下载日志已记录，仅供内部参考

华安证券
HUAAN SECURITIES

行业专题报告

A+H医药2026年中报总结：出清、出海与盈利拐点

分析师：谭国超(S0010521120002)，邮箱：tangc@hazq.com

华安证券研究所　2026年9月3日

下载日大可阅读，仅供内部参考

华安证券 HUAAN SECURITIES

总结总览（一）：A股477家收官全貌与H股53家

■ A股申万医药477家收官（剔ST及不可比样本后459个统计单元，迈瑞按分部拆为IVD/非IVD两单元）：2026H1合计营业收入12,403亿元（同比+2.6%）、归母净利润1,096亿元（同比+10.4%）、扣非归母净利润990亿元（同比+19.2%）；经营现金流同比+20.5%。分季度：Q1收入同比+2.6%、Q2收入同比+2.7%，Q1归母同比+7.5%、Q2归母同比+13.1%——收入端全年无加速，利润端逐季改善。归母增速快于收入是一次性损益（BD授权、股权处置、公允价值变动）所致；扣非增速又快于归母，原因是2025H1基数中的一次性更大（药明康德2025H1出售药明合联确认投资收益36.69亿元、上海医药2025H1含和黄药业重估收益等32.6亿元）。两边剔除后行业真实利润增速约8%－12%，主要由CXO、创新药盈利兑现与医疗耗材三个板块贡献。

■ H股53家（纯H股46家市值≥100亿港元+扩展7家；其中48家为2026中报口径）：合计收入约5,938亿元人民币、归母净利润约325亿元。结构分化极大：Big Pharma 9家合计归母约175亿元（石药+139.2%靠阿斯利康授权费、翰森+35.8%最干净、联邦−81.6%为2025年诺和诺德许可费13亿元的基数效应）；盈利Biotech名单扩容（信达+50.2%、科伦博泰+367%、复宏汉霖、和铂）；未盈利Biotech合计亏损约16亿元，现金跑道分化。

资料来源：Wind，公司公告，进门财经，华安证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

华安证券 HUAAN SECURITIES

华安研究• 拓展投资价值

总结总览（二）：A股11个板块结论与H股分组

板块	2026H1关键数据	板块结论
CXO	收入659亿(+23.6%)、归母150亿(+17.6%)、扣非+61.9%	Q2收入+28.6%较Q1（+18.2%）续加速，扣非+61.9%为全部板块最高，订单与利润双重验证。在手订单继续高增（凯莱英+53.8%、药明合联未完成订单+62.2%），2027年收入可见度已提前锁定。细分中仅仿制药研发CRO因集采后立项塌缩而恶化，其余全线景气。
原料药	收入475亿(+2.6%)、归母44亿(-1.1%)、扣非-10.5%	Q1收入-0.5%→Q2+5.7%，量价拐点确认。特色原料药受益制剂一体化与海外补库最稳；大宗价格企稳、中间体受非医药业务扰动分化。多肽产业链（原料+CDMO）已整体移入CXO章节观察。
化学制剂	收入2,196亿(+2.2%)、归母259亿(+34.9%)、扣非+28.5%	归母+34.9%表观最靓但成色最复杂：创新药平台组（百济、海思科、艾力斯）盈利兑现为真，仿创转型与存量仿制药承压为实。一次性损益（一品红、恒瑞公允价值、华海仲裁）密集，选股必须回到扣非与现金流双验证。
医疗耗材	收入486亿(+9.4%)、归母64亿(+3.0%)、扣非+12.3%	手套周期回归（英科Q2收入+66%）与集采出清共振，Q2归母+20.8%量级修复。神经外科/电生理等出清后的细分头部公司利润率率先归位。板块指数年内仍为负、基本面与股价背离最大，预期差首选。
医疗设备	收入540亿(+9.9%)、归母69亿(-9.8%)、扣非-6.6%	医院设备更新招标恢复，Q2收入+12.3%先行；但以价换量使利润端仍负（归母-9.8%）。上游部件（奕瑞海外+103.5%）与内镜设备弹性最大；含迈瑞非IVD分部（收入108.8亿、生命信息与支持国际占比77%）。下半年看利润率拐点。
IVD	收入244亿(+2.2%)、归母69亿(+40.3%)、扣非+47.3%	表观归母+40.3%需双层剔除：九安医疗公允价值+36.47亿且留在扣非内、迈瑞IVD并入抬高基数。真实是弱修复：化学发光（含迈瑞IVD后133亿、+7.0%）国产替代继续，Q2板块收入+8.1%边际转正。生化两家平稳，利德曼资产重组推进中。
生物制品	收入288亿(+15.4%)、归母78亿(+94.5%)、扣非+104.7%	荣昌生物授权款主导板块表观+94.5%（艾伯维首付计入收入）。真实亮点在代谢内分泌：甘李Q2收入+24.3%（集采续标放量+出海）。生长激素（长春高新归母-51.6%）继续探底，尚无反转信号。
疫苗血制品	收入238亿(-13.4%)、归母23亿(-18.7%)、扣非-14.3%	本季最弱的两个板块：疫苗收入-10.1%（智飞H1亏8.09亿、HPV竞争激烈），血制品收入-18.3%（静丙去库存+白蛋白降价）、归母-44.5%。板块性机会需等待渠道库存与价格双企稳，目前只有个股低基数修复。
中药	收入1,663亿(-4.4%)、归母204亿(-9.8%)、扣非-1.4%	Q2收入-8.7%较Q1（-0.5%）持续加速负增长，感冒呼吸道高基数+基层控费+成本三重压制。品牌OTC（白药+1.9%、三九+1.4%）相对抗跌，处方中药（红日并入后6家）归母+4.8%靠降本。板块只剩个股股息与品牌逻辑，整体性机会缺失。
医疗服务	收入406亿(+0.4%)、归母26亿(+6.5%)、扣非+8.5%	ICL（迪安、金域扭亏）减值出清+降本后利润率归位，是板块内唯一的真实修复主线。眼科客单价降级仍压制（爱尔扣非-25.7%），通策Q2收入+6.7%（H1 +4.1%）温和恢复，其归母高增主要为权益法投资收益。H股肿瘤（海吉亚）与中医（固生堂+45.5%）好于A股同业。
流通药店	收入5,208亿(+2.2%)、归母109亿(-9.9%)、扣非+5.7%	表观归母-9.9%是上海医药2025H1和黄基数错觉（其扣非+18.0%）。医药流通（23家、收入4,619亿+2.2%）平稳但应收账款周期仍是压力所在；药店（8家、含第一医药）从万店竞赛转向关店提效，归母+11.1%利润先于收入修复。

H股：Big Pharma 9家收入730亿/归母175亿（BD重塑利润表）；盈利Biotech 9家收入186亿/归母19亿；未盈利Biotech合计亏16亿；CXO 3家量价齐升；互联网医疗利润改善；医美A+H四家全减速。详见H股总结两页。

资料来源：Wind，公司公告，进门财经，华安证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

华安证券 HUAAN SECURITIES

总结总览（三）：BD、出海、医保基金与器械招标四条主线

■ BD对外授权（专题①）：2026年1-8月主线是中国创新资产"平台化、打包化、共同开发化"出海。上半年官方口径对外授权81笔、约1,100亿美元（已达2025年全年约80%）；医药魔方口径997亿美元、首付款约50亿美元（平均单笔总包10.6亿、首付0.6亿美元），两口径统计截止日与纳入范围不同、不应混用。单笔总包前五：石药×阿斯利康185亿、恒瑞×BMS 152亿、信达×辉瑞105亿、信达×礼来88.5亿、荣昌×艾伯维56亿美元；7-8月再添翰森×Avere 23亿、正大天晴×阿斯利康21亿、康宁杰瑞×Pathos 20.9亿、迪哲×阿斯利康15亿（首付6亿）、映恩×Genentech 10.5亿美元等九笔十亿美元级交易。

■ 出海国际化（专题②）：2026H1海外收入占比超20%的公司共64家（含2家申万非医药成份及微创机器人H）（其中超40%的45家），集中于CXO（康龙81.8%、九洲79.5%、博腾72.3%、凯莱英66.6%）、器械上游部件（美好医疗79.2%、海泰新光76.1%）、制剂与原料药出海（健友78.7%、奥锐特78.6%、华海49.1%）、手套与低值耗材（英科约85%、振德61.1%）；海外收入增速超50%的还有奕瑞科技（+103.5%）与圣诺生物（+81.8%）——出海链条是收入增长确定性最强的细分。

■ 医保基金（专题⑤）：2026年1-6月医保统筹基金收入16,348亿元（+10.6%）、支出11,764亿元（-0.1%）——支出端累计近零增长、5-6月单月支出连续同比下降（-4.7%/-13.3%），累计结余4,585亿元较2025年同期增厚1,575亿元，支付端是"控费机制主动约束"而非"缺钱"；三明样本药品收入连续两年负增长、药占比三年降2.4个百分点，是全国医保支出结构演进的先行样本。

■ 医疗器械招标（专题⑥）：2026年Q1整体中标金额同比-14.36%且逐月走弱，4月仍负增长，5月降幅收窄至约-4%，6月转正至约+8%，上半年累计-12.78%；设备更新采购上半年+22.12%、二季度环比增长50%以上——招标回暖确立、设备更新是主引擎，与医疗设备板块Q2收入+12.3%先行互证。

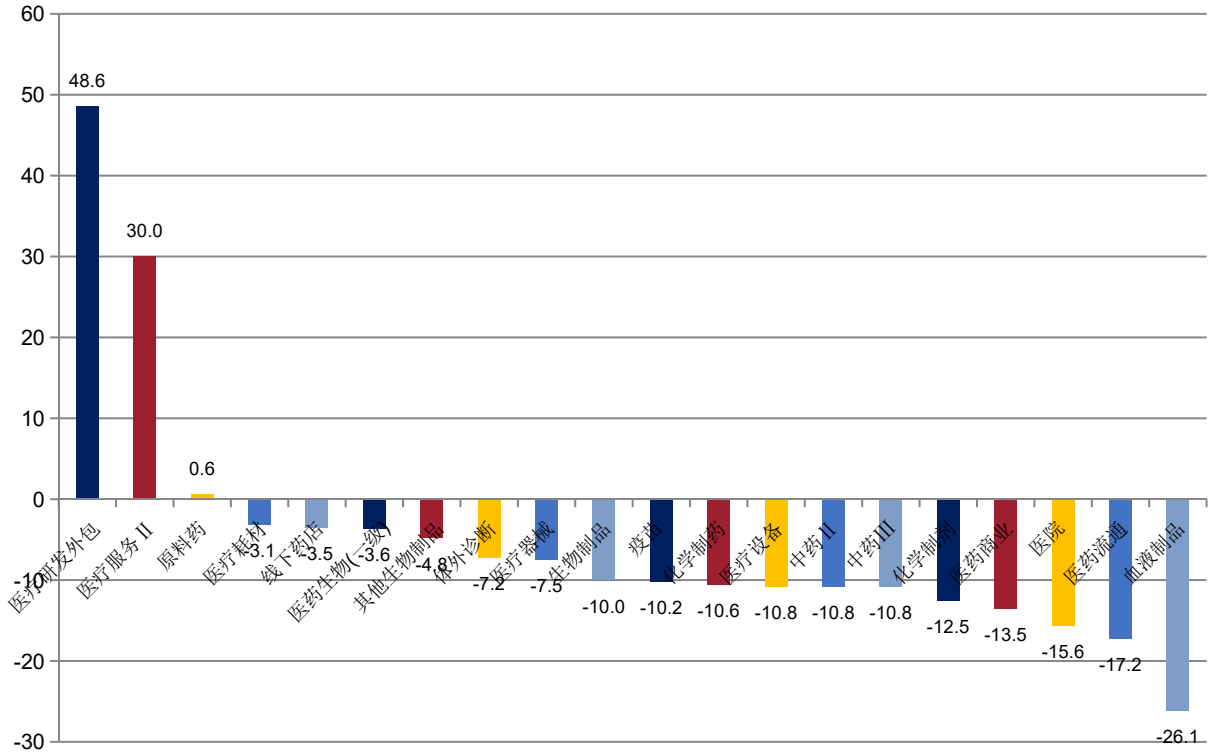
资料来源：医药魔方，公司公告，国家医保局，众成数科，华安证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

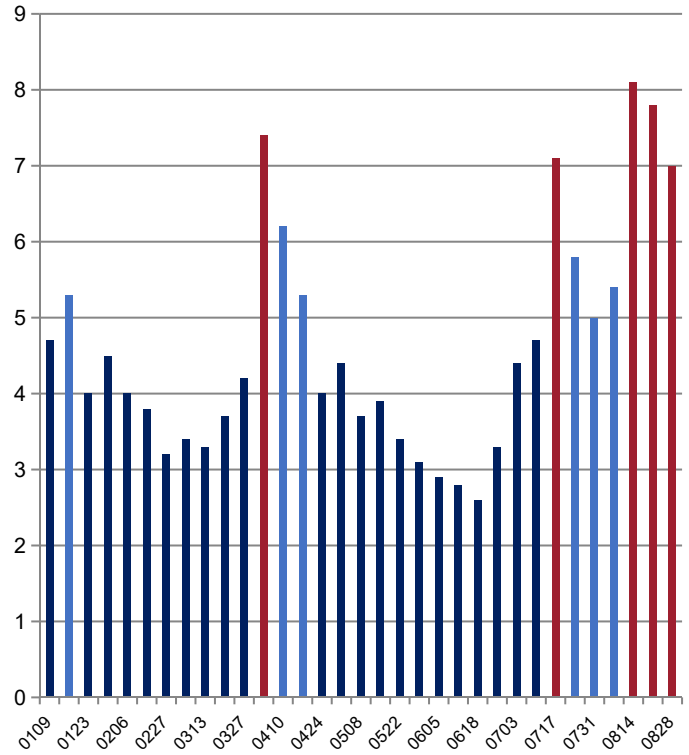
华安证券 HUAAN SECURITIES

行情走势复盘①：申万医药各级指数2026年初至8月31日涨跌幅——极端分化

YTD%



医药成交占全A比例%



左：医疗研发外包+48.6%领涨，血液制品-26.1%垫底，首尾分化近75个百分点；右：医药周成交额占全A比例由2026年6月中旬低点2.6%（6月18日当周）升至8月中旬峰值8.1%（8月14日当周）（红色为占比≥7%的周），市场关注度倍增但集中于CXO一条线。

资料来源：Wind，华安证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

华安证券 HUAAN SECURITIES

行情走势复盘②：A股/港股医药涨跌幅榜（2025-12-31→2026-08-31，前复权，剔ST）

A股涨幅榜

公司	市值(亿元)	YTD%
哈药股份	230.0	164.3
五洲医疗	65.0	126.4
百奥赛图	523.0	122.5
海泰新光	113.0	118.8
万邦医药	57.0	117.5
力诺药包	101.0	114.2
药康生物	131.0	110.0
益诺思	121.0	95.0
美诺华	90.0	93.2
汉森制药	59.0	93.2

A股跌幅榜

公司	市值(亿元)	YTD%
常山药业	217.0	-61.9
合富中国	48.0	-50.9
向日葵	39.0	-50.1
鹭燕医药	42.0	-47.1
禾元生物-U	133.0	-46.2
天臣医疗	21.0	-45.3
康芝药业	30.0	-45.1
福瑞医科	108.0	-41.9
热景生物	88.0	-41.5
悦康药业	60.0	-40.7

港股涨幅榜

公司	市值(亿元)	YTD%
亮睛控股	171.0	379.2
今海医疗科技	246.0	308.8
金斯瑞生物科技	678.0	172.8
药明康德	5,129.0	94.9
凯莱英	399.0	73.2
时代天使	141.0	61.7
药明生物	1,842.0	55.3
再鼎医药	205.0	45.1
康龙化成	467.0	44.4
维立志博-B	131.0	41.8

港股跌幅榜

公司	市值(亿元)	YTD%
平安好医生	126.0	-54.4
映恩生物-B	152.0	-38.2
亚盛医药	114.0	-36.0
恒瑞医药	2,782.0	-35.1
威高股份	132.0	-34.7
京东健康	1,059.0	-34.2
三生制药	371.0	-32.3
联邦制药	148.0	-26.6
医渡科技	36.0	-26.4
丽珠医药	161.0	-25.7

A股涨幅榜以主题与次新弹性为主（哈药股份+164.3%含集团改革预期，五洲医疗、力诺药包为跨界并购与业务切入AI板块带来的弹性），CXO链条（百奥赛图、药康生物、益诺思、万邦医药）批量上榜；跌幅榜集中于业绩证伪与高基数回落。港股涨幅榜由次新股（亮睛、今海）与CXO（金斯瑞、药明康德H、凯莱英H）主导；跌幅榜为互联网医疗（平安好医生−54.4%）与高基数Big Pharma（恒瑞H−35.1%）。

资料来源：Wind，东方财富，华安证券研究所整理；港股市值按港元兑人民币0.91折算

下载日志已记录，仅供内部参考

华安证券 HUAAN SECURITIES

行情走势复盘③：A股医药回购月度全量+H股回购全景

月份	A股回购(亿元)	家数
202601	15.3	27
202602	6.7	15
202603	7.5	29
202604	6.7	20
202605	9.8	26
202606	48.0	56
202607	19.3	57
202608	10.6	42
1-8月合计	**123.9**	**133**

A股公司	1-8月(亿元)
药明康德	10.0
泰格医药	8.2
京新药业	6.6
特宝生物	6.1
惠泰医疗	4.5
恒瑞医药	4.1
百利天恒	4.0
爱尔眼科	3.0
联影医疗	2.8
海翔药业	2.7
步长制药	2.7
可孚医疗	2.6

H股公司	2026年内回购(亿元)
药明生物	11.6
京东健康	7.6
固生堂	3.5
康耐特光学	3.3
中国生物制药	3.2
先声药业	2.8
医渡科技	2.2
巨子生物	1.3
三生制药	1.2
归创通桥	1.2
威高股份	1.2
海吉亚医疗	1.1

H股医药回购月度节奏（亿元，港元按0.91折算）：01月3.2亿、02月0.8亿、03月2.4亿、04月4.0亿、05月14.6亿、06月18.1亿、07月2.3亿、08月0.1亿——6月为A+H两地共同的回购高峰。

口径：A股按每月回购进展公告的累计已回购金额逐事件差分（申万医药477家、剔ST），6月峰值48.0亿元/56家；H股为交易所回购执行记录逐笔加总（共24家有回购，AH双重上市公司的A股回购不重复计入）。

资料来源：Wind，通联数据，香港交易所披露易，华安证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

华安证券 HUAAN SECURITIES

中报总览：11个板块×十项指标+申万医药整体（剔ST口径）

板块	家数	H1收入(亿)	收入同比%	H1归母(亿)	归母同比%	扣非同比%	Q1收入同比%	Q2收入同比%	Q1归母同比%	Q2归母同比%
CXO	41	659.0	23.6	150.0	17.6	61.9	18.2	28.6	24.1	12.7
原料药	38	475.0	2.6	44.0	-1.1	-10.5	-0.5	5.7	-12.5	14.1
化学制剂	101	2,196.0	2.2	259.0	34.9	28.5	4.6	-0.1	51.6	20.7
医疗耗材	50	486.0	9.4	64.0	3.0	12.3	6.1	12.5	-14.1	20.8
医疗设备	38	540.0	9.9	69.0	-9.8	-6.6	7.1	12.3	-9.8	-9.8
IVD	36	244.0	2.2	69.0	40.3	47.3	-3.6	8.1	-19.2	107.8
生物制品	24	288.0	15.4	78.0	94.5	104.7	-2.9	31.4	-13.4	204.6
疫苗血制品	20	238.0	-13.4	23.0	-18.7	-14.3	-12.2	-14.3	-29.9	-7.5
中药	60	1,663.0	-4.4	204.0	-9.8	-1.4	-0.5	-8.7	-2.2	-18.7
医疗服务	20	406.0	0.4	26.0	6.5	8.5	0.9	-0.0	41.9	-20.5
流通药店	31	5,208.0	2.2	109.0	-9.9	5.7	2.3	2.1	-0.9	-17.8
申万医药整体(剔ST)	**459**	**12,403.0**	**2.6**	**1,096.0**	**10.4**	**19.2**	**2.6**	**2.7**	**7.5**	**13.1**
IVD（剔九安投资性收益，测算）	**36**	**244**	**2.2**	**31.4**	**-17.4**	—	—	—	—	—
生物制品（剔BD授权收入，测算）	**24**	**243.1**	**-2.5**	**33.0**	**-17.3**	—	—	—	—	—

注：板块为报告章节口径（科研上游/模式动物/多肽CDMO归CXO；迈瑞按2026中报分产品拆为迈瑞IVD与迈瑞非IVD两个统计单元、利润按分部毛利占比测算分摊；石药创新归化学制剂）；同比为可比样本合计口径，2025年基期采用合并调整数。IVD测算行：剔除九安医疗投资性收益（2026H1公允价值变动+36.47亿元、投资收益+1.28亿元；2025H1为+7.34亿元、+3.91亿元）后板块归母31.4亿元、同比-17.4%。生物制品测算行：板块内BD收入主要为荣昌生物向艾伯维授权RC148确认的技术授权收入44.62亿元（毛利率99.97%；2025年同期板块无同类收入，智翔金泰境内授权首付未确认为上半年收入），剔除后板块收入243.1亿元、同比-2.5%，归母33.0亿元、同比-17.3%——剔除BD后板块收入与利润均转为负增长，真实内生为代谢内分泌（甘李）拉动下的弱增长。两条测算行均按税前收益/收入直接扣减、未考虑所得税影响。

资料来源：Wind，华安证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

华安证券 HUAAN SECURITIES

投资观点：五条主线的完整逻辑链

① CXO：从"订单簿好于利润表"进入"利润表兑现"

逻辑：CXO先签订单后确认收入，订单领先收入6-18个月。2025年签署的订单在2026H1进入收入确认期，板块收入+23.6%、扣非+61.9%且Q2（+28.6%）快于Q1（+18.2%）；同时在手订单继续高增（凯莱英+53.8%、药明合联未完成订单+62.2%），意味着2027年收入的可见度已锁定。海外投融资回暖+中国BD浪潮反哺国内CXO双引擎。风险在于板块指数年初至8月末已+48.6%，估值修复先行——回调即是加仓窗口，优先一体化与大分子/ADC产能稀缺环节。

② 创新药：盈利拐点元年，A+H两地名单同时成型

逻辑：商业化放量+费用率见顶回落，使头部创新药企从"讲管线"进入"讲利润"。A股：百济神州归母32.71亿（上市以来首个完整盈利半年）、海思科8.51亿（+427%）、艾力斯+46.6%纯内生；H股：信达12.53亿（+50.2%）、翰森42.58亿（+35.8%，创新药收入占比85.4%）。但利润成色须过筛：BD授权收入计入营业收入、扣非剔不掉（荣昌、石药创新、泽璟），判断可持续性要看产品销售分项与经营现金流。选股按"产品收入增速>30%且经营现金流为正"的双门槛。

③ BD出海：会计红利兑现中，警惕2027年高基数

逻辑：2026年上半年对外授权官方口径81笔、约1,100亿美元（医药魔方口径997亿美元、首付款约50亿美元），首付款到账直接改写现金流量表（石药阿斯利康8.4亿美元已到账）。但按履约进度确认的授权收入（恒瑞GSK）无现金对应，且2027年同期将面对2026年的授权收入高基数——一致预期未下修的公司，2027年中报季会集中出现"低于预期"。交易层面：新签公告仍是最强催化剂，管线出海密度最高的方向是ADC、双抗、代谢。

④ 国际化：收入确定性最强的细分

逻辑：海外收入占比超20%的64家公司中，2026H1收入正增长的占绝大多数，且Q2普遍加速（美好医疗、海泰新光、九洲药业）；奕瑞科技海外收入+103.5%、圣诺生物+81.8%展示了出海第二梯队的斜率，手术机器人（尤其微创机器人，图迈海外收入+450%以上、覆盖近50个国家）与联影医疗（海外收入17.65亿元、+54.5%，占比升至25.0%，亚太区域+148.5%）正在打开高端装备出海空间。海外收入的本质是脱离国内医保支付端约束——在申万医药整体收入仅+2.6%的年份，出海链条提供了稀缺的收入弹性。关税与地缘是主要风险变量，优先选择产能已在海外布局或客户粘性强（ODM绑定大客户）的公司。

⑤ 低估值医疗耗材：基本面拐点已确认而股价未动

逻辑：三重催化共振——手套涨价周期回归（英科Q2收入+66.2%、扣非+165%）、集采边际杀伤过峰（续约降幅收窄）、出清后的细分头部公司利润率修复（神经外科/电生理）。板块Q2收入+12.5%、归母+20.8%量级，而医疗耗材指数年初至8月末仅-3.1%——是全部板块中"基本面与股价背离"最大的一个。

资料来源：Wind，公司公告，医药魔方，华安证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

华安证券 HUAAN SECURITIES

CXO：扣非+61.9%，订单与利润双验证；仿制药研发CRO是唯一恶化细分

总体：41家公司2026H1合计收入659亿元（同比+23.6%）、归母净利润150亿元（同比+17.6%）、扣非同比+61.9%；Q1收入同比+18.2%→Q2收入同比+28.6%，Q1归母同比+24.1%→Q2归母同比+12.7%。

- 一体化CRDMO（药明康德扣非+89.4%，2025H1基数含出售药明合联36.69亿元）与临床前安评（昭衍新药含实验猴重估+8.38亿元且计入扣非，主业微增但猴价回升本身是安评景气信号）最强；
- 多肽CDMO（诺泰、圣诺、翰宇、奥锐特）承接GLP-1浪潮；
- 科研上游（11家、收入+27.1%，含药石、赛分、纳微）与模式动物（药康、南模、百奥赛图）需求回暖；阳光诺和（收入-27.8%转亏）与百诚医药代表的仿制药研发CRO受集采后立项塌缩拖累。

细分	家数	收入(亿)	收入同比%	归母(亿)	归母同比%	扣非同比%	Q1收入%	Q2收入%	Q1归母%	Q2归母%	代表公司（按收入排序）
CXO（三级总体）	**41**	**659.0**	**23.6**	**149.7**	**17.6**	**61.9**	**18.2**	**28.6**	**24.1**	**12.7**	
一体化CRDMO	2	364.9	34.0	118.3	27.7	81.1	25.6	41.4	25.4	29.5	药明康德、康龙化成
小分子CDMO	3	79.7	3.8	6.8	-41.6	-39.5	1.5	6.1	-11.9	-70.0	凯莱英、九洲药业、博腾股份
科研上游	11	65.5	27.1	9.1	51.1	47.3	21.4	32.3	53.2	49.5	皓元医药、药石科技、诺唯赞、毕得医药、纳微科技、百普赛斯、奥浦迈等
临床CRO	3	45.5	13.1	-3.7	-173.4	2.6	15.7	10.8	-57.8	-250.2	泰格医药、诺思格、普蕊斯
多肽CDMO	4	31.6	14.7	7.5	-4.3	2.8	1.6	29.5	-0.4	-8.3	ST诺泰、奥锐特、翰宇药业、圣诺生物
其他-医疗研发外包	7	23.3	3.2	0.0	-97.4	-179.0	8.0	-1.1	-61.1	-142.0	睿智医药、博济医药、泓博医药、金凯生科、诚达药业、海特生物、百花医药
临床前+安评	4	22.8	25.7	9.2	1,008.7	4,718.5	20.8	30.2	409.6	2,615.5	美迪西、昭衍新药、益诺思、成都先导
模式动物	3	16.3	37.1	3.6	163.4	197.3	45.7	30.7	862.9	72.4	百奥赛图、药康生物、南模生物
仿制药CRO	3	8.2	-23.5	-0.2	-114.2	-149.9	-9.9	-32.7	117.9	-138.6	阳光诺和、百诚医药、万邦医药
CGT CDMO	1	1.2	1.6	-1.0	3.0	1.3	-4.4	6.3	10.7	-7.2	和元生物

注：按业务实质调整归类——药石科技、赛分科技、纳微科技归科研上游；百奥赛图归模式动物；奥锐特（GLP-1原料+CDMO一体）归多肽CDMO；与原料药章节不重复统计。

资料来源：Wind，华安证券研究所整理

下载日大司证券文件内部参考

华安证券 HUAAN SECURITIES

原料药：Q1负增长→Q2转正的拐点板块，特色原料药与大宗共振

总体：38家公司2026H1合计收入475亿元（同比+2.6%）、归母净利润44亿元（同比-1.1%）、扣非同比-10.5%；Q1收入同比-0.5%→Q2收入同比+5.7%，Q1归母同比-12.5%→Q2归母同比+14.1%。

- 特色原料药（华海、天宇、司太立、美诺华、同和药业、奥翔）受益制剂一体化与海外补库，9家收入175亿元（+2.2%）、归母+10.9%；
- 大宗（川宁、新和成系）价格企稳；
- 中间体4家归母+239.4%为低基数修复。中间体板块也要注意个别公司的转型制剂带来的资产负债表的改善，如科源制药（中间体+制剂转型）中报核心：2026H1收入3.32亿元（+45.5%）、归母净利润0.65亿元（+51.6%）、扣非0.56亿元（+55.9%）；Q1收入1.61亿元（+45.1%）、Q2收入1.70亿元（+45.9%），Q2归母0.35亿元（+76.6%）、扣非0.27亿元（+62.2%），制剂新产品放量带动销售费用+58%仍实现利润高增。上半年确认股权激励股份支付费用1,227万元（2026年1月授予、管理/销售/研发三处分摊），加回后H1归母约0.77亿元（+80%）；按费用半年均摊测算Q2加回约614万元后Q2归母约0.41亿元（+108%）。

细分	家数	收入(亿)	收入同比%	归母(亿)	归母同比%	扣非同比%	Q1收入%	Q2收入%	Q1归母%	Q2归母%	代表公司（按收入排序）
原料药（三级总体）	**38**	**474.5**	**2.6**	**44.4**	**-1.1**	**-10.5**	**-0.5**	**5.7**	**-12.5**	**14.1**	
特色原料药	9	175.1	2.2	19.5	10.9	-6.3	-2.2	6.7	0.2	24.0	华海药业、普洛药业、天宇股份、仙琚制药、司太立、美诺华、博瑞医药等
其他-原料药	19	157.4	1.4	9.7	-12.7	-14.5	2.4	0.5	-8.4	-18.4	新华制药、国邦医药、宏源药业、津药药业、威尔药业、赛托生物、尔康制药等
大宗原料药	6	105.2	-0.7	12.1	-21.2	-20.4	-5.6	4.6	-41.4	8.2	浙江医药、亿帆医药、川宁生物、花园生物、永安药业、广济药业
中间体	4	36.9	21.9	3.2	239.4	180.6	13.1	31.1	152.1	496.3	金城医药、海翔药业、富祥股份、科源制药

注：中间体分化（富祥股份锂电业务占其收入50.1%、属非医药贡献，板块解读时需剔除）；石药创新（阿斯利康授权款，申万归原料药）已按业务实质移至化学制剂章节。

资料来源：Wind，华安证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

华安证券 HUAAN SECURITIES

化学制剂：归母+34.9%表观最靓、成色最复杂——创新药平台盈利兑现

总体：101家公司2026H1合计收入2,196亿元（同比+2.2%）、归母净利润259亿元（同比+34.9%）、扣非同比+28.5%；Q1收入同比+4.6%→Q2收入同比-0.1%，Q1归母同比+51.6%→Q2归母同比+20.7%。

- 创新药平台组（21家、收入581亿+25.8%、归母+165.4%：百济、海思科、艾力斯、迪哲、诺诚健华等）盈利兑现为真实主线；
- 专科特色组（含艾迪药业、一品红）归母+227.6%含一次性；
- 仿创转型组（科伦、华东、复星、健康元、汇宇制药）分化——科伦扣非-29.0%（默沙东授权研发收入回落+集采）；
- 一次性损益密集：一品红处置Arthrosi股权5.86亿元、恒瑞Kailera公允价值+8.43亿元（其扣非-12.7%、经营现金流-53.8%，真实经营在降速）、华海仲裁与股权处置3.45亿元。

细分	家数	收入(亿)	收入同比%	归母(亿)	归母同比%	扣非同比%	Q1收入%	Q2收入%	Q1归母%	Q2归母%	代表公司（按收入排序）
化学制剂（三级总体）	**101**	**2,195.9**	**2.2**	**259.3**	**34.9**	**28.5**	**4.6**	**-0.1**	**51.6**	**20.7**	
仿创转型	10	816.2	-1.7	88.9	-0.2	-4.4	0.8	-4.1	2.9	-3.1	华东医药、复星医药、ST人福、科伦药业、健康元、丽珠集团、恩华药业等
其他-化学制剂	66	774.5	-7.0	42.0	-24.4	-30.6	-5.8	-8.3	-19.7	-29.2	哈药股份、华邦健康、华润双鹤、海正药业、华北制药、国药现代、东北制药等
创新药平台	21	580.6	25.8	118.9	165.4	173.9	31.9	20.4	313.2	97.5	百济神州、恒瑞医药、艾力斯、石药创新、海思科、信立泰、贝达药业等
专科特色	4	24.5	4.7	9.6	227.6	20.9	10.9	-2.0	244.7	167.9	兴齐眼药、一品红、艾迪药业、莎普爱思

注：艾迪药业按业务归专科特色。

资料来源：Wind，华安证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

华安证券 HUAAN SECURITIES

医疗耗材：手套周期+集采出清双击，Q2归母+20.8%量级——预期差最大的板块

总体：50家公司2026H1合计收入486亿元（同比+9.4%）、归母净利润64亿元（同比+3.0%）、扣非同比+12.3%；Q1收入同比+6.1%→Q2收入同比+12.5%，Q1归母同比-14.1%→Q2归母同比+20.8%。

- 手套（英科、蓝帆、中红）Q2收入+44%~+66%，海外补库+涨价确认；
- 神经外科/神经介入（迈普、康拓、正海、冠昊，H股归创通桥、心玮、微创脑科学）集采出清后修复；
- 电生理（惠泰、微电生理）与眼科耗材（爱博、欧普康视）结构性增长；
- 低值耗材（振德、维力、三鑫、康德莱）出口驱动；
- 血净（健帆、山外山）触底回升。

细分	家数	收入(亿)	收入同比%	归母(亿)	归母同比%	扣非同比%	Q1收入%	Q2收入%	Q1归母%	Q2归母%	代表公司（按收入排序）
医疗耗材（三级总体）	**50**	**485.8**	**9.4**	**64.2**	**3.0**	**12.3**	**6.1**	**12.5**	**-14.1**	**20.8**	
手套	3	120.9	34.2	10.9	83.1	608.3	9.9	60.2	-96.5	661.7	英科医疗、蓝帆医疗、中红医疗
其他-医疗耗材	19	116.0	1.0	9.7	-12.7	-12.2	2.3	-0.2	-3.6	-21.2	国科恒泰、山东药玻、心脉医疗、力诺药包、爱迪特、尚荣医疗、健尔康等
低值耗材	6	67.8	6.6	6.2	-2.7	-5.4	7.9	5.4	10.3	-13.9	振德医疗、奥美医疗、康德莱、维力医疗、拱东医疗、采纳股份
电生理与心内	4	52.7	4.2	11.2	-8.1	-9.1	5.6	2.9	-10.7	-5.6	乐普医疗、惠泰医疗、微电生理、佰仁医疗
血净耗材	4	40.9	1.8	8.4	7.4	5.2	5.5	-1.8	17.8	-3.0	威高血净、健帆生物、三鑫医疗、山外山
眼科耗材	3	29.8	0.5	5.3	-21.8	-29.1	-1.7	2.7	-9.9	-34.2	昊海生科、爱博医疗、欧普康视
骨科	4	27.4	1.7	6.3	17.9	8.6	7.7	-3.0	15.0	20.0	大博医疗、威高骨科、春立医疗、三友医疗
内镜耗材	2	20.3	8.7	4.2	-13.9	-16.5	20.1	-0.5	-6.4	-19.8	南微医学、安杰思
神经外科神经介入	5	10.0	4.4	1.9	6.6	8.2	3.8	5.0	-10.2	24.0	赛诺医疗、迈普医学、冠昊生物、康拓医疗、正海生物

安杰思海外收入：2026H1境外2.01亿元（+23.8%，占比66.8%）、境内0.96亿元（-30.3%）；2026Q1总收入+9.2%、Q2总收入-7.3%。半年度海外收入序列（亿元/同比）：

期间	22H1	22H2	23H1	23H2	24H1	24H2	25H1	25H2	26H1
海外收入(亿元)	0.71	1.08	1.02	1.43	1.38	1.96	1.63	1.77	2.01
同比%	—	—	+42.4	+32.9	+35.3	+36.9	+18.2	-9.6	+23.8

资料来源：Wind，华安证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

华安证券 HUAAN SECURITIES

医疗设备：收入Q2+12.3%先行、利润仍负——招标恢复与价格战并存的拐点前夜

总体：38家公司2026H1合计收入540亿元（同比+9.9%）、归母净利润69亿元（同比-9.8%）、扣非同比-6.6%；Q1收入同比+7.1%→Q2收入同比+12.3%，Q1归母同比-9.8%→Q2归母同比-9.8%。

医院设备更新招标恢复驱动收入，但以价换量使归母-9.8%；迈瑞非IVD分部（收入108.8亿、生命信息与支持国际占比77%）并入后板块盘子扩大；上游部件（奕瑞海外+103.5%、海泰新光、美好医疗）受益出海+国产化双击最确定；内镜设备（开立、澳华）招标弹性最大；手术机器人A+H合并观察：天智航收入0.8亿（-16.0%），H股精锋医疗收入3.19亿元（+113.8%）亏损收窄至0.19亿元，微创机器人按盈喜预计2026H1净利0.28-0.40亿元、首次半年度盈利（收入+200%~230%、图迈海外收入+450%以上）。

细分	家数	收入(亿)	收入同比%	归母(亿)	归母同比%	扣非同比%	Q1收入%	Q2收入%	Q1归母%	Q2归母%	代表公司（按收入排序）
医疗设备（三级总体）	**38**	**540.2**	**9.9**	**68.9**	**-9.8**	**-6.6**	**7.1**	**12.3**	**-9.8**	**-9.8**	
其他-医疗设备	18	138.2	8.7	10.6	-7.8	-9.3	6.7	10.4	2.5	-15.6	新华医疗、三诺生物、华康洁净、麦克奥迪、福瑞医科、乐心医疗、汉邦科技等
综合设备(迈瑞非IVD)	1	108.8	3.9	29.3	-9.2	-7.2	-0.7	8.2	-15.0	-3.0	迈瑞非IVD(拆分)
影像	3	81.7	15.1	8.7	-21.9	-27.0	15.5	14.8	-4.0	-33.8	联影医疗、万东医疗、祥生医疗
家用设备	3	74.0	10.5	11.7	-22.0	-8.4	7.4	13.9	-27.2	-16.2	鱼跃医疗、可孚医疗、瑞迈特
制药装备	2	51.6	6.4	2.5	652.5	1,057.6	-0.1	12.0	723.5	615.3	楚天科技、东富龙
上游部件	4	29.5	33.4	5.8	11.5	6.8	35.6	31.7	11.8	11.2	奕瑞科技、美好医疗、海泰新光、康众医疗
科研设备	2	26.6	13.6	-0.1	60.5	70.6	6.9	20.1	56.4	-53.3	华大智造、海尔生物
生命支持监护	2	15.4	7.2	1.7	7.4	10.3	13.6	1.7	22.9	-8.7	理邦仪器、宝莱特
内镜设备	2	13.3	8.8	-0.7	-1,246.7	-620.4	11.6	6.5	-74.0	-232.7	开立医疗、澳华内镜
手术机器人	1	1.1	-16.0	-0.7	-21.8	-22.5	-10.0	-21.3	-251.8	46.7	天智航-U

注：手术机器人细分表格汇总仅含A股（天智航）；H股精锋医疗、微创机器人以公告口径列示——微创机器人2026中期业绩延迟刊发、股份自9月1日起停牌，数据为其7月22日盈利预告口径。

资料来源：Wind，华安证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

华安证券 HUAAN SECURITIES

IVD：表观归母+40.3%需拆两层——九安公允价值与迈瑞IVD并入，弱修复

总体：36家公司2026H1合计收入244亿元（同比+2.2%）、归母净利润69亿元（同比+40.3%）、扣非同比+47.3%；Q1收入同比-3.6%→Q2收入同比+8.1%，Q1归母同比-19.2%→Q2归母同比+107.8%。

- 九安医疗2026H1公允价值变动收益36.47亿元（其中Q2约33.5亿元）、投资收益1.28亿元，合计37.75亿元（税前）主导其归母30.70亿元，且公允价值变动保留在扣非内；剔除九安后IVD板块归母38.5亿元、同比-4.0%（2025H1剔九安40.1亿元）——板块真实经营为弱修复。
- 化学发光细分（新产业Q2+21.8%、安图、亚辉龙、迈克+迈瑞IVD）合计收入133亿元（+7.0%）最扎实；POCT/抗原出口低基数反弹；分子诊断仍在探底。Q2板块收入+8.1%边际转正。

细分	家数	收入(亿)	收入同比%	归母(亿)	归母同比%	扣非同比%	Q1收入%	Q2收入%	Q1归母%	Q2归母%	代表公司（按收入排序）
IVD（三级总体）	**36**	**244.0**	**2.2**	**69.2**	**40.3**	**47.3**	**-3.6**	**8.1**	**-19.2**	**107.8**	
化学发光	5	132.6	7.0	33.3	2.8	3.2	1.5	12.4	-5.0	11.4	迈瑞IVD(拆分)、新产业、安图生物、迈克生物、亚辉龙
其他-体外诊断	17	48.9	0.1	1.9	-57.5	-77.5	-3.4	3.4	-68.2	-43.8	科华生物、中源协和、普门科技、艾德生物、奥泰生物、热景生物、浩欧博等
POCT/抗原	5	24.6	-5.1	0.6	-72.2	-202.7	-12.1	3.5	-74.4	-57.1	万孚生物、基蛋生物、东方生物、博拓生物、安旭生物
分子诊断	6	17.4	-5.2	-0.0	97.7	81.8	-9.0	-1.3	-143.9	121.1	圣湘生物、达安基因、凯普生物、硕世生物、仁度生物、之江生物
生化	2	15.1	7.3	2.7	17.3	23.1	2.4	12.0	22.6	12.2	美康生物、九强生物
九安(炒股口径独立)	1	5.3	-30.6	30.7	233.7	245.2	-40.5	-11.0	10.2	324.6	九安医疗

注①：迈瑞IVD为按2026中报分产品拆分的统计单元（收入68.65亿元、+9.58%为公告原文；利润按分部毛利占比38.8%测算分摊），并入化学发光统计。注②：利德曼（生化）拟以现金13.93亿元收购先声祥瑞61.50%股权（比例由70%下调，业绩承诺2026-2028年累计净利不低于5.12亿元），落地后将新增生物制品业务，当前主业仍为生化诊断试剂。

资料来源：Wind，华安证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

华安证券 HUAAN SECURITIES

生物制品：荣昌授权款主导表观+94.5%，真实亮点在代谢内分泌

总体：24家公司2026H1合计收入288亿元（同比+15.4%）、归母净利润78亿元（同比+94.5%）、扣非同比+104.7%；Q1收入同比-2.9%→Q2收入同比+31.4%，Q1归母同比-13.4%→Q2归母同比+204.6%。

荣昌生物归母46.62亿元（艾伯维RC148授权首付计入收入，H1收入58.53亿元+433%）主导板块表观；甘李药业Q2收入+24.3%（胰岛素集采续标放量+出海）为真实产品增长；智翔金泰赛立奇单抗医保放量+237%、纬利妥米单抗2026年8月25日获批上市；生长激素（长春高新归母-51.6%）继续探底。

细分	家数	收入(亿)	收入同比%	归母(亿)	归母同比%	扣非同比%	Q1收入%	Q2收入%	Q1归母%	Q2归母%	代表公司（按收入排序）
生物制品（三级总体）	**24**	**287.7**	**15.4**	**77.6**	**94.5**	**104.7**	**-2.9**	**31.4**	**-13.4**	**204.6**	
其他-其他生物制品	13	86.3	-0.9	15.4	-13.4	-26.6	1.7	-3.2	-16.1	-10.8	康弘药业、西藏药业、三生国健、万泽股份、科兴制药、优宁维、百奥泰等
偏类创新	3	66.7	215.1	39.8	615.2	563.4	-1.8	435.4	100.9	961.8	荣昌生物、神州细胞、智翔金泰-U
生长激素	2	66.4	-15.9	8.1	-40.1	-40.8	-13.7	-17.7	-35.0	-45.4	长春高新、安科生物
代谢内分泌	3	56.1	12.8	13.8	10.8	19.7	4.9	19.7	-19.8	39.5	甘李药业、特宝生物、通化东宝
其他	3	12.3	-1.7	0.5	-86.1	-5.4	-0.8	-2.6	-51.3	-111.7	我武生物、康辰药业、双鹭药业

特宝生物：2026H1收入18.37亿元（+21.6%；Q1 +18.5%、Q2 +24.1%）、归母4.77亿元（+11.4%；Q2 3.12亿元 +27.0%）、扣非4.88亿元（+13.2%）。派格宾（2025年10月获批为全球首个以慢乙肝临床治愈为治疗终点的药物）销量持续增长；益佩生（长效生长激素）2026年1月起纳入医保执行后加速放量、成为第二增长曲线，也使营业成本+91.6%、管理费用+32.6%，Q1利润承压后Q2重回快增。

甘李药业BD：2026年内两笔博凡格鲁肽（GLP-1周制剂）对外授权——4月授予JW制药（韩国）总包0.81亿美元、8月11日授予Menarini（欧洲权益）总包7.26亿欧元（首付0.62亿欧元）。

资料来源：Wind，华安证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

疫苗/血制品：本季最弱的两个板块

总体：20家公司2026H1合计收入238亿元（同比-13.4%）、归母净利润23亿元（同比-18.7%）、扣非同比-14.3%；Q1收入同比-12.2%→Q2收入同比-14.3%，Q1归母同比-29.9%→Q2归母同比-7.5%。

疫苗（12家，含康泰、万泰、康希诺、欧林等全部并入统计）：板块收入-10.1%，智飞生物H1收入-18.4%、亏损8.09亿元（HPV竞争激烈、Q2收入-27.2%）；康泰、万泰、沃森在低基数上修复；康希诺组分百白破2026年4月获批带来增量。血制品：静丙渠道去库存+白蛋白价格下行，收入-18.3%、归母-44.5%，等待价格企稳信号。

细分	家数	收入(亿)	收入同比%	归母(亿)	归母同比%	扣非同比%	Q1收入%	Q2收入%	Q1归母%	Q2归母%	代表公司（按收入排序）
疫苗血制品（三级总体）	**20**	**237.8**	**-13.4**	**23.1**	**-18.7**	**-14.3**	**-12.2**	**-14.3**	**-29.9**	**-7.5**	
疫苗	12	140.7	-10.1	8.6	348.8	837.5	-7.3	-12.5	244.8	428.6	辽宁成大、智飞生物、康泰生物、万泰生物、沃森生物、成大生物、康希诺等
血制品	6	92.9	-18.3	15.2	-44.5	-47.6	-19.3	-17.4	-45.8	-43.2	上海莱士、天坛生物、华兰生物、派林生物、博雅生物、卫光生物
其他-血液制品	2	4.1	-0.7	-0.8	21.9	6.1	-3.1	1.6	17.1	27.1	博晖创新、禾元生物-U

资料来源：Wind，华安证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

华安证券 HUAAN SECURITIES

中药：Q2收入-8.7%持续加速负增长，板块性机会缺失、只剩个股股息与品牌

总体：60家公司2026H1合计收入1,663亿元（同比-4.4%）、归母净利润204亿元（同比-9.8%）、扣非同比-1.4%；Q1收入同比-0.5%→Q2收入同比-8.7%，Q1归母同比-2.2%→Q2归母同比-18.7%。

- 感冒呼吸道高基数+基层控费+中药材成本三重压制；
- 品牌OTC（云南白药+1.9%、华润三九收入+1.4%）相对抗跌；
- 处方中药（红日药业并入后6家、收入195亿-8.1%、归母+4.8%靠降本，济川收入-15.3%但归母+8.3%、康缘、以岭）承压最重；
- 吉林敖东归母中广发证券权益法收益22.1亿元、医药主业占比不足两成。

细分	家数	收入(亿)	收入同比%	归母(亿)	归母同比%	扣非同比%	Q1收入%	Q2收入%	Q1归母%	Q2归母%	代表公司（按收入排序）
中药（三级总体）	**60**	**1,663.0**	**-4.4**	**204.2**	**-9.8**	**-1.4**	**-0.5**	**-8.7**	**-2.2**	**-18.7**	
其他-中药III	44	859.0	-5.1	57.2	-30.8	-15.7	-1.9	-8.5	-8.3	-54.6	白云山、太极集团、康恩贝、信邦制药、达仁堂、康美药业、仁和药业等
品牌OTC	9	599.2	-2.1	94.9	-5.8	-6.3	3.8	-8.4	-6.4	-4.8	云南白药、华润三九、同仁堂、片仔癀、东阿阿胶、羚锐制药、马应龙、广誉远等
处方中药	6	194.6	-8.1	31.6	4.8	7.6	-5.8	-10.6	7.4	2.2	步长制药、天士力、以岭药业、济川药业、红日药业、康缘药业
其他(广发证券权益法主导)	1	10.3	-8.5	20.5	60.0	90.9	-17.4	2.6	67.6	54.8	吉林敖东

资料来源：Wind，华安证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

华安证券 HUAAN SECURITIES

医疗服务：ICL从0到1扭亏是真实修复，眼科等消费医疗仍在降级

总体：20家公司2026H1合计收入406亿元（同比+0.4%）、归母净利润26亿元（同比+6.5%）、扣非同比+8.5%；Q1收入同比+0.9%→Q2收入同比-0.0%，Q1归母同比+41.9%→Q2归母同比-20.5%。

ICL（迪安诊断0.10亿元→2.32亿元、金域医学扭亏+1.90亿元、兰卫）减值出清+降本后利润率归位，为真实经营修复；基因测序（华大基因扭亏、诺禾）跟随回暖；眼科（爱尔扣非-25.7%）屈光视光客单价降级；通策医疗归母4.58亿元（+32.7%）中含权益法投资收益1.26亿元、扣非仅+5.7%，应以收入看业务——H1收入15.86亿元（+4.1%）、Q1 7.55亿元（+1.4%）、Q2 8.31亿元（+6.7%），Q2加速反映口腔诊疗量温和恢复；H股肿瘤（海吉亚）与中医（固生堂归母+45.5%）见H股页。

细分	家数	收入(亿)	收入同比%	归母(亿)	归母同比%	扣非同比%	Q1收入%	Q2收入%	Q1归母%	Q2归母%	代表公司（按收入排序）
医疗服务（三级总体）	**20**	**406.4**	**0.4**	**26.3**	**6.5**	**8.5**	**0.9**	**-0.0**	**41.9**	**-20.5**	
眼科医院	4	163.2	4.2	17.8	-25.6	-19.9	6.4	1.8	15.6	-71.5	爱尔眼科、华厦眼科、普瑞眼科、何氏眼科
ICL	3	82.5	-5.1	4.9	705.3	499.1	-7.1	-3.2	353.3	1,559.2	迪安诊断、金域医学、兰卫医学
其他-医院	7	52.6	-1.1	0.8	-39.3	-60.2	-1.5	-0.6	-66.4	6.0	新里程、盈康生命、三博脑科、澳洋健康、光正眼科、创新医疗、皓宸医疗
体检	1	38.4	-6.4	-1.8	17.6	13.2	-9.7	-4.0	7.4	34.6	美年健康
基因测序	3	33.5	7.4	0.7	16.2	237.6	13.2	2.7	100.8	-19.6	华大基因、诺禾致源、贝瑞基因
综合医院	1	20.3	-0.1	-0.7	60.4	66.4	-2.8	2.5	54.5	71.0	国际医学
口腔	1	15.9	4.1	4.6	32.7	2.5	1.4	6.7	1.7	68.0	通策医疗

注：南华生物不纳入板块统计。ICL为独立医学实验室Independent Clinical Laboratory。

资料来源：Wind，华安证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

流通/药店：流通表现平稳（剔除上海医药影响），药店收入和利润逐步修复

总体：31家公司2026H1合计收入5,208亿元（同比+2.2%）、归母净利润109亿元（同比-9.9%）、扣非同比+5.7%；Q1收入同比+2.3%→Q2收入同比+2.1%，Q1归母同比-0.9%→Q2归母同比-17.8%。

本章按两个细分统计：医药流通（23家、收入4,619亿元+2.2%、归母-15.5%）——上海医药2025H1基数含和黄药业重估等投资收益32.6亿元，2026H1其扣非+18.0%反而是真实改善，国药一致、九州通平稳，应收账款周期仍是流通板块压力所在；药店（8家、含第一医药，收入589亿元+1.9%、归母+11.1%）——从"万店竞赛"转向"关店提效"，利润先于收入好转。

细分	家数	收入(亿)	收入同比%	归母(亿)	归母同比%	扣非同比%	Q1收入%	Q2收入%	Q1归母%	Q2归母%	代表公司（按收入排序）
流通药店（三级总体）	**31**	**5,208.3**	**2.2**	**109.4**	**-9.9**	**5.7**	**2.3**	**2.1**	**-0.9**	**-17.8**	
医药流通	23	4,619.4	2.2	81.0	-15.5	3.6	2.6	1.8	-4.9	-23.8	上海医药、九州通、重药控股、国药一致、南京医药、国药股份、英特集团等
药店	8	588.9	1.9	28.4	11.1	11.1	-0.1	4.1	10.7	11.7	大参林、益丰药房、老百姓、一心堂、漱玉平民、健之佳、华人健康等

资料来源：Wind，华安证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

华安证券 HUAAN SECURITIES

H股总结（一）：分组全景与Big Pharma——BD重塑利润表

业务分组	家数	H1收入(亿元)	H1归母(亿元)
BigPharma	9	730.0	175.0
Biotech现金跑道	6	20.0	-16.0
Biotech盈利兑现	9	186.0	19.0
CXO	3	184.0	23.0
互联网医疗	2	434.0	37.0
医疗服务	2	36.0	5.0
医疗科技	4	18.0	-2.0
医美消费	1	29.0	9.0
器械	9	112.0	14.0
流通中药	3	4,190.0	62.0

Big Pharma	市值(亿元)	收入(亿元)	收入同比%	归母(亿元)	归母同比%
中国生物制药	926.0	194.4	10.6	34.4	1.4
石药集团	969.0	185.9	40.1	60.9	139.2
翰森制药	1,950.0	83.0	11.7	42.6	35.8
远大医药	162.0	58.1	4.6	9.7	-9.2
联邦制药	148.0	61.7	-18.0	3.5	-81.7
先声药业	259.0	45.8	27.8	8.3	37.3
三生制药	371.0	45.3	3.9	11.5	-15.6
康哲药业	248.0	45.0	12.5	9.9	4.8
东阳光药	199.0	10.8	-44.5	-6.0	-1,202.0

■ Big Pharma解读：石药集团归母+139.2%——授权费收入58.95亿元（+448.5%）、阿斯利康首付12亿美元中的8.4亿美元已于2026Q2确认且到账；翰森制药+35.8%最干净（创新药收入占比85.4%、产品销售+21.6%）；中国生物制药表观+1.4%平淡，剔除2025H1科兴股息15.04亿元基数后核心业务+92.3%；三生制药生物药销售-19.3%、靠辉瑞授权收入8.52亿元撑住；联邦制药-81.6%为2025H1诺和诺德许可费约13亿元的基数效应+胰岛素集采；东阳光药转亏（流感基数）。

■ CXO三家：药明生物收入117.87亿元（+18.4%）、毛利率+3.5pp至46.2%、未完成服务订单126亿美元；药明合联收入37.01亿元（+37.0%）、未完成订单+62.2%（ADC景气度最高）；金斯瑞报表-22.1%系传奇出表口径不可比、经调整净利+203%。

注：全部数据已折算为人民币（港元0.91、美元7.15，2026年6月末汇率）；市值为2026-08-31收盘折算。

资料来源：公司公告，进门财经，东方财富，华安证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

华安证券 HUAAN SECURITIES

H股总结（二）：盈利Biotech、现金跑道、互联网医疗与医美对照

盈利Biotech	市值(亿元)	收入(亿元)	收入同比%	归母(亿元)	归母同比%
信达生物	1,647.0	86.2	44.8	12.5	50.2
康诺亚-B	204.0	6.2	23.7	12.2	1,644.1
复宏汉霖	328.0	35.9	27.3	4.3	10.3
科伦博泰生物	1,081.0	9.8	2.9	3.9	367.3
海西新药	138.0	3.1	—	0.8	—
和铂医药-B	112.0	8.7	20.9	4.6	-9.5
再鼎医药	205.0	14.7	-4.9	-7.3	-14.2
康方生物	754.0	18.1	27.9	-4.2	25.6
亚盛医药	114.0	3.0	29.3	-8.2	-38.2

互联网医疗/医美	市值(亿元)	收入(亿元)	收入同比%	归母(亿元)	归母同比%
京东健康	1,059.0	408.9	+15.9	34.4	+32.4
阿里健康(3月财年)	455.0	342.6	+12.0	19.4	+35.2
平安好医生	126.0	24.8	-0.7	2.2	+63.5
巨子生物(医美)	249.0	29.2	-6.3	9.4	-20.5
爱美客(A对照)	—	14.2	-6.4	8.0	-24.8
华熙生物(A对照)	—	21.9	-22.3	1.2	-30.8
锦波生物(A对照)	—	6.4	-10.2	2.6	-28.2

■ 现金跑道Biotech（6家，合计亏约16亿元）：映恩收入-82.2%系2025H1 BioNTech付款高基数（在手现金22.7亿元）；云顶新耀收入11.48亿元（+157.3%、耐赋康放量）已近盈亏平衡；瑞博生物（siRNA）收入+304%微利；维立志博、旺山旺水为2026年新上市、现金充足；歌礼亏3.2亿元。分化核心是「商业化产品有无+现金年限」。

■ 器械：威高股份收入+3.1%、归母-23.2%（集采续约消化）；微创医疗预告2026H1净亏损≤5,000万美元；时代天使归母+86.1%（海外正畸高增长）；归创通桥+49.9%、心玮+18.5%——神经介入出清修复在港股同样成立；精锋医疗、微创机器人见医疗设备章节。

■ 医美结论：巨子生物与A股爱美客、华熙生物、锦波生物四家全面减速，重组胶原也开始降速，等待终端消费与获客成本改善信号。

注：全部数据已折算为人民币（港元0.91、美元7.15，2026年6月末汇率）；阿里健康、医渡科技为3月截止财年；市值为2026-08-31收盘折算。

资料来源：公司公告，进门财经，东方财富，华安证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

华安证券 HUAAN SECURITIES

专题①BD梳理：2026年1-8月——中国创新资产"平台化、打包化、共同开发化"出海

结论：2026年前8个月BD主线是中国创新资产"平台化、打包化、共同开发化"出海。
医药魔方口径统计2026年上半年BD：997亿美元、首付款约50亿美元（平均单笔总包10.6亿、首付0.6亿美元）。

月份	代表性事件（金额单位：美元）	核心意义
1月	石药—阿斯利康：长效多肽平台及多项目，185亿美元、首付12亿；荣昌—艾伯维：RC148海外权益，56亿、首付6.5亿	平台型交易和成熟双抗资产同时放量
2月	信达—礼来：肿瘤/免疫全球合作，88.5亿、首付3.5亿；瑞博—Madrigal：MASH siRNA，44.6亿、首付0.6亿；前沿生物—GSK：两项siRNA，10.03亿、首付0.4亿	小核酸与平台授权成为重要增量
3月	正大天晴—赛诺菲：罗伐昔替尼，15.3亿、首付1.35亿；英矽智能—礼来：AI药物发现，约27.5亿	AI制药由技术服务走向可计价资产合作
4月	海思科—艾伯维：两项Nav1.8，首付0.3亿、里程碑7.15亿；天境—渤健：菲泽妥单抗，8.5亿、首付1亿；特宝引进Aligos乙肝资产（4.45亿、首付0.25亿）	交易覆盖疼痛、血液瘤、乙肝等非纯肿瘤领域
5月	恒瑞—BMS：13项早期项目双向/Co-Co合作，152亿、首付6亿、确定性付款最高9.5亿；信达—辉瑞：12项肿瘤项目，105亿、首付6.5亿	大药企从购买单一分子转向锁定中国研发引擎
6月	英矽—SK生物制药：神经免疫AI研发，超25亿；和誉—礼来：多靶点授权，19亿；来凯—Vasque Bio：LAE118海外权益并保留股权与追加收益	NewCo、股权参与与长期分成增加
7月	迪哲—阿斯利康：舒沃哲全球权益，15亿、首付6亿；正大天晴—阿斯利康：TQC3721，21亿、首付2亿；同源康—齐鲁：境内授权27.6亿元、首付3亿元	出海仍强，境内商业化授权同步升温
8月	百济—Revolution Medicines：RAS(ON)四资产亚洲权益+联合临床；复宏汉霖—山德士：最多10款产品打包出海，3.22亿、首付0.85亿；映恩—Genentech：ADC平台，10.45亿、首付0.45亿	中国企业以"区域经营者"与"全球开发伙伴"身份参与

可量化观察：根据医药魔方，2026年1-8月中国相关BD共324笔——出海143笔、境内134笔、跨境引进47笔；其中上半年出海106笔、披露总包合计992.1亿美元、首付款合计49.2亿美元、7-8月出海再增37笔、披露总包156.3亿美元。交易结构从单资产License-out转向多资产打包、平台授权与Co-Co（石药—阿斯利康8项目、恒瑞—BMS 13项、信达—辉瑞12项）；赛道由肿瘤主导转向肿瘤/免疫/代谢/小核酸多元。

注：金额均为公开披露的潜在总对价（含里程碑），不能视作已确认收入；逐笔全量清单（324笔）见底稿"BD台账"sheet。

资料来源：医药魔方，公司公告，上海市企业出海综合服务平台，华安证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

华安证券 HUAAN SECURITIES

华安研究• 拓展投资价值

专题②国际化：海外收入占比超20%全景（64家，按细分归组排序，截至2026H1）

公司	细分	市值(亿元)	海外(亿元)	占比%	同比%
康龙化成	一体化	796.0	62.1	81.8	13.6
药明康德	一体化	4,639.0	208.1	72.0	—
泰格医药	临床CR	455.0	15.9	42.8	2.9
美迪西	安评	128.0	3.5	45.7	40.3
昭衍新药	安评	348.0	1.8	25.8	-27.9
诺泰生物	多肽	88.0	9.2	80.8	16.9
奥锐特	多肽	81.0	6.5	78.6	-1.9
圣诺生物	多肽	52.0	3.4	67.0	81.8
翰宇药业	多肽	203.0	3.2	46.4	-24.9
九洲药业	小分子	135.0	20.5	79.5	-10.7
博腾股份	小分子	105.0	12.9	72.3	12.3
凯莱英	小分子	583.0	24.0	66.6	-3.0
百奥赛图	模式动物	523.0	5.6	59.6	32.5
药石科技	科研上游	105.0	7.4	69.5	11.8
键凯科技	科研上游	55.0	1.2	62.8	9.4
百普赛斯	科研上游	128.0	3.1	62.3	20.6
毕得医药	科研上游	55.0	4.0	58.0	9.1
皓元医药	科研上游	198.0	6.9	42.0	23.2
奥浦迈	科研上游	76.0	1.7	36.6	142.5
共同药业	原料药	28.0	1.6	45.1	33.8
天新药业	大宗原料	104.0	6.4	48.5	-2.4
浙江医药	大宗原料	124.0	15.0	34.2	-2.5
亿帆医药	大宗原料	119.0	5.7	23.1	1.8
同和药业	特色原料	29.0	3.2	82.6	-9.1
奥翔药业	特色原料	64.0	2.6	55.4	-8.8
普洛药业	特色原料	251.0	23.9	49.5	9.8
华海药业	特色原料	241.0	24.1	49.1	13.6
天宇股份	特色原料	74.0	9.4	46.8	10.0
京新药业	仿创	110.0	4.2	21.1	-8.6
健友股份	化学制剂	128.0	15.2	78.7	-5.1
东北制药	化学制剂	70.0	7.8	23.3	27.6
华北制药	化学制剂	82.0	9.3	21.9	-15.6
百济神州	创新药	4,162.0	155.0	69.8	34.8
奥美医疗	低值耗材	58.0	15.2	82.5	8.1
采纳股份	低值耗材	48.0	1.9	70.6	49.0
振德医疗	低值耗材	216.0	13.6	61.1	4.8
稳健医疗	低值耗材	172.0	15.9	29.1	3.7
康德莱	低值耗材	33.0	2.5	23.0	-17.4
拱东医疗	低值耗材	37.0	1.3	22.0	-1.9
安杰思	内镜耗材	42.0	2.0	66.8	23.8
南微医学	内镜耗材	147.0	10.9	62.9	21.0
中红医疗	手套	65.0	12.5	84.7	26.1
英科医疗	手套	362.0	56.7	82.1	—
蓝帆医疗	手套	59.0	29.4	79.2	33.4
微电生理	电生理	83.0	1.1	39.5	56.5
迈普医学	神外	36.0	0.4	21.0	4.5
山外山	血净	47.0	0.9	20.4	8.8
三友医疗	骨科	48.0	0.6	23.4	23.1
美好医疗	上游部件	130.0	6.4	79.2	1.1
海泰新光	上游部件	113.0	2.4	76.1	23.1
奕瑞科技	上游部件	309.0	7.5	44.6	103.5
康泰医学	设备	45.0	1.5	68.0	—
三诺生物	设备	89.0	10.2	40.2	2.3
开立医疗	内镜设备	84.0	5.4	50.9	14.3
祥生医疗	影像	32.0	4.0	91.0	—
联影医疗	影像	861.0	17.6	25.0	54.5
微创机器人(H)	手术机器	199.0	—	—	—
理邦仪器	监护	68.0	6.6	64.5	18.5
华大智造	科研设备	261.0	4.9	35.8	36.7
海尔生物	科研设备	99.0	4.3	33.0	-0.6
东方生物	POCT	39.0	3.8	82.3	—
九安医疗	IVD	328.0	4.1	76.3	-38.0
科兴制药	生物制品	42.0	1.4	23.8	-23.1
迈瑞医疗	迈瑞整体	2,004.0	94.7	53.0	13.7

■ **增速超50%梯队：奕瑞+103.5%、圣诺+81.8%、微电生理+56.5%、联影医疗+54.5%（海外17.65亿元、占比升至25.0%、亚太+148.5%）、采纳+49.0%(临界)、H股微创机器人图迈海外+450%以上(盈喜口径)；奥浦迈+142.5%含澎立并表。占比超40%共45家，CXO/多肽链/手套与低值耗材/上游部件为最纯出海细分。**

注：市值为2026-08-31收盘(亿元,微创机器人为港元×0.91折算)；金额/占比/同比取自中报分地区披露或经营讨论原文(联影为中报原文)；药明康德自2026年中报起不再披露分地区收入(半年报与官方业绩演示材料均无,出海结构可参考TIDES收入72.6亿+44.3%、小分子D&M 149.9亿+72.7%)、208.1亿为按2025年报美国客户占比约72%×2026H1收入289亿测算、同比不可比；英科/东方生物按最近年度占比测算；稳健医疗/天新药业为申万非医药成份、按业务纳入；祥生/康泰无可比基期；微创机器人为盈喜口径。

资料来源：公司公告，通联数据，东方财富，华安证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

华安证券 HUAAN SECURITIES

专题③2026年1-8月国内创新药进展：72个批准文号、54个品种条目获批（全新分子约35个）

月份	品种数	重点获批品种（偏大品种/创新形式/技术领先，公司与靶点）
1月	6个	瑞拉芙普α(恒瑞,全球首个PDL1×TGF-β,胃癌1L)、埃诺格鲁肽(先为达,GLP-1降糖)、奥洛格列净(东阳光)、立贝韦塔单抗(华辉安健,丁肝FIC)
2月	4个	索西美雷塞(杭煜,KRAS G12C)、罗伐昔替尼(正大天晴,JAK/ROCK)、安沐奇塔单抗(三生国健,IL-17A)、奥妥珠单抗β(天广实)
3月	6个	德度司他(康哲,HIF)、罗赛促红素α(三生)、重组A型肉毒毒素(誉颜,国产首批之一)、埃诺格鲁肽减重适应症、锝[99mTc]佩昔瑞特加肽(瑞迪奥,核药)
4月	3个	安达艾替尼(鞍石,EGFR ex20ins)、贝泽昔替尼(邦顺,JAK2)、康希诺组分百白破疫苗(国内首个)
5月	5个	鲁兹诺雷钠(恒瑞,URAT1痛风)、法赞雷生(海岸,失眠)、安尼妥单抗(康宁杰瑞/津曼特,HER2双抗)、塞多明基(诺思兰德,国内首个HGF基因疗法)、环硅酸锆钠国产化
6月	14个	舒瑞基奥仑赛(科济,全球首个实体瘤CAR-T)、伦康依隆妥单抗(百利天恒,EGFR×HER3双抗ADC)、替尔泊肽国产化(礼来苏州)、古莫奇单抗(康方,IL-17A)、洛布替尼(麓鹏,BTK C481S)、康特替尼(首药,ALK)、兰诺可泮(朗来,CFB)
7月	6个	思普可泮(海思科,CFB,PNH)、舒地胰岛素(恒瑞)、三价HPV疫苗(康乐卫士)、伊司特韦(西湖,新冠3CL)、瑞西奇拜单抗(华奥泰,IL-36R)
8月	10个	纬利妥米单抗(智翔金泰,BCMA×CD3)、凡瑞格拉替尼(和黄,FGFR)、替恩戈替尼(药捷安康,FGFR2胆管癌)、立康可泮(恒瑞,CFB)、菲泽妥单抗(天境,CD38)、莱康奇塔单抗(丽珠,IL-17A/F)、氘申艾替尼(同源康)

统计口径：2026年1-8月国产创新药共获72个批准文号、54个品种条目（含新适应症/新剂型/国产化，全新分子约35个；月份按首次获批）。全年结构看点：双抗/ADC/细胞治疗等新技术形式占比显著提升——全球首个实体瘤CAR-T、多个双抗与双抗ADC、首个国产HGF基因疗法、GLP-1双雄（埃诺格鲁肽+替尔泊肽国产化）均在年内落地。

年内还需要关注：恒瑞HER2 ADC III期达终点(8月31日)、一品红AR882、迪哲舒沃哲美国NDA受理。

资料来源：医药魔方，华安证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

华安证券 HUAAN SECURITIES

专题④研发投入：A股医药2026H1费用化研发582亿元（同比+3.3%）——投入向创新药与CXO集中

板块	H1研发费用(亿元)	同比%
CXO	30.9	8.3
原料药	30.7	-3.3
化学制剂	282.0	6.7
医疗耗材	29.2	9.5
医疗设备	41.1	6.4
IVD	40.7	-4.1
生物制品	41.4	-2.6
疫苗血制品	20.3	-11.3
中药	43.2	2.8
医疗服务	8.6	-9.1
流通药店	14.3	-1.3

公司	H1研发(亿元)	同比%
百济神州	79.5	9.3
恒瑞医药	34.9	8.2
复星医药	20.9	21.6
迈瑞医疗	15.7	-2.3
百利天恒	14.8	42.8
科伦药业	12.1	15.7
联影医疗	10.1	31.9
上海医药	9.7	1.2
长春高新	9.5	-17.9
华东医药	7.5	-25.3

H股重点公司
H1研发(亿元人民币)

公司	研发
石药集团	30.3
中国生物制药	30.8
翰森制药	17.4
信达生物	16.8
先声药业	8.3
康方生物	7.8
科伦博泰	7.7

总结：A股医药费用化研发合计582.4亿元、同比+3.3%——在收入仅+2.6%的年份研发强度仍在提升。结构上，化学制剂（282.0亿元、+6.7%）与CXO（+8.3%）、医疗耗材（+9.5%）逆势加码；疫苗（-11.3%）、医疗服务（-9.1%）收缩。
公司层面：百济神州79.5亿元规模最大（+9.3%）、百利天恒+42.8%与联影+31.9%加码最猛、华东医药-25.3%收缩最深；H股头部（石药30.3亿元、中生30.8亿元、翰森17.4亿元）研发强度与A股头部公司相当。

资料来源：Wind，东方财富，华安证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

华安证券 HUAAN SECURITIES

专题⑤医保基金2026年逐月收支：支出累计近零增长——（附三明样本）

2026年	当月收入(亿元)	收入同比%	当月支出(亿元)	支出同比%	当月结余(亿元)
1月	3,439.0	9.4	1,649.0	-8.3	1,790.0
2月	2,464.0	6.1	1,512.0	0.4	952.0
3月	3,050.0	13.7	2,262.0	23.2	788.0
4月	2,203.0	2.2	2,202.0	5.8	1.0
5月	2,306.0	15.7	2,116.0	-4.7	190.0
6月	2,886.0	15.9	2,022.0	-13.3	864.0
1-6月累计	**16,348.0**	**10.6**	**11,764.0**	**-0.1**	**4,585.0**

三明样本：12家总医院1-7月运行(亿元)

期间	医药总收入	同比%	药品收入	同比%	药占比%	卫材占比%
2024年1-7月	23.12	—	5.03	—	21.76	8.71
2025年1-7月	22.30	-3.52	4.61	-8.28	20.69	8.13
2026年1-7月	23.22	+4.09	4.51	-2.34	19.41	7.91

■ 全国：2026年1-6月医保统筹基金收入16,348亿元(+10.6%)、支出11,764亿元(-0.1%)——支出端累计近零增长、二季度单月支出增速逐月回落（4月+5.8%→5月-4.7%→6月-13.3%），与A股医药收入仅+2.6%互为印证：支付端总量约束是行业收入承压的根源。累计结余4,585亿元(2025年同期3,010亿元)，基金安全边际反而增厚。

■ 三明样本：医药总收入2026年1-7月+4.09%恢复正增长，但药品收入连续第二年负增长(-2.34%)、药占比三年从21.76%降至19.41%、出院者均费-2.27%——"总量温和增长、药品耗材持续压缩、结构向服务倾斜"是三明模式下的支出图谱，也是全国医保支付演进的先行样本。

■ 结论：医保基金"收入两位数增长+支出零增长"的剪刀差，意味着支付端并非缺钱而是控费机制在主动约束——利好确定进医保放量的创新药(谈判目录)与院外自费/出海链条，存量仿制药与高值耗材的支付压力未解除。

注：全国数为基本医疗保险(含生育保险)统筹基金口径、不含个人账户(2024年起口径)；2026年3月起居民个人缴费统计方式调整(财政部制度调整)使收入同比偏高(6月+28.3%)；三明为12家总医院口径、非全市医保基金口径。

资料来源：国家医保局，人力资源和社会保障部，三明市人民政府，同花顺iFinD，华安证券研究所整理

敬请参阅末页重要声明及评级说明

下载日志已记录，仅供内部参考

华安证券 HUAAN SECURITIES

专题⑥医疗器械招标2026年逐月梳理：5月降幅收窄、6月转正——设备更新是主引擎，招标回暖确立

期间	整体中标金额同比	关键读数
1-3月(Q1)	-14.36%	逐月降幅扩大；设备更新中标36亿元(同比-17%、环比-61%)；集采占比16.32%(+5pct)
4月	负增长	市场延续调整,降幅未收窄
5月	约-4%	降幅显著收窄,拐点初现
6月	约+8%	同比转正,回暖确立
1-6月(H1)	-12.78%	设备更新H1同比+22.12%,Q2环比+50%以上、同比接近80%——政策驱动需求韧性凸显
7月(类目跟踪)	—	生化分析仪月榜迈瑞占41.1%、DSA月榜GPS前三,采购活动延续(全市场月报未出)

细分/结构	读数	备注
医学影像设备	H1 -15.13%(Q1 -20.60%)	PET占比提升2.23pct;联影多领域逆势增长
放射治疗设备	H1 +39.83%	增长最快的设备细分
输血/透析/体外循环	Q1 +20.53%	低基数修复
监护设备	Q1 5.7亿元/14,089台	迈瑞/科曼/飞利浦前三合计76.8%,国产占比86.1%
结构特征	三级医院占比65.37%	设备更新集采占比H1 28.45%(Q1 41.61%);省份前三:广东/山东/四川

■ 判断：招标已确认恢复——节奏上5月收窄、6月转正，结构上设备更新采购在二季度快速放量（环比+50%以上），A股医疗设备板块Q2收入+12.3%；利润端的兑现取决于价格战缓和，关注下半年月度数据的连续性。

资料来源：众成数科(医械云标讯MDBIDS)，中国医疗器械行业协会，医药魔方，华安证券研究所整理

敬请参阅末页重要声明及评级说明

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

1、医保控费与集中带量采购政策超预期的风险。若医保支付端约束、药品与耗材集采及价格治理推进力度超预期，相关公司收入与盈利可能低于预期。

2、创新药研发与临床进展不及预期的风险。新药研发存在高度不确定性，临床试验失败、审评审批进度低于预期将影响相关公司管线价值与业绩。

3、BD合作签约与兑现不及预期的风险。对外授权的里程碑付款与销售分成依赖后续开发进展，存在合作终止、里程碑无法达成的可能；已确认的授权收入可能形成后续年度的高基数。

4、地缘政治与关税政策变化的风险。海外收入占比较高的公司面临出口关税、贸易限制、实体清单等政策变化的不确定性。

5、汇率波动风险。出海企业以外币结算的收入与资产面临汇率波动对收入及利润的扰动。

6、行业竞争加剧的风险。同质化竞争可能导致价格下行、市场份额波动，影响相关公司盈利能力。

7、数据统计口径差异的风险。本报告涉及多个数据来源与统计口径（均已逐项注明），与其他机构或官方统计可能存在差异；部分标注为测算或盈喜口径的数据以公司后续正式披露为准。

下载日志已记录，仅供内部参考

重要声明

分析师声明

本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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持：未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
中性：未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持：未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上;

公司评级体系

买入：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性：未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上
无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深300指数。

下载日志已记录，仅供内部参考



华安证券
HUAAN SECURITIES

谢谢！