仅供内部参考，请勿外传

国盛证券 GUOSHENG SECURITIES

2026 年09 月 23 日



国盛医药张雪·李慧瑶团队

制药、中药及药店板块2026H1总结分析

分析师 张雪

执业证书编号：S0680526020006

邮箱：zhangxue1@gszq.com

分析师 李慧瑶

执业证书编号：S0680526020005

邮箱：lihuiyao@gszq.com

分析师 张玉

执业证书编号：S0680524120002

邮箱：zhangyu7@gszq.com

打造极致专业与效率

摘要

- **2026H1医药板块整体仍处于调整期，收入端压力延续，但经营质量改善逐步显现。**传统制药板块H1收入同比下降1.2%，Q2降幅扩大至2.6%，毛利率有所承压，但销售费用率持续下降，对利润形成一定支撑；中药板块H1收入同比下降4.4%，Q2同比下降8.8%，归母利润压力较大，但扣非利润降幅明显收窄，主业经营韧性相对更强。整体来看，行业需求尚未明显回暖，降本增效、费用精细化管理已成为利润端的重要支撑。
- **药店板块基本面改善相对领先，收入恢复增长，利润增速持续快于收入。** 2026H1药店板块收入同比增长2.0%，Q2增速提升至4.2%，归母及扣非利润均实现双位数增长，销售费用率继续下降。门店端，前期集中关店及低效门店优化已逐步进入尾声，龙头直营新开及并购重新出现，同时加盟继续贡献主要增量，行业经营重心逐步从门店出清转向存量提效和恢复增长，后续同店及单店盈利改善值得重点关注。
- **传统制药板块短期业绩扰动，费用压降与现金流改善为盈利修复蓄力。**2026H1传统制药板块毛利率整体相对稳定，但2026Q2同比下降1.7pct至49.9%，收入及毛利率均对利润端形成压力，反映集采降价和产品结构变化的持续影响。费用端表现为压降趋势，2026Q2销售费用率同比下降1.6pct。在利润端，2026H1归母及扣非净利润分别同比下滑0.5%和6.7%，Q2归母及扣非净利润分别同比下降5.0%和10.6%，核心盈利仍处于调整阶段。积极的一面是，现金流整体保持稳健，H1经营性现金流404亿元，经营性现金流/净利润为118%，期末应收账款同比下降约3%，回款情况总体稳定，回款质量良好。整体来看，板块收入与利润短期仍面临压力，但费用压降和现金流改善为后续盈利修复提供了一定支撑。
- **下半年关注流感旺季带来的阶段性需求催化。**当前南方流感样病例占比已率先抬升，北方整体仍处于相对低位，随着秋冬季到来，流感活动存在进一步上行可能。若流感景气度持续提升，感冒、止咳、咽喉及抗病毒等相关品类终端动销有望改善，中药OTC及零售药店均具备一定受益弹性。
- **相关标的：**众生药业、长春高新、益丰药房、科伦药业、一品红、恒瑞医药、舒泰神、特宝生物
- **风险提示：**1）医药负向政策超预期；2）行业增速不及预期；3）行业竞争加剧风险。

仅供内部参考，请勿外传

目录

01 细分领域2026年中报分析

02 个股部分

03 风险提示

仅供内部参考，请勿外传

传统制药：收入延续承压，费用优化托底盈利

- **传统制药板块收入仍有压力，Q2增速环比走弱。** 2026H1板块实现营业收入2519亿元，同比下降1.2%，其中Q2同比下降2.6%，较2025Q2的-1.1%进一步承压。H1毛利率50.1%，整体相对稳定，但Q2毛利率同比下降1.7pct至49.9%，收入及毛利率均对利润端形成一定压力。
- **费用压降对冲部分毛利压力，但扣非利润仍有所下滑。** 2026H1销售费用率降至18.6%，其中Q2同比下降1.6pct，费用控制延续；管理费用率基本稳定，研发费用率维持较高水平。H1归母净利润319亿元，同比下降0.5%，扣非净利润275亿元，同比下降6.7%；Q2归母、扣非净利润分别下降5.0%、10.6%，核心盈利仍处于调整阶段。
- **现金流整体保持稳健，应收账款同比有所改善。** H1经营性现金流404亿元，经营性现金流/净利润为118%；Q2经营性现金流267亿元，同比小幅增长。期末应收账款1087亿元，同比下降约3%，回款情况总体稳定。

	2026H1	2026Q2	2025Q2	2025A	2024A	2023A
营业收入/亿元	2519	1256	1289	5057	5080	5003
营业收入同比增速	-1.2%	-2.6%	-1.1%	-0.4%	1.5%	
毛利率	50.1%	49.9%	51.6%	50.6%	50.6%	50.5%
销售费用率	18.6%	18.4%	20.0%	20.3%	20.3%	21.9%
管理费用率	7.9%	8.1%	7.9%	8.4%	8.2%	8.1%
研发费用率	7.8%	8.4%	7.8%	8.2%	7.9%	7.9%
归母净利润/亿元	319	153	161	476	466	424
归母净利润同比增速	-0.5%	-5.0%	2.9%	2.1%	10.0%	
扣非净利润/亿元	275	131	147	421	427	373
扣非净利润同比增速	-6.7%	-10.6%	2.5%	-1.4%	14.6%	
应收账款/亿元	1087	1087	1115	1053	1024	986
经营性现金流/亿元	404	267	263	843	822	796
经营性现金流/净利润	118%	162%	152%	163%	162%	172%

资料来源：wind，国盛证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

中药：收入仍承压，盈利韧性显现

- **中药板块2026H1收入端仍有压力，Q2增速环比进一步走弱。** 2026H1板块实现营业收入1652亿元，同比下降4.4%；其中Q2收入756亿元，同比下降8.8%，较2025Q2的-2.8%进一步承压。H1毛利率42.7%，同比整体相对稳定，Q2毛利率41.0%，同比下降1.3pct，盈利能力仍受到一定压制。
- **费用管控持续改善，扣非利润表现明显好于归母利润。** 2026H1销售费用率降至20.0%，Q2同比下降2.0pct，降本增效效果延续；H1归母净利润198亿元，同比下降10.5%，其中Q2同比下降20.6%，但扣非净利润仅同比下降2.0%，较2025Q2的-16.2%显著改善，主业盈利韧性有所增强。
- **现金流质量保持较好，应收账款同比有所改善。** H1经营性现金流202亿元，经营性现金流/净利润达98%；Q2经营性现金流153亿元，基本同比持平，经营性现金流/净利润提升至183%。期末应收账款748亿元，同比下降约3%，但较年初仍有所增加，后续需关注回款节奏及终端需求修复。

	2026H1	2026Q2	2025Q2	2025A	2024A	2023A
营业收入/亿元	1652	756	830	3330	3439	3610
营业收入同比增速	-4.4%	-8.8%	-2.8%	-3.2%	-4.7%	
毛利率	42.7%	41.0%	42.3%	42.7%	42.8%	45.2%
销售费用率	20.0%	19.8%	21.8%	22.3%	22.6%	24.4%
管理费用率	5.5%	6.0%	5.7%	6.0%	5.8%	5.5%
研发费用率	2.8%	3.0%	2.9%	3.1%	3.1%	2.9%
归母净利润/亿元	198	80	100	287	299	369
归母净利润同比增速	-10.5%	-20.6%	4.2%	-4.1%	-18.9%	
扣非净利润/亿元	189	75	76	242	260	335
扣非净利润同比增速	-0.7%	-2.0%	-16.2%	-6.8%	-22.3%	
应收账款/亿元	748	748	774	707	692	716
经营性现金流/亿元	202	153	155	370	345	403
经营性现金流/净利润	98%	183%	145%	123%	110%	105%

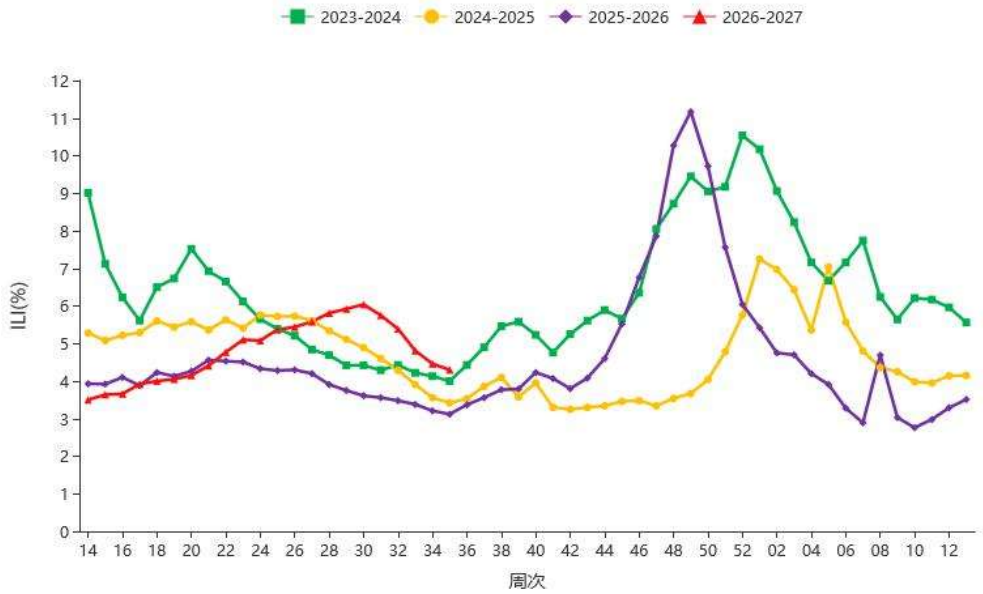
资料来源：wind，国盛证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

中药：南方流感率先抬升，关注后续秋冬情况

- **当前流感活动整体呈现南方率先抬升、北方相对平稳的特征，流感景气度已有边际升温迹象。** 从哨点医院数据看，南方省份ILI%自年中以来持续走高，显示流感样病例占比正在提升；北方省份目前仍处相对低位，尚未出现明显上行。区域间节奏分化表明，本轮流感活动或仍处于逐步扩散阶段，全国性需求尚未充分释放。
- **进入秋冬季后，流感活动有望进一步进入季节性上行窗口，呼吸系统用药需求值得关注。** 随气温下降、人员室内活动增加及开学后人群聚集度提升，流感传播条件趋于增强，南方当前较强的流感活动若向更多地区扩散，相关药品终端动销有望逐步改善。尤其是感冒、退热、止咳、咽喉及抗病毒等品类，需求弹性通常较高，有望受益于流感旺季催化。
- 从投资角度看，流感景气改善更偏向阶段性需求催化，建议重点关注终端动销和渠道库存的匹配情况。 若后续流感数据持续上行，同时渠道库存处于合理水平，则相关企业收入端有望获得更直接的旺季拉动；其中品牌力较强、OTC渠道覆盖广、呼吸系统产品占比较高的中药企业受益程度或更为明显。

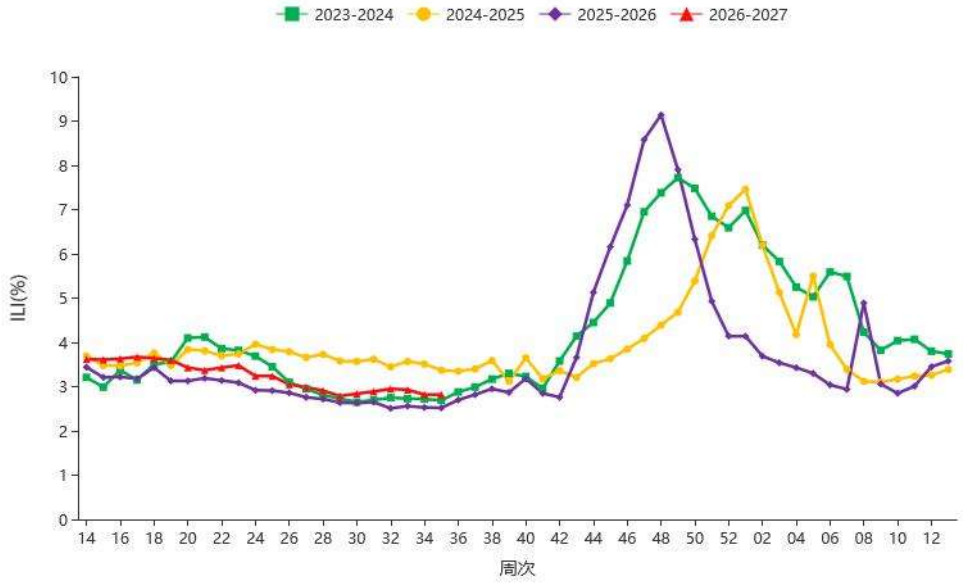
图：2023-2027年南方省份哨点医院报告的流感样病例%



资料来源：中国国家流感中心，国盛证券研究所

注：ILI%＝哨点医院门急诊流感样病例数 ÷ 哨点医院全部门急诊就诊总人数 × 100%

图：2023-2027年北方省份哨点医院报告的流感样病例%



资料来源：中国国家流感中心，国盛证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

药店：收入增长改善，利润弹性延续

- **药店板块收入增长改善，费用优化驱动利润增速快于收入。** 2026H1板块实现营业收入579亿元，同比增长2.0%，其中Q2收入288亿元，同比增长4.2%，较2025Q2的0.2%明显提速，收入端呈现边际改善。H1毛利率34.8%，同比总体稳定，Q2毛利率34.6%，同比基本持平。
- **销售费用率下行，盈利能力持续修复。** 2026H1销售费用率22.7%，其中Q2为23.0%，同比下降1.1pct；管理费用率保持稳定。H1归母净利润28亿元，同比增长10.7%，扣非净利润同比增长11.5%，均明显快于收入增速；Q2归母、扣非净利润分别同比增长12.4%、13.5%，利润端继续保持双位数增长。
- **现金流质量仍较优，但Q2同比有所回落。** H1经营性现金流64亿元，经营性现金流/净利润达209%；Q2经营性现金流23亿元，同比有所下降，经营性现金流/净利润为168%。期末应收账款83亿元，同比下降，整体回款情况保持稳健。

	2026H1	2026Q2	2025Q2	2025A	2024A	2023A
营业收入/亿元	579	288	277	1162	1143	1090
营业收入同比增速	2.0%	4.2%	0.2%	1.7%	4.9%	
毛利率	34.8%	34.6%	34.7%	34.1%	34.2%	34.4%
销售费用率	22.7%	23.0%	24.1%	23.2%	24.3%	23.0%
管理费用率	4.0%	3.9%	3.9%	4.2%	4.2%	4.0%
研发费用率	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
归母净利润/亿元	28	12	11	40	32	47
归母净利润同比增速	10.7%	12.4%	19.2%	27.2%	-33.2%	
扣非净利润/亿元	28	12	11	38	32	47
扣非净利润同比增速	11.5%	13.5%	14.3%	18.4%	-32.4%	
应收账款/亿元	83	83	85	94	93	91
经营性现金流/亿元	64	23	34	163	126	139
经营性现金流/净利润	209%	168%	288%	364%	361%	270%

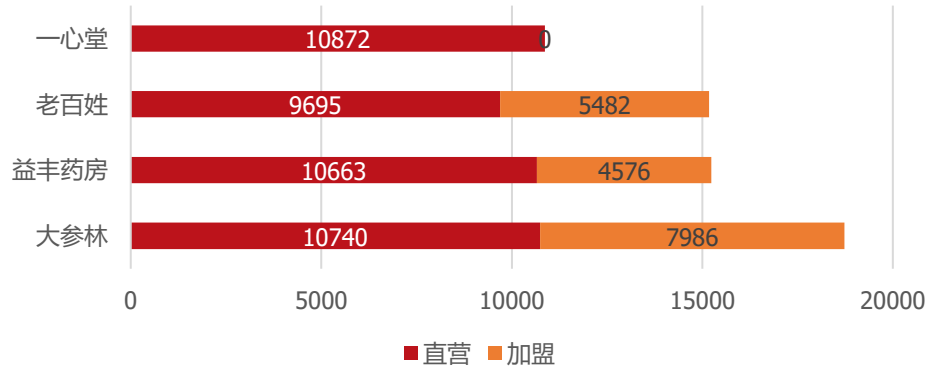
资料来源：wind，国盛证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

药店：龙头门店持续增长，并购节奏回暖

- **门店扩张出现边际变化，直营新开和并购重新启动。** 2026H1大参林、益丰、老百姓分别新开273、211、78家直营店，同时大参林、老百姓分别并购146、62家，较此前开店和并购节奏明显改善，龙头在经历一段时间门店调整后，开始恢复主动扩张。
- **加盟仍是门店增长的主要来源，存量优化同步推进。** 大参林、老百姓、益丰分别新增加盟696、429、263家，加盟模式继续推进；一心堂则仍以门店调整为主，H1净减少240家。整体来看，药店龙头扩张策略正由单纯收缩逐步转向“恢复开店+并购+加盟”并行，后续重点关注同店数据及并购节奏。

图：2026H1期末门店规模/家



资料来源：公司2026年半年报（一心堂、老百姓、大参林、益丰），国盛证券研究所

图：2026H1门店扩张拆解/家

公司	新开	并购	加盟新增	关闭/退出	净增
大参林	273	146	696	147	+968
益丰药房	211	11	263	77	+408
老百姓	78	62	429	367	+202
一心堂	57	0	0	297	-240

资料来源：公司2026年半年报（一心堂、老百姓、大参林、益丰），国盛证券研究所
注：一心堂公告新开116家中含搬迁59家，横向比较按净新开57家；老百姓关闭/退出含直营关闭177家及加盟退出190家。期末门店均含加盟，除一心堂。

图：药店零售行业公司盈利预测与估值表

证券代码	公司	市值/亿元	归母净利润/亿元									股息率
			2024	2025	26H1	2026E	yoy	PE	2027E	yoy	PE	
603939.SH	益丰药房	269	15.29	16.78	9.64	19.2	14%	14.0	21.8	14%	12.4	3.6%
603233.SH	大参林	202	9.15	12.35	9.27	14.8	20%	13.7	16.9	14%	12.0	5.6%
603883.SH	老百姓	98	5.19	3.82	4.47	5.8	51%	17.0	6.5	13%	15.0	4.8%
002727.SZ	一心堂	64	1.14	2.63	2.57	4.2	60%	15.2	4.8	15%	13.2	5.7%

资料来源：wind，国盛证券研究所，注：盈利预测参考wind一致预期，股价截至20260911

仅供内部参考，请勿外传

目录

01 细分领域2026年中报分析

02 个股部分

03 风险提示

仅供内部参考，请勿外传

益丰药房：内生经营改善，龙头优势有望逐步显现

- **二季度收入增长提速，利润端延续较快增长。**2026年上半年，公司实现营业收入121.30亿元，同比增长3.5%；归母净利润9.64亿元，同比增长9.5%；扣非归母净利润9.52亿元，同比增长11.1%。单二季度营业收入60.45亿元，同比增长5.8%，增速较一季度回升4.5个百分点；归母净利润与扣非归母净利润分别为4.64亿元和4.59亿元，同比增长7.8%和9.5%。**收入增长主要来自老店内生增长及加盟配送业务拓展，费用效率提升推动利润增速快于收入。**
- **费用效率改善，带动盈利能力同比提升。**2026Q2综合毛利率40.56%，同比下降0.78个百分点、环比提升0.52个百分点。销售费用率24.10%，同比下降1.89个百分点；管理费用率3.91%，同比下降0.33个百分点；财务费用率0.47%，同比下降0.20个百分点，三费率合计28.48%，同比下降2.42个百分点，精细化运营成效进一步释放，推动利润率改善。我们认为，门店租赁、装修、水电及折旧等刚性费用持续优化，盈利能力与经营质量稳步提升。
- **规模网络、供应链与数字化能力构筑头部优势，行业集中度提升背景下份额增长可期。**公司直营网点密度与加盟配送下沉形成广覆盖；七大物流中心与数字化运营体系支撑采购、仓配和终端协同，规模效应持续释放，庞大的会员基础与线上履约能力持续提升复购黏性。我们认为，医保支付边界逐步清晰、远程审方口径趋于统一，有望推动行业经营进一步规范；公司凭借规模、供应链、合规和数字化综合能力，有望承接更多客流与市场份额，持续强化头部竞争优势。
- **后续催化：**1）门店增速情况；2）并购落地情况。

图表：2024-2028E益丰药房盈利预测

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	24,062	24,433	25,985	28,143	30,452
增长率 yoy（%）	6.5	1.5	6.4	8.3	8.2
归母净利润（百万元）	1,529	1,678	1,912	2,228	2,588
增长率 yoy（%）	8.3	9.8	13.9	16.5	16.2
EPS最新摊薄（元/股）	1.26	1.38	1.58	1.84	2.13
净资产收益率（%）	14.3	14.4	14.6	15.0	15.2
P/E（倍）	18.1	16.5	14.5	12.4	10.7
P/B（倍）	2.6	2.4	2.1	1.9	1.6

资料来源：wind，国盛证券研究所　注：股价为2026年9月7日收盘价

风险提示：行业政策变化风险、门店扩张及并购整合不及预期、市场竞争加剧、药品安全风险、商誉减值风险。

仅供内部参考，请勿外传

众生药业：短期经营阶段承压，创新管线价值持续兑现

- **传统业务阶段性承压，经营现金流显著改善。**2026年上半年公司实现营业收入10.00亿元，同比下降23.03%；归母净利润1.11亿元，同比下降40.70%；扣非归母净利润1.21亿元，同比下降35.26%。单二季度收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为3.76亿元、0.12亿元和0.18亿元。分产品看，中成药和化学药收入分别为5.23亿元和3.61亿元，同比分别下降24.11%和27.10%；中药材及中药饮片收入同比增长8.67%。经营活动现金流净额达到5.42亿元，同比增长1,266%，主要受收到许可产品首付款、销售商品收现增加及费用支出减少推动。

- **销售费用随收入收缩，研发投入逆势增长，RAY1225授权价值尚未完全体现在利润端。**公司上半年综合毛利率为56.33%，同比下降1.74个百分点；销售费用3.49亿元，同比下降20.35%，销售费用率为34.86%，同比提升1.17个百分点。研发投入0.95亿元，同比增长8.35%，占收入比例提升至9.48%。RAY1225中国地区商业化授权首付款2亿元已对现金流形成增量，后续里程碑付款最高8亿元，上市后另有净销售额双位数提成；相关知识产权许可费预计在相关产品取得上市许可时确认，现金流与利润确认存在时点差异。减重及降糖三项关键III期临床均已完成入组，肥胖合并OSA适应症III期临床获批，产品开发与商业化持续推进。

创新药商业化扩围与关键管线升级并进，中长期成长逻辑持续强化。

- **后续催化：**1）减肥药：RAY1225减重III期数据即将读出，产品具备海外BD潜力；2）MASH领域：ZSP1601片治疗MASH的IIb期临床取得积极结果，公司计划推进关键性III期临床，且产品海外价值较高；3）关注后续流感发病情况：公司昂拉地韦片已纳入国家医保目录，后续有望随流感进一步放量。

图表：2024-2028E众生药业盈利预测

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	2,467	2,523	2,190	2,470	2,850
增长率 yoy（%）	-5.5	2.2	-13.2	12.8	15.4
归母净利润（百万元）	-299	276	223	253	303
增长率 yoy（%）	-213.6	192.2	-19.1	13.3	20.0
EPS最新摊薄（元/股）	-0.35	0.32	0.26	0.30	0.36
净资产收益率（%）	-7.6	6.8	5.4	6.0	7.0
P/E（倍）	—	76.5	94.5	83.4	69.5
P/B（倍）	5.4	5.2	5.1	5.0	4.8

资料来源：wind，国盛证券研究所　注：股价为2026年9月1日收盘价

风险提示：集采及医保支付政策风险；传统产品销售不及预期风险；创新药商业化不及预期风险；临床试验和注册进展不及预期风险；BD里程碑及许可收入确认不及预期风险

长春高新：以量补价兑现与创新药放量驱动拐点

- **业绩阶段性承压，盈利质量与回款改善，以量补价初见成效。**2026H1公司营收55.43亿元（同比-16.06%）、归母净利4.75亿元（同比-51.64%）、扣非4.96亿元（同比-52.02%），经营现金流17.21亿元（同比+40.92%）。单Q2营收29.55亿元（同比-18.03%、环比+14.23%）、归母2.00亿元（同比-60.88%）、扣非2.13亿元（同比-60.58%）。收入利润下滑主因2026/1/1新版国家医保目录落地、长效生长激素等执行医保价致出厂价大幅下降。分主体：金赛收入45.04亿元（同比-17.65%）、归母5.78亿元（同比-47.84%）；百克收入3.05亿元（同比+6.89%）、归母-0.52亿元；华康收入3.38亿元（同比-10.53%）；高新地产收入13.91亿元（同比+202.56%，酒店内部资产重组10.42亿元于合并层面抵销，非经常）。

- 公司以生长激素主业“以量补价”巩固龙头地位，创新药放量与国际化BD打开第二成长曲线：金赛药业为核心利润主体（26H1营收占集团约81%）。长效金赛增为全球首支、国内唯一获批GHD/ISS/Turner三大适应症的长效生长激素，2026年执行医保新价后全力以价换量，保持长效新患份额领先。新品方面，金蓓欣（伏欣奇拜单抗）为国内首款急性痛风1类创新药（IL-1β靶点），2025年6月获批上市，报告期与京东健康、阿里健康合作拓展数字渠道；美适亚（纳米晶甲地孕酮）随医保持续放量。国际化方面，GenSci098（抗TSHR）授权Yarrow首付款7000万美元于报告期确认；GenSci128/134/140/144/155/161等重点管线临床推进，亮丙瑞林注射乳剂上市申请推进。百克液体鼻喷流感疫苗获批上市，华康银花泌炎灵片纳入国家基药目录（2026年版）。

图表：2024-2028E长春高新盈利预测

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	13,466	12,083	12,100	13,950	16,870
增长率 yoy（%）	-7.6	-10.3	0.1	15.3	20.9
归母净利润（百万元）	2,583	155	1,049	1,574	2,052
增长率 yoy（%）	-43.0	-94.0	577.1	50.0	30.4
EPS最新摊薄（元/股）	6.33	0.38	2.57	3.86	5.03
净资产收益率（%）	11.2	0.7	4.6	6.7	8.3
P/E（倍）	11.9	198.5	29.3	19.5	15.0
P/B（倍）	1.3	1.4	1.4	1.3	1.2

资料来源：wind，国盛证券研究所　注：股价为2026年7月24日收盘价

风险提示：临床试验进展不及预期风险；创新药研发失败风险；产品销售不及预期风险

特宝生物

- 2026年上半年，公司实现营业收入18.37亿元，同比增长21.58%；归母净利润4.77亿元，同比增长11.37%；扣非归母净利润4.88亿元，同比增长13.16%；经营活动现金流净额3.37亿元，同比下降6.66%。其中，2026Q2实现营业收入10.39亿元，同比增长24.07%；归母净利润3.12亿元，同比增长26.96%；扣非归母净利润3.23亿元，同比增长32.97%。
- 2025年10月，派格宾获批慢性乙肝表面抗原持续清除适应症。确证性III期研究显示，核苷经治且HBsAg低于1500 IU/mL患者的临床治愈率为31.4%；130周延长随访中，核苷经治患者临床治愈维持率超过85%。
- 益佩生于2025年12月纳入国家医保目录，并自2026年1月起执行。特发性矮身材、小于胎龄儿及特纳综合征三项儿童适应症均已进入III期临床，成人生长激素缺乏症IIa期研究正在推进。
- 研发方面，ACT201于2026年7月获批开展慢乙肝临床试验；公司取得ACT580在大中华区的独家开发、生产和商业化权益，补充病毒复制抑制环节。上半年公司毛利率为88.94%，同比下降4.04个百分点；销售、管理及研发费用分别同比增长11.59%、32.60%和12.58%。

图表：2024-2028E特宝生物盈利预测

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	2,817	3,696	4,594	5,642	6,753
增长率 yoy（%）	34%	31%	24%	23%	20%
归母净利润（百万元）	828	1,031	1246.9	1570.4	1925.1
增长率 yoy（%）	49%	25%	21%	26%	23%
P/E（倍）	36	33	17	14	11

资料来源：wind，国盛证券研究所注：股价为2026年9月11日收盘价，估值参考wind一致预期

风险提示：产品销售不及预期风险；临床试验进展不及预期风险；医药行业负向政策风险

仅供内部参考，请勿外传

科伦药业：输液结构升级，创新药增厚业绩

- **归母净利润和经营现金流净额均增长。**2026年上半年，科伦药业实现营业总收入88.39亿元，同比下降2.70%；归母净利润11.28亿元，同比增长12.71%；扣非归母净利润6.99亿元，同比下降29.03%。分季度看，二季度单季实现营业总收入45.80亿元，同比下降2.41%；归母净利润6.74亿元，同比增长61.63%，扣非归母净利润3.18亿元，同比下降24.47%。值得关注的是，2026年上半年公司经营活动现金流净额达23.41亿元，同比大幅增长96.81%。
- 输液方面，上半年实现销售收入35.59亿元，同比下降5.08%，销量19.29亿瓶/袋，同比下降0.94%，收入下滑主要来自四川大容量注射液省际联盟带量联动采购落地执行及国家集采续标降价影响。高端输液产品中，肠外营养三腔袋实现销售654万袋，同比增长20.21%；粉液双室袋销量同比增长79.91%，双室袋平台已获批12个产品，其中10个纳入国家医保目录。子公司川宁生物，部分产品价格下降，利润同比减少。
- **创新药子公司科伦博泰上半年药品销售6.57亿元，同比增长112%。**核心品种芦康沙妥珠单抗国内已获批4项适应症，其联合帕博利珠单抗一线治疗PD-L1阴性非鳞NSCLC的III期研究达到主要终点，有望重塑该适应症治疗格局。在药物可及性方面，佳泰莱和达泰莱均已获批上市并进入医保目录。此外，博度曲妥珠单抗（A166）已获批。海外方面，默沙东已开展17项芦康沙妥珠单抗全球III期研究，其中治疗2L+子宫内膜癌的全球III期研究已达到主要终点。

图表：2024-2028E科伦药业盈利预测

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	21,812	18,513	19,775	22,220	25,287
增长率 yoy（%）	2%	-15%	7%	12%	14%
归母净利润（百万元）	2,936	1,702	2045.7	2487.6	3007.6
增长率 yoy（%）	20%	-42%	20%	22%	21%
P/E（倍）	16	28	31	25	21

资料来源：wind，国盛证券研究所　注：股价为2026年9月11日收盘价，估值参考wind一致预期

风险提示：临床试验进展不及预期风险；创新药研发失败风险；产品销售不及预期风险

仅供内部参考，请勿外传

舒泰神：业绩短期承压，研发管线稳步推进

- **2026年上半年业绩**：2026年上半年，公司实现营业收入0.93亿元，同比下降26.03%；归母净利润-0.37亿元，同比下降49.25%；扣非归母净利润-0.38亿元，同比下降36.58%。
- **主要产品销售情况：**苏肽生实现销售收入6361万元，占营业收入的68.48%，同比下降14.41%；舒泰清实现销售收入1433万元，占营业收入的15.43%，同比下降65.63%；舒斯通实现销售收入1398万元，占营业收入的15.05%，同比增长75.89%。
- **在研项目进展：**报告期内研发投入6286万元，占营业收入的67.67%，同比下降3.36%。BDB-001治疗中重度化脓性汗腺炎已取得II期临床研究总结报告，治疗ANCA相关性血管炎已被纳入突破性治疗品种并处于III期临床；STSA-1002治疗急性呼吸窘迫综合征处于III期临床；STSP-0601用于伴抑制物血友病A或B患者出血按需治疗，已获附条件批准注册并取得《药品注册证书》，正在开展确证性临床研究，并已取得治疗伴抑制物血友病A或B患者出血按需治疗美国临床试验许可。截至报告期末，公司拥有国内授权专利48件，国际授权专利38件。

图表：2021-2026H1舒泰神主要财务指标

	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
营业总收入（亿元）	5.84	5.49	3.64	3.25	2.20	0.93
营业总收入同比增长率(%)	37.41	-6.04	-33.66	-10.81	-32.20	-26.03
归母净利润（亿元）	-1.37	-1.97	-3.99	-1.45	-0.78	-0.37
归母净利润同比增长率(%)	-3.29	-43.38	-102.48	63.69	46.31	-49.25
扣非归母净利润（亿元）	-1.40	-2.05	-4.06	-1.54	-0.82	-0.38
扣非归母净利润同比增长率(%)	2.68	-46.10	-98.02	62.19	46.74	-36.58
经营活动产生的现金流量（亿元）	-1.62	-1.76	-2.28	-0.64	-1.26	-0.39

资料来源：iFind，国盛证券研究所

风险提示：临床试验进展不及预期风险；创新药研发失败风险；产品销售不及预期风险

仅供内部参考，请勿外传

一品红：传统业务阶段性承压，AR882强化创新价值

- **传统业务仍处调整阶段，非经常性收益增厚表观利润，经营现金流明显改善。** 2026年上半年公司实现营业收入4.92亿元，同比下降15.77%；归母净利润4.85亿元，同比增长759.11%，主要包含Arthrosi股权处置相关收益；扣非归母净利润-1.31亿元。经营活动现金流净额0.95亿元，同比增长638.42%，由负转正。报告期内，公司新增7个产品生产批件，创新研发和产品梯队建设持续推进。
- **AR882国内III期头对头优效于非布司他，关键疗效指标全面达标。** 研究纳入683例痛风伴高尿酸血症患者，采用多中心、随机、双盲、平行对照设计。AR882 75mg治疗24周后，血尿酸＜360μmol/L达标率为86.0%，显著优于非布司他40mg组（P＜0.001）；血尿酸＜300μmol/L、＜240μmol/L达标率分别达到71.3%、50.3%，同样实现优效。治疗期间不良事件以轻中度为主，未发生因治疗期间不良事件导致的停药或死亡。
- 国内外III期数据相互印证，AR882进入注册价值兑现的关键阶段。
- 后续催化：1）AR882：关注国内上市申请进展，以及全球关键III期REDUCE 2完整数据披露和后续注册进展；2）创新管线：APH03571已获临床试验批准，产品梯队持续完善；3）经营改善：关注新增获批产品及集采拟中选品种的商业化进度，传统业务经营质量有望逐步修复。

图表：2024-2028E一品红盈利预测

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1,450	932	989	1,088	1,227
增长率 yoy（%）	-42%	-36%	6%	10%	13%
归母净利润（百万元）	-540	-338	485.5	-24.0	-34.0
增长率 yoy（%）	-393%	37%	-244%	-105%	42%
P/E（倍）	-14	-45	31	-633	-447

资料来源：wind，国盛证券研究所　注：股价为2026年9月11日收盘价，估值参考wind一致预期

风险提示：新药审评审批进度不及预期；临床数据完整披露结果存在不确定性；创新药商业化不及预期；传统业务恢复不及预期；医药行业政策风险。

目录

01 细分领域2026年中报分析

02 个股部分

03 风险提示

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

- **医药负向政策超预期**：近年来，医药领域陆续出台，如仿制药带量采购、手术机器人带量采购、创新药医保谈判等系列政策，与之相关的品种或企业实际经营情况或受到影响，如果后续还有降价等政策出台，相关企业经营可能会遇到阶段性压力
- **行业增速不及预期**：部分板块及产品竞争格局恶化，以及负向政策的扰动，导致增速不及预期
- **行业竞争加剧风险**：随着同类型产品不断上市或新一代产品上市，医药行业竞争可能加剧，产品市场份额存在不及预期或下滑风险，影响相关企业营收和利润

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称"本公司"）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归"国盛证券股份有限公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市丰台区丽泽路22号院新华社国家金融信息大厦西塔B座38层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com