新兴支柱产业，培育脑机接口等未来产业；《关于健全药品价格形成机制的若干意见》首次公开提出“医保外市场定高价”的可能性；6月底，随着全球首款双抗ADC获批、医保+商保双目录初审落地，医药板块行情有所企稳回升。截至2026年7月9日，医药生物指数PE(TTM)为28.25倍，低于近10年的50分位线（30倍）。从个股表现来看，申万医药行业绝对涨幅超100%的有5支个股，占比1.0%，分别为力诺药包、华兰股份、海泰新光、美诺华、百奥赛图。
- **2026年下半年，我们看好科技主题、出海、红利三大方向。**
 - ✓ **科技主题：技术融合与行业重构新阶段，建议关注AI医疗、脑机接口应用等方向。**国家五部门于2025年11月联合印发《关于促进和规范“人工智能+医疗卫生”应用发展的实施意见》，2026年政府工作报告首次定义生物医药为新兴支柱产业，明确提出培育脑机接口等未来产业。多个省份陆续推出脑机接口收费标准，浙江、湖北已将部分项目纳入医保；中国首款侵入式脑机接口产品获批上市。持续关注重点应用端的前沿进展与投资机会：1) AI健康管理；2) AI医疗信息化CDSS辅助临床决策；3) AI医学影像辅助诊断；4) AI与手术机器人的融合；5) AI基因测序；6) AI制药。
 - ✓ **出海方面：BD出海加速，持续关注双抗、小核酸等方向。**一方面，2026H1中国创新药BD出海项目数量、首付款与总金额显著增加，2026H1，国内创新药出海BD数量已达86项，首付款56.8亿美元(+77.6%)，总金额976.2亿美元(+40.0%)，交易数量/首付款/总金额分别达到2025全年的57%/72%/69%。BD付款里程碑陆续兑现，26年至今(26/7/7)荃信生物、先声药业、百利天恒等均触发里程碑。另一方面，中国创新药BD出海热点仍聚焦在肿瘤免疫（ADC、双抗和多抗等）、代谢（GLP-1R、GLP-1/GIP双靶等）、小核酸（siRNA）等领域和方向；交易模式由传统License-out向Co-Co（联合开发/商业化）和平台级战略合作等多模式共存。展望下半年，关注WCLC 2026（9月）、ESMO 2026（10月）等重磅研发数据；商保创新药目录与基本目录并行模式基本形成，高价值创新药支付与商业化空间充足，此外，重点关注BINS/COINS法案进展。
 - ✓ **红利主题：基药目录调整带来中药发展新机会，建议重视低估值、高股息的红利资产。**中药企业整体现金流相对充足，且部分国企背景企业积极响应提高股东回报政策，分红意愿较强。我们选取申万中药板块所有标的，上市以来至2025年分红率算术平均值为49.2%，中位数为43.9%，整体维持较高分红水平。建议关注：1) 具备自主定价权、高壁垒的品牌中药；2) 受益于国企改革、资产结构优化且有新品种放量预期的中药龙头。3) 时隔8年新一轮基药目录发布，新增50类中成药药品，部分中药品种有望获益于此轮基药目录调整实现院内放量。
 - ✓ **组合推荐：A股组合：**华康洁净（301235）、美好医疗（301363）、恒瑞医药（600276）、首药控股-U（688197）、长春高新（000661）、华东医药（000963）、康辰药业（603590）、康龙化成（300759）、通化东宝（600867）。**港股组合：**中国生物制药（1177）、信达生物（1801）、康方生物（9926）、科伦博泰生物（6990）、劲方医药（2595）、和黄医药（0013）、先声药业（2096）、云顶新耀（1952）、英矽智能（3696）。
- **风险提示：**出海不及预期风险；医药产品研发与商业化进展不及预期风险；医药行业政策不确定性风险；业绩不及预期风险等。

目 录



医药行业2026H1二级市场表现回顾



医药子行业2026年中期投资逻辑



医药全行业2026年中期投资策略及标的

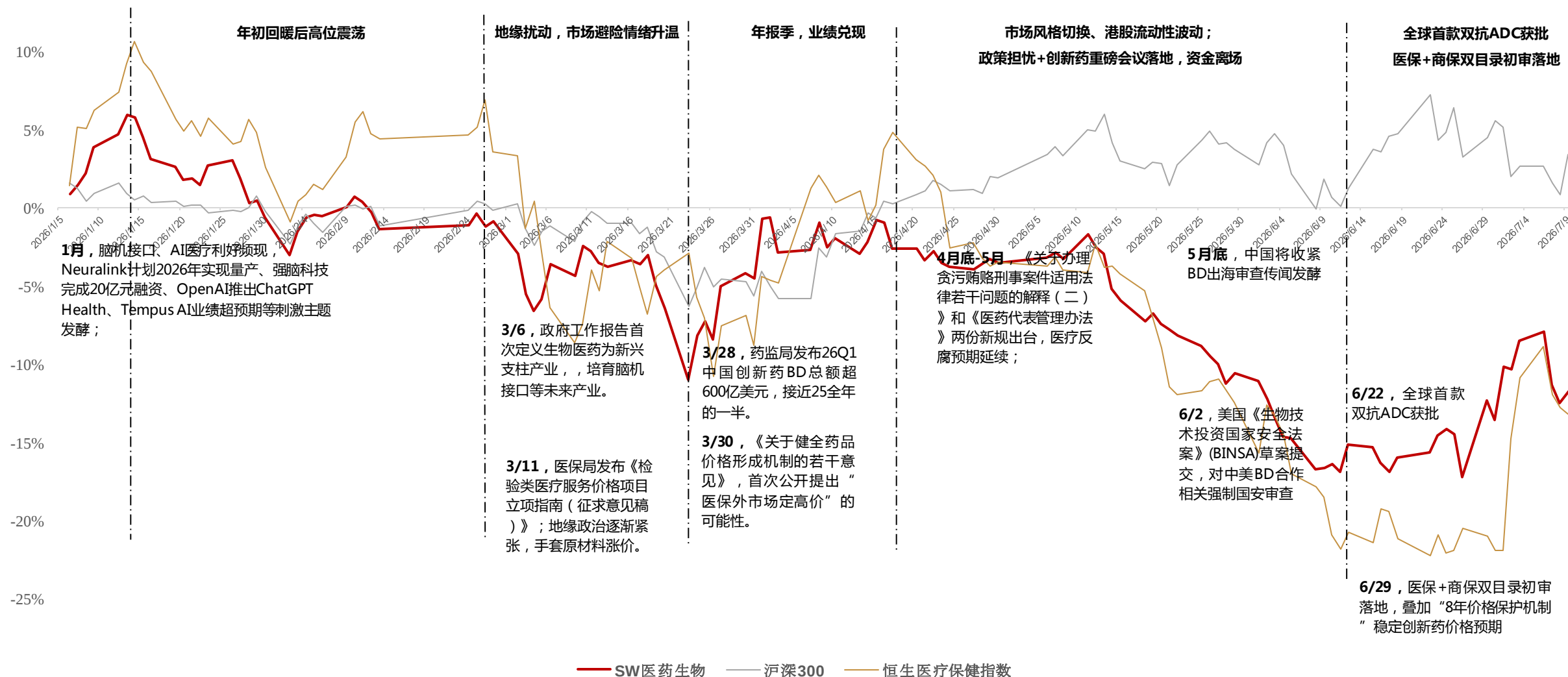
高位震荡

宏观冲击

强势修复

K型分化，医药探底

企稳回升



比较美、港和A股医药指数年度涨跌幅：仅A股医药指数显著跑输大盘

- 如前所述，2026上半年由于市场风格切换导致的资金虹吸、以及部分紧张情绪，**A股医药生物指数、创新药指数**分别跑输大盘13.7pp/6.8pp。港股由于流动性波动整体表现不佳，医药生物与恒生指数表现相近，港股创新药指数仍跑赢恒生指数7.6pp。
- 美股方面，**纳指生物科技指数（NBI）**跑赢综指6.7pp，而等权重、着重中小生科的**标普生物科技ETF（XBI）**年内涨幅30.6%，跑赢SP500 20.4pp，反映MNC面临专利悬崖+高利率环境下大幅收并购Biotch管线带来中小Biotch的估值抬升，以及FDA政策不断放开的利好。

美、港、A股医药行业指数年度涨跌幅（截至2026/7/9）

		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	260709
美股	纳斯达克综指	35.2%	43.6%	21.4%	-33.1%	43.4%	28.6%	20.4%	12.8%
	标普500	28.9%	16.3%	26.9%	-19.4%	24.2%	23.3%	16.4%	10.2%
	纳斯达克医疗保健指数	25.8%	30.0%	-3.5%	-20.4%	6.5%	-0.9%	22.6%	9.4%
	纳斯达克生物科技指数	24.4%	25.7%	-0.6%	-10.9%	3.7%	-1.4%	32.4%	19.5%
	标普生物科技ETF	32.6%	48.3%	-20.4%	-25.9%	7.6%	1.0%	35.9%	30.6%
港股	恒生指数	9.1%	-3.4%	-14.1%	-15.5%	-13.8%	17.7%	27.8%	-6.2%
	恒生医疗保健	34.2%	41.8%	-29.6%	-19.3%	-24.5%	-18.9%	57.0%	-8.2%
	恒生生物科技	2.0%	51.6%	-27.8%	-18.7%	-24.0%	-15.7%	64.5%	-4.7%
	港股创新药指数	46.9%	48.9%	-11.7%	-20.6%	-19.3%	-10.8%	72.5%	1.4%
A股	上证指数	22.3%	13.9%	4.8%	-15.1%	-3.7%	12.7%	18.4%	1.7%
	沪深300	36.1%	27.2%	-5.2%	-21.6%	-11.4%	14.7%	17.7%	5.3%
	上证50	33.6%	18.9%	-10.1%	-19.5%	-11.7%	15.4%	12.9%	-1.2%
	申万医药生物	36.8%	51.1%	-5.7%	-20.3%	-7.0%	-14.3%	11.9%	-8.42%
	A股创新药指数	41.4%	52.1%	0.9%	-20.3%	-2.8%	-15.6%	35.3%	-1.5%

从A股全行业涨跌幅排名来看：处于中游

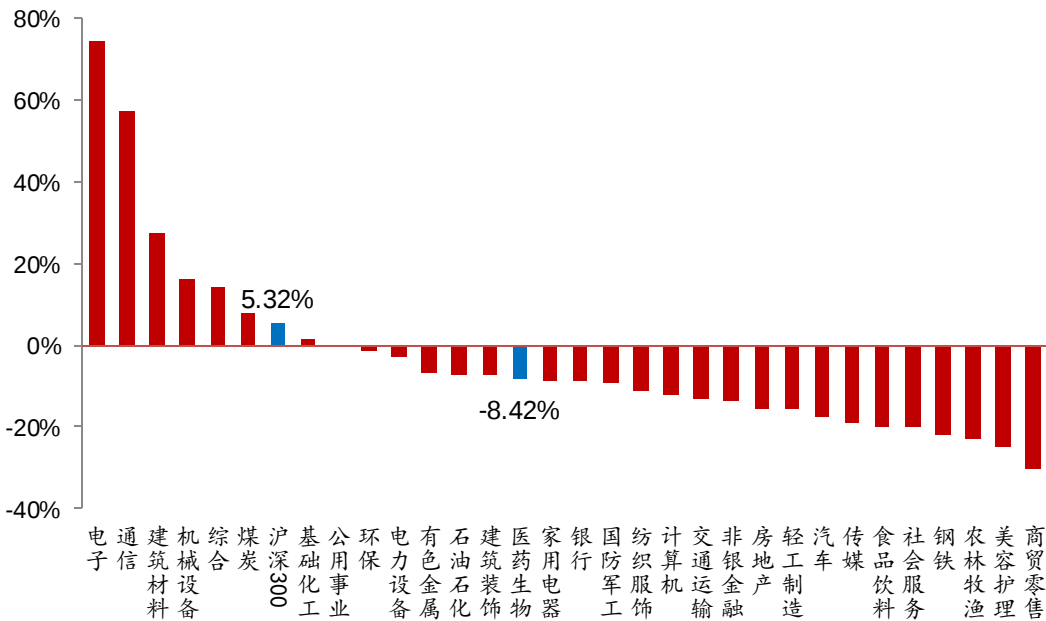
■ 2016~2020年医药生物（申万）在申万一级行业的涨跌幅排名多位于中等偏上水平。2021~2024行业回调，2025医药生物板块上涨11.9%，重回中游。截至20260709，医药生物板块下跌8.4%，在申万一级行业中排名第14，位于中等偏上水平。

申万医药行业涨跌幅及排名											
涨跌幅%	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	260709
上证指数	-12.3%	6.6%	-24.6%	22.3%	13.9%	4.8%	-15.1%	-3.7%	12.7%	18.4%	1.7%
上证50	-5.5%	25.1%	-19.8%	33.6%	18.9%	-10.1%	-19.5%	-11.7%	15.4%	12.9%	-1.2%
沪深300	-11.3%	21.8%	-25.3%	36.1%	27.2%	-5.2%	-21.6%	-11.4%	14.7%	17.7%	5.3%
医药生物（申万）	-13.5%	3.6%	-27.7%	36.8%	51.1%	-5.7%	-20.3%	-7.0%	-14.3%	11.9%	-8.4%
医药生物在申万一级行业中的涨跌幅排名	14	10	7	8	5	26	20	16	31	18	14
申万子行业数量	28					31					

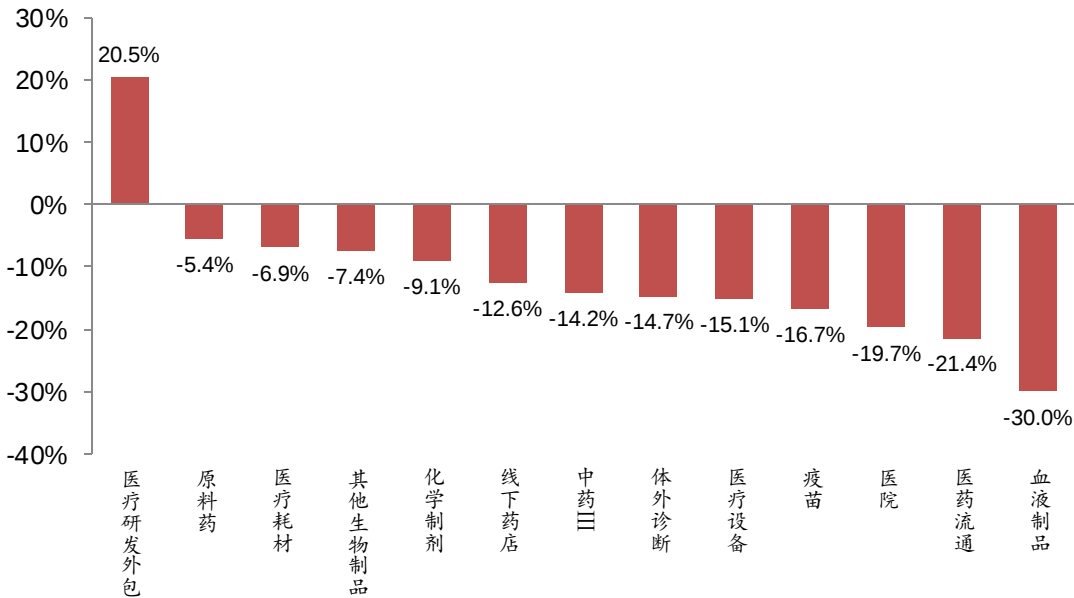
从A股全行业及医药子行业涨跌幅排名来看：CXO领涨

- 2026年初以来（截至20260709），医药行业下跌8.42%，跑输沪深300指数13.74个百分点，行业涨跌幅排名第14；
- 2026年初以来（截至20260709），行情表现前三板块分别是医疗研发外包、原料药和医疗耗材，涨跌幅分别为20.5%、-5.4%和-6.9%。

2026年初以来全行业行情（截至20260709）



2026年初以来医药子行业行情（截至20260709）



从子行业股价走势来看：CXO领涨

■ 2026至今子行业股价走势分化，仅CXO正增长。2026年初至今，增长前五的子行依次为医疗研发外包、原料药、医疗耗材、其他生物制品、化学制剂，跌幅前三板块分别为血制品、医药流通、医院。

医药子行业股价年涨跌幅（2017-2026/7/9）

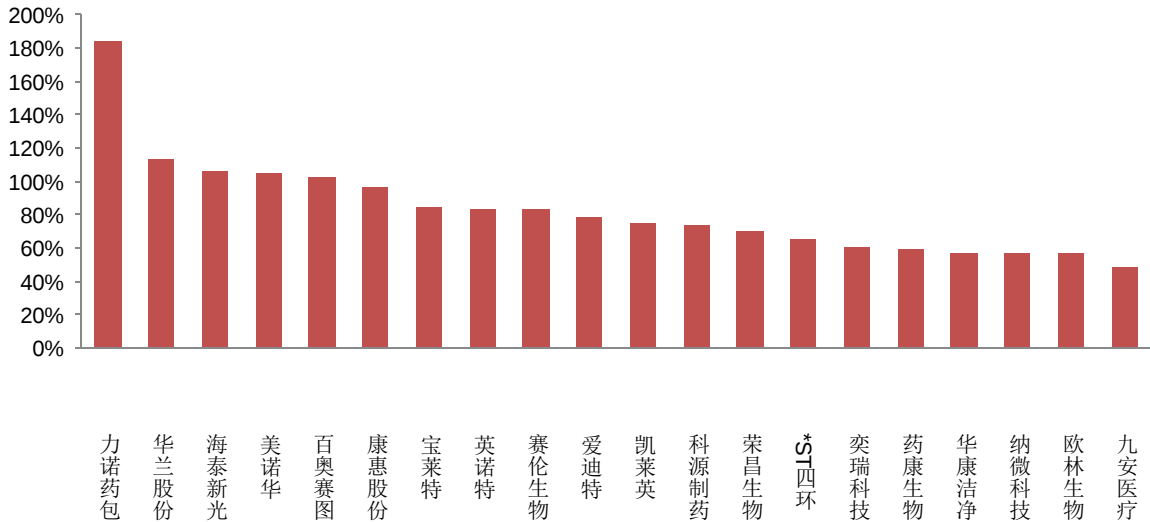
子行业	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	260709
医疗研发外包	-5%	10%	93%	115%	12%	-33%	-23%	-24%	47%	20%
原料药	3%	-32%	49%	50%	34%	-22%	-9%	-6%	16%	-5%
医疗耗材	-2%	-13%	65%	59%	-18%	-32%	-16%	-10%	8%	-7%
其他生物制品	15%	-29%	48%	62%	-27%	-32%	-2%	-22%	22%	-7%
化学制剂	14%	-26%	54%	28%	-20%	-13%	4%	-4%	28%	-9%
线下药店	14%	-17%	49%	56%	-19%	7%	-19%	-33%	-2%	-13%
中药III	-4%	-31%	5%	15%	32%	-16%	-1%	-7%	-6%	-14%
体外诊断	3%	-41%	36%	81%	-18%	-19%	-8%	-14%	1%	-15%
医疗设备	-23%	-27%	26%	92%	10%	-15%	-2%	-18%	-2%	-15%
疫苗	33%	-3%	65%	92%	-11%	-31%	-16%	-39%	-12%	-17%
医院	4%	-19%	42%	87%	-24%	-9%	-30%	-22%	-3%	-20%
医药流通	-11%	-35%	5%	2%	-10%	-5%	-2%	-3%	8%	-21%
血液制品	-15%	-25%	35%	47%	-23%	-11%	21%	-15%	-18%	-30%
医药生物(申万)	4%	-28%	37%	51%	-6%	-20%	-7%	-14%	12%	-8%

数据来源：Wind，西南证券整理，注：加粗数据表示跑赢当年医药生物申万。

从个股涨跌幅来看：

- 2026年初至今（260709），申万医药行业绝对涨幅超100%的有5支个股，占比1.0%，分别为力诺药包、华兰股份、海泰新光、美诺华、百奥赛图。2026年初至今，申万医药行业内482家医药生物上市公司中绝对涨幅>0%的共有102家，占比21.2%；涨幅在50%-100%的有14支个股，占比2.9%。
- 相对涨幅跑赢医药指数超过100pp的有6家，占比1.2%；位于50pp-100pp之间的的有25家，占比5.2%。

2026年初以来医药个股绝对涨跌幅排名（截至260709）



2026年初以来医药行业涨幅统计（截至260709）

涨跌幅	绝对涨幅在区间内 公司数量/个	绝对涨幅在区间内 公司数量/ 上市医药公司总数	相对医药指数涨幅 在区间内 公司数量/个	相对医药指数涨幅 在区间内公司数量 /上市医药公司总数
超过100%	5	1.0%	6	1.2%
50%~100%	14	2.9%	25	5.2%
30%~50%	20	4.1%	15	3.1%
0%~30%	63	13.1%	121	25.1%
下跌	380	78.8%	315	65.4%

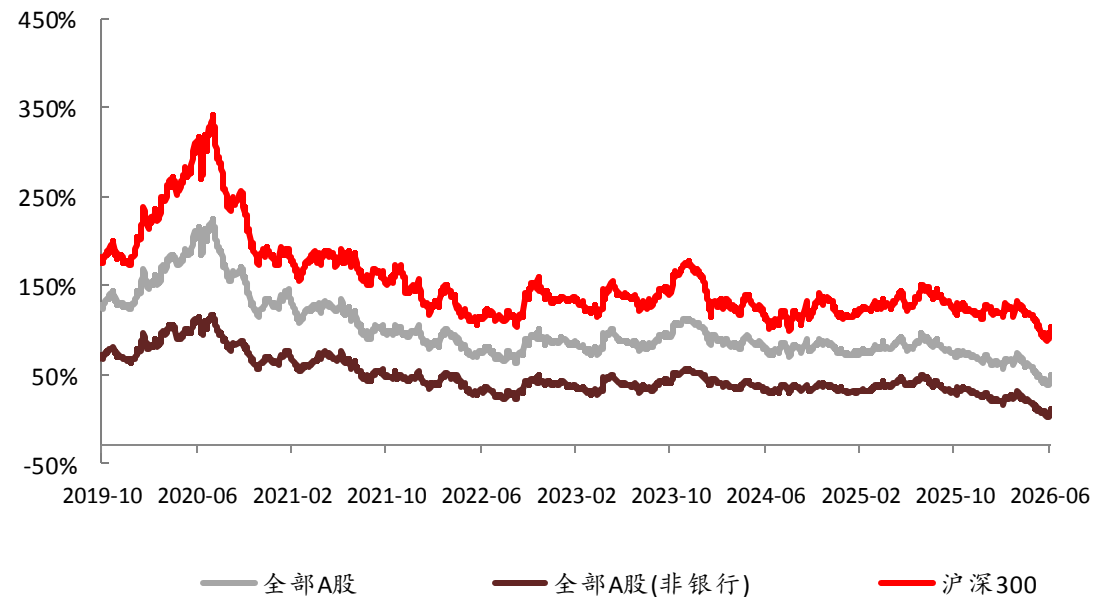
从估值来看：

- 纵向看：截至2026年7月9日，医药生物指数PE(TTM)为28.25倍，低于近10年的50分位线（30倍）。
- 溢价率看：截至2026年7月9日，医药生物指数相对全部A股溢价率51.26%，相对剔除银行后全部A股溢价率为12.61%，相对沪深300溢价率为104.57%。

过去十年医药行业估值水平PE（TTM，剔除负值）



医药行业相对A股和沪深300指数的溢价率



从子行业估值走势来看：

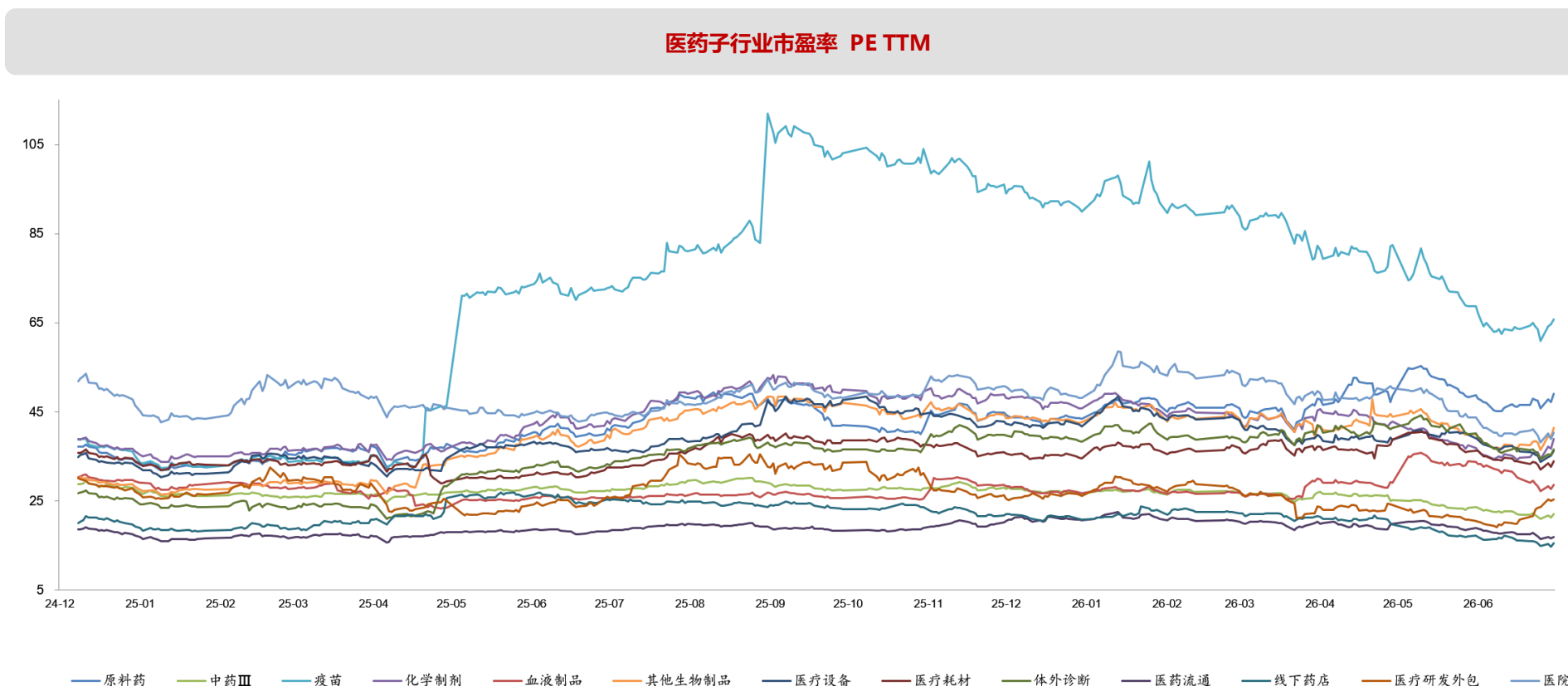
■ 医药子行业估值整体上移。回顾2016-2026年至今，医药子行业市盈率整体呈波动变化。其中2020年医药子行业市盈率处于相对高位水平，自2021年下半年开始进入调整阶段。2026年至今，除原料药、血制品外，大部分医药子行业估值较2025年有一定消化。

医药子行业市盈率 PE TTM (截至20260709)

子行业	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	260709
疫苗	25	22	42	47	79	32	30	27	35	90	57
原料药	45	46	18	27	34	33	26	31	34	44	47
其他生物制品	47	62	31	35	54	31	23	23	28	43	40
化学制剂	42	34	30	42	53	37	35	35	36	46	39
医院	37	79	18	136	234	92	113	66	46	48	38
体外诊断	70	70	27	38	32	24	5	28	25	38	37
医疗设备	55	41	30	32	36	53	38	28	33	42	36
医疗耗材	57	40	29	36	26	14	28	31	34	35	34
血液制品	66	32	35	46	61	37	36	32	29	27	28
医疗研发外包	85	67	46	70	85	77	27	22	27	26	24
中药Ⅲ	32	30	18	26	35	38	22	26	28	27	22
医药流通	31	22	13	14	13	15	16	16	17	21	17
线下药店	41	41	27	33	37	32	35	21	19	21	16
万得全 A	21	20	13	17	23	20	17	17	19	22	24
生物医药	41	37	25	36	45	35	23	28	31	36	32

2026H1医药生物行业复盘：从子行业估值走势来看

- **从横向看**：疫苗（57倍）、原料药（47倍）、其他生物制品（40倍）最高，线下药店（16倍）最低。
- **纵向来看**：疫苗、医疗研发外包、医药流通、医疗耗材、线下药店等估值水平下调；原料药、化学制剂、其他生物制品、体外诊断呈上升趋势。



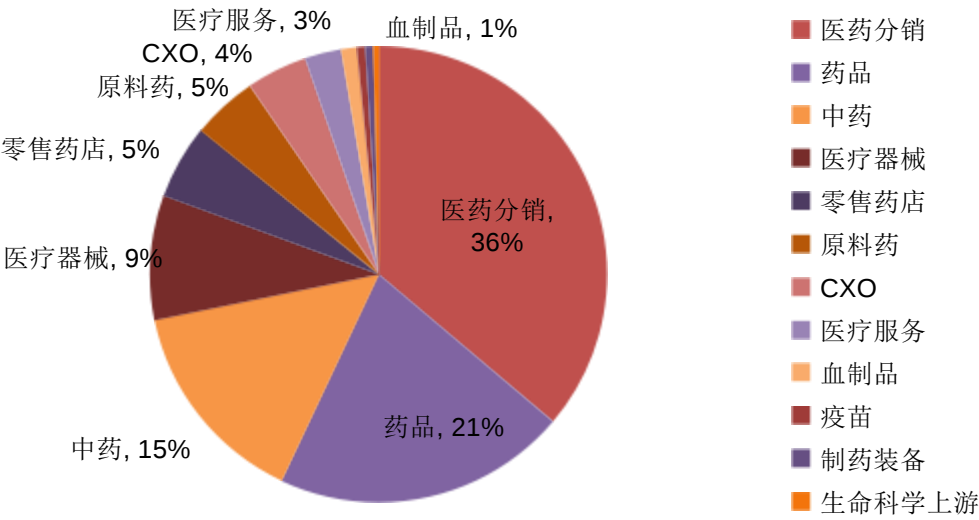
从子行业收入利润贡献来看

- **收入端**，从占比来看，25年子行业中收入占比最大的为**医药分销板块(36%)**；其次为药品板块、中药板块，占比分别为21%、15%。
- **利润端**，从占比看，25年子行业中利润占比最大的为**药品板块(24%)**；其次为中药、医疗器械板块，占比均为18%。

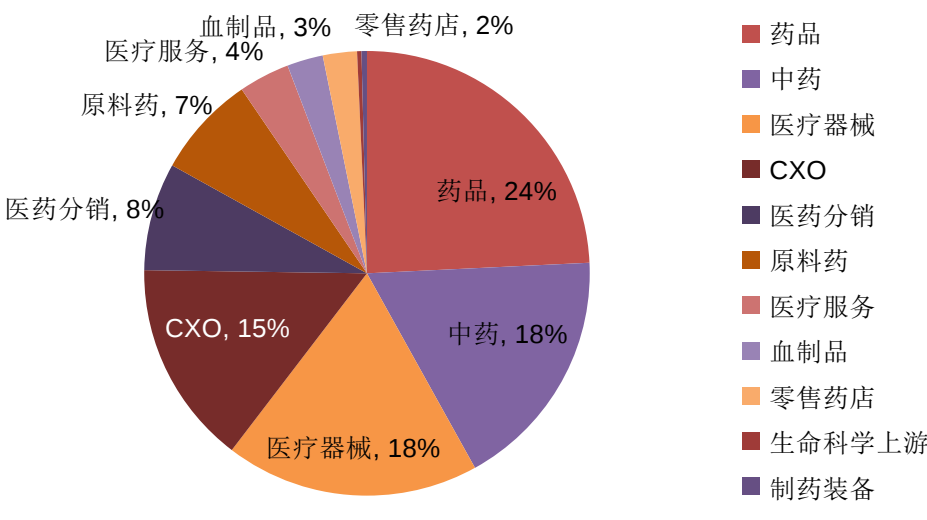
2019-2026Q1医药行业整体表现

(亿元)	19A	20A	21A	22A	23A	24A	25A	26Q1
全年营收	15908	16965	19097	21041	21841	22095	22429	5635.3
同比增速	15.0%	6.6%	12.6%	10.2%	3.8%	1.2%	1.5%	1.4%
归母净利润	913	1127	1782	1722	1570	1539	1644	513.5
同比增速	-3.7%	23.5%	58.1%	-3.4%	-8.8%	-2.0%	6.8%	2.7%
扣非归母净利润	746	901	1316	1549	1364	1371	1367	465.9
同比增速	-8.6%	20.8%	46.1%	17.7%	-11.9%	0.5%	-0.3%	4.8%

2025年行业子板块收入占全行业比例



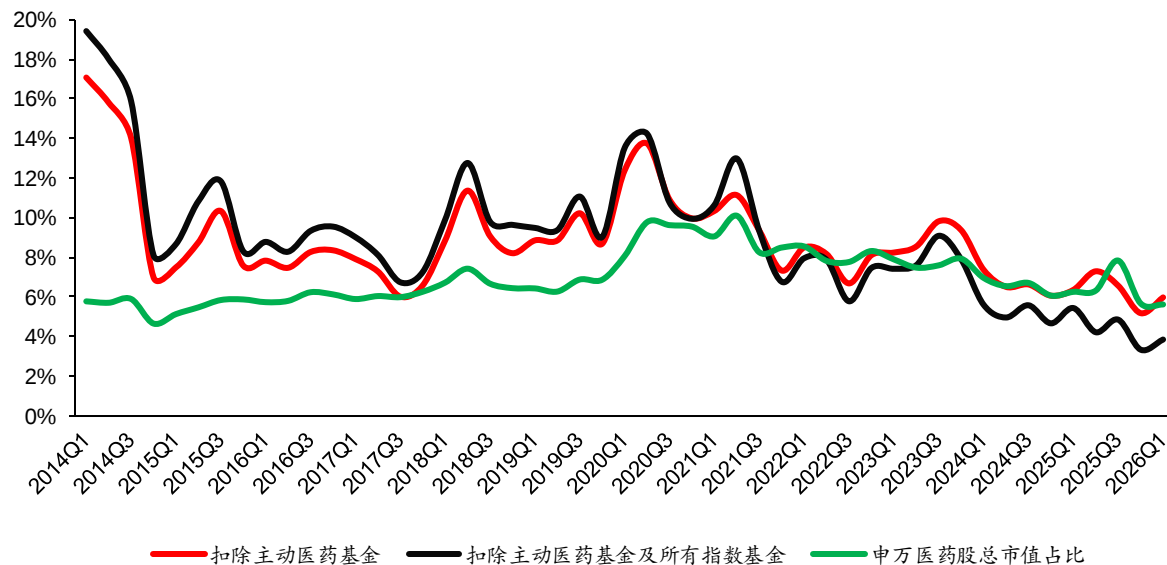
2025年行业子板块归母净利润占全行业比例



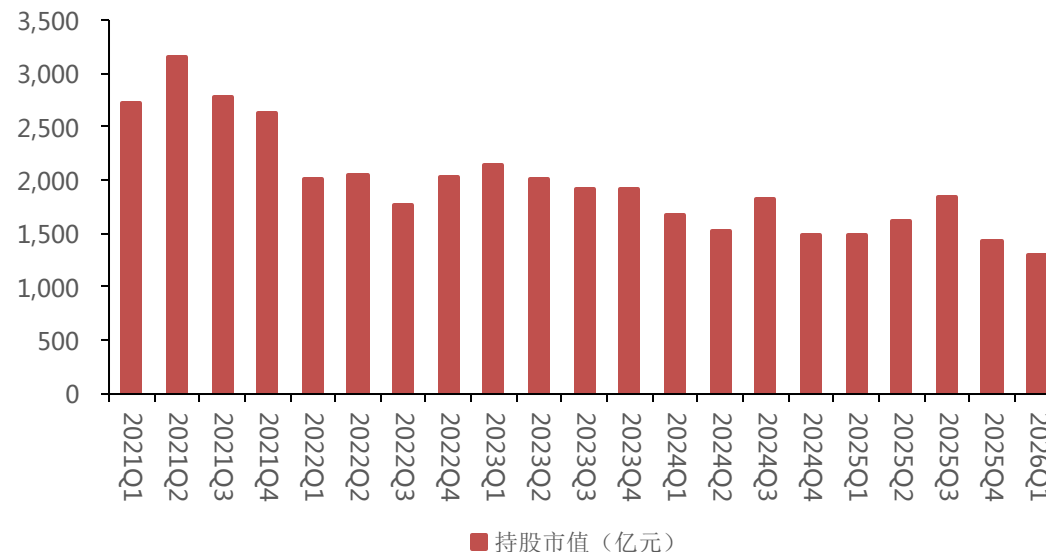
从基金持仓来看

- **2026Q1医药总持仓变化情况**：26Q1全部公募基金占比8.87%，环比+0.90pp；剔除主动医药基金占比5.97%，环比+0.80pp；再剔除指数基金医药持仓占比3.84%，环比+0.51pp；申万医药板块市值占比为5.61%，环比-0.05pp。
- **2026Q1外资持股占比微降**：26Q1沪深港通持有医药生物板块的总市值占比为1.91%，环比下降0.16pp，持股总市值为1303.76亿元，较期初下降131.26亿元。

近年来基金持仓总量占比情况



外资持股变化（陆股通）



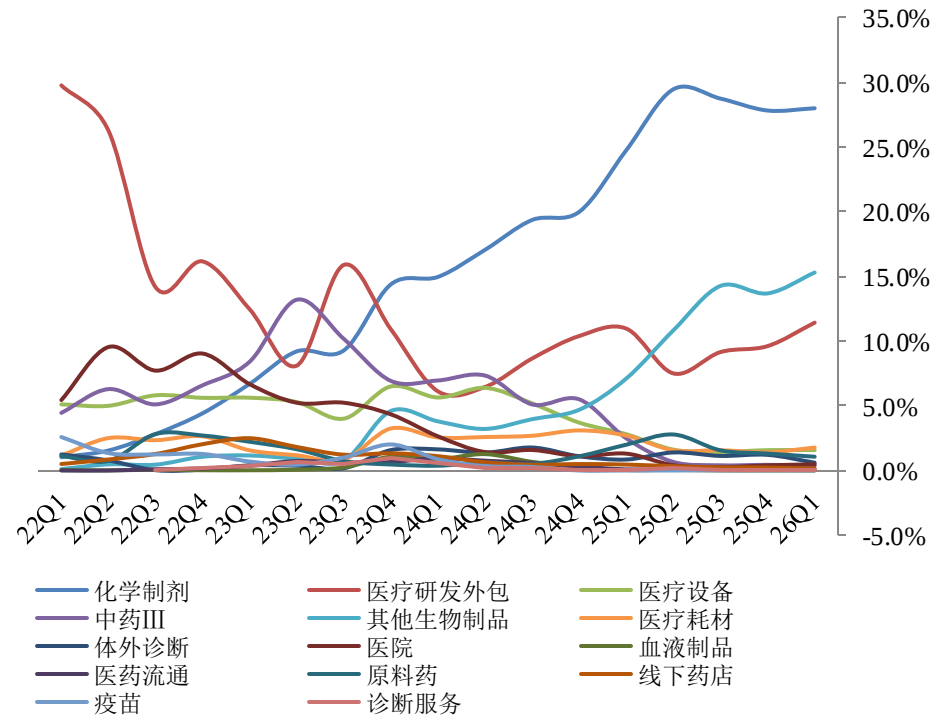
- 2026Q1医药基金医药子行业重仓市值占比情况：
- 持仓占比前三：化学制剂28.09%，其他生物制品15.35%，医疗研发外包11.47%。

24Q2-26Q1医药基金医药子行业重仓市值占比概况

	26Q1	25Q4	25Q3	25Q2	25Q1	24Q4	24Q3	24Q2
化学制剂	28.09%	27.83%	28.75%	29.48%	24.77%	20.00%	19.37%	17.07%
医疗研发外包	11.47%	9.62%	9.16%	7.50%	10.97%	10.40%	8.66%	6.46%
医疗设备	1.58%	1.57%	1.44%	1.61%	2.80%	3.70%	5.19%	6.39%
中药III	0.37%	0.44%	0.40%	0.66%	2.48%	5.50%	5.11%	7.34%
其他生物制品	15.35%	13.69%	14.27%	10.84%	7.12%	4.70%	3.97%	3.21%
医疗耗材	1.78%	1.40%	1.57%	1.56%	2.70%	3.10%	2.69%	2.59%
体外诊断	0.61%	1.21%	1.13%	1.40%	0.85%	1.10%	1.78%	1.38%
医院	0.48%	0.40%	0.26%	0.41%	1.30%	1.10%	1.59%	1.43%
血液制品	0.00%	0.00%	0.00%	0.05%	0.04%	0.30%	0.67%	1.27%
医药流通	0.03%	0.05%	0.08%	0.09%	0.09%	0.30%	0.58%	0.76%
原料药	1.07%	1.31%	1.56%	2.78%	2.00%	1.10%	0.52%	0.61%
线下药店	0.16%	0.23%	0.24%	0.33%	0.46%	0.50%	0.45%	0.64%
疫苗	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.28%	0.34%
诊断服务	0.00%	0.00%	0.01%	0.12%	0.02%	0.00%	0.18%	0.17%

- 2026Q1医药基金医药子行业重仓市值占比变化情况：
- 环比增加前三：医疗研发外包 占比11.47%，环比+1.85pp；其他生物制品 占比15.35%，环比+1.66pp；医疗耗材 占比1.78%，环比+0.38pp。
- 环比变化后三：体外诊断 占比0.61%，环比变化-0.60pp；原料药 占比1.07%，环比-0.24pp；线下药店 占比0.16%，环比-0.07pp。

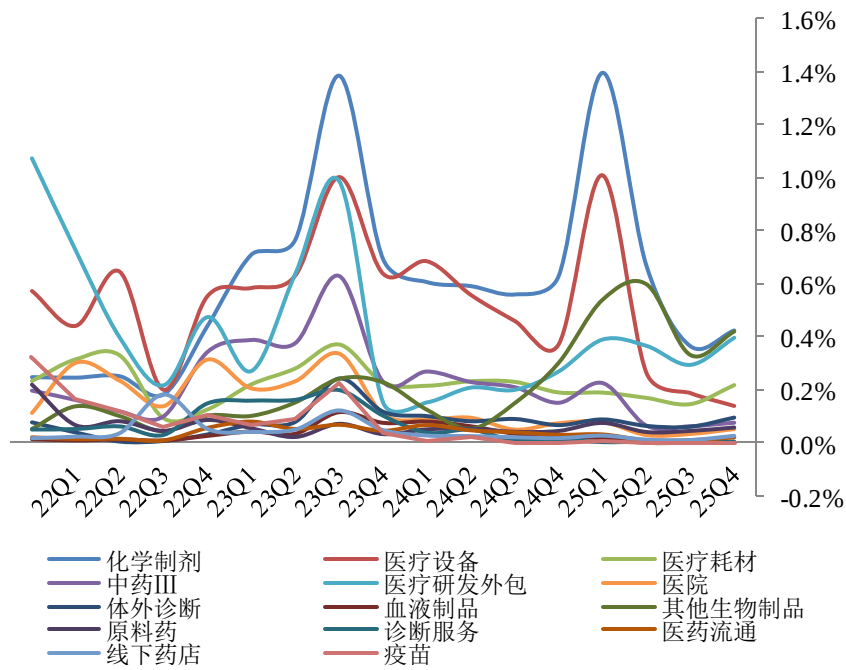
2026Q1医药基金医药子行业重仓市值占比概况



	医药基金重仓总市值占比	环比变化	持股总市值(亿元)	板块总市值(亿元)	占申万医药成分股总市值比重
医疗研发外包	11.47%	1.85pp	216.57	5845.67	8.48%
其他生物制品	15.35%	1.66pp	289.96	4421.29	6.41%
医疗耗材	1.78%	0.38pp	33.67	4710.88	6.83%
化学制剂	28.09%	0.26pp	530.53	17572.58	25.49%
医院	0.48%	0.09pp	9.12	2189.63	3.18%
疫苗	0.01%	0.00pp	0.26	2234.77	3.24%
医疗设备	1.58%	0.01pp	29.86	5899.68	8.56%
血液制品	0.00%	0.00pp	0.00	1240.35	1.80%
医药流通	0.03%	-0.01pp	0.63	2422.50	3.51%
中药III	0.37%	-0.06pp	7.08	8442.04	12.24%
线下药店	0.16%	-0.07pp	2.94	858.04	1.24%
原料药	1.07%	-0.24pp	20.21	3503.20	5.08%
体外诊断	0.61%	-0.60pp	11.48	2759.39	4.00%
互联网药店	0.03%	-	0.61	-	0.00%
诊断服务	0.00%	-	0.08	-	0.00%

- 2026Q1非医药基金医药子行业重仓市值占比变化情况：
- 环比变化前三：医疗研发外包 占比0.40%，环比+0.10pp；其他生物制品 占比0.42%，环比+0.09pp；医疗耗材 占比0.22%，环比+0.07pp。
- 环比变化后三：医疗设备 占比0.14%，环比-0.05pp；疫苗、血液制品、诊断服务 环比基本持平。

2026Q1非医药基金医药子行业重仓市值占比概况



	医药基金重仓总市值占比	环比变化	持股总市值(亿元)	板块总市值(亿元)	占申万医药成分股总市值比重
医疗研发外包	0.40%	0.10pp	138.44	5845.67	8.48%
其他生物制品	0.42%	0.09pp	146.64	4421.29	6.41%
医疗耗材	0.22%	0.07pp	76.06	4710.88	6.83%
化学制剂	0.42%	0.06pp	147.97	17572.58	25.49%
体外诊断	0.10%	0.03pp	33.29	2759.39	4.00%
线下药店	0.03%	0.02pp	9.22	858.04	1.24%
医院	0.05%	0.02pp	18.15	2189.63	3.18%
中药III	0.08%	0.01pp	26.54	8442.04	12.24%
原料药	0.06%	0.01pp	20.24	3503.20	5.08%
医药流通	0.02%	0.01pp	7.18	2422.50	3.51%
诊断服务	0.00%	0.00pp	1.68	0.00	0.00%
血液制品	0.00%	0.00pp	0.04	1240.35	1.80%
疫苗	0.00%	0.00pp	0.63	2234.77	3.24%
医疗设备	0.14%	-0.05pp	48.60	5899.68	8.56%
互联网药店	0.04%	-	14.71	-	0.00%

■ 2026年一季度，从公募医药持仓基金数量前20大个股来看，A股创新药标的占据6席，港股创新药标的占据6席。

26Q1持股基金数量TOP20

代码	名称	持股基金数量		持股总市值(亿元)		流通股本占比		总股本占比		季度	最新市值（亿元）	
		最新	季度变化	最新	季度变化	最新	季度变化	最新	季度变化	涨跌幅	流通市值	总市值
603259.SH	药明康德	720	272	398.7	92.6	13.6%	2.3pp	13.6%	2.3pp	6.7%	2927	2927
600276.SH	恒瑞医药	487	-20	277.9	-42.1	7.6%	-0.5pp	7.6%	-0.5pp	-8.2%	3665	3665
1801.HK	信达生物	226	24	175.1	8.5	11.9%	-0.8pp	11.9%	-0.8pp	7.3%	1473	1473
688331.SH	荣昌生物	211	142	89.2	60.6	18.6%	8.7pp	12.3%	5.7pp	66.4%	479	727
688235.SH	百济神州	209	124	137.0	40.5	3.8%	0.3pp	3.8%	0.3pp	-14.1%	3601	3601
300677.SZ	英科医疗	201	110	70.1	43.3	18.2%	3.5pp	18.2%	7.7pp	49.7%	384	384
300760.SZ	迈瑞医疗	163	-41	111.0	-40.7	5.6%	-1.0pp	5.6%	-1.0pp	-15.8%	1995	1996
9926.HK	康方生物	142	38	134.1	26.2	11.2%	0.8pp	11.2%	0.8pp	17.0%	1199	1199
002294.SZ	信立泰	139	85	86.6	41.9	12.7%	4.6pp	12.7%	4.6pp	18.4%	683	683
300347.SZ	泰格医药	135	24	66.2	6.7	17.8%	2.6pp	14.3%	2.1pp	-4.9%	371	463
1530.HK	三生制药	130	-11	82.1	-14.9	14.3%	-1.5pp	14.3%	-1.5pp	-8.8%	575	575
688506.SH	百利天恒	129	-7	77.1	-5.8	6.7%	-18.2pp	6.7%	0.5pp	-13.8%	1148	1148
6990.HK	科伦博泰生物	119	19	92.1	7.3	12.3%	-1.0pp	8.6%	-0.7pp	15.2%	749	1073
002422.SZ	科伦药业	113	39	70.5	22.1	15.6%	2.9pp	12.7%	2.4pp	20.3%	453	554
688271.SH	联影医疗	104	-31	80.4	-21.7	8.7%	-1.2pp	8.7%	-1.2pp	-11.9%	923	923
300759.SZ	康龙化成	91	3	58.3	-1.1	11.7%	-0.4pp	11.3%	-0.4pp	-2.8%	498	514
688266.SH	泽璟制药-U	91	8	44.4	-1.7	17.0%	-1.8pp	17.0%	-1.8pp	7.1%	262	262
1093.HK	石药集团	89	14	97.5	13.0	9.3%	0.6pp	9.3%	0.6pp	7.1%	1049	1049
2269.HK	药明生物	84	14	54.8	-10.8	4.0%	-1.0pp	4.0%	-1.0pp	3.0%	1366	1366
002821.SZ	凯莱英	80	43	51.5	26.1	13.5%	5.5pp	12.9%	5.3pp	19.1%	382	400

从26Q1行业收入增速来看：医药生物排位21/31（同比上升2名）

申万一级 子行业	营业收入同比增速										
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	26Q1
有色金属	9%	16%	8%	11%	15%	36%	13%	1%	6%	11%	32%
电子	30%	36%	16%	8%	9%	13%	-3%	-2%	17%	20%	29%
电力设备	10%	11%	9%	12%	15%	28%	40%	8%	-8%	7%	22%
国防军工	-2%	-2%	5%	4%	1%	12%	7%	5%	-1%	9%	20%
环保	28%	24%	8%	14%	7%	16%	-2%	1%	0%	3%	11%
基础化工	1%	25%	19%	2%	-16%	33%	14%	-6%	3%	2%	9%
机械设备	2%	20%	16%	8%	11%	16%	-3%	2%	5%	5%	8%
银行	1%	3%	8%	10%	5%	8%	1%	-1%	0%	1%	8%
社会服务	20%	22%	22%	1%	-31%	17%	-12%	33%	5%	5%	6%
纺织服饰	15%	15%	7%	2%	-16%	12%	-3%	7%	-2%	1%	6%
通信	5%	6%	4%	-1%	3%	12%	8%	5%	4%	4%	6%
美容护理	18%	24%	11%	7%	-12%	-2%	6%	2%	2%	4%	5%
交通运输	14%	48%	15%	9%	0%	37%	8%	-2%	-1%	2%	5%
商贸零售	1%	19%	7%	4%	0%	4%	-9%	-1%	-7%	-5%	5%
轻工制造	10%	23%	12%	2%	3%	25%	3%	-3%	1%	1%	5%
计算机	15%	1%	17%	9%	6%	14%	0%	2%	5%	8%	4%
食品饮料	7%	15%	14%	15%	7%	10%	8%	7%	2%	-6%	3%
农林牧渔	21%	12%	9%	16%	27%	17%	13%	4%	-2%	3%	3%
传媒	25%	12%	11%	4%	-13%	7%	-6%	6%	0%	5%	3%
汽车	18%	16%	2%	-3%	-2%	9%	4%	16%	8%	7%	2%
医药生物	15%	15%	19%	13%	6%	12%	10%	2%	-1%	0%	2%
家用电器	13%	30%	13%	4%	1%	16%	0%	6%	5%	4%	0%
煤炭	11%	36%	10%	6%	0%	32%	8%	-12%	-5%	-16%	-1%
建筑材料	10%	34%	26%	15%	9%	9%	-13%	-2%	-13%	-8%	-2%
石油石化	-5%	25%	20%	4%	-23%	32%	22%	-2%	-3%	-6%	-3%
非银金融	1%	18%	2%	17%	9%	4%	-5%	1%	16%	11%	-3%
公用事业	-2%	15%	11%	8%	0%	18%	16%	3%	-2%	-4%	-4%
钢铁	6%	32%	12%	2%	2%	40%	-6%	-5%	-10%	-6%	-5%
建筑装饰	6%	9%	10%	16%	12%	15%	7%	7%	-4%	-6%	-6%
综合	29%	22%	9%	-2%	5%	-1%	-9%	-7%	-3%	-7%	-20%
房地产	30%	7%	19%	19%	11%	8%	-8%	-1%	-21%	-13%	-23%

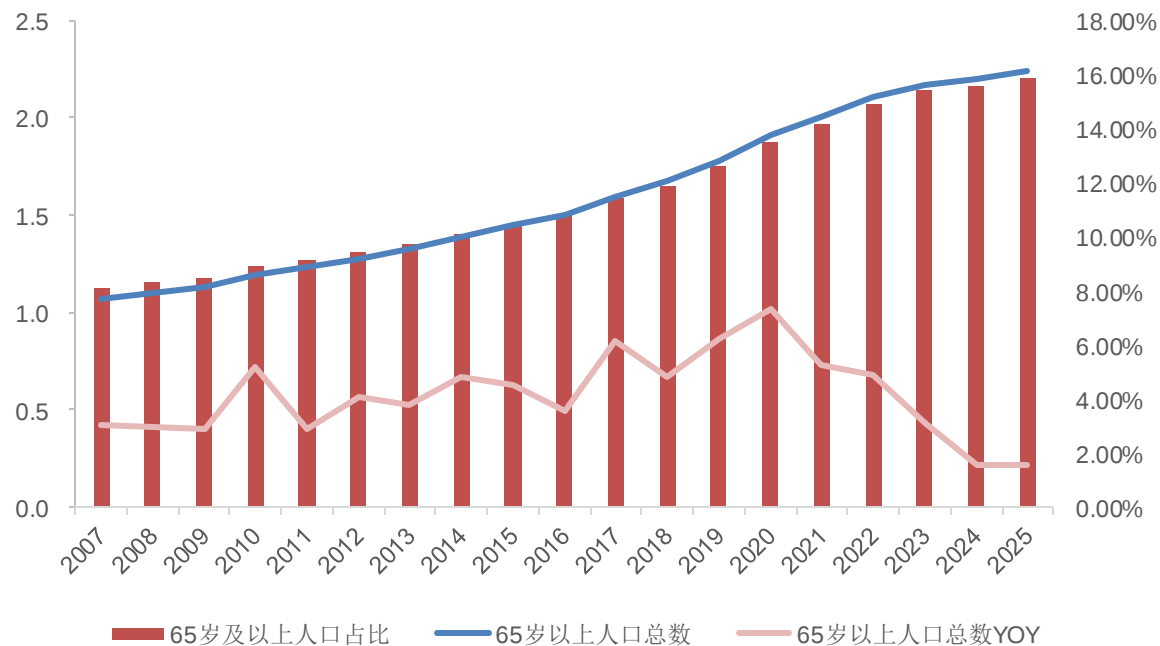
从26Q1行业扣非归母净利润增速来看：医药生物排名14/31（同比上升9名）

申万一级子行业	扣非归母净利润同比增速										
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	26Q1
计算机	26%	-4%	-64%	-2%	-11%	-18%	-46%	18%	-54%	54%	98%
有色金属	315%	117%	-48%	-50%	52%	177%	54%	-30%	1%	38%	92%
综合	18%	-1%	30%	-29%	-90%	-30%	-154%	-70%	59%	-80%	86%
电子	48%	16%	-28%	31%	25%	91%	-34%	-28%	20%	33%	74%
国防军工	1099%	35%	-10%	64%	23%	-5%	-8%	3%	-39%	28%	60%
电力设备	12%	26%	-43%	45%	64%	20%	80%	-9%	-62%	43%	57%
商贸零售	55%	35%	19%	-14%	-68%	-265%	67%	1198%	8%	-186%	43%
交通运输	-11%	44%	-17%	2%	-95%	1268%	-45%	69%	11%	-16%	20%
环保	14%	27%	-34%	5%	-11%	21%	-13%	-6%	-17%	-4%	19%
石油石化	-43%	85%	56%	-4%	-36%	153%	8%	-3%	0%	-12%	15%
基础化工	39%	36%	20%	-40%	-14%	143%	-8%	-46%	-10%	4%	15%
社会服务	21%	48%	6%	-10%	-106%	49%	-35%	209%	-36%	-3%	8%
通信	-52%	2%	-79%	-271%	44%	-64%	41%	4%	6%	7%	5%
医药生物	17%	19%	-17%	-10%	23%	50%	-1%	-17%	-11%	-1%	3%
食品饮料	10%	30%	27%	16%	17%	11%	13%	18%	6%	-18%	3%
银行	2%	5%	6%	6%	1%	13%	8%	1%	2%	1%	3%
房地产	41%	28%	10%	9%	-12%	-80%	-341%	-189%	-2937%	-26%	-1%
纺织服饰	12%	-5%	-37%	-23%	-63%	179%	-43%	67%	-37%	21%	-1%
传媒	9%	-31%	-156%	79%	130%	504%	-67%	139%	-50%	46%	-1%
非银金融	-33%	24%	-18%	65%	0%	9%	-27%	-15%	47%	28%	-1%
煤炭	687%	156%	7%	0%	-4%	74%	50%	-26%	-20%	-27%	-4%
机械设备	-22%	125%	-31%	-6%	72%	-2%	-12%	-2%	-8%	13%	-5%
公用事业	-16%	-26%	5%	0%	24%	-69%	66%	65%	5%	5%	-6%
家用电器	29%	32%	-10%	16%	7%	10%	11%	14%	7%	-7%	-8%
美容护理	-65%	52%	25%	11%	-115%	50%	-41%	67%	-21%	-2%	-12%
建筑装饰	11%	17%	5%	6%	4%	-5%	12%	9%	-16%	-24%	-15%
轻工制造	33%	44%	-29%	4%	22%	4%	-35%	16%	-34%	-26%	-22%
汽车	17%	4%	-19%	-27%	-3%	23%	-3%	49%	11%	3%	-22%
建筑材料	75%	79%	62%	17%	11%	-2%	-46%	-32%	-47%	-36%	-45%
钢铁	127%	271%	26%	-45%	1%	84%	-73%	-14%	-132%	263%	-77%
农林牧渔	129%	-38%	-48%	164%	40%	-152%	146%	-136%	1365%	-38%	-114%

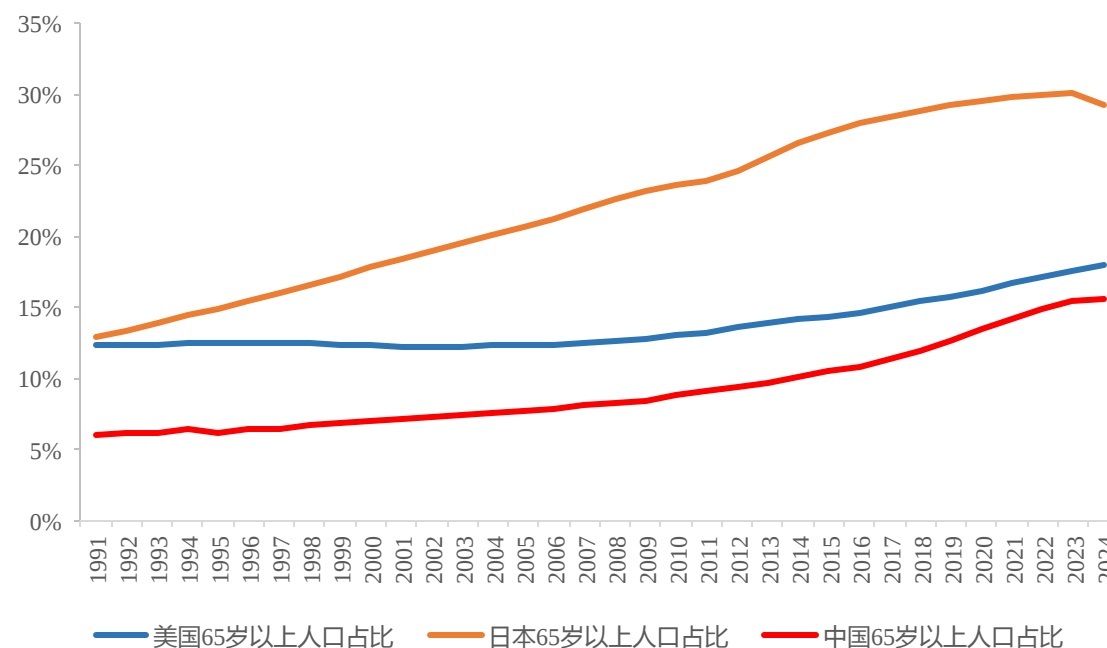
从人口老龄化趋势来看

- **我国人口老龄化现状呈现出老年人口基数大、增速快、高龄化等特点。**国际上通常将65岁及以上的人口占总人口的比重达到7%，作为一个国家进入老龄化社会的标准。2025年我国总人口数14.05亿人（-0.24%），已连续四年负增长，65岁以上人口数2.24亿人（+1.55%），65岁以上人口占总人口的15.9%（+0.3pp）。预计到本世纪中叶，我国老年人口规模、老龄化率将相继达到峰值。
- **横向来看，发达国家老龄化问题更加严峻。**以美国、日本为例，2024年美国65岁及以上人口占比约18%，已迈入老龄化社会，日本65岁及以上人口占比甚至高达29.3%，已经属于超级老龄化社会。

中国65岁及以上人口变化趋势（亿人）



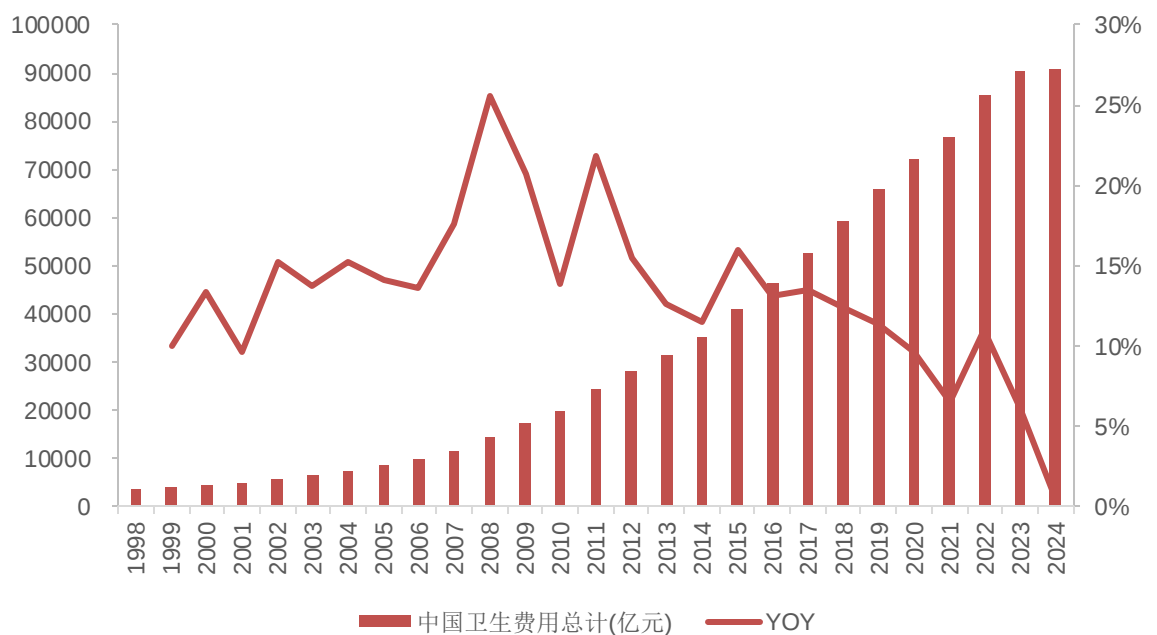
中日美老龄化率



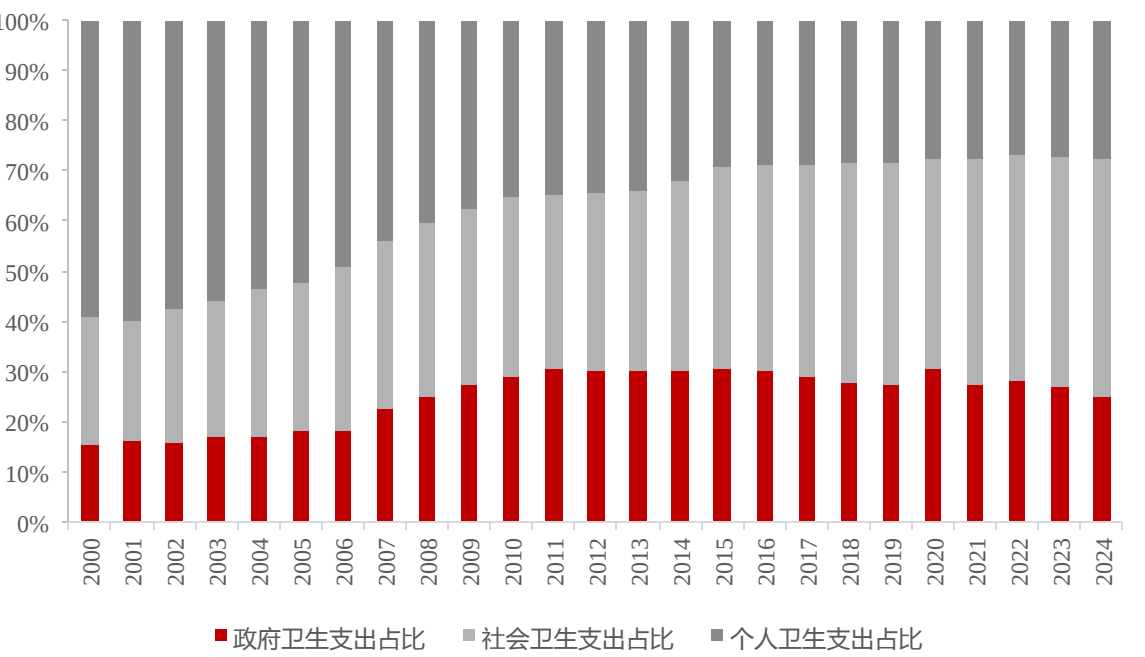
从卫生费用来看

- **中国卫生总费用稳健增长，政府支出放缓，社会和个人支出加快。**根据卫健委官网2025年12月最新披露，2024年全国卫生总费用初步推算为90895.5亿元（+0.4%），其中：政府卫生支出22608亿元（-6.4%），占24.9%；社会卫生支出43280亿元（+3.8%），占47.6%；个人卫生支出25008亿元（+1.0%），占27.5%。
- **卫生费用结构持续优化，个人卫生支出比例下滑明显。**深化审评审批制度改革，加快新药好药上市，推进药品一致性评价，减轻群众用药负担。在全国基本实现基本医保地市级统筹，住院和门诊费用跨省直接结算。居民个人卫生支出所占比重由2012年的34.3%，下降到2024年的27.5%。

中国卫生费用总计及增速



政府、社会、个人卫生支出占卫生总费用的比例

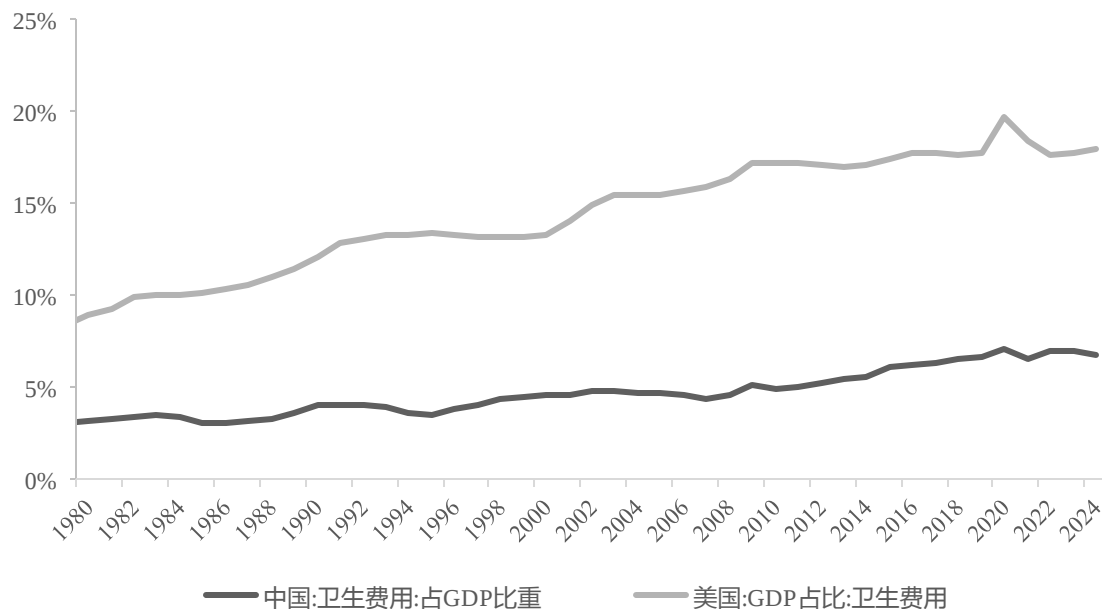


数据来源：卫健委，西南证券整理，注：更新至官方最新数据

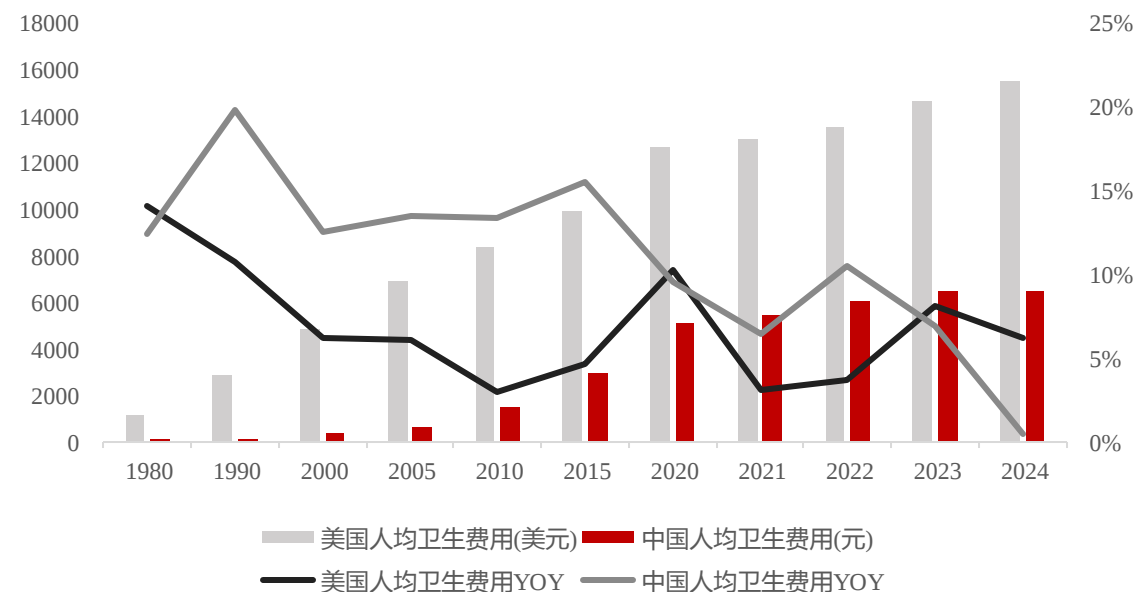
从人均卫生费用来看

- **美国卫生费用/GDP比重和人均卫生费用均居世界首位。**2024年美国卫生总费用支出占美国当年GDP的18.0%，中国为6.7%。2024年美国人均卫生费用达15474美元（+6.1%），中国人均费用为6454.4元（+0.5%）。

中美卫生费用/总GDP占比

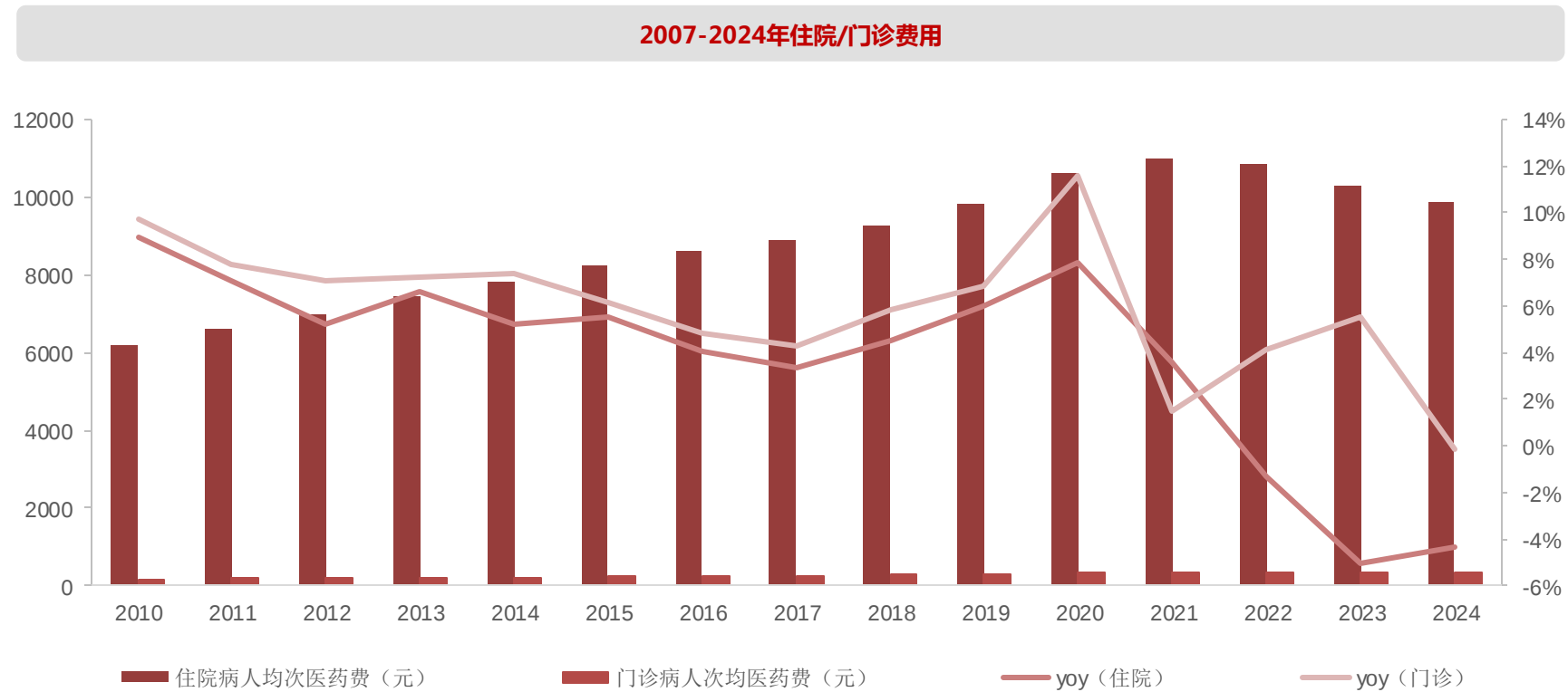


中美人均卫生费用



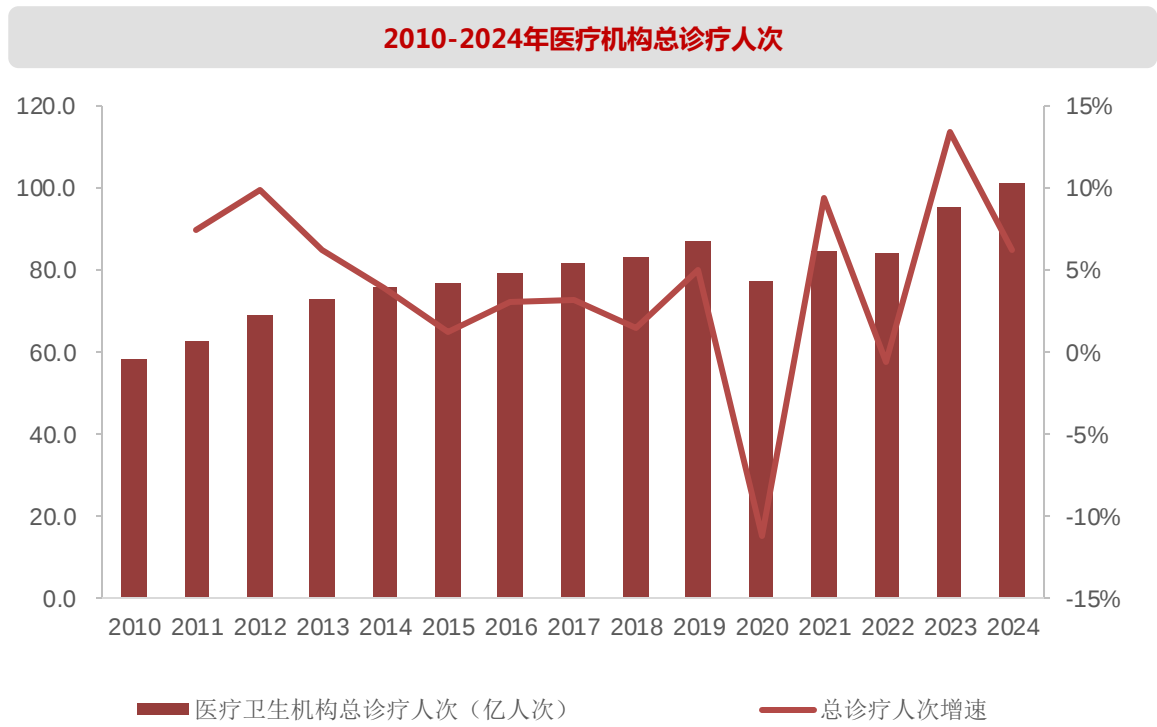
从住院/门诊费用来看，门诊费用持续提高，住院费用下滑

■ **住院/门诊费用：**2007-2011年，门诊/住院费用快速提高，2012-2016年增速放缓，而后随着医保控费政策加紧，医疗费用增速进一步放缓，2020年由于疫情医疗费用快速提高。2021-2023年住院次均费用和门诊次均费用表现分化，门诊费用连续3年上涨，2024年门诊病人人次均医药费为361元（-0.2%）。住院病人人次均费用下降主要系集采降价、DRG政策等导致费用下降，2024年住院病人人次均医药费为9870元（-4.3%）。



从人口老龄化趋势来看

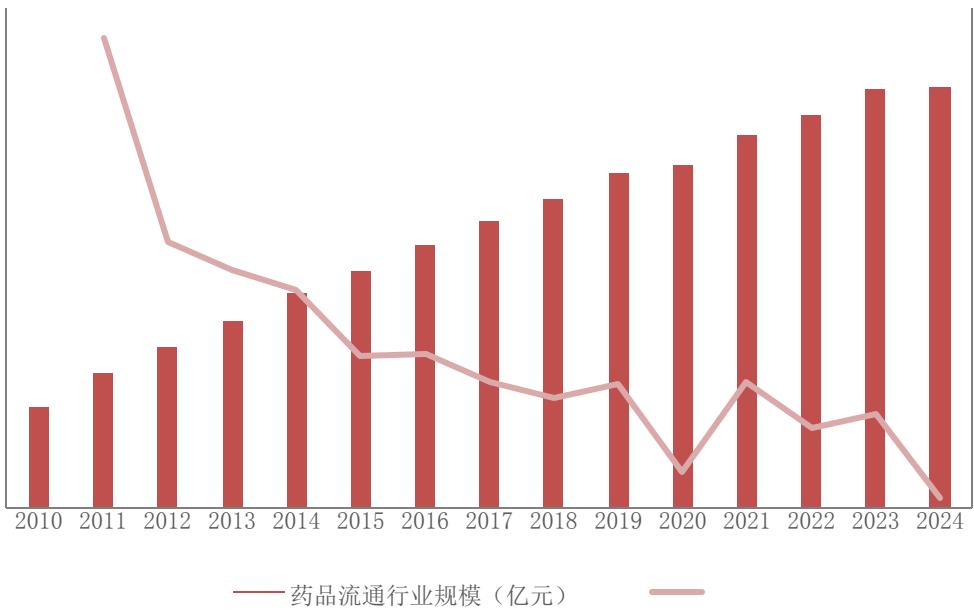
- 2024年诊疗总人次增长6.3%：2024年我国医疗卫生机构总诊疗人次101.5亿（+6.3%）。
- 2024年住院人次增长3.3%：2024年我国医疗卫生机构住院人次3.1亿（+3.3%）。



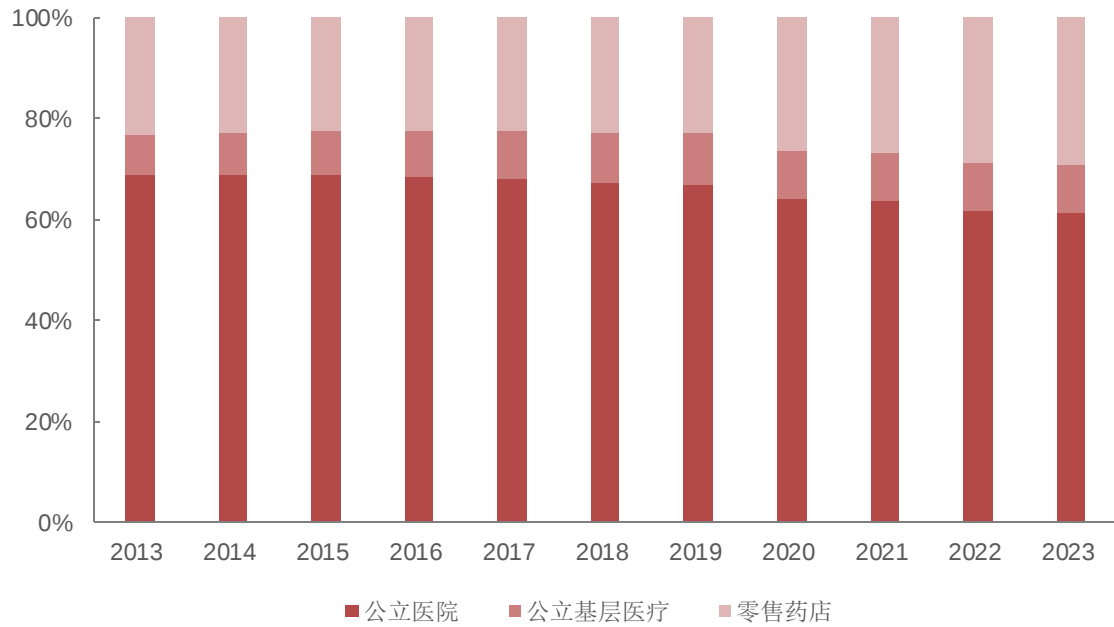
从药品流通来看

- **全国药品销售规模稳步增长。**据商务部药品流通统计系统数据显示，2024年全国七大类医药商品销售总额29470亿元(+6.5%)，扣除不可比因素同比增长0.6%。其中，药品零售市场销售额为6500亿元，扣除不可比因素同比增长1.3%。药品批发市场销售额 22970 亿元，扣除不可比因素同比增长 0.5%。
- **从药品终端渠道看，零售渠道增速高于整体增速。**2023年，全国药品销售额为18865亿元，行业整体增速为5.2%。分渠道看，公立医院药品终端销售额为11554亿元（+4.2%），公立医院药品渠道占比下降至61.3%；零售药店药品终端销售额为5533亿元（+6.2%），2023年药品零售渠道占比上升至29.3%；公立基层医疗药品终端销售额为1778亿元（+8.2%），渠道占比上升至9.4%。

2010-2024年药品流通企业销售规模及增速



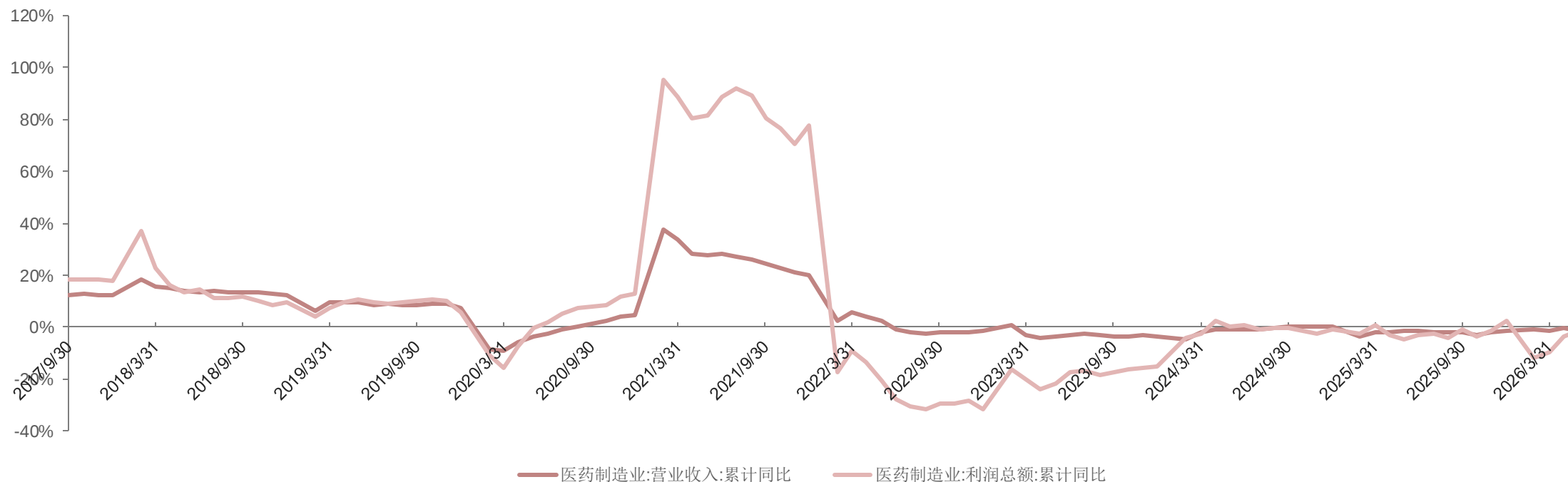
2013-2023年国内药品销售渠道占比



医药工业运行情况：医药行业累计利润总额持续回暖，医药制造业稳健恢复中

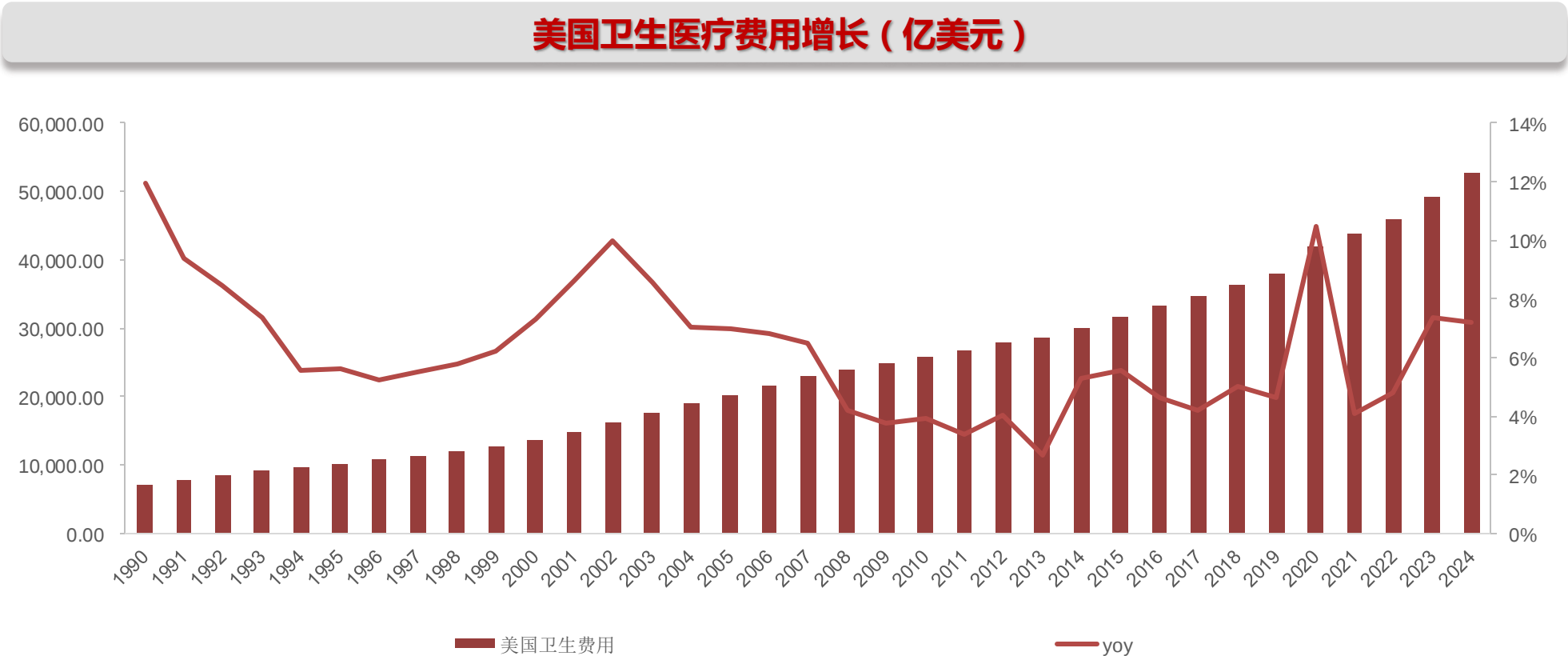
- **国家统计局规模以上医药制造业数据**：2026年1-5月全国规模以上医药制造业实现营业收入9445.7亿元，同比下降1.5%。受集采、国谈和医药反腐相关政策的阶段性影响，随着反腐影响逐步消除，后续医药制造业同比增速有望提升。

医药工业收入及利润累计同比增速（统计局）



从美国卫生费用支出类别来看

■ **美国卫生费用昂贵，个人支付和保险体系承担主要费用压力。** 2024年美国卫生总费用支出约5.3万亿美元，同比增长7.2%。2024年，美国卫生费用支出主要来源于个人支付（11%）、商保（31%）、政府保险（Medicare、Medicaid，39%）。考虑到美国财政部长斯科特·贝森特主张到2028年将预算赤字率降至3%，财政紧缩将成为特朗普2.0时期的重要政策。

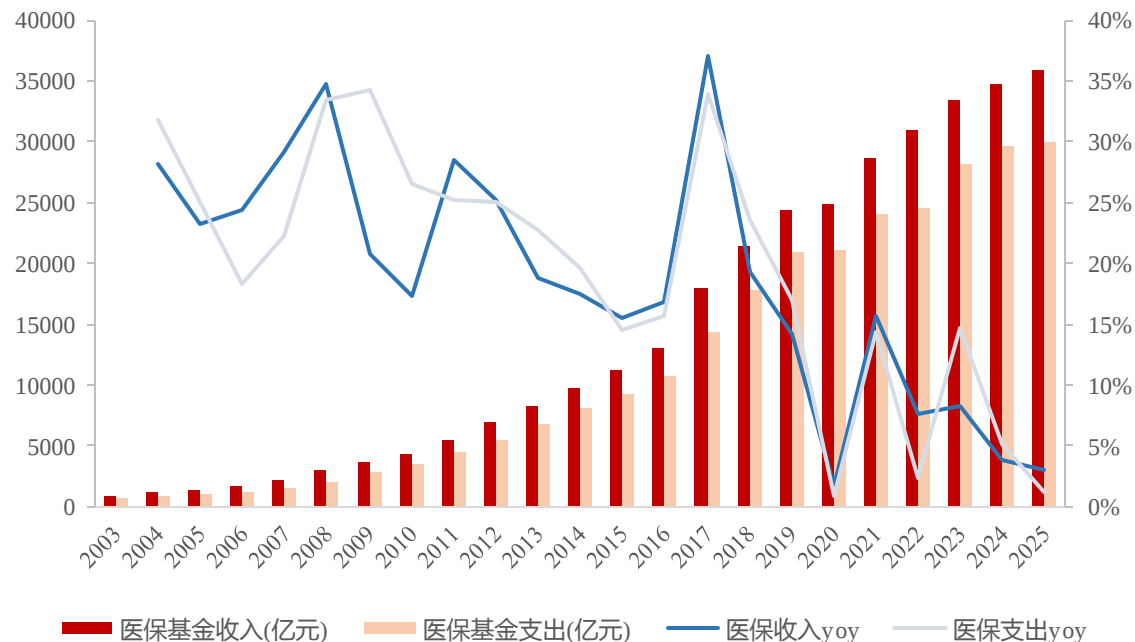


数据来源：CMS（美国医疗保险和医疗补助服务中心，负责管理美国联邦政府提供的医疗保险和医疗补助计划），Wind，西南证券整理

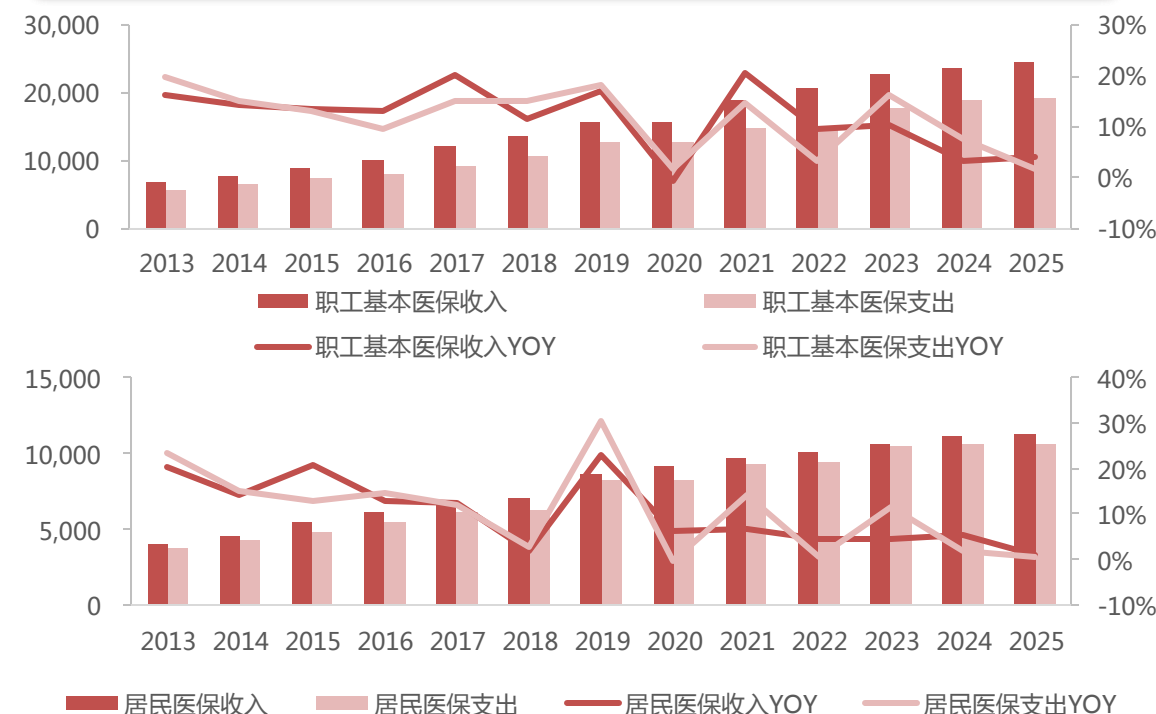
医保基金情况：2025医保控费成果显现，运营效率改善

- **医保基金收支数据**：医保基金收入从2003年的890亿元增长至2025年的35873亿元，2025年同比增速为3.1%，CAGR达18.3%；医保基金支出从2003年的653.9亿元增长至2025年的30009亿元，2025年增速为1.1%，CAGR达19.0%，医保基金支出增速高于收入增速。
- **医保统筹基金及城乡居民医保**：2025年职工医保基金收入24646.71亿元，职工医保基金支出19352.31亿元；城乡居民医保基金收入11226.4亿元，城乡居民医保基金支出10657.07亿元。**2026年1-5月**医保统筹基金收入为13462.68亿元（+9.5%），其中职工7986.39亿元，城乡居民5476.29亿元；统筹医保基金支出为9741.82亿元（+3.2%），其中职工5535.98亿元（含生育保险），城乡4205.84亿元。

2003-2025年医保收支及增速



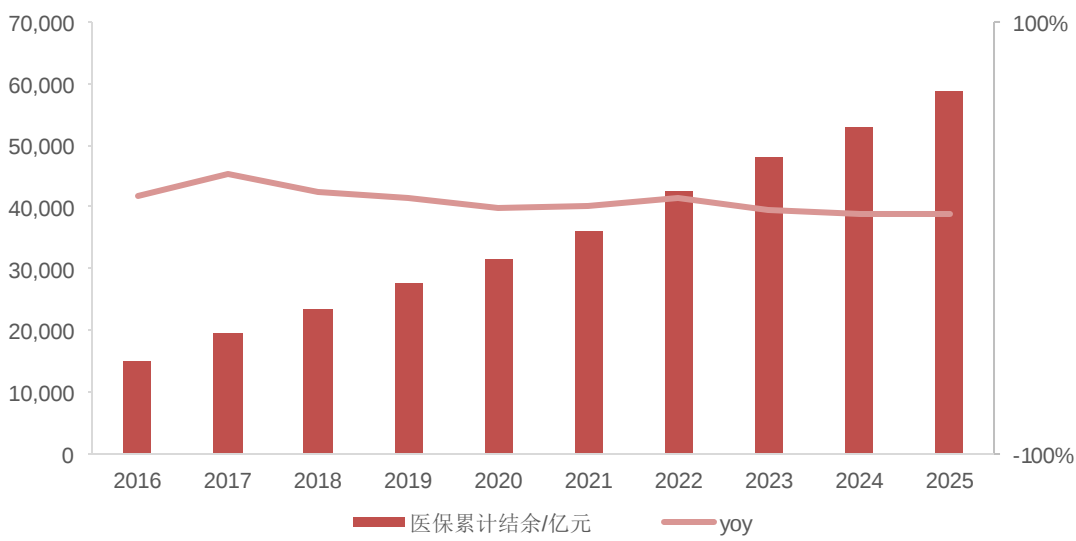
2013-2025年职工/城乡居民医保收支及增速（亿元）



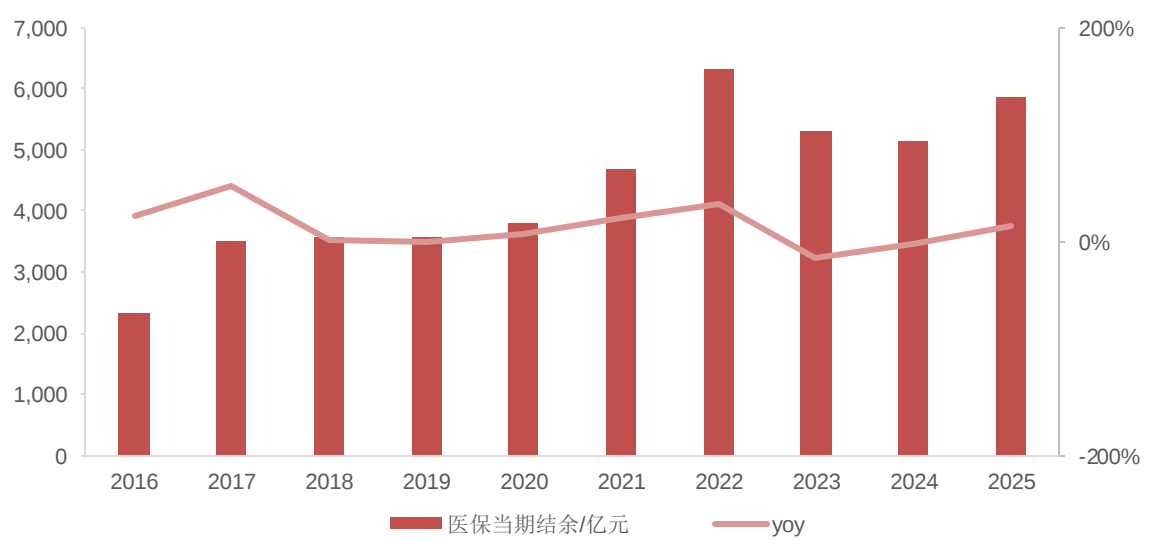
医保基金情况：2025医保控费成果显现，运营效率改善

- **累计结余增速放缓，医保基金承压。**2009年以来医保基金结余持续增长，从2009年的4275.9亿元，增长到2025年的58930.64亿元（+11%）。2017年后医保并轨，新农合与城镇居民医保进行整合，医保基金收入、支出、累计结余增速均提升。2018-2020年医保基金累计结余增速下滑，2018、2019两年当期结余增速几乎为0，2024年累计结余增速下滑至2009年以来最低点，2025年增速也仅比2024年高出0.3pp，我们认为仍与老龄化趋势加剧、医保覆盖范围扩大相关。
- **2025医保控费成果显现，运营效率改善。**2025年当期结余5863.73亿元（+14.2%），在2023/2024年当期结余增速连续两年告负后迎来大幅增长，结余率（结余/收入）16.3%，同比+1.6pp，运营效率持续改善。

2016-2025年医保收支及增速



2016-2025年职工/城乡居民医保收支及增速

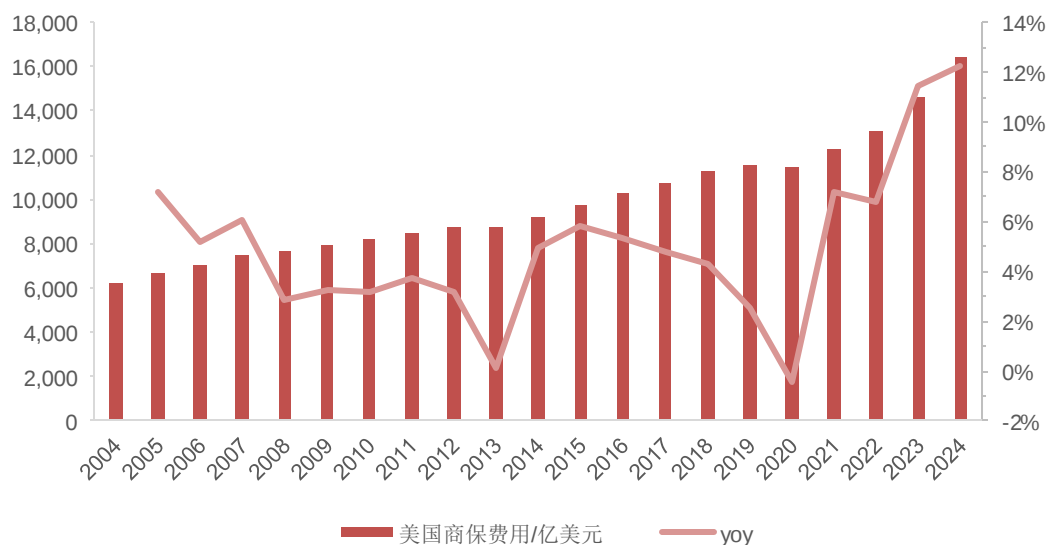


数据来源：国家医保局，西南证券整理

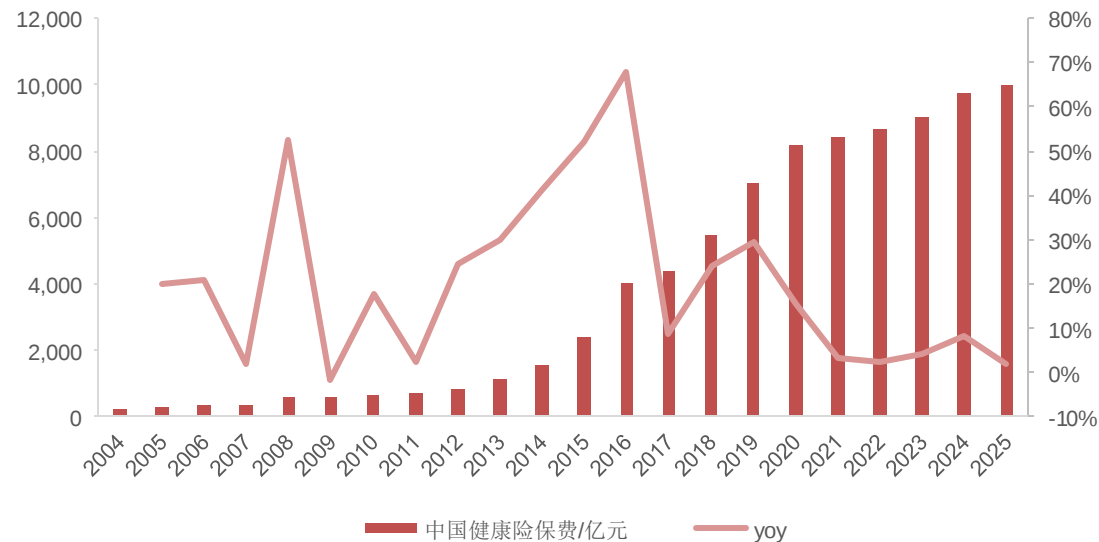
中美商保对比

- **美国医保制度：以商保为主，社保主要保障特殊人群。**2024年，美国卫生费用支出主要来源于个人支付（11%）、商保（31%）、政府保险（Medicare、Medicaid，39%），商保是卫生费用的重要组成部分。2024年美国商保支出1.65万亿美元。社保主要由联邦医保医补中心CMS管理，包括医疗保险（Medicare）、医疗补助（Medicaid）等计划，主要覆盖老年人、残疾人、妇女儿童、军人等特殊群体。
- **中国商保：以社保为主，商保作为补充。**中国的健康医疗保障体系是社会保障型，实行基本医疗保险制度，2024年基本医保已覆盖13.3亿人，参保率稳定在95%，商业保险作为补充，主要覆盖基本医保范围外的医疗费用。根据国家金融监督总局统计，2024年中国商业健康险原保费收入为9973亿元（+2.1%）。
- **2026年医保工作重点之一：支持商业健康保险发展，健全多层次医疗保障体系。**2025年12月，全国医疗保障工作会议在2026年主要任务第二位明确：1）支持商业健康保险与基本医保衔接互补、差异化发展。2）积极落地商保创新药品目录，鼓励商业健康保险将更多基本医保目录外的合理医疗费用纳入保障范围。3）鼓励商业健康保险机构扩大对创新药的投资规模，促进创新药研发。

美国商保费用



中国健康险原保费收入



医药行业2026H1二级市场表现回顾

医药子行业2026年中期投资逻辑

2.1 创新药及制剂：2026H2创新药行情将进入精选个股阶段

2.2 医疗器械：2026H2回归本源，看好三个方向

2.3 CXO：关注新分子的成长性与国内景气度修复的传导

2.4 生命科学试剂及制药装备：国内需求端逐渐复苏，国产替代大趋势未改变

2.5 原料药：产业能力继续升级

2.6 血制品：业绩承压明显，行业加速整合

2.7 疫苗：传统品种边际改善，建议关注创新+出海两条主线

2.8 中药：关注中药四大方向

2.9 医药分销：数字化成为医药分销行业未来发展的重要引擎

2.10 药店：关注药店三大方向

2.11 医疗服务：关注政策赋能，后续寻找医疗服务板块个股机会

医药全行业2026年中期投资策略及标的

■ 创新药板块2026H1回顾：

- ✓ **板块业绩方面**，A股药品板块（113家）2025年收入/归母净利润/扣非归母分别为4668亿元(+3.0%)、398亿元(+22.5%)、333亿元(+19.73%)，26Q1分别为1170亿元(+4.6%)、152亿元(+39.9%)、125.2亿元(+30.4%)；A股创新药板块（75家）25年实现收入约3861亿元(+5.1%)，归母净利润约374亿元(+30.7%)；26Q1实现收入约969亿元(+6.7%)，归母净利润约140亿元(+51.4%)。创新药板块表现显著优于药品板块，主要系部分创新药企进入研发成果兑现期，除创新产品利润率较高外，BD出海等授权收入也能直接增厚利润。
- ✓ **行情复盘来看**，2026上半年由于市场风格切换导致的资金虹吸、以及部分紧张情绪，A股创新药、港股创新药跌幅分别为-3.9%/-24%，分别跑输大盘11.0pp/13.3pp。其中港股创新药18A公司指数和港股创新药制剂公司指数分别跌幅分别为-22.6%/-24.9%，分别跑输大盘11.8pp/14.1pp。6月底，随着全球首款双抗ADC获批以及医保+商保双目录初审落地，叠加“8年价格保护机制”稳定创新药价格预期，创新药行情企稳反弹。

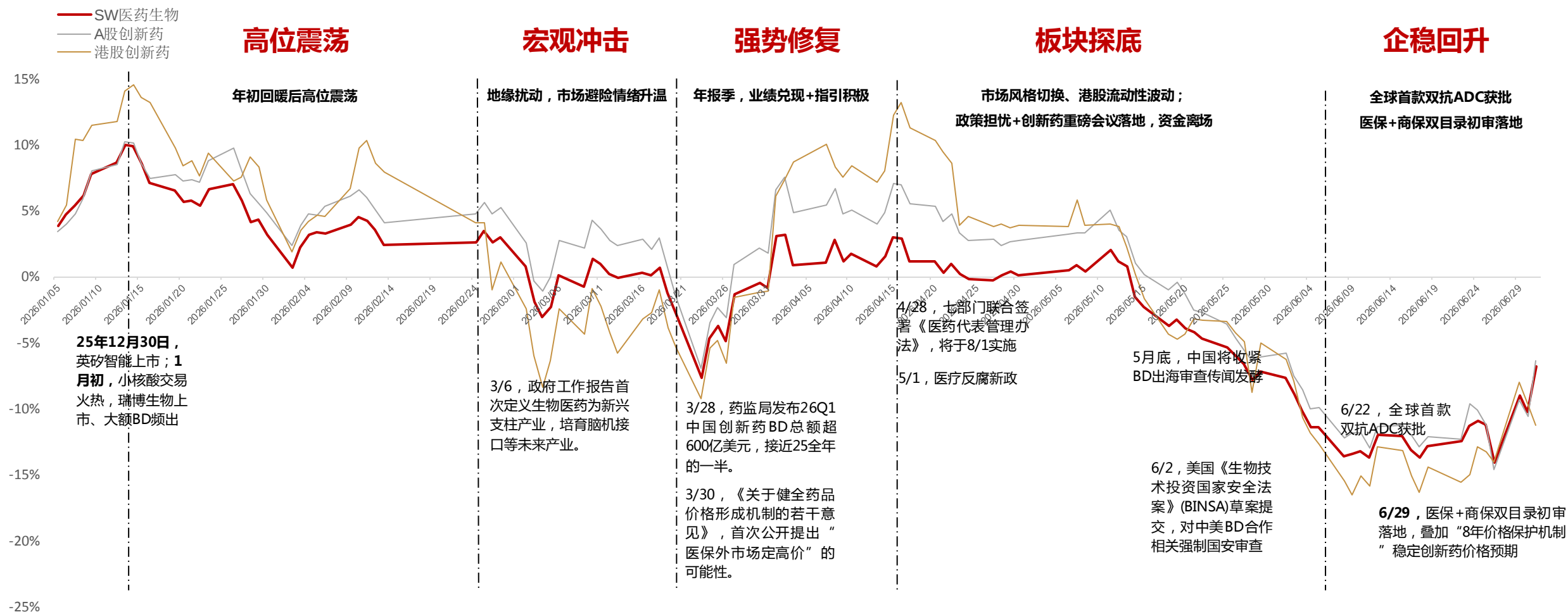
✓ 2026下半年，我们关注如下3条投资主线：

■ **创新药投资逻辑一：BD出海加速，持续关注双抗、小核酸、AI制药等方向。**一方面，2026H1中国创新药BD出海项目数量、首付款与总金额显著增加，2026H1，国内创新药出海BD数量已达86项，首付款56.8亿美元(+77.6%)，总金额976.2亿美元(+40.0%)，交易数量/首付款/总金额分别达到2025全年的57%/72%/69%。BD付款里程碑陆续兑现，26年至今(26/7/7)荃信生物、先声药业、百利天恒等均触发里程碑。另一方面，中国创新药BD出海热点仍聚焦在肿瘤免疫（ADC、双抗和多抗等）、代谢（GLP-1R、GLP-1/GIP双靶等）、小核酸（siRNA）等领域和方向；交易模式由传统License-out向Co-Co（联合开发/商业化）和平台级战略合作等多模式共存。展望下半年，关注WCLC 2026（9月）、ESMO 2026（10月）等重磅研发数据；商保创新药目录与基本目录并行模式基本形成，高价值创新药支付与商业化空间充足，此外，重点关注BINS/COINS法案进展。

■ **创新药投资逻辑二：政策定调支持创新药械发展，关注支付端改善腾挪商业化空间。**2026年3月6日，政府工作报告首次定义生物医药为新兴支柱产业，并提出“加快发展商业健康险、推动创新药高质量发展”，3月30日《关于健全药品价格形成机制的若干意见》，首次公开提出“医保外市场定高价”的可能性，两举叠加有望突破创新药支付端瓶颈；6月29日医保+商保双目录初审落地，叠加“8年价格保护机制”，稳定创新药价格预期。

■ **创新药投资逻辑三：把握临床数据读出和商业化准入关键节点。**2026年多个国产创新药大品种核心适应症临床数据读出，康方生物依沃西单抗HARMONi-6研究重磅数据于2026年ASCO披露，1L sqNSCLC中位OS达27.9个月，替雷利珠单抗联合化疗组为23.7个月；依沃西方案显著降低患者死亡风险34%。2025年K药全球销售额达317亿美元，HARMONi-6研究数据对依沃西单抗的价值支撑意义重大。展望H2，重磅单品（如双抗、ADC）的数据催化有望为公司股价带来重要催化剂。商业化方面，中国市场奥布替尼/伏美替尼2025年实现收入14.1和51.7亿元，同比增速分别为41%和46%。出海品种方面，泽布替尼/西达基奥仑赛2025年全球销售收入39/19亿美元，同比增长49%%和96%。国内创新药企业销售能力逐步验证。

■ **相关标的：结合临床价值为导向、以患者为中心的药物治疗，把握“研发进展、商业化放量、国际化/license out”三方面。**A股标的：1) 创新药龙头：恒瑞医药，百济神州，华东医药，科伦药业，百利天恒等；2) 转型创新：通化东宝，亿帆医药，甘李药业，康辰药业，康弘药业，西藏药业，长春高新，恩华药业，上海莱士，京新药业，特宝生物等；3) Biotech：首药控股，贝达药业，迪哲医药，泽璟制药，智翔金泰，汇宇制药等。港股标的：1) 创新药龙头：百济神州，信达生物，康方生物，科伦博泰生物等；2) 转型创新：中国生物制药、三生制药，先声药业，康哲药业等；3) Biotech：劲方医药、和黄医药，亚盛医药，云顶新耀，君实生物，康诺亚，诺诚健华，基石药业，荣昌生物，再鼎医药，科济药业，瑞博生物等。



A/港/美股创新药指数年度涨跌幅

- 2017-2026至今，A/港/美股等权重的创新药指数均有5年跑赢大盘。
- 2026年以来，A股创新药、港股创新药跌幅分别为-3.9%/-24%，分别跑输大盘7.1pp/13.3pp。其中港股创新药18A公司指数和港股创新药制剂公司指数分别跌幅分别为-22.6%/-24.9%，分别跑输大盘11.8pp/14.1pp。

A/港/美股创新药指数年度涨跌幅

涨跌幅%	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	20260701
沪深300	21.8%	-25.3%	36.1%	27.2%	-5.2%	-21.6%	-11.4%	14.7%	17.7%	3.3%
申万医药	3.6%	-27.7%	36.8%	51.1%	-5.7%	-20.3%	-7.0%	-14.3%	11.9%	-6.1%
A股创新药指数	19.2%	-26.1%	43.0%	13.4%	-4.4%	-5.2%	26.6%	-12.9%	47.1%	-3.9%
恒生指数	36.0%	-13.6%	9.1%	-3.4%	-14.1%	-15.5%	-13.8%	17.7%	27.8%	-10.7%
恒生医疗保健	43.2%	-25.5%	34.2%	41.8%	-29.6%	-19.3%	-24.5%	-18.9%	57.0%	-13.8%
港股创新药指数	43.7%	-24.7%	13.9%	13.4%	-9.4%	-22.6%	-17.9%	-11.3%	121.2%	-24.0%
港股创新药18A公司指数	10.8%	-7.9%	-14.3%	21.7%	-18.4%	-32.9%	-20.8%	-15.5%	144.9%	-22.6%
港股创新药制剂公司指数	36.9%	-24.8%	28.1%	2.3%	5.9%	-2.3%	-10.4%	-0.7%	61.6%	-24.9%
纳斯达克医疗保健指数	21.3%	-4.2%	25.8%	30.0%	-3.5%	-20.4%	6.5%	-0.9%	22.6%	6.1%
纳斯达克生物科技指数	21.1%	-9.3%	24.4%	25.7%	-0.6%	-10.9%	3.7%	-1.4%	32.4%	15.0%

- 药品板块(113家样本公司)2025年收入总额增速为3.0%、归母净利润总额增速为22.5%，扣非归母净利润增速19.7%。归母净利润增速显著高于收入增速，主要系外部环境变化导致销售费用率下降，降本增效成为主旋律。
- 113家样本公司收入增速超过50%的共有11家；超过30%的共有20家；为正数的共有56家，占比50%；归母净利润增速超过50%的共有22家；超过30%的共有35家；为正数的共有55家，占比49%；

2021-26Q1关键财务数据（累计）

	21A	22A	23A	24A	25A	26Q1
营收（亿元）	3940.3	4061.5	4286.4	4531.9	4668.3	1169.9
同比增速	12.9%	3.1%	5.5%	5.7%	3.0%	4.6%
归母净利润（亿元）	246.4	158.8	221.6	325.4	398.5	152.4
同比增速	74.9%	-35.5%	39.6%	46.8%	22.5%	39.9%
扣非归母净利润（亿元）	162.6	93.2	147.6	278.4	333.3	125.2
同比增速	84.6%	-42.7%	58.3%	88.7%	19.7%	30.4%
毛利率	57.4%	55.3%	56.4%	57.9%	59.4%	59.7%
净利率	4.6%	5.9%	7.9%	9.3%	13.9%	13.9%
销售费用率	28.7%	27.7%	26.2%	24.5%	24.6%	23.2%
管理费用率	8.2%	8.3%	8.6%	8.6%	8.7%	8.2%
财务费用率	0.6%	0.5%	0.1%	0.1%	0.4%	1.1%
研发费用率	12.4%	13.3%	13.9%	13.7%	14.2%	12.9%

2025年业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	3.01%	11	20	56	57
占比		10%	18%	50%	50%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	22.46%	22	35	55	58
占比		19%	31%	49%	51%

◆ 药品板块2025年收入4668亿元(+3.0%)，归母净利润398亿元(+22.5%)，扣非归母净利润333亿元(+19.73%)。从盈利能力看，2025年板块毛利率为59.4%(+1.5pp)，净利率为9.3%(+1.4pp)，四费率为47.9%(+1.0pp)。2026Q1板块毛利率56.8%(+1.7pp)，归母净利率12.8%(+3.1pp)。随着集采、国谈等“政策底”显现，外部环境变化导致销售费用下降，降本增效成为企业经营主旋律，板块净利率整体呈上升趋势。

药品板块24Q1-26Q1业绩速览

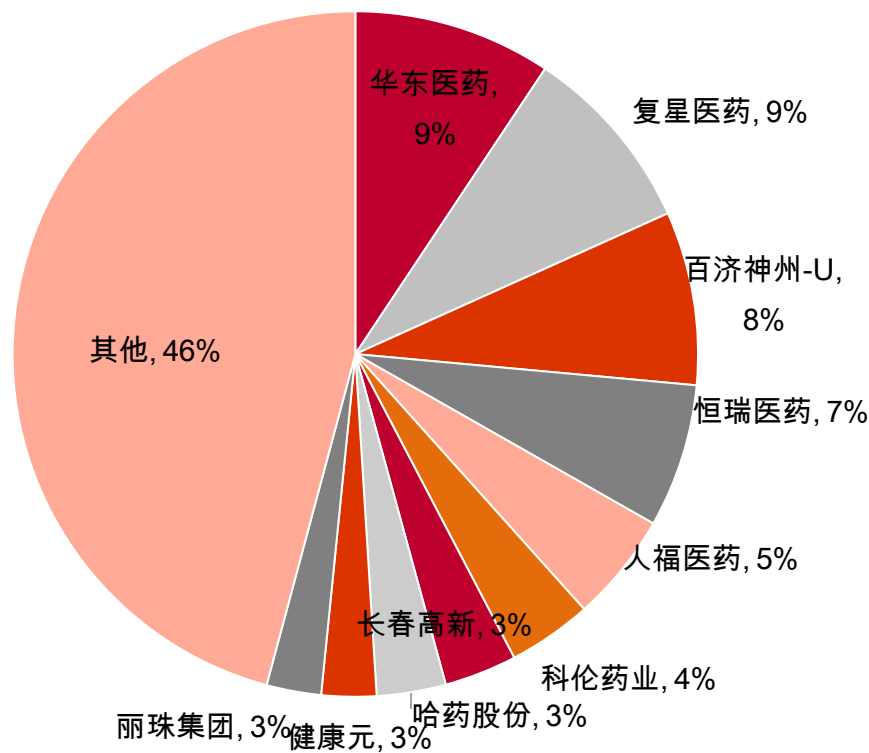
(亿元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
营收	1167.0	1141.6	1107.6	1115.7	1118.7	1163.6	1155.5	1230.4	1169.9
同比增速	9.4%	5.2%	5.5%	2.7%	-4.1%	1.9%	4.3%	10.3%	4.6%
归母净利润	143.9	96.6	85.9	-1.0	109.0	120.1	113.8	55.6	152.4
同比增速	103.1%	47.1%	-13.6%	-92.8%	-24.3%	24.3%	32.5%	5505.5%	39.9%
扣非归母 净利润	134.8	89.3	75.8	-21.5	96.0	101.6	94.9	40.8	125.2
同比增速	126.5%	80.1%	25.1%	-2.3%	-28.8%	13.7%	25.2%	-289.6%	30.4%

药品板块24Q1-26Q1盈利能力指标概览

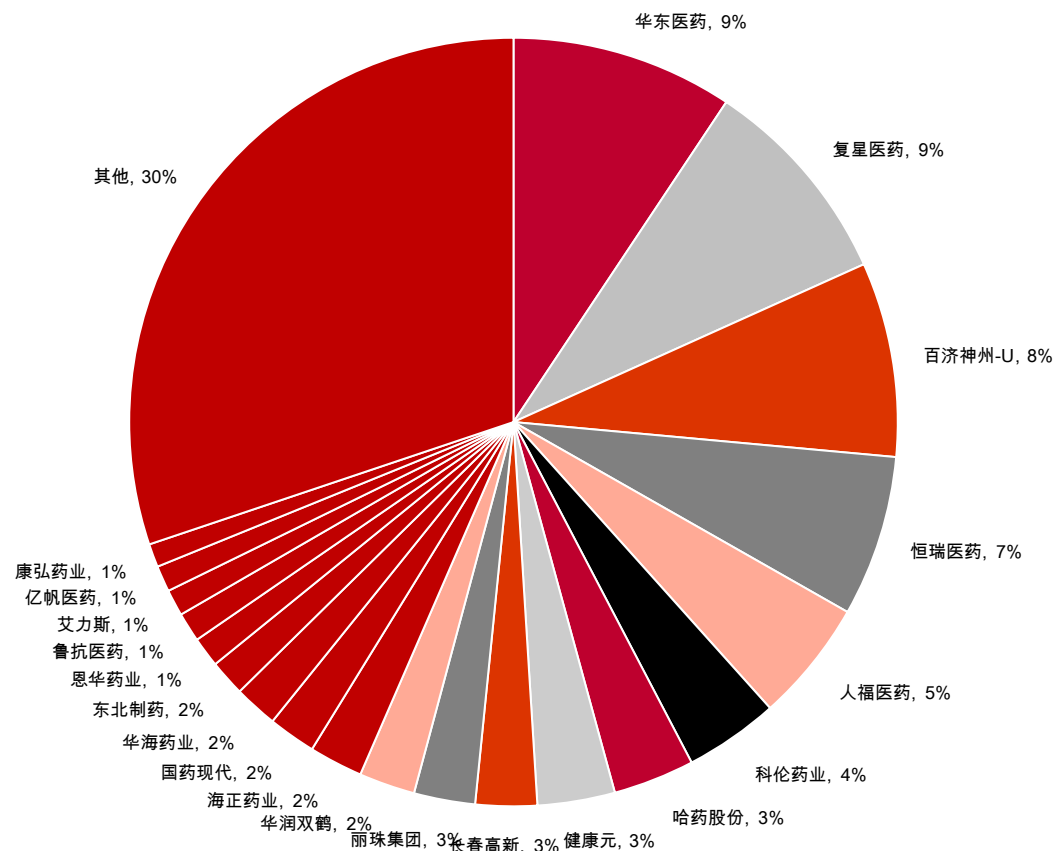
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
毛利率	58.5%	58.1%	57.6%	57.4%	55.1%	59.6%	59.6%	60.2%	59.7%
归母净利率	12.3%	8.5%	7.8%	-0.1%	9.7%	10.3%	9.9%	4.5%	13.0%
销售费用率	23.2%	24.4%	24.6%	25.8%	22.6%	24.7%	24.5%	25.2%	23.2%
管理费用率	7.9%	8.2%	8.9%	9.4%	7.7%	8.3%	8.7%	9.2%	8.2%
财务费用率	0.0%	0.0%	0.6%	-0.1%	0.2%	0.2%	0.6%	0.7%	1.1%
研发费用率	11.6%	13.4%	13.5%	16.5%	8.1%	13.8%	14.3%	15.5%	12.9%

■ 2025年药品板块前十企业收入合计2529亿元，占板块收入总额比例约为54%。华东医药, 复星医药, 恒瑞医药, 人福医药, 百济神州-U, 科伦药业, 健康元, 长春高新, 健康元、丽珠集团等贡献最高。

2025年收入前十占比



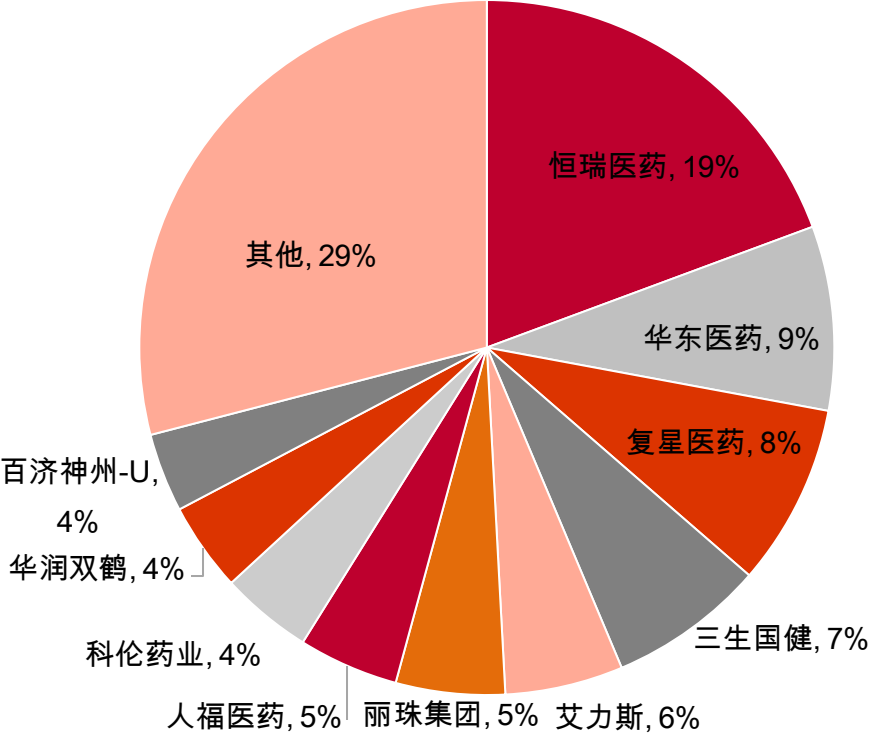
2025年净利润前十占比



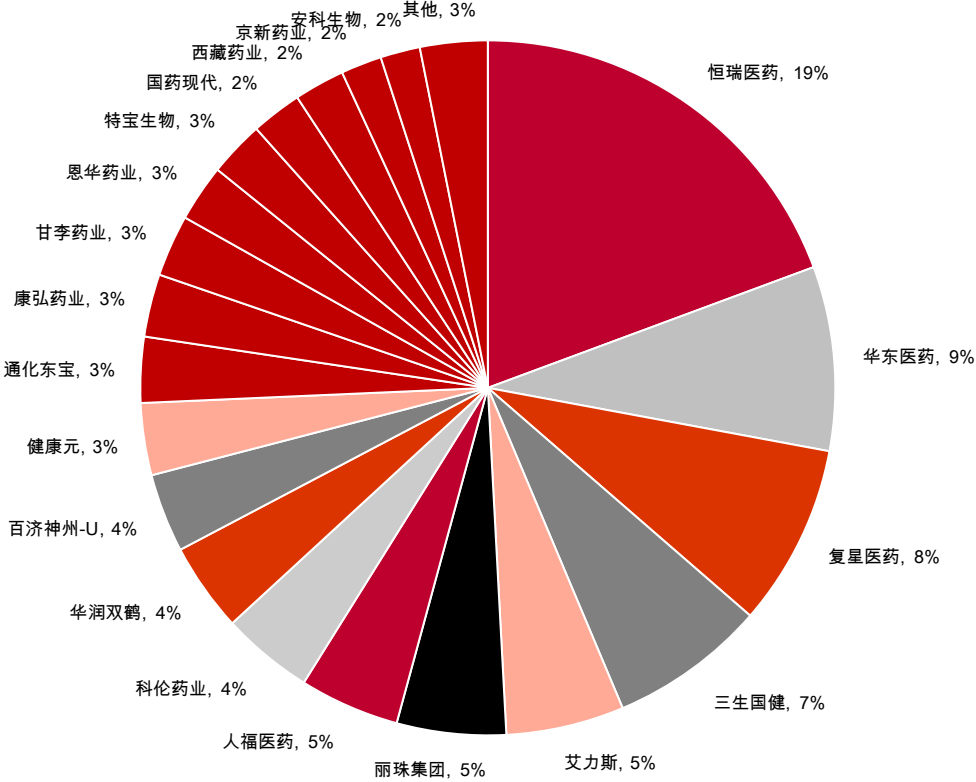
数据来源：Wind，西南证券整理

■ 2025年净利润贡献前十企业净利润合计283亿元，占板块利润比例约为71%。恒瑞医药、华东医药、复星医药、三生国健、艾力斯、丽珠集团、人福医药、科伦药业、华润双鹤、百济神州-U等贡献最高。

2025年净利润前十占比

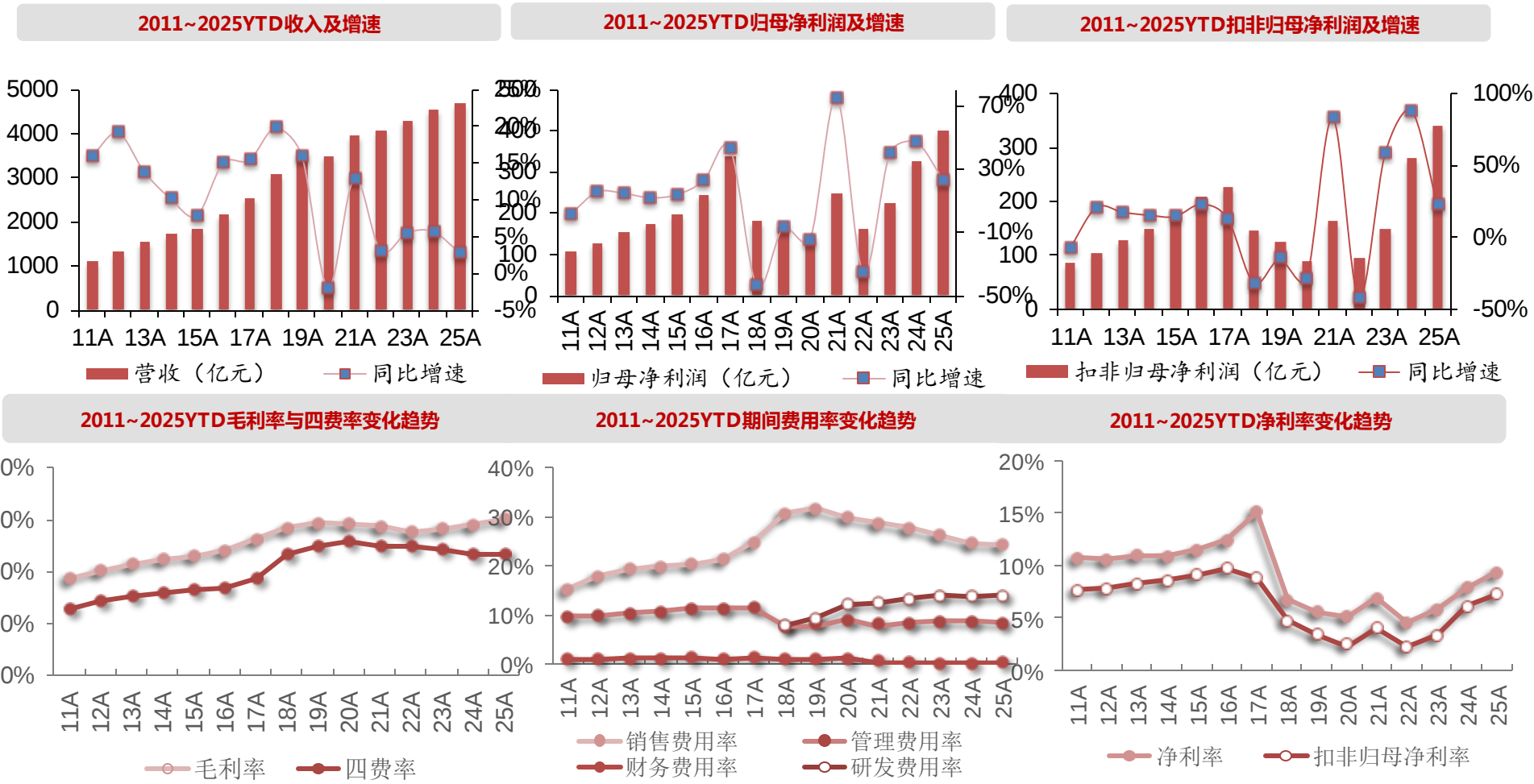


2025年净利润前二十占比



累计季度表现

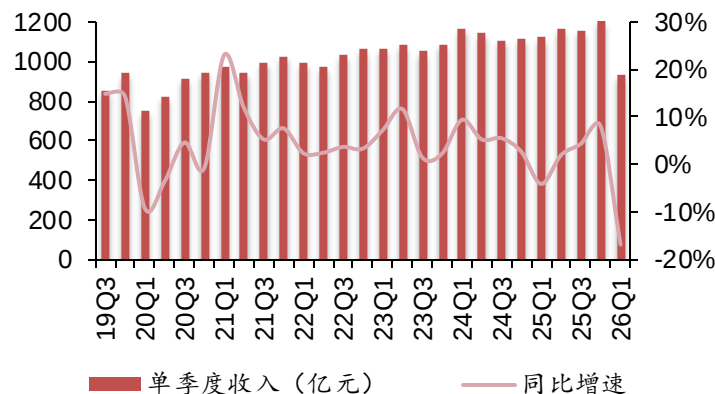
- 药品板块2025年收入4668亿元(+3.0%)，归母净利润398亿元(+22.5%)，扣非归母净利润333亿元(+19.7%)。
- 四费率为47.9%(+1pp)，销售费用率24.6%(+0.1pp)，管理费用率8.7%(+0.1pp)，研发费用率14.2%(+0.5pp)。



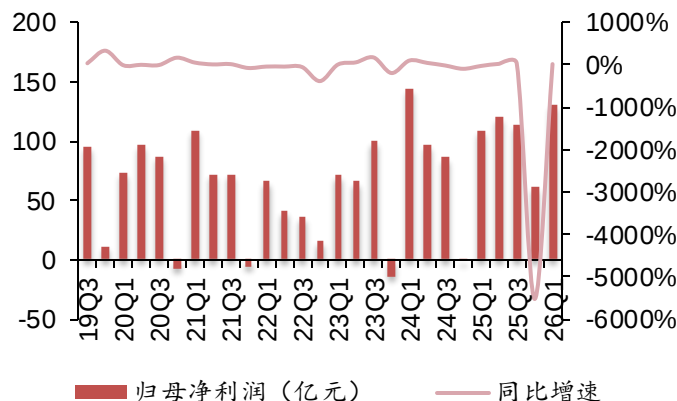
单季度表现

- 药品板块2026Q1收入1064.5亿元(-4.9%)，归母净利润136.3亿元(+25.1%)，扣非归母净利润111.2亿元(+15.8%)。
- 四费率为42.5%(-2.9pp)，销售费用率23.1%(-0.7pp)，管理费用率7.8%(-0.5pp)，研发费用率10.6%(-2.5pp)。

18Q3~26Q1收入及增速(单季度)



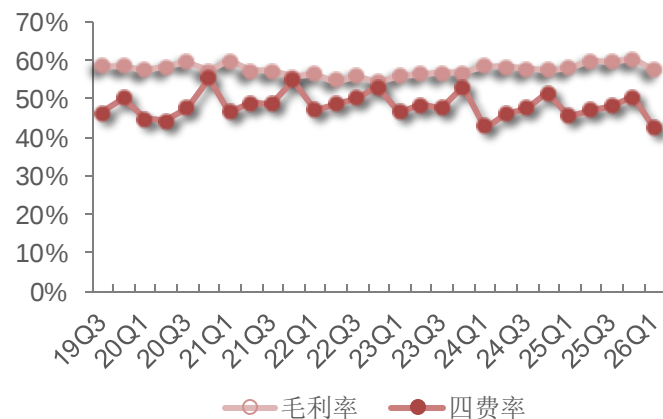
18Q3~26Q1归母净利润及增速(单季度)



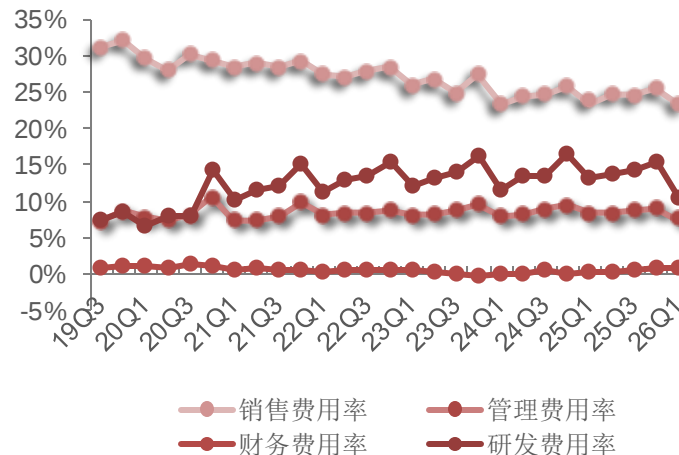
18Q3~26Q1扣非归母净利润及增速(单季度)



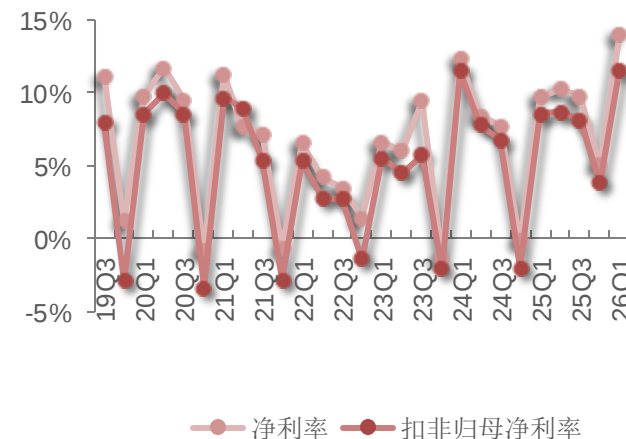
18Q3~26Q1毛利率与四费率变化趋势(单季度)



18Q3~26Q1期间费用率变化趋势(单季度)



18Q3~26Q1净利率变化趋势(单季度)



➤ 75家A股创新药公司25年实现收入约3861亿元（+5.1%），归母净利约374亿元（+30.7%）；利润增速快于收入，主要系创新药相关业务占比持续提升，以及降本增效提升盈利能力。2025年恒瑞医药创新药持续海外授权，利润增长22%，百济神州泽布替尼、替雷利珠单抗全球化销售，全面扭亏为盈，实现净利润约15亿元；百利天恒亏损约10亿。剔除上述公司，板块收入同比+2.4%，利润同比+24.3%。

A股创新药标的2025年营收利润及研发费用/研发费用率(按市值排序)

证券代码	证券简称	市值（亿元）	收入(百万元)			归母净利润(百万元)			收入同比增量	净利润同比增量	研发费用(百万元)			研发费用率		
			2024/12/31	2025/12/31	同比	2024/12/31	2025/12/31	同比			2024	2025	同比	2024	2025	同比(PP)
600276.SH	恒瑞医药	3,560.4	27,985	31,629	13.0%	6,837	7,711	21.7%	364.81	1374.53	6582.92	6961.16	5%	23.5%	22.0%	1.51
688235.SH	百济神州-U	2,442.2	27,214	38,225	40.5%	-4,978	1,461	129.3%	11011.04	6439.00	14139.84	15507.52	49%	52.0%	40.6%	11.39
688506.SH	百利天恒-U	1,320.8	5,823	2,520	-56.7%	3,708	-1,054	-128.4%	3302.60	(1751.12)	1442.79	2513.73	43%	24.8%	99.7%	(74.97)
002653.SZ	海思科	817.1	3,721	4,388	17.9%	395	260	-34.4%	566.44	(15.88)	624.13	804.29	22%	16.8%	18.3%	(1.56)
002422.SZ	科伦药业	667.3	21,812	18,513	-15.1%	2,936	1,702	-42.0%	3299.50	(133.96)	2170.54	2205.21	2%	10.0%	11.9%	(1.96)
688331.SH	荣昌生物	629.3	1,717	3,251	89.4%	1,468	710	148.3%	534.19	2178.01	1539.78	1218.75	26%	89.7%	37.5%	52.20
688578.SH	艾力斯	566.1	3,558	5,187	45.8%	1,430	2,189	53.1%	29.41	759.26	314.49	413.37	24%	8.8%	8.0%	0.87
600196.SH	复星医药	562.2	41,067	41,662	1.4%	2,770	3,371	21.7%	594.42	609.67	3644.36	4012.56	9%	8.9%	9.6%	(0.76)
688336.SH	三生国健	524.3	1,194	4,199	251.8%	705	2,899	311.5%	3005.55	2194.73	356.49	434.95	18%	29.9%	10.4%	19.51
000963.SZ	华东医药	518.6	41,906	43,612	4.1%	3,512	3,414	-2.8%	106.30	(97.77)	1425.66	1753.15	19%	3.4%	4.0%	(0.62)
300765.SZ	新诺威	431.9	1,981	2,158	8.9%	54	-241	-548.8%	176.93	(244.85)	842.20	1036.01	19%	42.5%	48.0%	(5.50)
002294.SZ	信立泰	381.3	4,012	4,353	8.5%	602	652	8.3%	340.43	49.94	421.24	539.33	22%	10.5%	12.4%	(1.89)
603087.SH	甘李药业	346.8	3,045	4,052	33.1%	615	1,144	86.1%	1006.80	523.92	541.05	646.97	16%	17.8%	16.0%	1.80
688266.SH	泽璟制药-U	344.1	533	810	52.1%	-138	-163	-18.2%	277.53	(25.12)	388.00	429.91	10%	72.8%	53.0%	19.76
688180.SH	君实生物-U	312.8	1,948	2,498	28.2%	1,281	-875	31.7%	550.10	405.75	1275.27	1342.12	5%	65.5%	53.7%	11.74
000661.SZ	长春高新	286.7	13,466	12,083	-10.3%	2,583	155	-94.0%	1382.49	(128.09)	2166.63	2472.39	12%	16.1%	20.5%	(4.37)
300558.SZ	贝达药业	285.9	2,892	3,609	24.8%	403	305	-24.2%	17.39	(97.24)	501.90	510.87	2%	17.4%	14.2%	3.20
600079.SH	人福医药	273.1	25,435	23,962	-5.8%	1,330	1,855	39.5%	1473.47	523.59	1470.56	1500.70	2%	5.8%	6.3%	(0.48)
000513.SZ	丽珠集团	236.6	11,812	12,020	1.8%	2,061	2,023	-1.8%	208.01	(37.85)	1033.36	937.95	10%	8.7%	7.8%	0.95
688278.SH	特宝生物	234.3	2,817	3,696	31.2%	828	1,031	24.6%	378.41	203.63	294.71	388.03	24%	10.5%	10.5%	(0.04)
688428.SH	诺诚健华-U	234.2	1,009	2,375	135.3%	-141	642	245.8%	365.46	1081.10	814.61	951.62	14%	80.7%	40.1%	40.63
002317.SZ	众生药业	227.0	2,467	2,523	2.2%	-299	276	192.2%	55.32	571.91	111.20	91.03	22%	4.5%	3.6%	0.90
600521.SH	华海药业	222.0	9,547	8,587	-10.1%	1,119	266	-76.2%	960.28	(812.58)	986.69	1229.12	20%	10.3%	14.3%	(3.98)
688192.SH	迪哲医药-U	203.8	360	801	122.6%	546	-764	9.7%	141.23	81.91	723.69	855.61	5%	201.1%	106.8%	94.28
002773.SZ	康弘药业	203.6	4,453	4,585	3.0%	1,191	1,163	-2.4%	132.48	(28.26)	579.71	533.09	9%	13.0%	11.6%	1.39
002262.SZ	恩华药业	198.8	5,698	5,911	3.7%	1,144	1,057	-7.5%	213.56	(85.23)	595.65	685.54	13%	10.5%	11.6%	(1.14)
000766.SZ	通化金马	183.1	1,323	1,170	-11.5%	56	34	-39.2%	152.60	(22.15)	50.34	39.85	26%	3.8%	3.4%	0.40
300723.SZ	一品红	182.6	1,450	932	-35.7%	540	-338	37.4%	517.96	202.24	312.09	157.25	98%	21.5%	16.9%	4.65
600380.SH	健康元	177.1	15,619	15,216	-2.6%	1,387	1,336	-3.7%	403.74	(51.02)	1435.35	1273.01	13%	9.2%	8.4%	0.82
688520.SH	神州细胞-U	176.8	2,513	1,560	-37.9%	112	-565	-604.6%	952.56	(616.80)	911.19	837.85	9%	36.3%	53.7%	(17.44)
600062.SH	华润双鹤	172.7	11,212	11,001	-1.9%	1,528	1,647	1.2%	210.83	19.23	555.19	531.60	4%	5.0%	4.8%	0.12
600867.SH	通化东宝	162.6	2,010	2,947	46.7%	43	1,219	2953.4%	37.71	1261.78	99.30	167.12	41%	4.9%	5.7%	(0.73)
300573.SZ	兴齐眼药	152.4	1,943	2,473	27.2%	338	696	105.8%	529.46	357.79	220.66	225.91	2%	11.4%	9.1%	2.22
688166.SH	博瑞医药	143.6	1,283	1,224	-4.6%	189	55	-71.2%	(58.91)	(134.65)	297.45	304.95	2%	23.2%	24.9%	(1.73)
300009.SZ	安科生物	136.3	2,536	2,647	4.4%	707	735	4.0%	110.48	28.24	201.29	219.45	8%	7.9%	8.3%	(0.35)
002755.SZ	奥赛康	134.8	1,778	1,779	0.1%	160	237	47.6%	1.38	76.31	177.32	158.61	12%	10.0%	8.9%	1.06

数据来源：Wind，西南证券整理；市值截至日为2026.7.1

➤ **A股创新药板块75家公司2025年合计投入研发费用约628亿元（+7.5%），研发费用率16.3%（+0.4pp）。**整体研发费用投入持续提升，研发费用率略有增加。2025年，恒瑞医药、百济神州两家公司合计投入研发费用225.9亿元。剔除上述公司后，创新药板块73家公司总体研发费用403亿元（+7.0%），研发费用率12.8%（+0.7pp）。**2025年合计销售费用约1017亿元（+6.0%），销售费用率26.3%（+0.2pp）。**

A股创新药标的2025年营收利润及研发费用/研发费用率(按市值排序) -2

证券代码	证券简称	市值（亿元）	收入(百万元)			归母净利润(百万元)			收入同比增量	净利润同比增量	研发费用(百万元)			研发费用率		
			2024/12/31	2025/12/31	同比	2024/12/31	2025/12/31	同比			2024	2025	同比	2024	2025	同比(PP)
688062.SH	迈威生物-U	133.4	200	663	231.6%	-1044	-969	7.1%	462.73	74.59	782.87	976.96	20%	391.9%	147.5%	244.40
300357.SZ	我武生物	128.2	925	1,062	14.8%	318	381	19.9%	137.01	63.12	119.88	117.10	2%	13.0%	11.0%	1.93
688321.SH	微芯生物	126.1	658	910	38.3%	-115	51	144.5%	252.11	165.53	213.52	221.62	44%	32.5%	24.4%	8.10
600267.SH	海正药业	124.3	10,340	10,550	2.0%	601	541	-10.1%	209.39	(60.48)	357.69	478.54	25%	3.5%	4.5%	(1.08)
600211.SH	西藏药业	123.7	2,807	2,982	6.2%	1,051	938	-10.8%	174.82	(113.36)	28.94	74.08	61%	1.0%	2.5%	(1.45)
300204.SZ	舒泰神	120.2	325	220	-32.2%	-145	-78	46.3%	(104.58)	67.08	107.11	84.94	2%	33.0%	38.6%	(5.59)
002019.SZ	亿帆医药	119.1	5,160	5,133	-0.5%	386	402	4.2%	(26.87)	16.05	291.97	291.37	0%	5.7%	5.7%	(0.02)
688382.SH	益方生物-U	118.5	169	37	-77.9%	-240	-317	-31.9%	(131.50)	(75.66)	384.35	325.79	13%	227.7%	873.7%	(645.97)
002020.SZ	京新药业	114.8	4,159	4,069	-2.1%	712	758	6.5%	(89.19)	46.02	383.48	367.99	4%	9.2%	9.0%	0.18
301263.SZ	泰恩康	110.2	721	675	-6.4%	108	29	-73.5%	(46.13)	(79.59)	86.42	77.68	11%	12.0%	11.5%	0.48
002675.SZ	东诚药业	105.4	2,869	2,741	-4.5%	184	196	6.4%	(127.86)	11.80	291.91	232.61	2%	10.2%	8.5%	1.69
688221.SH	前沿生物-U	99.6	129	123	-4.7%	-201	-268	-33.1%	(6.09)	(65.67)	137.21	141.54	3%	106.0%	114.7%	(8.74)
688513.SH	苑东生物	90.0	1,350	1,331	-1.4%	238	284	19.2%	(18.37)	43.83	263.86	265.06	0%	19.5%	19.9%	(0.36)
688443.SH	智翔金泰-U	89.0	30	231	666.7%	197	-536	32.8%	200.63	261.62	609.79	472.83	28%	2026.2%	204.9%	1821.29
688091.SH	上海谊众	88.2	174	316	82.1%	7	65	825.5%	142.54	57.58	37.20	86.37	57%	21.4%	27.3%	(5.89)
002550.SZ	千红制药	87.2	1,526	1,571	3.0%	356	399	12.0%	45.03	42.76	104.45	110.66	6%	6.8%	7.0%	(0.20)
601089.SH	福元医药	82.6	3,446	3,504	1.7%	489	469	-4.0%	58.80	(19.31)	417.37	403.42	3%	12.1%	11.5%	0.60
688553.SH	汇宇制药	79.9	1,094	998	-8.8%	325	-25	-107.7%	(96.24)	(310.35)	327.72	302.71	8%	29.9%	30.3%	(0.38)
688177.SH	百奥泰	74.5	743	935	25.8%	510	-332	35.0%	192.05	173.36	777.63	800.15	3%	104.6%	85.6%	19.08
688799.SH	华纳药厂	67.9	1,413	1,504	6.5%	164	238	45.0%	91.28	73.96	158.33	129.85	2%	11.2%	8.6%	2.57
002038.SZ	双鹭药业	64.5	660	624	-5.6%	74	-347	-368.8%	(36.78)	(213.13)	149.62	115.40	30%	22.7%	18.5%	4.15
688176.SH	亚虹医药-U	64.0	202	277	37.5%	-384	-416	-8.4%	75.56	(32.32)	311.92	282.63	10%	154.7%	102.0%	52.76
688658.SH	悦康药业	62.6	3,781	2,446	-35.3%	124	-262	-312.1%	(1334.79)	(346.11)	374.31	441.21	15%	9.9%	18.0%	(8.14)
688505.SH	复旦张江	62.3	709	686	-3.3%	40	-157	-496.2%	(23.61)	(197.17)	314.16	357.94	12%	44.3%	52.2%	(7.91)
603367.SH	辰欣药业	61.5	3,982	3,445	-13.5%	509	421	-17.2%	(536.86)	(87.66)	342.64	285.78	2%	8.6%	8.3%	0.31
688488.SH	艾迪药业	59.5	418	719	72.1%	-141	-20	86.2%	301.37	121.67	89.89	87.37	3%	21.5%	12.1%	9.37
002940.SZ	昂利康	58.6	1,538	1,425	-7.4%	80	125	56.1%	(113.07)	45.11	214.34	144.05	40%	13.9%	10.1%	3.83
688197.SH	首药控股-U	53.7	4	9	119.9%	-212	-129	39.2%	4.73	83.10	212.68	196.70	3%	5395.2%	2269.4%	3125.85
688566.SH	吉贝尔	53.3	897	966	7.8%	219	262	19.3%	69.53	42.28	38.65	40.70	5%	4.3%	4.2%	0.10
688163.SH	赛伦生物	53.2	195	196	0.7%	44	52	16.9%	1.29	7.50	23.84	19.51	2%	12.2%	9.9%	2.29
603590.SH	康辰药业	48.6	825	915	10.9%	42	166	293.1%	89.73	123.75	54.94	51.86	6%	6.7%	5.7%	0.99
300584.SZ	海辰药业	46.8	504	671	33.0%	40	42	4.6%	166.69	184	40.28	40.46	0%	8.0%	6.0%	1.96
002793.SZ	罗欣药业	45.0	2,647	2,273	-14.1%	965	-289	70.1%	(373.91)	675.92	87.41	91.60	5%	3.3%	4.0%	(0.73)
688136.SH	科兴制药	44.2	1,407	1,534	9.0%	81	156	394.2%	127.10	124.09	168.05	199.55	16%	11.9%	13.0%	(1.06)
688302.SH	海创药业-U	37.3	0	20	5480.1%	-199	-137	31.2%	20.10	62.24	174.03	112.71	54%	47441.3%	550.6%	46890.65
300683.SZ	海特生物	35.0	649	541	-16.6%	69	-231	-233.5%	(107.52)	(141.92)	121.75	88.24	30%	18.8%	16.3%	2.46
688373.SH	盟科药业	32.4	130	142	8.8%	141	-242	45.2%	11.50	199.11	368.56	213.93	72%	282.9%	150.9%	132.02
688687.SH	凯因科技	29.4	1,230	1,321	7.4%	142	31	-78.5%	90.49	(111.77)	138.16	140.90	2%	11.2%	10.7%	0.56
688189.SH	南新制药	17.5	252	142	-43.6%	347	-137	60.5%	(109.79)	209.60	48.81	35.36	30%	19.4%	24.9%	(5.52)

数据来源：Wind，西南证券整理；市值截至日为2026.7.1

➤ 75家A股创新药公司26Q1实现收入约969亿元（+6.7%），归母净利润约140亿元（+51.4%）；创新药相关业务占比持续提升，创新药放量及BD形势良好，26Q1样本公司总体利润逆势增长。

A股创新药标的2026Q1营收利润及研发费用/研发费用率(按市值排序)

证券代码	证券简称	市值（亿元）	收入(百万元)			归母净利润(百万元)			收入同比增量	净利润同比增量	研发费用(百万元)			研发费用率		
			2025/3/31	2026/3/31	同比	2025/3/31	2026/3/31	同比			2025Q1	2026Q1	同比	2025Q1	2026Q1	同比(PP)
600276.SH	恒瑞医药	3,560.4	7,206	8,141	13.0%	1,874	2,282	21.8%	934.95	408.21	1220.13	1533.21	20%	16.9%	18.8%	(1.90)
688235.SH	百济神州-U	2,442.2	8,048	10,544	31.0%	-95	1,608	1801.3%	2496.17	1702.29	3328.15	3473.60	4%	41.4%	32.9%	8.41
688506.SH	百利天恒-U	1,320.8	67	95	40.3%	-531	-775	-45.7%	27.15	(243.12)	248.77	494.91	50%	368.9%	523.2%	(154.36)
002653.SZ	海思科	817.1	892	1,564	75.3%	47	555	1089.8%	671.97	508.00	83.51	143.14	42%	9.4%	9.2%	0.21
002422.SZ	科伦药业	667.3	4,390	4,259	-3.0%	584	454	-22.3%	(130.65)	(130.54)	502.82	484.12	4%	11.5%	11.4%	0.09
688331.SH	荣昌生物	629.3	526	656	24.8%	-254	328	229.1%	130.25	582.15	331.18	328.88	1%	63.0%	50.1%	12.85
688578.SH	艾力斯	566.1	1,098	1,584	44.2%	410	636	54.9%	485.40	225.54	64.13	91.75	30%	5.8%	5.8%	0.04
600196.SH	复星医药	562.2	9,420	10,073	6.9%	765	871	13.9%	652.90	106.07	829.57	737.45	12%	8.8%	7.3%	1.49
688336.SH	三生国健	524.3	311	431	38.6%	103	178	73.0%	120.12	75.16	53.16	77.53	31%	17.1%	18.0%	(0.89)
000963.SZ	华东医药	518.6	10,736	11,183	4.2%	915	1,002	9.6%	447.66	87.48	281.64	515.38	45%	2.6%	4.6%	(1.99)
300765.SZ	新诺威	431.9	472	665	40.8%	-27	-94	-248.9%	192.68	(66.95)	110.48	240.48	54%	23.4%	36.2%	(12.77)
002294.SZ	信立泰	381.3	1,062	1,228	15.6%	200	225	12.5%	166.23	24.94	107.58	108.14	1%	10.1%	8.8%	1.33
603087.SH	甘李药业	346.8	985	878	-10.8%	312	192	-38.3%	(106.76)	(119.43)	133.12	130.45	2%	13.5%	14.9%	(1.34)
688266.SH	泽璟制药-U	344.1	168	905	440.1%	-28	633	2338.4%	737.75	660.87	84.35	102.24	17%	50.3%	11.3%	39.02
688180.SH	君实生物-U	312.8	501	726	45.1%	-235	-21	91.2%	225.70	214.31	276.29	350.58	21%	55.2%	48.3%	6.92
000661.SZ	长春高新	286.7	2,997	2,587	-13.7%	473	276	-41.7%	(410.22)	(196.96)	421.53	513.60	18%	14.1%	19.9%	(5.79)
300558.SZ	贝达药业	285.9	918	1,040	13.3%	100	236	135.7%	122.28	135.83	152.75	113.29	3%	16.6%	10.9%	5.75
600079.SH	人福医药	273.1	6,137	6,101	-0.6%	540	588	8.9%	(36.15)	47.82	349.34	408.79	15%	5.7%	6.7%	(1.01)
000513.SZ	丽珠集团	236.6	3,181	2,871	-9.7%	637	577	-9.4%	(309.61)	(59.80)	238.17	216.08	10%	7.5%	7.5%	(0.04)
688278.SH	特宝生物	234.3	673	798	18.5%	182	164	-9.7%	124.45	(17.63)	43.58	66.75	35%	6.5%	8.4%	(1.90)
688428.SH	诺诚健华-U	234.2	381	529	38.7%	18	106	488.9%	147.36	87.85	177.73	207.60	14%	46.6%	39.3%	7.34
002317.SZ	众生药业	227.0	634	624	-1.6%	83	100	20.8%	(10.02)	17.21	29.97	15.92	88%	4.7%	2.6%	2.17
600521.SH	华海药业	222.0	2,369	2,335	-1.4%	297	404	35.9%	(33.17)	106.77	213.86	238.91	10%	9.0%	10.2%	(1.20)
688192.SH	迪哲医药-U	203.8	160	253	58.2%	-193	-96	50.4%	92.88	96.96	204.77	210.33	3%	128.3%	83.3%	44.98
002773.SZ	康弘药业	203.6	1,199	1,046	-12.7%	400	307	-23.1%	(152.26)	(92.54)	63.85	94.30	32%	5.3%	9.0%	(3.69)
002262.SZ	恩华药业	198.8	1,511	1,610	6.6%	301	317	5.6%	99.36	16.71	143.42	192.01	25%	9.5%	11.9%	(2.43)
000766.SZ	通化金马	183.1	299	300	0.3%	12	9	-21.2%	0.82	(2.45)	7.85	10.69	27%	2.6%	3.6%	(0.94)
300723.SZ	一品红	182.6	377	385	2.3%	57	594	950.3%	8.51	537.79	62.53	36.64	71%	16.6%	9.5%	7.08
600380.SH	健康元	177.1	4,089	3,721	-9.0%	436	415	-4.8%	(367.78)	(20.82)	377.10	300.36	20%	9.2%	8.1%	1.15
688520.SH	神州细胞-U	176.8	520	323	-37.8%	64	-176	-375.5%	(196.55)	(239.45)	237.33	177.81	33%	45.7%	55.0%	(9.35)
600062.SH	华润双鹤	172.7	3,079	2,807	-8.8%	507	485	-4.3%	(272.13)	(21.81)	130.33	116.37	12%	4.2%	4.1%	0.09
600867.SH	通化东宝	162.6	652	748	14.8%	109	127	16.2%	96.15	17.64	27.02	37.63	28%	4.1%	5.0%	(0.89)
300573.SZ	兴齐眼药	152.4	536	683	27.5%	146	206	41.5%	147.20	60.52	38.07	47.07	19%	7.1%	6.9%	0.21
688166.SH	博瑞医药	143.6	249	325	30.5%	13	9	-28.3%	75.97	(3.67)	65.05	61.64	5%	26.1%	19.0%	7.16
300009.SZ	安科生物	136.3	629	542	-13.8%	209	168	-19.8%	(87.04)	(41.41)	37.18	33.91	10%	5.9%	6.3%	(0.35)
002755.SZ	奥赛康	134.8	509	482	-5.3%	55	84	54.3%	(26.77)	29.74	63.51	59.01	3%	12.5%	12.2%	0.24

数据来源：Wind，西南证券整理；市值截至日为2026.7.1

➤ A股创新药板块75家公司26Q1合计研发费用约139亿元（+8.8%），研发费用率14.3%（-0.3pp）。整体研发费用投入持续提升，费用率略有下降，系整体收入快速增长。

A股创新药标的2026Q1营收利润及研发费用/研发费用率(按市值排序) -2

证券代码	证券简称	市值（亿元）	收入(百万元)			归母净利润(百万元)			收入同比增量	净利润同比增量	研发费用(百万元)			研发费用率		
			2025/3/31	2026/3/31	同比	2025/3/31	2026/3/31	同比			2026Q1	2026Q1	2025Q1	2026Q1	同比	2025Q1
688062.SH	迈威生物-U	133.4	45	128	184.9%	-292	-242	17.1%	82.81	49.78	182.15	208.55	13%	406.7%	163.4%	243.26
300357.SZ	我武生物	128.2	228	253	10.7%	74	119	60.4%	24.37	44.89	30.56	29.64	8%	13.4%	11.7%	1.65
688321.SH	微芯生物	126.1	162	257	58.4%	-19	28	247.6%	94.77	47.43	52.50	52.91	1%	32.4%	20.6%	11.77
600267.SH	海正药业	124.3	2,632	2,390	-9.2%	194	356	83.1%	(241.35)	161.46	89.18	92.43	4%	3.4%	3.9%	(0.48)
600211.SH	西藏药业	123.7	712	724	1.6%	269	299	10.9%	11.44	29.43	2.92	5.28	45%	0.4%	0.7%	(0.32)
300204.SZ	舒泰神	120.2	63	47	-25.8%	-2	-8	-261.1%	(16.32)	(6.10)	30.69	16.41	87%	48.6%	35.0%	13.56
002019.SZ	亿帆医药	119.1	1,327	1,256	-5.4%	153	107	-30.3%	(71.11)	(46.33)	59.88	63.50	6%	4.5%	5.1%	(0.54)
688382.SH	益方生物-U	118.5	8	43	419.5%	-57	-44	22.8%	34.35	13.13	84.75	60.67	40%	1035.0%	142.6%	892.33
002020.SZ	京新药业	114.8	956	923	-3.5%	163	165	1.2%	(33.03)	1.91	98.38	87.33	3%	10.3%	9.5%	0.83
301263.SZ	泰恩康	110.2	185	190	2.6%	32	29	-9.4%	4.85	(2.96)	16.75	14.91	12%	9.1%	7.9%	1.20
002675.SZ	东诚药业	105.4	687	626	-8.8%	25	33	35.2%	(60.56)	8.70	45.21	44.01	3%	6.6%	7.0%	(0.44)
688221.SH	前沿生物-U	99.6	28	297	948.9%	-44	227	615.4%	268.80	271.52	34.07	16.80	103%	120.3%	5.7%	114.62
688513.SH	苑东生物	90.0	306	326	6.7%	61	51	-16.1%	20.62	(9.76)	54.18	61.10	11%	17.7%	18.7%	(1.00)
688443.SH	智翔金泰-U	89.0	20	67	233.6%	-121	-149	-23.8%	47.09	(28.68)	129.93	102.72	2%	644.6%	152.8%	491.89
688091.SH	上海谊众	88.2	71	79	11.4%	14	18	28.1%	8.13	3.98	5.60	9.28	40%	7.9%	11.7%	(3.84)
002550.SZ	千红制药	87.2	451	358	-20.6%	161	85	-47.2%	(92.80)	(75.91)	17.48	16.39	7%	3.9%	4.6%	(0.70)
601089.SH	福元医药	82.6	830	811	-2.3%	131	95	-27.0%	(19.30)	(35.22)	80.97	74.19	9%	9.8%	9.1%	0.60
688553.SH	汇宇制药	79.9	239	269	12.6%	-26	22	185.3%	30.15	47.50	65.51	61.86	5%	27.4%	23.0%	4.43
688177.SH	百奥泰	74.5	207	252	21.8%	-93	-152	-62.7%	45.03	(58.50)	171.62	180.22	5%	83.1%	71.6%	11.45
688799.SH	华纳药厂	67.9	336	325	-3.5%	41	27	-34.8%	(11.69)	(14.34)	31.43	26.60	3%	9.3%	8.2%	1.15
002038.SZ	双鹭药业	64.5	169	137	-19.0%	46	-86	-287.3%	(32.06)	(132.08)	28.05	28.94	3%	16.6%	21.2%	(4.54)
688176.SH	亚虹医药-U	64.0	61	71	16.3%	-84	-112	-34.6%	9.98	(28.87)	68.10	55.06	2%	111.5%	77.5%	34.00
688658.SH	悦康药业	62.6	577	556	-3.7%	-49	-33	32.8%	(21.35)	16.17	85.50	97.17	12%	14.8%	17.5%	(2.67)
688505.SH	复旦张江	62.3	180	149	-17.2%	3	8	189.4%	(30.85)	5.05	63.62	84.07	24%	35.4%	56.4%	(21.04)
603367.SH	辰欣药业	61.5	920	850	-7.6%	144	131	-8.9%	(69.85)	(12.80)	100.07	73.64	3%	10.9%	8.7%	2.21
688488.SH	艾迪药业	59.5	198	178	-10.0%	16	8	-51.2%	(19.84)	(7.98)	17.75	15.71	3%	9.0%	8.8%	0.14
002940.SZ	昂利康	58.6	346	340	-1.6%	16	18	11.0%	(5.37)	1.75	49.09	51.80	5%	14.2%	15.2%	(1.02)
688197.SH	首药控股-U	53.7	2	28	1300.0%	-51	-15	70.3%	26.00	35.66	53.55	53.64	0%	2677.7%	191.6%	2486.11
688566.SH	吉贝尔	53.3	202	226	12.2%	50	42	-15.2%	24.62	(7.54)	9.70	7.84	2%	4.8%	3.5%	1.34
688163.SH	赛伦生物	53.2	26	27	5.7%	4	1	-84.9%	1.47	(3.19)	6.20	3.18	95%	24.2%	11.7%	12.46
603590.SH	康辰药业	48.6	212	215	1.4%	44	47	6.1%	2.87	2.72	11.32	8.08	40%	5.3%	3.8%	1.58
300584.SZ	海辰药业	46.8	143	160	12.4%	15	17	15.5%	17.69	2.33	5.43	4.33	2%	3.8%	2.7%	1.10
002793.SZ	罗欣药业	45.0	483	583	20.7%	6	24	327.3%	100.00	18.50	15.35	17.18	11%	3.2%	2.9%	0.23
688136.SH	科兴制药	44.2	354	281	-20.7%	26	-18	-170.1%	(73.03)	(43.51)	35.21	37.21	5%	10.0%	13.3%	(3.31)
688302.SH	海创药业-U	37.3	0	26	#DIV/0!	-32	-30	6.9%	26.03	2.22	41.98	24.77	69%	#DIV/0!	95.2%	#DIV/0!
300683.SZ	海特生物	35.0	157	159	1.5%	-14	-23	-65.4%	2.38	(9.12)	27.94	27.01	3%	17.8%	17.0%	0.85
688373.SH	盟科药业	32.4	33	42	26.6%	-62	-21	65.2%	8.84	40.18	84.65	53.85	97%	254.8%	128.0%	126.79
688687.SH	凯因科技	29.4	232	207	-10.7%	26	6	-76.1%	(24.70)	(19.53)	22.49	23.76	5%	9.7%	11.5%	(1.77)
688189.SH	南新制药	17.5	41	26	-35.9%	-8	-13	-65.0%	(14.58)	(5.22)	6.83	10.42	34%	16.8%	40.0%	(23.20)

数据来源：Wind，西南证券整理；市值截至日为2026.7.1

- 按26Q1营业收入排序，A股TOP5公司为华东医药、复星医药、百济神州、恒瑞医药和ST人福。营业收入超过100亿元的公司共计3家。
- 按26Q1营业收入排序，美股TOP5公司为强生、礼来、默克、阿斯利康和艾伯维。营业收入超过100亿美元的公司共计11家。
- 按25全年营业收入排序，港股TOP5公司为复星医药、中国生物制药、百济神州、恒瑞医药和石药集团。营收超100亿元公司共计5家。

A股、H股、美股药企营业收入TOP15-按最新收入排序

A股（亿元）		营业收入			H股（亿元）		营业收入		美股（亿美元）		营业收入		
公司名称	市值	2024	2025	2026Q1	公司名称	市值	2024	2025	公司名称	市值	2024	2025	2026Q1YTD
华东医药	519	419.1	436.1	111.8	复星医药	350	409.1	194.3	强生	6,114	888.2	941.9	240.6
复星医药	617	410.7	416.6	100.7	中国生物制药	716	288.7	175.7	礼来	11,223	450.4	651.8	198.0
百济神州	4,036	272.1	382.2	105.4	百济神州	2280	273.9	174.1	默克	3,096	641.7	650.1	162.9
恒瑞医药	3,569	279.8	316.3	81.4	恒瑞医药	3332	279.8	157.6	阿斯利康	2,852	540.7	587.4	152.9
ST人福	273	254.4	239.6	61.0	石药集团	697	290.1	132.7	艾伯维	4,436	563.3	611.6	150.0
科伦药业	667	218.1	185.1	42.6	联邦制药	144	137.6	75.2	诺和诺德	1,653	407.4	484.5	149.3
健康元	177	156.2	152.2	37.2	翰森制药	1559	122.6	74.3	辉瑞制药	1,361	636.3	625.8	144.5
长春高新	287	134.7	120.8	25.9	丽珠医药	184	118.1	62.7	赛诺菲-安万特	1,110	463.6	547.4	128.9
丽珠集团	263	118.1	120.2	28.7	信达生物	1201	94.2	59.5	百时美施贵宝	1,153	483.0	481.9	114.9
华润双鹤	173	112.1	110.0	28.1	远大医药	145	107.8	55.7	赛默飞世尔科技	1,908	428.8	445.6	110.1
海正药业	124	103.4	105.5	23.9	三生制药	372	91.1	43.6	葛兰素史克	1,038	396.2	438.5	100.5
华海药业	222	95.5	85.9	23.4	康哲药业	218	74.7	40.0	安进	1,950	334.2	367.5	86.2
恩华药业	199	57.0	59.1	16.1	先声药业	220	66.4	35.8	武田制药	508	283.4	308.6	76.7
亿帆医药	119	51.6	51.3	12.6	绿叶制药	62	60.6	31.8	MEDLINE	365	255.1	284.3	73.5
艾力斯	566	35.6	51.9	15.8	复宏汉霖	305	57.2	28.2	吉利德科学	1,564	287.5	294.4	69.6

数据来源：Wind，西南证券整理；注：市值截至2026年7月1日

■ 2026Q1美股前15公司的市场、销售及管理费用共计438.2亿美元，同比+5.9%，市场、销售及管理费用费用率25.2%。

美股前15名医药公司销售费用/ 销售费用率-按市值排序

单位：亿美元	2022/12			2023/12			2024/12			2025/12			2026/3		
公司简称	市场、销售 及管理费用	同比	费用率	市场、销售 及管理费用	同比	费用率	市场、销售 及管理费用	同比	费用率	市场、销售 及管理费用	同比	费用率	市场、销售 及管理费用	同比	费用率
强生	247.7	0.4%	26.1%	215.1	-13.1%	25.3%	228.7	6.3%	25.7%	236.8	3.5%	25.1%	60.3	18.0%	27.6%
礼来	64.4	0.1%	22.6%	74.0	14.9%	21.7%	85.9	16.1%	19.1%	110.9	29.1%	17.0%	29.3	18.8%	23.1%
默克	100.4	4.2%	16.9%	105.0	4.6%	17.5%	108.2	3.0%	16.9%	107.3	-0.8%	16.5%	27.0	5.8%	17.4%
阿斯利康	184.2	20.9%	41.5%	192.2	4.3%	41.9%	199.8	4.0%	36.9%	199.3	-0.2%	33.9%	49.2	9.5%	36.2%
艾伯维	152.6	23.6%	26.3%	128.7	-15.6%	23.7%	147.5	14.6%	26.2%	140.1	-5.0%	22.9%	35.8	8.7%	26.8%
诺和诺德	72.9	16.7%	28.7%	91.4	25.4%	26.5%	93.5	2.3%	23.0%	110.4	18.1%	22.8%	20.4	-12.6%	18.0%
辉瑞制药	172.9	5.4%	17.2%	195.0	12.8%	33.3%	200.2	2.6%	31.5%	186.7	-6.7%	29.8%	41.4	-2.3%	30.2%
赛诺菲-安万特	134.2	6.5%	27.7%	142.3	6.0%	27.6%	113.2	-20.5%	24.4%	132.8	17.4%	24.3%	33.0	16.5%	28.8%
百时美施贵宝	174.1	-1.7%	37.7%	168.2	-3.4%	37.4%	172.9	2.8%	35.8%	105.8	-38.8%	22.0%	20.5	-14.9%	18.3%
赛默飞世尔科技	89.9	12.3%	20.0%	84.5	-6.1%	19.7%	86.0	1.8%	20.0%	87.3	1.6%	19.6%	21.8	5.0%	21.0%
葛兰素史克	101.1	-31.8%	28.6%	119.6	18.3%	30.9%	137.9	15.3%	34.8%	122.2	-11.4%	27.9%	27.9	4.7%	28.8%
安进	54.1	0.9%	20.6%	61.8	14.1%	21.9%	71.0	14.8%	21.2%	70.5	-0.6%	19.2%	16.0	-5.0%	19.7%
武田制药	111.9	41.4%	38.3%	116.0	3.6%	38.3%	112.8	-2.7%	39.8%	116.6	3.4%	37.8%	26.9	-0.1%	35.8%
MEDLINE	43.4	#DIV/0!	20.2%	45.3	4.5%	19.5%	47.9	5.8%	18.8%	52.3	9.1%	18.4%	14.0	12.8%	21.1%
吉利德科学	56.7	8.1%	20.8%	60.9	7.4%	22.5%	60.9	0.0%	21.2%	57.7	-5.2%	19.6%	14.5	15.3%	21.8%
美股前15总计	1760.5	8.3%	25.5%	1,800.0	2.2%	27.3%	1866.3	3.7%	26.4%	1836.9	-1.6%	23.8%	438.2	5.9%	25.2%

数据来源：Wind，西南证券整理

■ 2026Q1美股前15公司研发费用共计409.9亿美元，同比+42.1%，研发费用率21.9%。

美股前15名医药公司研发费用/ 研发费用率-按26Q1收入排序

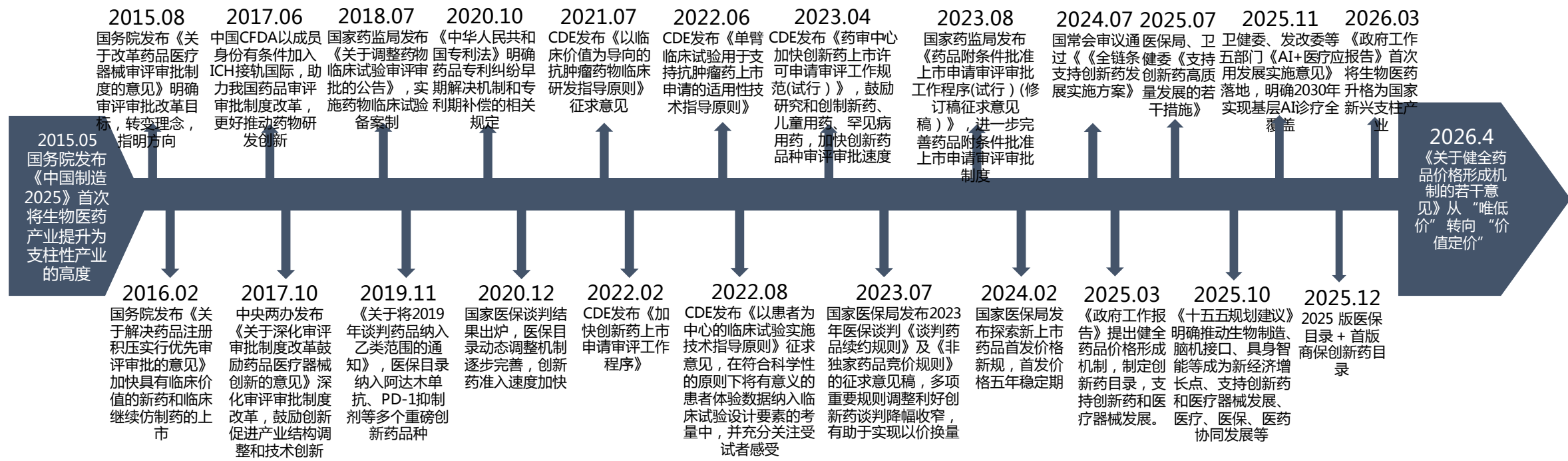
单位：亿美元	2023/12			2024/12			2025/12			2026/3		
公司简称	研发费用	同比	研发费用率	研发费用	同比	研发费用率	研发费用	同比	研发费用率	研发费用	同比	研发费用率
强生	150.9	3.3%	17.7%	172.3	14.2%	19.4%	146.7	-14.9%	15.6%	35.3	9.4%	14.7%
礼来	93.1	29.5%	27.3%	109.9	18.0%	24.4%	133.4	21.3%	20.5%	35.1	28.4%	17.7%
默克	305.3	125.4%	50.8%	179.4	-41.2%	28.0%	157.9	-12.0%	24.3%	125.9	247.7%	77.3%
阿斯利康	109.4	12.0%	23.9%	135.8	24.2%	25.1%	142.3	4.8%	24.2%	34.9	10.5%	22.8%
艾伯维	76.8	17.9%	14.1%	127.9	66.7%	22.7%	91.0	-28.9%	14.9%	24.7	19.6%	16.5%
诺和诺德	48.3	40.0%	14.0%	67.4	39.7%	16.6%	81.6	21.0%	16.8%	15.9	6.3%	10.6%
辉瑞制药	106.8	-6.6%	18.3%	108.2	1.3%	17.0%	104.4	-3.6%	16.7%	24.9	13.0%	17.2%
赛诺菲-安万特	74.7	4.5%	14.5%	77.4	3.7%	16.7%	91.9	18.7%	16.8%	20.1	3.1%	16.6%
百时美施贵宝	93.0	-2.2%	20.7%	111.6	20.0%	23.1%	99.5	-10.8%	20.6%	26.5	17.4%	23.1%
赛默飞世尔科技	13.4	-9.1%	3.1%	13.9	4.0%	3.2%	14.0	0.5%	3.1%	3.4	-1.8%	3.1%
葛兰素史克	79.4	20.1%	20.5%	80.8	1.7%	20.4%	101.0	25.0%	23.0%	22.3	18.3%	22.2%
安进	47.8	7.9%	17.0%	59.6	24.7%	17.8%	72.7	21.9%	19.8%	17.2	15.7%	20.9%
武田制药	47.6	10.6%	15.7%	48.5	1.8%	17.1%	49.2	1.4%	15.9%	10.0	-4.7%	13.0%
吉利德科学	57.2	14.9%	21.1%	59.1	3.3%	20.5%	58.0	-1.8%	19.7%	13.7	-0.5%	19.7%
美股前15总计	1,303.6	24.2%	20.5%	1351.9	3.7%	19.9%	1343.4	-0.6%	18.1%	409.9	42.1%	21.9%

数据来源：Wind，西南证券整理

创新药行业相关政策：十五五规划明确“支持创新药械发展”，关注政策面对产业发展的支撑、支付端的改善

- 十五五规划全文发布，明确支持创新药械发展。规划明确提出1) 前瞻布局未来产业，首次提出推动生物制造、脑机接口、具身智能等成为新经济增长点，促进中小企业专精特新发展，培育独角兽企业。2) 加快人工智能等数智技术创新，全面实施“人工智能+”行动。3) 支持创新药和医疗器械发展；4) 医疗、医保、医药“三医”协同发展。
- 2026年政府工作报告提出培育壮大新兴产业和未来产业，打造集成电路、航空航天、生物医药、低空经济等新兴支柱产业。首次将生物医药从“战略性新兴产业”升格为国家新兴支柱产业，与芯片、航天并列，是十五五顶层战略定调，产业将迎来黄金发展期。

医药行业相关政策汇总



数据来源：Wind，西南证券整理

美国相关政策：BINSА/COINS草案瞄准中国药企出海，实际影响有限

- 2026 年 6 月 2 日，美国众议院两党议员联合提出跨党派法案草案BINSА，作为对COINS 法案（美国《综合对外投资国家安全法》）的专项修正案，旨在把生物医药完整纳入财政部对外投资安全审查框架，对标芯片领域严苛监管规则。立法目前仍处于国会提案阶段，尚未正式立法落地，美方核心立法目的：①防止美国药企 IP、研发产能、资本流向中国生物企业；②遏制医药外包（CRO/CDMO）产业链向中国转移，保护本土制药供应链。
- 我们认为，政策对中国创新药企影响有限。一方面，在专利悬崖压力下，美国MNC自身也是中国创新药崛起的受益者，越来越依赖中国资产补充管线，该政策在美国完整落地阻力较大；另一方面，即使法案落地，当前我国出海仍以licence-out为主，法案聚焦于股权与IP授权，upfront+milestone授权在相关规则下风险较小，且合规改造难度更低，此外，国内药企已全面出海多元化，即使FDA数据或对外投资规则收紧，企业可将早期临床转至欧美/澳洲，叠加国内庞大临床与商业化基本盘托底，美国单边审查仅小幅增加交易时间与合规成本，难以从根本阻断国产管线全球变现与研发循环。

主要出海模式政策敏感度分析

交易模式	典型结构特征	当前政策敏感度	主要原因
License-out	现金首付款+里程碑+销售分成，无股权安排	中等偏低	BINSА更偏向股权/JV/债权等，纯许可暂未明确直击
Co-Co	共同开发、共同商业化、利润分成	中等偏高	中美联合临床、数据互通极易触发 BINSА 严格审查
NewCo	中国方授权资产并持有境外新设公司股权	高	重点监管（股权投资 + IP 授权双重触发审核）

- 6月29日，国家医保局公示通过2026年国家基本医疗保险、生育保险和工伤保险药品目录及商保创新药目录调整初步形式审查的药品及相关信息。医药支付端改革的关键落地节点，标志着“基本医保 + 商保创新药”双轨分层支付体系正式从制度设计步入实操阶段。
- 本次公示核心价值在于双目录衔接通道正式跑通。本次有7款2025年商保创新药目录品种进入基本医保初审，验证了“创新药上市 — 商保先行覆盖积累真实世界证据 — 临床价值成熟后转入医保”的阶梯式准入路径，双目录定位进一步厘清：基本医保坚守“保基本”定位，商保目录精准承接超高值、罕见病等超出医保保障边界的品种，二者错位互补、双向流转。
- 首次允许预申报，准入周期大幅压缩。本次共有49个通用名预申报基本医保目录、4个通用名预申报商保目录，新药完成技术审评即可提前介入申报流程，无需等待正式获批，将创新药上市到纳入保障体系的周期压缩近一年，匹配 NMPA 审评加速的产业导向。
- 今年申报品种呈现数量增长、通过比例提升、新药多等特点。数据显示，今年医保药品目录调整共收到企业申报资料818份（+13.93%），涉及674个药品通用名（+6.48%），除预申报品种外，初步形式审查总体通过率92%（+8pp）。通过基本医保目录初审的557个，包括334个目录外药品、223个目录内药品；通过商保创新药目录初审的54个，包括53个目录外药品、1个目录内药品。

2026年基本医保药品目录初审情况表

目录类别	申报情况	申报通用名 (共 674 个)	通过初审通用名
基本目录外药品	常规申报	375	334
	预申报	49 (含 2 个同时 申报新适应症)	— (1 个品种明显 不符合申报条件)
基本目录内药品	常规申报	229	223
	预申报	11	—
商保创新药目录外药品	常规申报	57	53
	预申报	4	—
商保创新药目录内药品	常规申报	1	1

2026年基本医保药品目录初审同比对比

指标	2025 年数量	2026 年数量	同比变化
企业申报资料总份数	718 份	818 份	13.93%
申报涉及药品通用名总数	633 个	674 个	6.48%
形式审查总体通过率 (不含预申报品种)	84%	92%	+8 pp

《关于印发2026年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点的通知》



- 6月8日，14部委联合发布2026医药反腐重磅文件《关于印发2026年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点的通知》。
- 相较往年最大变革是新增涉税稽查、医疗数据安全专项整治，打通多部门穿透式监管。文件并非打压医药创新赛道，而是衔接创新药定价、医保准入、审评提速等扶持政策，构建扶优治劣双向监管体系。
- 短期内，一方面收紧专家劳务、临床课题、学术会议推广口径，严查费用套现、票据造假，大幅抬升药企财务、商业化合规成本；另一方面压实医师处方责任，斩断利益驱动开药行为，导致无临床优效、同质化扎堆的 fast-follow 类伪创新药入院受阻、放量承压。
- 中长期，该政策利好创新药产业高质量发展。行业彻底告别渠道营销内卷，转向临床数据、差异化疗效、循证医学核心竞争；挤压医药购销灰色成本，盘活医保基金额度，反哺高价值首创药、CGT、ADC、罕见病新药医保准入。叠加全年创新定价保护、审评提速红利，政策倒逼药企优化商业化架构、夯实研发管线，加速国内创新药脱离粗放推广模式，接轨全球医药合规发展体系。

工作板块	重点整治事项	监管覆盖主体	核心目标	重点整治 / 规范内容
总体要求	医药购销、医疗服务全链条腐败及行业不正之风	全国医药卫生行业全链条参与主体	构建医药领域纠风长效治理体系，规范全行业运行秩序，切实维护群众健康权益，为“十五五”卫生健康事业开局筑牢合规基础	医药购销、医疗服务全链条的不正之风、腐败问题及各类行业违规乱象
坚持党建引领行风	医院重大决策脱离党组织监管、行业党建虚化	公立医院、医药卫生行业社会组织及分支机构	强化党对纠风工作的全面领导，完善公立医院治理体系，以党建引领行风建设落地见效	公立医院党组织决策机制不完善、行业社会组织党建弱化、党建与行风建设脱节等问题
强化医德医风建设	医德考评流于形式、职业素养缺失	医务人员、医学院校、各级医疗机构	构建全周期医德医风教育考评体系，强化医务人员职业素养与合规执业意识	医务人员医德医风教育缺失、考评机制不健全、考评结果与职业发展脱钩等问题
加强正向宣传引导	舆情处置滞后、行业负面舆论失管	医药卫生行业主管部门、医疗机构、行业媒体、相关宣传平台	营造行业正向舆论氛围，及时回应社会关切，引导行业正能量建设	行业热点事件回应不及时、舆论引导缺位、行业负面舆情处置不当等问题
防范化解风险隐患	涉医矛盾激化、暴力伤医、网络医闹	医疗机构、涉医矛盾纠纷相关主体、违法违规人员	防范化解行业运行风险，规范涉医矛盾处置，维护正常医疗服务秩序	行业机构风险监测缺位、涉医矛盾处置不当、暴力伤医、网络医闹等违法违规行为
严守医疗数据安全	数据倒卖、非授权使用、科研包装变相返利	医疗机构、医药企业、第三方科研/数据服务机构、相关从业人员	全流程规范医疗数据管理，保障患者隐私安全，堵死借数据/科研实施带金销售的灰色通道	医疗数据泄露、倒卖、非授权使用、借科研名义变相实施带金销售、数据牟利等行为
纠治失德失范行为	违规会诊多点执业、学术活动利益输送、执业失德	医务人员、医疗机构工作人员、高校附属医院工作人员	规范医务人员执业行为，强化职业伦理与廉洁从业要求，纠治执业失德失范问题	违背职业伦理、违反职业道德、忽视医疗质量安全、违规多点执业/外出会诊、借学术活动接受非法利益输送等行为
规范行业购销秩序	药械涨价串价、招标舞弊、拖欠货款、采购商业贿赂	医药企业、药品流通企业、医疗机构、政府采购相关主体、招投标参与方	规范医药购销全链条秩序，深化集采制度改革，挤压药械虚高价格水分，整治招投标与采购环节违规行为	药械购销环节价格违法行为、医疗机构拖欠货款、政府采购/招投标环节违规干预、规避招标、明招暗定、虚假交易、商业贿赂、异常低价竞标等行为
整治涉税违法行为	虚开发票、篡改票据、隐匿收入偷税	医疗器械企业、医药企业、相关机构、涉税违法违规主体	严厉打击医药领域涉税违法犯罪行为，强化发票全流程监管，构建涉税信用评价体系	医疗器械领域“篡改套打”、虚开增值税发票、隐匿收入偷逃税款、接受虚假发票等涉税违法犯罪行为
维护医保基金安全	过度诊疗、违规收费、骗取医保基金	医疗机构、医保经办机构、医药企业、相关从业人员	规范医疗服务与医保基金使用行为，构建全流程智能监管体系，守护医保基金安全	违法违规使用医保基金、不规范诊疗与收费行为、医保基金监管缺位等问题
整治行业不法乱象	医美违规、非法行医、违规引流、社会组织牟利	医美机构、相关社会组织、医务人员、非法行医主体、相关违法违规人员	全领域整治医药卫生行业各类不法乱象，规范行业经营与执业行为	医美行业违规经营、代孕/性别鉴定/虚假出生证明、殡葬领域腐败、社会组织违规牟利、医务人员违规广告/引流、互联网科普乱象、非法行医、借养生名义非法开展中医诊疗等行为
积极推进系统治理	医疗质控缺位、隐蔽利益输送、腐败反弹	医疗机构、医药卫生行业全链条相关主体	深化重点领域系统治理，斩断风腐利益链，构建全链条纠风治腐工作体系	医疗质量安全制度执行不到位、实验室管理不规范、风腐利益链条未斩断、纠风治腐工作体系不完善等问题

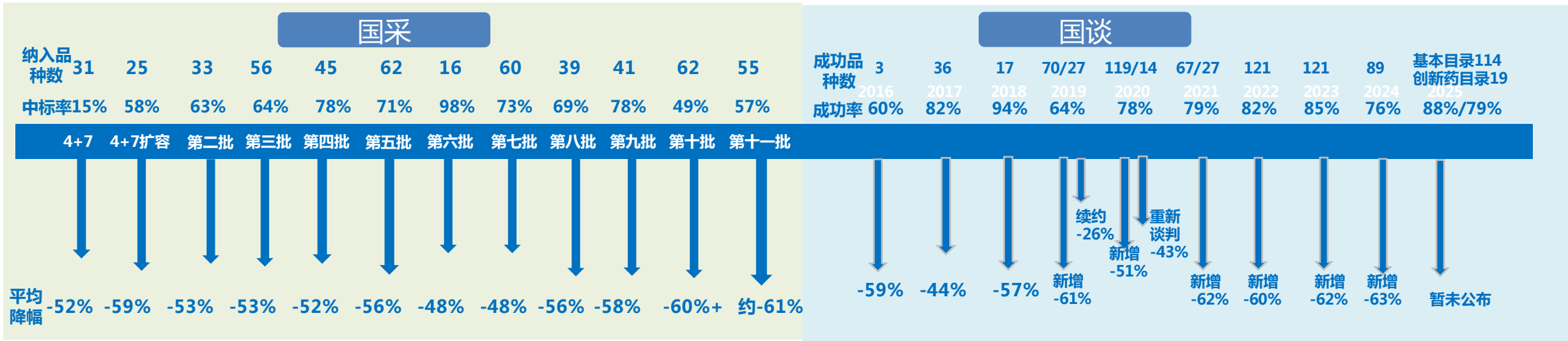
数据来源：国家医保局，西南证券整理

政策解读：二十届三中全会以来，党中央明显提高对于创新药械发展重视程度，首次提出“健全支持创新药械发展机制”、**四中全会明确提出“支持创新药械发展”**。就医改决策部署来说，1)**三医改革**从分立到联动，再转向协同发展和治理。2)**公立医院改革**深化综合监管改革，强化县区、基层医疗机构。3)首次提出**促进中西医结合**。4)明确了要健全**公共卫生体系**，推进全民健康数智化建设，加强慢性病综合防控等。

		十八大	十九大	二十大	二十届三中全会	二十届四中全会
会议时间		2012.11.8	2017.10.18	2022.10.16	2024.7.18	2025.10.23
内容	三医	重点推进医疗保障、医疗服务、公共卫生、药品供应、监管体制综合改革	深化医药卫生体制改革， 全面建立 中国特色基本医疗卫生制度、医疗保障制度和优质高效的医疗卫生服务体系	深化医药卫生体制改革，促进医保、医疗、医药 协同发展和治理	深化医药卫生体制改革。促进医疗、医保、医药 协同发展和治理	健全三医 协同发展和治理机制，促进分级诊疗 ：推进基本医疗保险省级统筹，优化药品集中采购、医保支付和结余资金的使用政策
	公立医院改革	健全农村三级医疗卫生服务网络和城市社区卫生服务体系， 深化公立医院改革	加强基层医疗卫生服务体系和全科医生队伍建设。	深化以 公益性为导向 的公立医院改革，规范民营医院发展。	深化以 公益性为导向 的公立医院改革，建立以医疗服务为主导的收费机制，完善薪酬制度，建立编制动态调整机制。	以 公益性为导向 深化公立医院编制、服务价格、薪酬制度、 综合监管改革，加强县区、基层医疗机构运行保障 。
	中医药发展	扶持 中医药和民族医药事业发展。	坚持中西医并重， 传承 发展中医药事业。	促进中医药 传承创新发展	完善中医药 传承创新发展 机制	推进中医药传承创新， 促进中西医结合
	公共卫生体系建设	健全全民医保体系，建立重特大疾病保障和救助机制， 完善突发公共卫生事件应急和重大疾病防控机制 。	坚持预防为主，深入开展爱国卫生运动，倡导健康文明生活方式， 预防控制重大疾病	创新医防协同、医防融合机制， 健全公共卫生体系 ，提高重大疫情 早发现能力 ，加强重大疫情 防控救治 体系和 应急能力建设 ，有效遏制重大传染性疾病传播。	实施健康优先发展战略，健全公共卫生体系，促进社会共治、医防协同、医防融合，强化监测预警、风险评估、流行病学调查、检验检测、应急处置、医疗救治等能力。	优化医疗机构功能定位和布局，实施医疗卫生强基工程， 推进全民健康数智化建设 。加强 慢性病综合 防控，发展防治康管全链条服务。全方位提升急诊急救、血液保障和应急能力。加强医疗卫生队伍能力和作风建设。
	首次提出				健全支持创新药和医疗器械发展机制	支持创新药和医疗器械发展

- 医保基金兼顾安全与支持创新：多款“真创新”药物经济价值有望体现
- 2025年12月7日，创新药医保谈判落地。本次国家医保基本目录成功纳入114种药品，其中50种1类创新药（占新增数量44%，历年最高），成功率88%（较24年+12pp），覆盖三阴乳腺癌、胰腺癌、肺癌等领域既往临床空白。首版商保创新药目录纳入19种年治疗费用较高、临床价值突出创新药（成功率79%，罕见病药品占比32%）。
- 重点创新品种悉数进医保：新增114款药品中，抗肿瘤及免疫调节剂48款，重点品种如恒瑞瑞卡西单抗、瑞康曲妥珠单抗、信达替妥尤单抗等悉数进医保；慢性病药包括替尔泊肽、恒瑞瑞格列汀二甲双胍等糖尿病/减重产品。

仿制药集采和医保谈判发展历程



集采批次	范围	时间	中选规则	采购量分配 (占首年采购量的比例)	采购周期	中选品种标准	中选品种	平均降幅	最高降幅	中标企业	采购前市场规模	节省医保资金
1	4+7	2018	最低价中标，独家中标	1家企业中标，采购周期1年	1	已过评	25	52%	96%	15家	80亿	30亿
扩围	全国	2019	不高于4+7中标价，中标不超过3家	1家50%，2家60%，3家70%	2	-	25	59%	95%	45家	370亿	110亿
2	全国	2019	最低报价的1.8倍、降幅超过50%、或者单位可比价不超过0.1元	1家50%，2家60%，3家70%，≥4家80%（特殊品种除外）	3	过评≥3家	32	53%	93%	77家	530亿	150亿
3	全国	2020	最低报价的1.8倍、降幅超过50%、或者单位可比价不超过0.1元	1家50%，2家60%，3家70%，≥4家80%（特殊品种除外）	3	过评≥3家	55	53%	95%	125家	540亿	275亿
4	全国	2021	最低报价的1.8倍、降幅超过50%、或者单位可比价不超过0.1元	1家50%，2家60%，3家70%，≥4家80%（特殊品种除外）	3	过评≥3家	45	52%	96%	118家	550亿	124亿
5	全国	2021	最低报价的1.8倍、降幅超过50%、或者单位可比价不超过0.1元	1家50%，2家60%，3家70%，≥4家80%（特殊品种除外）	3	过评≥3家	61	56%	99%	148家	866亿	360亿
6	全国	2021	入围产品申报价≤同采购组最低申报价 1.3 倍； 申报价降幅≥40%最高有效申报价	基础量：A ₁ 100%、A ₂ 90%、A ₃ 85%、B 80%、C 50% 调出分配量：C 30%、D 80% 获得分配量：C调出量分配给A，D 分配给A和B（上限产能150%）	2	-	16	48%	74%	11家	170亿	90亿
7	全国	2022	最低报价的1.8倍、降幅超过50%、或者单位可比价不超过0.1元	1家50%，2家60%，3家70%，≥4家80%（特殊品种除外）	3	过评≥4家	60	48%	98%	217家	680亿	185亿
8	全国	2023	最低报价的1.8倍、降幅超过50%、或者单位可比价不超过0.1元	1家50%，2家60%，3家70%，≥4家80%（特殊品种除外）	2.5	过评≥5家	39	56%	94%	174家	600亿	167亿
9	全国	2023	最低报价的1.8倍、降幅超过50%、或者单位可比价不超过0.1元	1家50%，2家60%，3家70%，≥4家80%（特殊品种除外）	4	-	41	58%	99%	205家	263亿	182亿
10	全国	2024	最低报价的1.8倍、或者单位可比价不超过0.1元	1家50%，2家60%，3家70%，≥4家80%（特殊品种除外）	3	过评≥7家	62	超60%	96%	234家	550亿	-
11	全国	2025	最低报价或平均报价50%的1.8倍、或者单位可比价不超过0.1元	1家50%，2家60%，3家70%，≥4家80%（特殊品种除外）	3	过评≥7家	55	约61%*	99%	272家	440亿	-

- 商保创新药目录落地，聚焦高价值创新药及罕见病等。12月7日，国家医保局公布首份《商业健康保险创新药品目录》，纳入19种年治疗费用较高、临床价值突出创新药（成功率79%，罕见病药品占比32%），其中10款进口、9款国产，涵盖5款CAR-T细胞疗法、以及神经母细胞瘤双靶药、戈谢病酶替代疗法、阿尔茨海默病抗Aβ单抗等。
- 支付端支持“三除外”：不计入基本医保自费率指标、不计入集采可替代药品监测范围、相关商业保险保障范围内的创新药应用可不纳入单病种付费范围。
- 商保创新药目录与基本目录形成“双目录”并行模式，一方面为高价值创新药提供新的定价与支付空间，另一方面预计未来可能作为纳入基本医保的“过渡期”，助力拓展创新药商业化空间。

首版商保创新药目录纳入19款药品

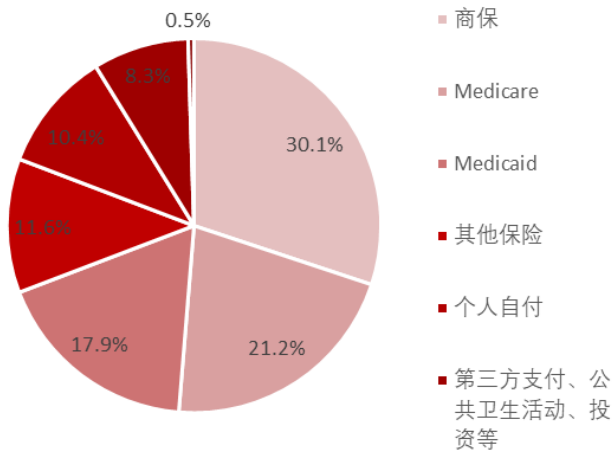
序号	药品	企业	主适应症	上市时间	商保前价格
1	阿基仑赛注射液（CAR-T）	复星凯瑞	大B细胞淋巴瘤	2021年6月	120万元
2	纳基奥仑赛注射液（CAR-T）	合源生物	大B细胞淋巴瘤、白血病	2023年11月	99.9万元
3	瑞基奥仑赛注射液（CAR-T）	上海药明巨诺	大B细胞淋巴瘤、滤泡性淋巴瘤、套细胞淋巴瘤	2021年9月	129万元
4	伊基奥仑赛注射液（CAR-T）	南京驯鹿	多发性骨髓瘤	2023年6月	116万元
5	泽沃基奥仑赛注射液（CAR-T）	恺兴生命	多发性骨髓瘤	2024年2月	115万元
6	注射用维拉昔酶β	北海康成	戈谢病	2025年5月	/
7	多奈单抗注射液	礼来	阿尔茨海默病	2024年12月	5500元
8	那西妥单抗注射液	赛生	神经母细胞瘤	2022年12月	39500元
9	塔奎单抗注射液	强生	多发性骨髓瘤	2025年2月	33582元
10	达妥昔单抗β注射液	百济神州	神经母细胞瘤	2021年8月	39500元
11	注射用泽尼达妥单抗	百济神州	胆道癌	2025年5月	6739元
12	埃纳妥单抗注射液	辉瑞	多发性骨髓瘤	2025年3月	32300元
13	注射用替度格鲁肽	武田	短肠综合征	2024年2月	4637元
14	仑卡奈单抗注射液	卫材	阿尔茨海默病	2024年1月	2508元
15	注射用芦比替定	南京绿叶	小细胞肺癌	2024年12月	20345元
16	氢溴酸泽布替尼片	和记黄埔	滤泡性淋巴瘤	2025年3月	32260元
17	盐酸沙丙蝶呤片	山东新时代	高苯丙氨酸血症	2023年6月	7219元
18	甲苯磺酸胺注射液	红日健达康	非小细胞肺癌	2022年11月	8600元
19	伊匹木单抗注射液	百时美施贵宝	恶性胸膜间皮瘤、结直肠癌、肝细胞癌	2021年10月	18000元

■ 支付端一直是创新药国内市场的关注重点之一，创新药目录有望拓展国内创新药商保支付比例。根据中再寿险等《中国创新药械多元支付白皮书（2025）》，2024我国创新药械市场规模约1620亿元，其中医保支出约占44%、个人自费占比49%、商业医保赔付仅占7.7%，高值创新药支付端面对着自费负担重、基本医保目录覆盖范围有限、商业保险支付能力薄弱的现状。从美国来看，2023年美国商业保险医疗支出资金占比约为30%。我国商业医保支付比例具有较大提升空间，根据《白皮书》预测，至2035年商保在创新药械的支付占比有望提升至44%。

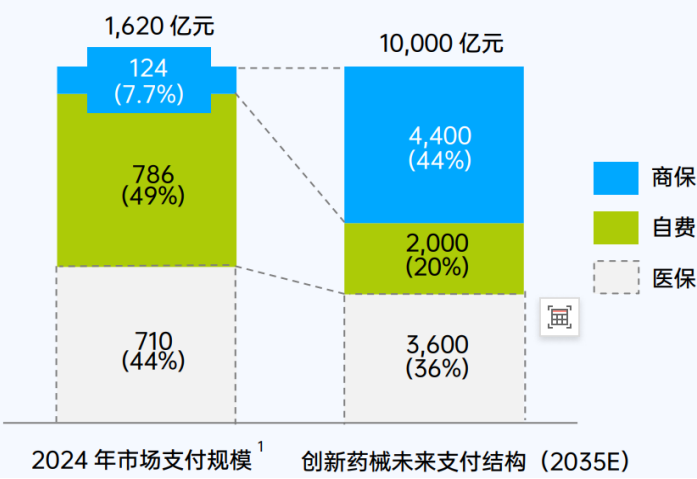
医保目录与商保创新药目录定位互补

目录类型	医保目录		商保创新药目录
政策定位	覆盖全体参保人，基础保障		弥补医保未覆盖的高端创新药缺口
覆盖药品	常见病、重大疾病的常规治疗药物普通化疗药、基础靶向药通过国家谈判大幅降价的药品		临床价值高但价格昂贵的药物 暂未进入医保的创新药 罕见病药、细胞免疫治疗等
药品分类	甲类目录，临床必需、价格合理的基础药	乙类目录，疗效更优、价格稍高的常用药	
报销规则	医保100%报销	医保部分报销(患者需自付小比例)	商保（惠民保/百万医疗险等）报销
举例	普通降压药、感冒药	部分抗生素、专科常用药	CAR-T疗法、罕见病特效药
定价机制	国家主导谈判/竞价		药企、险企在医保局统筹协调下 协商确定
报销比例	职工/居民医保门诊50%-95%、住院60%-90%		无统一标准，根据保险合同条款约定惠民保50%-80%、百万医疗险60%-100%
支付方式	医保基金直接报销		由商业保险产品赔付
医院使用	普遍配备，可直接开;计入药占比、DRG/DIP考核，高价药使用受限		不计药占比、不受“一品两规”限制，使用灵活， 新药入院速度更快
调整频率	每年1次，流程固定		与医保目录同步，协商流程灵活

2023年美国医疗支出资金来源



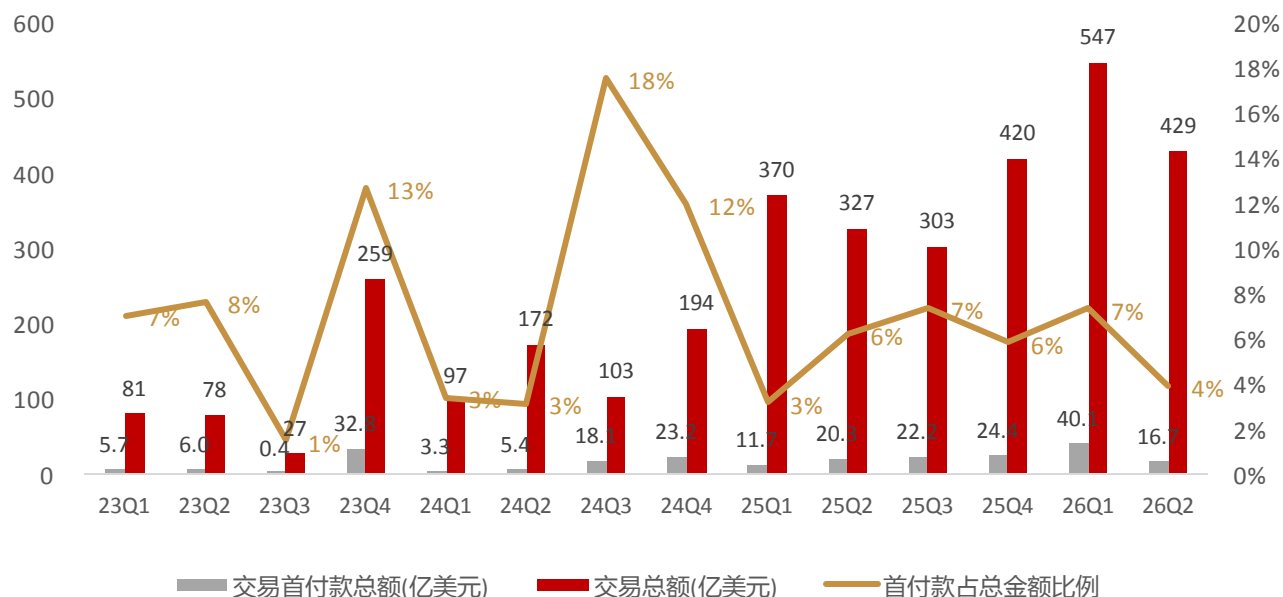
中国创新药械支付结构预测



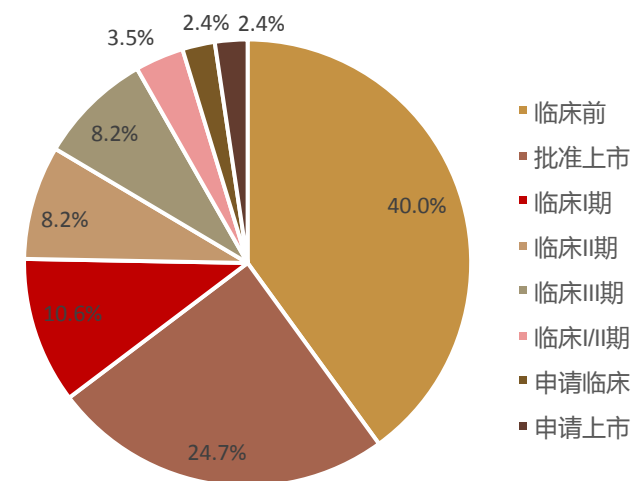
BD出海加速，中国创新药迈入成长新阶段

- **2026H1中国创新药BD出海项目数量、首付款与总金额显著增加**，2026H1，国内创新药出海BD数量已达86项，首付款56.8亿美元(+77.6%)，总金额976.2亿美元(+40.0%)，**交易数量/首付款/总金额分别达到2025全年的57%/72%/69%**。
- **分季度来看**，26Q1/Q2 BD出海项目分别为52/34项，分别同比增加18/3项；首付款分别为40.1/16.7亿美元（+243%/-18%），总金额分别为547.4/428.8亿美元（+48%/+31%）。25Q3/25Q4/26Q1/26Q2首付款占总金额比例分别为7.3%/5.8%/7.3%/3.9%。
- **从研发阶段来看，多数分子在BD时处于早期阶段**。2026H1共85个分子/技术/平台BD，其中40%的分子处于临床前状态，近65%的分子处于II期前的早期阶段。

中国新药BD出海首付款及总金额



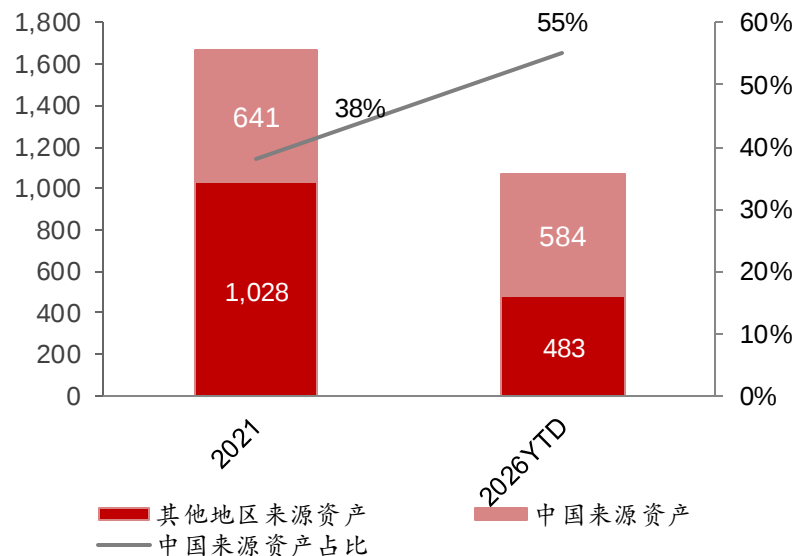
2026H1中国新药BD出海时所处阶段数量及占比



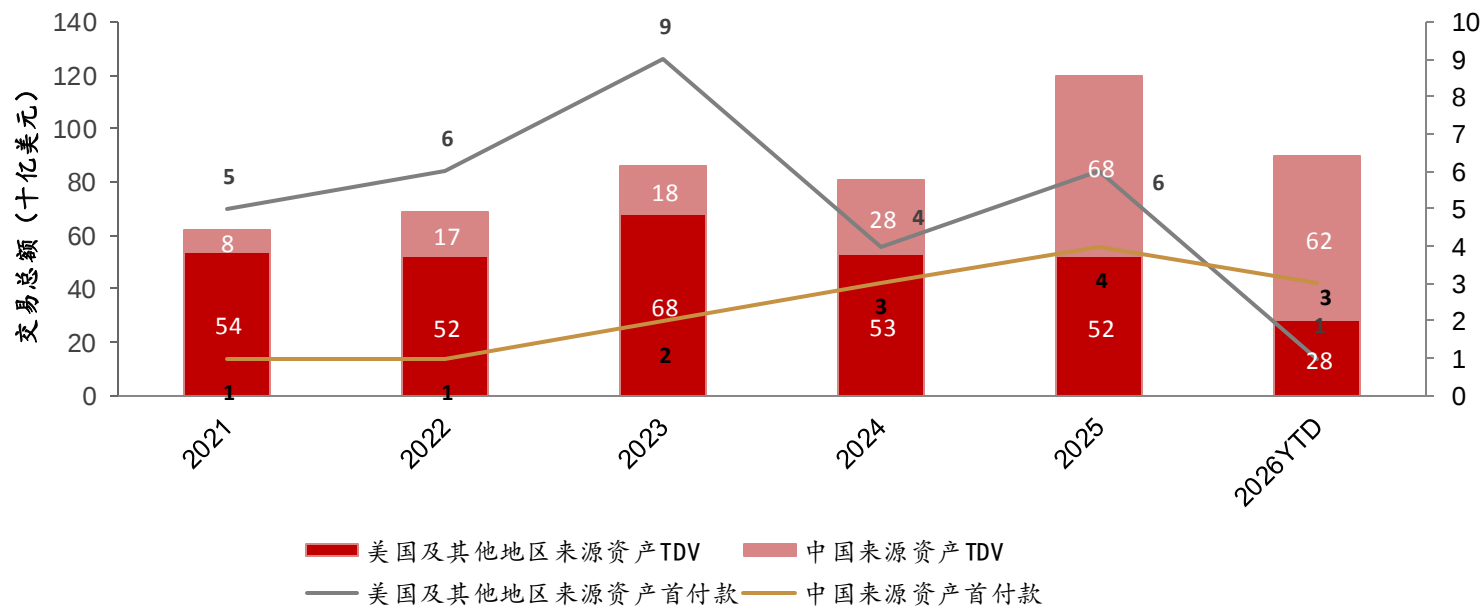
BD出海加速，中国创新药迈入成长新阶段

- **从全球新药供给端看**，全球首次临床登记管线来源中，源自中国的新药早期临床管线，占全球首次临床登记总量从2021年38%升至2026至今（截至0630）的55%，成为全球第一大管线供给来源。
- **从美国引进交易资产需求来看**，2021年后，中国创新管线在美国药企引进交易中的参与度显著提升，2025年中国源头管线TDV高达680亿美金，首次超过海外本土管线（520亿美金）；2026年至今已达到620亿美元，总TDV占比由2021年的13%升至69%，反映美国Big Pharma高度依赖引进中国管线做管线补充。

全球首次临床试验注册（按资产来源）



美国引进交易按资产来源拆分（十亿美元）



BD出海加速，中国创新药迈入成长新阶段：

2026至今（截至0702）中国重要BD（总金额排序前二十）

交易时间	转让方	受让方	交易类型	总金额(亿美元)	首付款(亿美元)	首付款占比	项目名称	靶点	阶段(交易时)
2026-01-30	石药集团	阿斯利康	授权/许可，合作	185	12	6%	3个处于临床前阶段、缓释给药技术平台，多肽药物AI发现平台及另外四个新增项目	GLP1R，GIPR	临床I期，临床前
2026-05-12	恒瑞医药	百时美施贵宝	合作，期权	152	6	4%	4项肿瘤学及血液学项目、5项创新项目，4项BMS免疫学项目	-	-
2026-05-28	信达生物	辉瑞	授权/许可，合作	105	6.5	6%	-	-	临床前
2026-02-08	信达生物	礼来	授权/许可，合作	88.5	3.5	4%	肿瘤及免疫领域创新药物	-	临床前
2026-01-12	荣昌生物	艾伯维生物	授权/许可	56	6.5	12%	RC148	VEGF，PD-1	临床II期
2026-02-11	瑞博生物	Madrigal	授权/许可	44	0.6	1%	六款MASH创新siRNA疗法，RiboGalSTAR™平台	-	临床前
2026-06-01	海思科	礼来	授权/许可，合作	30.54	0.87	3%	五个靶点创新药项目	-	临床前
2026-01-05	Earendil Labs (华深智药)	赛诺菲	合作，授权/许可	25.6	1.6	6%	AI药物发现平台及自免双抗管线	-	临床前
2026-06-23	尧唐生物	Serapha	授权/许可	20	-	-	YOLT-202	SERPINA1	临床I期
2026-06-24	和誉生物	礼来	合作	19	-	-	多靶疗法	-	临床前
2026-07-02	石药集团	阿斯利康	期权，合作	17.7	0.3	2%	肾脏药物，siRNA(CSPC)，肝外靶向递送平台；AI分子设计模型	-	临床前
2026-02-02	圣因生物	基因泰克	授权/许可	17	2	12%	一款RNAi药物	-	临床前
2026-01-12	赛神医药	诺华	授权/许可	16.65	1.65	10%	用于阿尔茨海默病治疗的Aβ管线(SNP234)	Aβ	临床前
2026-06-30	剂泰医药	Boulevard	授权/许可	16.2	0.2	1%	三特异性TCE：MTS-128	-	临床前
2026-03-04	中生制药	赛诺菲	授权/许可	15.3	1.35	9%	罗伐替替尼	AK2，JAK1，ROCK1，ROCK2	批准上市
2026-02-13	勤浩医药	吉利德	合作，授权/许可	15.3	0.8	5%	MAT2A抑制剂GH31	MAT2A	临床I期
2026-06-23	海思科	Nuvectis	授权/许可，合作	14.61	0.4	3%	HSK39297，HSK42360	CFB，BRAF	申请上市，临床I期
2026-02-23	和铂医药	Solstice Oncology	NewCo	12.55	0.5	4%	HBM4003	CTLA4	临床II期
2026-01-27	先声药业	勃林格殷格翰	授权/许可	12.38	0.49	4%	SIM0709	TL1A，IL-23p19	临床前
2026-03-04	德琪医药	优时比	授权/许可	11.8	0.6	5%	ATG-201	CD3，CD19	临床前

BD出海加速，中国创新药迈入成长新阶段

中国创新药企收到的部分里程碑付款

合作签署时间	里程碑付款达成时间	国内药企	海外合作方	产品	里程碑金额	触发事件/产品
2011年	2025年6月	和黄医药	阿斯利康	赛沃替尼	1100万美元	沃瑞沙（赛沃替尼）在中国取得第三项肺癌适应症批准
	2023年11月				3500万美元	呋喹替尼在美国正式获批上市
2023年1月	2023年12月	和黄医药	武田	呋喹替尼	1000万美元	呋喹替尼在欧洲首次纳入医保
	2024年10月				2000万美元	呋喹替尼用于治疗转移性结直肠癌的销售额超过2亿美元
2017年12月	2018年至2024年Q1	传奇生物	强生	西达基奥仑赛	4.7亿美元	2018年至2026年Q1持续获得的临床、监管和商业里程碑付款
2022年5月	2024年H1公告	科伦博泰	默沙东	SKB264	9000万美元	SKB264开展的NSCLC及EC的临床试验触发相关临床里程碑付款
2023年2月	2026年3月	KYM Biosciences	阿斯利康	CMG901 (AZD901)	4500万美元	全球关键性注册临床研究CLARITY-Gastric 02完成首例受试者给药
2023年5月	2026年4月	英派药业	Eikon Therapeutics	IMP1734	500万美元	IMP1734顺利推进至临床II期阶段
2023年11月	2024年10月	诚益生物	阿斯利康	Elexoglipron	6000万美元	IIb期试验完成首例患者给药
2023年12月	2025年11月	百利天恒	百时美施贵宝	BL-B01D1	2.5亿美元	全球III期关键注册临床试验ZABRIGHT-Breast01完成首例患者给药
2023年12月	2026年6月	和誉医药	默克	匹米替尼	1352万美元	匹米替尼开出中国首张处方触发，以及2026年第一季度的销售分成
2024年12月	2025年7月	中国生物制药	默沙东	LM-299	3亿美元	PD-1/VEGF双抗LM-299的技术转移里程碑付款
2025年1月	2025年7月	英矽智能	美纳里尼	MEN2501	2340万港元	MEN2501获得IND批件
	2026年2月				3900万港元	MEN2501在I期临床中完成首例患者给药
2025年1月	2026年2月	先声药业	艾伯维	SIM0500	4000万美元	针对复发/难治性多发性骨髓瘤的I期临床试验在美国完成首例患者给药
2025年4月	2025年12月	荃信生物	Caldera	QX030N	500万美元	QX030N/CLD-423（Caldera研发代码）获得人类研究伦理委员会诊断临床试验伦理许可
2025年10月	2026年5月	荃信生物	罗氏	QX031N (RG6981)	未披露	QX031N（RG6981）在新西兰完成II期临床试验首例受试者给药

BD出海加速，中国创新药迈入成长新阶段

➤ **中国创新药企业出海的主导权逐步变强。**中国创新药出海合作形式从单纯License-out到“Co-Co”、“NewCo”，2025年至今(2026/7/7)共发生17起NewCo模式交易，其中26年2月普鲁苏拜单抗交易总额达12.55亿美元。平台类合作方面，恒瑞与BMS的152亿美元合作、石药与阿斯利康的185亿美元合作、信达与辉瑞的105亿美元合作，全部集中在早期管线。

2025年至今(26/7/7)中国创新药出海“NewCo”模式交易

交易时间	转让方	受让方	交易类型	总金额(亿美元)	首付款(亿美元)	首付款占比	项目名称	靶点	阶段(交易时)
2025-06-26	荣昌生物	Vor BioPharma	NewCo	42.30	0.45	1.1%	泰它西普	APRIL, BAFF	批准上市
2026-02-23	和铂医药	Solstice	NewCo	12.55	0.50	4.0%	HBM4003(普鲁苏拜单抗)	CTLA4	临床II期
2025-09-05	恒瑞医药	Braveheart	NewCo	10.88	0.65	6.0%	HRS-1893	Myosin	临床III期
2025-09-17	迈威生物	Kalexo	NewCo, 期权	10.12	0.12	1.2%	心血管双靶siRNA创新药	-	临床前
2026-06-22	帆礼生物	Bionyra	NewCo	9.85	-	-	BYN-002 and BYN-003	TL1A, IL-23p19	临床I期
2026-06-22	德琪医药	k2	NewCo, 期权	9.81	0.20	2.0%	ATG-106, TCE	CDH6, CD3	临床前
2025-01-10	和铂医药, 科伦博泰	Windward	NewCo	9.70	0.45	4.6%	HBM9378/SKB378	TSLP	临床I期
2026-04-24	爱科瑞思	k2	NewCo	7.30	-	-	ACR246	5T4	临床I/II期
2025-12-10	凌科药业	Bleecker, Formation	NewCo	6.05	-	-	LNK01006	TYK2	临床前
2025-04-24	荃信生物	Caldera	NewCo	5.55	0.10	1.8%	QX030N	IL-23p19, TL1A	临床前
2026-06-09	来凯医药	Vasque	NewCo	5.27	0.10	1.9%	LAE118	PI3Kα	临床I期
2025-01-20	诺诚健华, 康诺亚	Prolium	NewCo	5.20	0.18	3.4%	CD20×CD3双抗(ICP-B02/CM355)	CD3, CD20	临床I/II期
2026-01-29	正大丰海	Formation, Kenmare	NewCo	5.00	-	-	FHND5032	miR-124	临床前
2025-04-17	橙帆医药	Ollin	NewCo	4.40	-	-	VBS-102	IGF1R, TSHR	临床前
2025-01-10	康诺亚	Timberlyne	NewCo	3.68	0.30	8.2%	CM313	CD38	临床II期
2026-06-18	恒翼生物	cAMPfield	NewCo	-	-	-	prifemilast	PDE4	临床III期
2025-10-22	亿珂再生医学	Visionary Yike Stemcell	NewCo	-	-	-	Type 1&2 diabetes(亿珂生物)	-	临床前

BD出海加速，中国创新药迈入成长新阶段

➤ **双抗药物26年高总金额BD交易频现。**2023年至2026年6月30日，中国药企双抗药物对外BD已累计取得69.9亿美元首付款、551.6亿美元潜在总金额。其中**2026年至今（截至0630）共取得首付款9.4亿美元，占全年所有药物BD首付款的17%，占25年全年双抗交易首付款的26%；总金额125.4亿美元，占所有药物BD的13%，占25年双抗交易总金额的49%。**目前国内达成大DEAL的靶点主要集中在PD-(L)1+双抗、自免靶点、CD3相关TCE等。2026年1月，荣昌生物PD-1/VEGF双抗授权艾伯维，总金额56亿美元，首付款6.5亿美元。

2023-2026至今中国双抗重要BD（总金额排序前二十）

交易时间	转让方	受让方	交易类型	总金额(亿美元)	首付款(亿美元)	首付款占比	项目名称	靶点	阶段(交易时)
2025-10-22	信达生物	武田药品	授权/许可，期权	114.0	12.0	11%	IBI363，IBI3001，IBI343	PD-1，IL2RA，B7-H3等	临床III期，临床I期
2025-05-20	三生制药/三生国健	辉瑞制药	授权/许可，期权	61.5	12.5	20%	SSGJ-707	PD-1，VEGF	临床III期
2026-01-12	荣昌生物	艾伯维	授权/许可	56.0	6.5	12%	RC148	VEGF，PD-1	临床II期
2024-11-14	礼新医药	默沙东	授权/许可	32.9	5.9	18%	LM-299	VEGF，PD-1	临床I/II期
2026-01-05	Earendil Labs(华深智药)	赛诺菲	合作，授权/许可	25.6	1.6	6%	自免双抗药物发现平台	-	临床前
2024-08-01	宜明昂科	Instil	授权/许可	20.5	0.5	2%	IMM2510，IMM27M	PD-L1，VEGF，CTLA4	临床II期，临床I期
2025-04-17	Earendil Labs(华深智药)	赛诺菲	授权/许可	18.5	1.3	7%	HXN-1003，HXN-1002	TL1A，IL-23p19，Integrin α4β7	临床前
2023-12-28	科望生物	安斯泰来	合作，期权	17.4	0.4	2%	ES019等1款项目	PD-L1，SIRPA	临床前
2023-01-05	药明生物	葛兰素史克	授权/许可，期权	15.0	0.4	3%	CD3/TAA双抗，W308051	CD3，PSMA	临床前
2024-08-09	同润生物	默沙东	转让/收购	13.0	7.0	54%	CN201/MK-1045	CD3，CD19	临床I/II期
2026-01-27	先声药业	勃林格殷格翰	授权/许可	12.4	0.5	4%	SIM0709	TL1A，IL-23p19	临床前
2026-03-04	德琪医药	优时比	授权/许可	11.8	0.6	5%	ATG-201	CD3，CD19	临床前
2025-10-28	荃信生物	罗氏	授权/许可	10.7	0.8	7%	QX031N	TSLP，IL33	临床前
2023-11-06	普米斯	BioNTech	合作，授权/许可	10.6	0.6	5%	PM8002	PD-L1，VEGFA	临床II期
2024-12-16	岸迈生物	Candid	合作	10.0	-	-	TCE产品线	-	临床前
2026-06-22	帆礼生物	Bionyra	NewCo	9.9	-	-	BYN-002，BYN-003	TL1A，IL-23p19	临床I期
2026-06-22	德琪医药	k2	NewCo，期权	9.8	0.2	2%	ATG-106，TCE	CDH6，CD3	临床前
2025-08-26	百济神州	Royalty	授权/许可	9.5	8.9	93%	塔拉妥单抗	DLL3，CD3	批准上市，临床I期
2024-11-13	普米斯	BioNTech	转让/收购	9.5	8.0	84%	PM8002/BNT327	PD-L1，VEGFA	临床III期

BD出海加速，中国创新药迈入成长新阶段

➤ **小核酸BD交易持续升温，多聚焦于早研分子。**2025年起中国小核酸交易迎来热潮，2023年至2026年(截至2026/7/2)中国药企小核酸对外BD已累计取得8.2亿美元首付款、240.1亿美元潜在总金额，其中**2026年（截至7/2）共取得首付款3.3亿美元（+9.3%），总金额98.8亿美元（+24.0%）**，研发方向多集中在心血管、代谢、肝病等领域。2026年2月，瑞博生物与Madrigal达成44亿美元潜在总金额合作，针对RiboGalSTAR™平台的6款MASH创新siRNA疗法。

2023-2026至今中国小核酸重要BD

交易时间	转让方	受让方	交易类型	总金额(亿美元)	首付款(亿美元)	首付款占比	项目名称	靶点	阶段(交易时)
2025-09-03	舶望制药	诺华	授权/许可，合作，期权	53.6	1.6	3%	ANGPTL3联合用药治疗血脂异常，两款早研分子	ANGPTL3	临床II期，临床前
2026-02-11	瑞博生物	Madrigal	授权/许可	44.0	0.6	1%	六款MASH创新siRNA疗法，RiboGalSTAR™平台	-	临床前
2024-01-07	舶望制药	诺华	授权/许可，期权	41.7	1.9	4%	BW-00163，BW-02(舶望制药)，BW-05，BW-20829	AGT，Lp(a)	临床I期，临床II期
2024-01-03	瑞博生物	勃林格殷格翰	合作，授权/许可	20.0	-	-	肝病领域 SR111，SR112，SR113	-	临床前
2026-07-02	石药集团	AZ	期权，合作	17.7	0.3	2%	siRNA(CSPC)	-	临床前
2026-02-02	圣因生物	基因泰克	授权/许可	17.0	2.0	12%	一款RNAi药物	-	临床前
2025-11-08	圣因生物	礼来	授权/许可，合作	12.0	-	-	代谢疾病RNAi	-	临床前
2025-09-17	迈威生物	Kalexo	授权/许可 (NewCo)，期权	10.1	0.1	1%	心血管领域双靶点 siRNA 创新药 2MW7141	-	临床前
2026-05-06	时安生物	GSK	授权/许可	10.1	-	-	SA030	ALK7	临床I期
2026-02-23	前沿生物	GSK	授权/许可，合作	10.0	0.4	4%	一款IND阶段的siRNA，临床前候选药物	MASP2，CFB	申请临床，临床前
2025-08-01	维亚臻	赛诺菲	转让/收购	4.0	1.3	33%	普乐司兰钠	APOC3	申请上市

BD出海加速，中国创新药迈入成长新阶段

➤ **GLP-1R领域交易金额持续走高，已超25年全年。**2026年（截至0702）中国药企ADC药物对外BD总金额已达到185.81亿美元，首付款达到12.05亿美元，分别达到2025年全年的159%、184%。2026年1月石药集团与AZ达成授权合作，合作内容包括每月一次注射用体重管理产品组合，三个处于临床前阶段、具备不同作用机制的研发项目，石药集团专有的缓释给药技术平台，石药集团专有的多肽药物AI发现平台，依托该等平台的另外四个新增项目。

2023-2026至今中国GLP-1R重要BD

交易时间	转让方	受让方	交易类型	总金额(亿美元)	首付款(亿美元)	首付款占比	项目名称	靶点	阶段(交易时)
2026-01-30	石药集团	AZ	授权/许可，合作	185	12	6%	SYH2069	GLP1R，GIPR	临床I期，临床前
2024-05-17	恒瑞医药	Kailera	NewCo	60.35	1	2%	HRS-4729，HRS-7535，瑞普泊肽，瑞普泊肽片	GLP1R，GIPR，GCGR	临床II期、III期，临床前，申请临床
2025-01-10	先为达生物	Verdiva	授权/许可	24.7	0.7	3%	埃诺格鲁肽片，XW015，XW016	GLP1R，AMYP	临床I期，临床前
2025-12-09	药友制药	辉瑞	授权/许可	20.85	1.5	7%	YP05002	GLP1R	临床I期
2025-07-30	石药集团	Madrigal	授权/许可	20.75	1.2	6%	SYH2086	GLP1R	临床前
2024-12-18	翰森制药	默沙东	授权/许可	20.12	1.12	6%	HS-10535	GLP1R	临床前
2025-06-02	翰森制药	再生元	授权/许可	20.1	0.8	4%	奥莱泊肽	GLP1R，GIPR	临床III期
2023-11-09	诚益生物	AZ	授权/许可	20.1	1.85	9%	Elecoglipron	GLP1R	临床I期
2025-03-24	联邦制药	诺和诺德	授权/许可	20	2	10%	UBT251	GLP1R，GIPR，GCGR	临床II期
2025-10-31	民为生物	Sidera	授权/许可	10.45	0.35	3%	MWN105	GLP1R，GIPR，FGF21	临床II期
2024-11-12	东阳光药业	Apollo	授权/许可	9.38	0.12	1%	HEC88473	GLP1R，FGF21	临床II期
2026-04-08	甘李药业	江泰制药	授权/许可	0.81	0.05	6%	博凡格鲁肽	GLP1R	临床III期
2024-05-07	先为达生物	HK inno.N	合作，授权/许可	0.56	-	-	埃诺格鲁肽	GLP1R	临床III期
2024-12-25	翰宇药业	Hikma	授权/许可	0.46	-	-	利拉鲁肽(翰宇)	GLP1R	批准上市
2026-04-11	翰宇药业	MCG	授权/许可	-	-	-	司美格鲁肽-HY310，利拉鲁肽(翰宇)	GLP1R	批准上市，临床III期
2026-01-08	翰宇药业	Vitamedic	授权/许可	-	-	-	司美格鲁肽-HY310	GLP1R	临床III期

BD出海加速，中国创新药迈入成长新阶段

➤ **ADC领域仍然保持热度，首付款占比提高。**2025年多笔ADC大额交易频现，2026年（截至0702）中国药企ADC药物对外BD共6笔，总金额已达到118.0亿美元，首付款达到12.2亿美元，分别占2025年全年的30.7%、66.4%。2026年5月信达生物与辉瑞达成12个ADC管线项目的合作，潜在总金额105亿美元、首付款6.5亿美元，包括4款管线项目全球独家开发/生产/商业化授权、另4款管线项目大中华区以外全球独家授权、以及4款管线项目全球Co-co共研共商。

2023-2026至今中国ADC重要BD（总金额排序前二十）

交易时间	转让方	受让方	交易类型	总金额(亿美元)	首付款(亿美元)	首付款占比	项目名称	靶点	阶段(交易时)
2025-01-24	启光德健	AIMEDBIO	授权/许可	130.0	-	-	GQ1011, GR1017, ADC平台	FGFR3	临床前
2025-10-22	信达生物	武田药品	授权/许可, 期权	114.0	12.0	11%	IBI363, IBI3001, IBI343	PD-1, IL2RA, B7-H3, EGFR, CLDN-18.2	临床III期, 临床I期
2026-05-28	信达生物	辉瑞	授权/许可, 合作	105.0	6.5	6%	12个管线项目	-	临床前
2023-12-12	百利天恒	BMS	授权/许可, 合作	84.0	8.0	10%	BL-B01D1	EGFR, HER3	临床III期
2023-05-08	百力司康	卫材药业	合作, 期权	20.0	-	-	BB-1701	HER2	临床I/II期
2024-05-27	宜联生物	BioNTech	授权/许可, 期权	18.3	0.3	1%	限定ADC产品, ADC技术平台	-	临床前
2024-04-03	金麦安博	Genmab	转让/收购	18.0	-	-	三个管线及ADC平台	FRα, CD70, PTK7, EGFR, c-Met	临床I/II期, 临床前
2023-12-20	翰森制药	GSK	授权/许可	17.1	1.9	11%	HS-20093	B7-H3	临床II期
2023-04-03	映恩生物	BioNTech	授权/许可	16.7	1.7	10%	DB-1303, DB-1311	HER2, B7-H3	临床II期, 临床前
2023-10-20	翰森制药	GSK	授权/许可	15.7	0.9	5%	HS-20089	B7-H4	临床II期
2025-05-30	信诺维	阿斯泰来	授权/许可	15.4	1.3	8%	XNW27011	CLDN-18.2	临床I/II期
2025-10-17	翰森制药	罗氏	授权/许可	15.3	0.8	5%	HS-20110	CDH17	临床I期
2023-10-30	恒瑞医药	默克	期权, 授权/许可	14.9	1.7	11%	SHR-A1904, HRS-1167	CLDN-18.2, PARP1	临床I/II期, 临床I期
2025-12-04	科伦博泰	Crescent	授权/许可, 合作	13.3	0.8	6%	SKB105	ITGB6	申请临床
2025-02-19	石药集团	Radiance	授权/许可	12.4	0.2	1%	SYS 6005	ROR1	临床I期
2025-01-22	乐普生物	ArriVent	授权/许可	12.1	0.5	4%	MRG007	CDH17	临床前
2024-06-18	麦科思	Day One	授权/许可	12.1	0.6	5%	MTX-13 (DAY301)	PTK7	临床中（分期未知）
2025-01-08	映恩生物	Avenzo	授权/许可	12.0	0.5	4%	DB-1418	HER3, EGFR	临床前
2023-02-23	康诺亚	AZ	授权/许可	11.9	0.6	5%	CMG901	CLDN-18.2	临床I期
2025-08-29	科弈药业	Radiance	授权/许可	11.7	0.2	1%	KY-0301	c-Met, EGFR	临床I/II期

- 康方生物依沃西单抗HARMONi-6研究重磅数据于2026年ASCO披露。HARMONi-6（又称AK112-306）是一项由康方生物发起的III期临床试验。该研究旨在评估其自主研发的同时靶向PD-1和VEGF的双特异性抗体依沃西单抗（Ivonescimab）联合化疗，对比替雷利珠单抗联合化疗，一线治疗晚期鳞状非小细胞肺癌（sq-NSCLC）的疗效与安全性。
- HARMONi-6数据显示，依沃西方案组中位 OS 达 27.9 个月，替雷利珠单抗联合化疗组为 23.7 个月；依沃西方案显著降低患者死亡风险 34%，HR=0.66(95% CI：0.50–0.87)，P=0.0017，达到预设统计学显著性边界。
- 2025年K药全球销售额达317亿美元，我们估计其中肺癌适应症贡献的销售额占比约50%，因此HARMONi-6研究数据对依沃西单抗的价值支撑意义重大。

AK112HARMONi-6研究临床试验结果

临床研究	AK112-301/HARMONi-A	AK112-303/HARMONi-2	HARMONi-6
发布会议	2024 ASCO	2024 WCLC	2026ASCO
适应症	EGFR突变NSCLC，2L	无驱动基因突变NSCLC，1L，TPS>=1%	无驱动基因突变NSCLC，1L
试验组	依沃西单抗+化疗	依沃西单抗	依沃西单抗+化疗
对照组	化疗	帕博利珠单抗	替雷利珠单抗+化疗
mPFS	7.1 vs 4.8（HR=0.46）	11.1 vs 5.8（HR=0.51）	11.1m vs 6.9m（HR=0.6）
mOS	17.1m vs 14.5m（HR=0.8）		27.9m vs 23.7m（HR=0.66）

数据来源：WCLC，ASCO，Wind，西南证券整理

康方生物股价走势



➤ 2026H1，超20款国产创新药获国家药监局批准上市，部分重磅单品的上市有望为公司带来重要催化剂。

部分2026年上半年获批的国产创新药

药品名称	公司名称	靶点	适应症	上市时间
卡利拉嗪	京新药业	5-HT2A，DRD2，DRD3，HTR1A	双相I型障碍，精神分裂症，重度抑郁症	2026-06-30
环孢菌素A滴眼液-SHR8028	恒瑞医药	Calcineurin，Cyclophilin	干眼症	2026-06-23
琥珀八氢氨吡啶片	通化金马	AChE，BCHE	阿尔兹海默病	2026-06-23
舒瑞基奥仑赛	科济药业	CLDN-18.2	胃癌	2026-06-17
伦康依隆妥单抗	百利天恒	EGFR，HER3	鼻咽癌	2026-06-17
斯乐韦米单抗	智翔金泰	RABV-G	狂犬病	2026-06-17
康太替尼	首药控股	ALK，FAK，IGF1R，PTK2B	非小细胞肺癌	2026-06-10
古莫奇单抗	康方生物	IL17A	斑块状银屑病	2026-06-10
波米泰酶α	舒泰神	FX	B型血友病，A型血友病	2026-06-03
洛布替尼	麓鹏制药	BTk	套细胞淋巴瘤	2026-06-03
塞多明基	诺思兰德	HGF	严重肢体缺血	2026-05-27
安尼妥单抗	康宁杰瑞	HER2	胃癌	2026-05-27
鲁兹诺雷钠	恒瑞医药	URAT1	高尿酸血症	2026-05-27
罗赛促红素α	三生制药	EPOR	慢性肾性贫血	2026-03-17
德昔度司他	康哲药业	HIF-PH	慢性肾性贫血	2026-03-10
5-氨基酮戊酸己酯-APL-1702 Hexyl aminolevulinate-APL-1702	亚虹医药	光动力疗法	宫颈上皮内瘤变	2026-02-25
罗伐昔替尼	中生制药	JAK1，JAK2，ROCK1，ROCK2	骨髓纤维化	2026-02-25
安沐奇塔单抗	三生制药	IL17A	斑块状银屑病	2026-02-10
奥妥珠单抗β	天广实	CD20	原发性膜性肾病	2026-02-10
艾曲莫德	云顶新耀	S1PR1，S1PR4，S1PR5	溃疡性结肠炎	2026-02-02
埃诺格鲁肽	先为达生物	GLP1R	肥胖、2型糖尿病	2026-01-27
奥洛格列净	东阳光药业	SGLT2	2型糖尿病	2026-01-14
瑞拉芙普-α	恒瑞医药	PD-L1，TGFR2	胃癌	2026-01-05

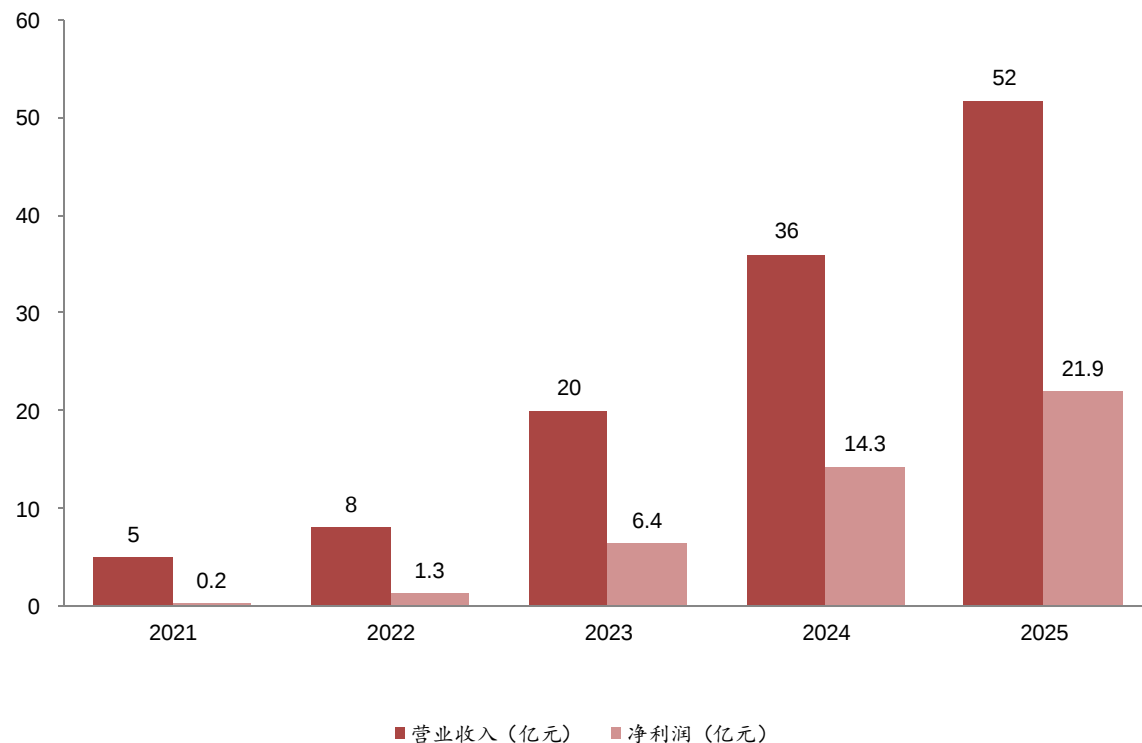
➤ 多款创新药目前处于NDA评审阶段，未来部分重磅单品的上市有望为公司带来重要催化剂。

2026年下半年有望获批上市的药物

药品名称	公司名称	靶点	适应症	研发状态	状态开始时间
立康可洋	恒瑞医药	CFB	阵发性睡眠性血红蛋白尿症		2026-01-10
氟[18F]思睿肽	东诚药业	PSMA	前列腺癌（PET显像）		2026-01-10
纬利妥米单抗	智翔金泰	BCMA，CD3	多发性骨髓瘤		2026-01-09
HSK39297	海思科	CFB	阵发性睡眠性血红蛋白尿症		2026-01-06
莱康奇塔单抗	健康元	IL17A	强直性脊柱炎，斑块状银屑病	申请上市	2025-12-24
凡瑞格拉替尼	和黄医药	FGFR1，FGFR2，FGFR3	肝内胆管癌	申请上市	2025-12-24
维拉西塔单抗	百奥泰	VEGF	湿性年龄相关性黄斑变性	申请上市	2025-12-19
偌考奇拜单抗	君实生物	斑块状银屑病	斑块状银屑病	申请上市	2025-12-06
地尼法司他	歌礼制药	FASN	痤疮	申请上市	2025-12-04
柯美奇拜单抗	康哲药业、麦济生物	IL-4Rα	特应性皮炎，季节性过敏性鼻炎	申请上市	2025-10-30
瑞森替尼	翰森制药	RET	非小细胞肺癌	申请上市	2025-10-23
索特替尼	首药控股	RET	非小细胞肺癌	申请上市	2025-10-22
依达格鲁肽α	石药集团	GLP1R	2型糖尿病，肥胖	申请上市	2025-10-14
瑞西奇拜单抗	华海药业	IL36R	泛发性脓疱型银屑病	申请上市	2025-10-01
伊立芙普α	荣昌生物	FGF2，VEGF	糖尿病黄斑水肿	申请上市	2025-09-30
三价流感病毒裂解疫苗（康泰生物）	康泰生物	Influenza virus	流感病毒感染	申请上市	2025-09-24
布瑞基奥仑赛	复星医药	CD19	B细胞急性淋巴细胞白血病	申请上市	2025-09-24
SHR7280	恒瑞医药	GNRHR	辅助生殖防止早发排卵	申请上市	2025-09-23
仑博替尼	科伦药业	RET	非小细胞肺癌	申请上市	2025-09-22
泰卡西单抗	信立泰	PCSK9	高胆固醇血症，混合型高脂血症	申请上市	2025-09-19
泰利奇拜单抗	智翔金泰	IL-4Rα	特应性皮炎，季节性过敏性鼻炎	申请上市	2025-09-11
玛氛诺沙韦	安帝康生物；先声药业	PA	甲型流感病毒感染，乙型流感病毒感染	申请上市	2025-09-03
瑞普泊肽	恒瑞医药	GIPR，GLP1R	肥胖	申请上市	2025-09-02
NH600001	恩华药业	GABR	麻醉，全身麻醉诱导	申请上市	2025-08-20
Zastaprazan	健康元	H+/K+ ATPase	反流性食管炎	申请上市	2025-08-15
乐德奇拜单抗	先声药业	IL-4Rα	特应性皮炎	申请上市	2025-07-08
SSGJ-613	三生制药	IL1B	痛风性关节炎	申请上市	2025-06-06

- 随着越来越多国产创新药获批上市销售，重点关注大品种的销售成绩单以及扭亏为盈时点。以艾力斯为例，2023年中报开始持续超预期，2024年实现净利润14.3亿元（+123%），2025年实现归母净利润21.89亿元（+53.1%），主要系伏美替尼销售超预期。

2021-2025年艾力斯营业收入和归母净利润



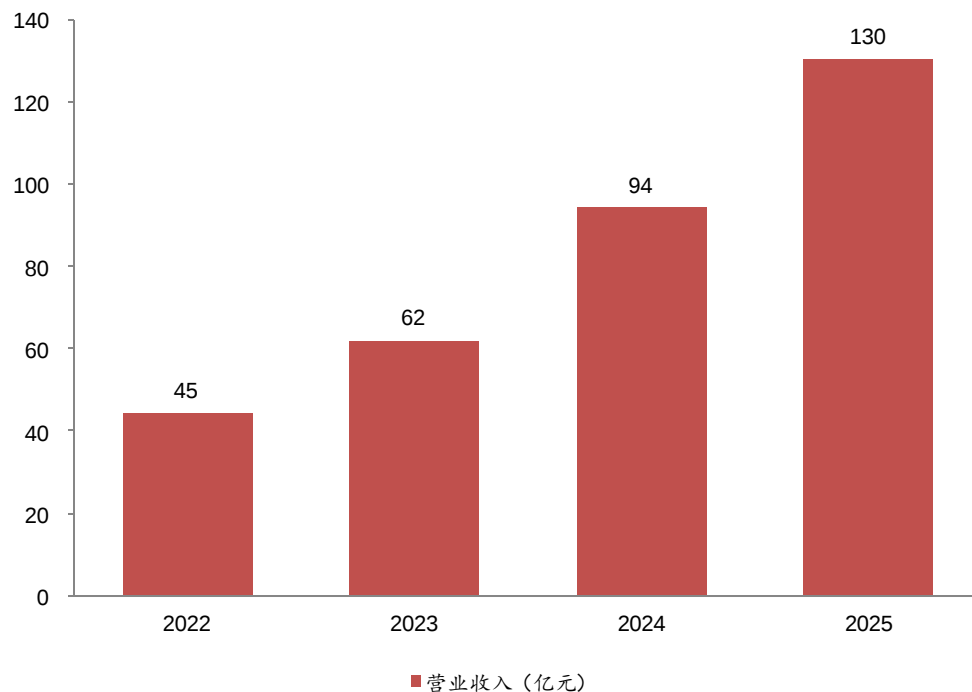
数据来源: wind, 西南证券整理

艾力斯股价走势



- 随着越来越多国产创新药获批上市销售，重点关注大品种的销售成绩单以及扭亏为盈时点。以信达生物为例，随着信迪利单抗和玛仕度肽上市，2025公司实现收入130亿元，同比增速38.4%。

2022-2025信达生物营业收入



数据来源: wind, 西南证券整理

信达生物股价走势



■ 关注商业化成绩单

- ✓ 中国市场来看，奥布替尼/伏美替尼2025年实现收入14.1和51.7亿元，同比增速分别为41%和46%。
- ✓ 出海品种方面，泽布替尼/西达基奥仑赛2025年全球销售收入39/19亿美元，同比增长49%%和96%。

部分创新药品种中国销售额（百万元人民币）

企业名称	品种名	2022	2023	2024	2025
康方生物	卡度尼利单抗	564	1358	1400	1200
	yoy		140.6%		
泽璟制药	多纳非尼	302	384	530	810
	yoy	85.1%	27.1%	39.5%	52.1%
荣昌生物	泰它西普	300	540	980	1390
	yoy	104%	80%	81.5%	41.8%
诺诚健华	奥布替尼	566	672	1010	1410
	yoy	134.8%	18.7%	50.3%	41%
艾力斯	伏美替尼	790	1978	3600	5170
	yoy	235.3%	150.2%	82%	46%

部分创新药品种全球销售额（百万美元）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
泽布替尼	42	218	565	1290	2640	3900
yoy	3909.6%	422.8%	159.0%	128.5%	104.6%	49%
西达基奥仑赛			133	500	960	1890
yoy				275.9%	92%	96%

数据来源：各公司年报，insight，西南证券整理 注：荣昌生物、康方生物未披露2023年、2024、2025年产品销售额，我们根据其披露的销量增速及我们的价格假设对其销售额进行估计

- **国内创新药企业销售能力逐步验证。**随着相关公司的核心品种上市后放量，部分Biotech公司的商业化能力获得验证。
- 从头部成熟的Pharma公司来看，2025年恒瑞医药、百济神州的销售代表人均贡献收入分别约353、821万元。
- 从产品处于放量期的Biotech公司来看，2025年诺诚健华、艾力斯、荣昌生物的销售代表人均贡献收入分别约576、342、233万元。

部分药企销售人员数量（人）

销售人数	2020	2021	2022	2023	2024	2025
恒瑞医药	17138	13208	10392	9134	8910	8953
百济神州	1929	3383	3812	4158	4386	4654
荣昌生物	104	312	1167	1185	1278	1393
艾力斯	267	323	576	712	1010	1516
泽璟制药	54	175	303	330	372	407
诺诚健华		234	261	304	342	412

部分药企销售人员人均销售额（万元）

人均单产	2020	2021	2022	2023	2024	2025
百济神州	110	121	222	373	620	821
诺诚健华		92	217	221	294	576
艾力斯		73	137	278	352	342
恒瑞医药	162	196	205	250	314	353
泽璟制药		93	100	116	143	199
荣昌生物		42	63	89	134	233

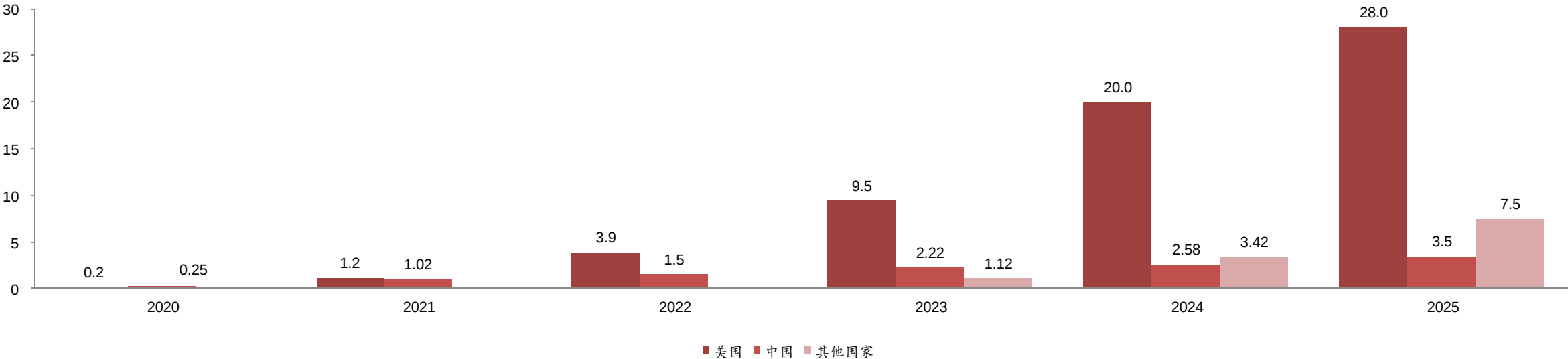
- **国产新药自主出海成果丰硕**：百济神州的泽布替尼（2019.11）、绿叶制药的利斯的明透皮贴剂（2021.5）和传奇生物的西达基奥仑赛（2022.2）是首批成功自主出海的国产创新药。2024年百济神州替雷利珠单抗（2024.03）在美国获批，基石药业舒格利单抗（2024.06）在欧盟获批，贝达药业恩莎替尼（2024.12）在美国获批。
- 2025年中国生物制药联合正大天晴康方开发的派安普利单抗（2025.04）、迪哲医药舒沃替尼（2025.07）在美国获批。

海外上市品种一览

企业	药物	靶点	适应症	地区	上市时间
百济神州	泽布替尼	BTK	套细胞淋巴瘤	US	2019.11
			华氏巨球蛋白血症	US	2021.8
			边缘区淋巴瘤	US	2021.9
			华氏巨球蛋白血症	EU	2021.11
			一线CLL/SLL	US	2023.1
			滤泡性淋巴瘤	US	2024.3
	替雷利珠单抗	PD-1	2L食管鳞状细胞癌	EU/US	2023.9 /2024.3
正大天晴	派安普利单抗	PD-1	1L联合化疗用于复发或转移性鼻咽癌	US	2025.4
			单药治疗铂基化疗失败的转移性鼻咽癌	US	2025.4
迪哲医药	舒沃替尼	EGFR	EGFR 20号外显子插入突变非小细胞肺癌	US	2025.7
绿叶制药	利斯的明透皮贴剂	-	阿尔茨海默病	EU	2021.5
	利培酮缓释微球	-	精神分裂症	US	2023.1
金斯瑞生物 (传奇生物)	西达基奥仑赛	BCMA	四线多发性骨髓瘤	US	2022.2
			四线多发性骨髓瘤	EU	2022.5
			二线多发性骨髓瘤	US/EU	2024.4
君实生物	特瑞普利单抗	PD-1	全线鼻咽癌	US	2023.1
和黄医药	呋喹替尼	VEGF	三线结直肠癌	US	2023.11
亿帆医药	艾贝格司亭α	G-CSF	肿瘤治疗后的中性粒细胞减少症	US	2023.11
基石药业	舒格利单抗	PD-L1	1L NSCLC	EU	2024.6
贝达药业	恩莎替尼	ALK	1L ALK阳性 NSCLC	US	2024.12

- 独立出海品种国际市场销售爆发力突出
- 1) 泽布替尼：2024年全球销售额26亿美元（+104.9%），2025年销售额达39亿美元（+45%），其中美国市场实现28亿美元销售额，国内市场实现3.5亿美元销售额，美国市场销售额远超国内市场。
- 2) 传奇生物西达基奥仑赛：2022年获得美国FDA批准上市，用于既往接受过四线或以上治疗（包括蛋白酶体抑制剂、免疫调节剂和抗CD38单克隆抗体）的多发性骨髓瘤。2024年4月其二线适应症先后于美国和欧盟获批上市。西达基奥仑赛上市首年累计销售额共计1.34亿美元，2023/2024年的销售额分别为约5亿美元/9.6亿美元(+92%)，2025年销售额达18.9亿美元（+96%）。

2020-2025泽布替尼销售额（亿美元）



医药行业2026H1二级市场表现回顾

医药子行业2026年中期投资逻辑

2.1 创新药及制剂：2026H2创新药行情将进入精选个股阶段

2.2 医疗器械：2026H2回归本源，看好三个方向

2.3 CXO：关注新分子的成长性与国内景气度修复的传导

2.4 生命科学试剂及制药装备：国内需求端逐渐复苏，国产替代大趋势未改变

2.5 原料药：产业能力继续升级

2.6 血制品：业绩承压明显，行业加速整合

2.7 疫苗：传统品种边际改善，建议关注创新+出海两条主线

2.8 中药：关注中药四大方向

2.9 医药分销：数字化成为医药分销行业未来发展的重要引擎

2.10 药店：关注药店三大方向

2.11 医疗服务：关注政策赋能，后续寻找医疗服务板块个股机会

医药全行业2026年中期投资策略及标的

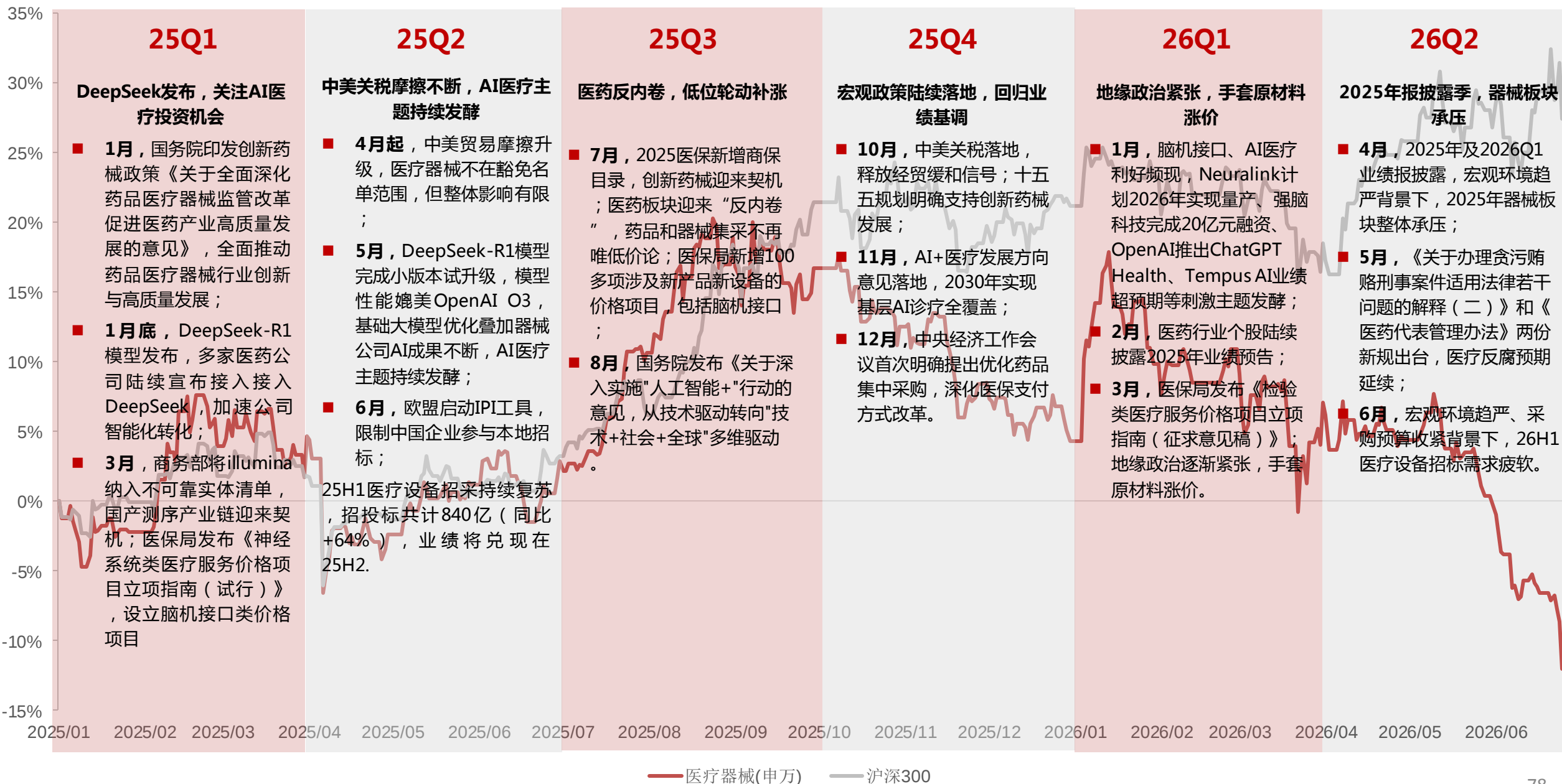
行情与业绩回顾：

- **板块业绩方面**，2025年器械板块(84家样本公司)实现营业收入1967亿元(+0%)，归母净利润303亿元(-15.4%)，主要受到医保控费DRG、竞争格局等影响，2025年利润端承压。单季度看，25Q1/Q2/Q3/Q4/26Q1单季度收入同比增速分别为-3.7%/-5.5%/+3.7%/+6.2%/+5.2%，归母净利润同比增速分别为-10.9%/-20.7%/-6.8%/-26.6%/-12.4%，医疗器械板块自24Q4起开始承压，25Q3起收入恢复正增速，利润端恢复速度较慢主要因市场竞争激烈和集采加速，毛利率有所波动；出海和市场开拓下，销售、研发费用率等处于较高水平。
- **回顾2026H1，器械板块呈现“指数震荡，个股分化”的特征**。2026H1市场热点轮动较快，在脑机接口、AI医疗及关税扰动等主题因素催化下，结构性行情阶段性突出。25H2业绩迎来拐点期，叠加集采反内卷、地缘政治等宏观政策落地，板块运行逻辑由“主题驱动”转向“业绩与基本面回归”。**展望2026H2，随着集采优化、招投标业绩兑现以及国产替代持续推进，国内需求复苏有望加快；同时国产厂商出海仍处于早期布局阶段，在产品获批与本地化布局推动下，预计将维持快速增长。**
- **回顾2026H1政策强力牵引行业走向**。**1) 集采反内卷，IVD立项指南意见稿发布**，器械由“价格战”转向“质量竞争”，第六批耗材国采采用的锚点价和多重复活机制将成为新集采的标准配置，推动器械板块价值重估。**2) 持续释放支持脑机、AI等创新器械积极信号**。政策对创新器械的支持已延伸至审批路径、应用场景与支付机制等更深层次环节，推动相关产品从概念验证向临床落地过渡。**3) 地缘政治的机遇与挑战**，欧美国家接连出台两大对华政策：中美加征关税、欧盟启动IPI调查，叠加中东地缘冲突对海外物流和部分商品（如手套）成本产生扰动，需关注后续地缘政治对企业出海进度的影响。**4) 以旧换新政策提振医疗设备行业需求**，此外部分省份有搭配进行设备集采试点，多政策叠加有望提振国产设备入院需求。

2026H2回归本源，看好三个方向。由于医疗器械板块整体较大，各个细分赛道的产业趋势和投资逻辑各有不同，我们梳理了国内政策面及市场空间、国际出海、创新自主可控、AIGC赋能相关方面，重点总结了以下三个方向的投资机会：

- **器械投资方向一：出海加速，细分品类结构性机会凸显。**在国内集采和控费常态化背景下，出海已成为企业实现长期增长的核心路径。近年来国内厂商全球化布局提速。从出海收入业务占比来看，低值耗材上市公司平均出海收入占比常年维持在60~70%，设备以及IVD公司出海业务占比攀升明显。高值耗材上市公司出海业务收入占比从2024年的14%提升至2025年的17%。即使外部地缘政治及局部战争影响，国产器械出海步伐依旧稳健，整体对外贸易呈现“出口稳增，进口降速”的特征。展望2026H2，具备海外注册和本地化布局的器械品类，有望迎来收入与估值的双重兑现，但仍需关注地缘政治风险。相关标的：设备（迈瑞医疗、祥生医疗、联影医疗、理邦仪器）、MASH检测（福瑞医科）、家用呼吸机（美好医疗、瑞迈特、鱼跃医疗）、骨科（爱康医疗、春立医疗）、高值耗材（微创医疗）、低值耗材（英科医疗、山东药玻）；
- **器械投资方向二：主题掘金，关注脑机、AI等投资机会。**非侵入式凭借安全、低成本、易推广，率先在康复、睡眠、专注力训练、消费健康落地；侵入/半侵入式则在运动重建、语言解码、视觉重建方向加速突破，技术路线呈多元化+多模态融合，AI提升信号解码与实用性。从政策上看，2026H1脑机接口进入标准与分类细化阶段。政策从“鼓励发展”走向“注册审批+收费支付+标准命名”闭环，产业可投资性明显增强。整体行业已从“导入期”进入“商业化验证期”，非侵入式先放量、侵入/半侵入式加速临床与审批、政策与支付体系补齐。展望26H2，投资机会将更集中在有注册证/临床里程碑/量产与IPO催化的环节。**AI医疗板块仍在低位，政策红利持续释放。**多模态AI+技术向慢性病管理和居家养老场景渗透。基座模型从“通用能力展示”转向“垂直领域纵深”，以解决临床实际问题为导向的专科模型价值凸显。在医学影像、病理、辅助诊疗等细分赛道，与医院深度绑定、共同迭代的“临床微调模型”将构建核心竞争力。展望后续发展，投资逻辑从“技术概念”转向“落地能力”。能够深入具体临床场景、完成高质量数据闭环、并实现医保或医院付费的企业将脱颖而出。**相关标的：**脑机接口（美好医疗、新华医疗、伟思医疗、微创脑科学、乐普医疗、爱朋医疗、翔宇医疗、三博脑科等）、AI医疗（美年健康、祥生医疗、金域医学、迪安诊断、医渡科技、医脉通、安必平、润达医疗、讯飞医疗科技等）；
- **器械投资方向三：创新是不变的主旋律。**2025年创新器械迎来国家级利好政策，支持体系从单一审评环节延申至研发、审批、上市、监管、支付场景、国际化的全生命周期，重点发展AI医疗、医用机器人、高端影像、新型生命材料、高端植入介入产品等前沿赛道，具备技术壁垒与临床价值的产品有望率先实现商业化兑现。**投资建议：**高端影像（联影医疗、迈瑞医疗）、手术机器人（微创机器人）、基因测序（华大智造、圣湘生物）、电生理、神经介入、神经外科、高端人工晶体、内窥镜等。
- **风险提示：**降价超预期风险、竞争加剧风险、渗透率提升不及预期风险、出海合规风险。

2025及2026H1医疗器械板块股价复盘



截至2026/6/29，器械板块（申万）股价下跌12.7%，跑输医药生物（申万）指数3.7pp。子板块中表现最好的是医疗耗材（-10.0%），其次为体外诊断（-16.6%），医疗设备招标数据略显疲软，年初至今下跌19.1%。

医疗器械各子板块涨跌幅

申万分类	子行业	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026(截至0629)
一级	医药生物	56.7%	-13.5%	3.6%	-27.7%	36.8%	51.1%	-5.7%	-20.3%	-7.0%	-14.3%	11.9%	-9.0%
二级	医疗器械	73.5%	-23.8%	-9.7%	-28.6%	43.4%	83.8%	-7.2%	-21.2%	-7.6%	-14.9%	2.1%	-12.7%
三级	医疗耗材	91.8%	-16.0%	-1.9%	-13.3%	64.9%	59.1%	-18.4%	-32.3%	-16.0%	-9.8%	8.4%	-10.0%
	医疗设备	55.8%	-27.7%	-23.3%	-26.6%	26.3%	92.2%	10.4%	-15.3%	-2.3%	-18.0%	-1.7%	-19.1%
	体外诊断	100.7%	-33.2%	3.1%	-40.8%	36.1%	81.0%	-17.8%	-19.2%	-7.9%	-14.3%	1.5%	-16.6%

申万分类	子行业	2025/7	2025/8	2025/9	2025/10	2025/11	2025/12	2026/1	2026/2	2026/3	2026/4	2026/5	2026/6
一级	医药生物	13.9%	2.6%	-1.7%	-1.8%	-3.6%	-4.1%	3.1%	-0.2%	-3.7%	1.0%	-7.3%	-2.0%
二级	医疗器械	8.3%	6.3%	-0.2%	-3.6%	-3.6%	-3.8%	5.3%	0.9%	-6.2%	0.3%	-3.8%	-9.3%
三级	医疗耗材	11.5%	8.1%	-0.6%	-1.8%	-4.7%	-2.8%	5.8%	4.0%	-2.6%	-0.3%	-8.6%	-7.8%
	医疗设备	5.5%	7.0%	1.9%	-6.7%	-4.7%	-3.1%	5.6%	0.0%	-12.2%	1.6%	0.9%	-14.8%
	体外诊断	9.8%	2.3%	-4.0%	0.7%	-0.1%	-6.6%	3.9%	-1.5%	1.7%	-1.0%	-5.9%	-14.0%

数据来源: wind, 西南证券整理 (加粗表示跑赢上级分类, 截至2026/6/29)

2025年报及2026年一季报医疗器械板块业绩总结

- 2025年器械板块(84家样本公司)实现营业收入1967亿元(+0%)，归母净利润303亿元(-15.4%)，主要受到医保控费DRG、竞争格局等影响，2025年利润端承压。新冠相关标的在2023年已基本完成进行基数消化、商誉计提和减值，相关企业的常规业务发展步入正轨。
- 单季度看，25Q1/Q2/Q3/Q4/26Q1单季度收入同比增速分别为-3.7%/-5.5%/+3.7%/+6.2%/+5.2%，归母净利润同比增速分别为-10.9%/-20.7%/-6.8%/-26.6%/-12.4%，医疗器械板块自24Q4起开始承压，25Q3收入恢复正增速。

医疗器械板块2021-26Q1关键财务数据（累计）

(亿元)	21A	22A	23A	24A	25A	26Q1
营收	1901	2294	1897	1966	1967	494
yoy	13.2%	20.7%	-17.3%	3.7%	0.0%	5.2%
归母净利润	472	600	365	358	303	81
yoy	7.2%	27.2%	-39.2%	-1.8%	-15.4%	-12.4%
毛利率	56.2%	55.3%	53.6%	53.0%	51.5%	52.1%
净利率	25.1%	26.5%	19.3%	18.2%	15.4%	16.3%
销售费用率	13.6%	13.1%	16.4%	16.0%	16.6%	15.2%
管理费用率	6.2%	5.9%	7.5%	7.5%	7.9%	7.2%
财务费用率	0.2%	-1.2%	-1.4%	-1.4%	0.0%	2.3%
研发费用率	7.5%	7.6%	10.0%	8.9%	9.8%	9.0%

医疗器械板块24Q3-26Q1关键财务数据（单季度）

(亿元)	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
营收	471	485	469	494	489	515	494
yoy	4.6%	2.5%	-3.7%	-5.5%	3.7%	6.2%	5.2%
归母净利润	85	51	92	94	79	38	81
yoy	-9.2%	-12.3%	-10.9%	-20.7%	-6.8%	-26.6%	-12.4%
毛利率	52.8%	49.9%	52.5%	51.8%	51.5%	50.2%	52.1%
净利率	18.0%	10.6%	19.7%	19.0%	16.2%	7.3%	16.4%
销售费用率	15.4%	18.2%	15.3%	16.0%	16.9%	18.1%	15.2%
管理费用率	7.7%	8.8%	7.4%	7.7%	7.8%	8.6%	7.2%
财务费用率	0.8%	-2.5%	-0.9%	-1.0%	0.6%	1.0%	2.3%
研发费用率	10.3%	11.5%	9.5%	9.4%	9.7%	10.6%	9.0%

医疗器械四大子板块

■ 细分业务有所分化。细分业务来看，2026Q1医疗设备板块的家用设备、内窥镜、测序仪，高耗板块的心脑血管、肾科和骨科、低耗板块整体表现较好。IVD板块、自动化药房等板块有所承压，主要因医疗控费政策加紧、地缘政治紧张和竞争加剧。

主营业务	25A						26Q1					
	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY
医疗设备板块（迈瑞生命信息及影像单拆）	79840	0.6%	-	-	-	-	19582	4.3%	-	-	-	-
影像设备	32631	4.7%	-	-	-	-	7451	-1.2%	-	-	-	-
家用设备	19773	7.4%	49.1%	12.8%	2537	-16.1%	5618	11.3%	50.6%	13.5%	760	-18.7%
生命信息与支持	11836	-23.1%	-	-	-	-	2780	-3.5%	-	-	-	-
内窥镜	3685	14.9%	63.3%	10.3%	379	27.0%	793	13.1%	63.7%	1.4%	11	-57.0%
测序仪	2780	-7.7%	52.9%	-8.0%	-222	-63.0%	585	28.6%	58.6%	-18.0%	-105	-21.1%
康复	1662	6.0%	67.4%	19.2%	319	4.0%	398	-0.5%	67.3%	27.6%	110	14.4%
自动化药房	787	22.3%	46.8%	6.3%	49	356.2%	118	-11.7%	35.0%	-16.8%	-20	83.4%
其他	6686	11.5%	47.5%	17.3%	1159	10.4%	1839	14.4%	45.4%	16.9%	310	-0.1%
IVD	41664	-12.3%	-	-	-	-	10160	-5.9%	-	-	-	-
免疫	26794	-8.6%	-	-	-	-	6599	-0.6%	-	-	-	-
POCT	6280	-29.2%	60.4%	45.2%	2838	-10.5%	1544	-24.8%	64.3%	32.6%	504	-26.4%
分子	5089	-1.1%	71.4%	10.0%	509	-435.8%	1166	-7.8%	71.0%	11.2%	131	-21.6%
生化	2895	-14.9%	56.7%	8.7%	253	-68.0%	711	2.4%	58.9%	19.6%	139	22.6%
其他	608	-21.8%	62.8%	7.0%	43	-68.3%	140	-0.9%	66.0%	12.5%	17	44.9%
高值耗材	33391	7.2%	66.9%	20.9%	6969	13.2%	8387	6.6%	66.3%	22.8%	1910	-0.1%
心脑血管	12784	12.1%	68.5%	21.7%	2775	60.6%	3327	7.1%	67.5%	22.7%	757	-3.4%
眼科	5817	-1.8%	69.2%	17.2%	999	-27.7%	1429	-1.7%	66.7%	21.6%	309	-9.9%
骨科	5520	17.1%	68.6%	22.5%	1240	56.1%	1228	6.6%	69.6%	21.6%	266	12.1%
肾科	4459	-6.0%	57.9%	21.2%	944	-15.6%	1199	9.2%	59.3%	28.6%	343	22.8%
其他	4810	10.2%	66.6%	21.0%	1012	-10.6%	1203	13.8%	65.8%	19.5%	235	-12.5%
低值耗材	36353	-0.9%	27.0%	4.6%	1657	-52.3%	9743	10.1%	29.5%	5.8%	565	-42.9%
手套	15666	-0.7%	21.0%	1.6%	252	-75.3%	4512	13.6%	26.0%	0.2%	11	-97.4%
医用导管及敷料	9632	5.9%	33.7%	6.1%	586	-39.8%	2253	7.4%	35.7%	9.9%	223	13.6%
药用玻璃瓶	6120	-9.8%	29.7%	12.2%	748	-29.6%	1748	8.6%	29.8%	14.2%	249	-9.5%
注射穿刺类	3799	-2.6%	29.5%	0.5%	19	-92.2%	942	4.0%	29.7%	5.2%	49	-18.3%
其他	1136	1.8%	27.9%	4.5%	52	-70.0%	289	9.1%	32.5%	11.1%	32	16.7%

数据来源：wind，西南证券整理

■ 器械板块2026Q1销售费用（+6.0%）有所提升，销售费用率为14.6%，同比下降0.1pp。整体来看，器械厂商持续推进降本增效策略，稳步拓展新海外、基层以及线上等新市场，销售费用率稳中有降。

器械公司	销售费用/亿元			销售费用率		
	26Q1	25Q1	yoy	26Q1	25Q1	同比变化
迈瑞医疗	12.4	11.8	5.2%	14.8%	14.3%	0.5pp
联影医疗	4.5	3.8	16.7%	15.4%	15.5%	-0.1pp
鱼跃医疗	4.0	3.6	11.0%	17.0%	14.9%	2.1pp
可孚医疗	3.5	2.3	54.5%	34.9%	31.0%	3.9pp
三诺生物	3.3	2.9	12.4%	26.2%	27.8%	-1.5pp
乐普医疗	2.5	3.0	-17.4%	14.7%	17.2%	-2.4pp
新华医疗	2.0	1.9	5.2%	8.9%	8.3%	0.6pp
安图生物	2.0	2.0	1.6%	20.0%	19.6%	0.4pp
南微医学	1.7	1.5	15.2%	20.1%	21.3%	-1.2pp
大博医疗	1.7	1.5	12.6%	26.7%	27.7%	-0.9pp
昊海生科	1.6	1.9	-16.5%	28.3%	31.3%	-3.0pp
新产业	1.6	1.6	-0.7%	14.1%	14.2%	-0.2pp
华大智造	1.6	1.6	-5.0%	26.7%	36.2%	-9.4pp
开立医疗	1.5	1.4	10.2%	32.2%	32.7%	-0.5pp
圣湘生物	1.5	1.5	0.1%	34.1%	31.3%	2.8pp
万孚生物	1.4	1.6	-13.6%	23.6%	19.9%	3.8pp
迈克生物	1.3	1.3	1.0%	27.9%	25.8%	2.2pp
欧普康视	1.3	1.2	2.9%	27.9%	26.0%	1.9pp
楚天科技	1.3	1.3	-3.0%	11.4%	12.1%	-0.6pp
惠泰医疗	1.1	1.0	16.9%	16.3%	17.4%	-1.1pp
医药生物(申万)	743	729	1.8%	12.0%	12.1%	-0.1pp
医疗器械(申万)	88	83	6.0%	14.6%	14.7%	-0.1pp

■ 医疗控费政策下，厂商持续推进降本增效，器械板块2026Q1研发费用（+1.3%）小幅提升，研发费用率为8.8%，同比下降0.5pp。

器械公司	研发费用/亿元			研发费用率		
	26Q1	25Q1	yoy	26Q1	25Q1	同比变化
迈瑞医疗	8.0	7.7	4.6%	9.6%	9.3%	0.3pp
联影医疗	3.8	3.8	-0.2%	13.0%	15.3%	-2.3pp
乐普医疗	2.4	2.0	18.3%	14.4%	11.7%	2.7pp
鱼跃医疗	1.6	1.6	1.5%	6.7%	6.4%	0.3pp
华大智造	1.4	1.4	0.4%	23.3%	29.9%	-6.6pp
安图生物	1.3	1.3	2.7%	13.5%	13.1%	0.4pp
楚天科技	1.2	1.0	24.7%	10.7%	8.8%	1.9pp
开立医疗	1.2	1.3	-8.3%	24.0%	29.2%	-5.2pp
新产业	1.1	1.0	5.3%	9.5%	9.1%	0.4pp
惠泰医疗	1.0	0.7	28.9%	13.5%	13.1%	0.4pp
英科医疗	0.9	1.0	-5.0%	3.3%	4.0%	-0.7pp
奕瑞科技	0.9	0.6	46.6%	12.8%	12.5%	0.4pp
海尔生物	0.8	0.8	4.4%	12.9%	11.7%	1.2pp
大博医疗	0.8	0.8	3.3%	12.3%	13.9%	-1.6pp
新华医疗	0.7	0.9	-20.2%	3.3%	4.1%	-0.7pp
万孚生物	0.7	1.0	-28.6%	12.7%	12.9%	-0.2pp
东富龙	0.7	0.8	-10.8%	6.4%	7.0%	-0.6pp
迈克生物	0.7	0.6	14.8%	14.9%	12.1%	2.8pp
理邦仪器	0.7	0.8	-11.9%	13.1%	18.3%	-5.2pp
亚辉龙	0.7	0.7	-0.7%	16.6%	15.9%	0.7pp
医药生物(申万)	275	271	1.5%	4.4%	4.5%	0.0pp
医疗器械(申万)	53	52	1.3%	8.8%	9.3%	-0.5pp

- 截止2026H1，高值耗材类已进行6批国采，分别为2020年冠脉支架、2021年人工关节、2022年脊柱、2023年人工晶体和运动医学、2024年的人工耳蜗和外周血管类、2025年的药球和泌尿类耗材。2026H2即将开展的消化介入类、骨科脊柱类、人工晶体类、运动医学类等四类耗材，主要品类已基本覆盖完全。从集采规则来看，中选机制从低价竞争转为带有复活机制、保底价格兜底，避免企业陷入恶意降价困境，平均降幅也从冠脉支架的93%调整至70~75%区间。
- 医药集采“反内卷”：不再简单的以最低报价作为参考，推动器械板块价值重估。7月24日举行的国新办新闻发布会上，国家医疗保障局副局长施子海在回应记者提问时表示，近期第十一批集采工作已经启动，国家医保局研究优化具体规则，在中选规则方面，优化价差的计算“锚点”，不再简单的以最低报价作为参考，同时对于报价最低的中选企业，要公开说明报价的合理性，并承诺不低于成本报价。医药反内卷聚焦“稳临床、保质量、防围标、反内卷”，目的在于遏制企业通过超低价恶性竞争，避免牺牲质量换取市场份额，引导行业从“价格战”转向“质量竞争”。我们认为药品集采规则优化已延伸至医疗器械端。
- 第七批国采种类包括骨科脊柱类、人工晶体和运动医学类耗材共三类耗材的续采（第三批、第四批国采续采），新增消化介入类医用耗材，第七批国采预计于2026H2启动。

七批国家组织高值耗材带量采购总结

集采批次	第一批	第二批	第三批	第四批	第五批	第六批	第七批
集采启动日	2020.10.16	2021.6.21	2022.7.11	2023.9.14	2024.11.29	2025.12.22	预计2026H2
中选结果公示时间	2020.11.9	2021.9.18	2022.9.30	2023.12.13	2024.12.25	2026.1.14	-
品种	冠脉药物洗脱支架（钴铬或铂铬合金）	初次置换人工全髋关节、初次置换人工全膝关节	骨科脊柱类耗材	人工晶体；运动医学类	人工耳蜗、外周血管支架	药物涂层球囊、泌尿类介入类耗材	消化介入类、骨科脊柱类、人工晶体类、运动医学类
首年意向采购量/万个	107	54	121（不包括骨水泥）	人工晶体192万个	人工耳蜗2.2万个，外周血管支架26万个	药物球囊61万个	-
平均降价幅度	-93%	-82%	-84%	-70%	人工耳蜗约-75%	-	-
是否伴随费用	否	是					-
执行周期	2年	2年	3年	2年	3年	2年	-
续采时间及价格变化	2022续采，平均价格+14%	2024年续采，平均价格-6%	合并为第七批国采	合并为第七批国采	预计2028年续采	预计2028年续采	-

数据来源：省医保局、国家组织医用耗材联合采购平台、西南证券整理

- 第六批国采相比前五批次，1) 新增锚点价，取“同竞价单元均价65%”与“同竞价单元最低价”二者较高值，低于锚点价者需提交报价合理性说明；2) 二次报价，主动下调报价可中选；3) 严格考核中选企业资质和产品质量。1) 正式引入基于平均报价的“锚点价”机制，在厂商成本与降价中选间达成平衡，整体降幅趋于温和合理。2) 提供更灵活的复活机制，保障配合集采规则的企业100%中选。3) 加强中标产品的质量把控。4) 规则明确，中选概率提高，第六批中选率89%。我们预测26H2即将开展的第七批国采规则与第六批类似，

前六批国家组织高值耗材带量采购总结

集采批次		第一批	第二批	第三批	第四批	第五批	第六批
品种		冠脉药物洗脱支架（钴铬或铂铬合金）	初次置换人工全髋关节 初次置换人工全膝关节	骨科脊柱类耗材	人工晶体 运动医学类	人工耳蜗 外周血管支架	药物涂层球囊 泌尿类介入类耗材
分组规则		不分组	根据医疗机构采购需求、企业供应能力、产品材质等条件，分A、B组	同第二批，新增 C组 （产品类别不完整）	同第二批	人工耳蜗不分组 外周血管支架按照医疗结构需求量分A、B组	根据需求量分A、B组
入围规则 （价格由低到高）		前10名，等量增补	差额入选，不超过24家	差额入选，不超过30家	差额入选，不超过30家	差额入选，不超过15家	差额入选，不超过16家
中选规则 （申报价/竞价比价）	规则一	≤同产品最低价1.8倍； 大于同产品最低价1.8倍，但小于2850元	≤同产品最低价1.5倍； 大于同产品最低价1.5倍，但小于 最高有效申报价 50%	≤同产品最低价1.3倍； 大于同产品最低价1.3倍，但小于 最高有效申报价 50% （不同单元价差比前3淘汰）	同第三批	≤同产品最低价1.5倍	≤锚点价1.5倍（锚点价取竞价算术平均值65%和最低价二者高值）
	规则二	-	A组报价≤B组最高中选价，且≤最高有效申报价50%	A组报价≤B组最高中选价，且≤最高有效申报价50%	人工晶体降幅超40%、运动医学60%	入围厂商 二次报价复活 ：人工耳蜗降幅超20%、外周血管30%+低于最低价1.3倍+低于最高中选价+低于第一次报价	入围厂商 二次报价复活 ：降幅超30%+低于锚点价1.4倍+低于第一次报价
	规则三	-	≤ 其他产品类别最高中选价，且≤最高有效申报价50%	降幅超过60%	竞争不充分 （申报企业不超过2家），人工晶体降幅超20%、运动医学30%	未入围厂商 二次报价复活 ：人工耳蜗降幅超20%、外周血管30%+低于最低价1.2倍+低于最高中选价+低于第一次报价	未入围厂商 二次报价复活 ：降幅超30%+低于锚点价1.3倍+低于第一次报价
分配规则	已中选厂商	100%意向采购量	按照中选排名 分配量递减 （70%~100%）	按照中选排名分配量递减（50%~100%）	同第三批	按照中选排名分配量递减（30%~100%）	按照中选排名分配量递减（40%~100%）
	剩余待分配量	10%分配给最低价产品 其余医疗机构选择	医疗机构自主选择	医疗机构自主选择	医疗机构自主选择	医疗机构 按规则分配 ：排名前40%的中选企业，或填报过采购需求量的产品（规则3复活除外）	同第五批

检验类立项指南再次征求意见稿发布，明确定价边界，规范收费执行。2026年3月，医保局发布《检验类医疗服务价格项目立项指南（征求意见稿）》，7月医保局再次就立项指南向各省医保局征求意见，发布《检验类医疗服务价格项目立项指南再次征求意见函》。立项指南的多次意见征求为实验室检验项目分类、服务定价以及医保收费等提供了统一框架，推动IVD行业走向精细化管理。

- ✓ **项目数量从繁至简，六大分类明确。**实验室检查项目由2023年的1754项精简为573项，在二次意见中补充至628项。归入生化（208项）、免疫（207项）、临检（146项）、微生物（24项）、分子诊断（23项）、输血与血型（20项）六大专业类别，输血与血型、分子诊断调整为独立分类。
- ✓ **AI辅助诊断**并入价格构成内容，不再作为扩展项单列或者单独收费。
- ✓ **医疗服务价格构成细化**，7月意见函中服务价格构成新增质量控制和校准、报告审核和录入系统、样本保存以及必要时复检等环节，成本核算覆盖更完整。服务产出标准更加严格，检验科需要出具符合要求的检验过程和结果数据。

实验室检验类项目立项指南更新及变化

	《全国医疗服务项目技术规范 (2023年版)》	《检验类医疗服务价格项目立项指南（征求意见稿）》	《检验类医疗服务价格项目立项指南再次征求意见函》
发布机构和时间	卫健委2023.10	医保局2026.3	医保局2026.7
实验室检查项目	6大类，共计1754项	573项	6大类，共计628项
项目分类	分子生物和细胞遗传学（462项）、免疫（410项）、血液学（324项）、生化（280项）、微生物与寄生虫（195项）、体液类（122项）	/	生化（208项）、免疫（207项）、临检（146项）、微生物（24项）、分子诊断（23项）、输血与血型（20项）
命名逻辑	通常以“被测物质”命名	通常以“被测物质”命名	以“临床用途 / 疾病谱”命名
项目联检定价	/	/	总费用 $P=p*1.8*\log_2X$ (p:联检覆盖多项检验指标的均价,X:检验指标数)
AI辅助诊断	/	作为扩展项单独列项	纳入价格构成列
服务价格构成	样本采集→接收→检验→报告审核、录入系统→出具报告→医疗废物处置	样本采集→接收→检验→ AI辅助诊断 →出具报告并上传→医疗废物处置	样本采集→接收→ 质量控制、校准 →检验→ AI辅助诊断 → 报告审核、录入系统 →出具报告并上传→ 样本保存 →医疗废物处置→ 必要时复检
服务产出标准	出具分析报告	上传符合标准的检验结果报告	出具符合要求的检验过程和结果数据

2026H2~2027年预计高耗集采进展

在“稳临床、保质量、防围标、反内卷”原则下（2025年6月国常会定调、企业质量/履约/售后纳入评标权重、价格不再唯一），叠加“锚点价+多重复活机制”，26H2-27集采整体呈温和、可控态势，续约降价概率低甚至部分品种价格趋稳/微调，龙头以价换量、加速国产替代。

产品类别	细分产品/组合	集采范围/牵头方	批次/项目	预计时间点（执行/启动）	备注与方向判断
消化道介入耗材	基础GI类（止血夹、活检钳）+ 高端手术耗材（EMR/ESD/ERCP 用导丝、网篮、注射器、球囊、切开刀等），基本涵盖所有主流消化介入耗材	国家组织，天津市医药采购中心承办	消化介入类国采（第七批候选核心品类之一）	2026/6月起开展产品信息维护；预计2026中旬完成信息维护、2026年底完成报量、2027年中旬全国执行	止血夹全国落地符合预期，参考广东集采价基本无进一步下降空间；ERCP等高端耗材纳入超预期但预计延续温和，利好南微医学、安杰思等国产厂商保留合理利润+加速进口替代
血管介入-冠脉	冠脉介入球囊类（特种球囊）	全国联动集采，河南牵头（HN-GHDL-2026-1）	冠脉介入球囊类省际联盟	拟中选结果已于2026/3月公示；预计2026H2 执行，采购周期2年（至2028H2）	相比最高有效申报价降幅约20%，属温和；与已集采心脏支架、药物球囊形成协同
电生理	射频消融导管、PFA（脉冲电场消融）、高密度标测、压力消融等电生理介入耗材	省际联盟，福建牵头（续约/扩围）	电生理介入耗材省际联盟集采续约	上一轮已到期，预计2026年（年中前后）落地续约	北京已率先将PFA纳入且降幅温和；此次预计纳入此前未纳入的国产射频+PFA，促国产入院但终端价或小幅下降
神经外科/止血	止血材料（3+N联盟）	京津冀"3+N"联盟	止血材料类省际联盟	预计2026H1-H2 陆续执行，采购周期2年（至2028）	与已执行的止血夹、颅内取栓支架等同批推进；降幅尚未公布
神经外科	硬脑膜/硬脊膜补片	京津冀"3+N"联盟	硬脑（脊）膜补片类省际联盟	中选结果已出，天津2026-05-26 起执行，采购周期2年（至2028）	降幅未披露；属神经外科耗材扩围
结构性心脏病	心脏封堵器（含 PFO/房间隔/室间隔封堵器）	全国联动集采，福建牵头	结构性心脏病封堵器类省际联盟	中选结果已出，2026-05-31 起执行，采购周期3年（首年至2027-05-30，整体至2028-12-31）	结构性心脏病领域首批联盟集采落地

2026H2~2027年预计高耗集采进展

产品类别	细分产品/组合	集采范围/牵头方	批次/项目	预计时间点（执行/启动）	备注与方向判断
骨科	脊柱类 (组套、融合器、螺钉等)	国家组织	骨科脊柱国采续约（3年期到期后全面接续）	预计2026下半年开启新一轮续约	组套价格趋稳、不会大幅变化；高价差单品（融合器/特殊螺钉）拉齐；或纳入脊柱微创、扩大刀头、3D打印新品；以价换量、进口替代逻辑延续。威高骨科视2026为最重要续约窗口
骨科	运动医学	国家组织	运动医学国采续约（2年期到期）	预计2026下半年面临续约	与人工晶体同批2年期，2026H2续约；高端领域国产替代空间大
眼科	人工晶体（IOL）	国家组织	人工晶体国采续约（2年期到期）	预计2026下半年面临续约	价格趋稳、降价概率低
血管介入-冠脉	冠脉支架	国家组织	冠脉支架国采续约（第一次2年、第二次3年）	预计2026年中/下半年开启接续采购	首批国采品种，价格已充分出清，续约价大概率趋稳
血管介入-冠脉	冠脉导引导管、导引导丝	浙江16省联盟	浙江联盟续约	本轮2025/09到期，预计2026年续标	上轮降幅45%；续约温和
结构性心脏病	心脏瓣膜 (含 TAVR 经导管主动脉瓣)	医保局价格调整	医保局价格调整	甘肃曾开展瓣膜（含TAVR）集采探索；最终医保局对TAVR选择"价格调整"工具而非直接集采	TAVR未直接大范围国采，改为温和价格调整；行业增速7-8%；预计2026价格不会大幅下降

数据来源：各省份集采文件，西南证券整理及分析

中美关税：2025年对等关税贸易战基本落地，积极探索降税路径

2025年对等关税贸易战基本落地，关税+27pp以及24pp对等关税暂缓1年执行（再谈日期预计为2026.10）。2025年起，美国对中国发起了多轮加征关税行为：1）2025年2月起，美国政府宣布以芬太尼等问题为由，连续2轮对所有中国输美商品加征10%关税。2）4月2日，特朗普在白宫签署两项“对等关税”的行政令，宣布美国对贸易伙伴设立10%的“最低基准关税”，并对某些贸易伙伴征收更高关税。其中，对中国输美商品加征34%的“对等关税”，叠加此前加征的20%税率，总关税达54%。3）4月7日，对等关税提高至为84%（+50pp），2025年累计加征达104%。4）4月9日，继续+21pp，加征关税达125%。5）4月10日，+20pp，加征关税达145%。6）5月12日，中美达成一致，保留10%对等关税+24%暂缓90天关税。7）8月12日，中美《斯德哥尔摩经贸会谈联合声明》宣布24%对等关税继续暂缓90天。8）10月30日，中美经贸团队通过吉隆坡磋商达成多项共识，包括取消10%“芬太尼关税”、以及24%关税继续暂缓1年等。中美本轮贸易战基本落地，中国输美商品平均关税提高至47.6%（+27pp）。9）6月2日，USTR启动约300亿美元非敏感商品的对等降税意见征询（7.10书面意见提交截止，7.27反驳意见截止），正式清单后续择机公布。

时间	美国加征关税内容	影响产品范围	主要产品类型	中国输美商品平均关税
2025.2	对中国所有输美商品加征10%“芬太尼关税”	100%	所有进口商品	30.7%
2025.3	对中国所有输美商品继续加征10%“芬太尼关税”			40.7%
2025.3	钢铁及衍生品加征25%，汽车加征25%		钢铁及衍生品、汽车	-
2025.4.2	对华加征对等税率34%(4.9生效)		包括药品、原料药接近千种产品豁免	74.7%
2025.4.8	要求中国在4.9取消反制，否则对等关税加征至84%（+50pp），累计104%		继续豁免消费电子（手机、笔记本电脑、硬盘、内存芯片）、半导体（光刻机零部件、封装材料）、新能源与通信（5G基站核心模块、太阳能电池板）等产品	124.7%
2025.4.9	关税加征至125%（+21pp）			144.7%
2025.4.10	修改行政命令，对等关税改为125%，实际累计加征145%（25年）			164.7%
2025.5.12	美国暂停对中国商品加征的24%关税（90天缓冲期），保留10%税率加征关税			51.8%
2025.8.12	24%对等关税继续暂停90天，再谈日期为11月10日		8月对半成品铜材及衍生产品加征50%关税等	57.6%
2025.10.30	取消10%“芬太尼关税”，24%对等关税暂缓1年		-	~47.6%
2026.5	经贸磋商取得阶段性成果，建立“美中贸易理事会”，探索对等降税路径		-	
2026.6.2	USTR启动约300亿美元非敏感商品的对等降税意见征询（7.10书面意见提交截止，7.27反驳意见截止）		-	-

中美关税：医疗器械未进入对等关税豁免范围，对等关税暂缓一年

- ❑ **医疗设备**：2018年7月，美国已对X射线断层检查仪、彩超诊断仪、核磁共振装备、心电图仪及零配件等医疗设备产品加征25%关税，叠加2025年的20%关税，医疗设备领域关税达到45%。
- ❑ **低值耗材和呼吸机领域**：2024年9月，拜登政府发布《301调查行动四年回顾》，预计分阶段（2024-2026）对中国一系列战略性产品加征关税，包括个人防护装备（包括呼吸机和口罩）、注射器和针头和医用橡胶手套等。叠加2025年关税后税率将超过70%，其中注射器和针头将达到120%。
- ❑ **IVD和高值耗材**：2024年IVD和高耗领域出口至美国规模较小，此前未有制裁，加关税后预计达到20%，加关税后短期影响较小。

医疗器械领域加征关税税率：美国进口关税

时间	2018年	2024年		2025年		
	301加征关税	5月加征幅度	9月方案更新	新增关税	基础税率	现关税率
注射器和针头		0%→50%	24年执行 100%	10%芬太尼关税+10%对等关税 + 24%暂缓一年关税	0%	120%
医用橡胶和外科手套		7.5%→25%	25年执行 50% 26年执行100%			25年70% 26年120%
个人防护装备		0~7.5%→25%	26年提升到 50%			25年45% 26年70%
X射线断层检查仪、彩超诊断仪、核磁共振装备、心电图仪及零配件等设备	25%					45%
康复设备						20%
IVD						20%

中美关税：中国采取反制，加征后不同板块有所分化

- ❑ **中国反制**：中国对WTO组织国实行最惠国税率，2025年4月4日，国务院宣布对原产于美国的所有进口商品加征关税，在现行适用关税税率基础上加征10%对等关税，于4月10日起生效，加征关税后器械不同板块有所分化。
- ❑ **低值耗材**：最惠国税率为6~8%，加征后为16%~18%，2026年部分产品（如注射器、针头、手套）比美国关税低约100pp。
- ❑ **设备**：比美国关税低约25~30pp。
- ❑ **IVD**：比美国关税低约5pp。

医疗器械板块中美关税税率：中国进口关税

	产品类型	2025年 加征幅度	最惠国税率	基础税率
低值耗材	注射器和针头	10%对等关税 +24%暂缓一年关税	8%	50%
	口罩		6%	17~30%
	医用橡胶和外科手套		8%	55%
设备	呼吸机和面罩		4~8%	17~30%
	X射线断层检查仪、彩超诊断仪、核磁共振 装备、心电图仪及零配件等其他设备		0-5%	17% (B 型超声波诊断仪为35%)
	康复		10%	40%
IVD			3~4.5%	20%~35%
其他			17%	17%

中美关税：医疗器械子板块影响有所分化

□ 根据海关总署数据，中国器械出口略大于进口

- 2025年中国医疗器械出口至美国649亿元（占医疗器械出口22%）——其中医用耗材300亿，医疗设备268亿，康复产品39亿，IVD 19亿，其他23亿。
- 2025年中国医疗器械从美国进口494亿元（占医疗器械进口21%）——其中医用设备229亿、医用耗材136亿、IVD 124亿、其他5亿。

□ 美国对中国输美商品加征关税对设备及低耗略有影响，但中方反制裁对外资影响较小（对国产替代属于小利好）

- **美国加征关税对中国出海器械的影响，从出口份额看，耗材>设备>IVD。**低值耗材和设备出口份额较高，但部分国产企业已提早在东南亚、墨西哥等海外地区积极设厂，一定程度上减免了美国加征关税对企业出海的不利影响，无需过度担心。另外，出海比例高不等于出海美国比例高，短期内中国产品有能力出口到美国的仍属少数（设备以高端为主，高耗比例低），但若美国加征关税持续时间较长，会影响相关企业出海美国的战略化布局（市场价格高，利润率高，只是市场竞争激烈，国际巨头林立，FDA取证较为困难，美国本地化布局对国产企业来说在摸索的早期阶段）。高值和IVD美国本土龙头实力强劲，中国正处于美国市场拓展期，出口总额处于低位，受关税影响较小。
- **中国反制裁对进口的影响，从进口份额看，设备>耗材>IVD：**大部分设备和IVD外资已在中国设厂，因此中国泛产品的关税反制裁对国内的外资影响较小。低值耗材国产化率普遍较高，美国进口份额较小，预计受关税反制影响较小。高值耗材已基本处于集采覆盖下，外资和国产入院价格处于同一水平，中国关税反制裁预计将使进口产品价格有所提升，部分低国产化率的耗材有望加快国产替代进程。

□ 建议关注后续政策动态变化。

公共采购制裁：欧盟启动IPI调查，限制国产器械参与欧盟公开招标

- 2025年6月2日，欧盟根据《国际采购工具》（IPI）对中国械企采取惩罚性措施进行投票，该措施将限制中资企业在未来5年（起始日期为2025/6/30）内参与价值超过500万欧元（~4100万元）的欧盟医疗器械公开招标项目。2025年中国医疗器械对欧洲出口总额984亿元，进口总额869亿元，中国向欧洲出口的大品种主要为按摩器具、手套、医用仪器耗材等，单价达到500万欧元的品类有限。
- **IPI工具并非零和博弈，意在逼迫中国采购让步。**2024年4月，欧盟以所谓“不公平竞争”为由，对中国医疗器械政府采购中的市场准入问题发起为期9个月的调查。调查显示中国超87%公共投标存在直接或间接歧视，6月欧盟拟对中国械企采取惩罚性措施。考虑到2024年11月欧盟拟对中国进口电动汽车加征单边关税，中欧在5轮探讨后达成互惠互利协议，欧盟取消关税上调。**我们认为，欧盟采取IPI工具可能也为一种博弈，意在逼迫中国在医疗器械公共采购领域让步。**

IPI使用范围

项目类型	触发IPI工具启动的金额门槛
商品或服务	预估价值等于或大于 500万欧元 （扣除增值税后）
中标供应商产品来自中国医疗器械比例	不超过50%

2025年中国向欧洲出口贸易额Top 10（医疗器械）

细分品类	出口规模/亿元	占比
按摩器具	83.1	8.5%
其他医疗、外科或兽医用仪器及器具	58.9	6.0%
硫化橡胶制医疗、外科、牙科或兽医用分指手套、连指手套及露指手套	55.1	5.6%
其他针、导管、插管及类似品	53.1	5.4%
太阳镜	42.1	4.3%
未列名矫正视力、护目等用途的眼镜等物品	36.7	3.7%
其他附于衬背上的诊断或实验用试剂及不论是否附于衬背上的配制试剂	31.9	3.2%
彩色超声波诊断仪	24.0	2.4%
X光发生器等、检查用家具等；9022设备零件	23.8	2.4%
未列名胶粘敷料及其他有胶粘涂层的物品	20.9	2.1%

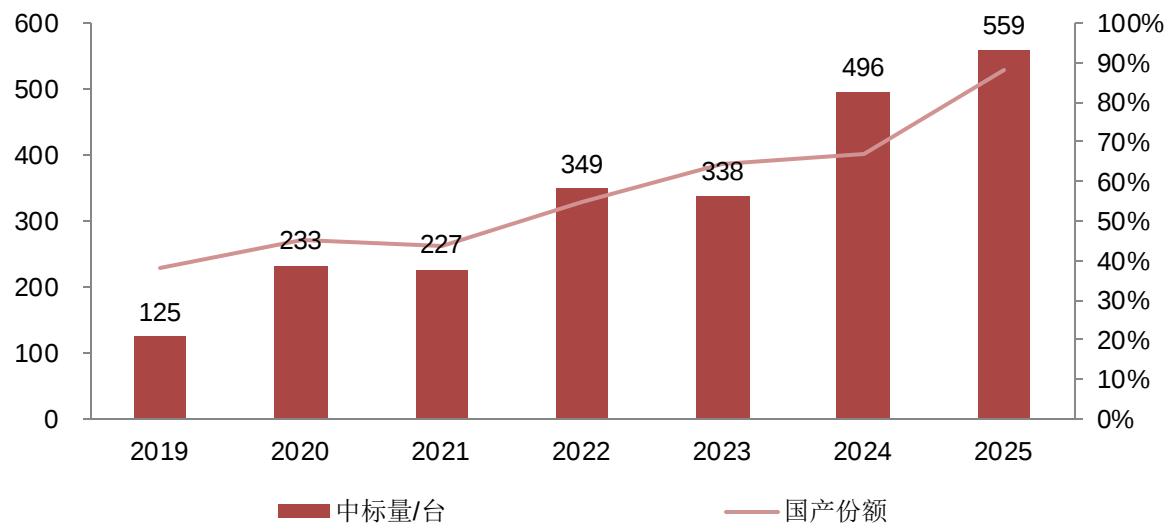
2025年中国从欧洲进口贸易额Top 10（医疗器械）

细分品类	进口规模/亿元	占比
其他附于衬背上的诊断或实验用试剂及不论是否附于衬背上的配制试剂	164.1	18.9%
显微镜（光学显微镜除外）；衍射设备	78.6	9.0%
其他医疗、外科或兽医用仪器及器具	54.4	6.3%
检镜切片机；9027所列仪器及装置的零附件	40.1	4.6%
其他针、导管、插管及类似品	38.7	4.5%
X射线管	37.7	4.3%
眼科用其他仪器及器具	33.1	3.8%
X光发生器等、检查用家具等；9022设备零件	30.9	3.6%
X光检查造影剂；用于病人的诊断试剂	29.8	3.4%
未列名X射线的应用设备	28.2	3.2%

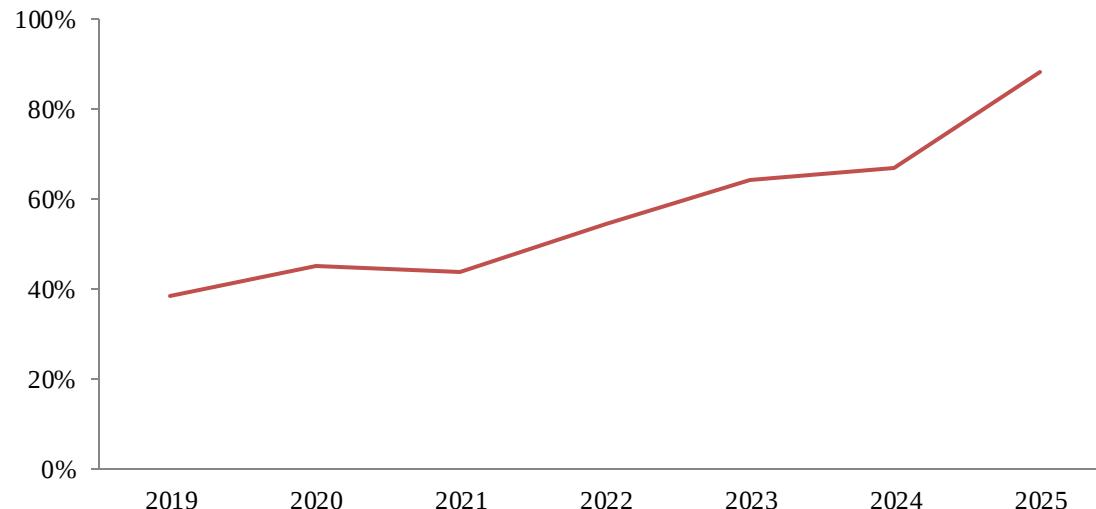
公共采购制裁：基因测序成为中美医药博弈主战场，国产替代加速

- **基因测序和CXO成为中美医药博弈主战场。**2025年1月6日，美国国防部首次将华大基因列入“中国涉军企业”清单（1260H清单）。2026年6月8日，美国国防部再次更新清单，共包含188家中国实体（含母公司与子公司），涉及的生物医药领域实体公司包括华大智造（基因测序仪）、华大基因（基因测序服务）、诺禾致源（基因测序服务）、原能细胞（细胞生物学）和药明康德（CXO）。被列入1260H不等于被制裁。它不冻结资产、不禁止一般商业往来，也不直接触发出出口管制许可，但会触发美国国防部的采购禁令，并带来显著的声誉与连带合规风险。
- **Illumina列入不可靠实体清单，国产测序仪加速替代。**2025年3月4日，中国商务部发布《不可靠实体清单工作公告》，将美国Illumina公司列入不可靠实体清单，相关在华业务将受到限制，部分已中标订单也作废。本土基因测序厂商迎来发展契机，国产化率快速提升。据众成数科数据，截至2025年，国内累计中标559台基因测序仪，国产化率增长至88.3%，建议关注基因测序产业链标的以及后续中美贸易关系走向。
- **相关标的：**华大智造、圣湘生物、安图生物、亚辉龙。

2019~2025年国内基因测序仪中标数据



2019~2025年中国测序仪国产化率（按销售额）



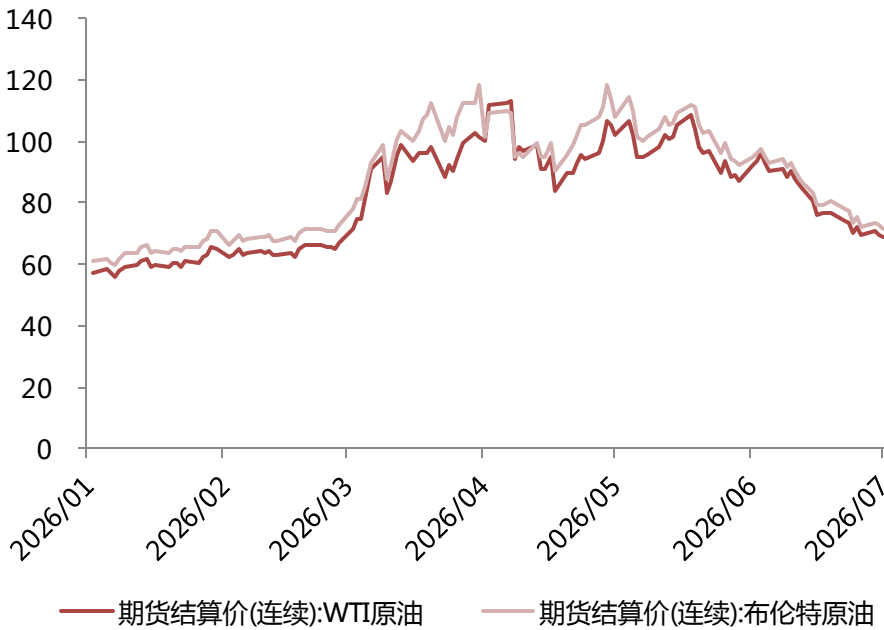
地缘冲突对上游原料价格形成扰动，催化手套行业迎来供需拐点

■ **中东地缘冲突对上游原料价格形成扰动，催化手套行业迎来供需拐点。**一次性手套按材质可划分为乳胶手套、丁腈手套、PVC手套和PE手套，核心原材料主要来自石油产业链下游产物，成本和定价受原油价格影响。2026年初以来，中东地缘冲突对全球原油及化工产业链形成扰动，国际原油价格波动较大。WTI原油期货价格高峰期达113美元/桶，相较年初价格上涨97%，ICE布油期货价格高峰期达118美元/桶，相较年初价格上涨95%。以丁腈手套为例，原油产物如丁二烯、丙烯腈等因供给紧张导致价格快速上涨，拉动下游丁腈乳胶以及手套价格上行。考虑到地缘冲突尚未稳定，原油供给和下游丁腈乳胶炼化恢复时间较长，手套行业涨价趋势有望继续保持，建议持续关注地缘冲突和手套行业供需变化。

一次性手套分类

手套种类	2017-2021年 全球平均售价 (美元/千只)	产品性能						原材料特性		
		弹性及 贴服性	不致敏性	耐油性	耐磨性	耐穿刺性	耐酸碱性	主要 原材料	原材料供应 稳定性	主要原材料商区域分布
 乳胶手套	21.54	✓✓✓✓	✓【其中的蛋白质易使人体过敏】	✓	✓✓	✓✓	✓	天然乳胶	✓【原材料受橡胶树生长周期限制，供应量有限且成本高】	 泰国 马来西亚 印度尼西亚
 丁腈手套	33.64	✓✓✓	✓✓✓	✓✓✓✓	✓✓✓	✓✓✓✓	✓✓✓	丁腈胶乳	✓✓✓	 中国大陆 韩国 马来西亚
 PVC手套	16.52	✓✓	✓✓✓✓	✓✓	✓✓✓✓	✓✓✓	✓✓✓✓	PVC糊树脂、增塑剂、降粘剂	✓	 主要分布在中国西北、华北地区还有辽宁沈阳
 PE手套	在所有品类中价格最低	✓	✓✓	✓✓✓	✓	✓	✓✓	聚乙烯	✓✓✓✓	 中国大陆 美国

原油价格变化，美元/桶



数据来源：英科医疗、头豹研究院、Wind，西南证券整理

医用医疗设备以旧换新政策的提振利好

- 医疗设备以旧换新是国家推动设备以旧换新政策的一个组成部分。政策目标是到2027年医疗设备投资规模较2023年增长25%以上，即约6%年增速由政策托底。在宏观承压的情况下，确保医疗设备增长不失速。
- 从前瞻性招投标数据上看，从2024/11月开始预计陆续有项目落地。
- 此外趁着以旧换新，多政策叠加有望提振国产设备入院需求。1) 12月5日财政部就政府采购征求意见，拟给予本国产品相对于非本国产品20%价格评审优惠。2) 医保局连续出台一系列医疗服务价格项目立项指南，医疗服务费用管控预计也会倒逼医院缩减成本。医院资金紧张下，后续亦有减少设备采购价格的预期。
- **因此，后续演变的核心看点是持续性财政支持：2026年预计新一轮超长期国债对医疗设备以旧换新的支持。**预计国家持续支持“两重”项目和“两新”政策实施，医疗设备和消费医疗产品迎来增量政策。
- **以旧换新相关标的：联影医疗、迈瑞医疗、开立医疗、澳华内镜。**

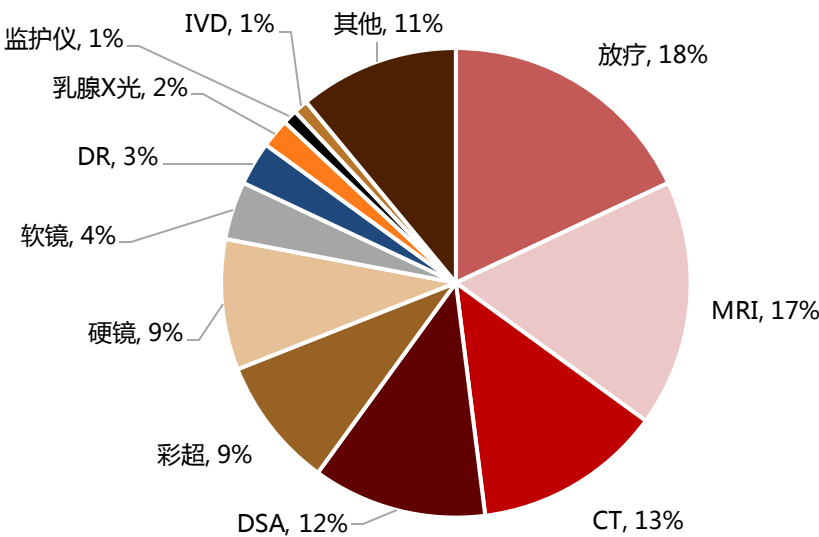
医疗设备招投标回顾：以旧换新和设备集采提振医疗设备行业需求

- **产品品类**：医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人、教学及科研技术等医疗设备
- **大规模以旧换新政策落地对需求提振及产业结构化升级具有重要意义**
 - 涉及两个方向医疗设备需求：1) 教学及科研技术医疗设备；2) 医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级。具体涉及产品方向：医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备。
 - 例如，福建省发改委发布《福建省发展和改革委员会关于同意福建省省级高水平医院医疗设备更新项目可行性研究报告暨初步设计的函》，项目包括福建省立医院等10家医院设备更新项目，总投资金额为7.59亿，其中医学影像为主要采购产品品类。
- **医疗设备具有固定更新周期、技术迭代和功能升级需求等特点，在政策支持下医疗设备，尤其是低国产化率赛道有望能加速国产升级，医疗设备或迎来继医疗新基建、贴息政策后的新一波需求释放高峰。**
 - 以旧换新政策自2024Q4起开始大规模落地，对相关器械公司业绩端的利好预计持续到2027年
 - 从设备更新换代的角度上来看，现阶段医学影像类设备更新需求加快
 - 从区域角度来看，基层县域市场是医疗设备以旧换新的焦点

医疗设备更新周期

设备类型	折旧时间/年	具体品种
高压氧舱	10	-
病房护理设备	10	病床、推车、婴儿暖箱、通讯设备
高能射线设备	8	直线、感应、回旋、正电子加速器
光学仪器及窥镜	6	验光仪、裂隙灯、手术显微镜、内窥镜
医用超声仪器	6	A超、B超、M超、UCT、超声净化设备
医用磁共振设备	6	永磁型、超导型、常导型
医用X线设备	6	普通X线机、CT、造影机、数字减影机、X光刀
医用核素设备	6	核素扫描仪、SPECT、钴60机
消毒设备	6	各类消毒柜、洗刷机、冲洗机
医用电子仪器	5	心、脑、肌电图、监护仪器、起搏器等
物理治疗及体疗设备	5	电疗、水疗、光疗、体疗、蜡疗、热疗等
生化分析仪	5	电泳仪、色谱仪、自动生化分析仪
体外循环设备	5	人工心肺机、透析机
手术急救设备	5	手术台、麻醉机、呼吸机、吸引器

福建省立医院等10家医院设备更新项目



数据来源：医械汇，国务院，福建省发展和改革委员会官网

医疗设备招投标回顾：以旧换新和设备集采提振医疗设备行业需求

1) 中央财政配套资金来源：来自超长期万亿国债

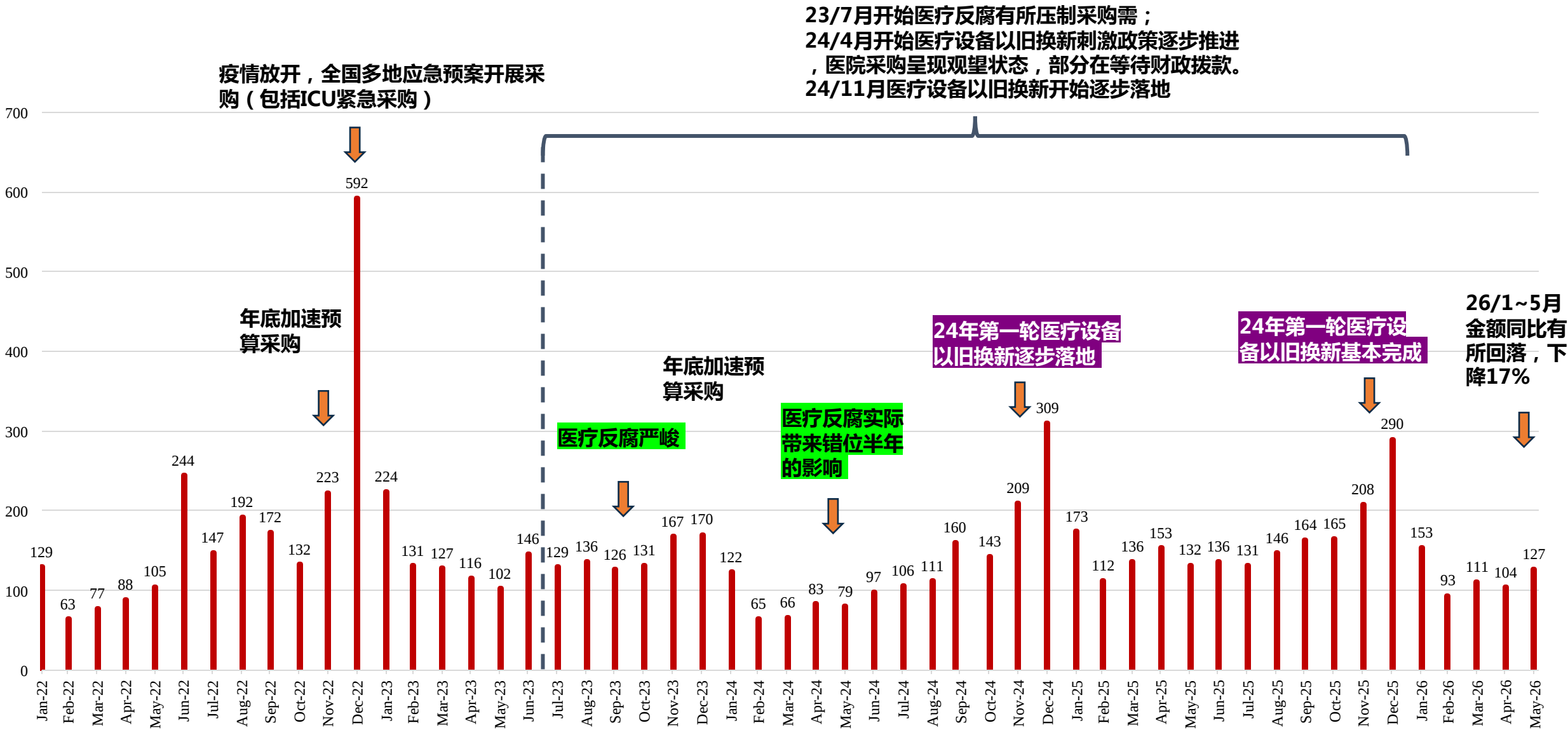
- **1998年**的特别国债主要用于补充四大国有独资商业银行的资本金，以应对亚洲金融危机带来的影响（30年期）
- **2007年**的特别国债主要用于购买外汇，作为国家外汇投资公司的资本金来源
- **2020年**的万亿特别国债是在新冠肺炎疫情背景下发行的，主要用于疫情防控和经济社会发展（10年期）
 - 7000亿用于地方基础设施建设和抗疫相关支出（通过中央政府性基金转移支付下达地方，本金由地方财政偿还，但利息由中央财政负担）
 - 3000亿用于补助地方疫情防控支出（列入特殊转移支付，本金利息均由中央财政承担）
- **2024年**万亿特别国债专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，统筹安排3000亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新
 - 政府工作报告提出，从24年开始拟连续几年发行超长期特别国债，24年先发行1万亿元。
 - 根据《关于公布2024年一般国债、超长期特别国债发行有关安排的通知》的发行安排，国债发行期限分别为20年、30年和50年，发行次数分别为7次、12次和3次（共计22次）。
 - 特别国债投向领域：粮食安全、能源安全、产业链安全、新型城镇化、乡村振兴等关系到强国建设和民族复兴
 - 特别国债在预算管理方面也明显有别于普通国债：与普通国债被纳入一般公共预算账本，计入财政赤字不同，特别国债是纳入政府性基金账本，不计入财政赤字。
 - 财政部发布的《关于2024年中央和地方预算草案的报告》，中央政府性基金预算收入4474.52亿元，加上上年结转收入391.87亿元、超长期特别国债收入10000亿元，收入总量为14866.39亿元。中央政府性基金预算支出14866.39亿元——其中本级支出8712.91亿元，对地方转移支付6153.48亿元（远高于2023年893亿元）
 - 通过将资金转移支付给地方政府使用，也有利于调动地方政府的积极性。具体路径以及还本付息方式可能会参考抗疫特别国债，依资金具体用途而定。

2) 地方财政配套资金来源：中央转移支付+地方政府专项债券

3) 院端自筹资金

2022~2026/5月招投标梳理：整体来看，2026年截至5月招投标金额同比下降17%

2022-2026/5月医用医疗设备月度招投标数据（亿元）



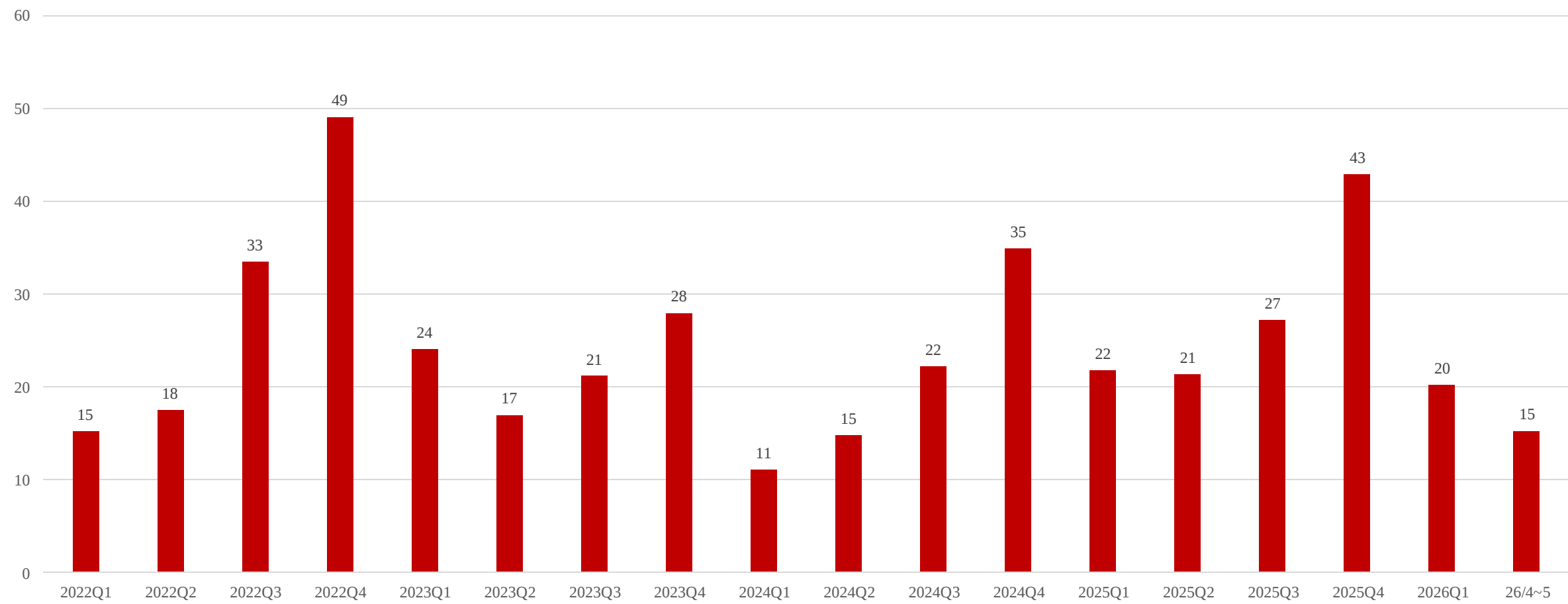
数据来源：众成数科，西南证券整理

2022~2026/5月招投标梳理：迈瑞医疗招投标金额26/1~5月同比下滑2.5%



迈瑞医疗招投标金额26/1~5月同比下滑2.5%

2022-2026/5月迈瑞医疗季度招投标数据（亿元）



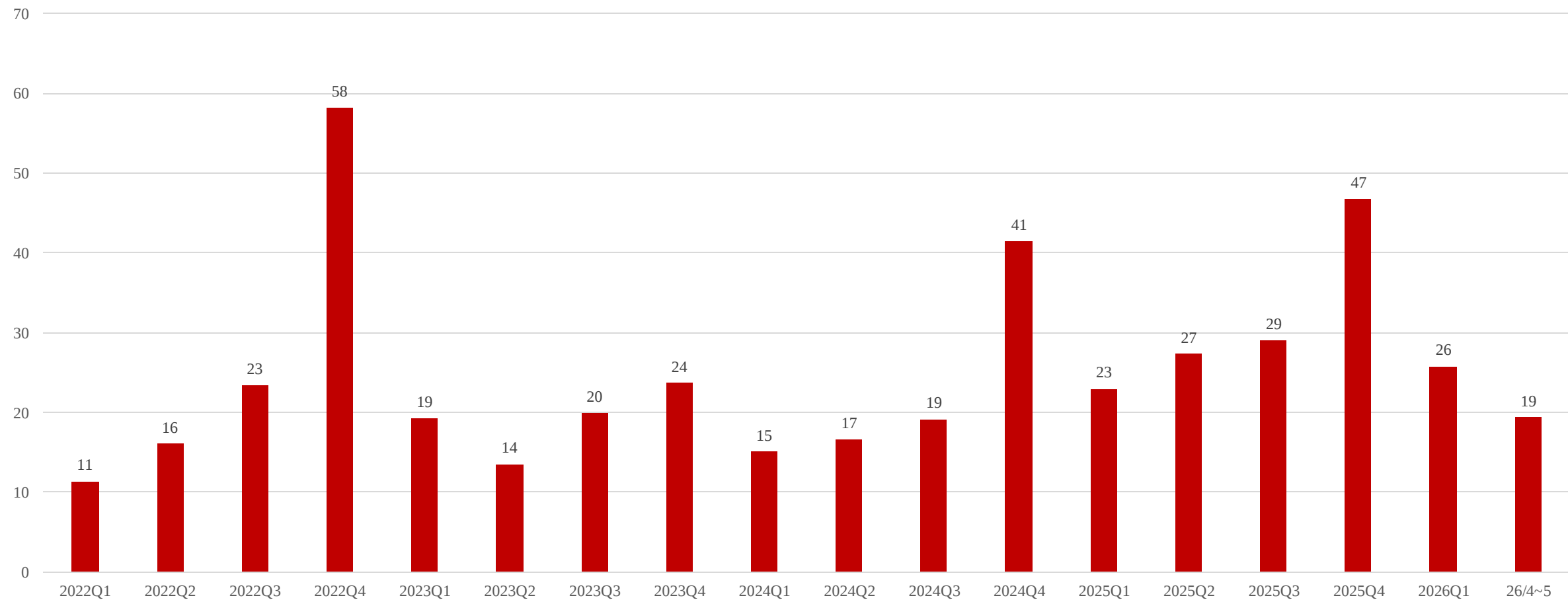
数据来源：众成数科，西南证券整理

2022~2026/5月招投标梳理：联影医疗招投标金额26/1~5月同比上升6.4%



❑ 联影医疗招投标金额26/1~5月同比上升6.4%

2022-2026/5月联影医疗季度招投标数据（亿元）

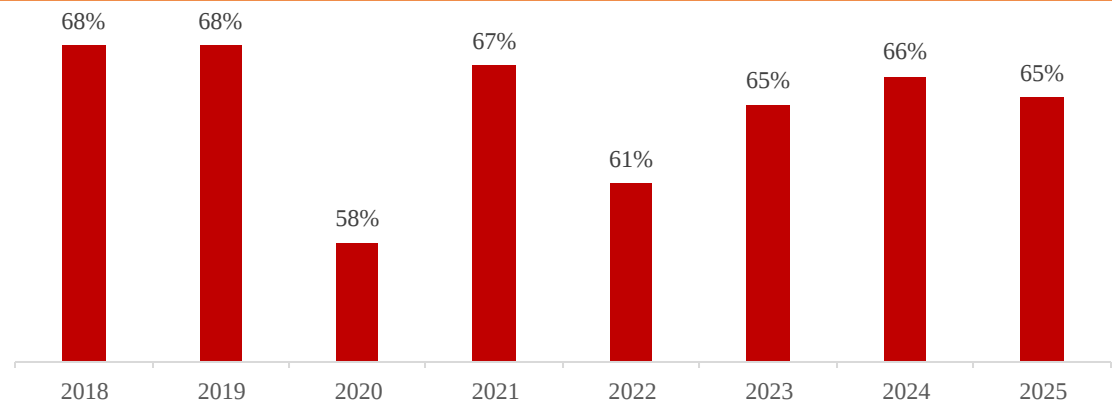


数据来源：众成数科，西南证券整理

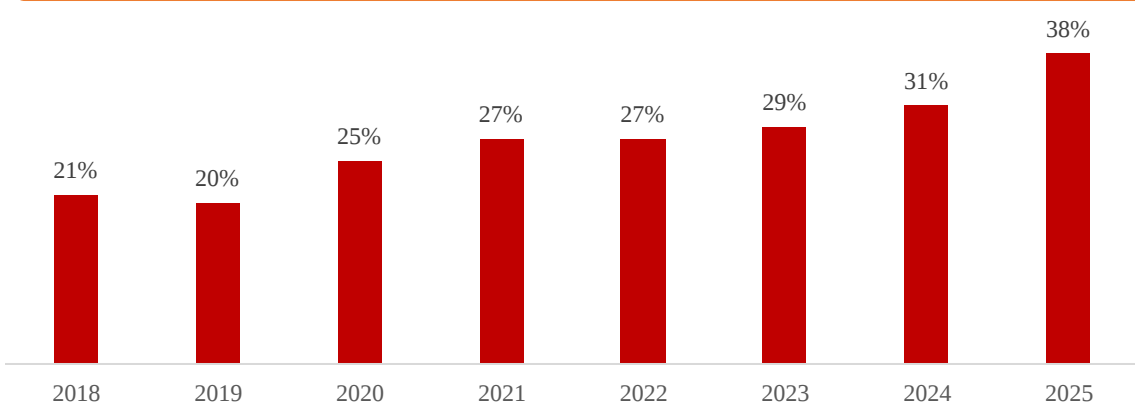
国产器械四大板块出海全景图谱分析

- 目前国内器械出海已经初见成果：低值耗材>设备>IVD>高值耗材。即使外部海外地缘政治及战争影响，国产器械出海步伐依旧稳健。
- 2025年设备、IVD、高耗企业出海业务收入占比有所提升
- 出海相关标的：低值耗材（英科医疗、山东药玻、振德医疗）、骨科（爱康医疗、春立医疗）、家用呼吸机（瑞迈特、美好医疗、鱼跃医疗）、MASH检测（福瑞医科）、IVD（新产业、普门科技、迈瑞医疗、万孚生物）、设备（迈瑞医疗、祥生医疗、联影医疗、理邦仪器）。

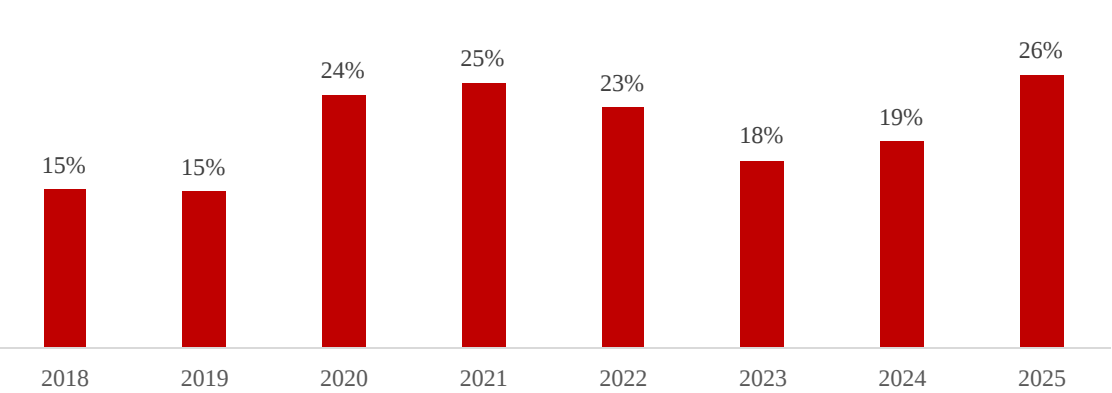
低值耗材上市公司出海收入占比情况



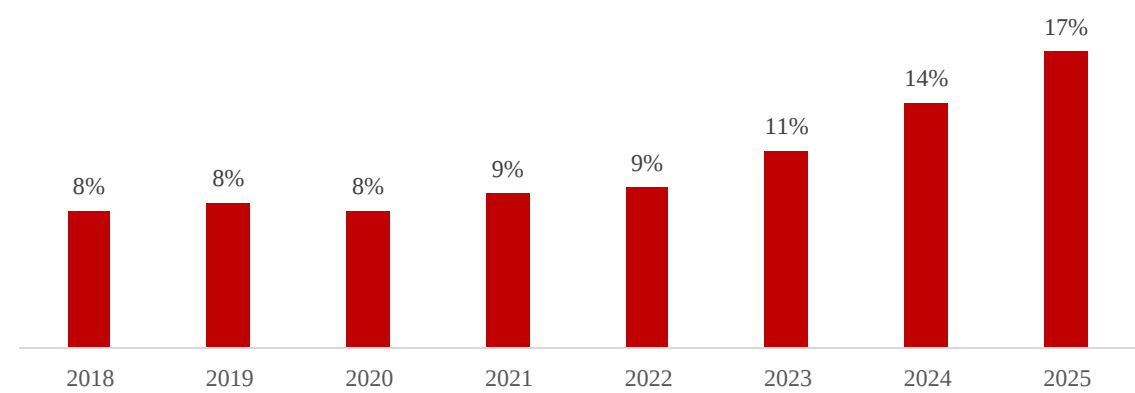
设备上市公司出海收入占比情况



IVD上市公司出海收入占比情况



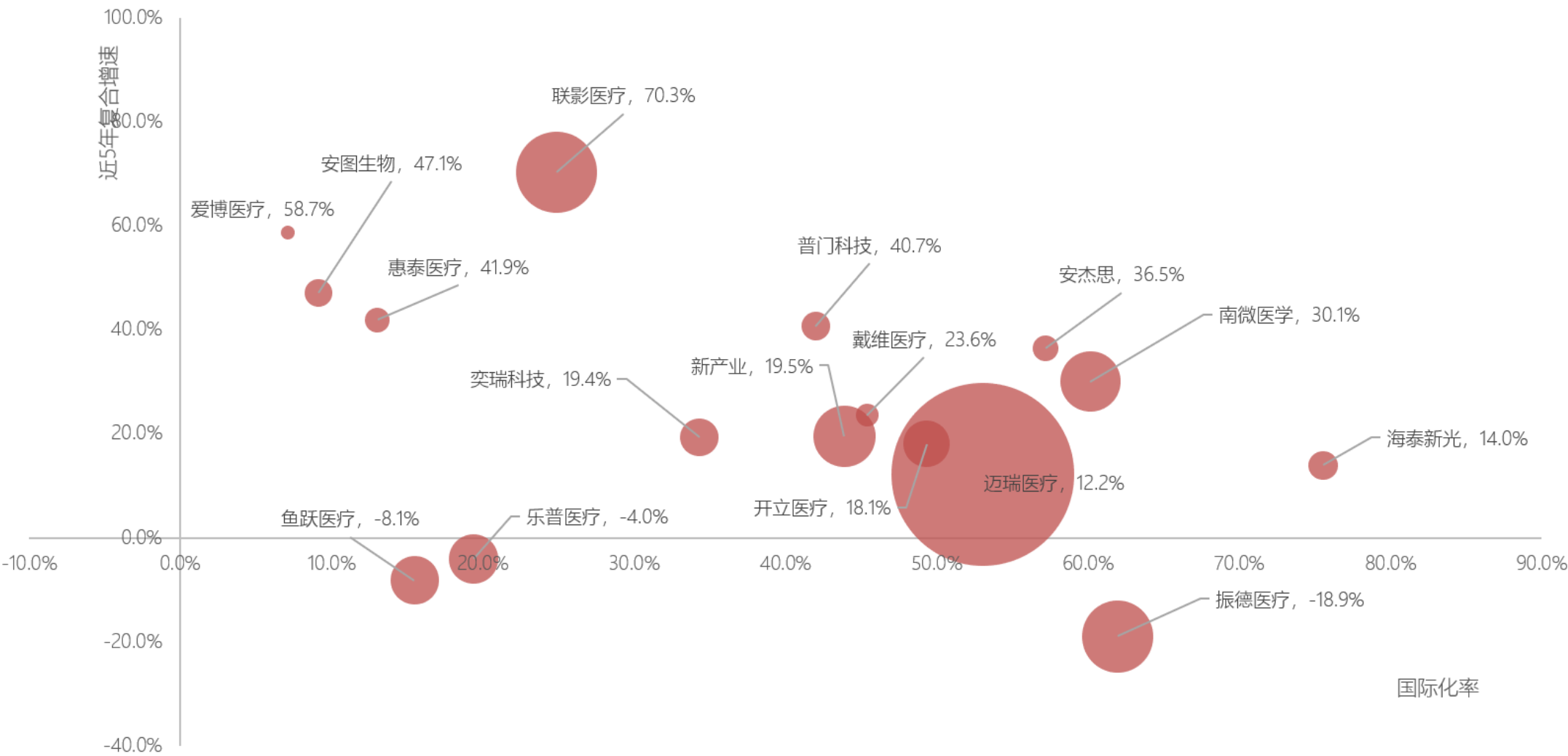
高值耗材上市公司出海收入占比情况



数据来源：wind，西南证券整理

国产器械代表公司出海全景图谱分析

气泡大小表述2025海外收入体量，标签为（公司，近5年海外收入复合增速）

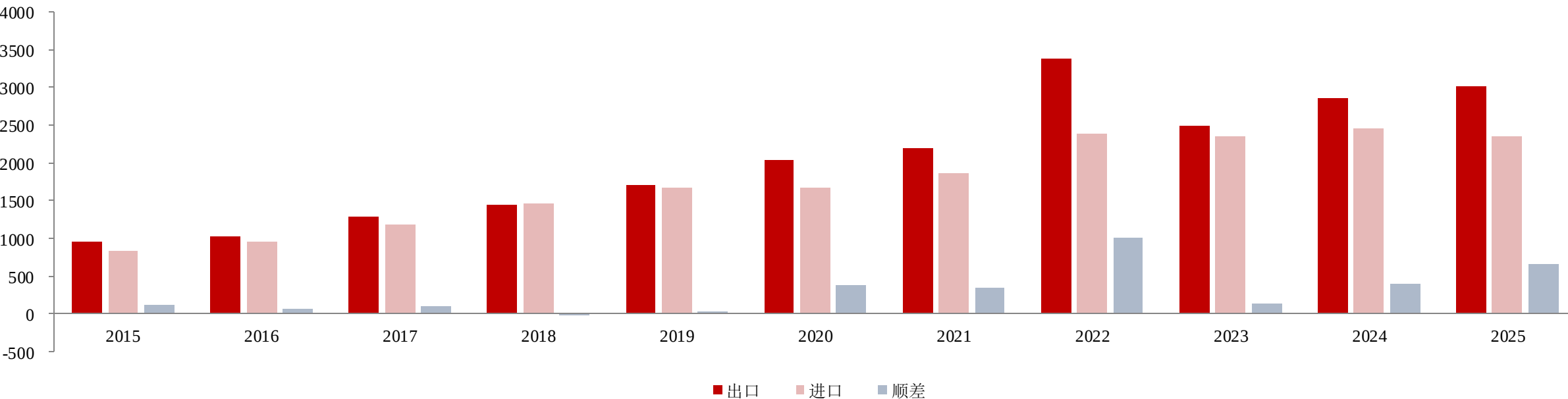


数据来源：wind，西南证券整理

中外贸易：医疗器械对外贸易呈现出口稳增，进口降速的特征

□ 医疗器械对外贸易呈现“出口稳增，进口降速”的特征。2015-2025年，中国从海外进口医疗器械产品总规模从836亿元提高至2354亿元，CAGR约10.9%。出口总规模从956亿元提高至3007亿元，CAGR约12.1%，出口规模复合增速快于进口。2022年海外地区对中国的诊断试剂、口罩、手套等疫情防控物资需求激增，中外贸易顺差扩大至653亿元，2023年起逐渐恢复正常贸易需求。2025年中国对外贸易的进口额为2354亿元（+5.5%），出口额为3007亿元（-4%），呈现出口稳增、进口降速的特征。

医疗器械板块海关进出口贸易额（亿元）

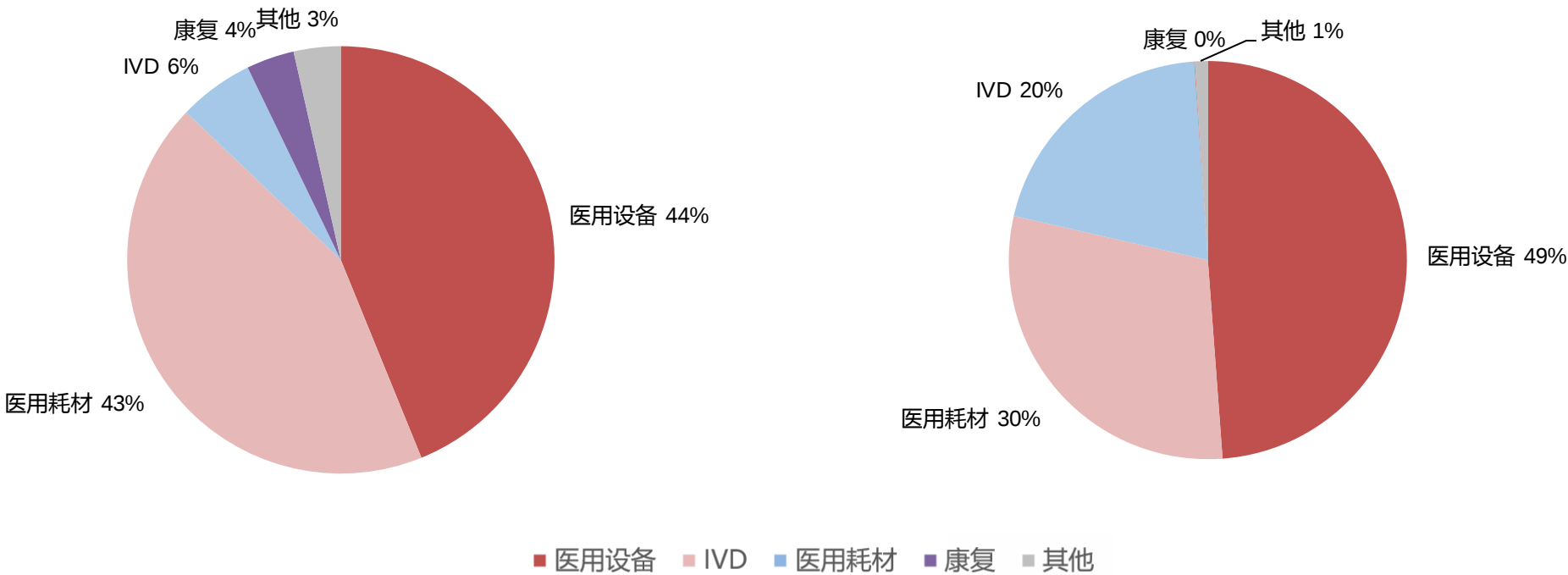


中外贸易：医疗器械进、出口类别有所分化

分子板块来看：

- 2025年中国医疗器械出口至海外地区累计3007亿元——其中医疗设备1318亿，医用耗材1302亿，IVD 171亿，康复产品109亿，其他107亿。
- 2025年中国医疗器械从海外地区进口累计2354亿元——其中医用设备1149亿，医用耗材700亿，IVD 479亿，康复1亿，其他25亿。

2025年医疗器械各子板块中外贸易占比（亿元，左中国出口，右中国进口）



数据来源：药智网，西南证券整理

中外贸易：美国仍为中国最大的进出口贸易市场

分贸易区域来看：

- ❑ 2025年中国医疗器械进口市场相对集中，主要贸易伙伴为美、欧、日等发达国家和地区，前十大贸易伙伴来源的进口额达1766亿元，占进口总额75%。
- ❑ 2025年中国医疗器械出口市场较为分散，对单一市场的依赖度稳步下降，出口市场多元化贸易建设取得显著成效，前十大贸易伙伴来源的进口额达1658亿元，占进口总额55%。

2025年全球医疗器械板块贸易格局（亿元，左中国进口，右中国出口）

贸易伙伴	进口额/亿元	占比
美国	494	21%
德国	431	18%
日本	221	9%
墨西哥	185	8%
爱尔兰	107	5%
新加坡	79	3%
瑞士	73	3%
英国	66	3%
法国	59	3%
捷克	51	2%
前十大国家地区合计	1766	75%

贸易伙伴	出口额/亿元	占比
美国	649	22%
德国	183	6%
日本	173	6%
香港	104	3%
俄罗斯联邦	104	3%
荷兰	98	3%
印度	97	3%
英国	89	3%
韩国	87	3%
巴西	73	2%
前十大国家地区合计	1658	55%

医用医疗设备企业有出海逻辑，26H2看高举高打出口欧美及东南亚

- 迈瑞医疗拥有超高端超声海外推进顺利，具备创新能力且自主可控的高端设备有出口欧美的逻辑。
- 联影医疗在欧美国家用高端产品打造品牌力，在亚太部分国家提供相对具有性价比的产品以及高端产品（例如印度本土以中低端产品为主，亦需要进口中高端产品）。
- 针对东南亚国家，昆明正在进入国际陆港运营联通新时代。中老泰铁路“昆明陆港号”双向奔赴、多式联运、物流园建设、海关监管区建设等方面取得了积极进展，将极大地便利昆明与东南亚的交通连接，对后续国产设备厂商陆路运输和影响力辐射起到较大作用。
- 风险上仍需关注欧洲出口方向的地缘政治风险，虽然IPI措施使用有限，但建议持续关注欧盟后续政策。
- 相关标的：迈瑞医疗、联影医疗、祥生医疗、理邦仪器等。

低值耗材：出海是行业重要战略之一，26H2持续关注中美关税变化和地缘政治因素

- 一次性手套行业渠道出清效果明显，行业整体产能利用率提升明显，叠加地缘政治因素，行业供需关系加速步入拐点。敷料导管需求稳健增长，药用玻璃瓶、注射穿刺类竞争加速短期承压。海外市场已成为低耗企业的重要战略之一，建议关注中美关税和地缘政治因素。
- 美方加关税旨在让战略物资生产回流，搭建本土相关产业链，意在确保美国其供应链在未来大规模传染病环境下抵抗冲击的能力。
- 尽管如此，对于国产企业后续细分特定产品的出海26年仍有机会，特别是本身出口业务针对非北美地区，以及海外去库存的压力逐步消除时。
- 相关标的：英科医疗、振德医疗。

IVD：国内因集采调价和套餐解绑调整，26H2看好海外需求放量

- 疫情期间，全球防疫资源短缺，中国大规模出口新冠检测试剂盒，已和海外国家地区建立了良好的合作基础和销售渠道。考虑到全球IVD龙头发源地均为欧美，当地市场的主流实验室检测品种已较为成熟，国产出海的主战场仍为非欧美地区。
- 迈瑞医疗通过“先欧美后发展中”的战略加速实现全球化，产品力和创新能力获取海外客户高度认可，海外IVD业绩屡创新高。2025年6月，迈瑞医疗（提供高端流式细胞仪）联手凯普瑞生物（提供CD系列流式抗体）打造的高端流式抗体检测整体解决方案首批订单已成功交付伊拉克，构建了一条从流式细胞仪-配套抗体试剂-临床方案设计-本地化技术支持的完整产业链输出方案。
- 新产业已在海外建立了成熟的销售体系，25年已加速推进流水线出海，海外布局已从“低速机”转为“中高速机”，26年继续朝向“自动流水线”进展。
- 建议关注出海进度较快，已在海外地区有一定销售团队或本地化建设的厂商。相关标的：迈瑞医疗、新产业、圣湘生物、万孚生物。

脑机接口：非侵入式技术在医疗康复领域展示出落地潜力，商业化应用场景集中在康复治疗与人机交互

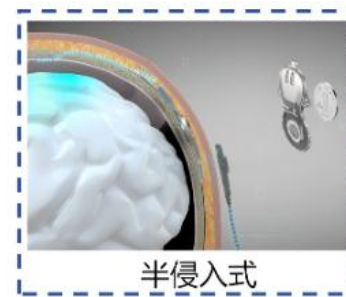
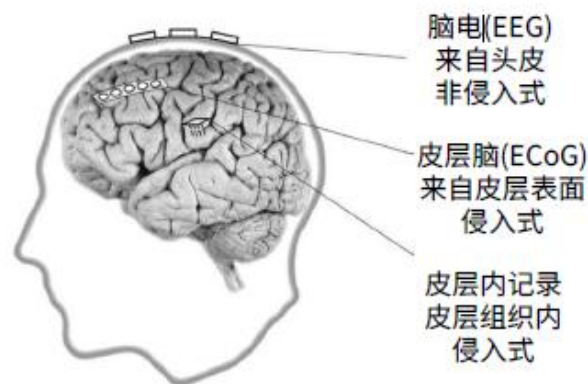
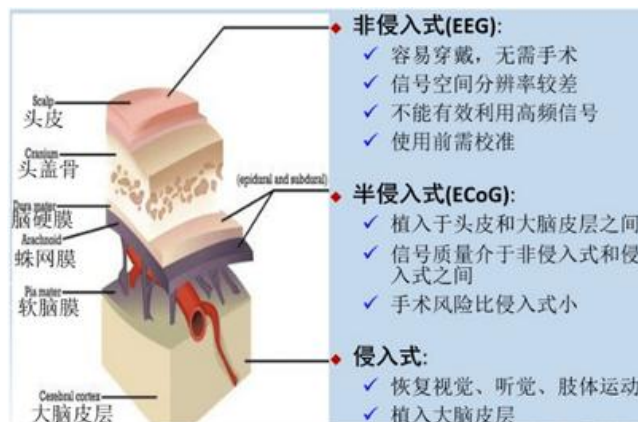
□主要有侵入式、半侵入/介入式、以及非侵入式三种技术路线

1) 侵入式（用在医疗治疗领域更多）：是指对深入到颅骨以下的组织进行信号采集和记录。常见技术手段包括皮层脑电图（Electrocorticogram, ECoG）、单个神经元的动作电位（Spike）和局部场电位（local field potential, LFP）。通过神经外科手术植入大脑皮层或灰质内，直接与神经元接触，能记录到信噪比最高、最清晰的神经信号。

2) 半侵入式/介入式：植入在硬脑膜上、硬脑膜下或血管内，不直接穿透脑实质，平衡了信号质量和创伤风险。局部创伤性脑机接口通常通过将微型电极阵列植入脑内获取局部神经元活动信号，例如局部场电位（Local Field Potential, LFP）。

3) 非侵入式（用在医疗/消费生活场景更多）：采用无创采集技术在头皮表面或附近采集大脑响应信号。常用技术手段包括脑电图（electroencephalography, EEG）、功能近红外光谱（Functional near-infrared spectroscopy, fNIRS）、脑磁图（magnetoencephalography, MEG）、功能核磁共振成像（Functional Magnetic Resonance Imaging, fMRI）。安全无创，受限在于在脑外采集信号的强度与噪声干扰，目前可实现的脑机交互性能有限。应用在更广泛的生活生产领域，如康复训练、教育娱乐、智能生活、生产制造等众多方面，主要面向产业和消费领域。

三类技术路线采集信号位置有区别



侵入式脑机接口的核心原理是“绕过受损的神经通路，在大脑与外部世界之间建立一条全新的直接通信链路”。

□其工作流程可以概括为以下四个关键步骤：

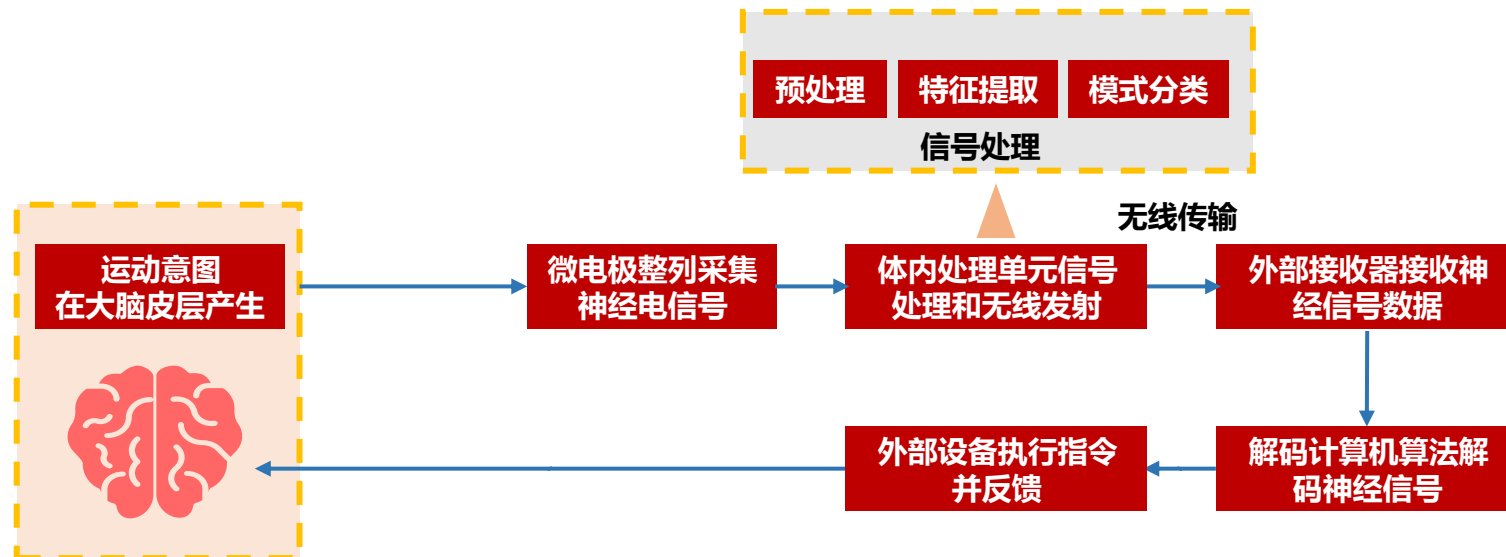
1) 信号采集：通过植入大脑皮层（灰质）的微电极阵列，直接记录单个神经元或神经元群放电时产生的微小电信号（动作电位和局部场电位）。

2) 信号处理与传输：体内的微型芯片对采集到的原始神经信号进行初步放大、过滤和数字化处理，然后通过无线技术（如近场通信）将数据无线传输至体外。

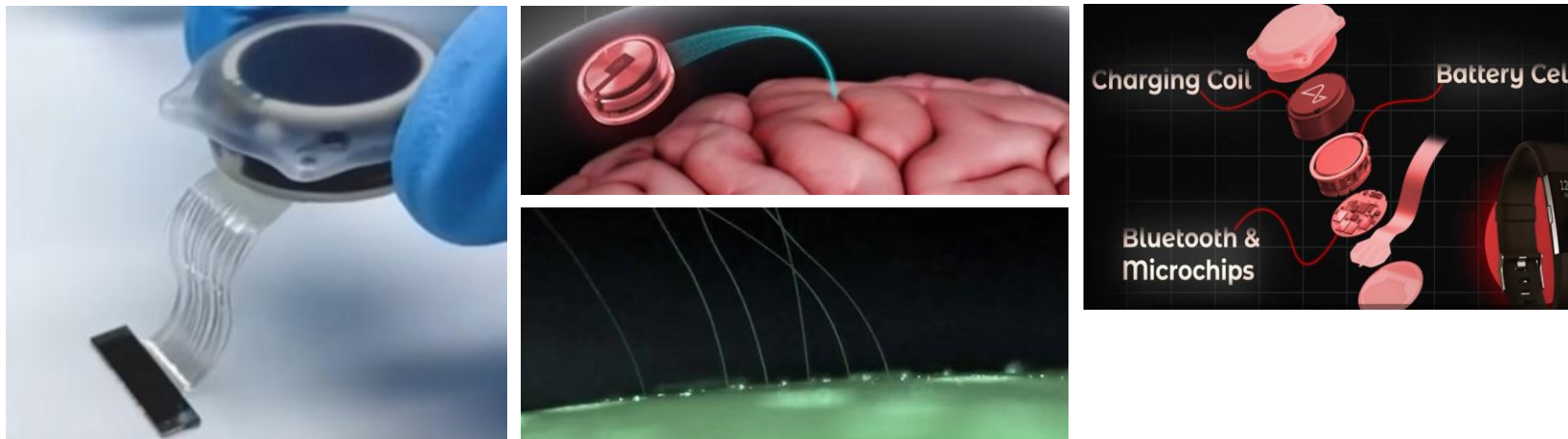
3) 解码与翻译：体外的计算机接收信号后，利用复杂的机器学习算法对海量的神经信号进行解码，破译出信号背后所代表的“意图”（例如：“想要移动右手”、“选择字母A”）。

4) 指令执行与反馈：将解码出的“意图”转换为具体的控制命令，驱动外部设备（如机械臂、光标）执行相应动作。同时，系统可以通过视觉、触觉等方式为用户提供实时反馈，形成一个人脑与机器紧密交互的闭环系统。

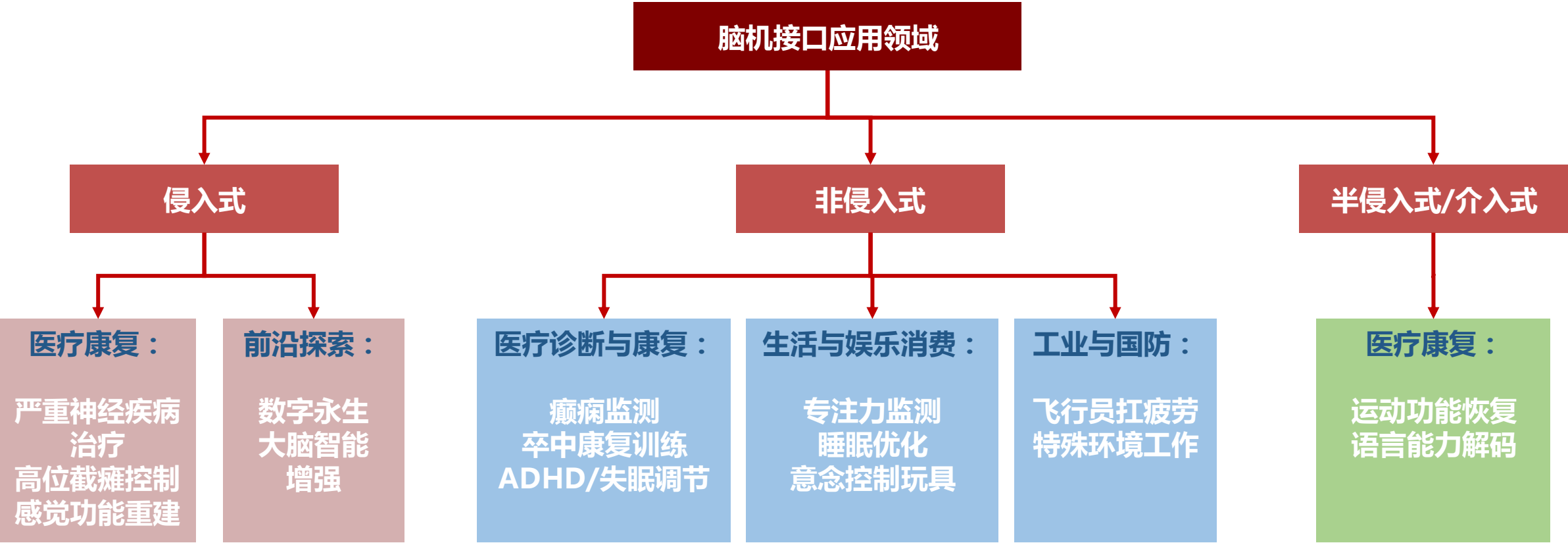
侵入式工作流程示意图



侵入式示意图



这三种路线的选择，是在信号质量、风险创伤和应用场景三者之间进行权衡



侵入式：用最高的风险换取最佳的性能，目标是解决最严峻的医疗难题（如重度瘫痪）。

非侵入式：用性能的妥协换来安全与普及，主导着当前的消费级应用和部分临床康复市场，是“大众化的先锋”。

半侵入/介入式：在风险与性能之间寻找最佳平衡点，是未来医疗应用领域非常有潜力的“折中方案”，目前最新的路径探索上新增了微创血管支架电极阵列及入耳式电子器件等方式。

根据Precedence Research及锐观咨询，2024年全球脑机接口市场规模约26亿美元（23-27 CARG 预计约为13%），国内约32亿人民币。

政策强力驱动与顶层设计完善：2025年，工业和信息化部等七部门联合发布了《关于推动脑机接口产业创新发展的实施意见》，设定了清晰的产业发展路径和目标。

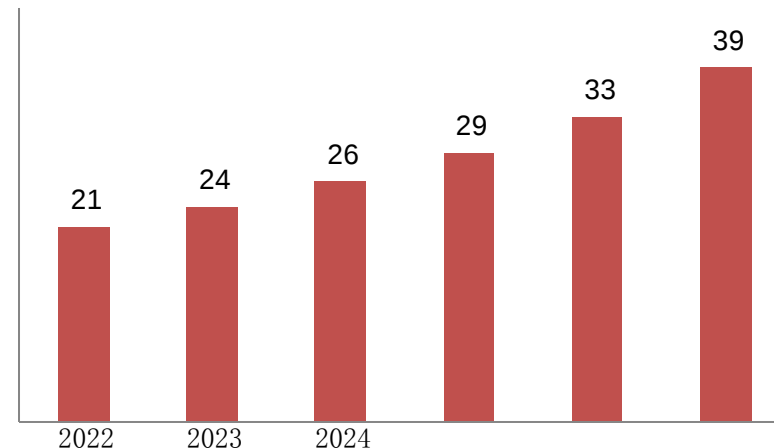
技术持续突破驱动成本下降与体验提升：

- ❑ **核心硬件：**在芯片领域，国内研发的脑机接口专用芯片在信号采集精度、传输速率和功耗等关键指标上不断提升，一些产品功耗比进口产品低30%，支持更长的稳定工作时间，这推动了技术自主化和成本优化。
- ❑ **植入技术：**介入式脑机接口技术成功通过血管介入安放电极，避免了开颅手术，具有创伤小、精度高、恢复期短的优点。
- ❑ **信号处理与应用：**非侵入式脑机接口技术在消费级应用上取得进展，例如一些头戴设备通过AI算法优化，将意念控制的延迟时间降至200毫秒以内，识别准确率达到95%，同时消费级产品价格下探至3000元以内，促进了普及。

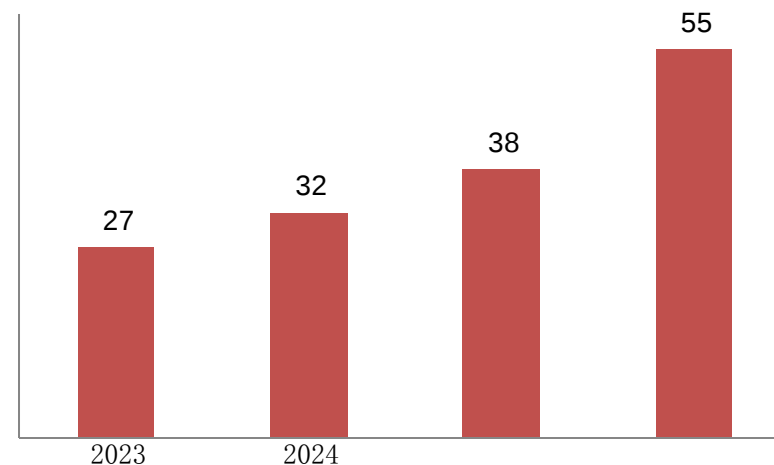
应用场景明确，医疗康复需求迫切：

- ❑ **医疗康复是当前脑机接口最具潜力的应用领域。**中国庞大的肢体残疾和脑卒中患者群体（肢体残疾患者超2400万，脑卒中患者每年新增200万）构成了巨大的市场需求。临床研究显示，脑机接口辅助康复治疗能显著提升患者运动功能恢复率。
- ❑ **生活消费领域的应用也开始放量。**例如集成脑电监测技术的智能床垫已实现数万台销量。在工业与军事领域，脑机接口在危险环境作业和士兵认知增强方面的研究也已进入原型机测试阶段。

全球脑机接口市场规模（亿美元）



中国脑机接口市场规模（亿元）



- ❑ **脑机接口**2025年3月12日，国家医保局印发了《神经系统类医疗服务价格项目立项指南（试行）》，在全国层面首次为脑机接口单独立项。明确设立了三个核心收费项目，这构成了各省后续定价的底座。
 - 侵入式脑机接口置入费
 - 侵入式脑机接口取出费
 - 非侵入式脑机接口适配费
- ❑ **医疗服务价格（医生手术费）**——基于国家局的指南，各省份（特别是具有产业先发优势的地区）迅速跟进，制定了本省的最高限价（政府指导价）。
 - 目在大部分手术操作费用正逐步按照各省规定纳入“乙类”或“丙类”医保目录，北京纳入甲类医保。
 - 初期预计以部分自费（乙类）或全额自费（丙类，但允许用医保个人账户支付）为主
- ❑ **高值医用耗材（脑机接口芯片/电极系统）**——首次医用耗材医保编码赋码
 - 2026年3月15日，国家医保局主动对接，为全球首款3月13日获批上市的博睿康半/侵入式脑机接口医疗器械（主要面向脊髓损伤导致的高位截瘫患者）完成了医保编码赋码。
 - 赋码不等于立刻全额报销，但它是获得医保支付身份的合法身份证。
 - 这标志着脑机接口从科研产品正式变成了可以在国家医保结算系统中流通的合法耗材。
 - 目前设备本身的硬件成本仍较高。在当前医保控费的大背景下，初期预计定性为自费或商业健康险覆盖范畴。
 - 预计未来随着超级工厂产能释放拉低BOM成本，有希望通过创新医用耗材途径，逐步争取按比例纳入基本医保报销。

方向二：主题掘金，关注脑机、AI等投资机会



技术路径	美国状态与代表产品	中国状态与代表产品
侵入式 (都在临床试验,美国长周期临床试验的经验更多一些,预计大规模临床都在26年开始)	Neuralink (北美风向标): 2026/1/1日马斯克在社交媒体平台X上公布了Neuralink极具野心的2026年度计划,核心信号是“从实验室走向量产”。新一代手术机器人将进一步升级,能够将电极线直接穿过硬脑膜,而无需移除硬脑膜;马斯克喊出“量产”和“全自动化手术”属于产业端的抢跑(CapEx前置)但这并不等于FDA监管端的取证。预计后续要临床入组更多例(目前20+例)来进行跨中心、长周期的对照试验。 提出量产口号预计是因为马斯克是“先建厂再做临床”。如果2026年要开启大规模的关键性试验,即现在就需要准备好设备和稳定的手术机器人,并且只有通过“量产”和“自动化手术机器人”,才能向FDA证明未来的商业化版本是标准化、可复制且低成本的;	- 中科院与华山医院联合团队: 于2025年3月完成首例临床试验。核心部件: 全球最小、柔性最强的超柔性神经电极处于临床试验验证阶段 - 吉林大学中日联谊医院/北京智冉医疗科技有限公司: 2025/10/22日全国首例超百通道侵入式柔性脑机接口临床植入手术成功。植入体为我国自主研发、拥有独立知识产权的全球领先新一代柔性脑机接口。手术借助神经外科手术机器人引导,植入误差小于0.5毫米。 - 阶梯医疗: 2025/10/29 阶梯医疗侵入式脑机接口进入国家药监局创新医疗器械特别审查程序。2025/12/22 完成 B+ 轮融资。公司2026 年初启动30-40 例多中心注册临床试验。2028 年左右若注册顺利,有望成为国内首批获批上市的侵入式脑机产品之一。 - 脑虎科技: 2025年开始下一代无线版本BCI的相关临床,规划在三年内完成三类医疗器械多中心注册(预计2027-2028 年完成注册临床)。 - 山海医疗(侵入式神经调控): “功能神经外科电生理记录和刺激设备”(商品名:明瞳)25/9月正式获得NMPA III类医疗器械注册证批准上市。 - 景昱医疗: 25年末NMPA签发了侵入式脑机接口治疗药物成瘾的三类产品注册证(全球首个)。 - 美好医疗: 人工耳蜗技术可横向迁移到侵入式脑机接口电极片制造,从材料选型(钛合金、PEEK、植入级硅胶)、微纳加工、无菌车间、长期植入验证等环节提供整体解决方案。将在非侵入式、半侵入式、侵入式脑机全品类展开上游布局,依托现有三类长期植入体系认证,将 CDMO 能力扩展至多类脑机产品。
半侵入式/介入式 (整体技术路径临床进度快于侵入式,美国有FDA获批的以及临床批准的;中国普遍在临床入组或试验初期)	- Precision Neuroscience: "Layer 7皮质接口"获FDA批准可用于临床商业用途,最长植入30天。 - Synchron: "Stentrode" 通过血管介入,获FDA临床试验批准。预计27年商业化上市。	- 心玮医疗与南开大学合作研发介入式BCI产品: 完成动物试验植入,预计在2026年底前提交临床试验申请,并计划在2027年启动临床受试者的入组工作 - 三博脑科: 与南开大学合作完成国内首例介入式脑机接口临床试验(公司下属院区福建三博25年7月之前完成一例介入式脑机接口试验) - 微创脑科学: 介入式布局,与南开大学有合作,25/11/20 举行了混沌脑机研究院揭牌仪式,旨在推进脑机接口(BCI)技术在医疗应用方面的前瞻性研究与技术储备。 - 博睿康: 与华山医院、宣武医院合作,在2025/6月启动多中心注册临床试验,全国12家医院参加,32例截瘫患者8月全部手术成功开机。25/11月完成E轮融资。26/3月博睿康首个侵入式脑机接口产品获得医保编码。 - 芯智达: 截至25/6月“北脑一号”128通道半侵入式无线版已完成5例人体植入,进入临床验证;“北脑二号” 侵入式已发布系统并完成动物实验。
非侵入式 (美国有FDA获批的以及获得突破性设备认证的,国内百花齐放,按照组件、系统、用途分类繁杂)	技术相对成熟,已有如Emotiv等公司推出的消费级脑电设备应用于科研与消费领域。	- 翔宇医疗: 旗下脑电图机、便携式脑电图机已获得医疗器械注册证 - 创新医疗: 非侵入式做脑机接口上肢外骨骼机器人,用于中风后的主动康复训练,持有博灵脑机约40% 的股份 - 强脑科技: 智能仿生手已获FDA批准并量产;Oxyzen情绪干预系统获批II类证;Forus len竞技优化平台获批二类证;深海豚(Easleep)脑机智能安睡仪其关联的蓝牙模块ML1A已获工信部无线电发射设备型号核准;前额叶单通道脑电采集器23年NMPA获批。 - 伟思医疗: 无创神经调控,闭环神经调控机器人Magneuro One(已上市),ADHD FREEMIND(已上市),脑机驱动功能性电刺激系统(在研),脑机协同上下肢主被动训练系统(在研),脑机融合认知功能训练系统(在研)。 - 麦澜德: 康复设备公司,布局脑机接口,研发多模态情感交互设备及阿尔茨海默症筛查产品。阿尔茨海默病筛查产品样机已完成,预计2027年注册上市;开展脑机手功能康复协同系统开发。 - 新华医疗: 已拥有上肢、下肢康复机器人等多款产品。部分高端型号正在逐步融合BCI的主动交互功能。

数据来源：中国科学院上海分院《我国侵入式脑机接口进入临床试验阶段》，《全球第二个！我国侵入式脑机接口进入临床试验阶段》，脑机接口社区，各公司官网，西南证券整理

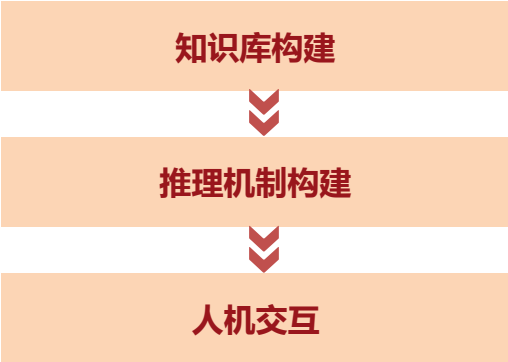
AI医疗：厂商的中长期布局旨在信息的互联互通，亦是效率的直线提升

- ❑ **AI健康管理：平台依托模型生成个性化防控方案，推动慢病管理从“被动治疗”转向“主动干预”。**其中包括可穿戴类产品，定制化干预方案。AI系统实时监测并预警。在复杂医疗场景中，AI 对疾病风险评估、诊断辅助等的准确性仍有提升空间。医疗机构、保险机构等数据分散，出于利益、安全等考虑，数据共享意愿低，限制了 AI 健康管理数据来源和应用范围，难以形成全面的健康管理方案。且目前消费者付费意愿较低，尚处于早期阶段。相关标的：美年健康、乐心医疗、三诺生物、鱼跃医疗、九安医疗。
- ❑ **AI医疗信息化CDSS辅助临床决策：优化电子病历质控、临床决策支持与智能分诊流程，AIGC大幅拉升效率。**包括AI辅助报告解读、推荐检查项目、疾病预测等。整体商业化落地较快，数据获取成本较高。相关标的：迈瑞医疗、金域医学、润达医疗、万孚生物、固生堂、京东健康、阿里健康、平安好医生、医渡科技。
- ❑ **AI医学影像辅助诊断：进入发展快车道，辅助诊断为主。**包括AI超声诊断、病理学AI等影像学辅助诊，涉及到图像处理、勾勒病灶大小、特征识别、诊断建议。影像学AI辅助诊断商业化落地快，应用场景明确，院端需求较大。数据获取成本较高，行业正在探索AI收费模式。相关标的：联影医疗、祥生医疗、理邦仪器、安必平、乐普医疗、福瑞医科、迪安诊断、达安基因。
- ❑ **AI手术机器人：重点在手术机器人和AI的融合。**相关标的：微创机器人、天智航、康基医疗等。
- ❑ **AI基因测序：罕见病大模型优化基因测序筛查，AI助力多组学数据分析。**涉及收集样本基因测序、罕见病遗传病分析解读、以及多组学风险预测和评估。企业端可明显降低成本，但商业化落地进度较慢。合作模式和医院正在探索中。整体数据获取成本低，基因测序一次能获得较大量基因组数据。相关标的：华大智造、贝瑞基因、华大基因等。
- ❑ **AI制药：缩短药物研发周期，助力靶点发现及临床疗效预测。**1) 逐渐完善的行业拼图，行业玩家逐渐增加；2) AI在多疾病领域广泛应用，肿瘤（37%）、免疫学（21%）及神经病学（14%）领域占比最大；3) AI可参与药物开发过程多个阶段。其中涉及AI虚拟筛选、药物发现、优化药物结构、临床试验优化、建立疾病风险模型、肿瘤精准治疗等。商业化落地中等，仍处于临床早期阶段，数据获取成本高，依赖文献数据及实验室数据。相关标的：晶泰控股、丽珠集团、药明康德、信立泰、成都先导、川宁生物、药石科技、健康元、美迪西、东阳光长江药业、皓元医药、悦康药业、泓博医药、博济医药。

AI 影像主要功能实现图谱



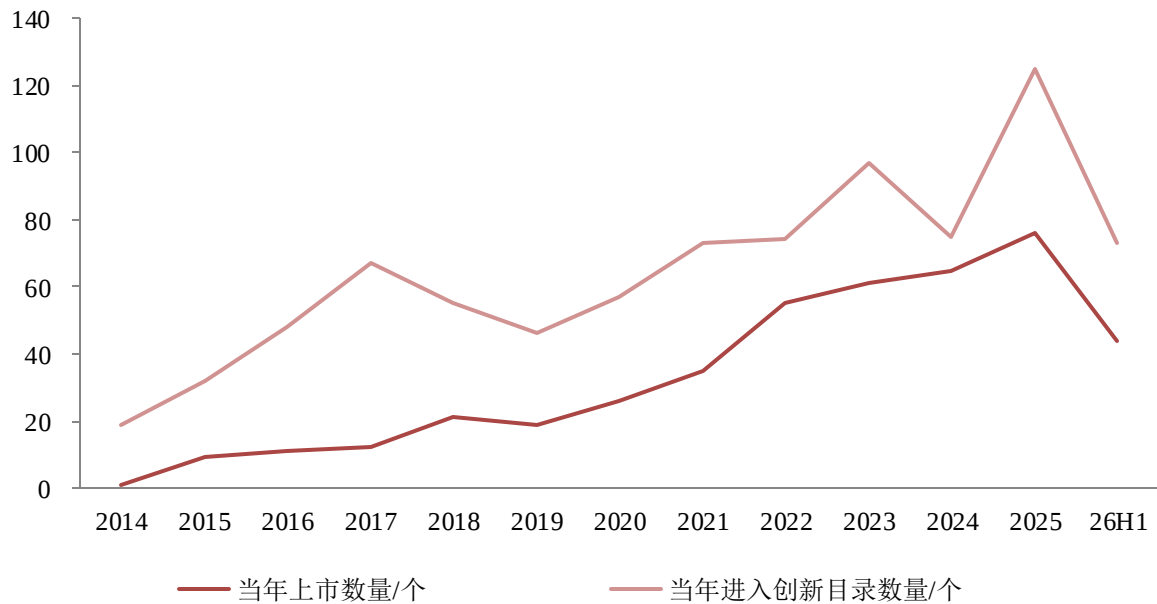
CDSS系统构建流程



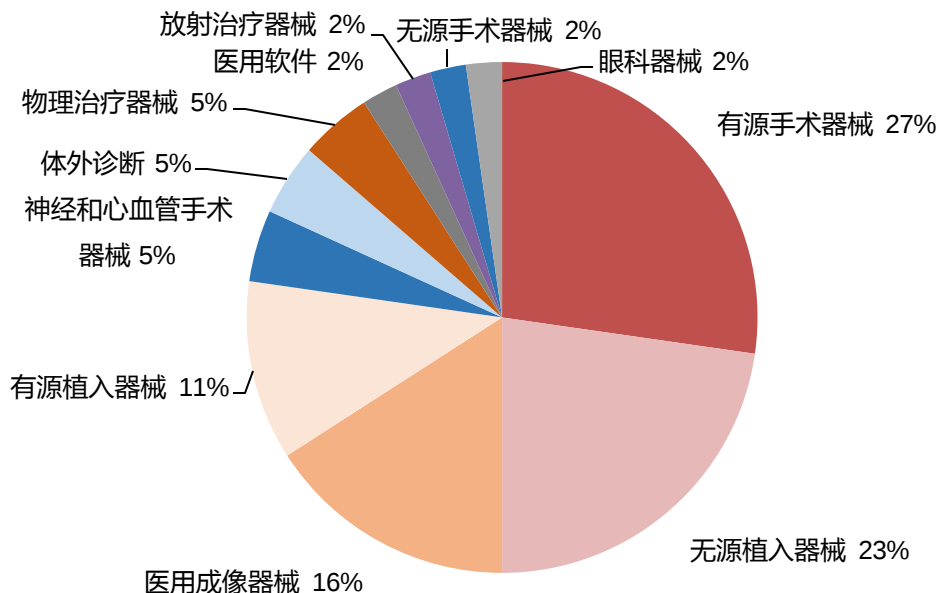
2026H1共有44款创新器械获批上市，审评时间加速

- **创新医疗器械利好政策频现，创新器械平均审评年限缩短0.6年。**3月27日，国家药监局医疗器械技术审评中心发布《关于进一步加强对创新医疗器械支持力度有关事项的通告》，提出“定点化”加强对创新医疗器械研发指导优化。3月31日，国家药监局发布《关于优化全生命周期监管支持高端医疗器械创新发展的举措》，聚焦医疗器械行业的全生命周期监管优化。2026H1上市的创新器械品类自进入创新审评通道到获批上市平均耗时1.9年，相比2025年上市产品获批时间提速0.6年。
- **2026H1共有44款创新器械获批上市。**从产品细分品类看，包括有源手术器械12个，无源植入器械10个，医用成像器械7个，有源植入器械5个，神经和心血管手术器械2个，IVD器械2个，物理治疗器械2个，医用软件1个，放射治疗器械1个，无源手术器械1个以及眼科器械1个。

创新医疗器械获批及进入目录数量



2026H1获批创新医疗器械产品类型



数据来源：NMPA，西南证券整理；

2026H1创新医疗器械获批目录（共44款）

序号	产品名称	生产企业	创新通道注册日期	上市批准日期	间隔时间/年
1	植入式心电事件监测器	苏州无双医疗设备有限公司	2024-05-29	2026-06-30	2.1
2	动脉瘤瘤内栓塞系统	北京泰杰伟业科技股份有限公司	2023-12-22	2026-06-29	2.5
3	经导管主动脉瓣膜系统	上海翰凌医疗器械有限公司	2024-02-07	2026-06-23	2.4
4	三倍频Nd：YAG激光消融设备	深圳市中科融光医疗科技有限公司	2024-01-22	2026-06-23	2.4
5	介入式左心室辅助导管泵套件	丰凯利医疗器械（上海）有限公司	2025-12-24	2026-06-17	0.5
6	X射线计算机体层摄影设备	上海西门子医疗器械有限公司	2025-10-29	2026-06-08	0.6
7	介入式左心室辅助设备	丰凯利医疗器械（上海）有限公司	2025-12-24	2026-06-08	0.5
8	自膨式单铆可降解房间隔缺损封堵器	上海锦葵医疗器械股份有限公司	2025-07-02	2026-06-05	0.9
9	血管内超声诊断设备	深圳皓影医疗科技有限公司	2024-11-14	2026-06-02	1.5
10	一次性使用血管内超声诊断导管	深圳皓影医疗科技有限公司	2024-11-14	2026-06-02	1.5
11	三焦点人工晶状体	河南赛美视生物科技有限公司	2024-08-02	2026-06-01	1.8
12	可调弯肺动脉取栓支架系统	上海玄宇医疗器械有限公司	2025-04-27	2026-06-01	1.1
13	染色体核型图像辅助诊断软件	杭州德适生物科技股份有限公司	2025-04-27	2026-05-19	1.1
14	鼻中隔可吸收钉固定器	合肥启灏医疗科技有限公司	2024-08-02	2026-05-18	1.8
15	质子治疗系统	迈胜医疗设备有限公司	2025-11-11	2026-05-11	0.5
16	一次性使用心腔内超声导管	西安华峰医疗科技有限公司	2023-12-22	2026-04-27	2.3
17	心腔内超声诊断设备	西安华峰医疗科技有限公司	2023-12-22	2026-04-27	2.3
18	一次性使用血栓切除装置	上海蓝脉医疗科技有限公司	2022-08-26	2026-04-27	3.7
19	人类白细胞抗原（HLA）基因分型检测试剂盒（荧光PCR法）	江苏伟禾生物科技有限公司	2024-09-13	2026-04-27	1.6
20	单通道内窥镜手术器械控制系统用无源手术器械和附件	Intuitive Surgical, Inc.	2024-01-22	2026-04-21	2.2
21	经导管二尖瓣夹系统	上海申淇医疗科技有限公司	2021-08-30	2026-04-21	4.6
22	冷冻消融仪	心诺普医疗技术（北京）有限公司	2022-09-28	2026-03-27	3.5

数据来源：NMPA，西南证券整理；

2026H1创新医疗器械获批目录（共44款）

序号	产品名称	生产企业	创新通道注册日期	上市批准日期	间隔时间/年
23	一次性使用球囊型冷冻消融导管	心诺普医疗技术（北京）有限公司	2022-09-28	2026-03-27	3.5
24	二氧化碳造影压力注射套装	阿迈特医疗器械（北京）股份有限公司	2024-10-18	2026-03-24	1.4
25	经导管二尖瓣夹系统	应脉医疗科技（上海）有限公司	2023-03-17	2026-03-24	3.0
26	植入式脑电电极套件	博睿康医疗科技（上海）有限公司	2024-08-02	2026-03-13	1.6
27	植入式脑机接口手部运动功能代偿系统	博睿康医疗科技（上海）有限公司	2024-08-02	2026-03-13	1.6
28	植入式眼部肌肉神经刺激器	超目科技（北京）有限公司	2024-01-22	2026-03-13	2.1
29	可降解卵圆孔未闭封堵器系统	无忧跳动医疗科技（深圳）有限公司	2025-01-21	2026-03-11	1.1
30	血管内超声治疗设备	上海微创旋律医疗科技有限公司	2024-04-19	2026-02-26	1.9
31	一次性使用冠脉血管内超声导丝	上海微创旋律医疗科技有限公司	2024-04-19	2026-02-26	1.9
32	Nd:YAG激光治疗机	吉林省科英医疗激光有限责任公司	2022-03-30	2026-02-26	3.9
33	一次性使用外周血管斑块切除导管	阿维格公司	2024-09-13	2026-02-26	1.5
34	一次性使用射频房间隔穿刺针	慧扬医疗科技（苏州）有限公司	2024-05-29	2026-02-26	1.7
35	热蒸汽治疗设备	上海骊霄医疗技术有限公司	2024-12-16	2026-02-26	1.2
36	一次性使用前列腺热蒸汽治疗器械	上海骊霄医疗技术有限公司	2024-12-16	2026-02-26	1.2
37	经导管主动脉瓣膜系统	科凯（南通）生命科学有限公司	2024-08-02	2026-02-06	1.5
38	射频穿刺发生器	慧扬医疗科技（苏州）有限公司	2024-05-29	2026-01-29	1.7
39	一次性使用心腔内超声成像导管	上海微创电生理医疗科技股份有限公司	2025-03-26	2026-01-29	0.8
40	CT引导穿刺手术定位系统	杭州微引科技有限公司	2024-10-18	2026-01-29	1.3
41	X射线计算机体层摄影设备	上海联影医疗科技股份有限公司	2025-06-03	2026-01-23	0.6
42	一次性使用外周血管血栓旋切导管	江苏金泰医疗器械有限公司	2024-05-29	2026-01-23	1.7
43	尿路上皮癌染色体异常检测试剂盒(联合探针锚定聚合测序法)	苏州宏元生物科技有限公司	2021-07-15	2026-01-19	4.5
44	自膨式动脉瘤瘤内栓塞器	上海微密医疗科技有限公司	2022-08-26	2026-01-07	3.4

数据来源：NMPA，西南证券整理；

医药行业2026H1二级市场表现回顾

医药子行业2026年中期投资逻辑

2.1 创新药及制剂：2026H2创新药行情将进入精选个股阶段

2.2 医疗器械：2026H2回归本源，看好三个方向

2.3 CXO：关注新分子的成长性与国内景气度修复的传导

2.4 生命科学试剂及制药装备：国内需求端逐渐复苏，国产替代大趋势未改变

2.5 原料药：产业能力继续升级

2.6 血制品：业绩承压明显，行业加速整合

2.7 疫苗：传统品种边际改善，建议关注创新+出海两条主线

2.8 中药：关注中药四大方向

2.9 医药分销：数字化成为医药分销行业未来发展的重要引擎

2.10 药店：关注药店三大方向

2.11 医疗服务：关注政策赋能，后续寻找医疗服务板块个股机会

医药全行业2026年中期投资策略及标的

- **板块走势复盘**：2025年3月，部分CXO头部上市公司订单数据超预期，二级市场估值注入；2025年4月，特朗普政府关税政策的频繁变化对股市带来了短期扰动；2025年二、三季度，随短期扰动出清、（国内市场）下游创新药结构性牛市、部分头部企业定期报告的兑现与预期上调，板块股价进一步上升。四季度，美国2026年国防授权法案与1260H清单不确定性升级，同时市场风格调整，部分企业股价下跌。年末，猴价变化+国内数据亮眼，部分内需票股价大幅抬升。2026年一季度，CXO板块风险出清、业绩分化、估值修复动力足；二季度，龙头（药明系）与CDMO业绩高增、临床CRO企稳，结构性行情显著；海外研发回暖+国内创新药市场修复共振，订单饱满锁定2026-2027年增长，板块有望进入新一轮景气上行周期。
- **业绩表现：2025年及2026年Q1 CXO板块延续增长态势**。CXO板块共选取19家样本公司，2025全年实现收入966.1亿元（+13.2%）；实现归母净利润244.06亿元（+88.9%）；实现扣非净利润总额175.37亿元（+36.6%）。分季度看，26Q1实现营业收入252.3亿元（+19.2%）；共实现归母净利润59.6亿元（+23.1%）；共实现扣非归母净利润55.4亿元（+67.0%）。
- **宏观维度**：美联储降息周期下医药生物投融资环境有望持续改善，地缘不确定性逐步释放。1）货币政策：6月17日美国最新联邦基金利率2026/2027/2028/远期运行目标的预测中值分别为3.8%/3.6%/3.4%/3.1%，高利率维持周期大幅拉长，短期可能压制市场流动性。2）地缘不确定性逐步释放：美国2026财年国防授权法案已颁布，随着SEC851所引用的1260H清单未来的更新与调整，头部CXO企业的地缘风险不确定性将进一步释放，从NDAA SEC851目前的直接影响范围及实际影响落地周期来看，影响有限。
- **行业维度**：国内需求加速修复，全球景气度回暖。CXO的需求来自于下游药企的研究活动及支撑其研究的资金。1）国内：去年来CDE新药IND承办数量稳步提高，25Q1/Q2/Q3/Q4/26Q1分别为395/410/526/509/570项。同时2026年Q1中国医疗健康领域投融资总金额338.63亿元（同比+81.5%），投融资事件数132件（同比-5.7%），未来CXO国内市场需求有望持续修复。2）海外：2026年Q1全球医疗健康行业投融资总金额1708.94亿元（同比+15.2%）；全年全球投融资事件534件（同比-5.3%），全球投融资市场表现活跃。2025年北美及欧洲新开临床试验共4297项（不包含IV期），其中1801项为I期或早期探索性试验，2496项为II期-III期临床试验，达到2021年的历史高水平。
- **未来展望**：H2我们维持对CXO外需提速和内需兑现双轮驱动的高景气判断：一方面，CDMO在26Q1在人民币升值等不利背景下仍体现韧性，龙头对全年延续双位数增长的指引与资本开支扩张相互印证，外需商业化与新分子管线将继续驱动二季度业绩延续高增。另一方面，内需端受BD出海和融资回暖共同推动，成为临床前/临床CRO订单高增的直接来源。外部变量方面，美国1260H清单实质影响有限、短期利空出尽，三星生物罢工引发全球生物药CDMO供应链分散化诉求上升，有望带来订单结构性转移与中期份额机会。
- **CXO板块持续关注**：1）全球市场多肽、偶联药物等新分子持续起量对D、M、R外包持续注入的增长动能、以及未来下游市场变化中的潜在机会；2）地缘风险不确定性出清后的反转与板块情绪面改善；3）国内市场修复、海外市场景气，创新药研发外包需求的传导；4）AI药物研发。
- **相关标的**：药明康德、康龙化成、凯莱英、药明生物、泰格医药、晶泰控股、英矽智能、昭衍新药、博腾股份等。
- **风险提示**：创新药外包需求不及预期的风险、地缘与宏观风险等。

整体业绩回顾

- **2025年CXO板块延续增长态势。**CXO板块共选取19家样本公司，2025全年实现收入966.1亿元（+13.2%）；实现归母净利润244.06亿元（+88.9%）；实现扣非净利润总额175.37亿元（+36.6%）。分季度看，26Q1共实现营业收入252.3亿元（+19.2%）；共实现归母净利润59.6亿元（+23.1%）；共实现扣非归母净利润55.4亿元（+67.0%）。25Q4共实现营业收入270.4亿元（+13.7%）；共实现归母净利润78.7亿元（+204.0%）；共实现扣非归母净利润46.8亿元（+46.0%）。自2024Q4至今，板块收入延续增长态势、利润同步快速回升。
- **2025CXO板块盈利能力大幅改善。**2025全年板块整体毛利率为40.5%（+2.9pp）、净利率为25.2%（+10.1pp）；销售费用率（2.7%，-0.1pp）、管理费用率（8.8%，-1.1pp）、研发费用率（4.5%，-1.0pp）下降，财务费用率提高（0.8%，+1.9pp），由收入增长下规模效应放大、部分产能利用率提升、部分赛道/细分市场价格竞争逐渐触底等因素综合导致。

CXO板块24Q1-26Q1业绩速览

（亿元）	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
单季度收入	188.6	205.4	221.9	237.9	211.7	236.8	247.2	270.4	252.3
同比增速	-13.6%	-11.0%	-2.3%	7.0%	12.3%	15.3%	11.4%	13.7%	19.2%
归母净利润	27.3	41.4	34.6	25.9	48.4	64.7	52.3	78.7	59.6
同比增速	-43.4%	-33.8%	-30.6%	101.2%	77.4%	56.2%	51.0%	204.0%	23.1%
扣非归母净利润	27.6	35.8	32.9	32.1	33.2	45.4	50.0	46.8	55.4
同比增速	-35.1%	-33.8%	-33.5%	78.3%	20.4%	26.9%	51.7%	46.0%	67.0%

CXO板块24Q1-26Q1盈利能力指标概览

（亿元）	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
毛利率	36.2%	38.1%	38.9%	36.9%	37.9%	40.7%	41.9%	41.0%	41.9%
净利率	14.5%	20.2%	15.6%	10.9%	22.9%	27.3%	21.1%	29.1%	23.6%
销售费率	2.8%	2.8%	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%	2.5%	2.8%	2.6%
管理费用率	10.4%	10.1%	9.0%	10.3%	9.2%	8.4%	8.8%	8.8%	8.7%
财务费率	-2.6%	-1.7%	3.4%	-4.0%	0.6%	1.0%	0.2%	1.2%	1.1%
研发费率	5.9%	5.8%	5.3%	4.9%	4.6%	4.5%	4.5%	4.3%	3.9%

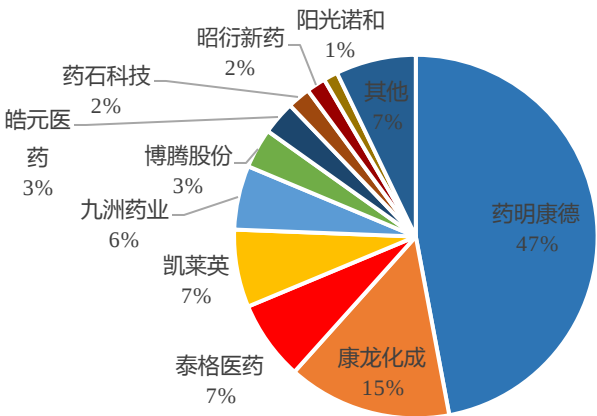
多数样本企业实现收入、利润正增长

- 2025全年：板块样本企业共实现收入966.1亿元（+13.2%）；实现归母净利润244.06亿元（+88.9%）。19家样本企业中17家收入实现正增长，15家公司净利润增速实现正增长；3家公司收入增速超20%、10家公司净利润增速超20%；13家公司收入增速超10%，13家公司净利润增速超10%。
- 从收入贡献看，2025全年药明康德、康龙化成、泰格医药、凯莱英、九洲药业贡献比例为47%、15%、7%、7%、6%；从净利润贡献看，药明康德、康龙化成、凯莱英、泰格医药、九洲药业贡献比例为77%、7%、4%、4%、3%。

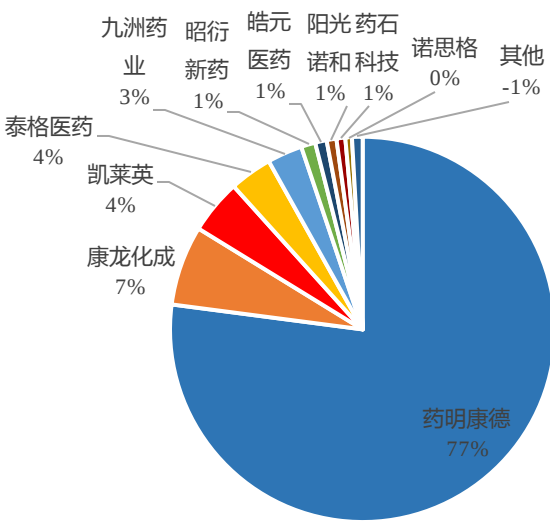
板块前收入/利润增长分布

收入增速	全行业	超过20%	超过10%	为正数	下滑
家数	13.2%	3	13	17	20
占比		8%	35%	46%	54%
归母净利润增速	全行业	超过20%	超过10%	为正数	下滑
家数	88.9%	10	13	15	22
占比		27%	35%	41%	59%

2025全年板块收入占比



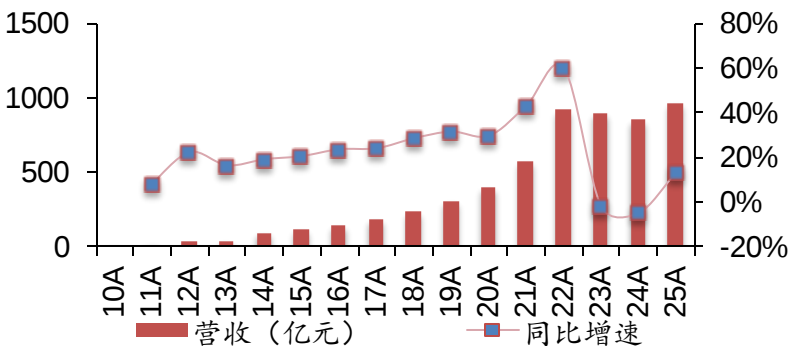
2025全年归母净利润占比



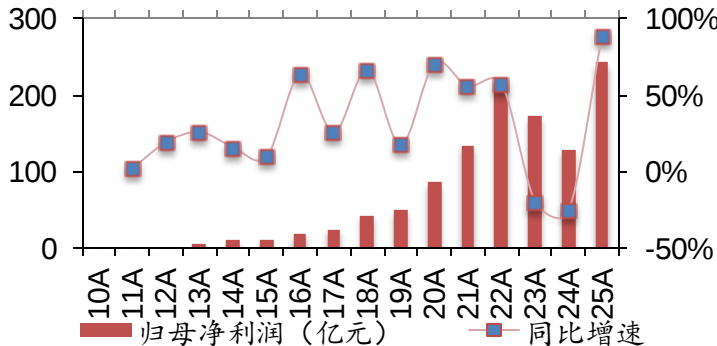
累计季度表现

➤ **2025全年收入增长兑现，利润端快速回升。**在2023年高利润商业化订单完全消化后，2024年CXO板块表观收入小幅下降并逐步企稳。2025全年，伴随着2024年全球医药生物投融资在研发外包市场的释放、CDMO部分新增产能的爬坡、新分子需求快速增长、临床CRO竞争的逐步触底等，全板块样本公司合计实现收入966.1亿元（+13.2%），叠加产能利用率提升、规模效应放大等因素，实现归母净利润244.06亿元（+88.9%）；实现扣非净利润总额175.37亿元（+36.6%）。

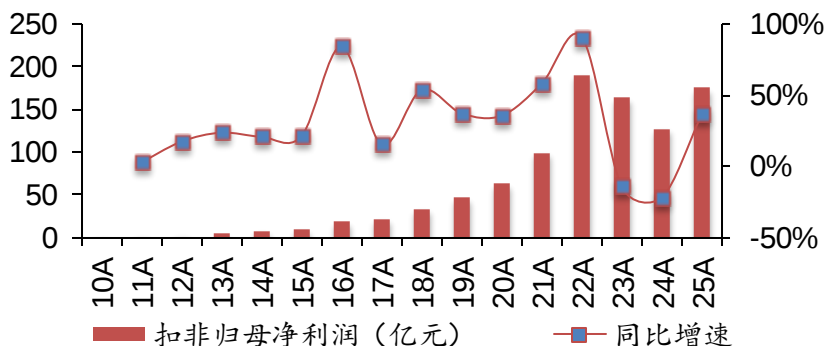
2010年~2025年收入及增速



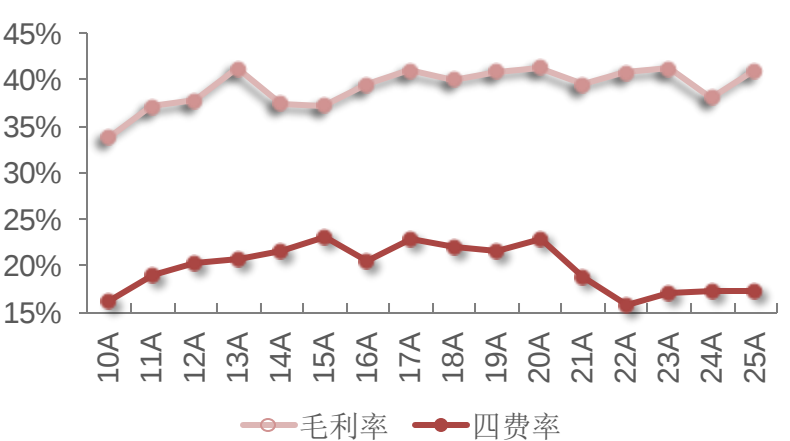
2010年~2025年归母净利润及增速



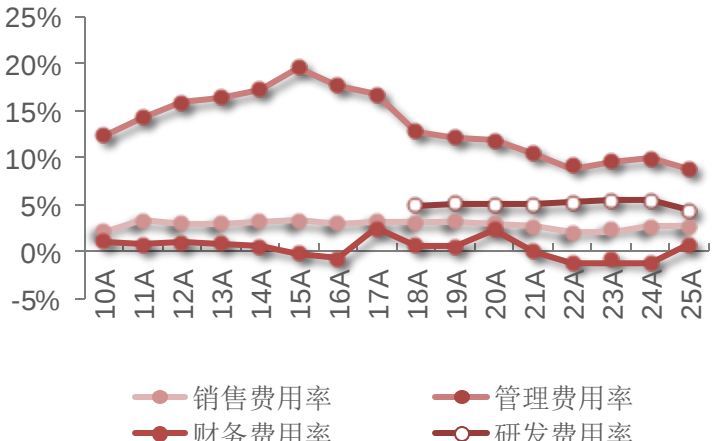
2010年~2025年扣非归母净利润收入及增速



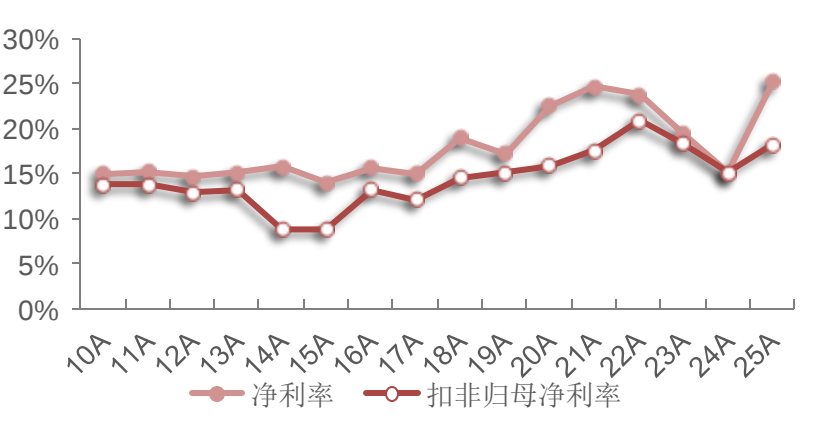
2010年~2025年毛利率与四费率变化趋势



2010年~2025年期间费用率变化趋势



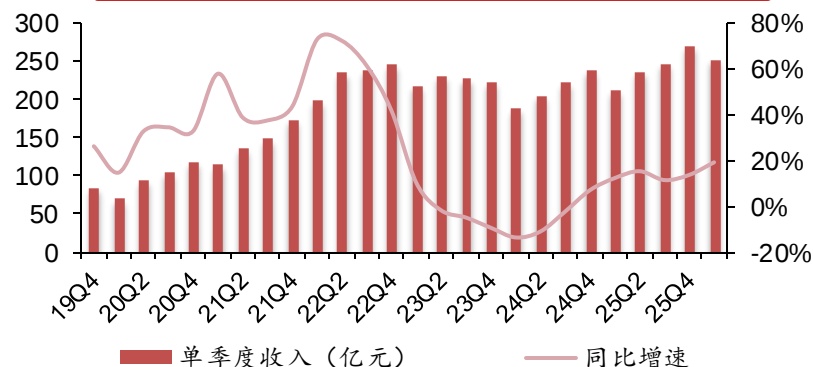
2010年~2025年净利率变化趋势



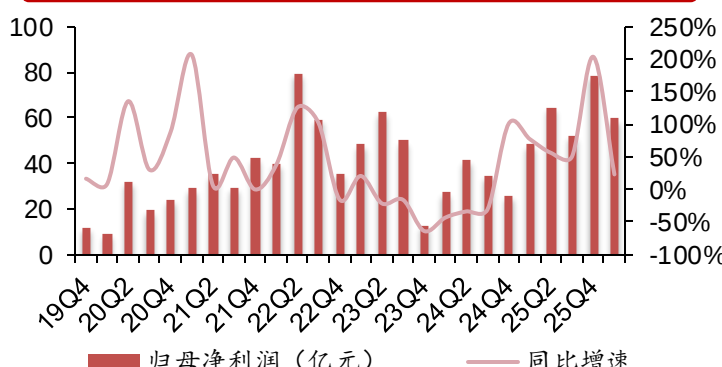
单季度表现

- **25Q1、Q2、Q3收入逐季提升，利润保持高增长，25Q4利润同比增长200%以上。**分季度看，CXO板块19家样本企业26Q1共实现营业收入252.3亿元（+19.2%）；共实现归母净利润59.6亿元（+23.1%）；共实现扣非归母净利润55.4亿元（+67.0%）。25Q4共实现营业收入270.4亿元（+13.7%）；共实现归母净利润78.7亿元（+204.0%）；共实现扣非归母净利润46.8亿元（+46.0%）。

19Q4~26Q1收入及增速（单季度）



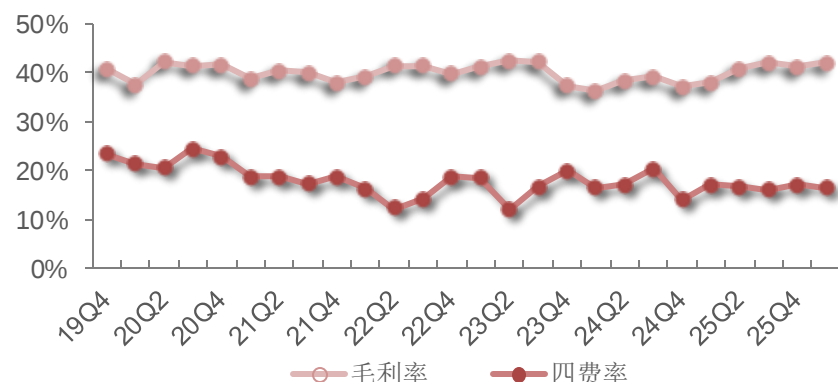
19Q4~26Q1归母净利润及增速（单季度）



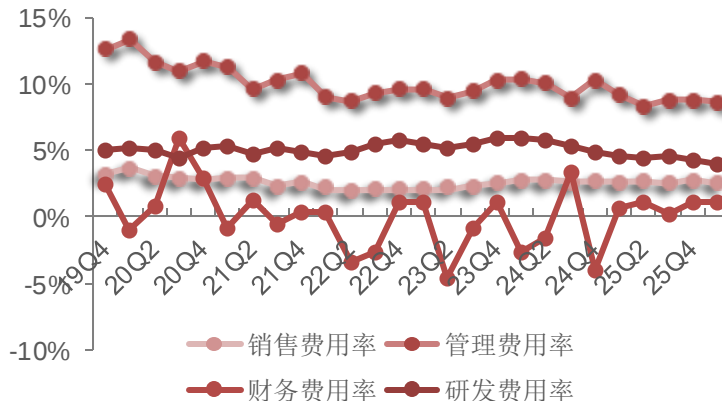
19Q4~26Q1扣非归母净利润及增速（单季度）



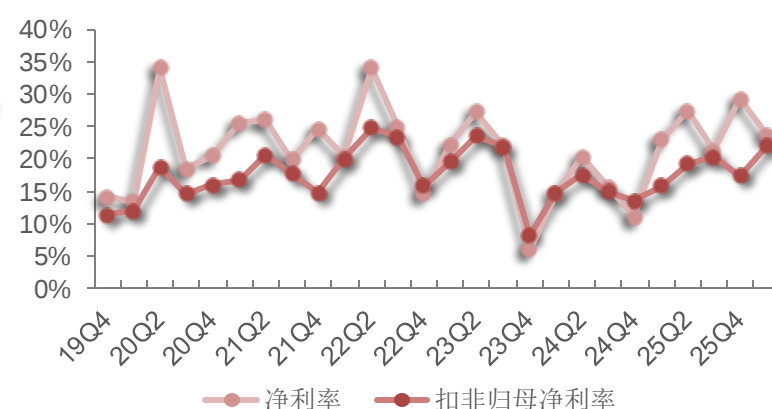
19Q4~26Q1毛利率与四费率变化趋势



19Q4~26Q1期间费用率变化趋势



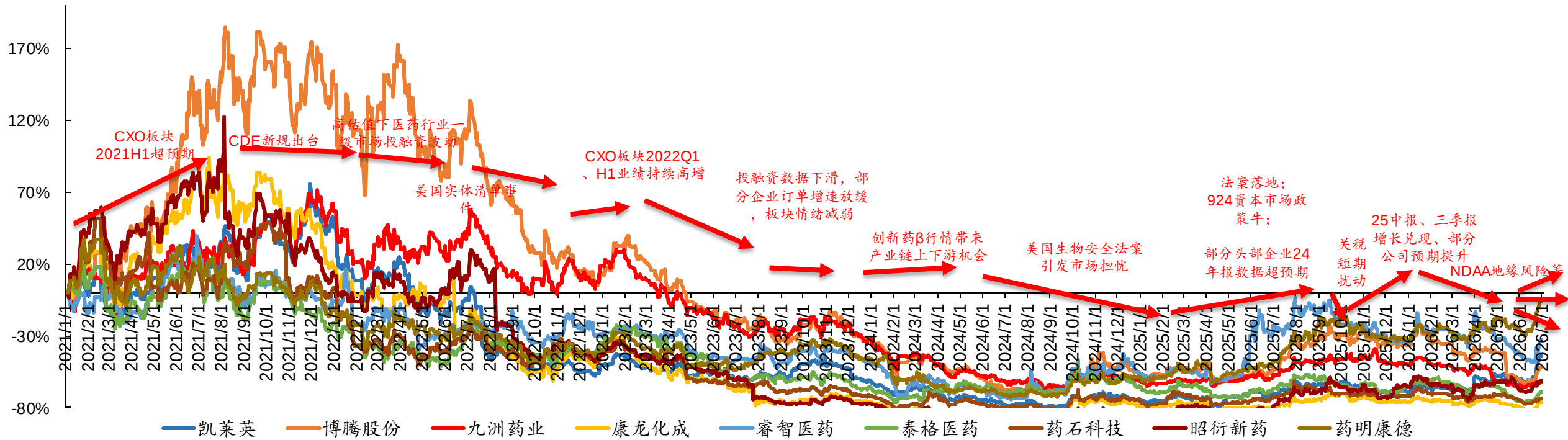
19Q4~26Q1净利率变化趋势



走势复盘

➤ **板块走势复盘：**2024年上半年，CXO板块在美国生物安全法案事件催化、各企业业绩增速预期调整等因素的影响下继续走低；2024年9月，国内股市出现政策驱动性牛市、地缘风险短期出清，CXO板块股价同步上涨；2025年3月，部分CXO头部上市公司订单数据超预期，二级市场估值注入；2025年4月，特朗普政府关税政策的频繁变化对股市带来了短期扰动；2025年二、三季度，随短期扰动出清、（国内市场）下游创新药结构性牛市、部分头部企业定期报告的兑现与预期上调，板块股价进一步上升。四季度，美国2026年国防授权法案与1260H清单不确定性升级，同时市场风格调整，部分企业股价下跌。年末，猴价变化+国内数据亮眼，部分内需票股价大幅抬升。2026年一季度，CXO 板块风险出清、业绩分化、估值修复动力足；二季度，龙头（药明系）与 CDMO 业绩高增、临床 CRO 企稳，结构性行情显著；海外研发回暖 + 国内创新药市场修复共振，订单饱满锁定 2026-2027 年增长，板块有望进入新一轮景气上行周期。

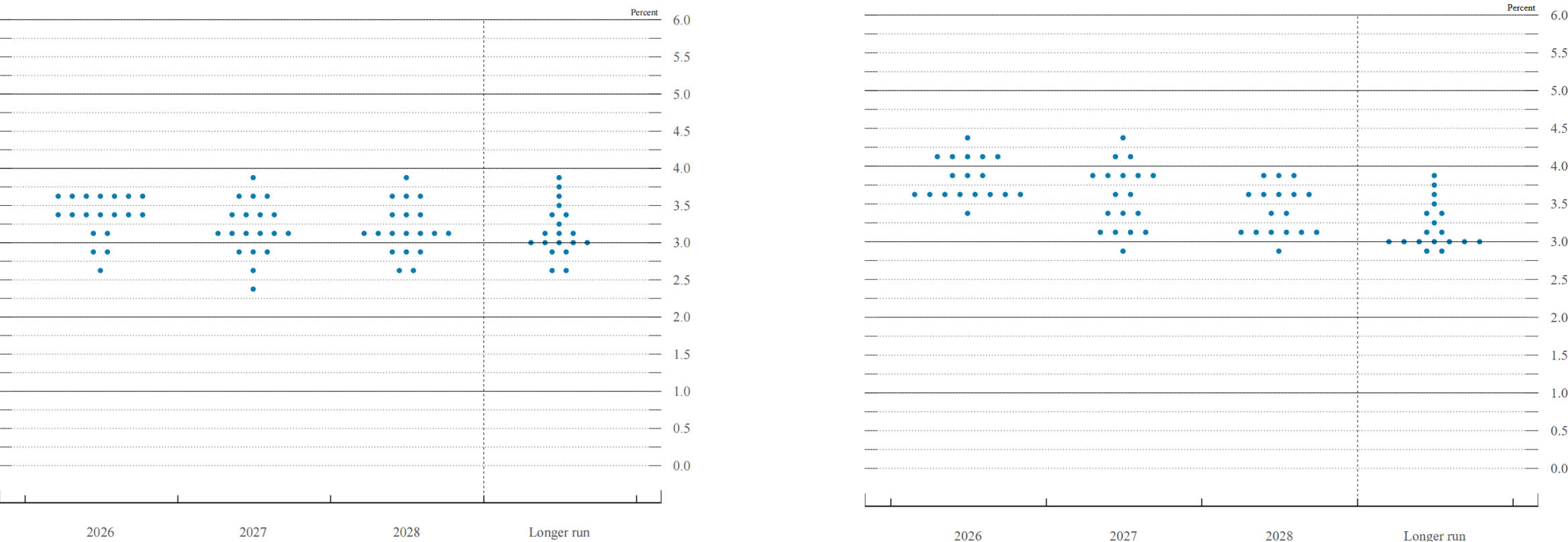
部分CXO公司股价复盘



宏观维度

➤ **降息周期下医药生物投融资环境、药企外包需求向好。**美联储在2022年3月至2023年7月进行了总共11次、总计5.25个百分点的加息后联邦基金利率达到5.25%至5.5%，货币政策转向宽松，经过2024年-2025年数次降息后，美联储2026年6月17日最新公布的点阵图显示，美联储官员2026 年联邦基金利率预测中值为 3.8%（前次3.4%）、2027 年预测中值为 3.6%（前次3.1%）、2028 年预测中值为 3.4%（前次3.1%），远期运行目标中值维持3.1%不变；相较于 3 月点阵图，各年度利率中枢全面上修、政策预期明显转鹰，年内降息预期基本消失，高利率维持周期大幅拉长，仅 2027、2028 年存在小幅降息空间（走势仍受美国通胀、失业率数据、中期选举等变量扰动）。高利率环境短期压制市场流动性，医药生物一级市场投融资回暖节奏或将延后，中长期随通胀回落、降息逐步落地后，biotech 医疗外包服务需求有望边际改善。

美联储官员目标联邦基金利率点阵图（%）



数据来源：美联储，西南证券整理 注：美联储点阵图（左）为美联储2026.3.18日文件内容，美联储点阵图（右）为美联储2026.6.17日文件内容，西南证券整理

宏观维度

- 随着2026年美国国防授权法案的颁布及1260H清单未来的更新与调整，地缘风险不确定性逐步释放。
- 根据美国2026财年《国防授权法案（NDAA）》，从法案SEC 851的直接影响范围与影响周期来看，影响有限。关注三点：
 - 1) 中国CXO企业是否进入1260H清单？
 - 2) 实际影响落地周期？
 - 3) 美国医保是否受法案关联？

FY2026 NDAA SEC1261
(a) 将《2021财年国防授权法案》第1260H(g)(2)(B)(i)(I)项修订为： 由下列机构直接或间接拥有、控制、或受其受益所有，或与其存在关联关系，或以官方或非官方身份充当其代理人或代表其行事的实体，无论在中国境内或境外运营—— (aa)XX军 (bb)中国军事及准军事单位、安全力量、警察、执法机关、边境管控机构 (cc)人民武装警察部队 (dd)国家安全部（MSS）、或CCP中央军事委员会下属的任何其他组织 (ee)工业和信息化部（MIIT） (ff)国务院国有资产监督管理委员会（SASAC） (gg)或国家国防科技工业局（SASTIND） (b)生效日期本小节所作修正自本法颁布之日起满一年时生效。

FY2026 NDAA SEC851 (部分)

- a) 一般规定——行政部门不得(The head of an executive agency) :
- (1)采购或者获取由重点关注的生物技术企业 (biotechnology company of concern) 生产、提供的任何生物技术设备或服务 ;
 - (2)与任何存在下列情形的实体订立合同 , 或延续、续签与该实体的合同 :
 - (A)在履行与行政机构的合同过程中 , 使用由受关注的生物技术公司生产或提供、且是在第(c)款规定的适用生效日期之后获取的生物技术设备或服务;
 - (B)订立任何合同 , 且该实体明知在履行与行政机构的合同过程中 , 将需要使用由受关注的生物技术公司生产或提供、且是在第(c)款规定的适用生效日期之后获取的生物技术设备或服务。
- (b) 禁止提供贷款与资金——行政部门不得将贷款或资金划拨、支出给相关实体 , 受款人亦不得将该类资金用于 :
- (1)采购、获取或使用由重点关注的生物技术企业生产、提供的任何生物技术设备或服务 ; 或
 - (2)与(a)款第(2)项所述主体订立合同 , 或延续、续签与该主体的合同。
- c) 生效时间 :
- (1)特定主体——对于(f)款第(2)项(A)目所涵盖的重点关注生物技术企业 , (a)款与(b)款规定的禁令 , 应在《联邦采购条例》(FAR) 根据(h)款完成修订后的60日生效。
 - (2)其他主体——对于(f)款第(2)项(B)目或(C)目所涵盖的重点关注生物技术企业 , (a)款与(b)款规定的禁令 , 应在《联邦采购条例》根据(h)款完成修订后的90日生效。
 - (3)解释 :
 - (A)除外情形——在根据(h)款修订《联邦采购条例》(该修订明确了(f)款第(2)项所涵盖的重点关注生物技术企业) 后的**五年期满前** , **(a)款第(2)项与(b)款第(2)项的规定 , 不适用于在第(1)项与第(2)项对应的生效日期前订立的合同或协议** (包括此前协商确定的合同选择权) 项下生产或提供的生物技术设备或服务。
 - (B)安全港规则——“由重点关注生物技术企业生产或提供的生物技术设备或服务”这一术语 , 不应被解释为涵盖曾由重点关注生物技术企业生产或提供、但目前已不再由其生产或提供的任何生物技术设备或服务。
- (f) 实体的评估
- (1)在本法颁布之日起一年内 , 行政管理和预算局局长 (OMB) 应基于国防部长与司法部长、卫生与公众服务部长、商务部长、国家情报总监、国土安全部长、国务卿及国家网络总监协调后提供的建议实体清单 , **公布构成重点关注生物技术企业的实体名单**。
 - (2)受关注的生物技术实体 :
 - (A)符合以下标准的实体 : (i) 在任何程度上参与生物技术设备或服务的制造、分销、提供或采购 ; 且 (ii) 被美国国防部依据《2021财年国防授权法案》**第1260H条** , 通过《联邦公报》公布的“在美国运营的中国军事企业年度清单”所收录的实体。
 - (B)经第(1)项确立的程序认定符合以下标准的实体 : (i)受外国对手政府的行政治理结构、指令、控制约束 , 或代表该外国对手政府运作 ; (ii)在任何程度上参与生物技术设备或服务的制造、分销、提供或采购 ; 并且(iii)基于以下情形对美国国家安全构成风险 : (I)与外国对手的军队、国内安全部队或情报机构开展联合研究、受其支持 , 或与其存在关联 ; (II)将通过生物技术设备或服务获取的多组学数据提供给外国对手政府 ; 或(III)在未获得明确且知情同意的情况下 , 通过生物技术设备或服务获取人类多组学数据。
 - (C)符合(A)目或(B)目所述实体的子公司、母公司或承继实体 , 满足(B)目第(i)至(iii)项规定的标准需 , 经第(1)项确立的程序认定。
 - (3)指导 : 在根据第(1)项公布清单后180日内 , 以及根据第(4)项更新清单后180日内 , 行政管理和预算局局长应与国防部长、司法部长、卫生与公众服务部长、商务部长、国家情报总监、国土安全部长、国务卿及国家网络总监协调 , 制定实施本节要求所需的指引。
 - (4)更新 : 行政管理和预算局局长应与国防部长、司法部长、卫生与公众服务部长、商务部长、国家情报总监、国土安全部长、国务卿及国家网络总监协调 (或基于上述人员提供的建议) , 或在收到根据第(7)项提出的请求后 , 定期 (但不少于每年一次) 审查重点关注生物技术企业清单 , 酌情增列或移除实体 , 并将任何此类修改通知相关国会委员会。

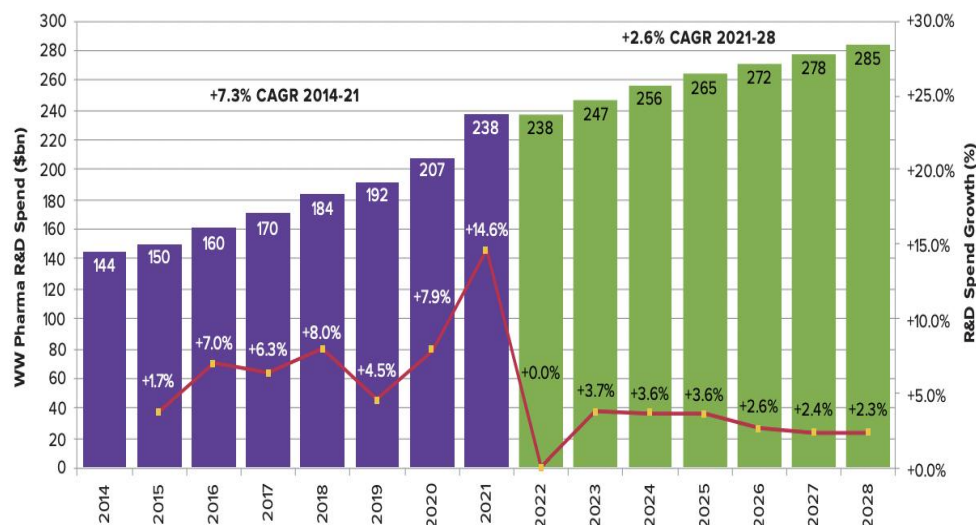
行业维度

因CXO的需求来自药企的研发活动/研发投入，因此行业层面整体的景气度一定程度上可由融资情况与研发情况反应。

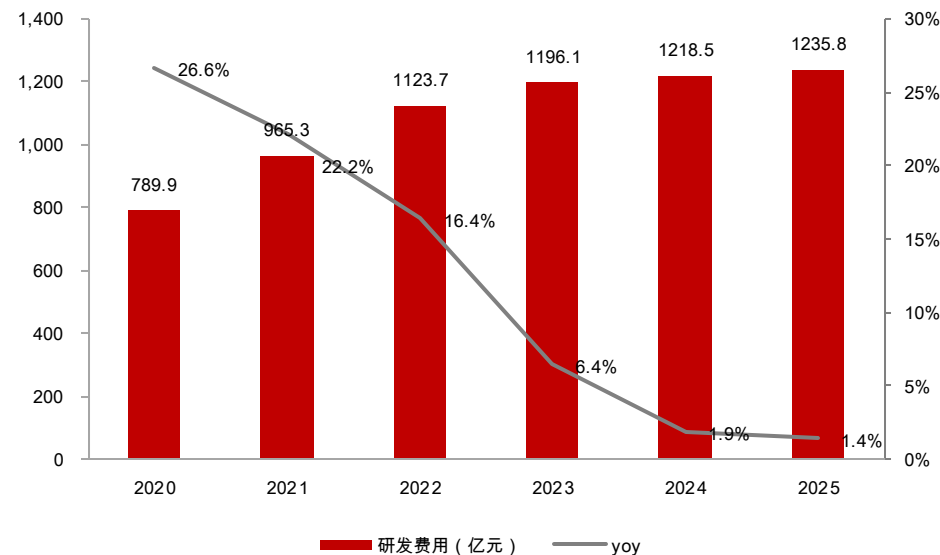
全球医药生物企业研发投入稳步增长。2008年金融危机对全球医药研发造成较大冲击，研发投入增速降至1%；2011年开始增速逐步企稳回升，根据Evaluate Pharma统计，2021年全球医药研发投入同比增速接近14.6%。从绝对值来看，全球医药研发投入从2014年的1440亿美元增至2021年的2380亿美元，复合增长率为7.3%，预计2021-2028年全球医药研发仍将以2.6%的增速稳步增长。

我国医药生物企业研发费用持续增长。我国A股医药生物企业研发投入持续增长，2025年四百余家医药生物样本上市公司研发费用总额达1235.6亿元，同比增长1.4%，2020年-2024年CAGR约12.07%。

全球医药生物研发投入及预测（十亿美元）



医药生物上市公司研发费用合计额



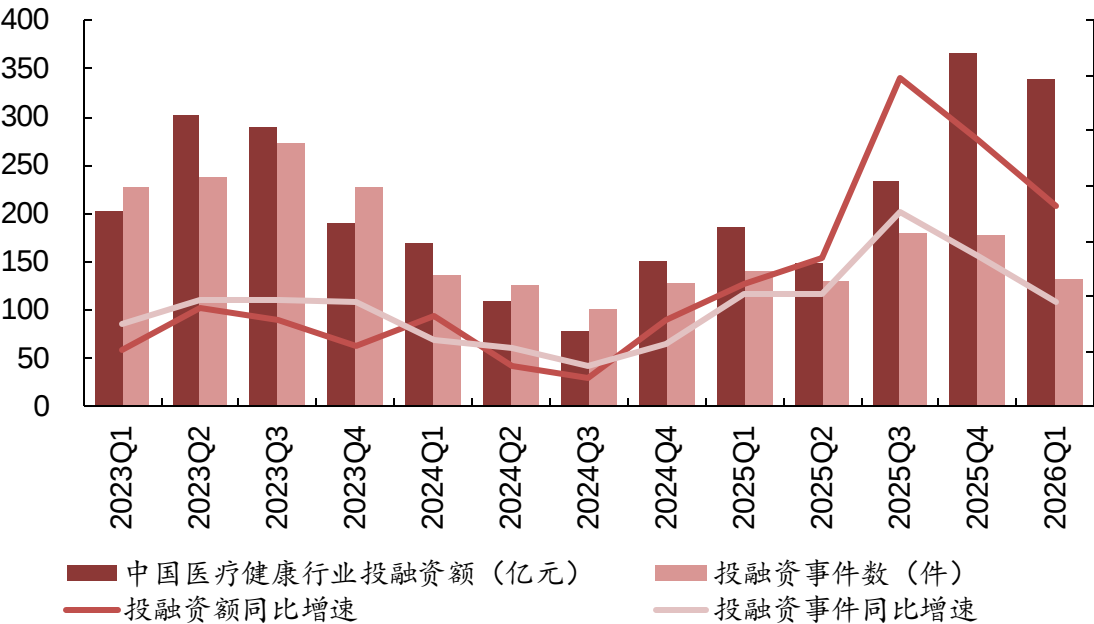
行业维度

因CXO的需求来自药企的研发活动/研发投入，因此行业层面整体的景气度一定程度上可由融资情况与研发情况反应。

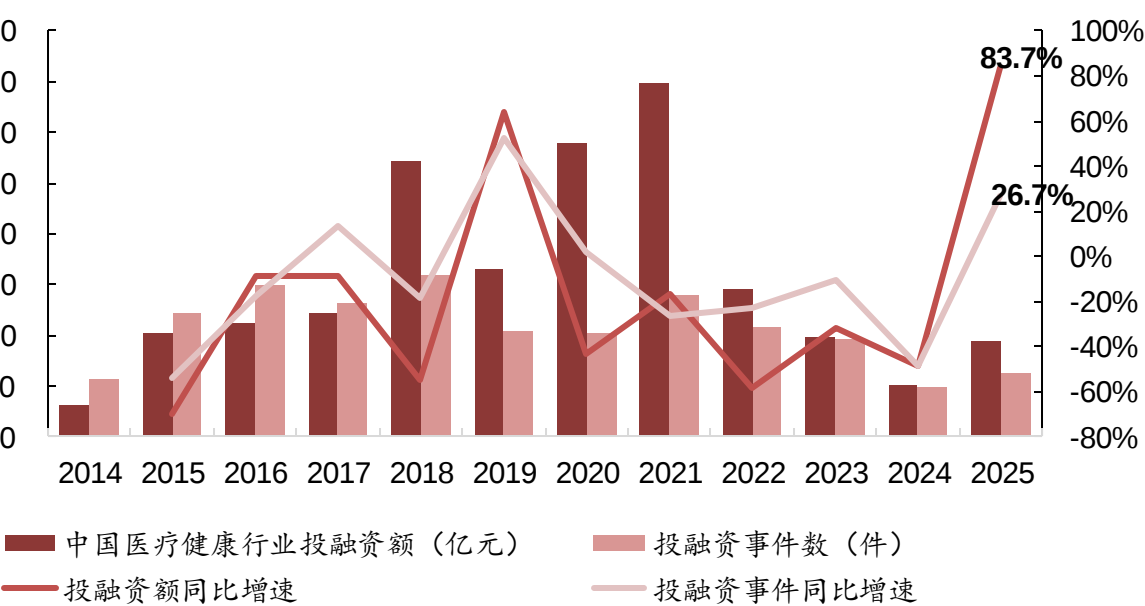
1) 国内医疗健康投融资：25Q1-Q2触底修复，Q3-Q4投融资增长提速；26Q1同比保持高增长态势。

- 中国2026年Q1医疗健康投融资活动同比显著增强：2026年第一季度中国医疗健康领域投融资总金额338.63亿元（同比+81.5%；环比-7.5%）；第一季度中国投融资事件数132件（同比-5.7%；环比-25.4%）。
- 中国2025年医疗健康领域投融资金额、事件数均同比增长：2025年中国医疗健康领域投融资总金额935.4亿元（同比+83.7%），投融资事件数626件（同比+26.7%）。

中国季度医疗健康投融资额及事件数



中国年度医疗健康投融资额及事件数



数据来源：药智网，西南证券整理；注中国投融资数据以一级市场为主，包含二级市场融资事件

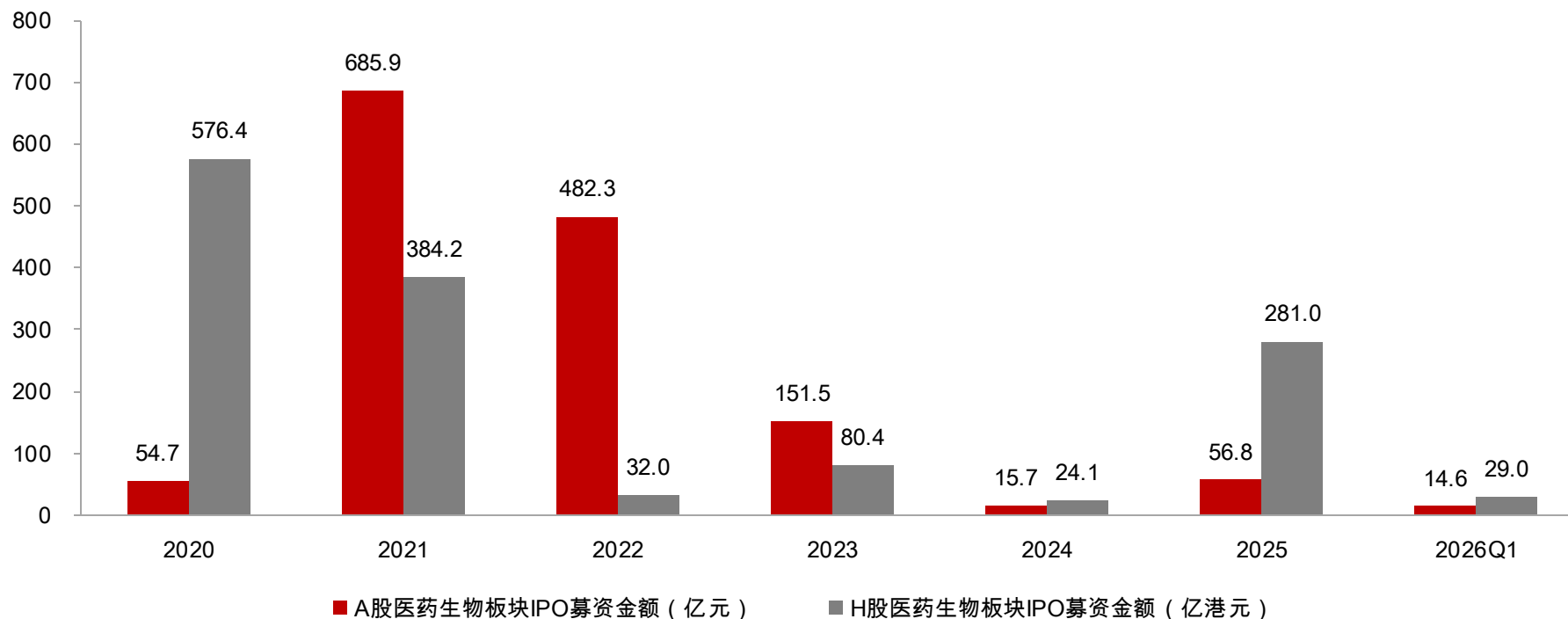
行业维度

因CXO的需求来自药企的研发活动/研发投入，因此行业层面整体的景气度一定程度上可由融资情况与研发情况反应。

1) 国内医药板块IPO情况：A股2021-2024逐年减少，2025略微回升；H股已成为医药生物板块公司IPO主要市场。

2025年A股IPO融资56.8亿元，较2024年有所回升，但仍处于底部；H股IPO融资281亿港元，较24年大幅上涨。H股融资市场活跃，已成为创新药企主要IPO融资市场。

中国A+H 医药生物板块IPO募资金额年度数据统计



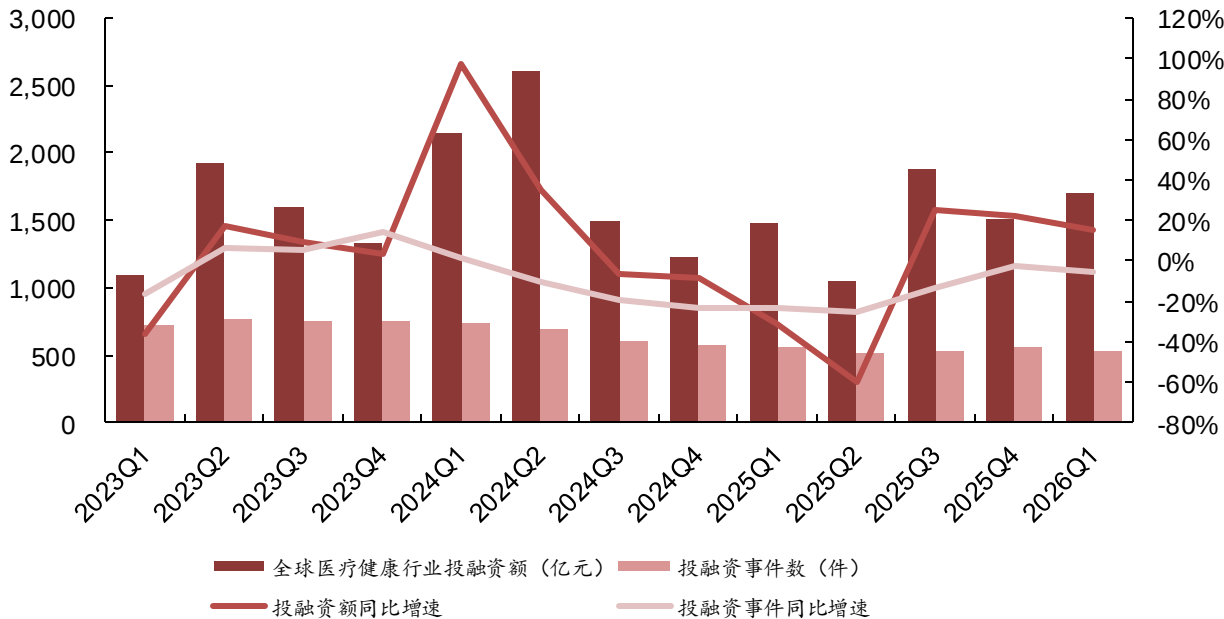
行业维度

因CXO的需求来自药企的研发活动/研发投入，因此行业层面整体的景气度一定程度上可由融资情况与研发情况反应。

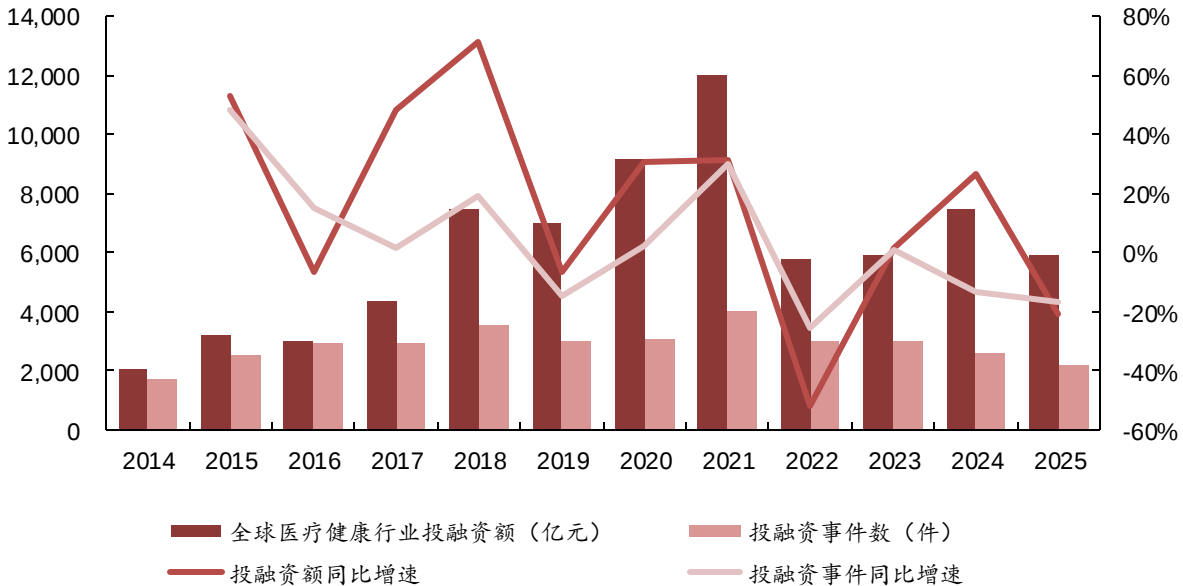
2) 全球医疗健康投融资：2025全年与2023年、2022年基本持平

- **全球2025年医疗健康行业投融资**：2025年全球医疗健康行业投融资总金额5911.9亿元(同比-20.9%)；全年全球投融资事件2185件（同比-16.7%）。
- **全球2026年第一季度医疗健康行业投融资总额同比回升**：2026年第一季度全球医疗健康行业投融资总金额1708.94亿元（同比+15.2%；环比+13.66%），第一季度全球投融资事件数534件（同比-5.3%；环比-6.15%）。

全球季度医疗健康投融资额及事件数



全球年度医疗健康投融资额及事件数

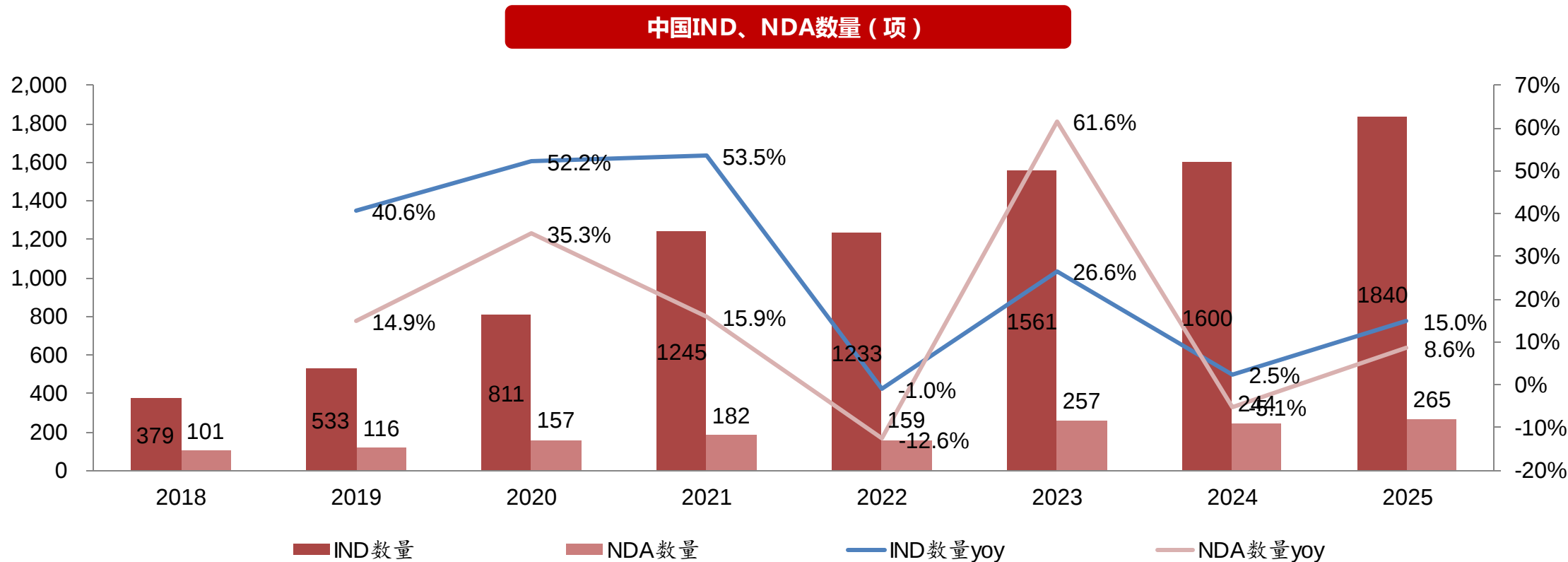


行业维度

因CXO的需求来自药企的研发活动/研发投入，因此行业层面整体的景气度一定程度上可由融资情况与研发情况反应。

3) 国内研发：CDE创新药IND、NDA数量提高；BD出海节奏加速

➤ 2025年，CDE创新药化学药品、生物制品、中药IND承办数量合计达1840项，同比+15.0%；NDA承办数量合计达265项，同比+8.6%。



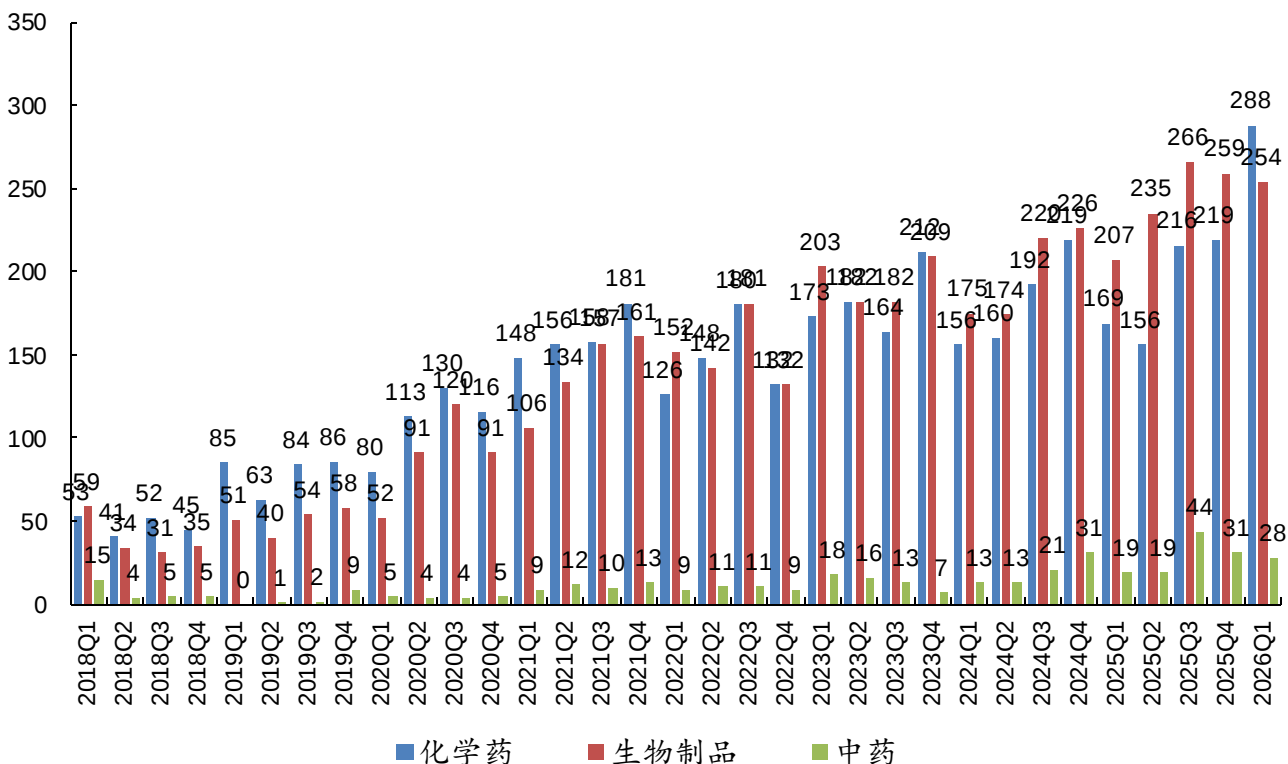
行业维度

因CXO的需求来自药企的研发活动/研发投入，因此行业层面整体的景气度一定程度上可由融资情况与研发情况反应。

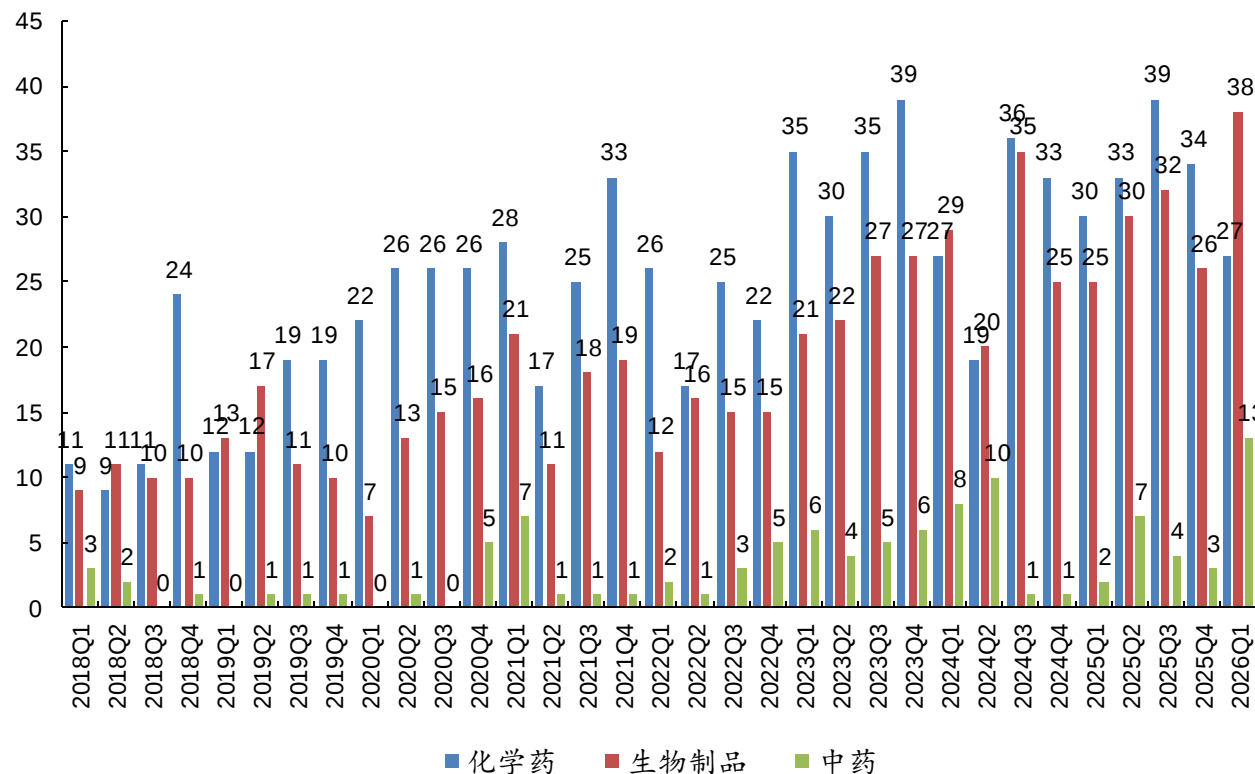
3) 国内研发：CDE创新药IND、NDA数量提高；BD出海节奏加速

- IND事件25Q1/Q2/Q3/Q4/26Q1分别为395/410/526/509/570项。新药NDA数量增加滞后于IND，同样呈现确定的快速增长态势。分类型来看，受抗体药物、ADC等类型新药的拉动，自2023年起，生物制品IND数量已逐步追上化学药，此外，生物制品NDA数量也逐步接近化学药。

CDE创新药IND申报数量（季度数据）（项）



CDE创新药NDA申报数量（季度数据）（项）



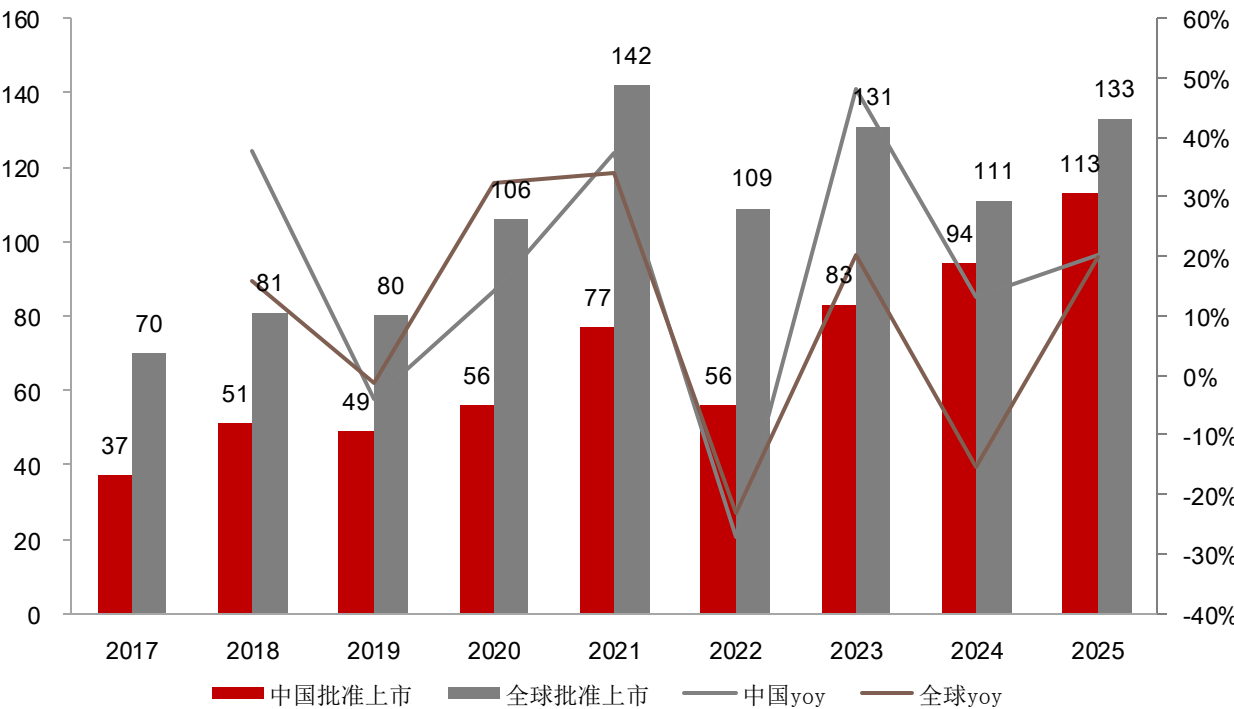
行业维度

因CXO的需求来自药企的研发活动/研发投入，因此行业层面整体的景气度一定程度上可由融资情况与研发情况反应。

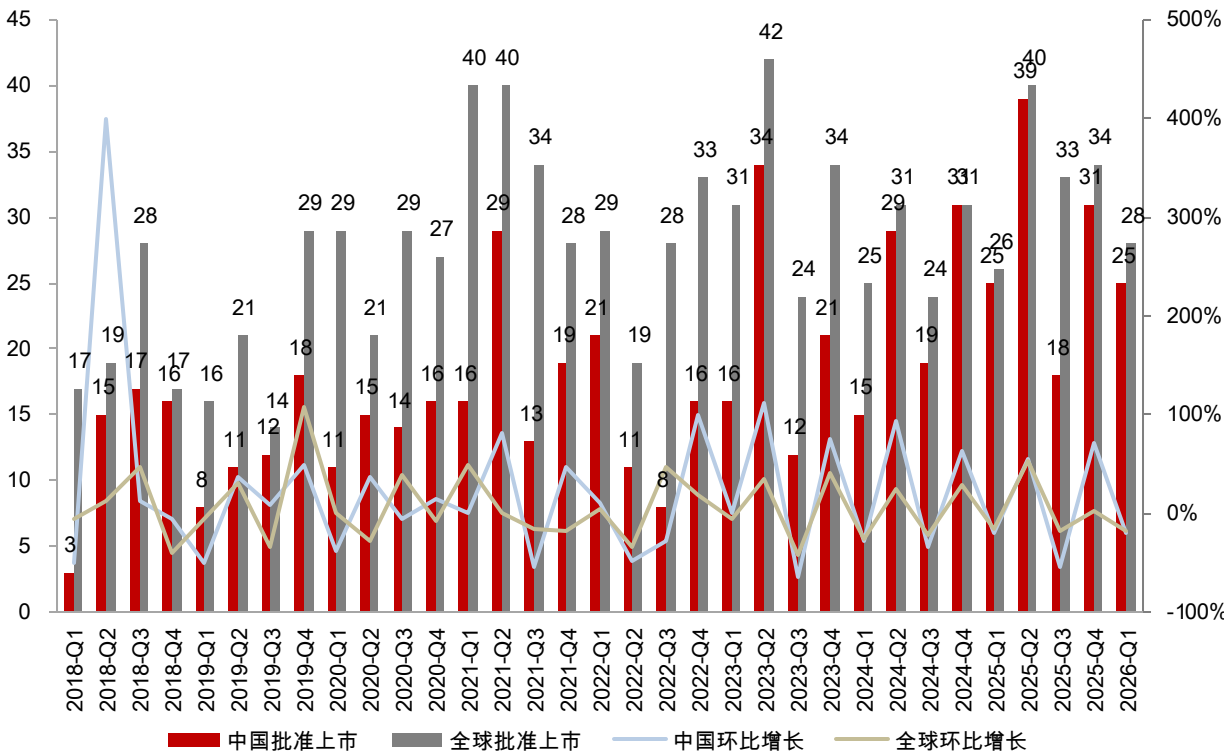
3) 国内和海外研发：中国创新药批准上市数量上升势头明显，2025年获批上市占全球获批上市数量的85%。

➢ 中国批准上市事件25Q1/Q2/Q3/Q4/26Q1分别为25/39/18/31/25项，同比分别+66.7%/+34.5%/-5.3%/0.0%/0.0%。

中国和全球创新药批准上市数量（年度数据）（项）



中国和全球创新药批准上市数量（季度数据）（项）



CXO板块2025年业绩速览

➤ 按市值排序；收入、利润单位为亿元，费用单位为百万元

成分股	2025		2024		市值（亿元） 2026.7.1	收入同比增量	净利润同比增量	研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润		2025	2024	2025	占比	2025	占比	2025	占比	2025	占比
药明康德	392.4	94.5	403.4	96.1	3,778.0	6214.73	9700.27	1119.45	2.5%	806.87	1.8%	2660.73	5.9%	398.19	0.9%
凯莱英	66.7	11.3	58.0	9.5	575.0	1819.30	(129.45)	576.02	8.6%	306.46	4.6%	1736.30	26.0%	156.09	2.3%
康龙化成	141.0	16.6	122.8	17.9	499.8	229.68	482.75	257.64	1.8%	234.66	1.7%	725.91	5.2%	99.90	0.7%
泰格医药	68.3	8.9	66.0	4.1	387.5	865.52	183.62	593.26	8.7%	210.44	3.1%	764.78	11.2%	(65.63)	-1.0%
昭衍新药	16.6	3.0	20.2	0.7	277.3	(360.71)	223.77	187.43	5.3%	36.91	2.2%	282.26	17.0%	(66.80)	-4.0%
皓元医药	28.8	2.4	22.7	2.0	203.6	606.72	38.22	237.62	8.3%	278.18	9.7%	323.91	11.3%	63.03	2.2%
九洲药业	55.1	7.3	51.6	6.1	123.1	348.01	123.98	256.99	4.7%	107.68	2.0%	393.89	7.2%	(16.55)	-0.3%
美迪西	11.6	-1.7	10.4	-3.3	110.6	407.86	384.09	267.58	23.0%	175.05	15.1%	384.33	33.0%	67.09	5.8%
博腾股份	34.2	1.0	30.1	-2.9	91.5	285.86	(35.80)	108.72	3.2%	66.81	2.0%	175.75	5.1%	31.86	0.9%
药石科技	19.7	1.8	16.9	2.2	88.6	125.32	163.02	104.41	5.3%	88.98	4.5%	118.03	6.0%	9.24	0.5%
阳光诺和	12.2	2.0	10.8	1.8	63.1	143.77	26.46	161.56	13.2%	52.71	4.3%	140.92	11.5%	13.95	1.1%
百诚医药	6.8	-0.9	8.0	-0.5	63.0	(123.94)	(37.65)	189.87	28.0%	10.19	1.5%	114.93	17.0%	18.03	2.7%
诚达药业	4.1	-0.1	3.3	-0.3	58.7	73.24	16.18	40.18	9.9%	4.57	1.1%	123.54	30.4%	0.98	0.2%
泓博医药	6.9	0.3	5.4	0.2	55.0	107.00	(3.32)	61.97	9.0%	13.85	2.0%	88.15	12.8%	(4.69)	-0.7%
诺思格	8.5	1.4	7.4	1.4	51.3	143.88	17.21	37.15	4.4%	13.57	1.6%	97.44	11.5%	6.12	0.7%
睿智医药	11.3	0.1	9.7	-2.3	49.3	164.51	239.89	59.84	5.3%	61.48	5.4%	171.89	15.1%	9.49	0.8%
普蕊斯	8.4	1.1	8.0	1.1	40.5	19.55	86.75	48.75	5.8%	49.42	5.9%	73.93	8.8%	6.19	0.7%
和元生物	2.7	-2.4	2.5	-3.2	36.9	126.62	1.72	57.50	21.5%	56.88	21.2%	66.68	24.9%	0.98	0.4%
博济医药	8.7	0.3	7.4	0.3	35.6	38.78	3.21	38.77	4.5%	9.11	1.0%	45.14	5.2%	(2.25)	-0.3%

医药行业2026H1二级市场表现回顾

医药子行业2026年中期投资逻辑

2.1 创新药及制剂：2026H2创新药行情将进入精选个股阶段

2.2 医疗器械：2026H2回归本源，看好三个方向

2.3 CXO：关注新分子的成长性与国内景气度修复的传导

2.4 生命科学试剂及制药装备：国内需求端逐渐复苏，国产替代大趋势未改变

2.5 原料药：产业能力继续升级

2.6 血制品：业绩承压明显，行业加速整合

2.7 疫苗：传统品种边际改善，建议关注创新+出海两条主线

2.8 中药：关注中药四大方向

2.9 医药分销：数字化成为医药分销行业未来发展的重要引擎

2.10 药店：关注药店三大方向

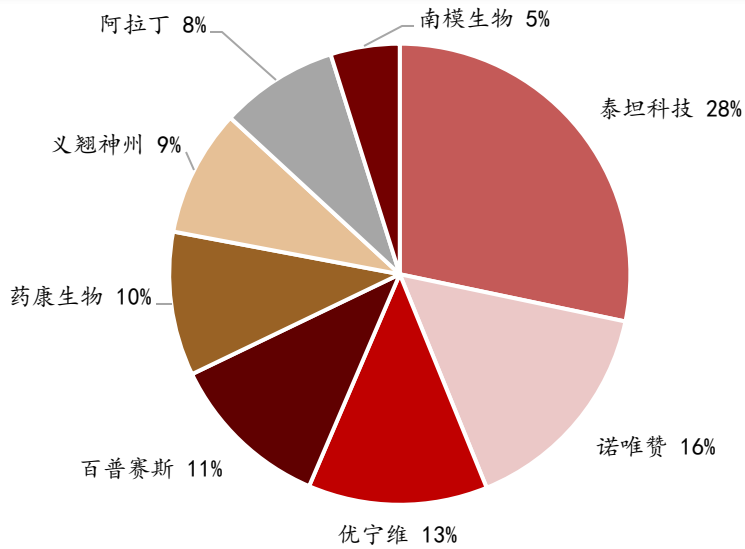
2.11 医疗服务：关注政策赋能，后续寻找医疗服务板块个股机会

医药全行业2026年中期投资策略及标的

- **生命科学上游有所企稳，制药装备板块开始复苏。**生命科学上游2025年收入84.3亿元（+2.3%），归母净利润5.2亿元（+11.4%）。2026Q1收入20.6亿元（+12.2%），归母净利润1.2亿元（+1.1%）。收入端受益于需求逐渐恢复、产品品类逐渐拓宽等因素有所增长。利润端亦有所回暖。2026Q1收入增速稳健。从盈利能力看，2025年板块毛利率为49.1%（+3.9pp），净利率为6.2%（+0.4pp），四费率为42.4%（+4.5pp）。制药装备板块2025年收入总额126亿元（+2.8%），归母净利润6.5亿元（+558.4%）。2026Q1收入总额27.2亿元（+6.4%），归母净利润2.1亿元（+251.8%），全年毛利率水平有所改善。
- **科研端经费投入保持平稳，工业端需求受行业大环境影响期待景气度恢复。**2023年我国研究与试验发展（R&D）经费投入总量为33357.1亿元，比上年增长8.4%，保持稳定增长趋势。我们认为科研端经费投入的需求作为生命科学上游行业主要需求来源之一，有望保持稳定增长态势。从A股药品板块上市公司研发费用来看，近年来研发费用绝对金额保持增长态势，但增速有所放缓，工业端需求受行业大环境影响期待景气度恢复。
- **生命科学试剂行业受益于生物药市场快速扩容、政策支持，市场规模达百亿级别。**1）国内生命科学领域资金投入增速迅猛，预计CAGR为18.8%，将从2019年的866亿元增长到2025年的2434亿元。由此将会带动研发端、生产端生命科学试剂行业快速扩容。2）政策导向下，创新是药企发展壮大的必要条件。生命科学试剂行业的卖水人属性突显，有望在行业发展路径中持续受益。3）市场规模全球千亿，国内百亿。根据Frost&Sullivan数据，全球生物科研试剂市场2019年达到175亿美元，预计2024年将达到246亿美元，CAGR为7.1%。中国市场增速较快，预计2024年将达到260亿元。
- **制药装备订单稳健增长，收入结构逐渐向临床III期和商业化阶段转移。**上游的制药设备和耗材使用量与药品项目阶段呈正相关性，近年国内生物药产业高速发展，随着下游客户进入III期临床和商业化阶段的管线数量明显增加，国产制药设备与耗材厂商有望迎来商业化放量机遇。如奥浦迈，伴随着公司已有客户管线的逐步推进，加上新一代高性能目录培养基产品和定制化培养基开发服务的优异表现，以及新增客户的持续拓展，使用公司培养基产品的客户数量及管线均快速增加。
- **相关标的：**百普赛斯（301080）、诺唯赞（688105）、阿拉丁（688179）、药康生物（688046）、义翘神州（301047）、泰坦科技（688133）、优宁维（301166）、南模生物（688265）、纳微科技（688690）、泰林生物（300813）、楚天科技（300358）、东富龙（300171）、奥浦迈（688293）。
- **风险提示：**行业竞争加剧的风险；成本上涨风险；政策风险。

- 2026Q1业绩：泰坦科技/诺唯赞/优宁维为板块收入主要贡献者
- 2026Q1收入20.6亿元（+12.2%），归母净利润1.2亿元（+1.1%）。7家样本公司收入实现正增长，0家公司收入增速均超过50%增长，3家公司净利润增速超过50%增长。
- 从2026Q1生命科学上游板块收入占比看，泰坦科技占比28%；从归母净利润看，药康生物4710万元，优宁维、泰坦科技亏损。

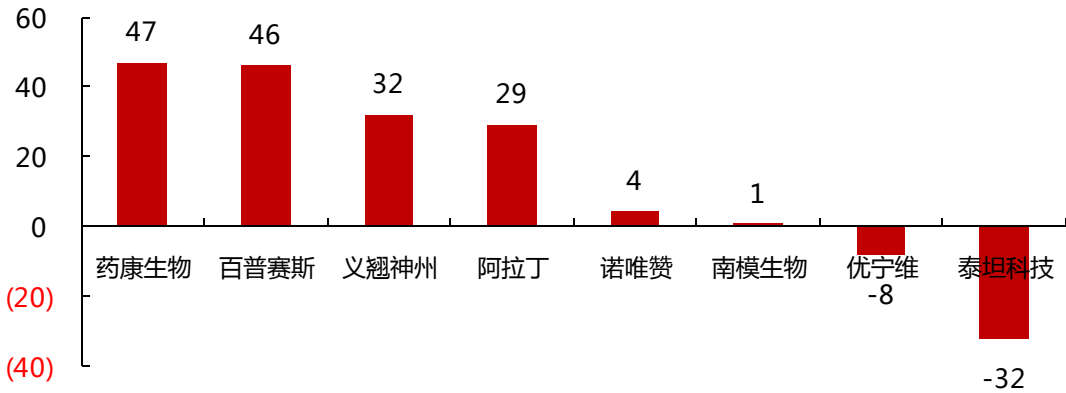
2026Q1各公司收入占比



子板块2026Q1业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	12.2%	0	1	7	1
占比		0%	13%	88%	13%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	1.1%	3	4	6	2
占比		38%	50%	75%	25%

2026Q1部分公司归母净利润（百万元）



生命科学领域行业扩容大格局仍将持续，国产替代势在必行

■ 行业目前仍然以国外厂商为主，国产化率普遍在10%~30%之间，未来替代空间较大。

细分领域		市场规模（ 2021 ）		市场规模复合增速（ 19-24E ）		行业壁垒	国产化率	代表公司	
		全球 （ 亿美元 ）	中国 （ 亿元 ）	全球	中国			国外	国内
蛋白类	重组蛋白	10	12	13.6%	17.9%	较高	CR5 占比50%，其中国产3家占比10%	R&D Systems 、 PeproTech	百普赛斯、义翘神州、金斯瑞、近岸蛋白等
	抗体	29	36	5.1%	10%	较高	10%	Abcam、Merck、R&D Systems	百普赛斯、义翘神州、金斯瑞、优宁维等
核酸类		-	90	-	12.3%	较高	29%	赛默飞、凯杰、Takara、BioRad	诺唯赞、全式金、康为世纪、爱博泰克、翊圣生物等
细胞类		46.5 (2020)	44	7.4% (2020-2028)	29% (2020-2025)	一般	23%	赛默飞、丹纳赫、默克	奥浦迈、澳斯康等
模式动物		178	48	9.2%	24.2%	较高	20%~30%	Jackson Laboratory、 维通利华（ 查尔斯河 ）等	南模生物、 药康生物、百奥赛图

数据来源：Frost&Sullivan，西南证券整理

生命科学领域行业扩容大格局仍将持续，国产替代势在必行

- **国产企业项目数逐渐拓展。** 国产企业项目数逐渐拓展。如奥浦迈，伴随着公司已有客户管线的逐步推进，加上新一代高性能目录培养基产品和定制化培养基开发服务的优异表现，以及新增客户的持续拓展，使用公司培养基产品的客户数量及管线均快速增加。
- **外延并购正当时。** 在当前市场环境下，IPO政策的收紧和生命科学上游行业需求的疲软，许多优质企业因市场情绪等因素影响，其估值正处于相对较低水平。上市公司在此阶段有低成本扩张机会，我们认为企业可以考虑外延与现有业务存在协同效应，能够通过资源共享、市场互补或技术整合，提升整体的运营效率和市场竞争力。如阿拉丁1.8亿元，以9.6倍PE收购源叶生物51%股权；泰坦科技3200万元投资润度生物拓展动物/微生物细胞培养仪器设备及耗材，2400万元投资迈皋仪器拓展离心机业务。

奥浦迈细胞培养基产品项目进展（2026.3.31）

时间	临床前	临床I期	临床II期	临床III期	商业化	合计
2022.12.31	70	19	7	14	1	111
2023.12.31	96	32	20	19	3	170
2024.12.31	141	41	28	29	8	247
2025.12.31	170	67	41	34	15	327
2026.3.31	183	71	44	39	15	352

制药装备：订单稳健增长，收入结构逐渐向临床III期和商业化阶段转移

- **制药装备**：上游的制药设备和耗材使用量与药品项目阶段呈正相关性，近年国内生物药产业高速发展，随着下游客户进入III期临床和商业化阶段的管线数量明显增加，国产制药设备与耗材厂商有望迎来商业化放量机遇。
- **订单稳健增长，收入结构逐渐向临床III期和商业化阶段转移**。伴随着奥浦迈已有客户管线的逐步推进，加上新一代高性能目录培养基产品和定制化培养基开发服务的优异表现，以及新增客户的持续拓展，使用公司培养基产品的客户数量及管线均快速增加。

奥浦迈细胞培养基产品项目进展/个						
时间	临床前	临床I期	临床II期	临床III期	商业化	合计
2021年	46	8	7	12	1	74
2022年	70	19	7	14	1	111
2023年	96	32	20	19	3	170
2024年	141	41	28	29	8	247
2025.12.31	170	67	41	34	15	327
2026.3.31	183	71	44	39	15	352

纳微科技色谱填料及层析介质业务进展				
时间	实现销售的客户数量/家	业务收入/亿元	YOY	其中：应用于药企商业化阶段的收入占比
2021年	500	3.5	+149%	37%（商业化+III期）
2022年	611	4.5	+30%	58%（商业化+III期）
2023年	769	4.1	-10%	63%（商业化+III期）
2024年	792	4.5	+10%	21%
2025年	783	5.5	+23%	23%

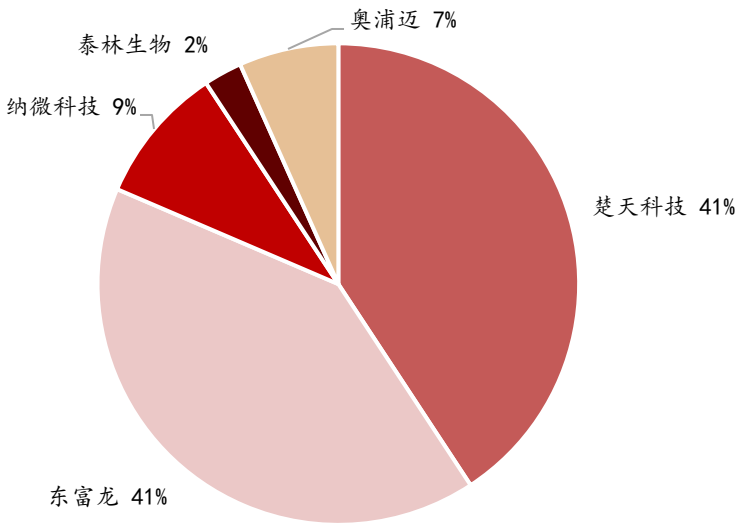
注：剔除重组蛋白特定疫苗管线 数据来源：公司公告，西南证券整理

- **收入与利润增长方面**，5家公司2026Q1收入总体同比+6.4%，其中4家公司2026Q1收入实现正增长。归母净利润总体同比+251.8%，5家公司归母净利润实现增长，其中3家增长超过50%。
- **从收入占比来看**，楚天科技、东富龙占比较高，合计收入合计占比为81.5%。从净利润来看，纳微科技、楚天科技2026Q1合计占比为65.5%。

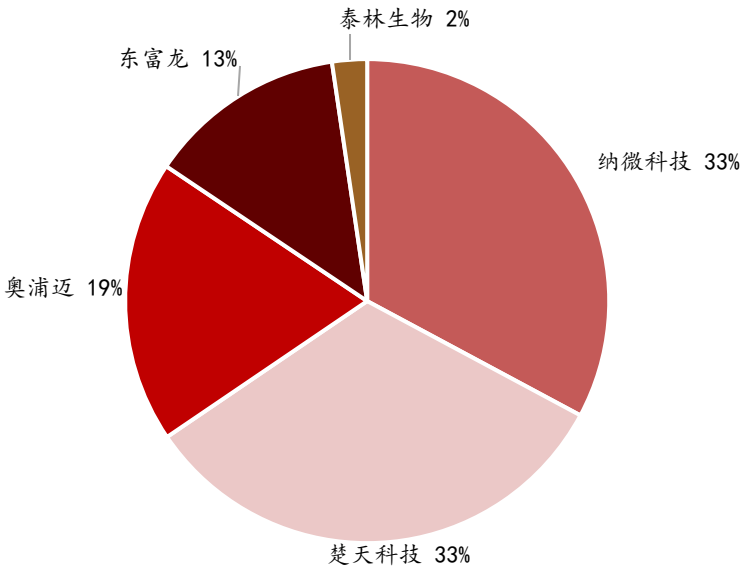
子板块2026Q1业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	6.4%	1	2	4	1
占比		20%	40%	80%	20%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	251.8%	3	5	5	0
占比		60%	100%	100%	0%

2026Q1各公司收入占比



2026Q1各公司归母净利润占比



医药行业2026H1二级市场表现回顾

医药子行业2026年中期投资逻辑

2.1 创新药及制剂：2026H2创新药行情将进入精选个股阶段

2.2 医疗器械：2026H2回归本源，看好三个方向

2.3 CXO：关注新分子的成长性与国内景气度修复的传导

2.4 生命科学试剂及制药装备：国内需求端逐渐复苏，国产替代大趋势未改变

2.5 原料药：产业能力继续升级

2.6 血制品：业绩承压明显，行业加速整合

2.7 疫苗：传统品种边际改善，建议关注创新+出海两条主线

2.8 中药：关注中药四大方向

2.9 医药分销：数字化成为医药分销行业未来发展的重要引擎

2.10 药店：关注药店三大方向

2.11 医疗服务：关注政策赋能，后续寻找医疗服务板块个股机会

医药全行业2026年中期投资策略及标的

- **业绩回顾：**原料药板块共选取37家公司，2025年原料药板块实现收入1039.1亿元（同比-0.8%）；实现归母净利润122.15亿元（+0.5%）；扣非归母净利润114.94亿元（+0.5%）。分季度看，板块2026Q1实现收入272.2亿元（+2.9%），归母净利润36.1亿元（-15.5%），扣非归母净利润32.4亿元（-20.8%）；板块2025Q4实现收入257.0亿元（1.3%），归母净利润8.0亿元（同比-44.7%），扣非归母净利润5.9亿元（-61.8%）；从盈利水平看，原料药板块净利润率持续修复，2025全年，原料药板块毛利率（35.4%，-0.2pp）、净利率（11.3%，+0.1pp），管理费用率（6.8%，+0.1pp）、销售费用率（6.2%，-0.4pp），研发费用率（6.7%，+0.1pp）、财务费用率（0.2%，+0.1pp）。
- **Q1原料药板块收入修复但利润承压。**但价格周期与汇兑扰动仍是Q2主变量，整体利润修复斜率偏温和。展望Q2，我们关注两条更具把握的结构线索：1）具备原料药CDMO属性或承接新分子的企业在全球产业链再平衡中受益，订单与毛利的修复能力更为突出；2）其二，出海能力优、合规与认证强、成本曲线性感的头部公司有望率先走出底部。综上，Q2原料药板块有望看见结构性修复。
- **国内市场：**带量采购+一致性评价+关联审评+环保政策等多重因素共同驱动下，仿制药与原料药供给端持续优化，近期关注全国第十二批集采。
- **国外市场：**全球专利悬崖+国产替代加速，中国企业发展空间广阔。
- **相关标的：**健友股份、海普瑞、普洛药业等。
- **风险提示：**原料药价格不及预期风险；产品销量不及预期风险；原料药行业政策变动风险等。

整体业绩回顾

- 原料药板块共选取37家公司， 2025年原料药板块实现收入1039.1亿元（同比-0.8%）；实现归母净利润122.15亿元（+0.5%）；扣非归母净利润114.94亿元（+0.5%）。分季度看，板块2026Q1实现收入272.2亿元（+2.9%），归母净利润36.1亿元（-15.5%），扣非归母净利润32.4亿元（-20.8%）；板块2025Q4实现收入257.0亿元（1.3%），归母净利润8.0亿元（同比-44.7%），扣非归母净利润5.9亿元（-61.8%）；
- 从盈利水平看，原料药板块净利润率持续修复，2025全年，原料药板块毛利率（35.4%，-0.2pp）、净利率（11.3%，+0.1pp），管理费用率（6.8%，+0.1pp）、销售费用率（6.2%，-0.4pp），研发费用率（6.7%，+0.1pp）、财务费用率（0.2%，+0.1pp）。

原料药板块2019-2025业绩速览

（亿元）	19A	20A	21A	22A	23A	24A	25A
全年营收	728	799	935	1015	979	1048	1039
同比增速	6.5%	9.9%	17.0%	8.6%	-3.5%	7.0%	-0.8%
归母净利润	110	140	127	126	84	121	122
同比增速	4.9%	27.2%	-8.9%	-0.6%	-33.2%	43.9%	0.5%
扣非归母 净利润	95	123	115	119	77	114	115
同比增速	-4.7%	29.8%	-7.1%	4.0%	-35.5%	48.7%	0.5%

原料药板块24Q1-26Q1业绩及盈利能力指标概览

（亿元）	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
单季度收入	259.3	269.7	264.8	253.7	264.6	264.2	253.3	257.0	272.2
同比增速	-2.2%	8.4%	16.0%	7.2%	2.0%	-2.1%	-4.4%	1.3%	2.9%
归母净利润	29.7	38.9	38.5	14.4	42.7	38.9	32.6	8.0	36.1
同比增速	-5.4%	24.7%	73.2%	-3972.3%	44.0%	0.0%	-15.5%	-44.7%	-15.5%
扣非归母 净利润	28.4	33.8	36.6	15.5	40.9	38.2	29.9	5.9	32.4
同比增速	-1.0%	10.6%	79.1%	-645.0%	43.9%	12.9%	-18.2%	-61.8%	-20.8%
毛利率	34.0%	34.6%	36.4%	37.5%	36.0%	36.7%	35.3%	33.7%	35.3%
净利率	11.4%	14.4%	14.5%	5.7%	16.2%	14.7%	12.9%	3.1%	13.3%
销售费率	7.0%	6.3%	6.0%	7.3%	5.6%	6.0%	6.3%	6.9%	5.6%
管理费率	6.3%	6.3%	6.8%	7.8%	6.2%	6.4%	7.0%	7.8%	6.2%
财务费率	0.3%	-0.4%	0.9%	-0.4%	-0.5%	-1.0%	0.9%	1.5%	2.5%
研发费率	5.8%	6.1%	6.4%	8.4%	6.3%	6.4%	6.7%	7.6%	5.8%

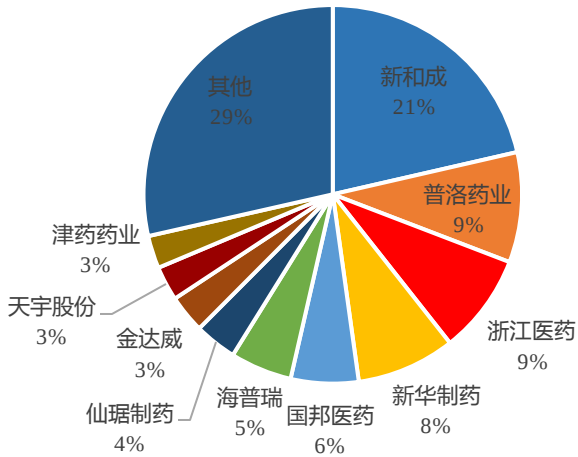
2025全年约半数企业实现收入、利润正增长

- 2025全年：原料药板块实现收入1039.1亿元，23家样本公司收入实现正增长，19家样本公司净利润增速实现正增长；1家公司收入增速超20%、12家公司净利润增速超20%；4家公司归母净利润增速超10%，16家公司净利润增速超10%。
- 从收入贡献看，2025全年新和成、普洛药业、浙江医药、新华制药、国邦医药贡献比例为21%、9%、9%、8%、6%；从净利润贡献看，新和成、普洛药业、浙江医药、国邦医药、天新药业贡献比例为55%、7%、7%、7%、5%。

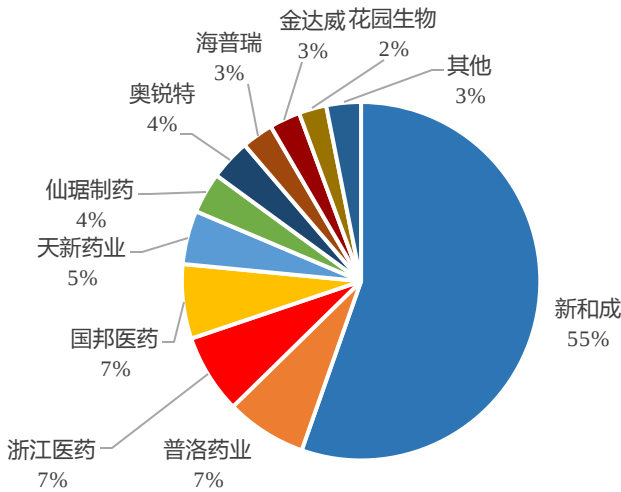
板块前收入/利润增长分布

收入增速	子板块	超过20%	超过10%	为正数	下滑
家数	-0.8%	1	4	23	14
占比		3%	11%	62%	38%
归母净利润增速	全行业	超过20%	超过10%	为正数	下滑
家数	0.5%	12	16	19	18
占比		32%	43%	51%	49%

2025全年板块收入占比



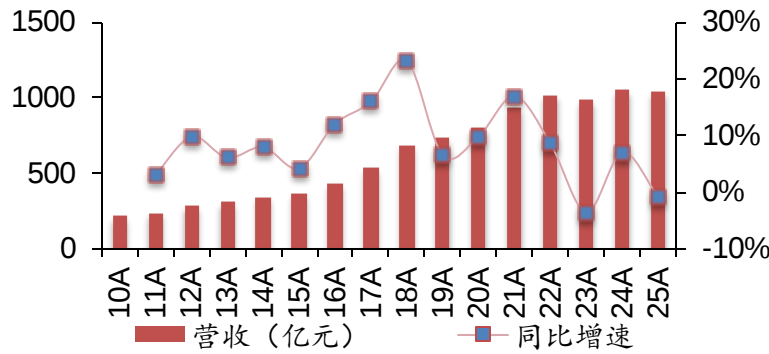
2025全年归母净利润占比



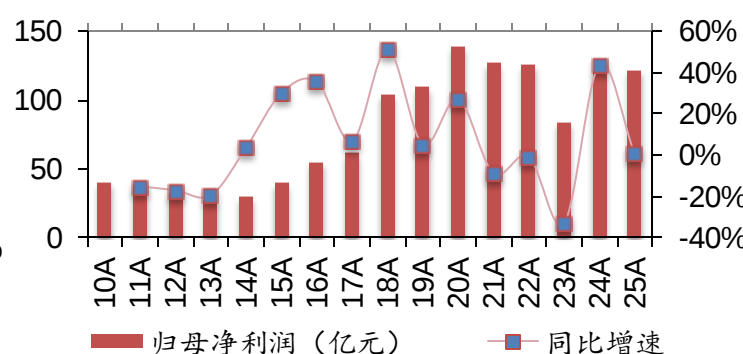
累计季度表现

➤ 2025全年收入相对稳健，利润端整体改善。 2025年原料药板块实现收入1039.1亿元（同比-0.8%）；实现归母净利润122.15亿元（+0.5%）；扣非归母净利润114.94亿元（+0.5%）。

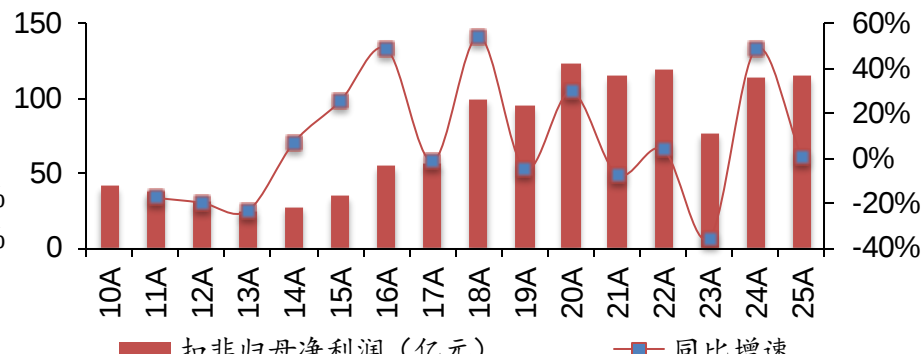
2010年~2025年收入及增速



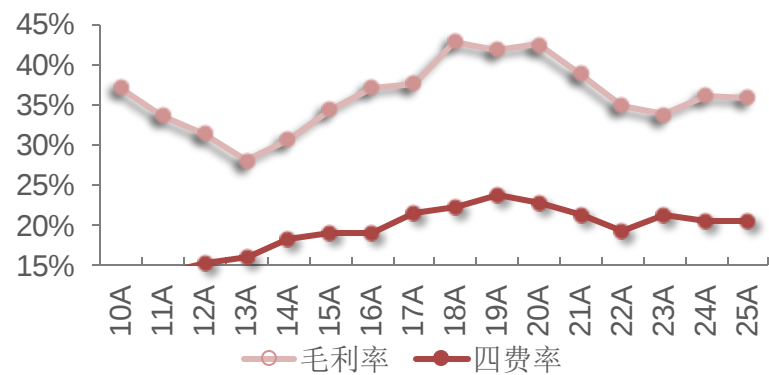
2010年~2025年归母净利润及增速



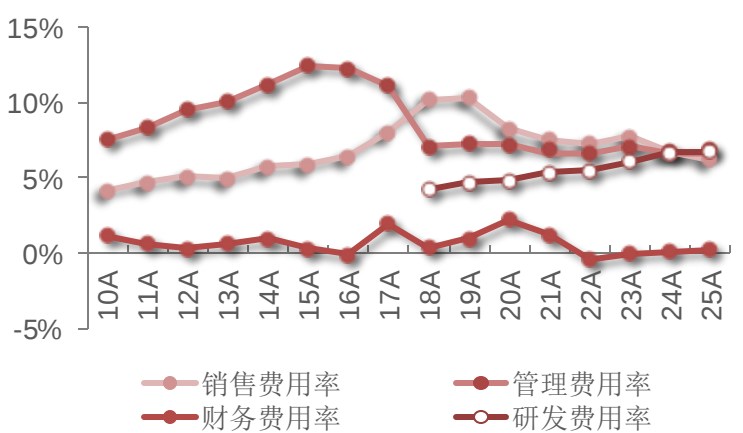
2010年~2025年扣非归母净利润收入及增速



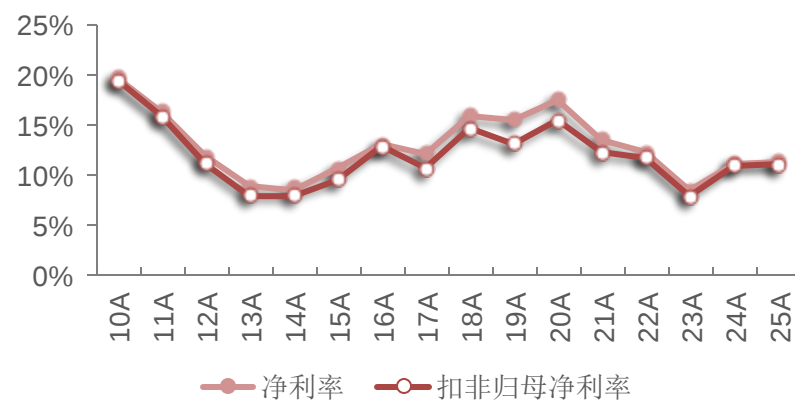
2010年~2025年毛利率与四费率变化趋势



2010年~2025年期间费用率变化趋势

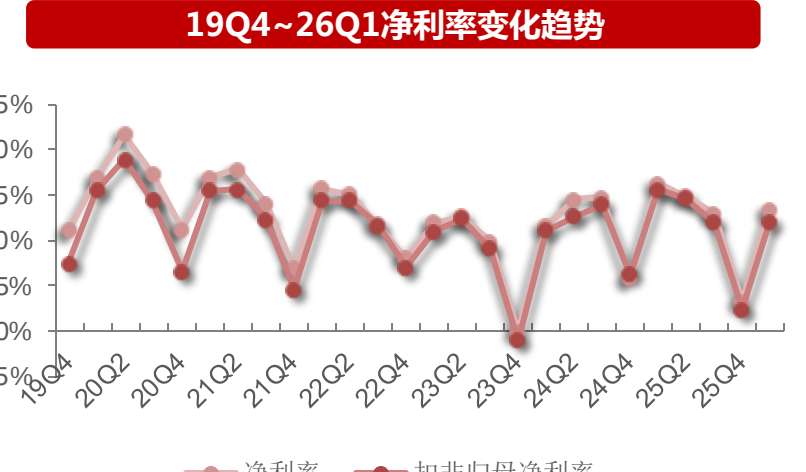
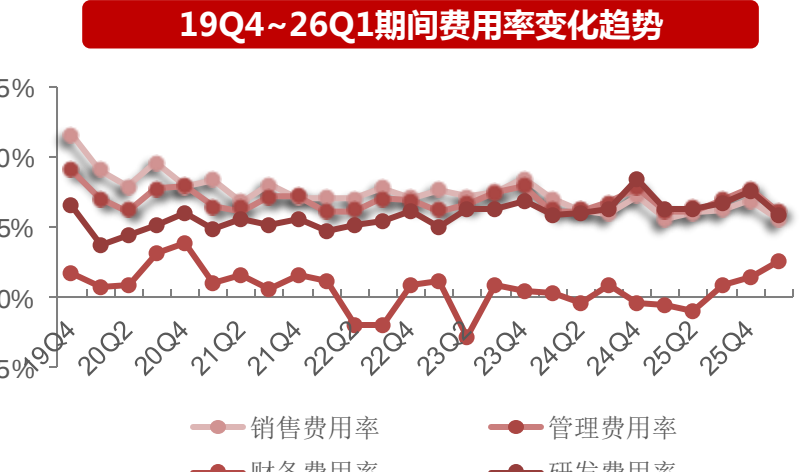
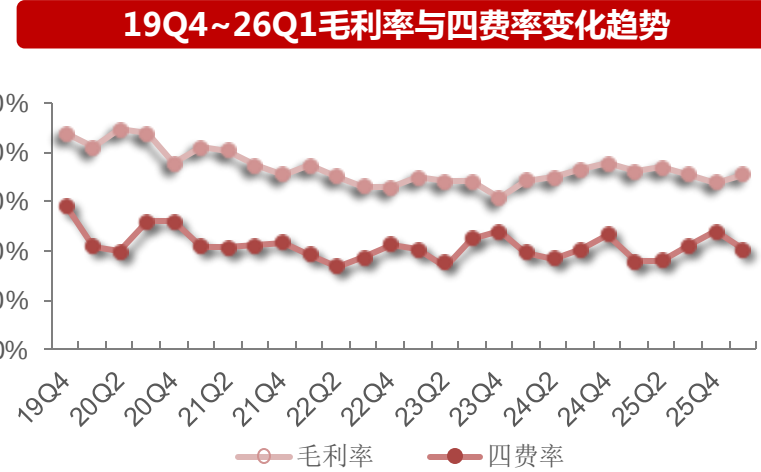
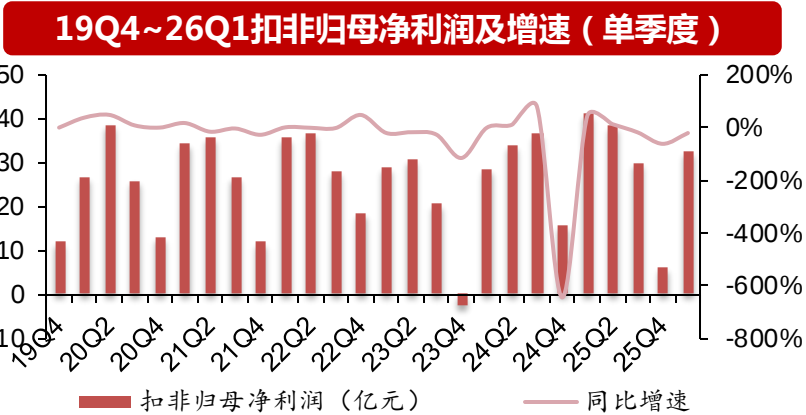
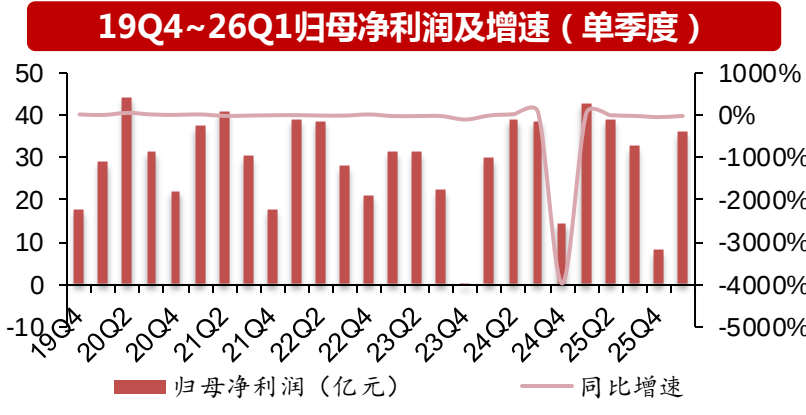
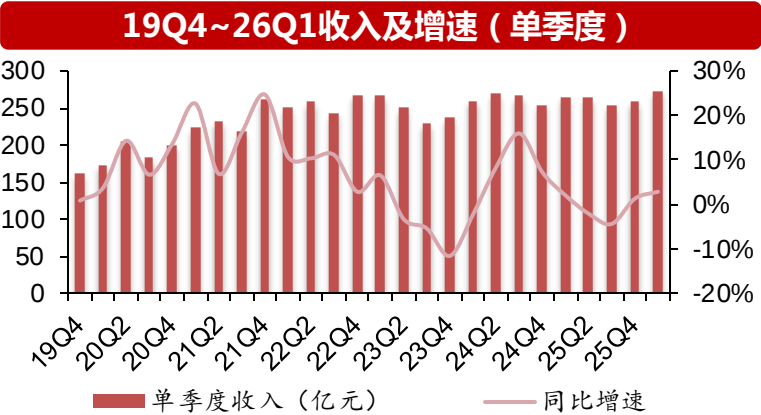


2010年~2025年净利率变化趋势



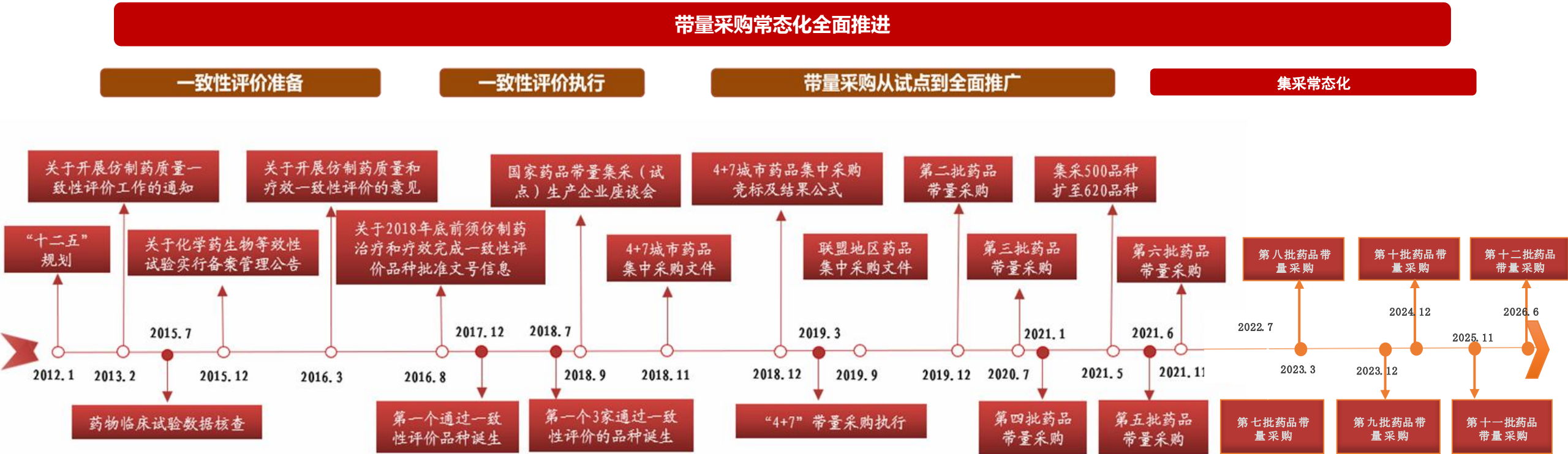
单季度表现

➤ **单业绩调整。**原料药板块2026Q1实现收入272.2亿元（+2.9%），实现归母净利润36.1亿元（-15.5%）。2025Q4实现收入257.0亿元（1.3%），归母净利润8.0亿元（-44.7%），扣非归母净利润5.9亿元（-61.8%）。



国内：供给端持续优化，近期关注第十二批全国药品集采

- 带量采购+一致性评价+关联审评+环保政策等多重因素共同驱动下，过剩产能逐步出清，原料药行业供给端持续优化。1) 带量采购大幅降低仿制药价格，快速提升药品可及性，带动原料药需求快速提升；2) 持续推进的一致性评价提高了药品质量标准，加强了制剂和原料药的绑定，提升更换原料药成本，原料药企业议价权不断加强；3) 关联审评使得原料药和制剂企业能够事前互相遴选，从而建立起更加牢固、长期的合作关系，制剂企业更换原料药供应商的成本和难度明显增加，与上游供应商绑定更深；4) 环保政策持续趋严，技术落后、环保不达标中小原料药企业低成本优势不再，被迫退出市场，行业供给减少，特色原料药和大宗原料药均出现明显涨价趋势。原料药供给端持续优化。
- 2026年6月23日，联采办正式发布一号公告，正式启动第十二批集采，敲定65个品种，覆盖肿瘤、心脑血管、免疫、抗感染等重磅品种，建议持续关注各药品中标执标情况。

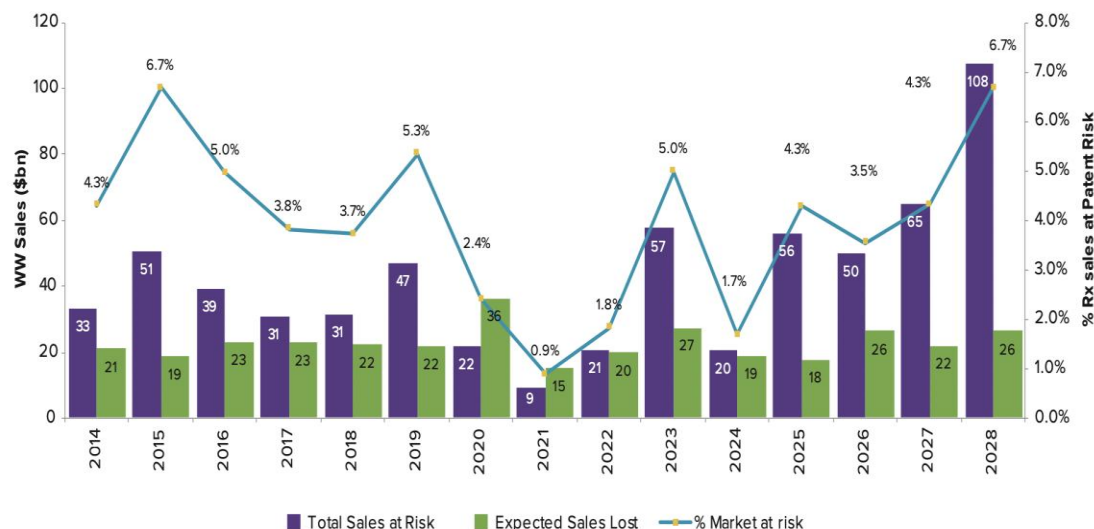


数据来源：上海市医药阳光采购网，国家医保局，CFDA，西南证券整理

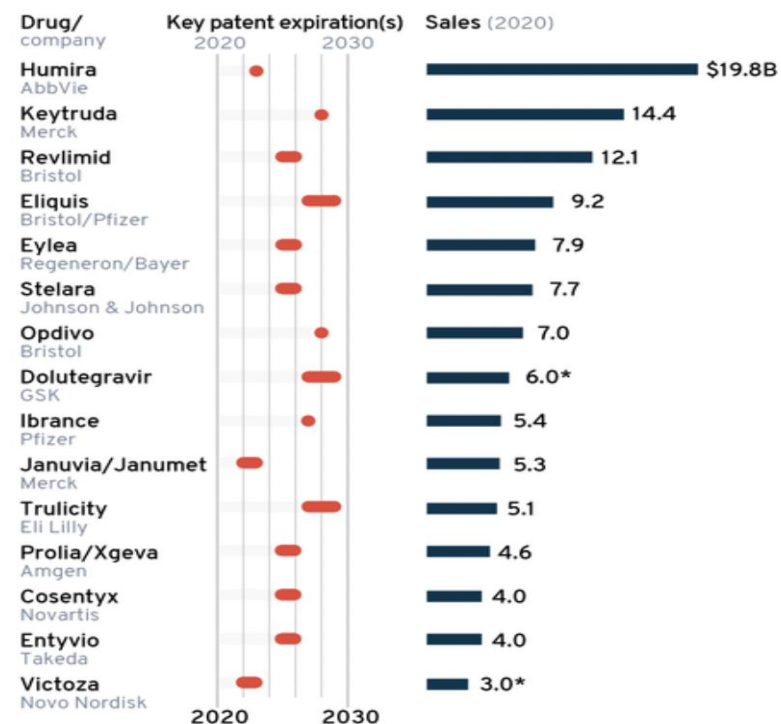
全球：专利悬崖+国产替代加速，原料药发展空间广阔

- **全球范围的专利药到期叠加我国仿制药国产替代持续加速，我国原料药行业发展空间广阔。**据Evaluate Pharma统计，2022-2028年全球将有近3770亿美元专利药到期，预计因此损失的销售额将达1580亿美元，到期专利药市场约有41.9%将被仿制药占领。美媒Fierce Pharma统计了未来10年内专利即将到期的15款重磅炸弹药物，其中包括2020年最畅销的四款药品Humira（阿达木单抗）、Keytruda（帕博利珠单抗）、Revlimid（来那度胺）和Eliquis（阿哌沙班）。目前，中国及其他发展中国家在全球仿制药市场中份额逐步提升，且带量采购等政策推行加速了我国原料药企业的国产替代步伐，我国特色原料药市场或将持续扩容。

专利到期影响原研药物销售情况（十亿美元）



未来十年即将面临专利悬崖的重磅原研品种



原料药板块2025年业绩速览

成分股	2025		2024		市值（亿元） 2026.7.1	收入同比增量	净利润同比增量	研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润		2025	2024	2025	占比	2025	占比	2025	占比	2025	占比
新和成	222.5	67.6	216.1	58.7	921.4	641.77	895.65	1099.44	4.9%	186.63	0.8%	656.85	3.0%	(14.75)	-0.1%
新诺威	21.6	-2.4	19.8	0.5	431.9	176.98	(294.15)	1036.61	48.0%	281.25	13.0%	96.19	4.5%	(7.13)	-0.3%
普洛药业	97.8	8.9	120.2	10.3	199.1	(58.91)	(134.65)	304.95	3.1%	78.01	0.8%	154.51	1.6%	52.23	0.5%
博瑞医药	12.2	0.5	12.8	1.9	143.6	(2238.26)	(140.44)	611.17	49.9%	548.37	44.8%	423.05	34.6%	(58.76)	-4.8%
富祥药业	11.8	-0.6	11.8	-2.7	125.7	130.27	35.42	109.35	9.2%	76.55	6.5%	144.81	12.2%	36.54	3.1%
海普瑞	54.8	3.5	52.8	6.5	123.6	198.21	(297.15)	226.15	4.1%	428.46	7.8%	419.34	7.7%	(102.14)	-1.9%
花园生物	12.4	3.0	12.4	3.1	122.1	(494.51)	(287.13)	579.83	46.9%	894.25	72.3%	520.89	42.1%	(72.97)	-5.9%
国邦医药	60.1	8.2	58.9	7.8	120.4	120.55	39.23	209.83	3.5%	97.69	1.6%	278.01	4.6%	20.65	0.3%
浙江医药	88.8	8.7	93.8	11.6	113.4	136.47	(59.64)	100.52	1.1%	37.20	0.4%	180.92	2.0%	(25.30)	-0.3%
天新药业	23.5	5.9	22.1	6.5	99.4	7.14	217.08	59.50	2.5%	19.70	0.8%	133.33	5.7%	44.83	1.9%
海翔药业	18.6	-0.9	19.4	-3.3	87.9	(77.77)	239.19	116.93	6.3%	28.68	1.5%	308.29	16.6%	4.25	0.2%
美诺华	15.0	1.0	13.7	0.7	86.9	125.31	(2.08)	75.62	5.0%	332.14	22.1%	381.73	25.4%	31.65	2.1%
金达威	33.7	3.4	32.4	3.4	85.5	221.71	94.42	153.39	4.6%	131.35	3.9%	165.90	4.9%	32.06	1.0%
新华制药	87.5	2.9	84.7	4.7	83.3	26.15	(6.45)	45.07	0.5%	59.76	0.7%	185.22	2.1%	2.48	0.0%
仙琚制药	37.6	4.5	40.0	4.0	80.7	(241.12)	52.46	303.75	8.1%	1180.44	31.4%	317.39	8.4%	(7.83)	-0.2%
奥锐特	17.0	4.5	14.8	3.5	80.3	(2.53)	(76.22)	167.89	9.9%	20.25	1.2%	97.74	5.8%	5.11	0.3%
天宇股份	30.6	1.4	26.3	0.6	73.9	288.41	(180.13)	381.61	12.5%	341.08	11.1%	457.66	15.0%	34.57	1.1%
尔康制药	11.7	-3.8	11.4	-3.7	71.8	430.31	83.78	240.31	20.6%	187.80	16.1%	396.31	34.0%	37.14	3.2%
奥翔药业	7.9	1.3	8.0	2.1	67.6	(5.88)	(4.35)	65.46	8.3%	139.06	17.5%	97.89	12.3%	26.37	3.3%
津药药业	29.1	0.7	32.2	1.3	55.7	(307.15)	(62.89)	129.95	4.5%	356.79	12.3%	394.84	13.6%	15.09	0.5%
键凯科技	3.2	0.6	2.3	0.3	49.6	91.12	31.86	54.72	17.2%	13.70	4.3%	56.84	17.9%	0.35	0.1%
亨迪药业	4.5	0.3	4.5	0.9	48.9	95.55	59.33	128.22	28.3%	133.59	29.5%	117.65	26.0%	64.77	14.3%
司太立	24.5	0.1	23.5	-0.5	47.6	7.44	(56.64)	25.18	1.0%	20.64	0.8%	44.88	1.8%	(9.88)	-0.4%
立方制药	15.5	1.7	15.2	1.6	36.9	(54.06)	(52.38)	46.18	3.0%	5.46	0.4%	50.45	3.2%	(0.79)	-0.1%
新天地	6.7	1.2	7.3	1.7	36.5	35.32	4.60	110.73	16.5%	654.19	97.3%	70.15	10.4%	0.59	0.1%
威尔药业	13.4	1.5	13.0	1.5	36.4	38.28	4.55	81.53	6.1%	16.87	1.3%	97.03	7.3%	11.50	0.9%
共同药业	6.1	-0.7	5.4	-0.3	32.6	(43.35)	(49.78)	42.68	7.0%	10.41	1.7%	94.93	15.7%	0.07	0.0%
拓新药业	3.8	-0.7	4.2	-0.2	28.7	60.22	57.13	42.27	11.2%	30.55	8.1%	37.73	10.0%	13.14	3.5%
山河药辅	9.4	1.8	8.8	1.2	28.4	69.77	(33.49)	64.99	6.9%	28.92	3.1%	37.73	4.0%	(13.60)	-1.4%
同和药业	8.3	0.7	7.6	1.1	28.1	69.58	(45.77)	69.85	8.4%	8.76	1.1%	56.89	6.9%	49.22	5.9%
赛托生物	10.2	-0.7	9.7	-0.9	22.2	17.13	32.73	53.67	5.3%	15.02	1.5%	65.63	6.5%	(4.88)	-0.5%
圣达生物	8.4	0.6	8.3	0.3	22.2	46.27	15.62	41.54	4.9%	11.04	1.3%	94.72	11.2%	32.11	3.8%
富士莱	4.3	0.6	4.3	0.2	21.9	3.26	47.89	35.80	8.3%	5.00	1.2%	39.52	9.1%	(2.66)	-0.6%
东亚药业	9.4	-0.8	12.0	-1.0	20.5	(70.30)	14.26	28.00	3.0%	2.42	0.3%	38.73	4.1%	(12.78)	-1.4%
广济药业	6.2	-4.0	6.4	-3.0	19.7	(14.83)	(109.20)	41.91	6.7%	29.47	4.7%	198.69	31.8%	50.71	8.1%
本立科技	6.4	0.8	7.1	0.6	19.5	(13.06)	15.73	12.65	2.0%	24.73	3.9%	36.69	5.7%	(12.02)	-1.9%
黄山胶囊	4.6	0.6	4.7	0.5	18.3	(258.15)	18.27	86.76	18.8%	12.77	2.8%	161.10	35.0%	12.67	2.8%

数据来源：Wind，西南证券整理；按市值排序，收入、利润单位为亿元，费用单位为百万元

医药行业2026H1二级市场表现回顾

医药子行业2026年中期投资逻辑

2.1 创新药及制剂：2026H2创新药行情将进入精选个股阶段

2.2 医疗器械：2026H2回归本源，看好三个方向

2.3 CXO：关注新分子的成长性与国内景气度修复的传导

2.4 生命科学试剂及制药装备：国内需求端逐渐复苏，国产替代大趋势未改变

2.5 原料药：产业能力继续升级

2.6 血制品：业绩仍处于承压周期，2025年行业整合加速

2.7 疫苗：传统品种边际改善，建议关注创新+出海两条主线

2.8 中药：关注中药四大方向

2.9 医药分销：数字化成为医药分销行业未来发展的重要引擎

2.10 药店：关注药店三大方向

2.11 医疗服务：关注政策赋能，后续寻找医疗服务板块个股机会

医药全行业2026年中期投资策略及标的

- **2025年血制品板块(7家样本公司)实现收入249亿元(-0.6%)，归母净利润43亿元(-31.1%)**，血制品板块业绩大幅承压，主要系2024年底以来，医保控费政策趋严，报销条件严格，人血白蛋白院内用量减少，血制品企业普遍产能过剩，导致产品价格下降，挤压利润空间。单季度看，2025Q1/Q2/Q3/Q4/26Q1单季度收入同比增速分别为+1.7%/-1.6%/-0.8%/-1.1%/-18.8%，归母净利润同比增速分别为-17.0%/-11.6%/-34.6%/-68.6%/-46.2%，25H2起业绩承压明显，预计主要系医疗机构Q2补库存后进入消化周期、主要品种供应过剩致价格下降、部分公司管理、销售费用投入加大等因素。
- **2025年采浆量同比增长5.6%，行业集中度较高。**根据卫光生物，2025年我国采浆超14000余吨，同比增速约5.6%，我们预计2026行业采浆量将继续维持稳定增长。我们选取了5家血制品企业作为样本，样本公司2025采浆量合计占比61% (+2.0%)，行业集中度进一步提升。
- **血制品龙头并购风起，2025年行业整合加速。**血制品行业具有资源品属性，发展主要依赖内生增长+外延扩张两条路径，前者加强内生采浆量浆源和产品品类，后者通过并购或自建新增浆站量。2024年8月，成都蓉生拟1.85亿美元收购 CSL 亚太旗下中原瑞德 100% 股权（股权对价 1.378 亿美元 + 借款 4720 万美元偿债）。2025年3月，上海莱士以42亿元收购南岳生物100%股权。南岳生物在湖南省有9个采浆站，2024年采浆量为278吨，可销售人白类、静丙类、特免类、人凝血因子Ⅷ、人凝血酶原复合物等因子类产品。2025年6月，中国生物拟通过协议转让方式收购派林生物21.03%的股份，交易总价为46.99亿元，交易完成后中国生物将成为派林生物控股股东，实际控制人将由陕西省国资委变更为中国医药集团有限公司，2026年6月宣布终止收购。
- **我们看好浆量规模领先、研发创新能力强的个股。**相关标的上海莱士（002252）、天坛生物（600161）、卫光生物（002880）、华兰生物（002007）、派林生物（000403）等。
- **风险提示：**采浆不达预期风险；行业竞争加剧的风险；成本上涨风险；政策风险。

2025年血制品行业跟踪：业绩仍处于承压周期

- 2025年血制品板块(7家样本公司)实现收入249亿元(-0.6%)，归母净利润43亿元(-31.1%)，血制品板块业绩大幅承压，主要系2024年底以来，医保控费政策趋严，报销条件严格，人血白蛋白院内用量减少，血制品企业普遍产能过剩，导致产品价格下降，挤压利润空间。**单季度看**，2025Q1/Q2/Q3/Q4/26Q1单季度收入同比增速分别为+1.7%/-1.6%/-0.8%/-1.1%/-18.8%，归母净利润同比增速分别为-17.0%/-11.6%/-34.6%/-68.6%/-46.2%，25H2起业绩承压明显，预计主要系医疗机构Q2补库存后进入消化周期、主要品种供应过剩致价格下降、部分公司管理、销售费用投入加大等因素。
- **从盈利能力来看**，2025年板块毛利率为44.3%（-6.3pp），净利率为17.3%（-10.1pp），四费率为19.4%（+0.7pp），预计毛利率下降主要系产品结构变化、价格边际变化、多地集采政策对常规品种价格形成压制等因素。

血制品板块2021-26Q1关键财务数据(累计)

(亿元)	21A	22A	23A	24A	25A	26Q1
营收	191	220	256	250	249	45
yoy	16.1%	15.2%	16.3%	-2.1%	-0.6%	-18.8%
归母净利润	40	49	54	62	43	7
yoy	-5.9%	23.3%	10.6%	15.2%	-31.1%	-46.2%
毛利率	54.0%	51.1%	51.2%	50.6%	44.3%	39.0%
净利率	22.3%	24.3%	24.0%	27.4%	17.3%	16.7%
销售费用率	13.1%	12.8%	11.1%	8.4%	8.3%	6.2%
管理费用率	8.0%	7.3%	7.0%	7.6%	7.5%	9.4%
财务费用率	-0.8%	-0.6%	-0.8%	-0.5%	-0.2%	0.1%
研发费用率	3.9%	3.7%	3.4%	3.2%	3.8%	4.0%

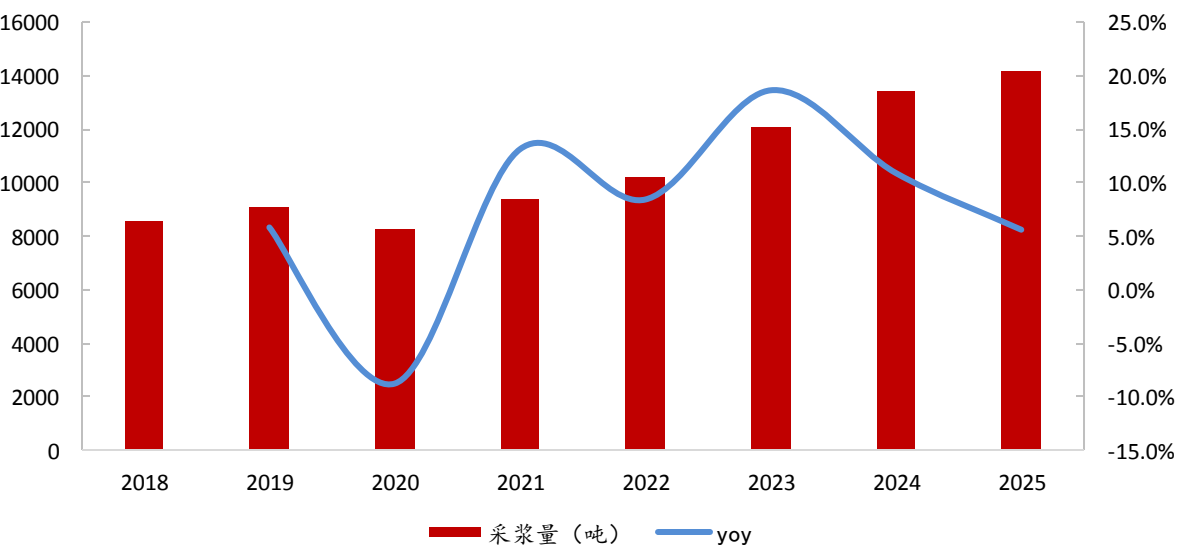
血制品板块25Q1-26Q1关键财务数据(单季度)

(亿元)	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
营收	55	62	67	64	45
yoy	1.7%	-1.6%	-0.8%	-1.1%	-18.8%
归母净利润	14	13	12	4	7
yoy	-17.0%	-11.6%	-34.6%	-68.6%	-46.2%
毛利率	45.4%	43.7%	45.9%	42.5%	39.0%
净利率	25.2%	21.4%	17.5%	6.1%	16.7%
销售费用率	5.4%	6.1%	12.3%	9.0%	6.2%
管理费用率	7.4%	7.7%	7.7%	7.0%	9.4%
财务费用率	-0.5%	-0.1%	-0.2%	0.0%	0.1%
研发费用率	3.2%	3.7%	3.3%	4.8%	4.0%

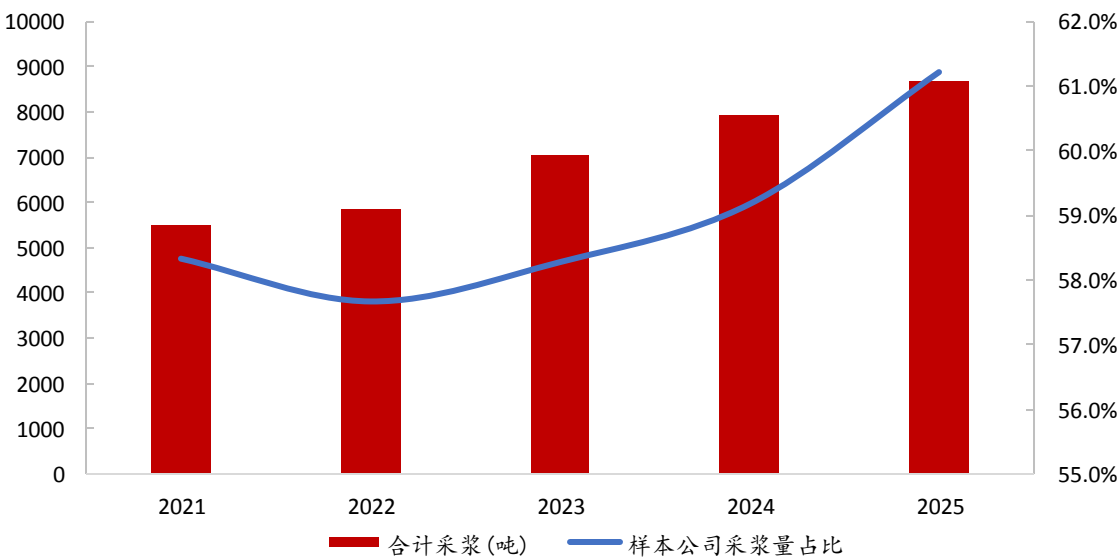
2025年血制品行业跟踪：我国采浆量同比增长5.6%，行业集中度较高

- 2025年行业采浆量稳定增长。根据卫光生物，2025年我国采浆超14000余吨，同比增速约5.6%，我们预计2026行业采浆量将继续维持稳定增长。
- 从样本公司来看，行业集中度较高。我们选取了5家血制品企业作为样本，样本公司2025采浆量合计占比61%，行业集中度进一步提升。

我国历年整体采浆量



样本血制品企业采浆量



2025年血制品行业跟踪：十四五新设浆站逐步投采，国内浆量供应充足

■ 随着多家公司新浆站持续落地，公司持续加大采浆力度，2025年国内采浆总量稳步提升，我们预计未来三年行业采浆将继续保持较快增速。

上市公司浆站数量（截至2025年）			
集团	在营浆站数量（含分站）	获批浆站数量（含分站）	采浆量
天坛生物	58 +27	82 +25	1809 + 992
上海莱士	-	41 +14	1280 + 超720
华兰生物	25 +9	25 +9	1000 + 669
派林生物	28 + 8	38	900 + 690
博晖创新	12+ 9	-	253+ 169
博雅生物	13 +7	14 +7	420 + 242
卫光生物	8 +1	8 +1	400 + 202

2025年血制品行业跟踪：龙头上市公司产业并购风潮再起

- **血制品龙头持续扩张并购。**血制品行业具有资源品属性，发展主要依赖内生增长+外延扩张两条路径，前者加强内生采浆量浆源和产品品类，后者通过并购或自建新增浆站量。2024年8月，成都蓉生拟1.85亿美元收购 CSL 亚太旗下中原瑞德 100% 股权（股权对价 1.378 亿美元 + 借款 4720 万美元偿债）。2025年3月，上海莱士以42亿元收购南岳生物100%股权。南岳生物在湖南省有9个采浆站，2024年采浆量为278吨，可销售人白类、静丙类、特免类、人凝血因子Ⅷ、人凝血酶原复合物等因子类产品。2025年6月，中国生物拟通过协议转让方式收购派林生物 21.03%的股份，交易总价为46.99亿元，交易完成后中国生物将成为派林生物控股股东，实际控制人将由陕西省国资委变更为中国医药集团有限公司，2026年6月宣布终止收购。
- **血制品行业具备资源属性及牌照壁垒，新冠疫情爆发以来，血制品价值愈发凸显。**我国对血制企业经营资质、血浆的来源、产品进出口等方面采取了严格的限制。国务院自2001年起不再批准新的血制品企业。十四五期间，多个省份增加新浆站审批，新浆站将为行业规模的长期增长注入动力。

近年血制品领域重大投资事件				
时间	收购方	被收购方	收购股权占比	总对价/亿元
2021年11月	华润医药	博雅生物	-	48
2022年9月	天坛生物	西安回天	35%	0.65
2023年6月	陕煤集团	派林生物	-	
2023年6月	国药集团	卫光生物	-	
2023年11月	上海莱士	广西冠峰	95%	4.8
2024年6月	海尔集团	上海莱士	20%	125
2024年8月	天坛生物/成都蓉生	中原瑞德	100%	1.85亿美元
2024年11月	博雅生物	绿十字（中国）	100%	18.2
2025年3月	上海莱士	南岳生物	100%	42
2025年6月（2026.6终止）	中国生物	派林生物	21%	46.99

医药行业2026H1二级市场表现回顾

医药子行业2026年中期投资逻辑

2.1 创新药及制剂：2026H2创新药行情将进入精选个股阶段

2.2 医疗器械：2026H2回归本源，看好三个方向

2.3 CXO：关注新分子的成长性与国内景气度修复的传导

2.4 生命科学试剂及制药装备：国内需求端逐渐复苏，国产替代大趋势未改变

2.5 原料药：产业能力继续升级

2.6 血制品：业绩承压明显，行业加速整合

2.7 疫苗：25Q4迎来承压拐点，建议关注创新+出海两条主线

2.8 中药：关注中药四大方向

2.9 医药分销：数字化成为医药分销行业未来发展的重要引擎

2.10 药店：关注药店三大方向

2.11 医疗服务：关注政策赋能，后续寻找医疗服务板块个股机会

医药全行业2026年中期投资策略及标的

- **2025年疫苗板块业绩整体承压，25Q4迎来增长拐点。**2025年疫苗板块(11家样本公司)实现收入221亿元(-45.7%)，归母净利润-147亿元(-562.7%)，26Q1实现收入47亿元(-1.1%)，归母净利润-3亿元(-1.3%)。剔除智飞生物后，2025年疫苗板块样本公司实现收入132亿元(-10.5%)，归母净利润-0.1亿元(-100.6%)，26Q1实现收入26亿元(+6.1%)，归母净利润1亿元(+98.4%)。2025年板块承压主要受行业整体+竞争格局日益加剧影响，主要品类如HPV疫苗、流感疫苗等批签发和价格双跌，厂商营收利润双承压。分季度来看，2025Q1/Q2/Q3/Q4/26Q1单季度收入同比增速分别为-66.8%/-46.0%/-24.9%/-27.8%/-1.1%，25H2起营收下降幅度收窄，单季度归母净利润同比增速分别为-114.6%/-117.6%/-161.4%/-1581.3%/-1.3%，26Q1起利润亏损环比收窄。若剔除智飞生物，疫苗板块2025Q1/Q2/Q3/Q4/26Q1单季度收入同比增速分别为-18.7%/-16.6%/-10.4%/+4.1%/+6.1%，单季度归母净利润同比增速分别为-79.5%/-97.4%/-69.5%/+48.1%/+98.4%，25Q4起营收利润增速均转正。
- **传统品种边际改善，建议关注创新+出海两条主线。**传统品种狂苗与破苗均涉及院内渠道接种，所以受医疗反腐影响，短期发货周期有所递延，主要消化渠道库存为主，随着反腐进入常态化，高基数库存逐步消化，我们认为此类刚需品种基本面有望改善。国内价格竞争加速背景下，创新品类疫苗研发节奏和出海进度有望成为疫苗板块2026H2主线。
- ✓ **关注创新品种催化事件，长期看国内企业存在fic/me-better弯道超车可能。****HPV疫苗：**国产首家，全球第二款九价HPV疫苗2025.6获批，2026年起其他国产在研九价苗将陆续上市。**肺炎球菌疫苗：**康希诺13价肺炎疫苗已于2025.2获批上市，智飞15价肺炎已提交上市申请。**带状疱疹疫苗：**百克生物已于2023年初获批上市。**金葡菌疫苗：**欧林生物预计26H2披露III期数据申报上市。**其他创新品种**如RSV疫苗、诺如疫苗国内企业也在持续布局。
- ✓ **加速寻求海外增长空间。**在国内市场竞争加剧的背景下，国产疫苗企业凭借产能优势、技术突破和政策鼓励等，已在海外发展中市场崭露头角。主要出海品种包括HPV疫苗(万泰、沃森、康乐卫士)、肺炎疫苗(沃森、康泰、科兴)、流感及新冠疫苗(科兴)、流脑疫苗(康希诺)。
- **相关标的：**康希诺、康泰生物、欧林生物、百克生物、康华生物、华兰疫苗、金迪克、华北制药、智飞生物、万泰生物、成大生物等。
- **风险提示：**疫苗销售不及预期风险；疫情反复导致发货风险、接种资源限制风险；竞争格局加剧风险；关税风险。

2025年疫苗板块承压严重

- 2025年疫苗板块(11家样本公司)实现收入221亿元(-45.7%)，归母净利润-147亿元(-562.7%)，2025年受行业整体+竞争格局日益加剧影响，主要品类如HPV疫苗、流感疫苗等批签发和价格双跌，厂商营收利润双承压。剔除智飞生物后，2025年疫苗板块样本公司实现收入132亿元(-10.5%)，归母净利润-0.1亿元(-100.6%)，26Q1实现收入26亿元(+6.1%)，归母净利润1亿元(+98.4%)，2025Q1/Q2/Q3/Q4/26Q1单季度收入同比增速分别为-18.7%/-16.6%/-10.4%/+4.1%/+6.1%，单季度归母净利润同比增速分别为-79.5%/-97.4%/-69.5%/+48.1%/+98.4%，25Q4起营收利润增速均转正。
- 从盈利能力来看，2025年板块毛利率为47.5%(+0.9pp)，净利率为-66.6%(-74.5pp)，四费率为61.1%(+24.5pp)，利润端从24Q4起转亏，主要因板块收入端大幅下滑，以及费用率较高，疫苗板块整体承压。

疫苗板块样本公司2021-26Q1关键财务数据(累计)

(亿元)	21A	22A	23A	24A	25A	26Q1
营收	245	275	217	147	132	26
yoy	58.9%	12.4%	-21.2%	-32.1%	-10.5%	6.1%
归母净利润	84	65	33	12	-0.1	1
yoy	74.2%	-22.6%	-48.8%	-64.6%	-100.6%	98.4%
毛利率	82.7%	87.4%	85.7%	80.7%	74.5%	74.6%
净利率	35.3%	24.7%	13.5%	8.2%	0.0%	4.9%
销售费用率	24.1%	32.4%	34.7%	33.8%	37.5%	35.6%
管理费用率	6.3%	6.1%	8.9%	13.8%	14.6%	16.3%
财务费用率	-0.6%	-1.5%	-1.5%	-2.9%	-0.3%	1.6%
研发费用率	13.3%	16.1%	18.5%	30.1%	20.3%	18.0%

疫苗板块样本公司25Q1-26Q1关键财务数据(单季度)

(亿元)	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
营收	24	32	42	34	26
yoy	-18.7%	-16.6%	-10.4%	4.1%	6.1%
归母净利润	1	0	3	-3	1
yoy	-79.5%	-97.4%	-69.5%	48.1%	98.4%
毛利率	75.7%	75.9%	72.4%	75.1%	74.6%
净利率	2.6%	0.6%	6.3%	-10.3%	4.9%
销售费用率	33.6%	35.8%	37.7%	41.5%	35.6%
管理费用率	17.9%	14.6%	11.7%	15.7%	16.3%
财务费用率	-0.6%	-0.8%	-0.2%	0.3%	1.6%
研发费用率	23.6%	22.0%	17.1%	20.3%	18.0%

国药集团旗下产品部分二类苗价格下降，带动行业价格调整，厂商业绩承压

■ 国药集团旗下流感疫苗价格下降，带动行业价格调整。2024H1，国药集团打响流感疫苗自费市场的降价第一枪，四价流感疫苗降至百元以下，随后部分竞争格局较为充分的二类苗开始降价。疫苗行业进入价格调整期，核心原因包括医疗反腐、医保控费和市场竞争力加剧。我们认为降价行为短期会造成疫苗厂商业绩承压，但中长期利于厂商的合规化运营和行业集中度提升。

黑龙江省部分疫苗品种价格变化情况

品种	厂商	包装	剂型	规格	降价前（元）	降价后（元）	降幅%
HIB疫苗	兰州所	西林瓶	液体	0.5ml/支	68	43	37%
轮状病毒疫苗	兰州所	西林瓶	液体	3.0ml/支	172	138	20%
麻腮风疫苗	上海所	西林瓶	冻干	0.5ml/支	76	53	30%
吸附破伤风疫苗	武汉所	西林	液体	0.5ml/支	178	142	20%
水痘减毒活疫苗	上海所	预充	冻干	0.5ml/支	155	124	20%
	上海所	西林瓶	冻干	0.5ml/支	136	109	20%
	长春祈健	预充	冻干	0.5ml/支	155	124	20%
	长春祈健	西林瓶	冻干	0.5ml/支	136	109	20%
流感病毒裂解疫苗	上海所	预充	液体	0.5ml/支	128	88	31%
四价流感病毒裂解疫苗	武汉所	预充型	注射剂	0.5ml/支	128	88	31%
	长春所	预充	液体	0.5ml/支	128	88	31%
	华兰疫苗	预充	液体	0.5ml/支	128	88	31%
	华兰疫苗	西林	液体	0.5ml/支	125	85	32%
	华兰疫苗	预填充	注射剂	0.25ml/支	166	128	23%

在研管线——短期关注重磅品种上市催化，长期看国内企业存在fic/me-better弯道超车可能

- **HPV疫苗**：国产首家，全球第二款九价HPV疫苗2025.6获批，2026年起其他国产在研九价苗将陆续上市。
- **肺炎球菌疫苗**：康希诺13价肺炎疫苗已于2025.2获批上市，智飞15价肺炎已提交上市申请。
- **带状疱疹疫苗**：百克生物已于2023年初获批上市。
- **金葡菌疫苗**：欧林生物预计26H2披露III期数据申报上市，潜在FIC大品种。
- 其他创新品种如RSV疫苗、诺如疫苗国内企业也在持续布局。

公司	产品	临床进展	最新进展日期	预计获批时间
万泰生物	九价HPV（大肠埃希菌）	已上市	2024/08	已获批，25.6
	二价HPV	已上市	2020/05	
沃森生物	二价HPV	已上市	2022/3/24	2026-2027
	九价HPV(毕赤酵母)	I 期	2020/12/3	
上海博唯	四价HPV（汉逊酵母）	III期	2021/11/4	2026
	九价HPV（汉逊酵母）	III期	2021/6/2	
中生集团	四价HPV（汉逊酵母）	III期	2019/4/30	
	11价HPV（汉逊酵母）	II 期	2020/7/8	
康乐卫士	三价HPV（大肠杆菌）	III期	2020/12/3	
	九价HPV（大肠埃希菌）	III期	2021/9/14	
瑞科生物	重组九价HPV（汉逊酵母）	III期	2021/7/28	2025-2026
	重组二价（16/18）HPV疫苗	I 期	2022/5/4	
	重组二价（6/11）HPV疫苗	I 期	2022/5/4	
	第二代重组四价HPV疫苗	临床前	2022/5/4	
	第二代重组九价HPV疫苗	临床前	2022/5/4	
诺宁生物/神州细胞	14价HPV（昆虫细胞）	II 期	2021/10/29	
上海所	四价HPV（毕赤酵母）	II 期	2021/9/24	

产品	公司	临床进展	最新进展日期	预计获批时间
13价肺炎球菌结合疫苗	康希诺	III期	2021/4/13	已获批，25.2
	兰州所	III期	2019/9/19	
	科兴中维	I 期	2018/4/10	
	成都安特金	I 期	2020/4/21	
	江苏坤力	I 期	2021/7/27	
	艾美卫信	I 期	2021/1/26	
	康泰生物	已上市	2021/10	
	沃森生物	已上市	2020/3/30	
15价肺炎球菌结合疫苗	辉瑞	已上市	2016国内获批	2025年后
	智飞生物	III期	2021/7/16	
	智飞生物	完成临床	2017/12/20	
23价肺炎球菌多糖疫苗	康泰生物	已上市	2014/5/9	
	科兴中维	IV期	2021/7/5	
	华安科创	I 期	2020/9/8	

医药行业2026H1二级市场表现回顾

医药子行业2026年中期投资逻辑

2.1 创新药及制剂：2026H2创新药行情将进入精选个股阶段

2.2 医疗器械：2026年回归本源，看好三个方向

2.3 CXO：关注新分子的成长性与国内景气度修复的传导

2.4 生命科学试剂及制药装备：国内需求端逐渐复苏，国产替代大趋势未改变

2.5 原料药：产业能力继续升级

2.6 血制品：业绩承压明显，行业加速整合

2.7 疫苗：传统品种边际改善，建议关注创新+出海两条主线

2.8 中药：关注中药四大方向

2.9 医药分销：数字化成为医药分销行业未来发展的重要引擎

2.10 药店：关注药店三大方向

2.11 医疗服务：关注政策赋能，后续寻找医疗服务板块个股机会

医药全行业2026年中期投资策略及标的

- **中药板块业绩回顾**：选取63家A股中药领域上市公司，2025年收入总额3321.5亿元（-2.4%），归母净利润290.9亿元（+1.8%），扣非归母净利润244亿元（-0.2%）。**分季度来看**，2025Q1/Q2/Q3/Q4/2026Q1收入895/828/779/821/889亿元（-7.7%/-2.0%/-1.1%/+2.2%/-0.6%），归母净利润120.0/100.9/71.7/-3.8/117.5亿元（-4.5%/+7.9%/-4.6%/-55.5%/-2.1%），扣非归母净利润112.8/77.4/58.0/-6.2/112.9亿元（-5.2%/-13.2%/-7.5%/-76.2%/+0.1%）。**从盈利能力来看**，25Q1/Q2/Q3/Q4/26Q1中药板块的毛利率为42.1%/41.1%/40.0%/42.3%/43.0%，2025Q1/Q2/Q3/Q4/26Q1四费率分别为28.8%/29.0%/31.6%/31.4%/30.5%。
- **看好中药三大方向**：1) **品牌中药**。品牌OTC具有强品牌，提价具有较强的客户基础和品牌基础，能够持续不断释放业绩。2) **国企混改释放红利，高股息具备防御属性**。中药行业国企混改以及公司治理改善加速推进，高股息资产在市场调整期的投资性价比较高，具有“防御性”的类固收特征。建议从两个维度“高股息+高增长”、“高股息+央国企”关注优质标的。3) **基药目录调整带来中药发展新机会**。新一轮基药目录即将启动，部分中药品种有望获益于此次基药目录调整实现院内放量。4) **关注有中药创新药管线的公司**。
- **相关标的**：1) OTC主线：太极集团、华润三九、达仁堂、云南白药、马应龙、佐力药业、健民集团、东阿阿胶、济川药业、寿仙谷等；2) 中药创新药主线：以岭药业、康缘药业等；3) 中药饮片/配方颗粒主线：华润三九、柳药集团、中国中药等。
- **风险提示**：市场竞争风险，行业发展不及预期风险，集采降价风险。

业绩回顾

- 板块总结：**选取63家A股中药领域上市公司，2025年收入总额3321.5亿元（-2.4%），归母净利润290.9亿元（+1.8%），扣非归母净利润244亿元（-0.2%）。
- 分季度来看，**2025Q1/Q2/Q3/Q4/2026Q1收入895/828/779/821/889亿元（-7.7%/-2.0%/-1.1%/+2.2%/-0.6%），归母净利润120.0/100.9/71.7/-3.8/117.5亿元（-4.5%/+7.9%/-4.6%/-55.5%/-2.1%），扣非归母净利润112.8/77.4/58.0/-6.2/112.9亿元（-5.2%/-13.2%/-7.5%/-76.2%/+0.1%）。
- 从盈利能力来看，**25Q1/Q2/Q3/Q4/26Q1中药板块的毛利率为42.1%/41.1%/40.0%/42.3%/43.0%，2025Q1/Q2/Q3/Q4/26Q1四费率分别为28.8%/29.0%/31.6%/31.4%/30.5%。

中药板块23Q4-26Q1业绩速览

(亿元)	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
单季度收入	844.5	787.3	803.4	894.6	828.0	778.5	821.5	888.9
同比增速	-5.84%	-2.99%	-9.18%	-7.72%	-1.95%	-1.12%	2.25%	-0.64%
归母净利润	93.5	75.1	-8.6	120.0	100.9	71.7	-3.8	117.5
同比增速	-9.46%	-10.53%	-123.81%	-4.48%	7.93%	-4.57%	-55.47%	-2.14%
扣非归母净利润	89.1	62.7	-26.2	112.8	77.4	58.0	-6.2	112.9
同比增速	-3.49%	-17.56%	-213.75%	-5.23%	-13.16%	-7.54%	-76.24%	0.07%

中药23Q3-26Q1盈利能力指标概览

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
毛利率	43.07%	41.88%	39.42%	40.13%	42.14%	41.14%	39.99%	42.27%	42.98%
四费率	27.24%	28.69%	29.28%	36.09%	28.84%	28.96%	31.63%	31.41%	30.51%
销售费用率	20.42%	20.68%	20.30%	23.96%	21.51%	20.37%	22.25%	19.97%	22.81%
管理费用率	4.69%	5.34%	6.01%	7.72%	4.92%	5.70%	6.10%	7.18%	4.96%
财务费用率	-0.11%	-0.07%	0.30%	0.17%	0.19%	0.27%	0.30%	0.32%	0.27%
研发费用率	2.24%	2.75%	2.67%	4.24%	2.21%	2.63%	2.98%	3.94%	2.46%
净利率	12.96%	11.07%	9.54%	-1.07%	13.42%	12.19%	9.21%	-0.47%	13.22%

政策：高质量发展趋势已现

2025年3月20日，国务院办公厅发布《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》，提出以提升中药质量为基础，以科技创新为支撑，以体制机制改革为保障，实现常用中药材规范种植和稳定供给，加快构建现代化产业体系，形成传承创新并重、布局结构合理、装备制造先进、质量安全可靠、竞争能力强的中医药产业高质量发展格局。

中药产业高质量发展

时间	事件	内容	影响
2024.4.9	江苏省医保局发布《关于推进阳光挂网药品价格治理工作通知》	申报价格不高于以已挂网同通用名产品数最多剂型规格中对应挂网产品中的最低价为基础，根据差比价系数计算的价格	“三同”价格治理，取消同规格，按照差比价计算，江苏省目前针对“三同”比价仅限于院内
2024.5.29	医保局发布《关于开展“上网店，查药价，比数据，抓治理”专项行动的函》	要求以当日同城即时配送价格作为锚点，比对省级集采平台挂网价、集采中选价、定点零售药店药价。	消除线上低价吸引客流的现象，确保线上线下价格一致，部分药企受到定价策略压力后，会选择提高线上平台价格，以达到“多端价格统一”
2024.6.13	国家医保局发布新闻《陕西医保上线“药品比价”功能》；	国家医保局发布消息，陕西医保上线“药品比价”功能，自药品比价功能上线以来预计将使参保人员的购药成本下降10%-15%。	推动药品价格透明，药店端自主定价能力削弱，药店会将压力转移给品牌力较弱的上游药企
2024.10	国家医保局发布《药品价格影响因素知多少？——不同渠道运营模式有影响》	1、线下药店、非公立医院药品定价标准：未纳入医保定点的线下药店和非公立医院药品价格完全自主定价；而纳入医保定点的线下药店和非公立医院，则需要遵守医保定点协议。 2、网络药店：一类是“外卖”模式，价格与线下药店接近，一些情况略低，另一类“快递”模式，由于成本较低，低于线下药店。 3、公立医院：大部分药品价格基本持平、少部分有高有低，其中集采药品价格普遍低于线下药店	承认各个渠道价格不一致现象，认可药店的运营成本、人力成本、房租物业等成本因素造成价格差异；允许线上价格因为成本原因价格更低，认可线下药店的便捷性和用药指导服务价值。
2025.3	国务院办公厅印发《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》	1、加强中药资源保护利用；2、提升中药材产业发展水平；3、加快推进中药产业转型升级；4、推进中药药品价值评估和配备使用；5、推进中药科技创新；6、强化中药质量监管；7、推动中药开放发展；8、提高综合治理能力和保障水平	提质增效、实现优质优价

政策：集采政策逐步推进，品种和地区均有所增加

- ❑ 从全国中成药集采来看，2025年4月，湖北牵头的第三批全国中成药集采及首批中成药集采接续进入执行阶段;广东牵头的中成药集采接续结果即将落地。中成药集采相比于前期的以口服制剂为主，注射剂占比逐渐提升，以非独家产品为主，独家品种占比提升。品种上来看，中成药品种多、分布散，集采覆盖难。数据显示，全国省级平台采购的中成药有3000多个品种，涉及 5000余个通用名、7800多个品规、2万多个产品。
- ❑ 从规则来看，全国中成药集采逐渐走向成熟。独家品种合并分组集采，由于药品属性和治疗效果的相似性，与常规药品在同一组别竞争;引入K值，同组别内产品的价格差异缩小;直接拟中选和议价拟中选的入围企业报价代表品的申报日均费用不得超过同采购组日均费用的均值从此前的1.8倍到1.5倍，进一步缩小组间价差;在低价复活基础上，对质优产品，给予复活机会等。

各省市中药集采情况回顾

	湖北	广东	北京	山东	全国（湖北第二批）	上海	安徽	全国（第三批）	广东	广东	全国（湖北第三批）
启动时间	2021.9	2021.12	2022.7	2022.8	2022.9		2024.9	2024.1	2024.11		
结果公布时间	2021.12	2022.3	2022.1	2022.11	2023.6	2023.8		2024.12.30		2025.4.30	2025.4.30
中选情况	46个品种，111个品规	53个品种，361个品规	59个品种	40个品种，141个品规	15个类别，30个品种，68个品规	42个通用名共计116个不同规格药品				40个品种	45个品种
报量情况	76个品种，208个申报品规	58个品种，673个申报品规	84个品种	67个品种，333个申报品规	16个类别，42个品种，95个现场申报品规		18个产品组、35个中成药	20个采购组，共95个品种	41个品种		
平均降幅	42%	56%	23%	44.30%	49.40%						
涉及省份	湖北、河北、山西、内蒙古、辽宁、福建、江西、河南、海南、重庆、四川、贵州、西藏、陕西、甘肃、宁夏、新疆、新疆生产建设兵团共19省	广东、山西、河南、海南、宁夏、青海	北京	山东省	全国	上海	安徽	全国	广东、辽宁、吉林、黑龙江、江西、湖南、广西、海南、重庆、云南、陕西、青海、宁夏、新疆、新疆生产建设兵团共15省（市、区）	广东、辽宁、吉林、黑龙江、江西、湖南、广西、海南、重庆、云南、陕西、青海、宁夏、新疆、新疆生产建设兵团共15省（市、区）	湖北、江西、北京

数据来源：中国药促会、阳江人民政府，广东药交所，山东省公共资源交易平台，各地医保局，全国中成药联合采购办公室，西南证券整理

政策：2026年国家基本药物目录更新

新版基药目录中成药新增品类

分类	子类（功能）	新增中成药	对应企业
内科用药	解表剂	小柴胡颗粒（片）	云南白药、吉林敖东、石药集团、太极集团、中国中药、羚锐制药
		荆防颗粒（合剂）	太极集团、昆药集团
		柴银颗粒（口服液）	国药集团、厚普制药
	清热剂	热炎宁合剂	幸福制药
	化痰、止咳、平喘剂	肺力咳合剂（胶囊）	健兴药业
		固本咳喘片（颗粒、胶囊）	济仁药业、精华制药、扬子江药业
	开窍剂	珍黄安宫片	东新药业
		七十味珍珠丸	奇正藏药、金诃藏药
	扶正剂	养心定悸胶囊	永丰药业
		玉泉颗粒（胶囊）	同仁堂、华仁堂
		胃复春片（胶囊）	胡庆余堂
		复方苳蓉益智胶囊	雷允上药业
	安神剂	安神补心六味丸	中蒙制药
		甜梦胶囊	荣昌制药
	止血剂	地榆升白片（胶囊）	天府药业、益佰制药、云海药业
	祛瘀剂	养心氏片	上海医药
		复方斑蝥胶囊	益佰制药、方舟制药、华西制药
		通关藤片（消癌平）	苏中药业、广药集团、通化金马、盘龙药业
	理气剂	解郁除烦胶囊	以岭药业
		舒肝解郁胶囊	康弘药业
		荆花胃康胶丸	天力士
		颠茄片	双鹤药业、佑华制药、国药集团
	消导剂	四磨汤口服液	汉森制药
	治风剂	强力定眩片	汉王药业
		都梁滴丸	九龙制药
	祛湿剂	黄葵胶囊	苏中药业
		海昆肾喜胶囊	长龙药业
		银花泌炎灵片	华康药业、华威药业
		尿通卡克乃其片	银朵兰药业
外科用药	清热剂	康复新液	好医生药业、科伦药业、京新药业
		肤痔清软膏	绿太阳制药
	活血化瘀剂	木丹颗粒	步长制药
妇科用药	散结剂	白灵片	国药集团
		散结镇痛胶囊	康缘药业
	清热剂	康妇炎胶囊	步长制药
		康妇消炎栓	葵花药业
儿科用药	理血剂	安宫止血颗粒	东阿阿胶
		小儿鼓翘清热颗粒	济川药业、天士力
	解表剂	小儿青翘颗粒	亿帆医药
	止咳剂	小儿定喘口服液	荣昌制药
眼科用药	安神剂	芍麻止痒颗粒	天士力
	清热剂	马应龙八宝眼膏	马应龙
耳鼻喉科用药	咽喉、口腔病	甘桔冰梅片	华森制药
	鼻病	鼻渊通窍颗粒	新时代药业
骨伤科用药	/	盘龙七片	盘龙药业
	/	恒古骨伤愈合剂	赛灵药业
	/	复方伤痛胶囊	西峰制药

第四批全国中成药集采启动

□ 湖北牵头启动第四批全国中成药集采，截至 2025 年 12 月 14 日，已完成医疗机构报量（11 月 10 日 - 21 日）与省级医保部门审核（11 月 24 日前），正进入竞价筹备阶段，中选结果预计 2026 年年初公布。此次集采延续全国联盟集采的规模化优势，同时在品种覆盖、竞争规则上实现重要突破：

1) 品种上：查漏补缺 + 跨界扩容，独家与 OTC 品种成亮点。此次涉及 28 个产品组、90 个品种，均为湖北此前三批集采未覆盖的中成药，其中大量品种来自安徽、多省联盟等区域集采的跨省增补（如刺五加片、血栓心脉宁系列），实现全国集采与区域集采的品种衔接。与前三批不同，第四批首次大规模纳入 OTC 大品种（如健胃消食片、护肝片、强力枇杷露 / 膏等，其中健胃消食片 2024 年销售额近 20 亿元），同时包含 40 个独家剂型、6 个独家品种（分 3 组，如银丹心脑通软胶囊 + 银盏心脉滴丸），甚至引入迈之灵片等 2 个进口中成药，品种覆盖心脑血管、消化、呼吸、儿科、肿瘤等 8 大治疗领域，实现“临床刚需 + 零售畅销”的双重覆盖。

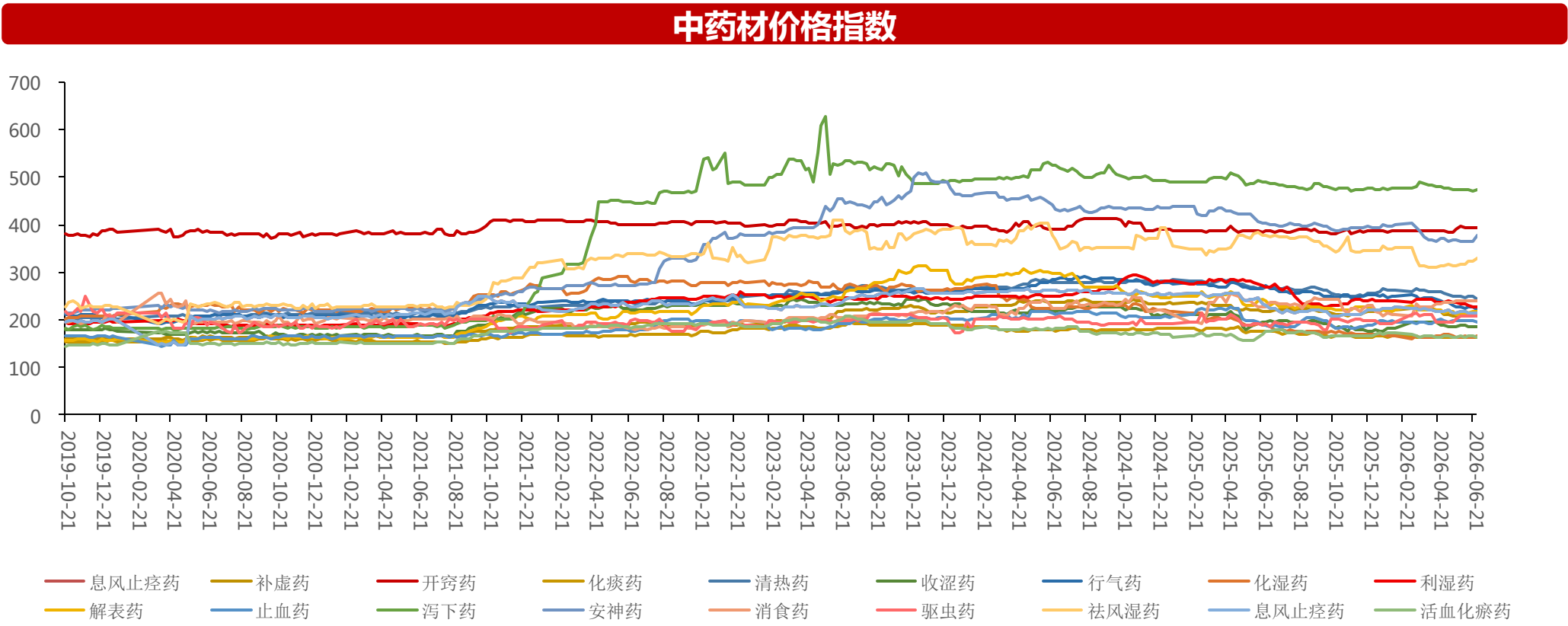
2) 竞争规则：延续分组逻辑，强化疗效导向与公平竞争。继续沿用“按功能主治划分分组，不同通用名、不同剂型合并一组”的规则，部分组别因批文厂家数超 100 家（如穿心莲、护肝片组），竞争强度显著提升。同时优化竞争机制，通过 A/B 单元划分（按临床需求与企业实力分层）、技术评价权重提升（参考药材品质、供应保障等），避免恶性竞争；针对独家品种，通过“同类合并竞价”打破此前“独家保护”局面，推动疗效导向的公平竞争，破解前三批部分独家品种流标或议价难的问题。此外，新增“熔断机制”（中选价不得高于同组最低价 3 倍）与“降幅 - 量分配挂钩”规则（降幅 $\geq 20\%$ 可获 100% 基础量），既防范低价弃供风险，又提升企业降价积极性。

第四批全国中成药集采启动

采购组编号	核心品种（含剂型）	OTC 属性	独家属性（品种 / 剂型）	核心治疗领域
1	健胃消食片（片剂、咀嚼片）	是	无	消化系统（消食导滞）
2	护肝片（片剂）	是	无	肝胆系统（保肝护肝）
3	强力枇杷露 / 膏（糖浆剂、煎膏剂）	是	无	呼吸系统（止咳化痰）
4	活血止痛膏（橡胶膏剂）	是	无	骨科（活血止痛）
5	复方鲜竹沥液（口服液）	是	无	呼吸系统（清热化痰）
6	尪痹胶囊、尪痹片、尪痹颗粒	否	3 个剂型均为独家（好护士、华润本溪三药等）	骨科（风湿痹痛）
7	银丹心脑通软胶囊 + 银盖心脉滴丸	否	均为独家（贵州百灵、贵州神奇）	心脑血管
8	银杏二萜内酯葡胺注射液 + 银杏内酯注射液	否	均为独家（康源药业、百裕制药）	心脑血管
9	迈之灵片 + 马栗种子提取物片	否	均为独家（德国礼达、德国威马舒培，进口）	周围血管疾病
10	强力定眩胶囊 / 片	否	部分剂型独家	心脑血管（降压定眩）
11	血栓心脉宁胶囊 / 片 / 颗粒	否	部分剂型独家	心脑血管（活血通络）
12	利脑心胶囊 / 片	否	部分剂型独家	心脑血管（活血化痰）
13	小儿肺热咳喘颗粒 / 口服液	否	部分剂型独家	儿科呼吸系统（清热平喘）
14	小儿豉翘清热颗粒	否	独家剂型	儿科（风热感冒）
15	西黄丸 / 胶囊 / 片	否	部分剂型独家	抗肿瘤辅助
16	华蟾素胶囊 / 片	否	部分剂型独家	抗肿瘤辅助
17	鸦胆子油乳注射液	否	部分剂型独家	抗肿瘤辅助
18	穿心莲丸 / 片 / 胶囊	否	无	清热解毒
19	茵栀黄颗粒 / 口服液	否	无	肝胆系统（利湿退黄）
20	复方丹参片 / 胶囊 / 滴丸	否	无	心脑血管（活血化痰）
21	养心定悸胶囊 / 颗粒 / 口服液 + 炙甘草颗粒 / 合剂	否	养心定悸多剂型独家（永丰、古汉中药等）， 炙甘草颗粒独家（康恩贝）	心血管（益气养血）
22	护肝宁片 / 胶囊	否	部分剂型独家	肝胆系统（保肝护肝）
23	复方甘草片 / 口服液	是	无	呼吸系统（镇咳祛痰）
24	小儿感冒颗粒 / 口服液	是	无	儿科（风热感冒）
25	清热解毒口服液 / 颗粒	是	无	清热解毒
26	感冒清热颗粒 / 胶囊	是	无	呼吸系统（风寒感冒）
27	板蓝根颗粒 / 口服液	是	无	清热解毒
28	银杏叶提取物注射液	否	部分剂型独家	心脑血管

中药消费品：成本逐步下降

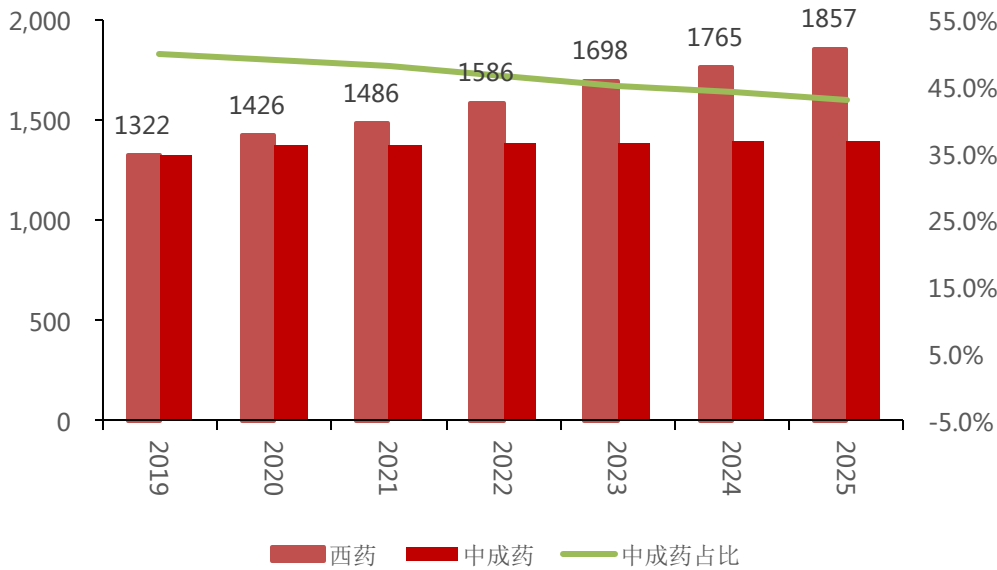
■ **中药材价格高位回落，成本压力边际缓解，但终端涨价仍受宏观消费环境约束。**2022年底以来，疫后需求释放带动部分中药材价格快速上涨，中药企业成本端一度承压；随着供给逐步恢复、部分新增种植药材进入收获期，中药材价格已呈回落趋势。根据中国成都中药材指数网，成都中药材原料价格指数由2025年6月30日的287.62回落至2026年6月29日的237.40，较高位下降约17.5%，成本端压力有所缓解。政策层面，2025年4月国家药监局、海关总署发布《关于允许进口牛黄试点用于中成药生产有关事项的公告》，允许符合条件的进口牛黄试点用于中成药生产，试点期限为公告发布之日起2年，有望缓解天然牛黄等稀缺原料供给压力。整体来看，原材料价格回落有助于改善中药企业毛利率，但在消费复苏偏弱、医保控费和终端提价难度较大的背景下，企业盈利修复仍更多依赖成本管控、基地化供应和产品结构优化。



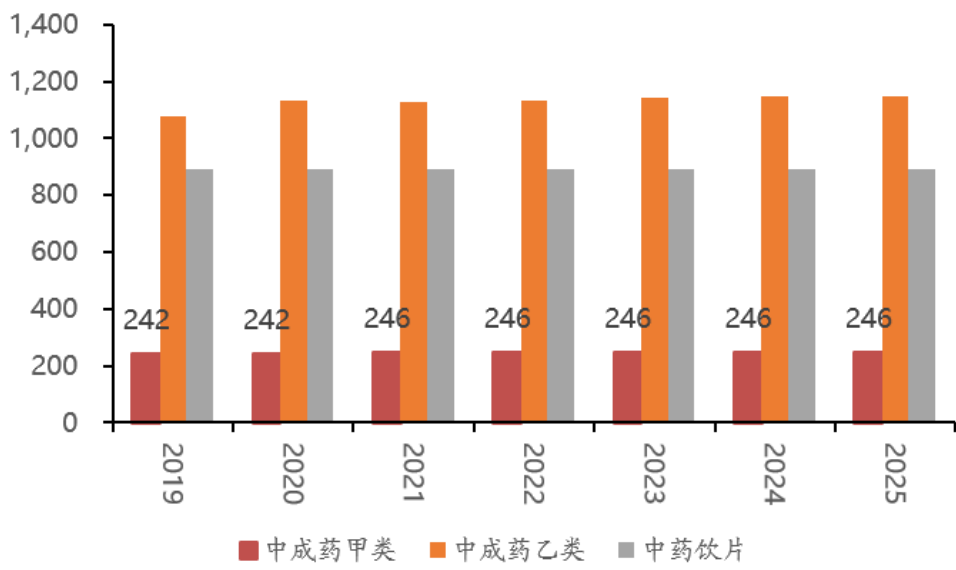
中药创新药：医保支付目录持续扩容，中成药数量逐年提升

□ 新版药品目录已于2026年1月1日在全国范围内正式实施。新增94种药品进入国家医保药品目录，本轮调整后，国家医保药品目录内药品总数达到3253种，其中西药1857种、中成药1396种，其中中成药甲类246种，中成药乙类1150种，中药饮片892种维持不变。

2019-2025年医保支付目录西药、中成药



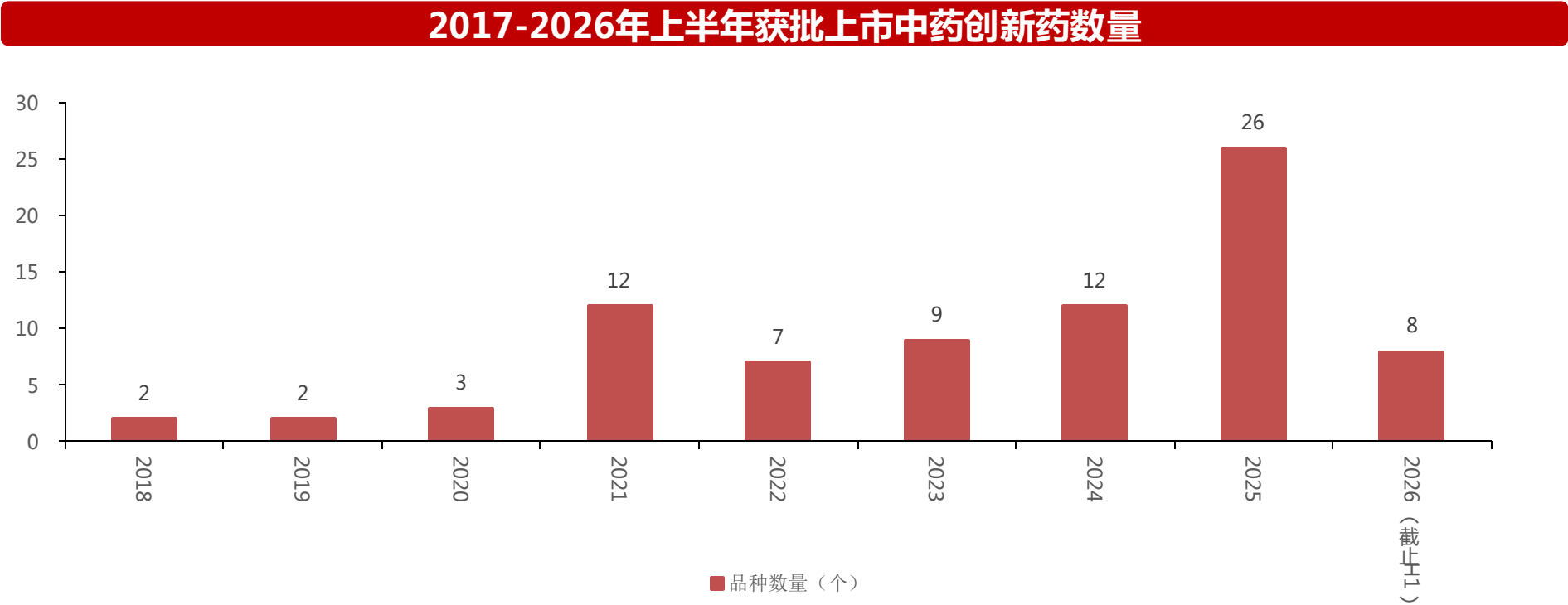
2019-2025年医保支付目录中成药及中药饮片



数据来源：国家医保局，西南证券整理

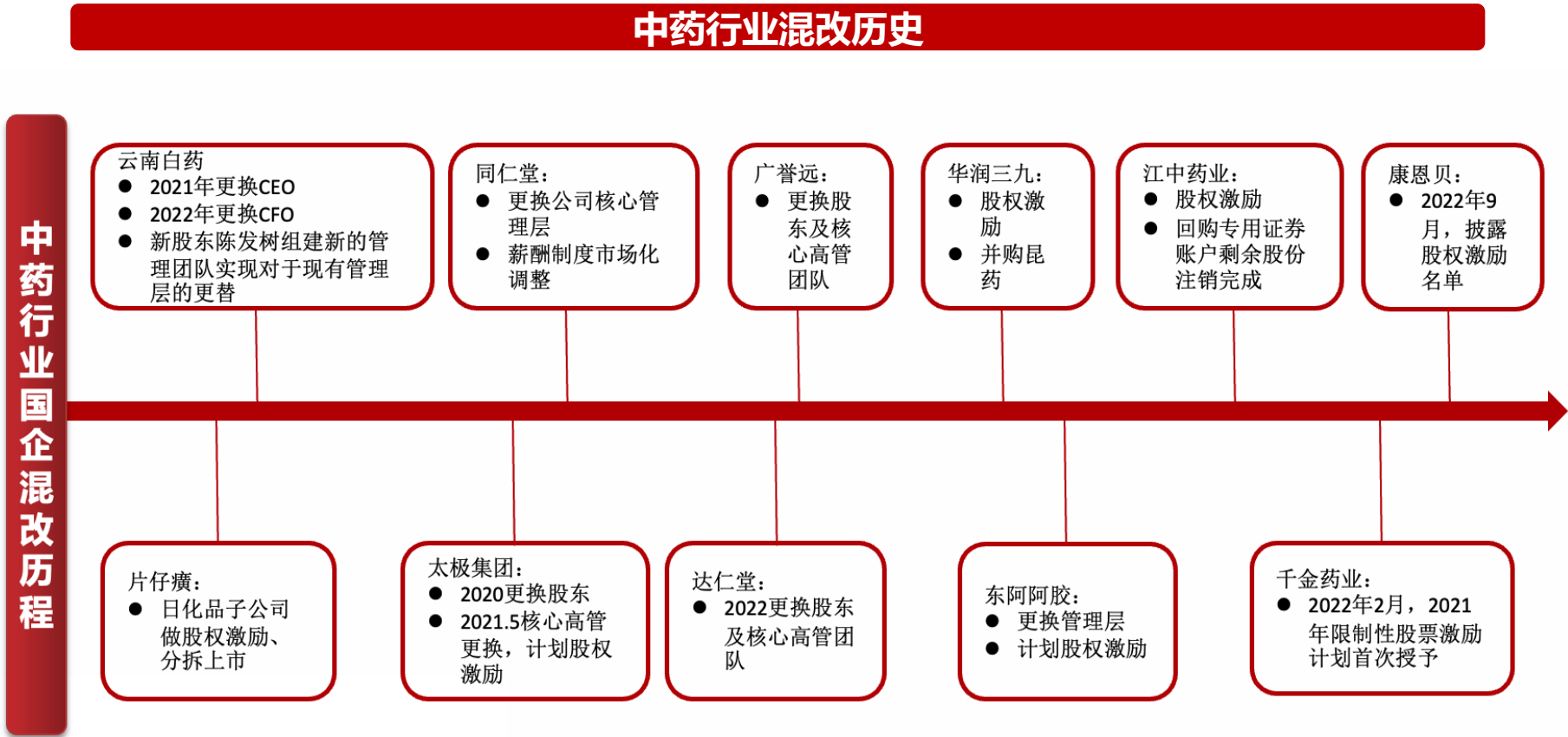
中药创新药：行业利好政策不断，有望加速上市

- ❑ **中药创新药获批上市加速。**截止2026年上半年，有8款中药创新药获批，其中1.1类创新药1款，为天士力的枣仁宁心滴丸。2026年上半年中药创新药获批数量高于2025年上半年数量。未来从申报药品数量来看，随着各项指导细则以及鼓励创新政策的推出,创新药获批上市的品种有望持续增加。
- ❑ **“三结合”评审制度持续推进，部分中药有望缩短上市时间。**《基于人用经验的中药复方制剂新药药学研究技术指导原则（征求意见稿）》及《中药注册管理专门规定（征求意见稿）》提出，遵循“三结合”审评证据体系，在有充分的中医药理论的前提下，人用经验可用于支持中药复方制剂新药的研发决策或注册申请，针对部分中药新药实行优先审评审批。



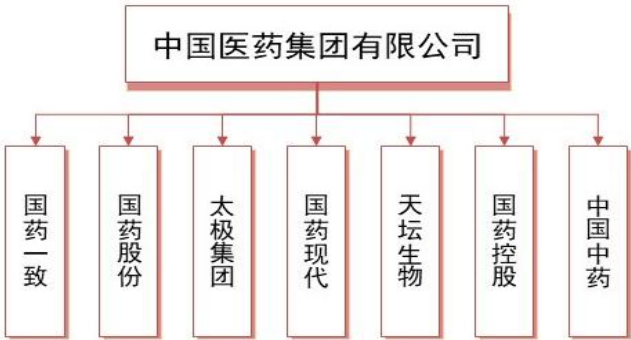
中药行业国企混改加速落地

□ 2022年，云南白药、同仁堂、广誉远、达仁堂、东阿阿胶完成管理层更换，部分中药企业完成股东更换，片仔癀、华润三九、太极集团、同仁堂、东阿阿胶、千金药业、康恩贝等多数中药企业计划或推行股权激励。中药企业通过理清股权关系，完善公司治理机制，提高员工的积极性等方式，后续将快速释放国企混改红利，迎来业绩的快速增长。

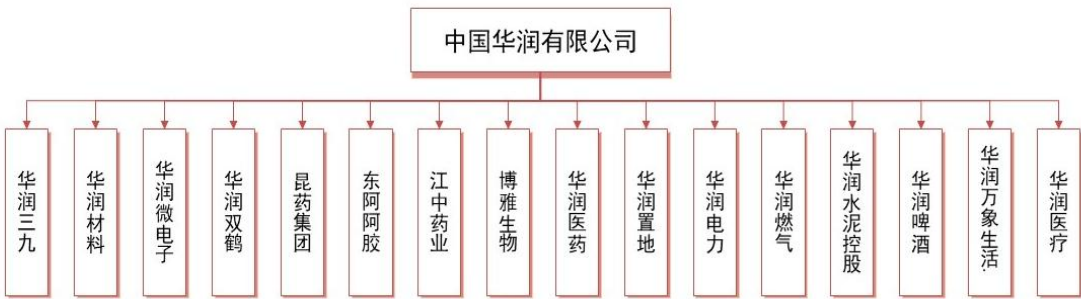


中药行业国企混改加速落地

国药集团组织架构



华润集团组织架构



国药集团旗下7家子公司主营业务情况

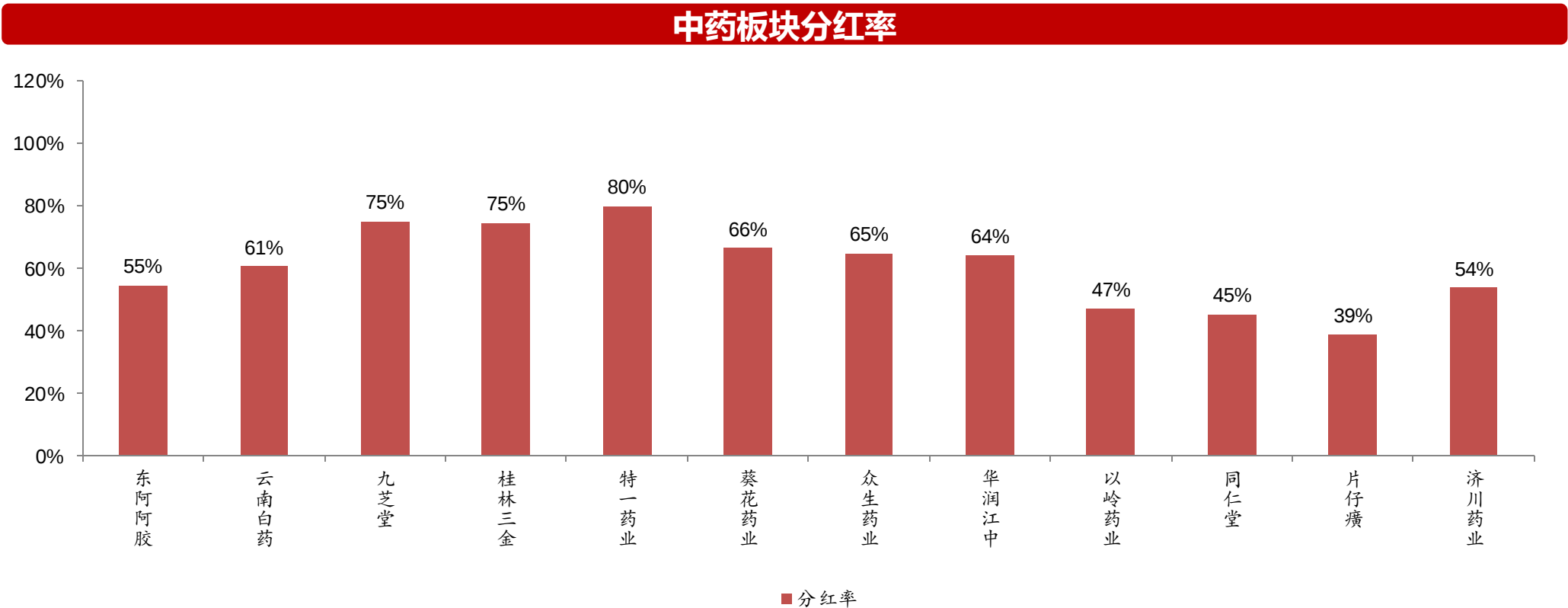
企业简称	主营业务
国药一致	制药工业、医药批发、零售连锁
国药股份	医药工业制造、医药商业、进口保税、第三方物流、麻醉药品
太极集团	中西成药生产、销售。
国药现代	特色原料药和中间体以及新型制剂类药物的研发、生产和销售
天坛生物	血液制品（人血白蛋白、人免疫球蛋白、人凝血因子Ⅷ）研发、制造、销售及咨询
国药控股	医药健康产品分销配送、零售诊疗、化学试剂、医疗器械、医疗健康服务
中国中药	中成药、化学药和生物药的科研、制造、销售

华润集团旗下医药板块子公司主营业务

企业简称	主营业务
华润三九	健康消费品（999感冒灵、999皮炎平、三九胃泰、999小儿感冒等）、处方药（999理血王牌血塞通软胶囊、参附注射液等）
华润双鹤	慢病业务、专科业务、输液业务
昆药集团	天然植物药（中药、化学药）、医药流通
东阿阿胶	阿胶系列、毛驴养殖及销售
江中药业	中成药、保健食品、功能食品研制、生产及销售
博雅生物	血液制品、糖尿病及抗感染类化学药、生化药
华润医药	医药分销、药品制造、医药零售
华润医疗	综合性医院服务、GPO业务、医院管理及咨询服务

中药行业国企混改加速落地

■ **中药板块持续高分红。**中药企业整体现金流相对充足，且部分国企背景企业积极响应提高股东回报政策，分红意愿较强。我们选取申万中药板块所有标的，上市以来至2025年分红率算术平均值为49.2%，中位数为43.9%，整体维持较高分红水平。其中，云南白药分红率为60.7%，东阿阿胶为54.7%，九芝堂为75.1%。



医药行业2026H1二级市场表现回顾

医药子行业2026年中期投资逻辑

2.1 创新药及制剂：2026H2创新药行情将进入精选个股阶段

2.2 医疗器械：2026年回归本源，看好三个方向

2.3 CXO：关注新分子的成长性与国内景气度修复的传导

2.4 生命科学试剂及制药装备：国内需求端逐渐复苏，国产替代大趋势未改变

2.5 原料药：产业能力继续升级

2.6 血制品：业绩承压明显，行业加速整合

2.7 疫苗：传统品种边际改善，建议关注创新+出海两条主线

2.8 中药：关注中药四大方向

2.9 医药分销：数字化成为医药分销行业未来发展的重要引擎

2.10 药店：关注药店三大方向

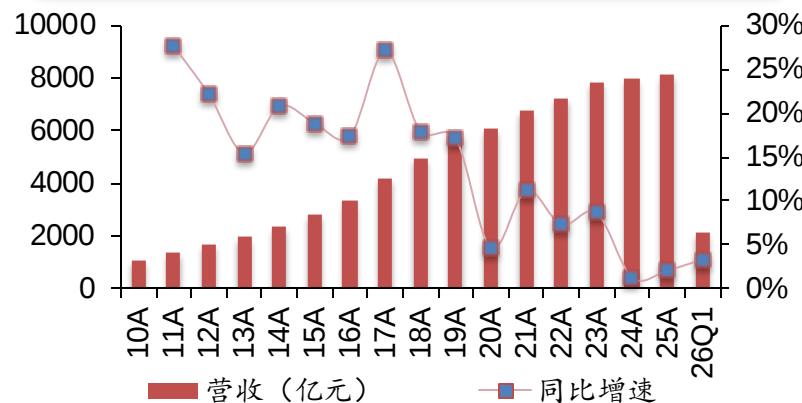
2.11 医疗服务：关注政策赋能，后续寻找医疗服务板块个股机会

医药全行业2026年中期投资策略及标的

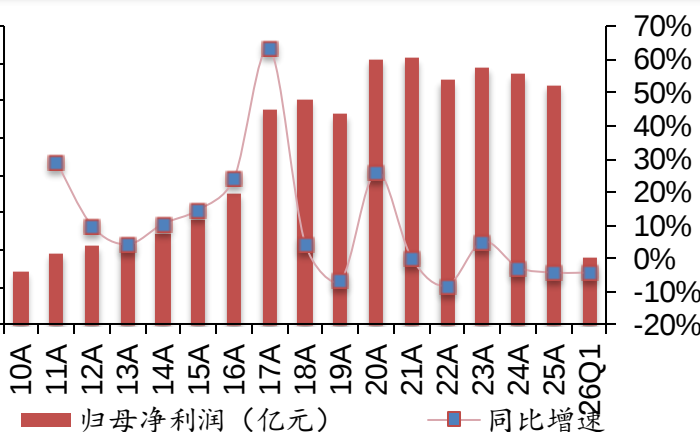
- 选取19家A股医药流通领域上市公司，2025年收入总额8114.5亿元（+2.1%），归母净利润128.9亿元（-4.2%），扣非归母净利润90.1亿元（-22.3%）。**分季度来看**，19家公司2025Q1/Q2/Q3/Q4/26Q1收入总额分别为2037.8亿元（-0.3%）/2007.9亿元（+2.1%）/2041.6亿元（+2.6%）/2027.2亿元（+4.1%）/2105.5亿元（3.3%）。行业在政策出清与结构调整中逐步企稳，带量采购扩面、医保支付改革深化及监管趋严持续推动渠道整合，中小型分销商在品种结构调整与资金压力下面临退出，行业集中度有望进一步提升。同时，医疗机构回款周期延长加剧流通企业现金流压力，具备规模优势、融资渠道畅通及运营效率突出的头部企业，更能够在行业洗牌中巩固竞争力、抢占市场份额，长期结构优化逻辑依然清晰。
- **从盈利能力来看**，2025年样本公司整体毛利率为9.3%（-0.3pp），25Q1/Q2/Q3/Q4/26Q1毛利率分别为8.9%/9.2%/9.2%/9.7%/9.1%，整体费用率为6.6%（-0.2pp），25Q1/Q2/Q3/Q4/26Q1费用率为6.5%/6.1%/6.6%/6.7%/6.7%。精细化运营与成本控制能力成为企业韧性的关键，具备规模和管理优势的龙头企业更易在严苛环境中维持相对稳定的盈利水平。
- **相关标的**：全国性的流通企业覆盖面广泛，可发展空间大，建议关注上海医药（601607）、重药控股（000950）；区域性流通企业深耕当地市场，对接上游品种和下游客户的能力强，建议关注柳药集团（603368）等。
- **风险提示**：行业政策波动风险；药品降价风险；项目不及预期风险。

累计季度表现

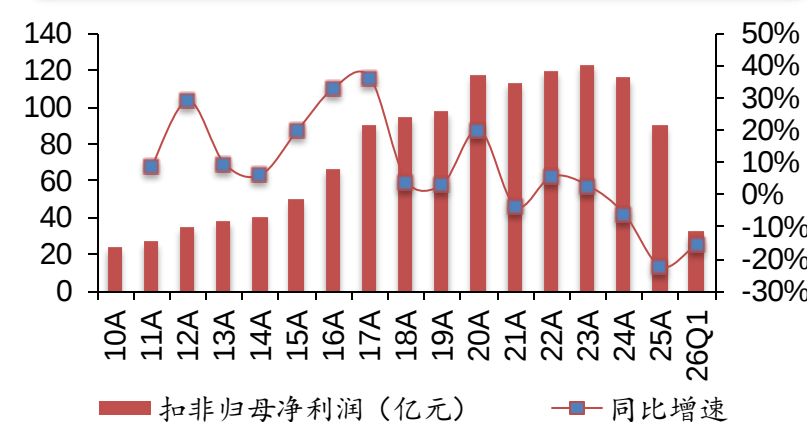
2010-2026Q1公司收入及增速



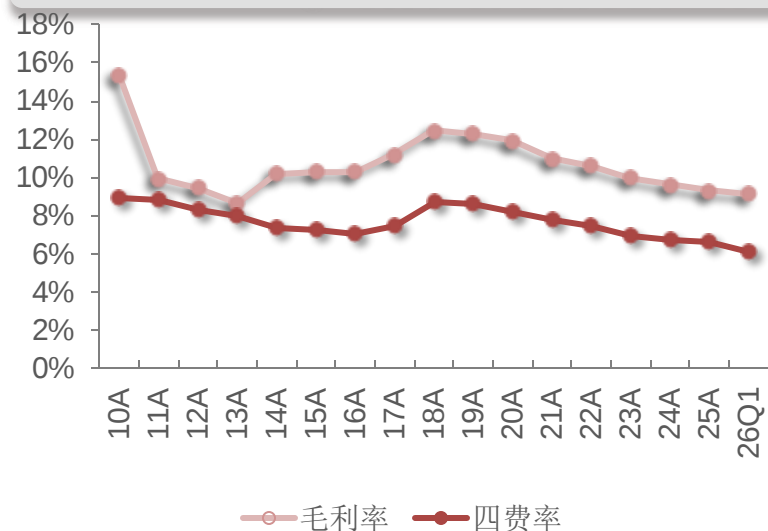
2010-2026Q1归母净利润及增速



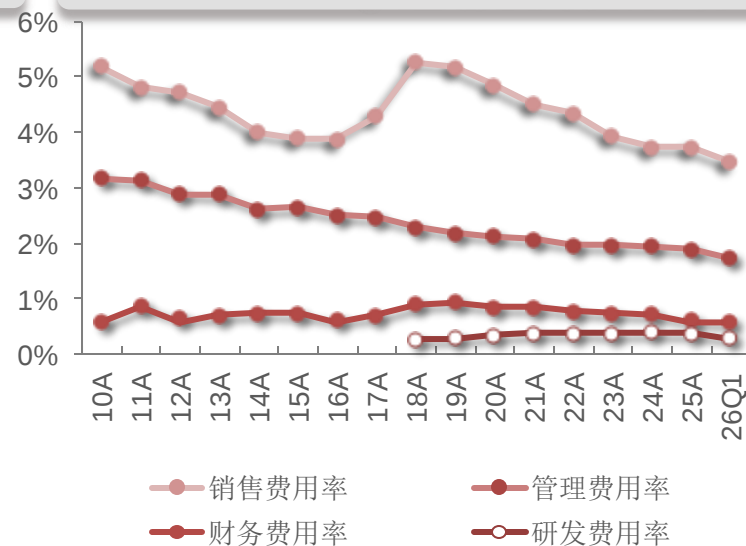
2026Q1扣非归母净利润及增速



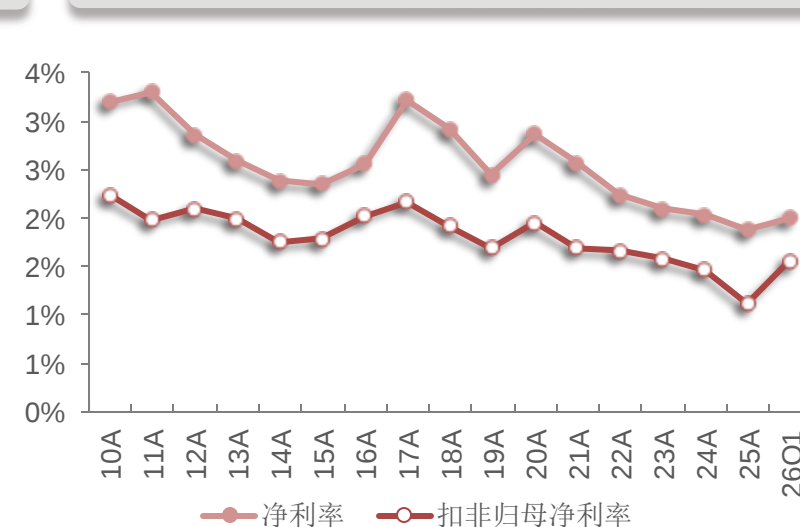
2010-2026Q1毛利率与四费率变化趋势



2010-2026Q1期间费用率变化趋势



2010-2026Q1净利率变化趋势



政策：医保结算提速叠加地方化债推进，利好医药分销

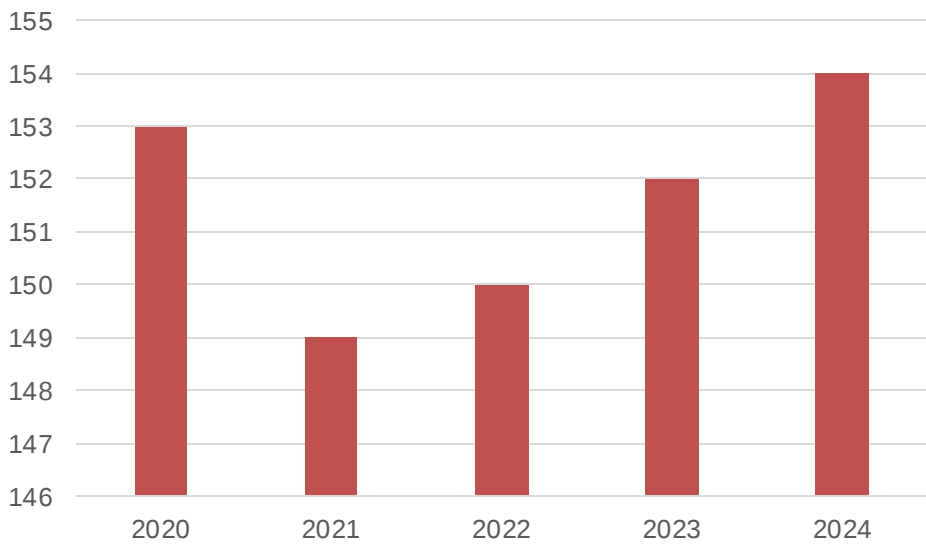
- **医保基金即时结算**：2025年1月国家医保局发布《关于推进基本医保基金即时结算改革的通知》，明确推进基本医保基金与定点医药机构即时结算，推动医保基金由传统的月度结算、周期结算逐步向更高频、更及时的结算方式转变。通知提出，2025年全国80%左右统筹地区基本实现基本医保基金与定点医药机构即时结算，2026年全国所有统筹地区实现基本医保基金与定点医药机构即时结算。医保基金预付与即时结算协同推进，有望缩短医疗机构医保回款周期，降低医院垫资压力，并进一步向上游医药商业企业传导，推动分销企业应收账款周转效率改善。
- **地方化债**：2026年预算报告继续提出新增地方政府专项债务限额4.4万亿元，支持建设重大项目、置换隐性债务、消化政府拖欠账款等。地方政府专项债持续扩容，地方财政压力有望逐步缓释，公立医院作为医药分销企业的重要下游客户，回款能力和付款节奏有望边际改善，进而降低医药分销企业应收账款压力，改善经营性现金流表现，利好头部医药分销企业稳健发展。
- **药品价格形成机制**：2026年4月国务院办公厅发布《关于健全药品价格形成机制的若干意见》（国办发〔2026〕9号），提出强化药品审评审批、流通供应、配备使用、支付保障等政策与价格政策协调衔接，维护集中带量采购市场和价格秩序。文件强调健全药品价格治理体系，推动价格政策与医药产业、医疗服务、医保支付等政策形成协同，进一步规范药品价格形成和调整机制，有助于稳定药品流通供应秩序，推动行业高质量发展。

时间	事件	内容	影响
2025.01	国家医保局发布《关于推进基本医保基金即时结算改革的通知》	推进基本医保基金与定点医药机构即时结算，2025年全国80%左右统筹地区基本实现即时结算，2026年全国所有统筹地区实现即时结算，推动医保结算由传统月度结算、周期结算向更高频、更及时的结算方式转变。	医保结算效率提升，有助于缩短医疗机构医保回款周期，缓解医院垫资压力；院端现金流改善后，有望向上游医药商业企业传导，降低分销企业应收账款压力。
2026.03	国务院提交《关于2025年中央和地方预算执行情况与2026年中央和地方预算草案的报告》	1、2026年新增地方政府专项债务限额4.4万亿元； 2、支持建设重大项目、置换隐性债务、消化政府拖欠账款等； 3、继续推进地方债务风险化解，增强地方财政保障能力。	地方财政压力缓释后，公立医院及基层医疗机构支付能力有望改善；医院回款节奏边际优化，利好医药分销企业经营性现金流和应收账款周转。
2026.04	国务院办公厅发布《关于健全药品价格形成机制的若干意见》	强化药品审评审批、流通供应、配备使用、支付保障等政策与价格政策协调衔接，健全药品价格治理体系，推动药品价格形成更加透明、规范。	药品价格治理进一步规范，有助于稳定流通供应秩序；对医药分销企业而言，价格体系透明化将推动渠道从粗放流通转向精细化运营，利好具备规模、供应链和合规能力的龙头企业。

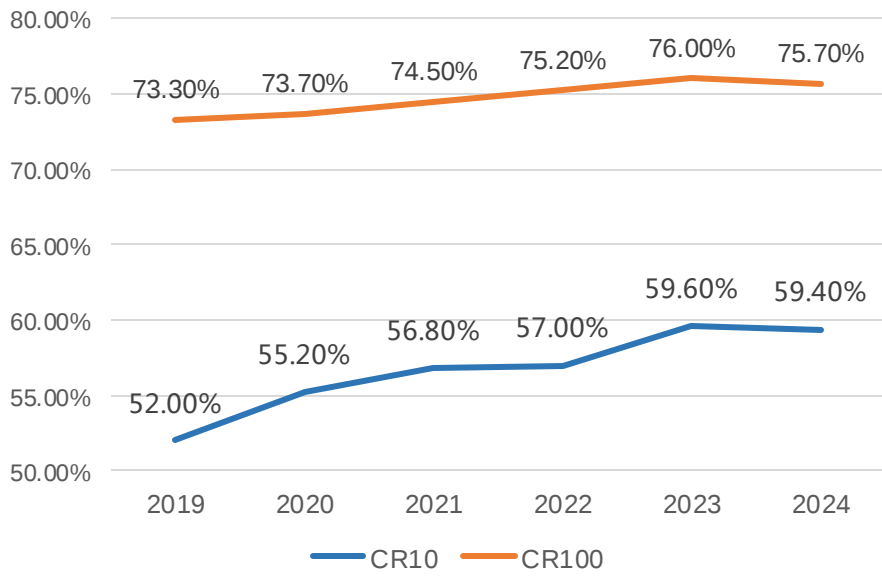
行业集中度持续提升

- **政策导向：**“十五五规划”建议提出健全医疗、医保、医药协同发展和治理机制，促进分级诊疗，加强县区、基层医疗机构运行保障，支持创新药和医疗器械发展；同时，2025年以来医保基金即时结算、地方化债、药品价格形成机制等政策持续推进，有望缩短医疗机构回款周期、缓解院端现金流压力，并进一步规范药品流通供应秩序。政策端持续推动“三医协同”与流通秩序优化，利好具备规模优势、资金实力和合规经营能力的头部医药分销企业。
- **下游现金流压力传导：**2022年以来下游医疗机构现金流压力持续增大，导致上游医药分销企业回款压力较大。大型医药分销企业由于体量较大、融资能力较强、资金成本较低、抗风险能力强等特征，经营层面韧性更强。随着中小型医药分销企业退出，龙头企业有望持续提升市场份额。

药品批发企业对医疗机构应收账款回款天数



医药流通领域CR10及CR100



商业模式优化

- **数字化成为医药分销行业未来发展的重要引擎。**随着药品流通行业集中度提升，医药供应链与互联网深度融合，打造新型数字化医药流通模式，建立新型医药行业供应链平台，以智慧化信息技术赋能药品流通势在必行。医药分销企业纷纷开展智慧供应链和数字运营管理体系建设，提升医药产业链效率，强化应急响应和供应保障。部分头部企业还在满足公司自身经营需求的同时，向行业内外客户提供三方物流、医药冷链物流、数智物流与供应链整体解决方案服务，提升盈利能力。
- **CSO业务表现亮眼。**CSO业务使得上游医药工业企业得以专注于医药研发生产，完善供应链分工，提升医药行业整体效率，看好国内CSO业务发展。

医药行业2026H1二级市场表现回顾

医药子行业2026年中期投资逻辑

2.1 创新药及制剂：2025年创新药迎来 β 行情，2026H2创新药行情将进入精选个股阶段

2.2 医疗器械：2026年回归本源，看好三个方向

2.3 CXO：地缘不确定性将出清，关注新分子的成长性与国内景气度修复的传导

2.4 生命科学试剂及制药装备：国内需求端逐渐复苏，国产替代大趋势未改变

2.5 原料药：产业能力继续升级

2.6 血制品：业绩承压明显，行业加速整合

2.7 疫苗：传统品种边际改善，建议关注创新+出海两条主线

2.8 中药：关注中药四大方向

2.9 医药分销：数字化成为医药分销行业未来发展的重要引擎

2.10 药店：关注药店三大方向

2.11 医疗服务：关注政策赋能，后续寻找医疗服务板块个股机会

医药全行业2026年中期投资策略及标的

- **药店板块业绩回顾：**选取8家A股医药药店领域上市公司，2025年收入总额1183.7亿元（+1.9%），归母净利润40.7亿元（+22.7%），扣非归母净利润37.8亿元（+18.4%）。分季度来看，8家公司2025Q1/Q2/Q3/Q4/2026Q1收入总额分别为296.1亿元（-0.2%）/281.6亿元（+0.4%）/280.8亿元（+0.0%）/325.2亿元（+4.9%）/295.7亿元（-0.1%），2025Q1/Q2/Q3/Q4/2026Q1归母净利润分别为14.5亿元（-4.6%）/11.1亿元（+9.1%）/9.7亿元（+37.8%）/5.5亿元（+567.4%）/16.0亿元（+10.7%）。从盈利能力来看，2025Q1/Q2/Q3/Q4/2026Q1样本公司整体毛利率为34.2%/34.4%/33.7%/33.1%/34.6%，整体费用率为30.2%/28.4%/29.3%/25.8%/29.0%。
- **看好药店三大方向：1）门诊统筹政策推进，加速处方外流。利好头部药店，促进行业集中度提升。**行业竞争激励，店均服务人口数量下降，客单价下降，5月底以来，医保局发文对“五同药品”进行比价，多地陆续上线医保比价小程序，使用者可查询到药品在药店、医院的均价以及价格区间从而实现实时比价，促使比价药品在医院以及药店间价格趋同，供应链能力薄弱的中小药店难以在价格战中存活。随着头部企业持续拓店与中小药店闭店潮，行业连锁化程度与集中度提升；2）“互联网+医药”高增长赛道，推动中国医药新零售发展。定点医疗机构和零售药店线上医保购药逐步开放，《药品网络销售监督管理办法》落地，消费者网络购药意识逐年提高，医药电商市场拥有较大增长空间。互联网医院发展，电子处方加速外流。零售药店积极对接各级政府及医院处方流转平台，承接外流电子处方；3）**建议关注积极探索多元化经营、线下零售新业态的公司。**
- **相关标的：**国药一致（000028）、大参林（603233）、益丰药房（603939）、一心堂（002727）、老百姓（603883）、健之佳（605266）。
- **风险提示：**门店扩张不及预期风险；政策变动风险；药品降价风险。

- **板块总结**：选取8家A股医药药店领域上市公司，2025年收入总额1183.7亿元（+1.9%），归母净利润40.7亿元（+22.7%），扣非归母净利润37.8亿元（+18.4%）。**分季度来看**，8家公司2025Q1/Q2/Q3/Q4/2026Q1收入总额分别为296.1亿元（-0.2%）/281.6亿元（+0.4%）/280.8亿元（+0.0%）/325.2亿元（+4.9%）/295.7亿元（-0.1%），2025Q1/Q2/Q3/Q4/2026Q1归母净利润分别为14.5亿元（-4.6%）/11.1亿元（+9.1%）/9.7亿元（+37.8%）/5.5亿元（+567.4%）/16.0亿元（+10.7%）。
- **从盈利能力来看**，2025Q1/Q2/Q3/Q4/2026Q1样本公司整体毛利率为34.2%/34.4%/33.7%/33.1%/34.6%，整体费用率为30.2%/28.4%/29.3%/25.8%/29.0%。

药店板块24Q1-26Q1业绩速览

（亿元）	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
单季度收入	296.8	280.4	275.1	309.9	296.1	281.6	280.8	325.2	295.7
同比增速	11.44%	4.69%	5.39%	-1.02%	-0.24%	0.45%	2.09%	4.93%	-0.13%
归母净利润	15.1	10.1	7.0	0.8	14.5	11.1	9.7	5.5	16.0
同比增速	-3.13%	-31.32%	-37.12%	-87.25%	-4.60%	9.07%	37.76%	564.65%	10.65%
扣非归母净利润	14.6	9.3	6.9	1.1	14.1	10.7	8.0	5.0	15.5
同比增速	-3.34%	-34.38%	-34.49%	-85.46%	-3.45%	14.42%	15.74%	367.78%	9.69%

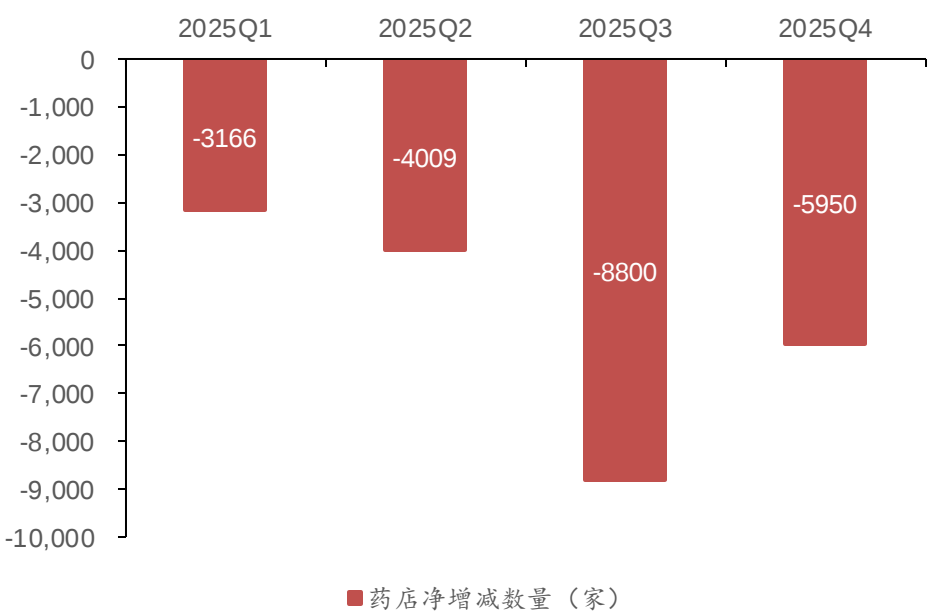
药店板块24Q1-26Q1盈利能力指标概览

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
毛利率	34.16%	34.60%	34.24%	32.84%	34.18%	34.37%	33.68%	33.09%	34.63%
四费率	26.92%	29.67%	30.34%	30.49%	30.80%	29.55%	30.41%	26.60%	29.91%
销售费用率	22.48%	24.61%	25.17%	24.30%	25.44%	23.61%	24.03%	20.51%	24.20%
管理费用率	3.61%	4.09%	4.15%	4.89%	3.86%	3.84%	4.29%	4.73%	4.04%
财务费用率	0.72%	0.84%	0.90%	1.22%	1.39%	1.85%	1.88%	1.37%	1.54%
研发费用率	0.11%	0.13%	0.13%	0.08%	0.11%	0.24%	0.22%	-0.01%	0.13%
净利率	5.10%	3.62%	2.56%	0.27%	4.88%	3.93%	3.46%	1.68%	5.41%

行业：药店行业加速出清，龙头集中度提升

- **行业加速出清。**根据中康数据，2025年我国药店数量连续四个季度净减少，Q1/Q2/Q3/Q4分别净减少3,166/4,009/8,800/5,950家，全年合计净减少21,925家，较2024年“单季净减少为主”的情况进一步加剧。其中Q3净减少规模最大，反映药店行业仍处于集中调整阶段。
- **从上市公司情况来看，截至2026Q1，大参林、老百姓、益丰、一心堂、漱玉平民、健之佳门店总数分别为18,044/15,001/14,943/11,021/8,447/5,425家。2026Q1益丰、一心堂、健之佳、漱玉平民分别关闭直营门店30/117/4/45家；2025年益丰、一心堂、大参林、健之佳、漱玉平民关闭直营门店547/576/536/114/291家，头部药店主动优化门店质量、提升经营效率。**

2025年各季度我国药店净增减数量



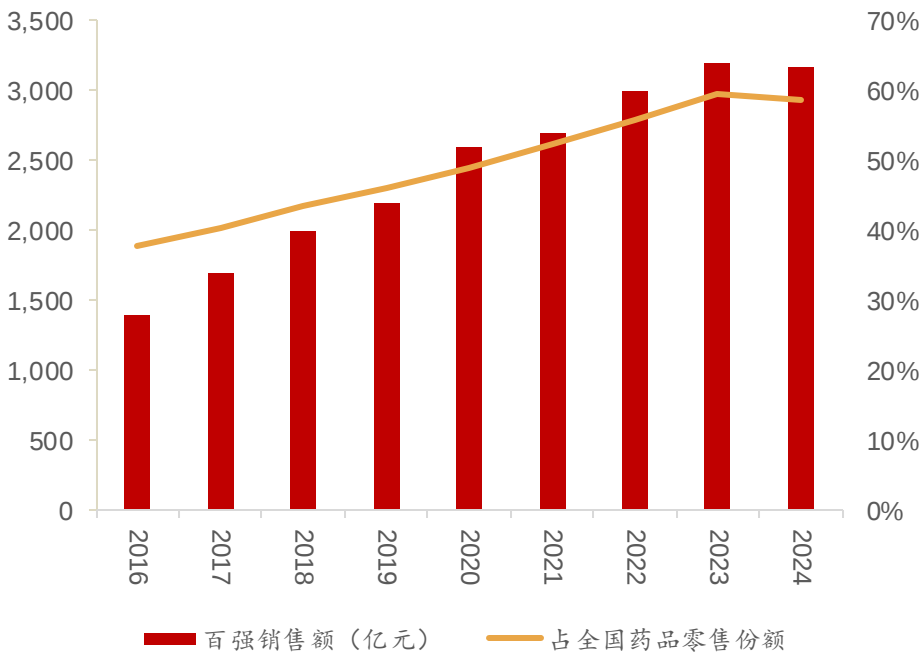
各家上市公司门店及关停情况

	老百姓	益丰	一心堂	大参林	健之佳	漱玉平民
26Q1门店总数（家）	15,001	14,943	11,021	18,044	5,425	8,447
——其中直营数量	9,622	10,516	11,021	-	5,425	4,862
——其中加盟数量	5,379	4,427	0	-	-	3,585
26Q1关闭直营门店数量	-	30	117	-	4	45
26Q1关闭加盟门店数量	-	0	0	-	-	-
25年关闭直营门店数量	333	547	576	536	114	291

行业：药店行业加速出清，龙头集中度提升

■ **龙头集中度维持高位，扩张从速度转向质量。**政策监管升级、比价推进及开店限制趋严下，药店行业由高速外延扩张逐步转向存量优化和精细化经营。中国药店百强销售额占全国药品零售市场份额长期保持在较高水平，2024年百强企业门店总数接近13万家，占全国零售连锁企业门店数的33.7%；直营门店销售规模达3,174亿元，占全国药品零售市场份额的58.8%。从上市龙头来看，2025年各家药店扩张节奏明显放缓，大参林、益丰药房门店数分别同比增长7.28%/1.00%，一心堂、老百姓、健之佳门店数分别同比下降3.36%/1.98%/1.18%。行业从“跑马圈地”进入“提质增效”阶段，头部连锁药店通过关闭低效门店、优化直营与加盟结构、提升单店经营效率，推动长期集中度进一步提升。

中国药店百强企业销售额及占比

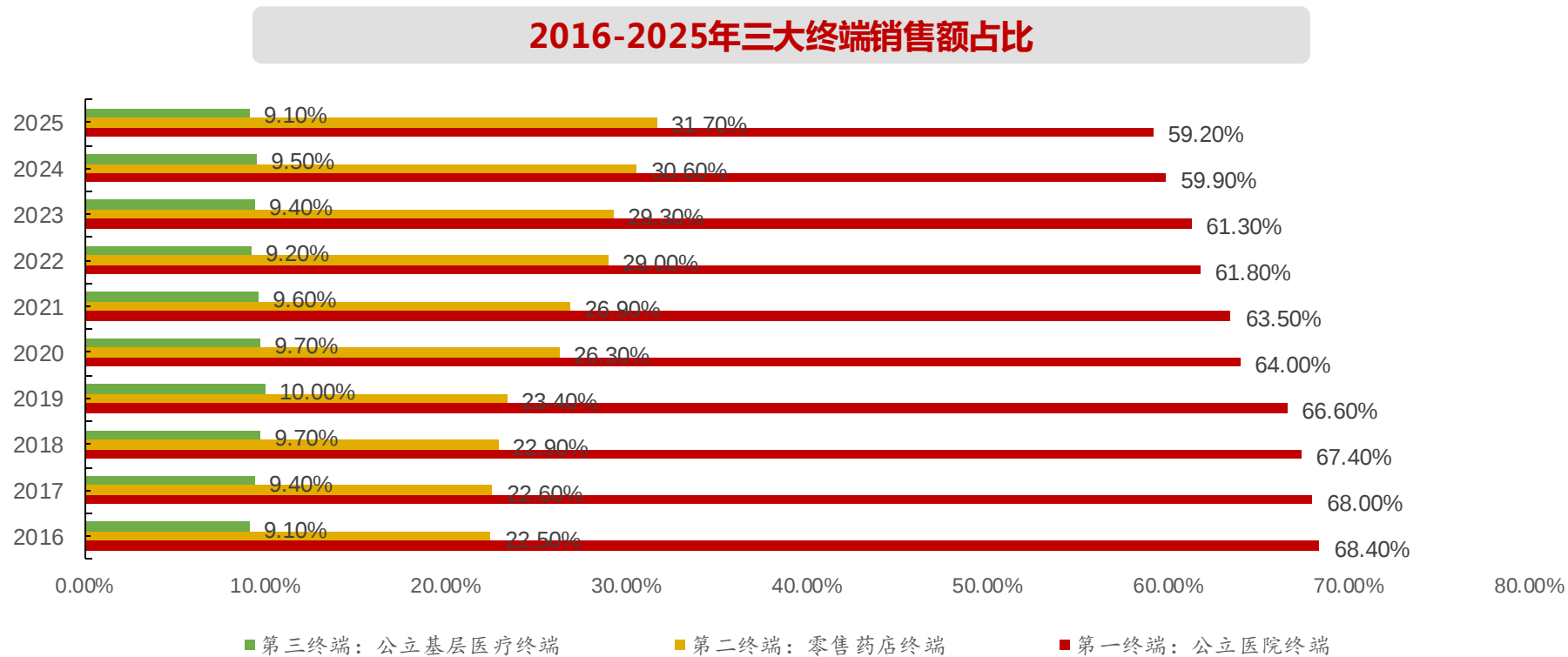


五大药房新增门店数量及增速

		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
大参林	门店数量	4756	6020	8193	10045	14074	16553	17,758
	YOY	22.60%	26.60%	36.10%	30.90%	40.10%	17.61%	7.28%
益丰药房	门店数量	4752	5991	7809	10268	13250	14684	14,831
	YOY	31.60%	26.10%	30.30%	31.50%	29%	10.82%	1.00%
一心堂	门店数量	6266	7205	8560	9206	10255	11498	11,112
	YOY	8.80%	15.00%	18.80%	7.50%	11.40%	12.12%	-3.36%
老百姓	门店数量	5128	6533	8352	10783	13574	15277	14,975
	YOY	32.70%	27.40%	27.80%	29.10%	25.90%	12.55%	-1.98%
健之佳	门店数量	1752	2130	3044	4055	5116	5486	5,421
	YOY	16.30%	21.60%	42.90%	33.20%	26.20%	7.23%	-1.18%

行业：药店行业加速出清，龙头集中度提升

- **门诊统筹政策：**门诊统筹政策持续完善，长期来看利好零售药店，零售药店的经营管理迎来新的机遇和挑战。近年来三大终端销售结构持续变化，零售药店终端占比由2016年的22.5%提升至2025年的31.7%，公立医院终端占比则由2016年的68.4%下降至2025年的59.2%，药品销售渠道逐步从院内向院外延伸。随着门诊统筹、集采降价、DRG付费、“双通道”及电子处方流转等政策推进，院外购药便利性持续提升，零售药店处方承接场景不断拓展。与此同时，医保基金监管趋严、处方审核及药品追溯要求提升，也对药店合规运营和专业服务能力提出更高要求，头部连锁药店有望凭借医保对接、药事服务和供应链能力受益。
- 根据米内网，从三大终端零售占比来看，2025年零售药店终端占比为31.7%，同比提升0.9pp；公立医院终端占比为59.2%，同比下降0.7pp，零售药店占比持续提升。



政策：药店合规门槛提升，头部连锁受益

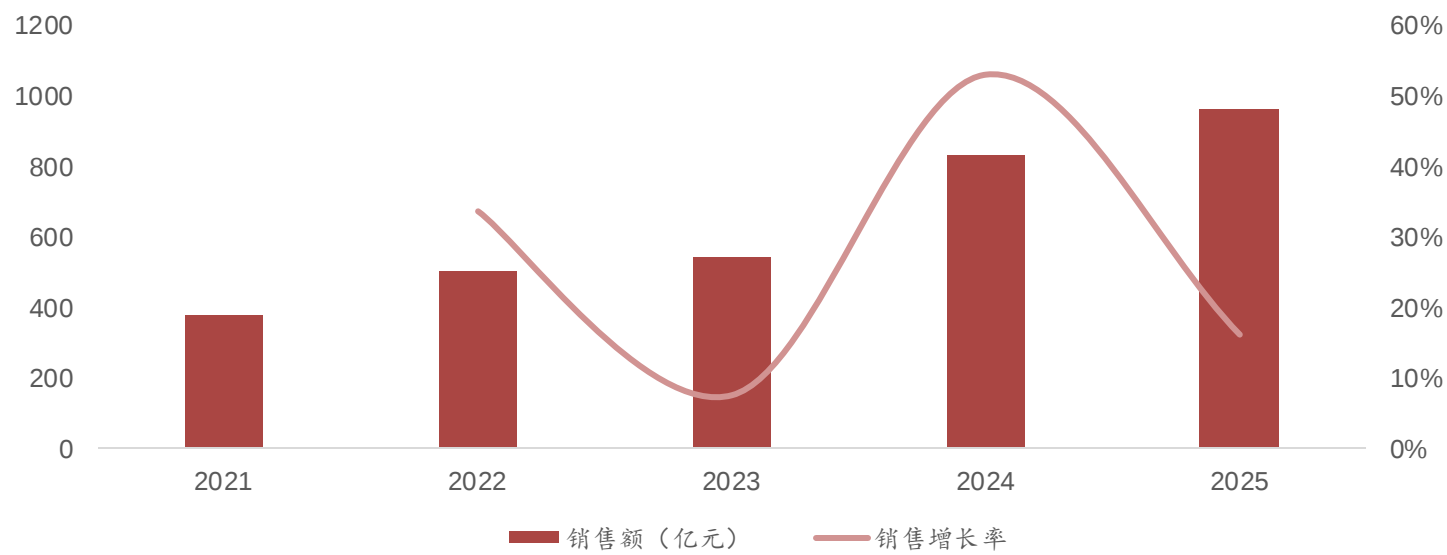
□ 2025年以来，药店政策围绕“处方承接、医保支付、价格治理、基金监管”多线推进。集采药品进药店、外配处方流转、医保即时结算和“双通道”管理，提升零售药店处方外流及专业药房承接能力。追溯码应用、“阴阳价格”监测、公开比价和量价比较指数强化合规经营与价格透明化要求。整体看，政策推动药店从价格竞争转向供应链、医保对接、药事服务和合规管理竞争，头部连锁优势有望进一步凸显。

时间	事件	内容	影响
2025.03	医保局发布《2024年法治政府建设年度报告》	开展定点药店医保药品公开比价，开展“四同药品”价格治理，总计规范2.7万余个药品品规价格	药品价格治理从个别试点走向常态化，压缩不合理高价空间
2025.04	医保局发布《医保基金管理突出问题专项整治工作方案》	推进医保药品追溯码在定点医药机构采集应用，推动定点零售药店“应采尽采、依码结算、依码支付”	药品全流程追溯和医保基金监管强化，药店系统改造、扫码结算和合规经营要求提升
2025.10	医保局发布《关于进一步加强对定点零售药店药品“阴阳价格”监测处置的通知》	将定点药店“阴阳价格”纳入重点监控，要求不得对医保参保人员实行不公平、歧视性价格	店价格合规要求提升，不规范促销和差异定价空间收窄，利好管理规范、价格体系清晰的头部药店
2025.12	医保局发布《关于公布〈国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2025年）〉及商业健康保险创新药品目录（2025年）的通知》	要求完善“双通道”药品管理，配备“双通道”药品的定点零售药店需通过电子处方中心流转处方；探索支持医保定点零售药店配备商保创新药目录内药品	DTP药房、专业药房和创新药配备能力重要性提升，药店专业服务属性增强
2026.04	国务院办公厅发布《关于健全药品价格形成机制的若干意见》	明确零售药店药价由经营者自主确定，通过市场竞争形成；推行医保定点药店公开比价，编制量价比较指数	政策认可药店自主定价和服务价值，同时推动价格透明化，促进行业从价格竞争转向供应链和服务能力竞争

政策：药店合规门槛提升，头部连锁受益

- **线上医保购药**：截止2025年6月30日，全国已有10个+省级行政区开放定点医疗机构和零售药店线上医保购药。其中自 2023 年 10 月起，上海市上线零售药店互联网购药医保结算服务，市民可以通过互联网购买非处方医保药品，并直接使用医保个人账户完成支付，广东省已有 13 个地市约 5000 家医保定点零售药店实现线上医保购药，新疆、江西、湖北微信医保支付已接入新疆的医保定点零售药店，自 2024 年 12 月 12 日起，天津首批 3 个第三方平台（百寿健康 - 美团、京东、饿了么平台）各 10 家定点零售药店正式开通医保个人账户在线购药功能。后续随着越来越多省份开放权限、纳入处方药以及允许统筹报销，医药电商活力将进一步提升。
- **医药电商**：随着《药品网络销售监督管理办法》落地，消费者网络购药意识逐年提高，医药电商市场拥有较大增长空间，医药新零售将在合规经营的基础上，从解决老百姓便捷实惠购药，逐渐走向消费者全方位健康管理服务。互联网医院发展，电子处方加速外流。“互联网+医疗”势头强劲，零售药店积极对接各级政府及医院处方流转平台，承接外流电子处方。依托大数据和人工智能等技术，新零售板块将进一步聚焦用户需求、加速业务在线化；B2C店群矩阵和O2O渠道精细化运营等方式，将实现多渠道更高效触达和服务全国消费者；顾客门店社群和会员在线运营等方式，进一步提升私域商城活跃度。

网上药店终端药品（化学药+生物药+中成药）销售额及增长率）



数据来源：医保局、米内网，西南证券整理

医药行业2026H1二级市场表现回顾

医药子行业2026年中期投资逻辑

- 2.1 创新药及制剂：2026H2创新药行情将进入精选个股阶段
- 2.2 医疗器械：2026年回归本源，看好三个方向
- 2.3 CXO：关注新分子的成长性与国内景气度修复的传导
- 2.4 生命科学试剂及制药装备：国内需求端逐渐复苏，国产替代大趋势未改变
- 2.5 原料药：产业能力继续升级
- 2.6 血制品：业绩承压明显，行业加速整合
- 2.7 疫苗：传统品种边际改善，建议关注创新+出海两条主线
- 2.8 中药：关注中药四大方向
- 2.9 医药分销：数字化成为医药分销行业未来发展的重要引擎
- 2.10 药店：关注药店三大方向
- 2.11 医疗服务：关注政策赋能，后续寻找医疗服务板块个股机会

医药全行业2026年中期投资策略及标的

- **业绩回顾：**我们选取了医疗服务板块13家上市公司，2025年收入总额577.53亿元（+0.02%），归母净利润60.82亿元（-17.3%），扣非归母净利润56.91亿元（-14.76%）。分季度来看，2025Q1/2025Q2/2025Q3/2025Q4/2026Q1收入141.3/141.7/152.6/141.9/144.2亿元（+5.0%/-2.8%/-0.7%/-1.0%/+2.1%），归母净利润18.0/18.4/20.9/3.5/18.2亿元（+4.6%/-21.1%/-19.4%/-50.5%/+0.85%），扣非后归母净利润17.5/17.8/19.8/1.8/17.7亿元（+6.4%/-14.8%/-19.1%/-65.6%/+1.3%）。从盈利能力来看，25Q1/25Q2/25Q3/25Q4/26Q1医疗服务板块的毛利率为43.6%/45.2%/46.6%/41.3%/43.7%，25Q1/25Q2/25Q3/25Q4/26Q1四费率分别为32.1%/27.9%/29.7%/31.7%/25.7%。
- **关注政策赋能，后续寻找医疗服务板块个股机会。**政策端支撑利好板块边际变化：1）政策持续赋能AI医疗发展，破解老龄化时代健康管理难题。；2）商业医保补充支持行业发展，DRG全面推广。鼓励商业保险发展，作为国家医保的补充，能促进行业发展。随着反腐、飞检逐步进入尾声，医院逐步进入到常态化的运营状态。下半年需寻找医疗服务板块个股机会。1）重视Ai+布局标的；2）重视政策倾斜板块；3）关注并购催化、业绩反转、业务结构转型等逻辑的个股标的。
- **相关标的：**板块估值进入底部区间，相关标的爱尔眼科、华厦眼科、普瑞眼科、通策医疗、瑞尔集团、国际医学、信邦制药等。
- **风险提示：**市场竞争加剧风险，行业发展不及预期风险，集采风险。

- **板块总结：** 我们选取了医疗服务板块13家上市公司，2025年收入总额577.53亿元（+0.02%），归母净利润60.82亿元（-17.3%），扣非归母净利润56.91亿元（-14.76%）。**分季度来看，**2025Q1/2025Q2/2025Q3/2025Q4/2026Q1收入141.3/141.7/152.6/141.9/144.2亿元（+5.0%/-2.8%/-0.7%/-1.0%/+2.1%），归母净利润18.0/18.4/20.9/3.5/18.2亿元（+4.6%/-21.1%/-19.4%/-50.5%/+0.85%），扣非后归母净利润17.5/17.8/19.8/1.8/17.7亿元（+6.4%/-14.8%/-19.1%/-65.6%/+1.3%）。
- **从盈利能力来看，**25Q1/25Q2/25Q3/25Q4/26Q1医疗服务板块的毛利率为43.6%/45.2%/46.6%/41.3%/43.7%，25Q1/25Q2/25Q3/25Q4/26Q1四费率分别为32.1%/27.9%/29.7%/31.7%/25.7%。

医疗服务板块24Q2-26Q1业绩速览

（亿元）	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	26Q1	25Q4	26Q1
单季度收入	145.8	153.7	143.3	141.3	141.8	152.6	141.9	144.2
同比增速	3.48%	-0.17%	0.07%	4.96%	-2.75%	-0.73%	-1.00%	2.07%
归母净利润	23.3	25.9	7.1	18.0	18.4	20.9	3.5	18.2
同比增速	0.89%	-7.88%	-21.93%	4.59%	-21.05%	-19.43%	-50.47%	0.85%
扣非归母净利润	20.9	24.4	5.0	17.5	17.8	19.8	1.8	17.7
同比增速	-12.62%	-9.77%	-54.33%	6.41%	-14.79%	-19.05%	-63.56%	1.30%

医疗服务板块24Q2-26Q1盈利能力指标概览

	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	26Q1	25Q4	26Q1
毛利率	46.96%	48.54%	41.86%	43.64%	45.18%	46.61%	41.33%	43.74%
四费率	28.58%	27.42%	34.99%	32.06%	27.89%	29.73%	31.69%	25.71%
销售费用率	13.57%	12.55%	14.57%	14.77%	11.75%	11.49%	13.83%	14.65%
管理费用率	11.84%	11.70%	12.73%	11.87%	12.11%	12.04%	12.99%	11.63%
财务费用率	1.33%	1.33%	5.33%	3.64%	1.98%	4.41%	2.58%	-2.31%
研发费用率	1.83%	1.83%	2.36%	1.77%	2.04%	1.79%	2.28%	1.74%
净利率	15.98%	16.87%	4.95%	12.76%	12.97%	13.69%	2.48%	12.60%

业绩：收入增速放缓，2026年有望重回增长态势

■ 消费医疗属性标的收入端有所修复，严肃医疗属性标的仍然承压。 2025年以来，在低基数以及消费需求边际修复的影响下，偏消费医疗属性公司收入端有所改善，口腔、体检等板块整体表现相对平稳。利润端看，行业竞争加剧、价格压力、费用投入以及部分医院仍处于培育期，对公司盈利能力形成一定扰动，消费医疗公司利润表现有所分化。严肃医疗属性标的由于与医保支付、DRG/DIP推进及院端经营效率关系更强，收入和利润端仍有一定压力。整体来看，消费医疗需求有望逐步修复，但板块业绩弹性释放仍需等待，看好具备品牌、规模和运营效率优势的优质龙头企业。

医疗服务板块（医院赛道）2024-2025年收入及利润增速

			2024		2025	
			收入增速	归母净利润增速	收入增速	归母净利润增速
偏消费属性	眼科行业	爱尔眼科	3%	6%	7%	-9%
		华夏眼科	0%	-36%	3%	3%
		普瑞眼科	-1%	-138%	4%	40%
		何氏眼科	-8%	-143%	0%	200%
	口腔行业	通策医疗	1%	0%	1%	0%
	体检行业	美年健康	-2%	-44%	-3%	1%
偏基础医疗属性	肿瘤治疗	盈康生命	6%	15%	21%	-41%
	康复治疗	澳洋健康	-8%	-18%	-10%	2%
	综合医院	新里程	-3%	296%	-20%	-73%

眼科：预计2026年收入增长

□ 内生增长：

1) 刚需类基础眼病项目仍具支撑，但集采后增速趋于平稳。2023年白内障、基础眼病等刚需治疗项目受疫后积压需求释放影响增长较快，2024年在高基数及白内障集采影响下，相关业务增速明显放缓，部分公司白内障项目收入出现下滑。长期看，随着人口老龄化、电子产品使用增加及眼病筛查渗透率提升，基础眼病诊疗需求仍具备刚性支撑，但价格端受集采及医保控费影响，预计收入增长将更加依赖诊疗量提升和运营效率改善。

2) 屈光、视光等消费属性项目短期承压，后续有望逐步企稳。屈光、视光等偏消费属性业务受居民消费意愿、行业竞争及价格压力影响较大，2024年各家公司表现分化，部分公司屈光项目收入下滑，视光项目整体韧性相对更强。进入2025年，在低基数、消费需求边际修复以及头部机构品牌和渠道优势支撑下，屈光、视光业务有望逐步企稳，但增长弹性仍取决于消费复苏节奏和价格竞争缓和程度。

眼科公司各业务收入增速

爱尔眼科					
	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
屈光	26.90%	14.80%	17.27%	2.31%	10.26%
白内障	11.70%	-2.20%	55.24%	4.87%	-0.31%
眼前段	21.30%	-8%	33.74%	5.95%	7.00%
眼后段	21.70%	6.10%	31.31%	8.22%	4.91%
视光	37.68%	11.85%	31.25%	6.42%	9.64%
整体增速	25.93%	7.39%	26.43%	3.00%	6.53%
普瑞眼科					
	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
屈光	29.76%	11.29%	33.52%	-5.31%	5.70%
白内障	5.23%	-13.04%	137.96%	-3.04%	-4.03%
综合眼病	28.65%	-12.65%	78.66%	12.81%	5.85%
视光	34.34%	-5.83%	52.65%	-2.60%	8.51%
整体增速	25.54%	0.91%	57.50%	-1.46%	4.44%
华夏眼科					
	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
屈光	31.64%	12.07%	12.43%	7.44%	9.31%
白内障	15.33%	-0.69%	31.38%	-11.56%	-5.51%
整体增速	21.86%	5.51%	24.12%	0.30%	2.78%
何氏眼科					
	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
屈光	13.51%	1.52%	17.15%	-9.08%	7.57%
白内障	2.73%	-15.30%	54.47%	-23.61%	-7.43%
视光	26.35%	1.29%	10.49%	-5.82%	-4.61%
整体增速	14.94%	-0.74%	24.07%	-7.56%	-0.28%

眼科：关注有并购及扩张预期标的

□ 外延扩张：

- 1) 爱尔眼科：截至2025年末，爱尔眼科境内医院391家、门诊部/诊所272家，境外眼科中心及诊所179家。公司继续推进“1+8+N”战略布局，通过新建或收购完善地县基层网络。2026年6月，公司公告拟通过境外全资子公司 AIER Brazil 以约6.96亿元认购巴西眼科集团股权，交易完成后将间接持有巴西最大眼科集团 Clínicas do Brasil 控制权，海外医疗服务网络进一步扩张。
- 2) 华厦眼科：2025年公司通过非同一控制下企业合并新增宁波鄞州华厦眼科诊所、杭州临平华厦视光诊所、北京华厦民众眼科医院等机构。海外方面，公司已表示开启海外布局，近期重点考虑欧洲、亚洲为主的并购标的，包括眼科医疗服务机构及眼科上游设备、耗材生产商。

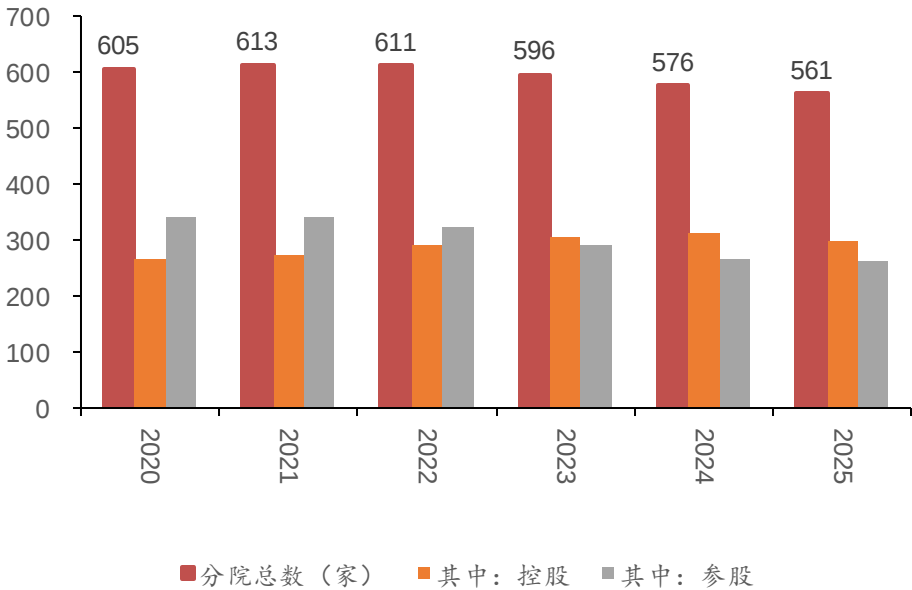
截至2025年底A股眼科上市公司医疗机构数量

	截至2023年12月31日	截至2024年12月31日	截至2025年12月31日
爱尔眼科	国内医院：256家	国内医院：352家	国内医院：391家
	国内门诊：183家	国内门诊：229家	国内门诊：272家
	海外：131家	海外：163家	海外：179家
华厦眼科	57家医院，60家视光中心	62家医院，66家视光中心	64家医院，55家视光中心
普瑞眼科	27家医院，3家门诊	35家医院，4家门诊	36家医院，4家门诊
何氏眼科	公司初级、二级、三级眼保健服务机构共计 121 家	公司初级、二级、三级眼保健服务机构共计 127 家	公司初级、二级、三级眼保健服务机构共计 121 家

体检：赛道潜力大，横向AI健康管理市场扩容

□ **美年健康：深耕AI健康管理。**1) 品牌壁垒突出，个检占比持续提升，2025年公司团体/个人收入占比为75%/25%，较2024年75.9%/24.1%进一步优化；2025年体检客单价为647元，虽较2024年有所回落，但仍高于2020-2023年水平。2) 深耕AI健康管理，持续推进“AI in AI”战略，推出AI数智健康管理师“健康小美”，并围绕血糖健康、肝健康、胃肠道健康、脑健康等方向打造专精特新AI健康管理产品，以及肺小结节鉴别诊断、胶囊胃镜等深度专检。3) AI应用规模化落地，2026Q1公司521家体检中心开展超声AI质控，“健康小美”智能主检系统上线344家体检中心；同时与蚂蚁健康达成战略合作，“健康小美”接入“蚂蚁阿福”上线AI体检报告解读。

2020-2025年美年健康控股参股情况



2020-2025年美年健康平均客单价



- **支持社会办医，增加医疗服务供给。**社会办医的行业环境日趋规范，作为公立医疗机构重要补充的历史任务，社会办医在满足多样化医疗需求方面越来越发挥着不可替代的作用。
- **医药反腐，推动行业高质量发展。**全国医药反腐工作开展，净化医疗市场，推动医药费用下降。降低百姓用药和治疗成本，驱使企业更关注于做好以药效和医疗价值服务为导向。

时间	事件	内容
2023.2	《关于进一步深化改革促进乡村医疗卫生体系健康发展的意见》	鼓励社会力量办诊所、门诊部、民营医院等，为农民群众提供多元化医疗服务。
2023.3	《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》	促进优质医疗资源扩容和区域均衡布局，建设中国特色优质高效的医疗卫生服务体系。社会办医疗机构可牵头组建或参加医疗联合体。
2023.8	《全国医药领域腐败问题集中整治工作有关问答》	启动了为期1年的全国医药领域腐败问题集中整治工作，以问题为导向，聚焦医药行业“关键少数”和关键岗位,坚决整治违规违纪违法行为,构建风清气正的行业氛围,为医药卫生事业高质量发展提供保障。
2023.12	《关于全面推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的指导意见》	鼓励引导社会力量办医疗机构加入县域医共体。
2024.4	《2024年医疗保障基金飞行检查工作方案》	重点检查2022年1月1日—2023年12月31日期间医保基金使用、管理及有关内部控制制度建设、实施等情况，必要时追溯检查以前年度或延伸检查至2024年度。
2024.5	《2024年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点》	加大对高额费用病例的抽检评价，推进医疗行业信用体系建设。落实办医主体责任，开展大型医院巡查工作。
2024.6	《关于打造消费新场景培育消费新增长点的措施》	明确提出鼓励有条件的地区和医疗机构提供特需医疗服务，支持社会力量进入高端医疗服务领域。
2025.3	《2025年政府工作报告》	2025 年政府工作报告提出，促进优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局，实施医疗卫生强基工程。加强护理、儿科、病理、老年医学专业队伍建设，完善精神卫生服务体系。
2025.06	《2025年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点》	健全不正之风和腐败问题同查同治机制，持续深化医药购销领域治理，系统纠治医疗服务乱象，规范互联网诊疗行为，强化医疗机构内部管理和医德医风监管。
2026.03	《2026年政府工作报告》	提出健全医疗、医保、医药协同发展和治理机制，深化以公益性为导向的公立医院改革，加强县区、基层医疗机构运行保障，深化医保支付方式改革。

■ **利好优质企业，促进行业集中度提升。**政策压缩毛利空间，倒逼医疗服务机构提高运营效率、加强成本控制、优化资源配置。龙头企业依托供应链与技术等优势，展现出更强适应性与韧性。随着成本控制不佳的企业陆续退出，行业集中度将进一步提升。

时间	事件	内容
2021.4	《关于开展国家组织高值医用耗材集中带量采购和使用的指导意见》	针对价格虚高、群众反映强烈的高值医用耗材，如人工晶体、冠脉支架等，通过集中带量采购，降低高值医用耗材的价格，减轻患者负担。
2021.11	《关于印发DRG/DIP支付方式改革三年行动计划的通知》	从2022年到2024年，全面完成DRG/DIP付费方式改革任务，实现医保支付方式改革全覆盖。加强医疗机构系数管理，有效体现医疗服务技术含量，促进医疗服务下沉促进分级诊疗，大幅提高医疗服务资源和医保基金使用绩效。
2022.1	《关于开展口腔种植体系统集中带量采购工作的通知》	明确了种植牙集采的具体要求和实施步骤。
2024.7	《关于印发按病组（DRG）和病种分值（DIP）付费2.0版分组方案并深入推进相关工作的通知》	进一步细化和完善分组规则，提高分组的科学性和准确性。提出特例单议机制，将特病单议的DRG比例从1%提高到5%，提升医院对危重症患者的接纳能力。
2025.07	《基本医保基金即时结算经办规程（试行）》	明确通过压缩结算时间、逐笔申报拨付、按月预拨等方式向定点医药机构拨付医保资金，并将即时结算纳入定点医药机构医保服务协议管理，有助于改善医疗机构回款效率。
2026.04	《关于健全药品价格形成机制的若干意见》	强化药品审评审批、流通供应、配备使用、支付保障等政策与价格政策协调衔接，维护集中带量采购市场和价格秩序，推动药品价格治理更加规范。

■ **政策持续赋能AI医疗发展，破解老龄化时代健康管理难题。** 面对老龄化与医疗资源分布不均的挑战，我国通过顶层设计推动AI技术与医疗服务深度融合。政策层面聚焦“技术创新+场景落地”双路径：一方面鼓励医疗机构与科技企业合作，加速AI辅助诊断、智能健康管理系统的研发，推动AI在慢性病筛查（如糖尿病视网膜病变识别）、康复护理（如智能理疗设备）等领域的应用；另一方面重点支持基层医疗场景的AI工具普及，通过试点项目推动AI问诊、远程影像诊断等技术下沉，缓解县域及社区医疗机构的资源缺口。

发布时间	政策名称	内容
2025年11月	关于促进和规范“人工智能+医疗卫生”应用发展的实施意见	围绕基层应用、临床诊疗、患者服务、中医药、公共卫生、科研教学、行业治理、健康产业等方向提出重点应用，推动AI医疗规范化、规模化发展。
2024年11月	《卫生健康行业人工智能应用场景参考指引》	明确卫生健康行业AI应用场景，覆盖医学影像分析、智能辅助诊疗、健康管理、公共卫生、智能患者服务等方向，为AI医疗落地提供场景框架。
2024年7月	《健康中国行动——糖尿病防治行动实施方案(2024—2030年)》	运用互联网、人工智能等技术开展远程会诊、临床辅助决策，推进糖尿病智慧健康管理，试点人工智能糖尿病视网膜病变筛查等新技术，提升健康管理效率
2024年7月	《健康中国行动——慢性呼吸系统疾病防治行动实施方案(2024—2030年)》	加强慢性呼吸系统疾病规范化诊疗和健康管理，完善诊疗指南、临床路径，探索应用人工智能、大数据等技术建立规范化基层诊疗辅助系统
2024年7月	《中药标准管理专门规定》	坚持传承与创新，遵循中医药理论，鼓励在中药标准中应用大数据、人工智能等先进技术，持续提高中药质量可控性
2024年6月	《2024—2025年持续开展“公立医疗机构经济管理年”活动》	建立以业财融合为核心的运营管理信息集成平台，强化人工智能等技术应用，加快信息系统互通互联与数据共享共用，提升运营管理精细化水平和效率效益
2023年10月	《健康中国行动—癌症防治行动实施方案(2023—2030年)》	推进多学科诊疗模式，探索以癌症病种为单元的专病中心建设，运用互联网、人工智能等技术开展远程医疗服务，建立规范化诊治辅助系统，提高基层诊疗能力
2022年11月	《“十四五”全民健康信息化规划》	提出促进医学人工智能应用试点，推动AI医疗市场扩容
2021年7月	《人工智能医用软件产品分类界定指导原则》	对于算法在医疗应用中成熟度低（指未上市或安全有效性尚未得到充分证实）的人工智能医用软件，若用于辅助决策，如提供病灶特征识别、病变性质判定、用药指导、治疗计划制定等临床诊疗建议，按照第三类医疗器械管理；若用于非辅助决策，如进行数据处理和测量等提供临床参考信息，按照第二类医疗器械管理。
2018年7月	《关于深入开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动的通知》	加快推进智慧医院建设，优化诊疗流程，推进智能医学影像识别、病理分型、多学科会诊及智能语音技术应用，提升医疗服务效率
2018年4月	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	研发基于人工智能的临床诊疗决策支持系统，开展智能医学影像识别及多种医疗健康场景下的智能语音技术应用

■ 目前全球领先的可用于AI辅助诊断的重点模型主要包括谷歌的DeepMind MediGemini、微软InnerEye、达摩院的DAMO PANDA等。

模型名称	应用领域
谷歌DeepMind MediGemini	能通过血液样本，在约 3 秒内精准识别 13 种早期癌症，总体准确率达 97.8%，超越全球三甲医院专家组约 92.5% 的平均水平，在胰腺癌、卵巢癌、胆管癌等传统难以早期确诊的癌症类型上优势明显。
微软InnerEye	主要用于肿瘤检测与分割、解剖结构识别等，可用于AI辅助放疗定位，扫描和绘制速度提升2.5倍，准确率达90%
医联 MedGPT	2025 年其诊断准确率超过 97.5%，能覆盖 80% 以上的成年人疾病和 90% 以上的儿科疾病
百度灵医大模型	实现病历语义深度解析，结构化输出准确率超 98%，中文医疗实体识别达行业领先水平
阿里DAMO PANDA	聚焦胰腺癌早筛，通过 “平扫CT+AI”识别胰腺细微病灶，已获美国FDA“突破性医疗器械” 认定

目 录



医药行业2026H1二级市场表现回顾



医药子行业2026年中期投资逻辑



医药全行业2026年中期投资策略及标的

- **A股组合**：华康洁净（301235）、美好医疗（301363）、恒瑞医药（600276）、首药控股-U（688197）、长春高新（000661）、华东医药（000963）、康辰药业（603590）、康龙化成（300759）、通化东宝（600867）。
- **港股组合**：中国生物制药（1177）、信达生物（1801）、康方生物（9926）、科伦博泰生物（6990）、劲方医药（2595）、和黄医药（0013）、先声药业（2096）、云顶新耀（1952）、英矽智能（3696）。
- **风险提示**：出海不及预期风险；医药产品研发与商业化进展不及预期风险；医药行业政策不确定性风险；业绩不及预期风险等。



西南证券

SOUTHWEST SECURITIES

首席分析师：杜向阳

执业证号：S1250520030002

邮箱：duxu@swsc.com.cn

分析师：陈辰

执业证号：S1250524120002

邮箱：chch@swsc.com.cn

联系人：张旭安

邮箱：zhangxuan@swsc.com.cn

创新药联席首席分析师：汤泰萌

执业证号：S1250522120001

邮箱：ttm@swsc.com.cn

分析师：雷瑞

执业证号：S1250525110001

邮箱：leir@swsc.com.cn

联系人：王钰玮

邮箱：wangyuwei@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfyi@swsc.com.cn	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn				