

2026年05月08日

医药

SDIC

 **行业专题**

证券研究报告

医药行业 25 年年报和 26 年一季报总结： 创新药、CXO、生命科学服务业绩改善明显， 持续看好医药创新与出海

 投资评级 **领先大市-A**
 维持评级

| 首选股票 | 目标价 (元) | 评级 |
|------|---------|----|
|------|---------|----|

医药行业整体业绩：

(1) 业绩方面：2025 年度，医药板块（剔除次新股及 ST 股）整体营收同比下滑 0.71%，归母净利润同比下滑 17.17%，扣非净利润同比下滑 21.86%；2026Q1 单季度来看，医药板块（剔除次新股及 ST 股）整体营收同比增长 1.17%，归母净利润同比下滑 2.90%，扣非净利润同比下滑 3.60%。

(2) 估值方面：2024 年 9 月底以来，医药板块估值出现了一轮较为显著的上行，近期 PE 中枢基本维持在 30 倍以上窄幅波动，虽然较前期低点已实现显著修复，但整体仍处于历史偏低水平。

(3) 基金持仓方面：2026Q1 公募基金医药持仓比例微降，全部基金超配 3.23pct，非药基金低配-3.34pct。2026Q1，全部公募基金对医药板块的持仓比例为 8.87%，环比上升 0.90pct；剔除医药主题基金后的持仓比例为 2.30%，环比上升 0.10pct。2026Q1，医药股在 A 股总市值中占比为 5.64%，环比降低 0.04pct，全部基金超配 3.23pct，非药基金低配-3.34pct。

化学制剂：2025 年化学制剂板块整体营收同比增长 0.27%，归母净利润同比增长 10.47%，扣非后净利润同比增长 7.92%，销售费用率持续优化(-0.18pct)，管理与研发费用率有所增长(+0.16pct)。2026Q1 化学制剂板块整体营收同比增长 2.08%，归母净利润同比增长 14.85%，扣非净利润同比增长 6.21%，销售费用率有所抬升(+0.11pct)，管理与研发费用率有所下降(-0.40pct)。得益于传统药企的创新转型，仿制药集采影响逐步出清且创新药品种的销售放量，2025 年和 2026Q1 化学制剂板块整体业绩增长靓丽。

化学原料药：2025 年化学原料药板块营收同比下降 2.86%，归母净利润同比下降 32.08%，扣非净利润同比下降 29.43%，销售费用率有所优化，同比下降了 0.95pct，管理与研发费用率有所提升，同比提升了 0.73pct。2026Q1 化学原料药板块营收同比下降 2.47%，归母净利润同比下降 14.60%，扣非净利润同比下降 32.95%，销售费用率有所优化，同比下降了 1.00pct，管理与研发费用率有所增长，同比提升 0.32pct。受部分原料药品种价格周期性下滑的影响，2025 年和 2026Q1 化学原料药板块业绩承压。

行业表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|------|------|-------|
| 相对收益 | -6.6 | -5.0 | -15.0 |
| 绝对收益 | 0.4 | -2.9 | 12.5 |

冯俊曦 分析师

SAC 执业证书编号：S1450520010002

fengjx@sdicsc.com.cn

连国强 分析师

SAC 执业证书编号：S1450523020002

liangq@sdicsc.com.cn

朱凤萍 分析师

SAC 执业证书编号：S1450526010001

zhufp@sdicsc.com.cn

胡雨晴 分析师

SAC 执业证书编号：S1450524080002

huyq4@sdicsc.com.cn

相关报告

| | |
|--|------------|
| 新药周观点：26Q1 创新药持仓环比微增 | 2026-04-26 |
| 新药周观点：panRAS 分子胶成药性验证，国内企业后续进展值得关注 | 2026-04-19 |
| 新药周观点：映恩生物 HER2 ADC 优异子宫颈癌数据披露，展现 BIC 潜力 | 2026-04-12 |
| 新药周观点：创新药基本面 | 2026-04-06 |

■ **生物制品**：2025 年生物制品板块营收同比下降 14.96%，归母净利润同比下降 125.73%，扣非净利润同比下降 140.61%；单季度来看，生物制品板块 2025Q1-2025Q3 间单季度营收同比降幅逐步缩窄，2025Q4 营收同比增长 7.05%，整体呈现从深度调整期逐步走向边际复苏的态势。2026Q1 生物制品板块营收同比下降 7.90%，归母净利润同比下降 44.70%，扣非净利润同比下降 36.39%，预计主要系部分生物制品从 3% 增值税简易征收政策调整为适用 13% 一般计税税率，对各公司的收入和利润产生不同程度影响等因素所致。

■ **医疗服务**：2025 年医疗服务板块整体营收同比下滑 4.68%，归母净利润同比下滑 12.41%，扣非净利润同比下滑 12.98%，销售费用率、管理与研发费用率均有所增长，分别同比提升 0.27pct、0.54pct。2026Q1 医疗服务板块整体营收同比下滑 1.71%，归母净利润同比增长 11.16%，扣非净利润同比增长 9.63%，销售费用率持续优化（-0.13pct），管理与研发费用率有所增长（+0.26pct）。得益于 CXO 等细分板块业绩高增长，医疗服务板块业绩有所改善。

■ **医疗器械**：2025 全年医疗器械板块整体营收同比减少 2.19%，归母净利润同比减少 17.97%，扣非净利润同比减少 19.40%，毛利率为 53.65%，扣非净利率为 13.59%。2026Q1 单季度来看，医疗器械板块整体营收同比增长 2.81%，归母净利润同比降低 8.89%，扣非净利润同比降低 7.14%，毛利率为 54.60%，扣非净利率为 16.92%。

■ **医药商业**：2025 年医药商业板块整体营收同比增长 1.64%，归母净利润同比增长 16.82%，扣非净利润同比增长 3.26%，销售费用率、管理与研发费用率均有所优化，分别同比下降 0.24pct、0.07pct。2026Q1 医药商业板块整体营收同比增长 2.45%，归母净利润同比下滑 2.18%，扣非净利润同比增长 2.67%，销售费用率、管理与研发费用率均有所优化，分别同比下降 0.06pct、0.05pct。得益于零售药房业绩显著改善，2025 年和 2026Q1 医药商业板块扣非净利润稳步增长。

■ **中药**：2025 年中药板块营收同比下降 2.67%，归母净利润同比下降 2.74%，扣非净利润同比下降 2.94%，收入端及利润端降幅均较 2024 年的同比降幅有所收窄，下行压力有所缓解。2026Q1 中药板块营收同比下降 0.57%，归母净利润同比下降 2.40%，扣非净利润同比下降 1.06%，收入端及利润端降幅较 2025Q1 及 2025 年全年均有所收窄，板块筑底过程中呈现逐步企稳迹象。展望 2026 年，当前中药行业渠道库存已逐步消化，叠加中药材价格自高点明显回落有助于行业缓解成本压力，板块业绩有望逐步回暖。

持续向好，Q2 有望迎来学术会议催化

新药周观点：恒瑞医药创新 2026-03-29
药集群进入销售兑现阶段

目 **风险提示**：产品研发及审批速度低于预期；医药政策变动；药品及医疗服务等出现质量问题；产品/服务降价超预期风险；统计误差风险等。

目 录

| | |
|--|----|
| 1. 行业整体情况..... | 7 |
| 2. 细分板块业绩..... | 17 |
| 2.1. 化学制剂：得益于创新药持续放量，2025 年和 2026Q1 整体业绩增长靓丽..... | 17 |
| 2.2. 化学原料药：部分原料药品种价格周期性下滑，2025 年和 2026Q1 原料药板块业绩承压..... | 18 |
| 2.3. 生物制品：多因素影响业绩整体承压，部分品种表现较好..... | 20 |
| 2.4. 医疗服务：CXO、生命科学服务等细分板块业绩持续改善..... | 21 |
| 2.4.1. CXO：受益于多肽、小核酸等后期项目订单的显著放量，CXO 板块业绩持续高增长..... | 22 |
| 2.4.2. 生命科学服务：各公司拐点先后出现，业绩有望持续改善..... | 24 |
| 2.5. 医疗器械：2026Q1 收入重回正增长，关注国际化和新兴技术..... | 25 |
| 2.6. 医药商业：得益于零售药房业绩显著改善，2025 年和 2026Q1 医药商业板块扣非净利润稳步增长..... | 26 |
| 2.6.1. 零售药房：得益于门店店龄结构优化和降本增效落地，2025 年和 2026Q1 零售药房业绩恢复正增长..... | 27 |
| 2.7. 中药：板块业绩小幅承压，后续改善动能正在积聚..... | 29 |
| 3. 风险提示..... | 30 |

目 录

| | |
|--|----|
| 图 1. 2025 年医药行业上市公司营收增速分布情况..... | 8 |
| 图 2. 2025 年医药行业上市公司扣非归母净利润增速分布情况..... | 8 |
| 图 3. 2026Q1 医药行业上市公司营收增速分布情况..... | 9 |
| 图 4. 2026Q1 医药行业上市公司扣非归母净利润增速分布情况..... | 9 |
| 图 5. 2025 年各申万一级行业营业收入增速情况..... | 10 |
| 图 6. 2025 年各申万一级行业归母净利润增速情况..... | 10 |
| 图 7. 26Q1 各申万一级行业营业收入增速情况..... | 11 |
| 图 8. 26Q1 各申万一级行业归母净利润增速情况..... | 11 |
| 图 9. A 股各申万一级行业板块区间涨跌幅情况（总市值加权平均）..... | 12 |
| 图 10. A 股各申万一级行业板块 PE 对比（TTM；整体法；剔除负值）..... | 12 |
| 图 11. 医药生物（申万）PE 变化（TTM；整体法；剔除负值）..... | 12 |
| 图 12. 2026Q1 各申万一级行业基金持仓比例（按市值）..... | 13 |
| 图 13. 2018-2026Q1 公募基金医药持仓水平概况..... | 13 |
| 图 14. 2018-2026Q1 剔除医药主题基金后医药持仓水平概况..... | 14 |
| 图 15. 恒瑞医药创新药历年收入情况（亿元）..... | 18 |
| 图 16. 恒瑞医药对外许可历年收入情况（亿元）..... | 18 |
| 图 17. 恒瑞医药创新药占药品销售比重..... | 18 |
| 图 18. 抗生素类原料药品种价格走势..... | 19 |
| 图 19. 沙坦类原料药品种价格走势..... | 20 |
| 图 20. 维生素类原料药品种价格走势..... | 20 |
| 图 21. CXO 上市公司历年营收情况（亿元）..... | 22 |
| 图 22. CXO 上市公司历年归母净利润情况（亿元）..... | 22 |
| 图 23. 药明康德持续经营业务在手订单（亿元）..... | 23 |
| 图 24. 药明康德 TIDES 业务收入（亿元）..... | 23 |
| 图 25. 药明康德小分子 D&M 业务收入（亿元）..... | 23 |
| 图 26. 凯莱英历年新兴业务收入情况（亿元）..... | 23 |
| 图 27. 凯莱英临床阶段多肽和寡核苷酸项目（2025 年）..... | 24 |
| 图 28. 凯莱英多肽固相反应合成总产能（L）..... | 24 |
| 图 29. 康龙化成历年小分子 CDMO 业务收入（亿元）..... | 24 |
| 图 30. 康龙化成各阶段项目数量情况..... | 24 |
| 图 31. 生命科学上游公司季度间收入及归母净利润增速情况..... | 25 |
| 图 32. 零售药房上市公司历年营收情况（亿元）..... | 27 |
| 图 33. 零售药房上市公司历年归母净利润情况（亿元）..... | 27 |
| 图 34. 国内零售药房每日店均销售额（元-月度数据）..... | 28 |
| 图 35. 国内零售药房店均订单量（单-月度数据）..... | 28 |
| 图 36. 国内零售药房店均客单价（元-月度数据）..... | 28 |
| 图 37. 各家上市药房的次新门店（2-3 年店龄）数量占比情况..... | 28 |
| 表 1: 2026Q1 医药行业主要财务指标情况..... | 7 |
| 表 2: 2026Q1 持股基金数 Top10 医药个股（全基金）..... | 14 |
| 表 3: 2026Q1 持股基金数量环比增加 TOP10 医药个股（全基金）..... | 15 |
| 表 4: 2026Q1 持股基金数量环比减少 TOP10 医药个股（全基金）..... | 15 |
| 表 5: 2026Q1 持股基金数 Top10 医药个股（非药基金）..... | 16 |
| 表 6: 2026Q1 持股基金数量环比增加 TOP10 医药个股（非药基金）..... | 16 |



| | |
|--|----|
| 表 7: 2026Q1 持股基金数量环比减少 TOP10 医药个股 (非药基金) | 16 |
| 表 8: 2025 年及 2026Q1 化学制剂板块主要财务指标情况 | 17 |
| 表 9: 2025 年及 2026Q1 化学原料药板块主要财务指标情况 | 19 |
| 表 10: 2025 年及 2026Q1 生物制品板块主要财务指标情况 | 21 |
| 表 11: 2025 年及 2026Q1 医疗服务板块主要财务指标情况 | 22 |
| 表 12: 2025 年及 2026Q1 医疗器械板块主要财务指标情况 | 26 |
| 表 13: 2025 年及 2026Q1 医药商业板块主要财务指标情况 | 27 |
| 表 14: 2025 年及 2026Q1 中药板块主要财务指标情况 | 29 |

1. 行业整体情况

为了更好的总结和分析医药总体及各版块数据，国投证券医药团队承担了大量手动工作，具体而言：我们结合每一家公司的报表及公司官网及其他公开信息，按医药上市公司主营业务（产品及服务），重新对医药上市公司进行了分类。在国投证券医药分类下，除去医药主业不突出的转型类公司。

在重新优化上市公司所属细分板块的基础上：我们立足不同年份/季度，进一步对医药各细分板块滚动剔除次新股、ST股和业绩在报告期内出现极端情况的个股，如商誉计提大幅超越行业水平等。在保证成份股序列的同比可比性的前提下，针对各板块进行动态、立体的成份股业绩追踪。

医药行业整体业绩：根据我们系统性优化过的国投证券医药板块分类：2025年度，医药板块（剔除次新股及ST股）整体营收同比下滑0.71%，归母净利润同比下滑17.17%，扣非净利润同比下滑21.86%；2026Q1单季度来看，医药板块（剔除次新股及ST股）整体营收同比增长1.17%，归母净利润同比下滑2.90%，扣非净利润同比下滑3.60%。

表 1：2026Q1 医药行业主要财务指标情况

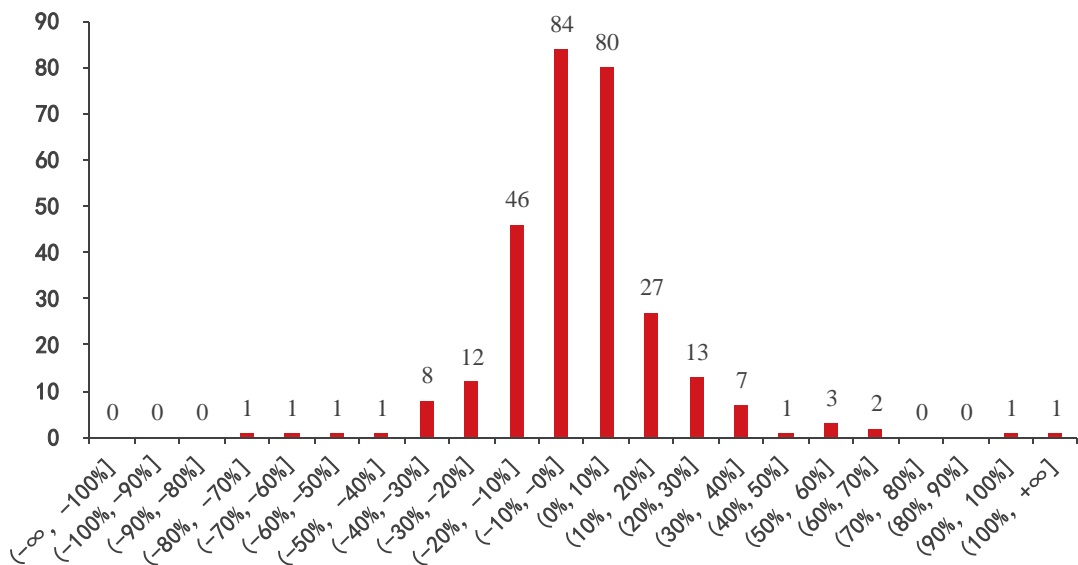
| 财务指标 (亿元) | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q4 | 2024A | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025Q4 | 2025A | 2026Q1 |
|--------------|---------|---------|---------|----------|----------|---------|---------|---------|----------|----------|---------|
| 营业收入 | 5711.46 | 5528.63 | 5348.51 | 5295.26 | 21883.85 | 5463.61 | 5434.65 | 5356.33 | 5469.06 | 21720.32 | 5523.95 |
| 营收增速 | 0.26% | -1.92% | -0.50% | -4.76% | -1.73% | -4.34% | -1.73% | 0.19% | 3.42% | -0.71% | 1.17% |
| 毛利率 | 29.15% | 29.66% | 28.53% | 28.06% | 28.87% | 28.22% | 28.56% | 27.73% | 28.13% | 28.17% | 28.04% |
| 销售费用率 | 12.00% | 12.24% | 12.00% | 13.54% | 12.43% | 11.40% | 12.16% | 12.10% | 13.44% | 12.28% | 11.29% |
| 管理及研发费用率 | 6.80% | 7.46% | 7.69% | 9.42% | 7.82% | 7.08% | 7.57% | 7.92% | 8.91% | 7.87% | 7.04% |
| 财务费用率 | 0.32% | 0.35% | 0.64% | 0.36% | 0.42% | 0.35% | 0.33% | 0.53% | 0.64% | 0.46% | 0.78% |
| 研发费用 | 156.95 | 174.78 | 168.22 | 211.67 | 711.62 | 157.70 | 169.59 | 175.11 | 207.42 | 709.80 | 156.84 |
| 研发费用/收入 | 2.75% | 3.16% | 3.15% | 4.00% | 3.25% | 2.89% | 3.12% | 3.27% | 3.79% | 3.27% | 2.84% |
| 归母净利润 | 441.66 | 423.04 | 356.21 | 30.77 | 1251.67 | 402.49 | 395.35 | 309.24 | -70.28 | 1036.60 | 390.61 |
| 归母增速 | -5.05% | -6.01% | -12.77% | -76.83% | -14.06% | -8.87% | -6.56% | -13.18% | -331.90% | -17.17% | -2.90% |
| 扣非净利润 | 417.16 | 392.10 | 327.45 | -15.58 | 1121.13 | 371.86 | 324.81 | 266.05 | -86.76 | 875.86 | 358.37 |
| 扣非增速 | -4.09% | -4.29% | -12.66% | -116.00% | -14.86% | -10.86% | -16.77% | -19.03% | 467.55% | -21.86% | -3.60% |
| 扣非净利率 | 7.30% | 7.09% | 6.12% | -0.29% | 5.12% | 6.81% | 5.98% | 4.97% | -1.59% | 4.03% | 6.49% |
| 应收账款 | 5958.62 | - | - | - | 5330.14 | 5882.86 | - | - | -591.53 | 5388.81 | 5924.71 |
| 应收账款增速 | 4.90% | - | - | - | 0.18% | -1.27% | - | - | -5.10% | 1.13% | 0.72% |
| 经营现金流净额 | -48.91 | 652.52 | 403.73 | 1810.87 | 803.53 | -10.83 | 660.48 | 460.51 | 938.85 | 2049.14 | -33.71 |
| 经营现金流净额/净利润 | -11.07% | 154.25% | 113.34% | 5886.00% | 64.20% | -2.69% | 167.06% | 148.91% | - | 1335.80% | 197.68% |

资料来源：Choice、国投证券证券研究所，注：标的统计基础是优化过的国投证券医药分类，剔除了无同比数据的次新股、ST股、医药主业不突出的转型类公司

2025年医药上市公司营收增速分布：2025年医药上市公司的营收增速分布相对集中，主要集中在-30%至30%，这一区间的公司数量达到262家，占比为91%。

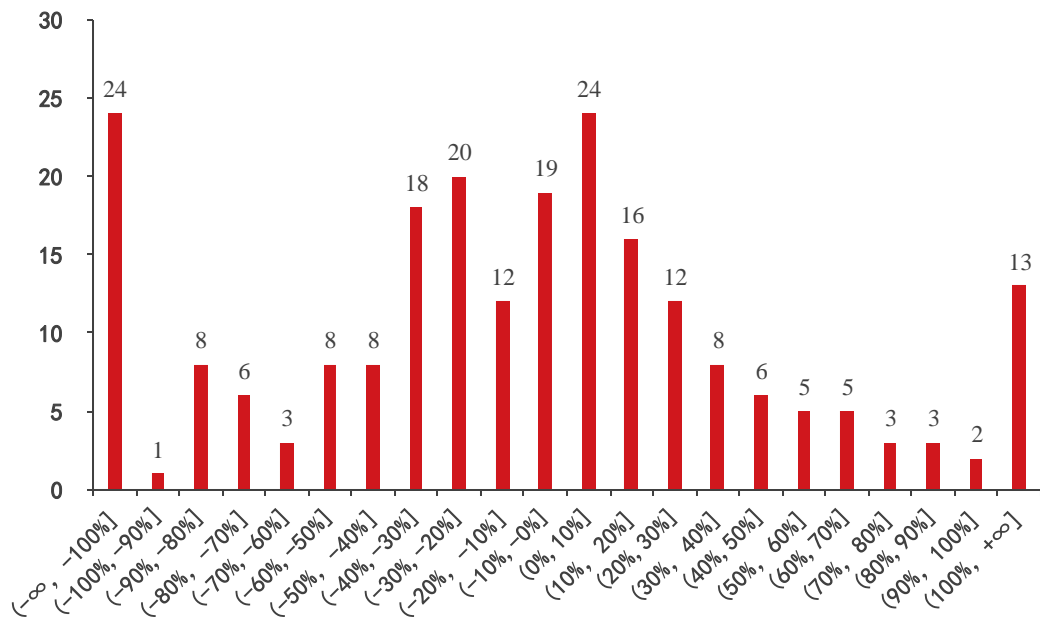
2025年医药上市公司扣非利润增速分布：2025年医药上市公司的扣非净利润增速分布相对分散，主要分布区间在-40%至30%，这一区间的公司数量达到121家，占比为54%。

图1. 2025 年医药行业上市公司营收增速分布情况



资料来源: Choice、国投证券证券研究所, 注: 标的统计基础是优化过的国投证券医药分类, 剔除了无同比数据的次新股、ST股、医药主业不突出的转型类公司

图2. 2025 年医药行业上市公司扣非归母净利润增速分布情况

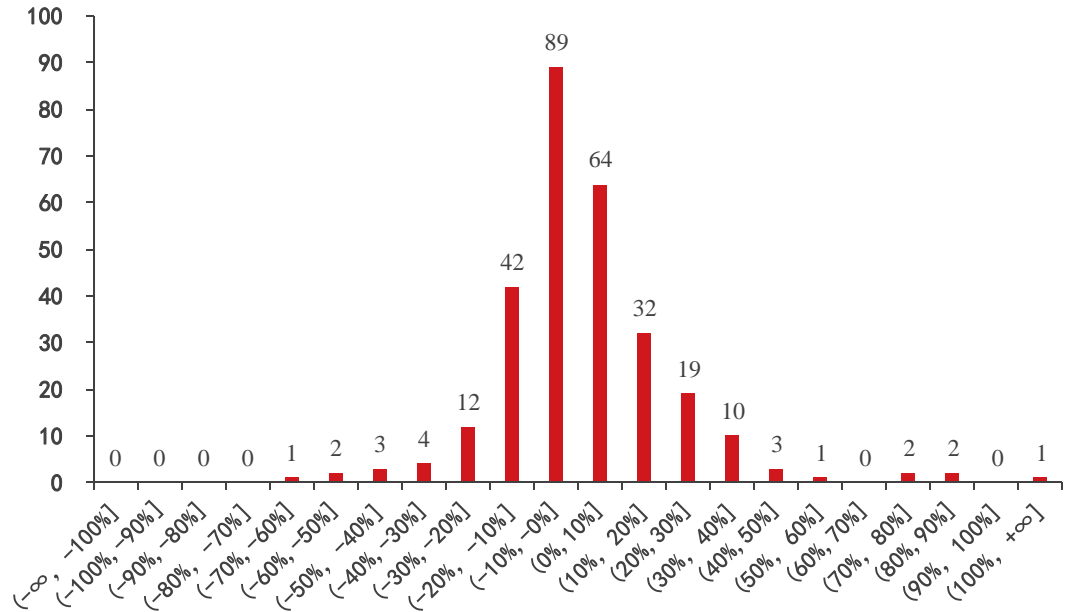


资料来源: Choice、国投证券证券研究所, 注: 标的统计基础是优化过的国投证券医药分类, 剔除了无同比数据的次新股、ST股、医药主业不突出的转型类公司; 此结果剔除了其中2024年扣非归母净利润为负值的标的

2026Q1 医药上市公司营收增速分布: 2026Q1 医药上市公司的营收增速分布相对集中, 主要集中在-30%至40%, 这一区间的公司数量达到268家, 占比为93%。

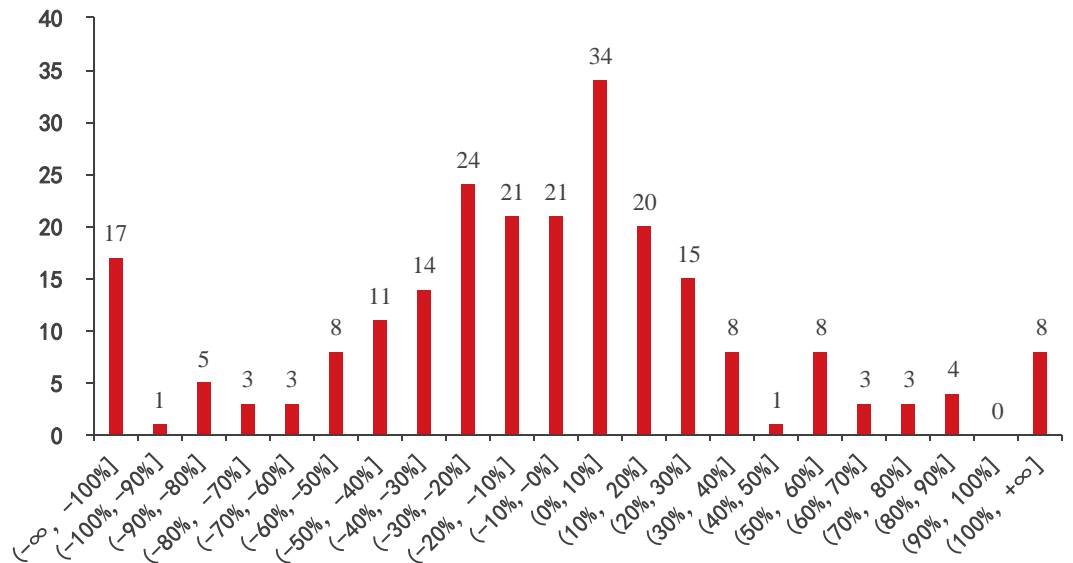
2026Q1 医药上市公司扣非利润增速分布: 2026Q1 医药上市公司的扣非净利润增速分布相对分散, 主要分布区间在-50%至30%, 这一区间的公司数量达到160家, 占比为69%。

图3. 2026Q1 医药行业上市公司营收增速分布情况



资料来源: Choice、国投证券证券研究所, 注: 标的统计基础是优化过的国投证券医药分类, 剔除了无同比数据的次新股、ST股、医药主业不突出的转型类公司

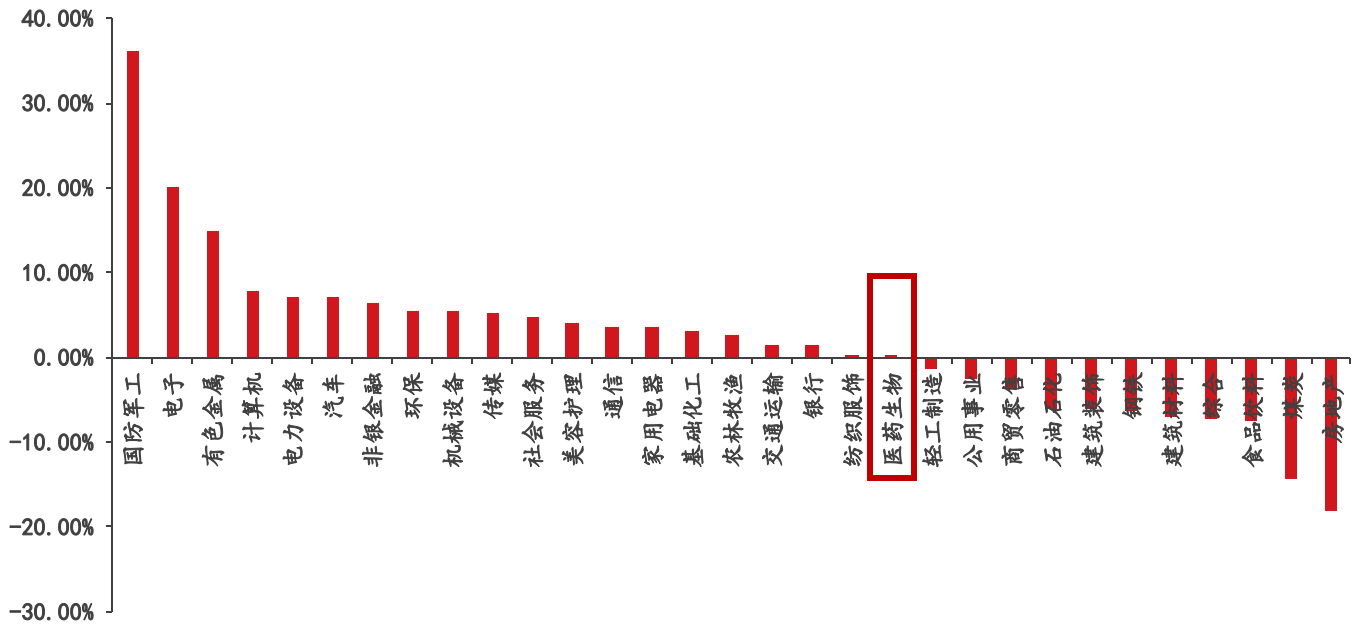
图4. 2026Q1 医药行业上市公司扣非归母净利润增速分布情况



资料来源: Choice、国投证券证券研究所, 注: 标的统计基础是优化过的国投证券医药分类, 剔除了无同比数据的次新股、ST股、医药主业不突出的转型类公司; 此结果剔除了其中 25Q1 扣非归母净利润为负值的标的

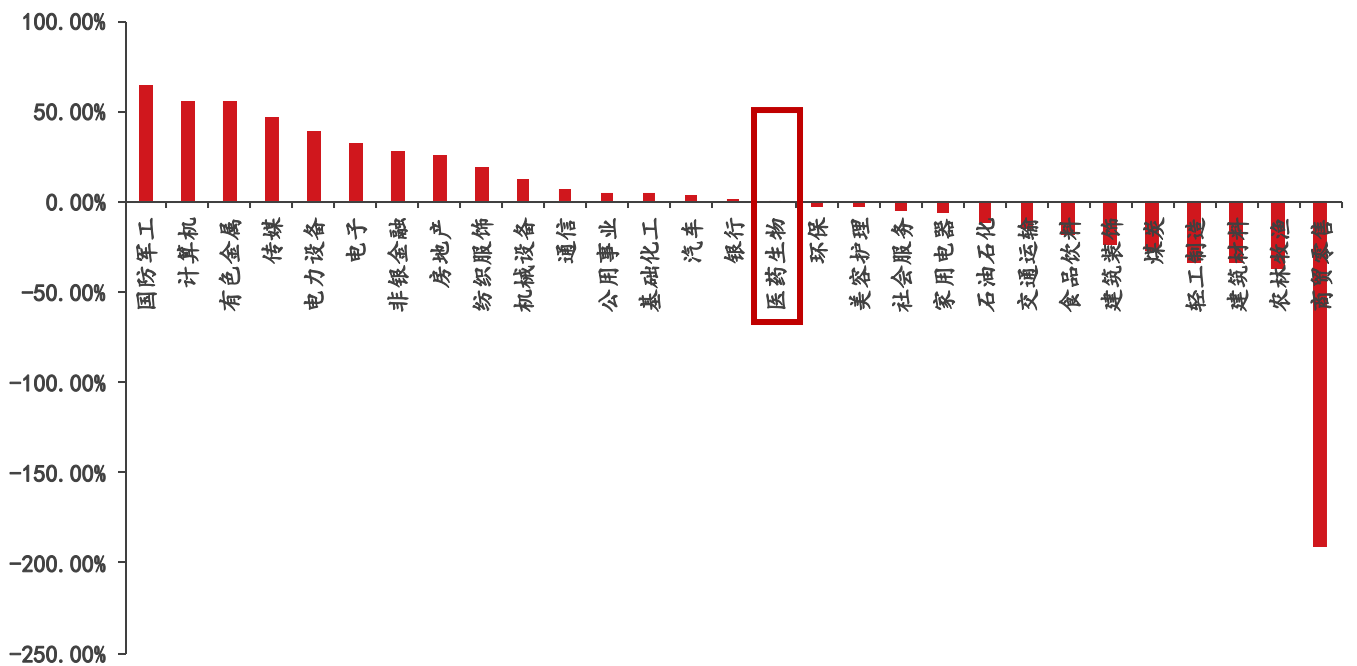
2025 年医药板块收入增速居后, 利润增速居中: 2025 年, 20 个申万一级行业的营收实现同比增长 (3 个行业的营收增长超过 10%)。其中, 医药行业的营收增速为 0.08%, 位居 31 个申万一级行业中的第 21 位。利润方面, 31 个申万一级行业中, 16 个行业的归母净利润实现同比增长或扭亏 (9 个行业的归母净利润增速超过 20%)。其中, 医药行业的归母净利润同比下滑 1.13%, 位居 28 个基期非亏损的申万一级行业中的第 15 位。

图5. 2025 年各申万一级行业营业收入增速情况



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

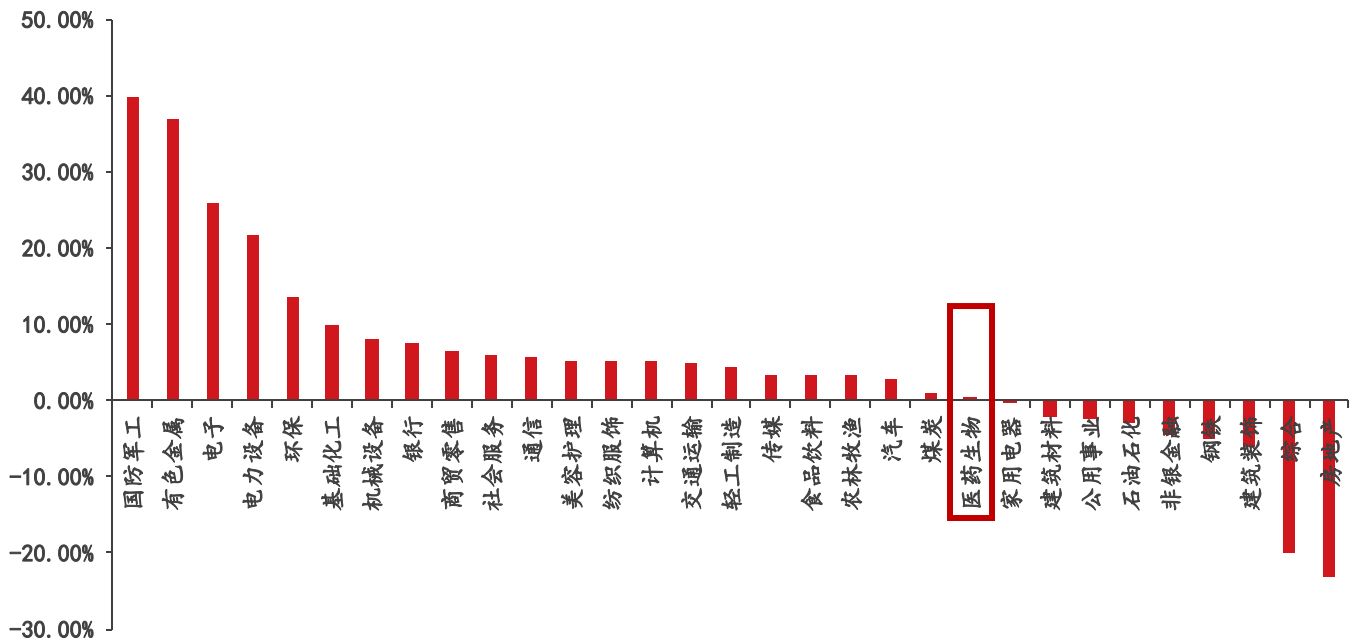
图6. 2025 年各申万一级行业归母净利润增速情况



资料来源: Wind、国投证券证券研究所, 注: 综合、房地产与钢铁板块 2024 年的归母净利润为负, 上图未展示综合板块情况

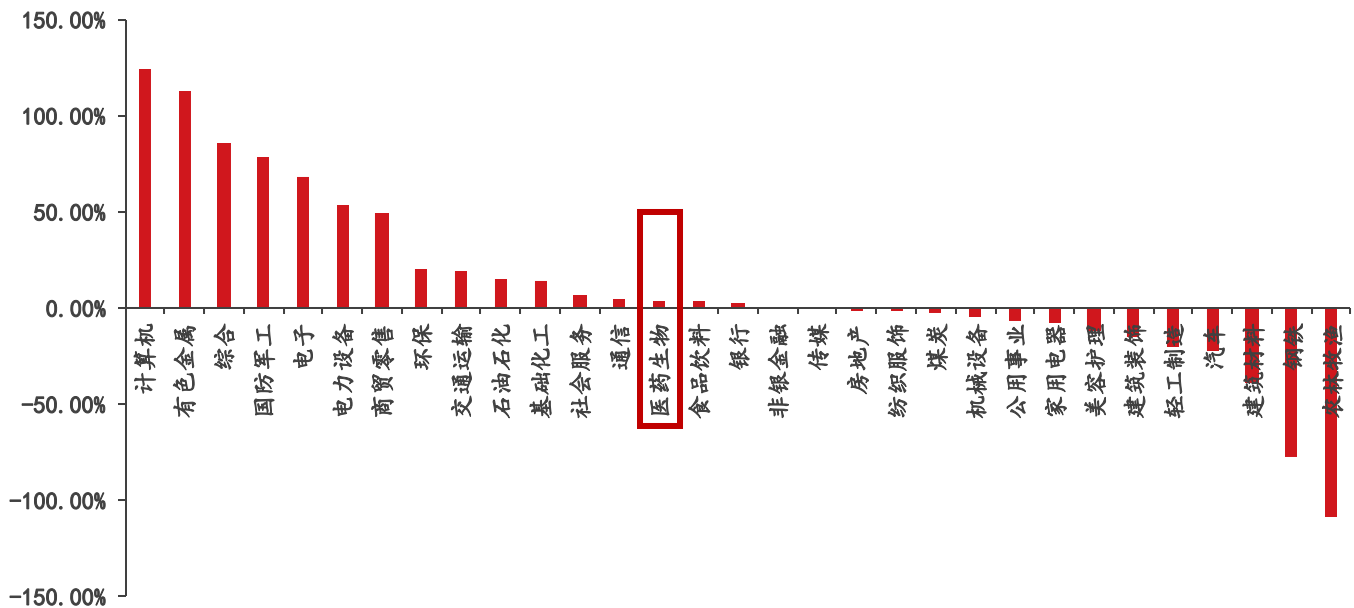
2026Q1 医药板块收入增速居后, 利润增速居中: 2026Q1 来看, 22 个申万一级行业的营收实现同比增长 (5 个行业的营收增长超过 10%)。其中, 医药行业的营收增长 0.49%, 位居 31 个申万一级行业中的第 22 位。利润方面, 31 个申万一级行业中, 16 个行业的归母净利润实现同比增长或扭亏 (8 个行业的归母净利润增速超过 20%)。其中, 医药行业的归母净利润同比增长 3.88%, 位居 30 个基期非亏损的申万一级行业中的第 14 位。

图7. 26Q1 各申万一级行业营业收入增速情况



资料来源: Choice、国投证券证券研究所

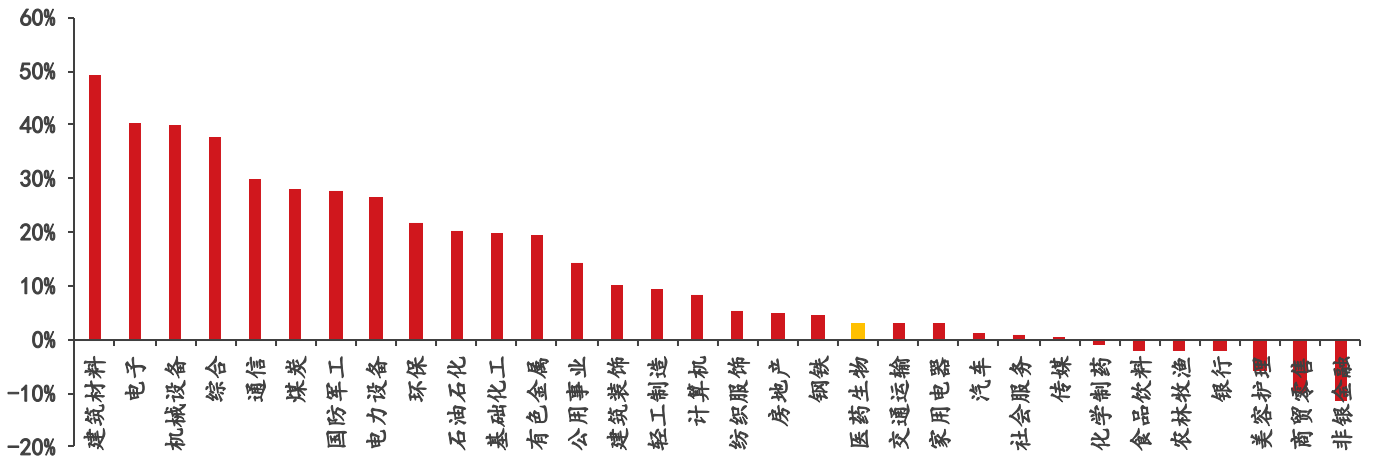
图8. 26Q1 各申万一级行业归母净利润增速情况



资料来源: Choice、国投证券证券研究所, 注: 房地产的 25Q1 归母净利润为负, 上图未展示相关行业情况

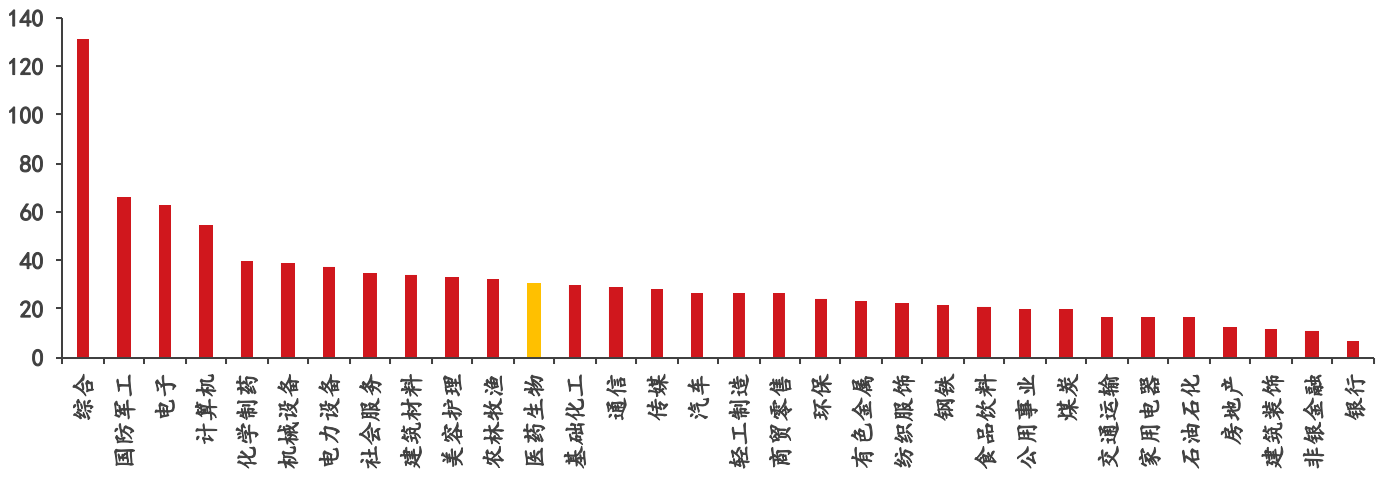
医药板块行情回暖, PE 估值自底部回升后维持震荡, 但整体仍处于历史偏低水平。截至 2026 年 4 月 30 日, 医药板块自 2026 年初上涨 3.23%, 位于申万一级行业分类第 20 位。过去十年中, 申万医药生物板块 PE 估值的均值为 34.76 倍, 最高值为 56.50 倍(发生在 2020 年 8 月), 最低值为 21.64 倍(发生在 2022 年 9 月)。2024 年 9 月底以来, 医药板块估值出现了一轮较为显著的上行, PE 估值最高在 2025 年 9 月上升至 33.67 倍, 随后略有回调, 整体基本维持在 30 倍以上。截至 2026 年 4 月 30 日, 医药板块 PE 估值为 30.26 倍, 位于申万一级行业分类第 12 位。

图9. A股各申万一级行业板块区间涨跌幅情况（总市值加权平均）



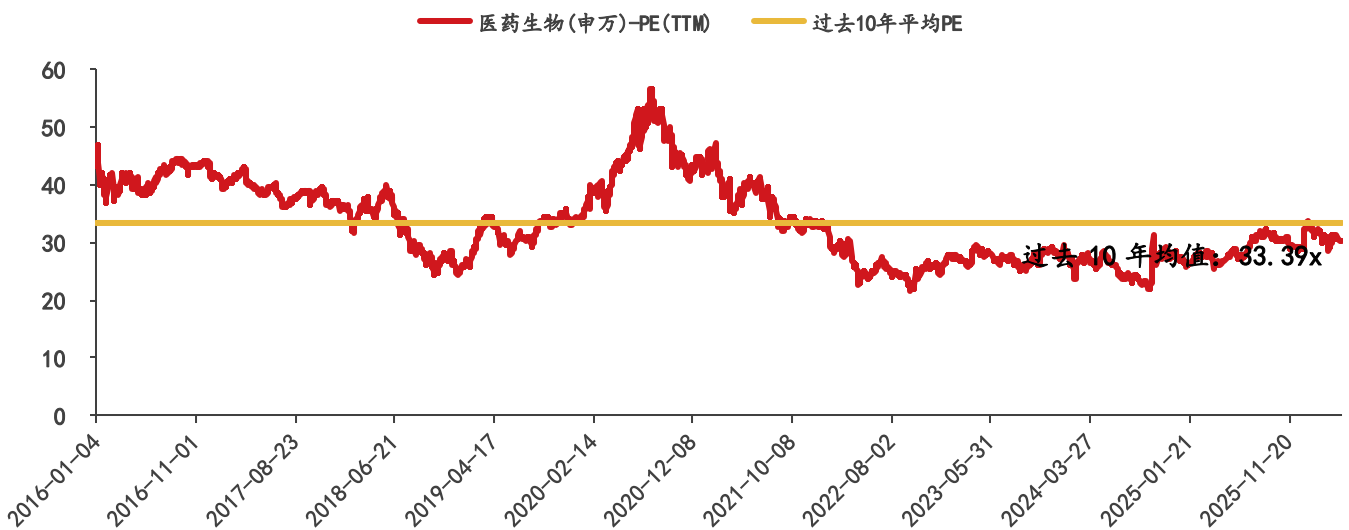
资料来源: Choice、国投证券证券研究所; 注: 涨跌幅统计区间为 2026 年 1 月 1 日至 2026 年 4 月 30 日

图10. A股各申万一级行业板块 PE 对比 (TTM; 整体法; 剔除负值)



资料来源: Choice、国投证券证券研究所; 注: 数据截至 2026 年 4 月 30 日

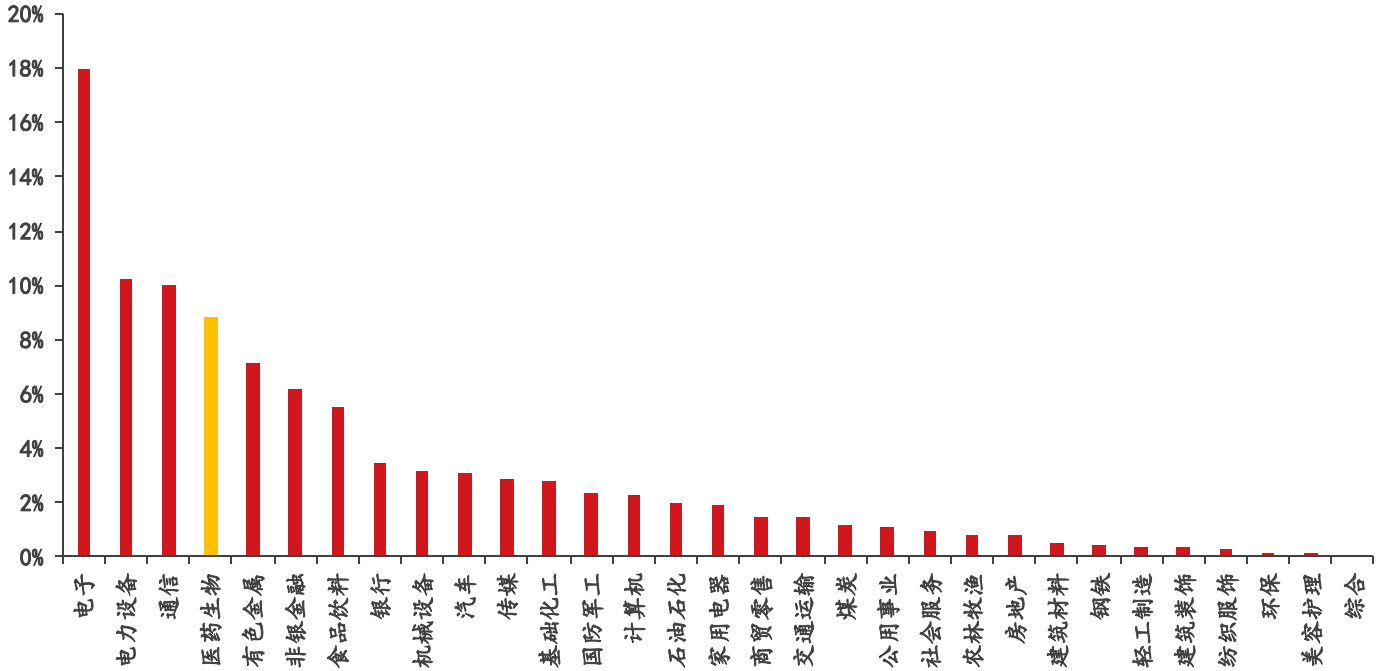
图11. 医药生物 (申万) PE 变化 (TTM; 整体法; 剔除负值)



资料来源: Wind、国投证券证券研究所; 注: 数据截至 2026 年 4 月 30 日

从全部基金持股市值来看，2026Q1，医药行业基金持仓比例在所有一级行业中排名第四，比例为 8.87%，环比上升 0.90pct。整体来看，基金持仓相对集中，前四大行业为电子、电力设备、通信、医药生物，合计持仓占比达 47.05%；其中电子持仓比例 17.98%，环比下降 0.66pct；电力设备持仓比例 10.20%，环比上升 0.71pct；通信持仓比例 10.00%，环比上升 1.06pct。

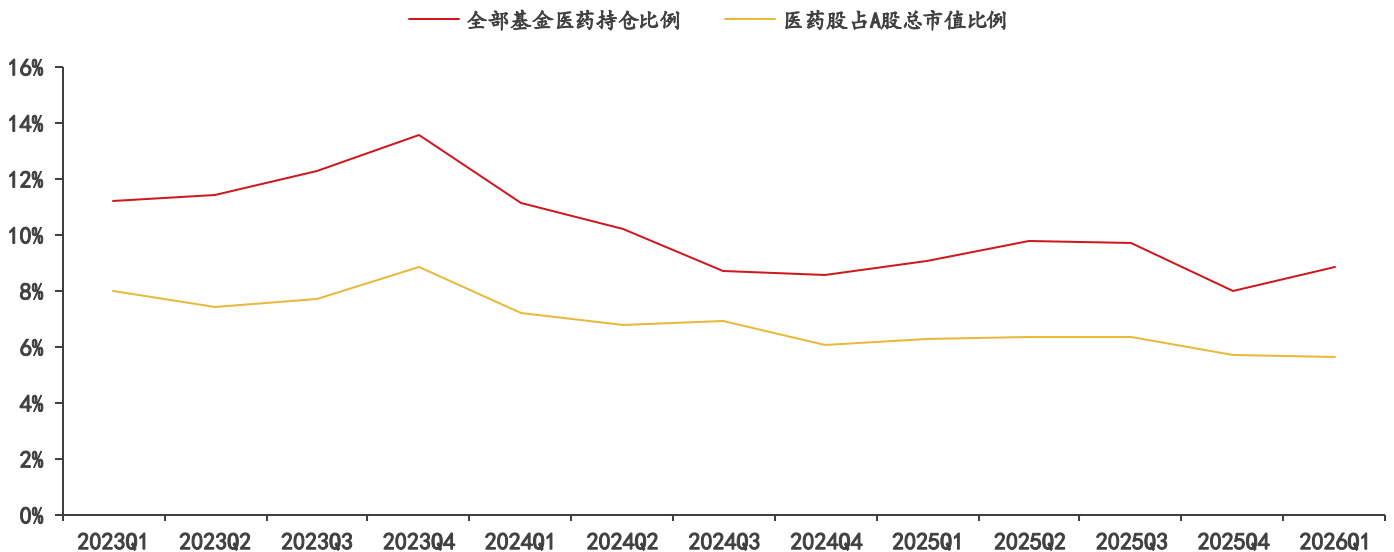
图12. 2026Q1 各申万一级行业基金持仓比例（按市值）



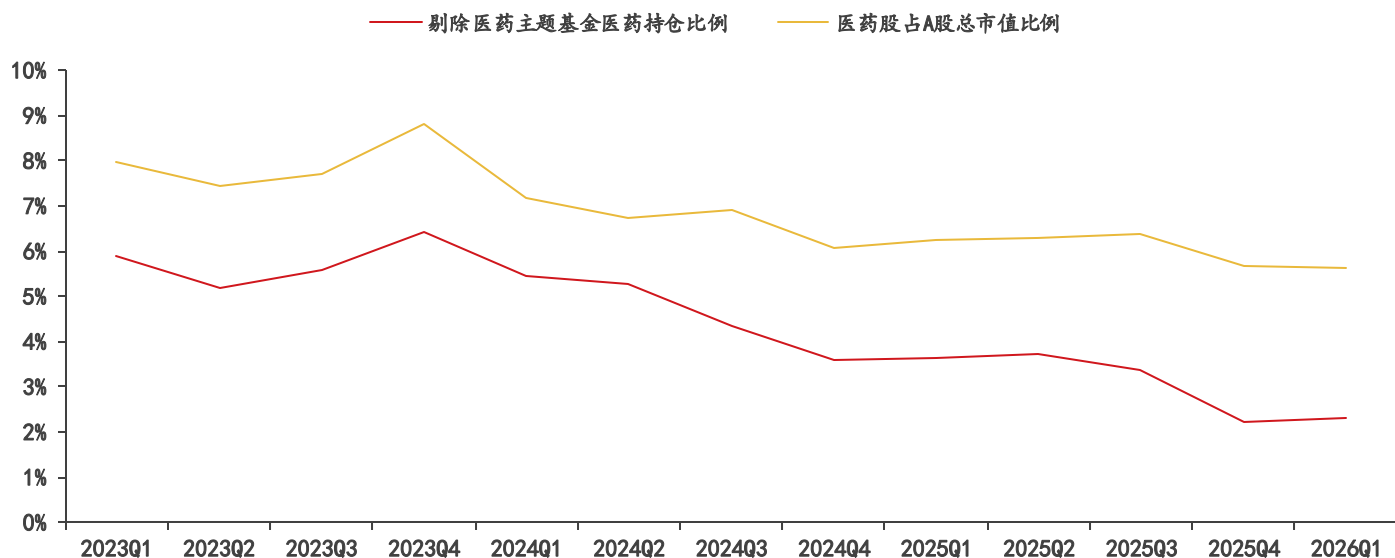
资料来源: Wind、国投证券证券研究所

2026Q1 公募基金医药持仓比例微降，全部基金超配 3.23pct，非药基金低配 -3.34pct。2026Q1，全部公募基金对医药板块的持仓比例为 8.87%，环比上升 0.90pct；剔除医药主题基金后的持仓比例为 2.30%，环比上升 0.10pct。2026Q1，医药股在 A 股总市值中占比为 5.64%，环比降低 0.04pct，全部基金超配 3.23pct，非药基金低配 -3.34pct。

图13. 2018-2026Q1 公募基金医药持仓水平概况



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图14. 2018-2026Q1 剔除医药主题基金后医药持仓水平概况


资料来源: Wind、国投证券证券研究所

全基金医药持仓明细: 从持股基金数量来看, 2026Q1 全部基金持有基金数最多的前三名股票为: 药明康德 (670)、恒瑞医药 (479)、信达生物 (226)。从季度环比变动来看, 2026Q1 持仓基金数量增加最多的前三名个股为药明康德(+262)、荣昌生物(+115)、英科医疗(+110), 前十企业主要聚焦于创新药及上游产业链(含创新转型的 Pharma 药企)。2026Q1 持仓基金数减少最多的前三名个股为: 迈瑞医疗 (-41)、益方生物-U (-40)、百济神州 (-36)。

表 2: 2026Q1 持股基金数 Top10 医药个股 (全基金)

| 排名 | 代码 | 名称 | 持有基金数 | 持有公司家数 | 持股占流通股比 (%) | 持股总市值 (亿元) | 季报持仓变动 (万股) |
|----|-----------|------|-------|--------|-------------|------------|-------------|
| 1 | 603259.SH | 药明康德 | 670 | 108 | 15.98 | 387.76 | 6,672.55 |
| 2 | 600276.SH | 恒瑞医药 | 479 | 92 | 7.83 | 275.87 | -3,299.37 |
| 3 | 1801.HK | 信达生物 | 226 | 71 | 13.46 | 175.05 | -827.19 |
| 4 | 300677.SZ | 英科医疗 | 201 | 46 | 25.64 | 70.06 | 5,067.01 |
| 5 | 688331.SH | 荣昌生物 | 170 | 68 | 32.45 | 68.16 | 2,006.17 |
| 6 | 300760.SZ | 迈瑞医疗 | 163 | 53 | 5.56 | 110.96 | -1,222.37 |
| 7 | 9926.HK | 康方生物 | 142 | 56 | 12.66 | 134.11 | 1,088.14 |
| 8 | 002294.SZ | 信立泰 | 139 | 54 | 12.68 | 86.65 | 5,102.29 |
| 9 | 1530.HK | 三生制药 | 130 | 59 | 16.18 | 82.10 | -3,331.35 |
| 10 | 688506.SH | 百利天恒 | 129 | 56 | 6.72 | 77.12 | 194.47 |

资料来源: Wind、国投证券证券研究所

表 3：2026Q1 持股基金数量环比增加 TOP10 医药个股（全基金）

| 排名 | 代码 | 名称 | 持有基金数季度环比变化 | 持股占流通股比例季度环比变化(%) |
|----|-----------|--------|-------------|-------------------|
| 1 | 603259.SH | 药明康德 | 262 | 2.70 |
| 2 | 688331.SH | 荣昌生物 | 115 | 12.21 |
| 3 | 300677.SZ | 英科医疗 | 110 | 10.88 |
| 4 | 002294.SZ | 信立泰 | 85 | 4.58 |
| 5 | 002432.SZ | 九安医疗 | 45 | 5.94 |
| 6 | 688796.SH | 百奥赛图 | 42 | 15.99 |
| 7 | 002422.SZ | 科伦药业 | 39 | 2.94 |
| 8 | 002821.SZ | 凯莱英 | 39 | 5.88 |
| 9 | 9926.HK | 康方生物 | 38 | 1.18 |
| 10 | 2315.HK | 百奥赛图-B | 28 | 2.08 |

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

表 4：2026Q1 持股基金数量环比减少 TOP10 医药个股（全基金）

| 排名 | 代码 | 名称 | 持有基金数季度环比变化 | 持股占流通股比例季度环比变化(%) |
|----|-----------|--------|-------------|-------------------|
| 1 | 300760.SZ | 迈瑞医疗 | -41 | -1.01 |
| 2 | 688382.SH | 益方生物-U | -40 | -7.08 |
| 3 | 688235.SH | 百济神州 | -36 | -8.49 |
| 4 | 688271.SH | 联影医疗 | -31 | -1.16 |
| 5 | 688068.SH | 热景生物 | -30 | -7.33 |
| 6 | 002020.SZ | 京新药业 | -22 | -2.46 |
| 7 | 600993.SH | 马应龙 | -21 | -3.06 |
| 8 | 002223.SZ | 鱼跃医疗 | -20 | -0.69 |
| 9 | 600276.SH | 恒瑞医药 | -19 | -0.52 |
| 10 | 002262.SZ | 恩华药业 | -18 | -1.12 |

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

非药基金医药持仓明细：从持股基金数量来看 2026Q1 非药基金持有基金数最多的前三名股票为：药明康德（122）、恒瑞医药（89）、迈瑞医疗（63）。与全部基金的持仓相比，非药基金持仓 TOP10 名单中增加了联影医疗、诺思兰德、百济神州，而没有信立泰、三生制药、荣昌生物。从季度环比变动来看，2026Q1 持仓基金数量增加最多的前三名个股为：药明康德（+44）、英科医疗（+28）、荣昌生物（+19），相比全部基金，非药基金对东阿阿胶、泽璟制药、惠泰医疗、苑东生物与泰格医药的关注度表现出边际上升。2026Q1 持仓基金数减少最多的前三名个股为：联影医疗（-22）、益方生物（-7）、鱼跃医疗（-5）。需要注意的是，非药持仓基金数环比减少 TOP10 医药个股中，包括三生制药、恩华药业、益方生物在内的多家公司的基金持股占流通股比例上升或并未显著下降（三生制药环比增加 0.16pct、恩华药业环比减少 0.29pct、益方生物环比减少 0.36pct）。

表 5：2026Q1 持股基金数 Top10 医药个股（非药基金）

| 排名 | 代码 | 名称 | 持有基金数 | 持有公司家数 | 持股占流通股比 (%) | 持股总市值 (亿元) | 季报持仓变动 (万股) |
|----|-----------|------|-------|--------|-------------|------------|-------------|
| 1 | 603259.SH | 药明康德 | 122 | 61 | 3.43 | 83.27 | 480.72 |
| 2 | 600276.SH | 恒瑞医药 | 89 | 55 | 0.83 | 29.33 | 341.87 |
| 3 | 300760.SZ | 迈瑞医疗 | 63 | 46 | 1.86 | 37.10 | -1,390.98 |
| 4 | 300677.SZ | 英科医疗 | 56 | 27 | 9.17 | 25.06 | 1,272.26 |
| 5 | 688506.SH | 百利天恒 | 38 | 25 | 0.59 | 6.74 | 133.36 |
| 6 | 688271.SH | 联影医疗 | 30 | 23 | 3.96 | 36.59 | -1,378.99 |
| 7 | 920047.BJ | 诺思兰德 | 29 | 21 | 7.74 | 3.37 | -287.41 |
| 8 | 1801.HK | 信达生物 | 26 | 13 | 1.56 | 20.34 | -213.10 |
| 9 | 688235.SH | 百济神州 | 26 | 12 | 4.19 | 11.26 | -31.29 |
| 10 | 9926.HK | 康方生物 | 26 | 11 | 2.07 | 21.90 | 8.74 |

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

表 6：2026Q1 持股基金数量环比增加 TOP10 医药个股（非药基金）

| 排名 | 代码 | 名称 | 持有基金数季度环比变化 | 持股占流通股比例季度环比变化 (%) |
|----|-----------|--------|-------------|--------------------|
| 1 | 603259.SH | 药明康德 | 44 | 0.19 |
| 2 | 300677.SZ | 英科医疗 | 28 | 2.73 |
| 3 | 688331.SH | 荣昌生物 | 19 | 0.67 |
| 4 | 002294.SZ | 信立泰 | 11 | 0.42 |
| 5 | 000423.SZ | 东阿阿胶 | 10 | 1.26 |
| 6 | 688266.SH | 泽璟制药-U | 9 | 0.10 |
| 7 | 688617.SH | 惠泰医疗 | 7 | 0.45 |
| 8 | 688513.SH | 苑东生物 | 7 | 0.32 |
| 9 | 002821.SZ | 凯莱英 | 7 | 0.23 |
| 10 | 300347.SZ | 泰格医药 | 6 | 3.67 |

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

表 7：2026Q1 持股基金数量环比减少 TOP10 医药个股（非药基金）

| 排名 | 代码 | 名称 | 持有基金数季度环比变化 | 持股占流通股比例季度环比变化 (%) |
|----|-----------|--------|-------------|--------------------|
| 1 | 688271.SH | 联影医疗 | -22 | -1.67 |
| 2 | 688382.SH | 益方生物-U | -7 | -0.36 |
| 3 | 002223.SZ | 鱼跃医疗 | -5 | -0.47 |
| 4 | 300760.SZ | 迈瑞医疗 | -5 | -1.15 |
| 5 | 688068.SH | 热景生物 | -4 | -0.68 |
| 6 | 688578.SH | 艾力斯 | -4 | -0.47 |
| 7 | 002262.SZ | 恩华药业 | -4 | -0.29 |
| 8 | 2268.HK | 药明合联 | -4 | -0.41 |
| 9 | 1530.HK | 三生制药 | -4 | 0.16 |
| 10 | 688301.SH | 奕瑞科技 | -4 | -1.12 |

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

2. 细分板块业绩

2.1. 化学制剂：得益于创新药持续放量，2025 年和 2026Q1 整体业绩增长靓丽

根据我们系统性优化过的国投证券医药板块分类：2025 年化学制剂板块整体营收同比增长 0.27%，归母净利润同比增长 10.47%，扣非后净利润同比增长 7.92%，销售费用率持续优化（-0.18pct），管理与研发费用率有所增长（+0.16pct）。2026Q1 化学制剂板块整体营收同比增长 2.08%，归母净利润同比增长 14.85%，扣非净利润同比增长 6.21%，销售费用率有所抬升（+0.11pct），管理与研发费用率有所下降（-0.40pct）。得益于传统药企的创新转型，仿制药集采影响逐步出清且创新药品种的销售放量，2025 年和 2026Q1 化学制剂板块整体业绩增长靓丽。

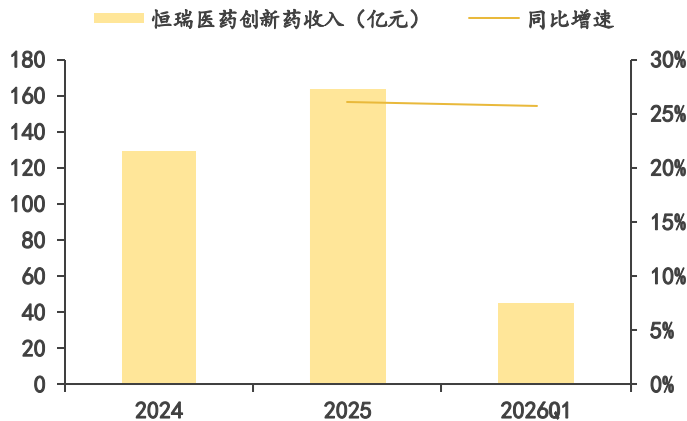
表 8：2025 年及 2026Q1 化学制剂板块主要财务指标情况

| 财务指标 (亿元) | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q4 | 2024A | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025Q4 | 2025A | 2026Q1 |
|-------------|--------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|----------|---------|--------|
| 营业收入 | 688.12 | 694.83 | 659.12 | 656.48 | 2698.54 | 675.54 | 684.91 | 661.21 | 684.01 | 2705.66 | 689.56 |
| 营收增速 | 1.84% | 4.54% | 2.72% | -1.20% | 1.97% | -1.83% | -1.43% | 0.32% | 4.20% | 0.27% | 2.08% |
| 毛利率 | 50.99% | 51.81% | 50.36% | 49.84% | 50.77% | 51.13% | 52.34% | 50.21% | 48.96% | 50.66% | 51.36% |
| 销售费用率 | 21.45% | 21.40% | 20.74% | 22.35% | 21.48% | 20.06% | 21.33% | 21.34% | 22.45% | 21.30% | 20.17% |
| 管理及研发费用率 | 13.65% | 14.82% | 15.47% | 17.53% | 15.34% | 14.56% | 14.81% | 15.96% | 16.68% | 15.50% | 14.16% |
| 财务费用率 | 0.00% | -0.02% | 0.70% | -0.29% | 0.09% | 0.18% | 0.07% | 0.45% | 0.64% | 0.34% | 0.80% |
| 研发费用 | 48.47 | 58.18 | 53.69 | 66.68 | 227.02 | 53.53 | 55.32 | 57.09 | 62.67 | 228.61 | 51.62 |
| 研发费用/收入 | 7.04% | 8.37% | 8.14% | 10.16% | 8.41% | 7.92% | 8.08% | 8.63% | 9.16% | 8.45% | 7.49% |
| 归母净利润 | 79.77 | 81.03 | 66.30 | 0.56 | 227.66 | 82.27 | 86.85 | 63.20 | 19.17 | 251.49 | 94.49 |
| 归母增速 | 9.55% | 33.83% | 5.24% | -98.23% | -0.24% | 3.14% | 7.19% | -4.67% | 3250.66% | 10.47% | 14.85% |
| 扣非净利润 | 75.92 | 75.33 | 64.56 | 0.25 | 216.06 | 79.40 | 77.32 | 59.37 | 17.08 | 233.18 | 84.34 |
| 扣非增速 | 12.83% | 42.65% | 16.28% | -98.62% | 11.43% | 4.58% | 2.52% | -7.07% | 1946.81% | 7.92% | 6.21% |
| 扣非净利率 | 11.03% | 10.84% | 9.79% | 0.04% | 8.01% | 11.75% | 11.29% | 8.98% | 2.50% | 8.62% | 12.23% |
| 应收账款 | 581.26 | - | - | - | 540.70 | 605.36 | - | - | - | 569.31 | 628.28 |
| 应收账款增速 | -1.41% | - | - | - | 1.10% | 4.15% | - | - | - | 5.29% | 3.79% |
| 经营现金流净额 | 71.97 | 127.90 | 85.23 | 397.33 | 112.24 | 38.15 | 149.25 | 121.96 | 128.98 | 438.34 | 39.55 |
| 经营现金流净额/净利润 | 90.22% | 157.85% | 128.55% | 70382% | 49.30% | 46.37% | 171.84% | 192.97% | 672.85% | 174.29% | 41.86% |

资料来源：Choice、国投证券证券研究所，注：标的统计基础是优化过的国投证券医药分类，剔除了无同比数据的次新股、ST 股、医药主业不突出的转型类公司

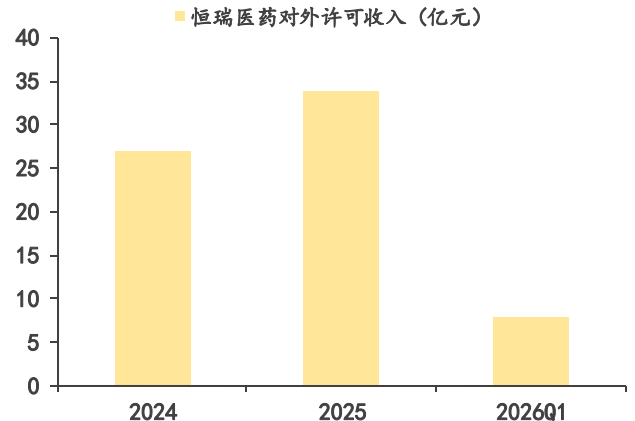
- ▶ 恒瑞医药：创新药销售强劲增长，开启高质量发展新篇章。其中，创新药销售方面，2025 年和 2026Q1 公司创新药分别实现收入 163.42 亿元和 45.26 亿元，分别同比增长 26.09% 和 25.75%，公司预计 2026 年创新药收入同比增长超 30%，创新药占药品销售比重从 2024 年的 51.80% 稳步提升至 2026Q1 的 61.69%；对外许可方面，2025 年公司实现对外许可收入 33.92 亿元，同比增长 25.63%。

图15. 恒瑞医药创新药历年收入情况（亿元）



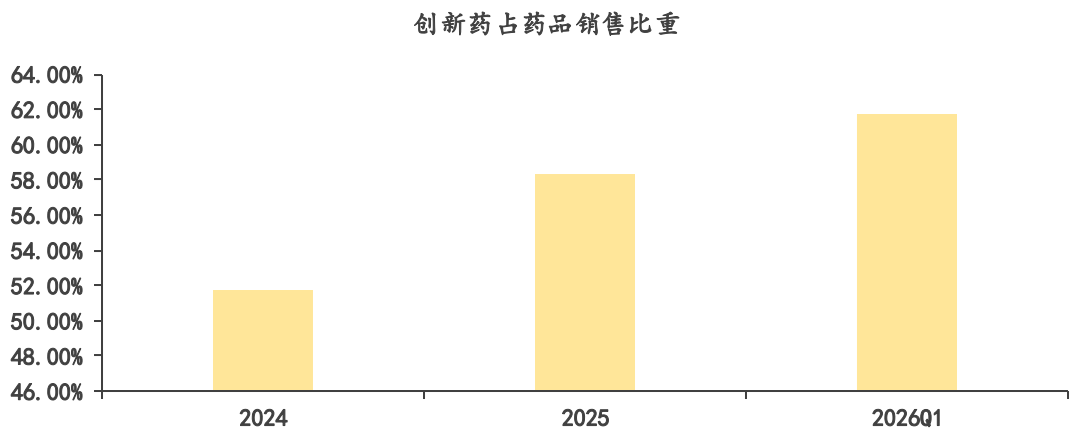
资料来源：公司公告、Wind、国投证券证券研究所

图16. 恒瑞医药对外许可历年收入情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国投证券证券研究所

图17. 恒瑞医药创新药占药品销售比重



资料来源：公司公告、Wind、国投证券证券研究所

2.2. 化学原料药：部分原料药品种价格周期性下滑，2025年和2026Q1原料药板块业绩承压

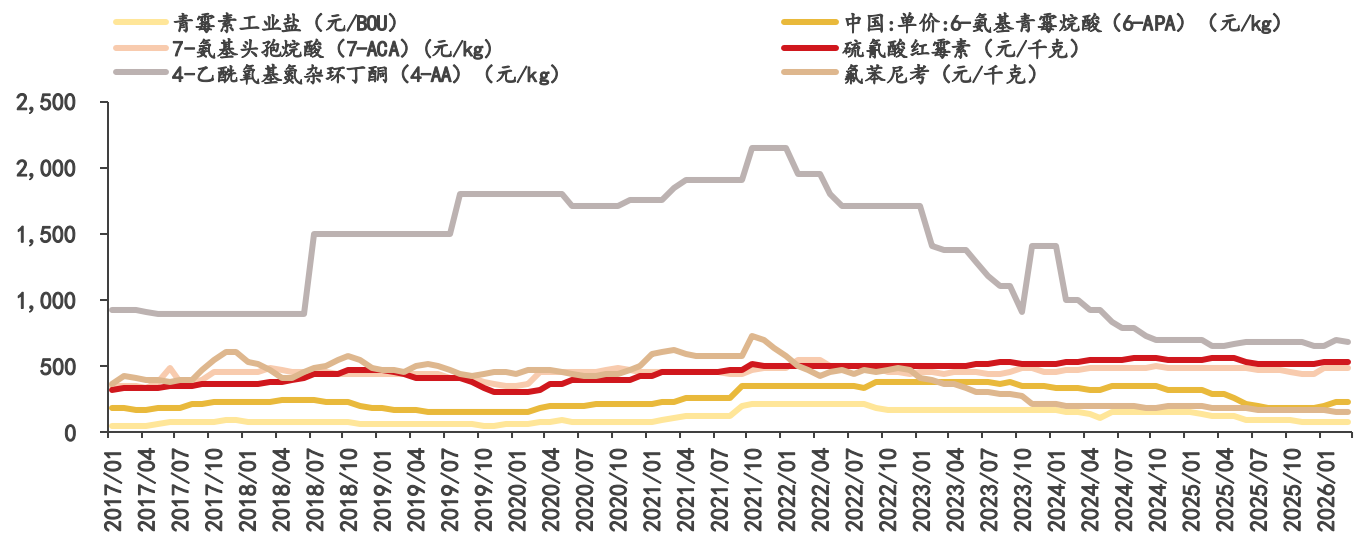
根据我们系统性优化过的国投证券医药板块分类：2025年化学原料药板块营收同比下降2.86%，归母净利润同比下降32.08%，扣非净利润同比下降29.43%，销售费用率有所优化，同比下降了0.95pct，管理与研发费用率有所提升，同比提升了0.73pct。2026Q1化学原料药板块营收同比下降2.47%，归母净利润同比下降14.60%，扣非净利润同比下降32.95%，销售费用率有所优化，同比下降了1.00pct，管理与研发费用率有所增长，同比提升0.32pct。受部分原料药品种价格周期性下滑的影响，2025年和2026Q1化学原料药板块业绩承压。

表 9：2025 年及 2026Q1 化学原料药板块主要财务指标情况

| 财务指标 (亿元) | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q4 | 2024A | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025Q4 | 2025A | 2026Q1 |
|-------------|---------|---------|---------|------------|---------|--------|---------|---------|----------|---------|---------|
| 营业收入 | 275.91 | 275.25 | 254.50 | 244.92 | 1050.57 | 268.16 | 264.90 | 246.22 | 241.22 | 1020.49 | 261.54 |
| 营收增速 | -1.45% | 3.50% | 1.60% | 0.05% | 0.90% | -2.81% | -3.76% | -3.25% | -1.51% | -2.86% | -2.47% |
| 毛利率 | 37.74% | 36.77% | 37.75% | 39.98% | 38.01% | 35.62% | 36.84% | 35.25% | 35.50% | 35.82% | 34.77% |
| 销售费用率 | 12.76% | 11.36% | 11.18% | 11.51% | 11.72% | 10.60% | 10.72% | 10.71% | 11.06% | 10.77% | 9.60% |
| 管理及研发费用率 | 13.09% | 13.88% | 15.25% | 19.85% | 15.39% | 13.83% | 14.85% | 16.76% | 19.41% | 16.12% | 14.15% |
| 财务费用率 | 1.04% | 0.38% | 1.76% | 0.05% | 0.81% | 0.42% | 0.15% | 1.61% | 2.16% | 1.05% | 2.81% |
| 研发费用 | 15.68 | 16.50 | 16.36 | 22.81 | 71.35 | 16.56 | 17.32 | 18.31 | 21.79 | 73.99 | 15.78 |
| 研发费用/收入 | 5.68% | 5.99% | 6.43% | 9.31% | 6.79% | 6.18% | 6.54% | 7.44% | 9.03% | 7.25% | 6.03% |
| 归母净利润 | 22.39 | 29.17 | 21.92 | 0.06 | 73.54 | 23.91 | 21.37 | 14.81 | -10.14 | 49.95 | 20.42 |
| 归母增速 | 3.20% | 33.68% | 53.65% | -100.3% | 133.78% | 6.81% | -26.76% | -32.42% | -15783% | -32.08% | -14.60% |
| 扣非净利润 | 21.01 | 21.04 | 19.24 | -0.89 | 60.39 | 21.40 | 20.01 | 11.96 | -10.75 | 42.62 | 14.35 |
| 扣非增速 | 8.33% | 0.59% | 47.60% | -96.94% | 149.51% | 1.89% | -4.89% | -37.82% | 1106.46% | -29.43% | -32.95% |
| 扣非净利率 | 7.61% | 7.64% | 7.56% | -0.36% | 5.75% | 7.98% | 7.55% | 4.86% | -4.46% | 4.18% | 5.49% |
| 应收账款 | 214.26 | - | - | - | 210.19 | 237.53 | - | - | - | 216.75 | 230.33 |
| 应收账款增速 | -2.38% | - | - | - | 7.98% | 10.86% | - | - | - | 3.12% | -3.03% |
| 经营现金流净额 | 31.52 | 36.29 | 41.27 | 153.60 | 44.53 | 21.05 | 38.51 | 40.70 | 52.86 | 153.12 | 25.58 |
| 经营现金流净额/净利润 | 140.77% | 124.38% | 188.28% | 237483.24% | 60.55% | 88.01% | 180.24% | 274.77% | -521.15% | 306.54% | 125.28% |

资料来源: Choice、国投证券证券研究所, 注: 标的统计基础是优化过的国投证券医药分类, 剔除了无同比数据的次新股、ST 股、医药主业不突出的转型类公司

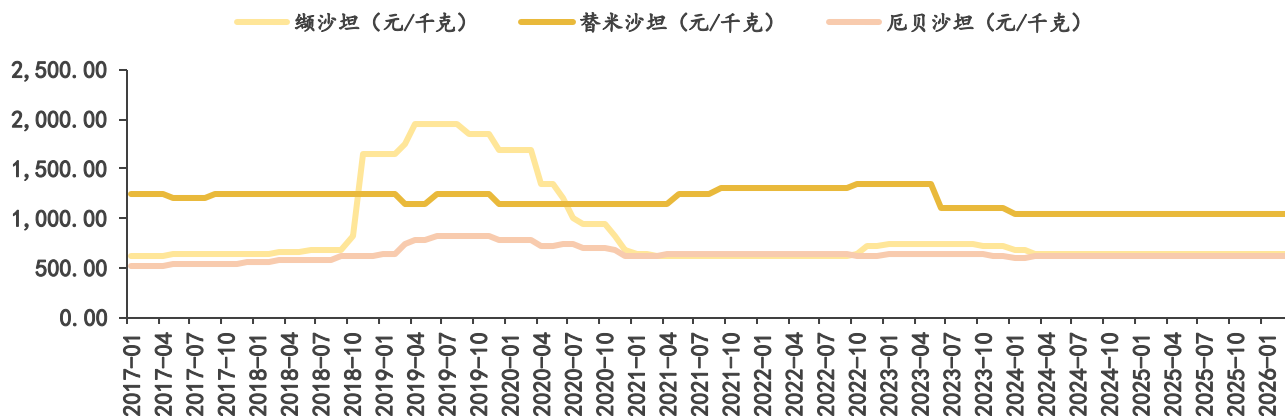
- 抗生素类: 截至 2026.3, 青霉素工业盐、6-APA、7-ACA、硫氰酸红霉素、4-AA、氟苯尼考的单价分别为 80.00 元/BOU、222.5 元/kg、480 元/kg、525 元/kg、680 元/kg、155 元/kg, 与去年同期相比分别同比下降 33.33%、同比下降 20.54%、同比增长 0.00%、同比下降 6.25%、同比增长 4.62%、同比下降 16.22%; 与 2026 年年初相比, 青霉素工业盐、6-APA、4-AA 价格有所改善, 相较于 2026.1 分别增长 3.23%、17.11%、4.62%。

图18. 抗生素类原料药品种价格走势


资料来源: Wind、iFinD、国投证券证券研究所

- 沙坦类：截至 2026.3，缬沙坦、替米沙坦、厄贝沙坦单价分别为 640 元/kg、1050 元/kg、625 元/kg，与去年同期相比，缬沙坦、替米沙坦、厄贝沙坦单价维持不变。

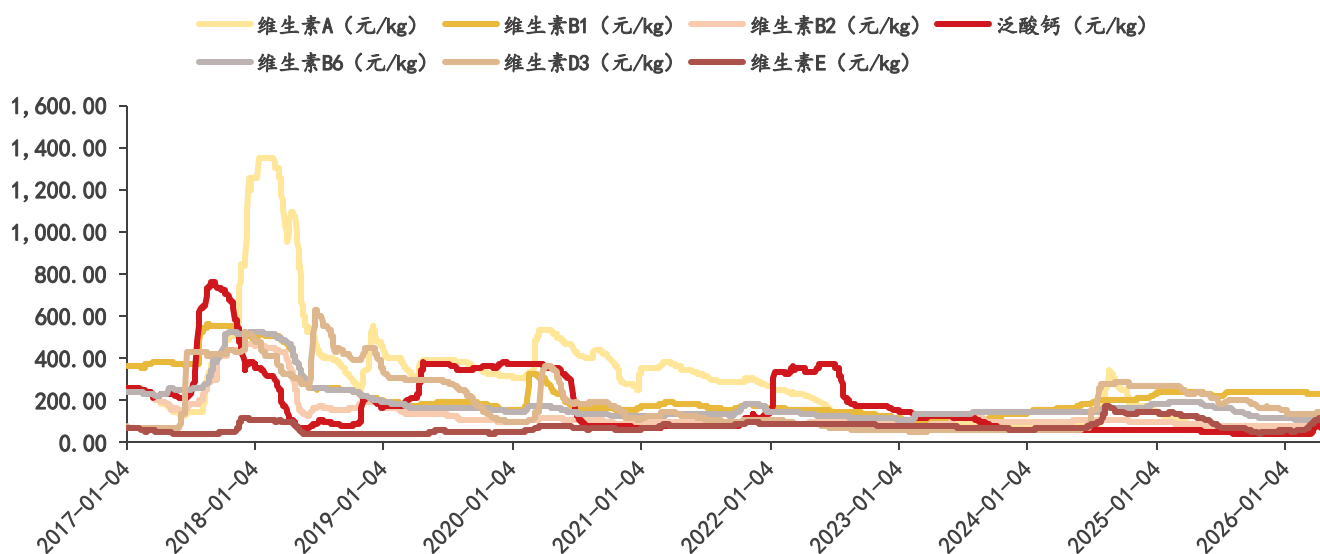
图19. 沙坦类原料药品种价格走势



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

- 维生素类：截至 2026.4.30，维生素 A、维生素 B1、维生素 B2、泛酸钙、维生素 B6、维生素 D3、维生素 E 的单价分别为 97.71 元/kg、232.50 元/kg、76.50 元/kg、67.50 元/kg、112.50 元/kg、140 元/kg、99 元/kg，与 2026.1.4 相比，分别增长 57.24%、下降 2.11%、增长 1.32%、增长 62.65%、增长 0.45%、下降 9.68%、增长 83.33%。维生素 A、泛酸钙、维生素 E 的价格改善较为明显。

图20. 维生素类原料药品种价格走势



资料来源：iFind、国投证券证券研究所

2.3. 生物制品：多因素影响业绩整体承压，部分品种表现较好

根据我们系统性优化过的国投证券医药板块分类：2025 年生物制品板块（剔除次新股、ST 股、医药主业不突出的转型类公司）整体营收同比下降 14.96%，归母净利润同比下降 125.73%，扣非净利润同比下降 140.61%。单季度来看，生物制品板块 2025Q1-2025Q3 间单季度营收同比降幅逐步缩窄，2025Q4 营收同比增长 7.05%，整体呈现从深度调整期逐步走向边际复苏的态势；生物制品板块 2025Q4 归母净利润和扣非净利润存在较大亏损，主要系板块内头部企

业计提大额资产减值准备的短期扰动。从细分板块来看，2025 年疫苗板块中，HPV 疫苗、带状疱疹疫苗等品种销售承压，四价流脑结合疫苗、吸附破伤风疫苗等品种表现较好，流感疫苗在 2025Q4 呼吸道疾病高发背景下实现需求回升；血液制品板块受集采扩围、DRG/DIP 改革、医保控费、药品重点监控合理用药等因素影响，临床处方量减少，市场需求端景气度下滑，业绩呈现阶段性调整。

2026Q1 生物制品板块（剔除次新股、ST 股、医药主业不突出的转型类公司）整体营收同比下降 7.90%，归母净利润同比下降 44.70%，扣非净利润同比下降 36.39%。2026Q1 板块业绩有所承压的主要原因预计为：财政部、税务总局联合发布的《关于增值税法施行后增值税优惠政策衔接事项的公告》规定，自 2026 年 1 月 1 日起，生物制品中除部分仍享受 3% 简易计税政策的抗癌药品和罕见病药品等产品外，普通生物制品从 3% 增值税简易征收政策调整为适用 13% 一般计税税率，对各公司的收入和利润产生不同程度的影响。

表 10：2025 年及 2026Q1 生物制品板块主要财务指标情况

| 财务指标 (亿元) | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q4 | 2024A | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025Q4 | 2025A | 2026Q1 |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入 | 264.30 | 240.16 | 239.05 | 196.77 | 940.28 | 173.17 | 201.55 | 214.54 | 210.40 | 799.45 | 159.30 |
| 营收增速 | -7.64% | -23.72% | -35.03% | -41.66% | -28.01% | -34.48% | -16.06% | -10.20% | 7.05% | -14.96% | -7.90% |
| 毛利率 | 51.32% | 57.98% | 64.64% | 61.79% | 58.60% | 63.13% | 60.51% | 59.91% | 59.97% | 60.78% | 59.93% |
| 销售费用率 | 14.79% | 20.01% | 25.08% | 27.37% | 21.37% | 24.07% | 24.28% | 27.48% | 27.47% | 25.96% | 23.27% |
| 管理及研发费用率 | 13.32% | 17.06% | 16.85% | 24.87% | 17.59% | 21.09% | 20.90% | 19.84% | 22.98% | 21.21% | 22.18% |
| 财务费用率 | -0.65% | -0.44% | -0.38% | -0.19% | -0.43% | -0.16% | -0.09% | 0.21% | 0.45% | 0.11% | 0.92% |
| 研发费用 | 20.38 | 24.40 | 23.83 | 28.67 | 97.28 | 20.25 | 24.20 | 24.23 | 28.62 | 97.31 | 19.38 |
| 研发费用/收入 | 7.71% | 10.16% | 9.97% | 14.57% | 10.35% | 11.69% | 12.01% | 11.29% | 13.60% | 12.17% | 12.16% |
| 归母净利润 | 50.00 | 40.38 | 44.89 | 8.22 | 143.50 | 25.68 | 25.84 | 27.72 | -115.95 | -36.89 | 14.10 |
| 归母增速 | -29.47% | -44.32% | -42.08% | -76.98% | -44.09% | -48.64% | -35.95% | -38.10% | - | 1533.95% | -125.73% |
| 扣非净利润 | 47.97 | 38.68 | 43.18 | 3.88 | 133.71 | 22.10 | 22.98 | 16.05 | -115.11 | -54.18 | 13.94 |
| 扣非增速 | -27.71% | -41.87% | -43.10% | -88.75% | -45.03% | -53.93% | -37.31% | -64.29% | - | 3076.96% | -140.61% |
| 扣非净利率 | 18.15% | 16.11% | 18.06% | 1.97% | 14.22% | 12.76% | 11.40% | 7.48% | -54.71% | -6.78% | 8.75% |
| 应收账款 | 546.57 | - | - | - | 396.81 | 383.45 | - | - | - | 358.56 | 356.84 |
| 应收账款增速 | 12.02% | - | - | - | -25.22% | -29.84% | - | - | - | -9.71% | -6.95% |
| 经营现金流净额 | -11.70 | 63.08 | 16.02 | 76.87 | 9.47 | 15.57 | 34.88 | 55.06 | 53.44 | 158.94 | 15.24 |
| 经营现金流净额/净利润 | -23.40% | 156.19% | 35.69% | 935.27% | 6.60% | 60.62% | 134.99% | 198.66% | -46.09% | -430.82% | 108.05% |

资料来源：Choice、国投证券证券研究所，注：标的统计基础是优化过的国投证券医药分类，剔除了无同比数据的次新股、ST 股、医药主业不突出的转型类公司

2.4. 医疗服务：CXO、生命科学服务等细分板块业绩持续改善

根据我们系统性优化过的国投证券医药板块分类：2025 年医疗服务板块整体营收同比下滑 4.68%，归母净利润同比下滑 12.41%，扣非净利润同比下滑 12.98%，销售费用率、管理与研发费用率均有所增长，分别同比提升 0.27pct、0.54pct。2026Q1 医疗服务板块整体营收同比下滑 1.71%，归母净利润同比增长 11.16%，扣非净利润同比增长 9.63%，销售费用率持续优化（-0.13pct），管理与研发费用率有所增长（+0.26pct）。得益于 CXO 等细分板块业绩高速增长，医疗服务板块业绩有所改善。

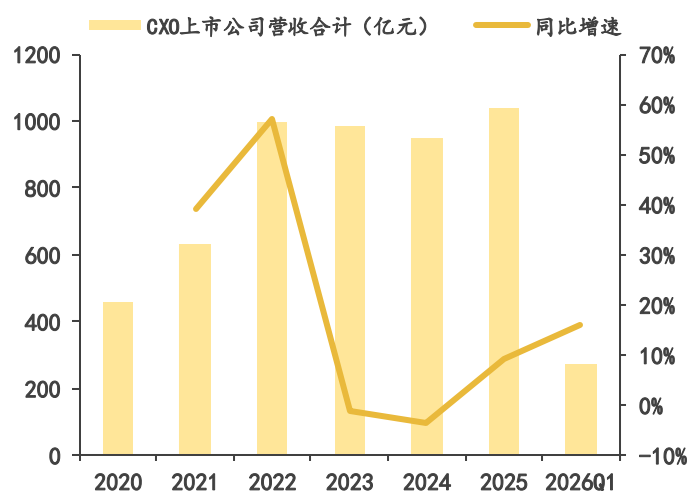
表 11：2025 年及 2026Q1 医疗服务板块主要财务指标情况

| 财务指标 (亿元) | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q4 | 2024A | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025Q4 | 2025A | 2026Q1 |
|-------------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|
| 营业收入 | 244.32 | 272.54 | 265.78 | 274.68 | 1057.32 | 241.21 | 257.98 | 255.00 | 253.68 | 1007.87 | 237.08 |
| 营收增速 | 0.16% | 1.78% | -2.17% | 2.07% | 0.46% | -1.27% | -5.34% | -4.06% | -7.64% | -4.68% | -1.71% |
| 毛利率 | 34.05% | 37.02% | 39.09% | 33.34% | 35.90% | 34.09% | 35.61% | 38.26% | 34.74% | 35.70% | 35.53% |
| 销售费用率 | 10.75% | 10.94% | 10.97% | 12.09% | 11.20% | 11.01% | 10.62% | 11.59% | 12.66% | 11.47% | 10.88% |
| 管理及研发费用率 | 13.22% | 12.62% | 13.02% | 14.00% | 13.22% | 13.25% | 13.15% | 13.47% | 15.15% | 13.76% | 13.51% |
| 财务费用率 | 1.30% | 1.68% | 0.75% | 2.47% | 1.56% | 0.90% | 1.20% | 0.69% | 1.53% | 1.08% | 1.67% |
| 研发费用 | 8.01 | 8.88 | 8.91 | 9.34 | 35.14 | 7.93 | 8.32 | 8.85 | 9.89 | 35.00 | 7.78 |
| 研发费用/收入 | 3.28% | 3.26% | 3.35% | 3.40% | 3.32% | 3.29% | 3.23% | 3.47% | 3.90% | 3.47% | 3.28% |
| 归母净利润 | 12.85 | 24.27 | 28.70 | -10.72 | 55.09 | 14.22 | 18.16 | 23.23 | -7.36 | 48.26 | 15.81 |
| 归母增速 | -19.68% | -3.14% | -11.71% | -487.91% | -27.82% | 10.71% | -25.16% | -19.07% | -31.40% | -12.41% | 11.16% |
| 扣非净利润 | 11.27 | 20.93 | 25.53 | -10.71 | 47.02 | 12.75 | 16.25 | 20.40 | -8.47 | 40.92 | 13.97 |
| 扣非增速 | -18.20% | -9.11% | -2.90% | -718.58% | -27.48% | 13.06% | -22.37% | -20.09% | -20.89% | -12.98% | 9.63% |
| 扣非净利率 | 4.61% | 7.68% | 9.61% | -3.90% | 4.45% | 5.28% | 6.30% | 8.00% | -3.34% | 4.06% | 5.89% |
| 应收账款 | 355.38 | - | - | - | 334.47 | 332.04 | - | - | - | 296.53 | 297.33 |
| 应收账款增速 | -9.53% | - | - | - | -3.44% | -6.57% | - | - | - | -11.34% | -10.45% |
| 经营现金流净额 | 3.63 | 29.86 | 44.24 | 154.46 | 76.74 | 14.28 | 37.45 | 53.76 | 88.38 | 193.87 | 13.59 |
| 经营现金流净额/净利润 | 28.26% | 123.03% | 154.12% | 1440.35% | 139.28% | 100.44% | 206.17% | 231.43% | 1201.38% | 401.74% | 85.94% |

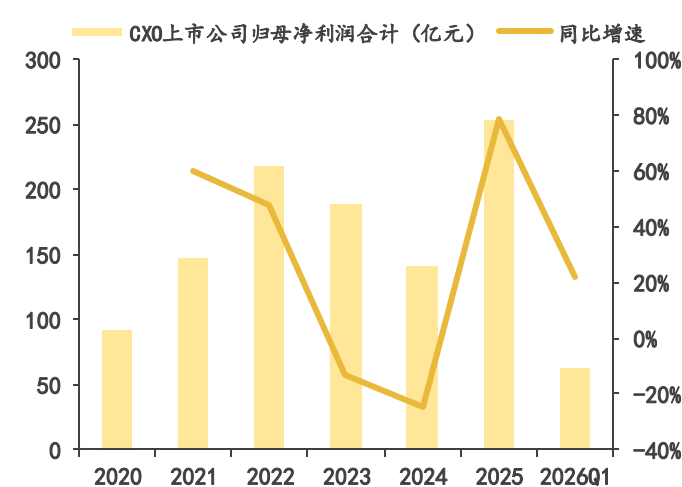
资料来源: Choice、国投证券证券研究所, 注: 标的统计基础是优化过的国投证券医药分类, 剔除了无同比数据的次新股、ST 股、医药主业不突出的转型类公司

2.4.1. CXO: 受益于多肽、小核酸等后期项目订单的显著放量, CXO 板块业绩持续高增长

2025 年 CXO 上市公司分别实现营收和归母净利润 1035.92 亿元和 252.99 亿元, 分别同比增长 9.30% 和 78.38%。2026Q1 CXO 上市公司分别实现营收和归母净利润 270.75 亿元和 62.05 亿元, 分别同比增长 16.04% 和 21.73%。部分龙头 CXO 公司受益于多肽、小核酸等领域后期项目订单的显著放量, 2025 年和 2026Q1 CXO 板块业绩持续高增长。

图21. CXO 上市公司历年营收情况 (亿元)


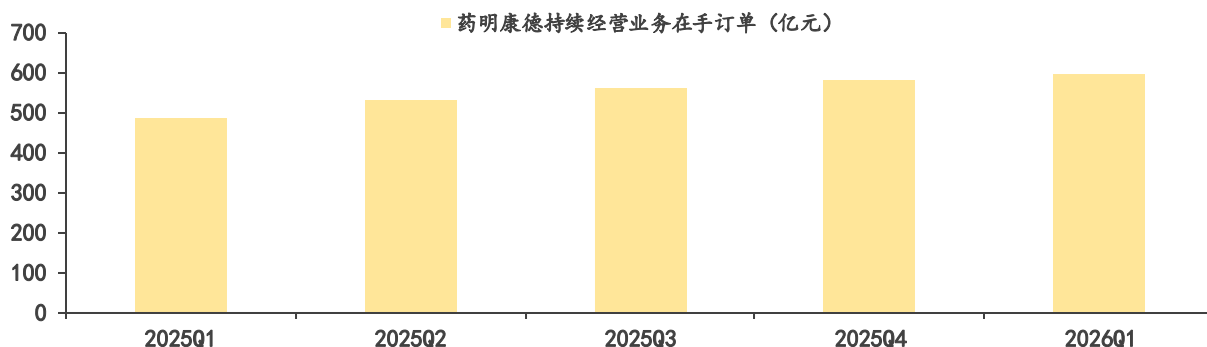
资料来源: 公司公告、Wind、国投证券证券研究所, 注: 统计的 CXO 公司包括药明康德、康龙化成、昭衍新药、泰格医药、凯莱英、博腾股份、九洲药业、美迪西、药石科技、皓元医药、毕得医药、普洛药业、和元生物、博济医药、诺思格、普蕊斯

图22. CXO 上市公司历年归母净利润情况 (亿元)


资料来源: 公司公告、Wind、国投证券证券研究所, 注: 统计的 CXO 公司包括药明康德、康龙化成、昭衍新药、泰格医药、凯莱英、博腾股份、九洲药业、美迪西、药石科技、皓元医药、毕得医药、普洛药业、和元生物、博济医药、诺思格、普蕊斯

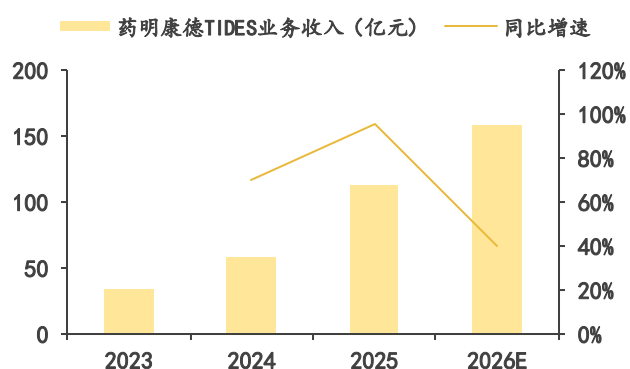
- 药明康德：公司持续拓展多肽、寡核苷酸等领域的项目管线，推动公司在手订单和核心业务的持续高增长。其中，在手订单方面，药明康德持续经营业务在手订单从2025Q1的483.6亿元稳步增长至2026Q1的597.7亿元，2026Q1持续经营业务在手订单同比增长23.6%；核心业务方面，小分子D&M业务2026Q1实现收入69.3亿元，同比增长80.10%；TIDES业务公司预计2026年实现收入159.18亿元，同比增长40%。

图23. 药明康德持续经营业务在手订单（亿元）



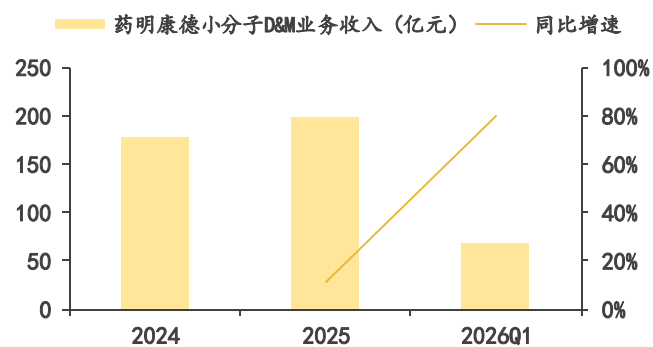
资料来源：Choice、公司公告、国投证券证券研究所

图24. 药明康德 TIDES 业务收入（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国投证券证券研究所

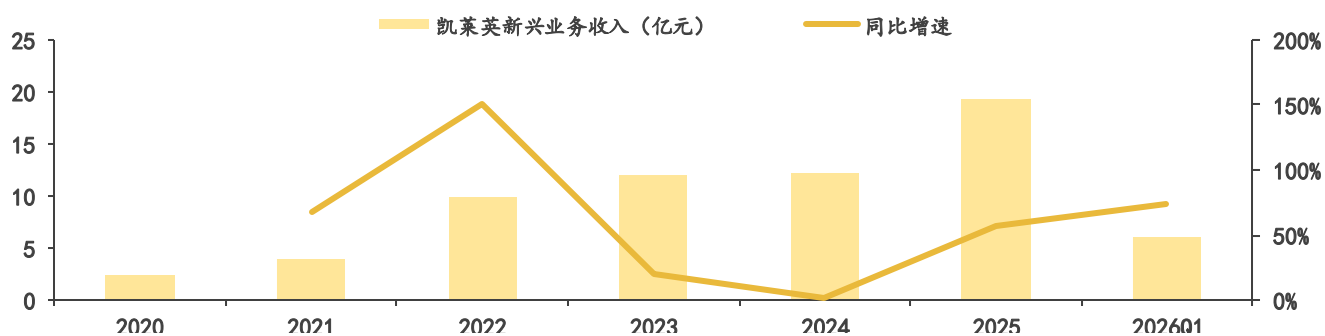
图25. 药明康德小分子 D&M 业务收入（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国投证券证券研究所

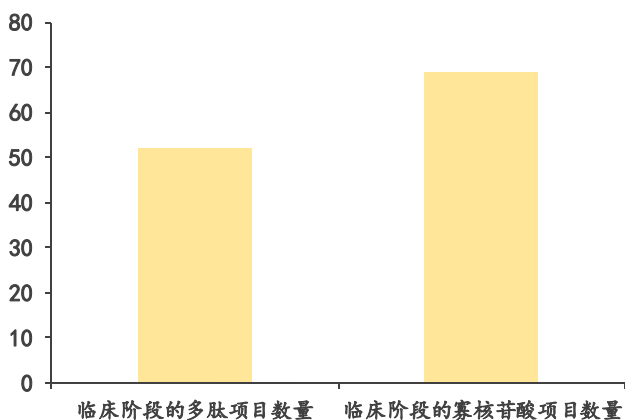
- 凯莱英：化学大分子业务进入快速发展阶段，驱动公司新兴业务持续高增长，2025 和 2026Q1 凯莱英新兴业务分别实现收入 19.29 亿元和 5.98 亿元，分别同比增长 57.34%和 74.07%。其中，化学大分子业务方面，公司持续加大多肽和寡核苷酸药物项目的开拓力度，目前服务处于临床阶段的多肽项目和寡核苷酸项目分别达 52 个和 69 个，公司预计 2026 年多肽业务验证批阶段（PPQ）项目有 4 个。

图26. 凯莱英历年新兴业务收入情况（亿元）



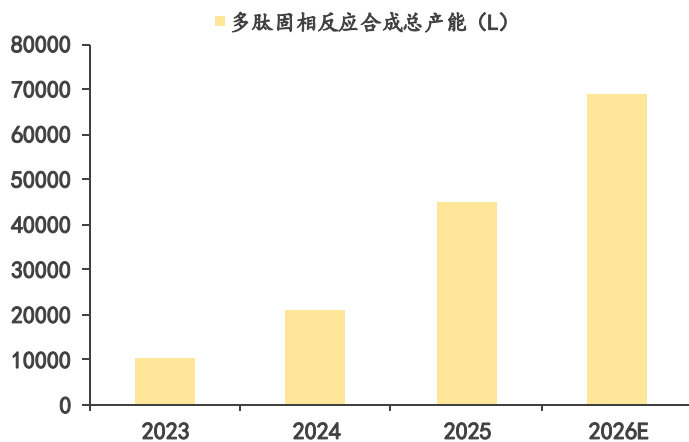
资料来源：Choice、公司公告、国投证券证券研究所

图27. 凯莱英临床阶段多肽和寡核苷酸项目（2025年）



资料来源：公司公告、Wind、国投证券证券研究所

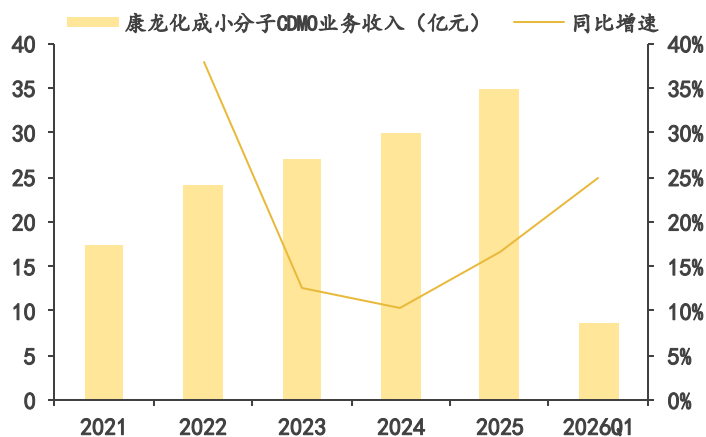
图28. 凯莱英多肽固相反应合成总产能（L）



资料来源：公司公告、Wind、国投证券证券研究所

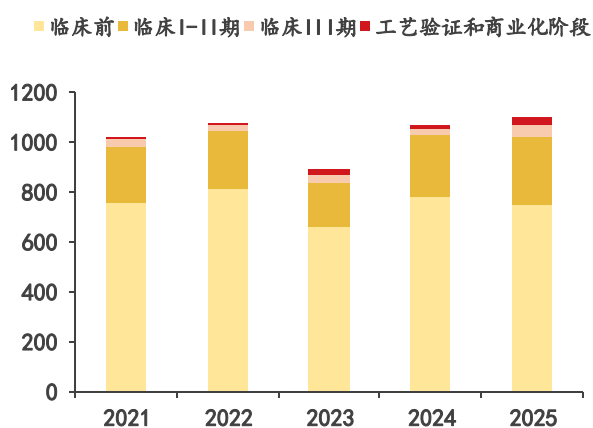
- 康龙化成：公司商业化生产取得积极进展，推动小分子 CDMO 业务快速发展，2026Q1 公司小分子 CDMO 业务实现收入 8.66 亿元，同比增长 25.01%。其中，项目订单方面，公司工艺验证和商业化阶段项目数量从 2021 年的 5 个快速提升至 2025 年的 34 个；重大订单方面，根据公司公告，2026Q1 公司与国际大型制药公司签订战略合作协议，为其首个注册申报的口服小分子 GLP-1 受体激动剂提供商业化生产服务。

图29. 康龙化成历年小分子 CDMO 业务收入（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国投证券证券研究所

图30. 康龙化成各阶段项目数量情况



资料来源：公司公告、Wind、国投证券证券研究所

2.4.2. 生命科学服务：各公司拐点先后出现，业绩有望持续改善

受益于国产创新药价值的持续兑现及进入 2025 年和 2026Q1 海外 BD 交易的进一步提速，内需一定程度上呈现良好的改善趋势，我们也观察到科研试剂及耗材公司拐点先后出现。例如，重组蛋白龙头百普赛斯 2025Q1 起收入及利润端明显改善，业绩增速提升，尽管 2025Q4 由于相关费用增长导致单季度利润有所下滑，但 2026Q1 重回增长曲线；细胞培养基龙头奥浦迈 2026Q1 单季度营业收入同比增长 117.68%，归母净利润同比增长 167.45%。除上述百普赛斯及奥浦迈外，包括试剂、耗材、动物、装备等领域的毕得医药、义翘神州、纳微科技、药康生物、东富龙、楚天科技等均不同程度显示出业绩改善趋势，而科学仪器公司则可能受到仪器更新换代及国产化率提升较慢等因素影响，业绩恢复趋势短期内相对不明显。

图31. 生命科学上游公司季度间收入及归母净利润增速情况

| 公司代码 | 公司名称 | 营业收入yoy | | | | | 归母净利润yoy | | | | |
|--------|------|---------|--------|--------|--------|--------|----------|---------|----------|---------|---------|
| | | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 |
| 688179 | 阿拉丁 | 32.20 | 3.67 | 21.26 | 61.39 | 31.15 | 41.35 | -85.81 | 15.80 | 69.13 | 20.31 |
| 688105 | 诺唯赞 | -5.50 | -7.61 | 2.84 | 8.54 | 12.52 | -63.39 | -88.86 | 74.55 | 35.92 | 118.95 |
| 688293 | 奥浦迈 | 4.98 | 47.21 | 29.80 | 2.46 | 117.68 | -25.08 | 401.78 | 283.59 | -24.98 | 167.45 |
| 688046 | 药康生物 | 8.76 | 11.27 | 18.56 | 22.98 | 21.79 | 1.70 | -12.66 | 78.25 | 182.08 | 57.12 |
| 688690 | 纳微科技 | 22.39 | 21.20 | 22.46 | 9.12 | 34.03 | 72.98 | 21.05 | 1,558.82 | -30.85 | 133.22 |
| 301047 | 义翘神州 | 1.94 | 10.33 | 17.39 | 26.49 | 18.11 | -48.27 | 65.75 | 49.76 | 66.09 | 42.02 |
| 301080 | 百普赛斯 | 27.73 | 30.95 | 37.50 | 24.01 | 26.33 | 32.30 | 66.10 | 81.46 | -17.85 | 13.99 |
| 688137 | 近岸蛋白 | 28.20 | 15.14 | 22.63 | -2.51 | 11.37 | -348.91 | -97.84 | 50.43 | -35.31 | 10.20 |
| 688073 | 毕得医药 | 12.83 | 22.86 | 25.94 | 18.60 | 9.08 | 17.71 | 65.78 | 44.71 | -4.67 | 52.57 |
| 300203 | 聚光科技 | 1.38 | -14.19 | -15.61 | -27.59 | -25.00 | 18.77 | -142.32 | -116.41 | -290.90 | -254.06 |
| 688139 | 海尔生物 | 0.30 | -5.57 | 1.24 | 13.09 | -5.36 | -19.88 | -66.42 | -25.60 | -8.96 | -27.93 |
| 688056 | 莱伯泰科 | -6.09 | -14.45 | -4.22 | 2.91 | -12.41 | 10.30 | -32.12 | 1.76 | 93.74 | -48.21 |
| 300171 | 东富龙 | 2.58 | 9.22 | 6.39 | 0.56 | -2.54 | -68.87 | -47.70 | 120.91 | 66.40 | 36.67 |
| 300358 | 楚天科技 | -22.19 | -7.15 | 10.17 | 12.57 | 2.40 | 59.00 | 93.93 | 192.50 | 164.12 | 892.43 |
| 688301 | 奕瑞科技 | -1.92 | 9.32 | 46.18 | 47.65 | 42.50 | 2.74 | 13.86 | 64.43 | 139.17 | 24.91 |
| 688114 | 华大智造 | -14.26 | -2.93 | 14.45 | -20.36 | 24.81 | 33.67 | 130.62 | 90.31 | 25.36 | 37.87 |

资料来源: Choice, 国投证券证券研究所

2.5. 医疗器械: 2026Q1 收入重回正增长, 关注国际化和新兴技术

根据我们系统性优化过的国投证券医药板块分类: (1) 2025 全年医疗器械板块整体营收同比减少 2.19%, 归母净利润同比减少 17.97%, 扣非净利润同比减少 19.40%, 毛利率为 53.65%, 扣非净利率为 13.59%。(2) 2026Q1 单季度来看, 医疗器械板块整体营收同比增长 2.81%, 归母净利润同比降低 8.89%, 扣非净利润同比降低 7.14%, 毛利率为 54.60%, 扣非净利率为 16.92%。

首先看收入层面, 医疗器械板块 2026 年 Q1 同比重回正增长, 我们认为主要有以下几个原因:

(1) 反腐逐渐常态化, 边际上对设备行业招投标的影响已逐渐减弱; (2) 高值耗材集采接近尾声, 规则逐渐透明化, 同时第六批高值耗材国采规则缓和, 标志着高耗集采开始响应国家反内卷号召; (3) DRG 拆套餐和集采执行逐渐进入尾声, IVD 行业的量价逐渐企稳。再看利润层面, 扣非净利润仍有所下降, 但降幅相较于 2025 年全年已显著收窄, 我们分析是因为:

(1) 疫情后各家企业, 尤其是 IVD 企业经历了较长时间的产能出清和降本控费, 效果开始逐渐体现到利润端; (2) 集采后各企业也在积极推动产品结构转型, 逐渐放弃低毛利的产品, 大力推广具备较好盈利能力的产品, 实现了一定程度的产品结构升级。

展望后续: (1) 基数消化基本完成; (2) 新一轮设备更新的资金逐渐到位后, 有望带动设备放量; (3) IVD 和高值耗材在集采之后, 有望实现以价换量; 综合以上, 可展望企业在短期内有望实现复苏。长期来看, (1) 各个医疗器械行业龙头, 在技术领域逐渐追上甚至超过国际巨头, 有望在更为广阔的国际市场与海外同行开展竞争, 攫取更多市场份额; (2) 以脑机接口为代表的新兴技术不断涌现, 在政策和产业技术的双重共振下, 有望走出新一轮的增长曲线。(3) 各企业逐渐走出疫情期间过度扩张的后遗症影响, 将资本重新配置到更具效率和回报率的方向, 有望实现更好的利润表现。

表 12：2025 年及 2026Q1 医疗器械板块主要财务指标情况

| 财务指标 (亿元) | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q4 | 2024A | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025Q4 | 2025A | 2026Q1 |
|-------------|--------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 营业收入 | 375.17 | 398.35 | 359.03 | 351.98 | 1484.54 | 350.01 | 368.05 | 364.73 | 365.38 | 1447.45 | 359.10 |
| 营收增速 | 1.29% | 2.31% | -0.27% | -0.93% | 0.64% | -6.71% | -7.61% | 1.59% | 5.18% | -2.19% | 2.81% |
| 毛利率 | 55.81% | 57.04% | 54.79% | 50.42% | 54.61% | 54.28% | 54.28% | 54.20% | 51.76% | 53.65% | 54.60% |
| 销售费用率 | 15.84% | 15.89% | 15.26% | 19.78% | 16.65% | 16.04% | 16.71% | 17.27% | 19.46% | 17.39% | 15.91% |
| 管理及研发费用率 | 16.15% | 15.51% | 17.57% | 21.23% | 17.53% | 16.27% | 17.10% | 16.98% | 19.93% | 17.59% | 16.27% |
| 财务费用率 | -0.73% | -0.83% | 0.52% | -1.37% | -0.60% | -0.79% | -1.02% | 0.29% | 0.58% | -0.23% | 2.01% |
| 研发费用 | 35.30 | 35.31 | 36.71 | 40.92 | 148.24 | 32.33 | 35.02 | 35.06 | 40.88 | 143.30 | 33.38 |
| 研发费用/收入 | 9.41% | 8.86% | 10.22% | 11.63% | 9.99% | 9.24% | 9.52% | 9.61% | 11.19% | 9.90% | 9.29% |
| 归母净利润 | 83.10 | 92.46 | 71.05 | 19.14 | 265.76 | 70.52 | 69.07 | 60.89 | 16.90 | 217.38 | 64.25 |
| 归母增速 | 5.76% | 0.39% | -11.72% | -51.13% | -8.47% | -15.14% | -25.30% | -14.31% | -8.02% | -17.97% | -8.89% |
| 扣非净利润 | 77.55 | 88.49 | 66.03 | 12.78 | 244.86 | 65.42 | 62.81 | 56.60 | 11.94 | 196.77 | 60.75 |
| 扣非增速 | 4.04% | 3.67% | -12.13% | -60.81% | -8.52% | -15.64% | -29.02% | -14.29% | -1.08% | -19.40% | -7.14% |
| 扣非净利率 | 20.67% | 22.21% | 18.39% | 3.63% | 16.49% | 18.69% | 17.07% | 15.52% | 3.27% | 13.59% | 16.92% |
| 应收账款 | 283.42 | - | - | - | 280.27 | 295.83 | - | - | - | 281.06 | 297.05 |
| 应收账款增速 | 10.51% | - | - | - | 7.78% | 4.38% | - | - | - | 0.93% | 0.41% |
| 经营现金流净额 | 52.12 | 102.06 | 69.00 | 312.67 | 89.48 | 37.32 | 86.58 | 88.78 | 108.76 | 321.44 | 42.89 |
| 经营现金流净额/净利润 | 62.72% | 110.39% | 97.12% | 1633.26% | 33.67% | 52.92% | 125.35% | 145.80% | 643.44% | 147.87% | 66.75% |

资料来源: Choice、国投证券证券研究所, 注: 标的统计基础是优化过的国投证券医药分类, 剔除了无同比数据的次新股、ST 股、医药主业不突出的转型类公司

2.6. 医药商业：得益于零售药房业绩显著改善，2025 年和 2026Q1 医药商业板块扣非净利润稳步增长

根据我们系统性优化过的国投证券医药板块分类：2025 年医药商业板块整体营收同比增长 1.64%，归母净利润同比增长 16.82%，扣非净利润同比增长 3.26%，销售费用率、管理与研发费用率均有所优化，分别同比下降 0.24pct、0.07pct。2026Q1 医药商业板块整体营收同比增长 2.45%，归母净利润同比下滑 2.18%，扣非净利润同比增长 2.67%，销售费用率、管理与研发费用率均有所优化，分别同比下降 0.06pct、0.05pct。得益于零售药房业绩显著改善，2025 年和 2026Q1 医药商业板块扣非净利润稳步增长。

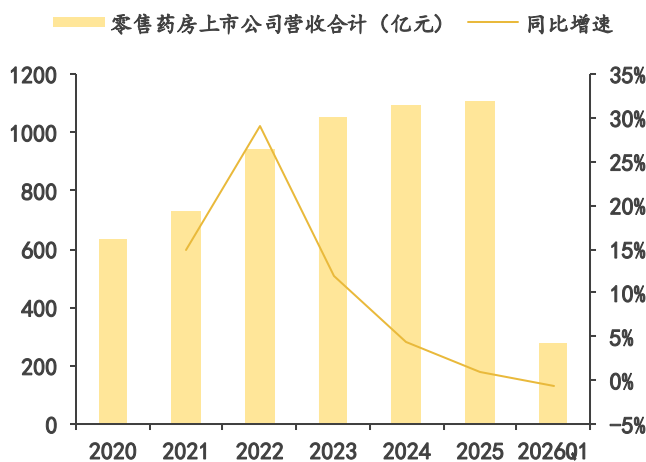
表 13：2025 年及 2026Q1 医药商业板块主要财务指标情况

| 财务指标 (亿元) | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q4 | 2024A | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025Q4 | 2025A | 2026Q1 |
|-------------|----------|---------|---------|---------|----------|----------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 2862.80 | 2781.25 | 2771.31 | 2745.17 | 11160.53 | 2836.96 | 2809.26 | 2826.47 | 2870.81 | 11343.51 | 2906.42 |
| 营收增速 | 1.01% | -0.95% | 4.42% | -1.78% | 0.63% | -0.90% | 1.01% | 1.99% | 4.58% | 1.64% | 2.45% |
| 毛利率 | 11.84% | 12.18% | 11.57% | 12.10% | 11.93% | 11.45% | 11.58% | 11.36% | 12.15% | 11.64% | 11.36% |
| 销售费用率 | 5.71% | 6.10% | 5.98% | 6.59% | 6.09% | 5.49% | 5.93% | 5.67% | 6.31% | 5.85% | 5.43% |
| 管理及研发费用率 | 2.15% | 2.33% | 2.28% | 2.83% | 2.40% | 2.15% | 2.20% | 2.36% | 2.59% | 2.33% | 2.10% |
| 财务费用率 | 0.63% | 0.69% | 0.72% | 0.68% | 0.68% | 0.58% | 0.56% | 0.56% | 0.56% | 0.56% | 0.51% |
| 研发费用 | 6.97 | 7.90 | 7.11 | 10.01 | 31.98 | 6.95 | 6.99 | 7.75 | 10.29 | 31.98 | 6.37 |
| 研发费用/收入 | 0.24% | 0.28% | 0.26% | 0.36% | 0.29% | 0.24% | 0.25% | 0.27% | 0.36% | 0.28% | 0.22% |
| 归母净利润 | 61.96 | 56.51 | 45.46 | 4.31 | 168.24 | 60.36 | 68.36 | 44.23 | 23.55 | 196.50 | 59.04 |
| 归母增速 | -0.85% | -15.00% | -8.49% | -79.16% | -15.60% | -2.59% | 20.97% | -2.69% | 449.37% | 16.82% | -2.18% |
| 扣非净利润 | 58.34 | 52.82 | 42.96 | -7.10 | 147.02 | 52.60 | 43.37 | 40.37 | 15.33 | 151.67 | 54.01 |
| 扣非增速 | -1.16% | -10.71% | -8.60% | 142.68% | -19.14% | -9.83% | -17.83% | -5.99% | -313.68% | 3.26% | 2.67% |
| 扣非净利率 | 2.04% | 1.90% | 1.55% | -0.26% | 1.32% | 1.85% | 1.54% | 1.43% | 0.53% | 1.34% | 1.86% |
| 应收账款 | 3156.73 | - | - | - | 2860.06 | 3229.08 | - | - | - | 2942.73 | 3301.18 |
| 应收账款增速 | 7.13% | - | - | - | 5.01% | 2.29% | - | - | - | 2.89% | 2.23% |
| 经营现金流净额 | -204.98 | 168.17 | 79.51 | 355.96 | 313.26 | -160.64 | 152.34 | 36.74 | 370.70 | 399.14 | -226.77 |
| 经营现金流净额/净利润 | -330.84% | 297.58% | 174.92% | 8255.2% | 186.20% | -266.16% | 222.85% | 83.05% | 1574.14% | 203.13% | -384.12% |

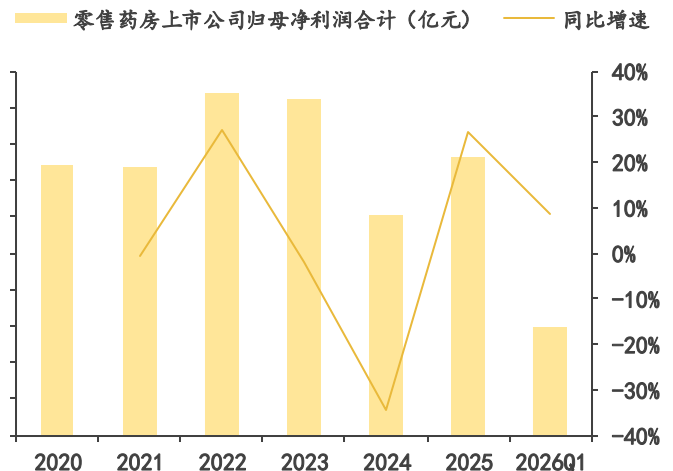
资料来源: Choice、国投证券证券研究所, 注: 标的统计基础是优化过的国投证券医药分类, 剔除了无同比数据的次新股、ST 股、医药主业不突出的转型类公司

2.6.1. 零售药房: 得益于门店店龄结构优化和降本增效落地, 2025 年和 2026Q1 零售药房业绩恢复正增长

2025 年零售药房上市公司分别实现营收和归母净利润 1107.57 亿元和 38.21 亿元, 分别同比增长 0.90% 和 26.71%。2026Q1 零售药房上市公司分别实现营收和归母净利润 276.65 亿元和 14.97 亿元, 分别同比下降 0.63% 和同比增长 8.51%。得益于零售药房门店店龄结构的优化和经营降本增效的有效落地, 2025 年和 2026Q1 零售药房业绩恢复正增长。

图32. 零售药房上市公司历年营收情况 (亿元)


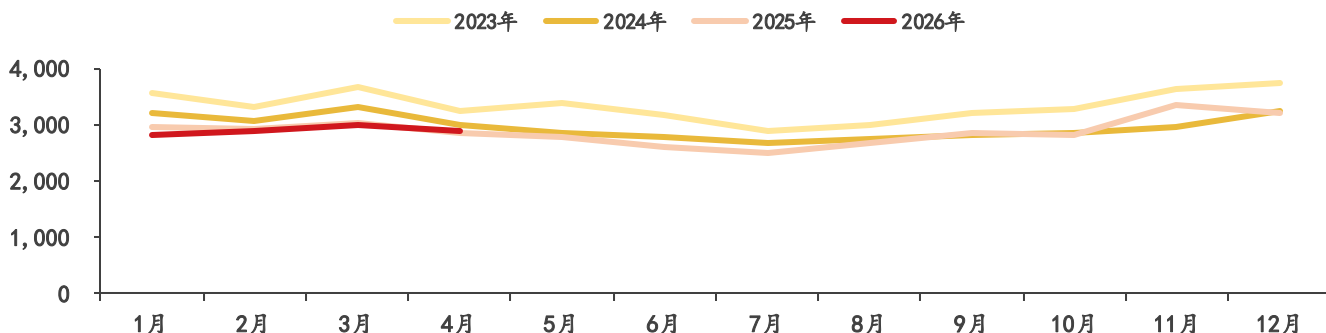
资料来源: 公司公告、Wind、国投证券证券研究所, 注: 统计的零售药房公司包括一心堂、漱玉平民、大参林、老百姓、益丰药房、健之佳

图33. 零售药房上市公司历年归母净利润情况 (亿元)


资料来源: 公司公告、Wind、国投证券证券研究所, 注: 统计的零售药房公司包括一心堂、漱玉平民、大参林、老百姓、益丰药房、健之佳

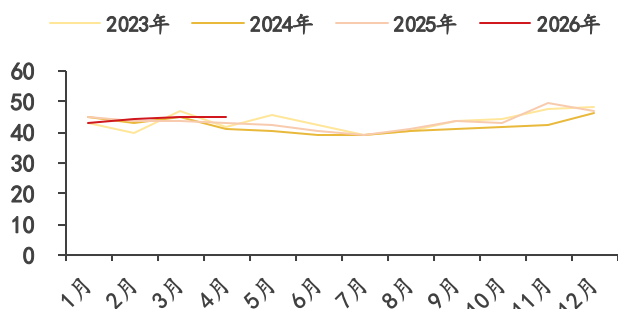
- 宏观维度-行业月度数据：根据中康咨询的数据，2025 年实体药店每日店均销售额为 2881.6 元，同比下降 2.85%。其中，2025 年实体药店店均订单量和客单价分别同比增长 3.14%、同比下降 5.81%。2026Q1 实体药店每日店均销售额为 2892.0 元，同比下降 2.81%。其中，2026Q1 实体药店店均订单量和客单价分别同比增长 0.37%、同比下降 3.30%

图34. 国内零售药房每日店均销售额（元-月度数据）



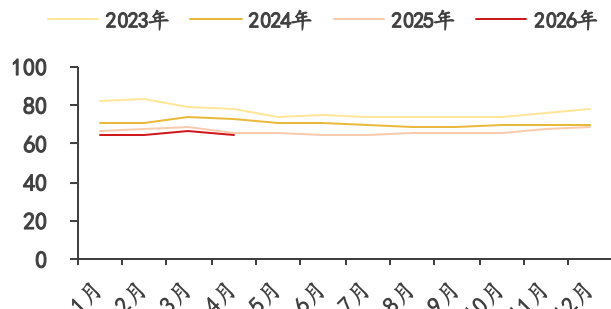
资料来源：中康资讯、国投证券证券研究所（数据截止至 2026.5.3）

图35. 国内零售药房店均订单量（单-月度数据）



资料来源：中康咨询、国投证券证券研究所（数据截止至 2026.5.3）

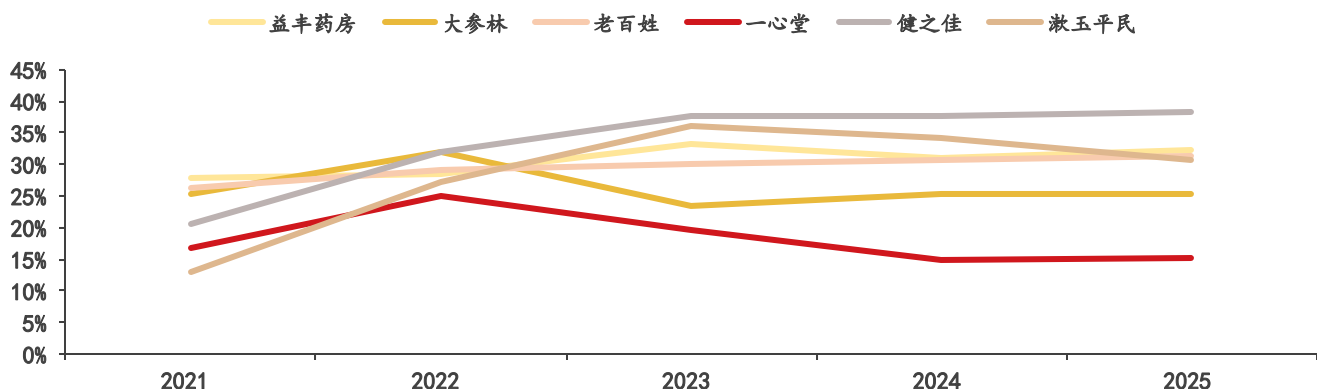
图36. 国内零售药房店均客单价（元-月度数据）



资料来源：中康咨询、国投证券证券研究所（数据截止至 2026.5.3）

- 微观维度-上市药房：零售药房行业经历了快速的门店扩张之后，头部连锁药房开始注重门店的高质量发展，随着门店结构的逐步优化，相关上市公司业绩有望稳健增长。其中，2025 年益丰药房、大参林、老百姓、一心堂、健之佳、漱玉平民的次新门店数量占比分别为 32.20%、25.32%、31.35%、15.25%、38.22%、30.81%。相较于 2024 年，2025 年益丰药房、大参林、老百姓、一心堂、健之佳次新门店数量占比均有一定提升。

图37. 各家上市药房的次新门店（2-3 年店龄）数量占比情况



资料来源：公司公告、国投证券证券研究所

2.7. 中药：板块业绩小幅承压，后续改善动能正在积聚

根据我们系统性优化过的国投证券医药板块分类：2025 年中药板块（剔除次新股、ST 股、医药主业不突出的转型类公司）整体营收同比下降 2.67%，归母净利润同比下降 2.74%，扣非净利润同比下降 2.94%。Q4 单季度来看，中药板块营收同比增长 2.47%，归母净利润同比下降 63.31%，扣非净利润同比实现扭亏。2025 年中药板块业绩受渠道库存消化、宏观消费环境承压、药品集采降价等因素影响小幅承压，但收入端及利润端降幅均较 2024 年的同比降幅有所收窄，下行压力有所缓解。

2026Q1 中药板块（剔除次新股、ST 股、医药主业不突出的转型类公司）整体营收同比下降 0.57%，归母净利润同比下降 2.40%，扣非净利润同比下降 1.06%，收入端及利润端降幅较 2025Q1 及 2025 年全年均有所收窄，板块筑底过程中呈现逐步企稳迹象。展望 2026 年，当前中药行业渠道库存已逐步消化，同时康美中国中药材价格总指数自 2024 年 7 月见顶后进入下行通道降幅明显，2026 年以来整体维持相对低位运行，有助于中药公司缓解成本压力，板块业绩有望逐步回暖。

表 14：2025 年及 2026Q1 中药板块主要财务指标情况

| 财务指标 (亿元) | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q4 | 2024A | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025Q4 | 2025A | 2026Q1 |
|-------------|---------|---------|---------|----------|---------|--------|---------|--------|----------|---------|--------|
| 营业收入 | 1000.83 | 866.25 | 799.73 | 825.27 | 3492.08 | 918.56 | 848.01 | 788.18 | 843.55 | 3395.89 | 910.96 |
| 营收增速 | -0.55% | -6.49% | -3.61% | -7.72% | -4.50% | -8.22% | -2.31% | -1.16% | 2.47% | -2.67% | -0.57% |
| 毛利率 | 44.23% | 43.01% | 40.29% | 40.93% | 42.24% | 42.95% | 42.12% | 40.83% | 43.35% | 42.38% | 43.68% |
| 销售费用率 | 21.39% | 21.49% | 20.85% | 24.78% | 22.09% | 19.48% | 21.47% | 21.46% | 25.18% | 21.87% | 19.93% |
| 管理及研发费用率 | 6.84% | 7.98% | 8.66% | 11.55% | 8.65% | 7.05% | 8.26% | 9.09% | 10.94% | 8.80% | 7.39% |
| 财务费用率 | -0.13% | -0.10% | 0.29% | 0.06% | 0.02% | 0.11% | 0.26% | 0.27% | 0.30% | 0.23% | 0.26% |
| 研发费用 | 22.14 | 23.61 | 21.62 | 33.24 | 100.61 | 20.15 | 22.41 | 23.81 | 33.26 | 99.62 | 22.53 |
| 研发费用/收入 | 2.21% | 2.73% | 2.70% | 4.03% | 2.88% | 2.19% | 2.64% | 3.02% | 3.94% | 2.93% | 2.47% |
| 归母净利润 | 131.60 | 99.21 | 77.89 | 9.19 | 317.89 | 125.53 | 105.70 | 75.16 | 3.54 | 309.91 | 122.50 |
| 归母增速 | -7.77% | -11.07% | -14.32% | -68.26% | -15.02% | -4.62% | 6.43% | -3.60% | -63.31% | -2.74% | -2.40% |
| 扣非净利润 | 125.11 | 94.80 | 65.95 | -13.79 | 272.07 | 118.19 | 82.08 | 61.30 | 3.24 | 264.88 | 117.01 |
| 扣非增速 | -7.03% | -6.92% | -19.60% | 160.57% | -20.26% | -5.53% | -13.54% | -7.16% | -124.39% | -2.94% | -1.06% |
| 扣非净利率 | 12.50% | 10.94% | 8.25% | -1.67% | 7.79% | 12.87% | 9.68% | 7.78% | 0.38% | 7.80% | 12.84% |
| 应收账款 | 821.00 | - | - | - | 707.64 | 799.57 | - | - | - | 723.87 | 813.70 |
| 应收账款增速 | 4.28% | - | - | - | -3.15% | -2.61% | - | - | - | 2.32% | 1.86% |
| 经营现金流净额 | 8.54 | 125.16 | 68.46 | 359.98 | 157.82 | 23.45 | 161.47 | 63.52 | 135.73 | 384.29 | 56.22 |
| 经营现金流净额/净利润 | 6.49% | 126.16% | 87.89% | 3918.65% | 49.64% | 18.68% | 152.76% | 84.51% | 3834.97% | 124.00% | 45.89% |

资料来源：Choice、国投证券证券研究所，注：标的统计基础是优化过的国投证券医药分类，剔除了无同比数据的次新股、ST 股、医药主业不突出的转型类公司

3. 风险提示

产品研发及审批速度低于预期；

医药政策变动；

药品及医疗服务等出现质量问题；

产品/服务降价超预期风险；

统计误差风险等。

目 行业评级体系

收益评级：

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上；

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券证券研究所

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034