下载日志已记录，仅供内部参考



医药生物行业半年度投资策略

# 2026 中报总结分析及下半年投资策略展望：子行业高度分化下的结构性机会

2026 年 09 月 29 日

东方财富证券 Eastmoney Securities

*挖掘价值 投资成长*

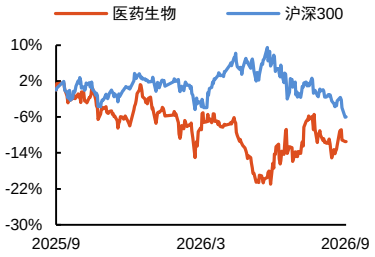
**强于大市**（维持）

**东方财富证券研究所**

证券分析师：唐爱金

证书编号：S1160526060002

**相对指数表现**




**相关研究**

《短期回调不改主线，聚焦 CXO 订单+创新药临床数据+支付改革三线验证》

2026.09.13

《创新+出海依然是主线方向，布局底部的器械/院外健康医疗消费》

2026.09.07

《优先看好 CXO/创新药，关注互联网药店和家用品牌器械》

2026.09.01

《mRNA 疫苗“登月时刻”点燃板块，中报兑现+数据催化在途》

2026.08.23

《自身免疫药物专题：从慢病大单品到精准免疫，国产创新药进入差异化兑现期》

2026.08.19

## 【投资要点】

- 2026H1 申万医药生物板块的核心特征是“收入慢、利润快”：558 家 A+H 股的医药上市公司实现营收合计约 18882 亿元（本文统计行业总体及二、三级行业 2026H1 数据时，阿里健康（港股）采用 2026 财年下半财年（2025.10.01－2026.03.31）数据，并非自然年 2026H1；其余标的均使用自然年 2026 年上半年数据，下同），合计基数同比+2.9%；实现归母净利润合计约 1469.2 亿元，合计基数同比+16.5%。意味着生物医药行业的利润率改善、费用效率优化、创新产品放量、结构升级驱动利润释放。
- 从二级行业看，医疗服务、生物制品、医疗器械收入端增速居前，化学制药、医疗服务、生物制品利润弹性更突出；从三级行业看，医疗研发外包（CXO）收入同比+23.9%、归母净利润同比+15.3%与其他生物制品收入+22.1%、归母净利润+379.1%构成最强景气主线，化学制剂收入+4.0%、归母净利润+28.8%则代表传统 Pharma 向创新转型后的利润兑现。 相反，中药收入-5.7%、归母净利润-12.6%，疫苗收入-11.9%，血液制品收入-18.5%、归母净利润-50.2%，表现弱势。如果 2026H2 创新药继续兑现盈利、CXO 继续兑现订单到收入的传导，那么市场对医药板块的定价基础将从“政策压制后的低估值修复”，进一步转向“高质量成长资产的盈利可持续性重估”。

## 【配置建议】

- **根据上文分析，我们认为 2026H2 最值得配置的方向，不是单纯“普涨”，而是围绕订单、商业化、利润率、海外出口做结构性选择：**①CXO 景气修复确认，订单、新签价格、利用率与收入传导形成正反馈，建议关注药明康德、药明生物、药明合联、凯莱英、康龙化成、药石科技、九洲药业、普洛药业、泰格医药、普蕊斯等。②创新药/创新生物药商业化与利润兑现，从“BD 叙事”过渡到“销售、利润、全球定价权”重估，建议关注信达生物、中国生物制药、百济神州、石药集团、恒瑞医药、复宏汉霖、先声药业、三生制药、英矽智能等。③上游生命科学服务收入端增长加速，盈利能力提升，关注皓元医药、金斯瑞生物科技、阿拉丁、泰坦科技、百普赛斯、诺禾致源、海尔生物、药康生物、百奥赛图等；④医疗设备收入修复，但利润修复可能滞后，但中长期市值空间较大，建议关注迈瑞医疗、联影医疗、开立医疗、奕瑞科技；⑤互联网药店高增长，建议关注京东健康、阿里健康、医脉通、药师帮；⑥家用品牌器械在老龄化慢性病管理需求景气+长护险+电商+出海加持下高增长，关注可孚医疗、鱼跃医疗、三诺生物、瑞迈特、微泰医疗。防守线：流通、中药依赖估值、股息和现金流。 规避线：疫苗、血液制品当前尚未看到足够强的行业 β 反转信号。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 【风险提示】

- 集采扩面/价格治理加强会压制制剂、耗材、流通、设备利润率，需跟踪集采政策、联盟招标、院端价格变化；
- 创新药商业化费用再上升，削弱化学制剂/其他生物制品利润兑现，密集跟踪企业销售费用率、单产品放量效率；
- 汇率波动扰动器械、原料药、CXO、出海药企利润，关注人民币对美元/欧元波动、汇兑损益；
- CXO 订单修复弱于收入兑现会影响 2027 成长持续性，需紧密跟踪新签订单、在手订单、员工利用率。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 正文目录

**1. 生物医药行业复盘：总体收入温和增长、利润加速，质量改善 ..... 5**
1.1. 生物医药 2026H1 收入温和、利润加速，板块进入质量改善阶段 ..... 5
1.2. 营收增量贡献：龙头决定板块方向，主线集中度很高 ..... 5
1.3. 营收增速区间分布，弱势行业负增长面更广 ..... 6
1.4. 研发强度：创新方向仍维持研发高投入 ..... 7
**2. 各细分子行业表现分化 ..... 7**
2.1. 二级行业：景气分层已经非常清晰 ..... 7
2.2. 三级行业：各细分方向分化较大 ..... 8
2.3. 化学药板块：化学制剂受益于创新药增长，原料药盈利承压 ..... 8
2.3.1. 化学制剂：受益于创新药商业化及 BD 落地，多数企业正加速仿转创 8
2.3.2. 原料药：受降价及汇兑损失等影响盈利能力承压 ..... 9
2.4. 服务：CXO 非常景气，医院及 ICL 企稳修复 ..... 10
2.4.1. 医疗研发外包（CXO）：最高景气度，新签订单增长优于当期营收增速 ..... 10
2.4.2. 诊断服务（ICL）：Q2 营收端企稳，利润应上年同期低基数高增长 ....11
2.4.3. 医院：收入端仅温和增长，盈利修复企稳 ..... 11
2.4.4. 其他医疗服务：企业数太少，不具备总结归纳意义 ..... 12
2.5. 器械：器械设备总营收增长 10%，耗材及 IVD 有企稳迹象 ..... 12
2.5.1. 医疗设备：收入修复、利润滞后 ..... 12
2.5.2. 医疗耗材：收入恢复与价格/利润承压并存 ..... 13
2.5.3. 体外诊断（IVD）：收入平台期、利润低基数修复期 ..... 14
2.6. 生物制品：生物药因创新药大幅增长，血制品及疫苗因增值税调整下滑 ..... 15
2.6.1. 其他生物制品：生命科学服务+Biotech 商业化共同驱动增长 ..... 15
2.6.2. 疫苗：营收整体下降，因去库存、价格管理、需求节奏等因素普遍承压 ..... 15
2.6.3. 血液制品：营收利润大幅下滑，受价格需求双弱影响 ..... 16
2.7. 中药：超六成企业营收同比为负，行业需求与渠道去化压力 ..... 16
2.8. 医药商业：批发行业增长停滞，互联网药店景气靓丽 ..... 17
2.8.1. 医药流通：增长停滞，利润同比下滑 ..... 17
2.8.2. 线下药店：呈现同店弱复苏、利润略好于收入的状态 ..... 18
2.8.3. 互联网药店：流量聚合、sku 广度及数字化运营带动利润高增长 ..... 19
**3. 2026H2 展望及投资策略，景气排序及分类定位 ..... 19**
3.1. 主线：CXO 订单修复+创新药利润兑现 ..... 20
3.2. 主线延伸：生命科学上游、设备国产替代 ..... 21
3.3. 防守：中药、流通、部分医院 ..... 21
3.4. 规避：疫苗、血液制品 ..... 21
**4. 风险 ..... 21**

# 图表目录

图表 1： sw 生物医药板块 2026H1 收入与归母净利润同比增速 ..... 5
图表 2： 生物医药 2026H1 营收增量 top 10 概览 ..... 5
图表 3： sw 生物医药 2026H1 归母利润增量 top 10 概览 ..... 6
图表 4： 2026H1 三级子行业营收增速分部区间结构（占公司数量比例）...7
图表 5： 2026H1 三级子行业研发费用率对比排序（合计研发费用/总营收） ..... 7
图表 6： 申万医药二级行业 2026H1 收入与归母净利润概览 ..... 8
图表 7： sw 医药三级行业 2026H1 经营概览 ..... 8

下载日志已记录，仅供内部参考



图表 8： 化学制剂营收 TOP15 财务摘要 ..... 9
图表 9： 原料药营收 TOP10 财务摘要 ..... 10
图表 10： 医疗研发外包营收 TOP11 财务摘要 ..... 10
图表 11： 诊断服务营收 TOP8 财务增长表现 ..... 11
图表 12： 子行业医院的营收 TOP10 财务表现 ..... 12
图表 13： 其他医疗服务营收 TOP5 财务摘要 ..... 12
图表 14： 医疗设备营收 TOP12 财务摘要 ..... 13
图表 15： 医疗设备营收同比最高 5 家 ..... 13
图表 16： 医疗耗材营收 TOP15 财务摘要 ..... 14
图表 17： 体外诊断营收 TOP12 财务表现摘要 ..... 14
图表 18： 其他生物制品营收 TOP15 财务摘要 ..... 15
图表 19： 疫苗板块营收 TOP10 财务增长表现 ..... 16
图表 20： 血制品企业营收财务增长表现 ..... 16
图表 21： 中药Ⅲ营收 TOP15 财务摘要 ..... 17
图表 22： 医药流通营收 TOP12 财务摘要 ..... 18
图表 23： 线下药店营收 TOP8 财务摘要 ..... 18
图表 24： 互联网药店营收 TOP5 财务摘要 ..... 19
图表 25： 2026H1 医药三级行业景气排序及四象限分类 ..... 20
图表 26： 2026H1 医药板块三级子行业增长四象限（气泡大小&营收规模） ..... 20

下载日志已记录，仅供内部参考

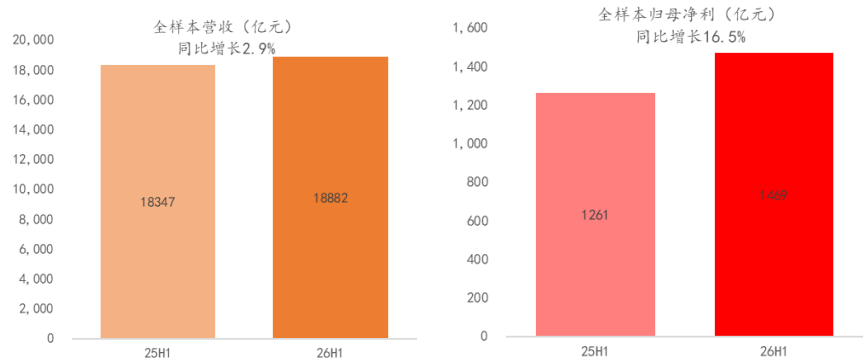


# 1.生物医药行业复盘：总体收入温和增长、利润加速，质量改善

## 1.1. 生物医药 2026H1 收入温和、利润加速，板块进入质量改善阶段

我们梳理 sw 医药生物行业 A+H 个股（剔除 ST 个股），总计 558 家上市公司，2026H1 实现营收 18,881.8 亿元，合计基数同比+2.9%；归母净利润 1,469.2 亿元，合计基数同比+16.5%。 收入增速与利润增速之间存在 14 个百分点左右的差值，我们认为背后驱动因素有三个：①高毛利创新产品占比提升，带动结构性毛利改善；②销售、管理、研发费用率优化，尤其是从“投入期”走向“收获期”的创新药和 Biotech 平台；③低基数修复与扭亏贡献，尤其集中在其他生物制品、IVD 等板块。

**图表 1：sw 生物医药板块 2026H1 收入与归母净利润同比增速**




资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

## 1.2.营收增量贡献：龙头决定板块方向，主线集中度很高

营收增量 TOP10 企业中，药明康德增收 80.98 亿元居首，九州通、上海医药分别增收 61.73 亿元和 58.77 亿元，京东健康增收 55.98 亿元，石药集团增收 53.21 亿元，其后包括荣昌生物、百济神州、信达生物等创新药公司。

**图表 2：生物医药 2026H1 营收增量 top 10 概览**

| 上市公司 | sw 生物医药三级行业 | 营收增量（亿元） | 2026H1 营收同比 | 2026H1 归母净利润同比 | 解读 |
|---|---|---|---|---|---|
| 药明康德 | 医疗研发外包 | 80.98 | 38.94% | 29.43% | CXO 是最强增量锚 |
| 九州通 | 医药流通 | 61.73 | 7.61% | -16.95% | 流通贡献规模，不代表盈利质量同步改善 |
| 上海医药 | 医药流通 | 58.77 | 4.15% | -21.40% | 流通贡献收入增量，利润承压 |
| 京东健康 | 互联网药店 | 55.98 | 15.86% | 32.37% | 线上医药零售表现优异 |
| 石药集团 | 化学制剂 | 53.21 | 40.09% | 139.19% | 传统 Pharma 创新转型+BD 的利润兑现 |
| 荣昌生物 | 其他生物制品 | 47.55 | 433.11% | 1137.06% | 商业化放量与低基数共振 |

下载日志已记录，仅供内部参考



| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 百济神州 | 化学制剂 | 47.01 | 26.84% | 627.15% | 创新药海外商业化及规模化后的盈利拐点 |
| 信达生物 | 其他生物制品 | 26.65 | 44.76% | 50.20% | 产品矩阵成熟，利润持续释放 |
| 华润医药 | 原料药 | 25.92 | 1.96% | 5.26% | 主收入为医药流通收入规模贡献 |
| 阿里健康 | 互联网药店 | 24.23 | 16.98% | 64.72% | 互联网药店平台效率持续改善 |

资料来源：Choice 股票数据浏览器、上海医药官网、药明康德官网等，东方财富证券研究所

利润增量 TOP10 企业中，荣昌生物（51.1 亿），石药集团（35.5 亿）、百济神州（28.2 亿）、康诺亚（13 亿）、石药创新（12.6 亿）、翰森制药（11.2 亿）均因为大额 BD 首付款或者创新药商业化带动盈利上量，其他药明康德研发外包增长带动利润同比增量达 25.2 亿；九安医疗因投资收益带动，而锦欣生殖和映恩生物是上年同期归母净利润基数过低的修复。

**图表 3：sw 生物医药 2026H1 归母利润增量 top 10 概览**

| 上市公司 | sw 生物医药三级行业 | 归母利润增量（亿元） | 2026H1 归母净利润同比 | 营收（亿元） | 2026H1 营收同比 | 解读 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 荣昌生物 | 其他生物制品 | 51.1 | 1137% | 58.5 | 433% | BD+商业化双驱动，其中 BD 贡献大 |
| 石药集团 | 化学制剂 | 35.5 | 139% | 185.9 | 40% | BD 主导，药品销售恢复提供底座 |
| 百济神州 | 化学制剂 | 28.2 | 627% | 222.2 | 27% | 泽布替尼全球商业化上量，带动利润增长 |
| 药明康德 | 医疗研发外包 | 25.2 | 29% | 289.0 | 39% | 持续经营业务高增长、订单高增、毛利率显著扩张、CRDMO 模式放大经营杠杆 |
| 九安医疗 | 体外诊断 | 21.5 | 234% | 5.3 | -31% | 投资收益主导，非主营驱动 |
| 康诺亚-B | 其他生物制品 | 13.0 | 1644% | 6.2 | 24% | 一次性收益主导，商业化改善同步发生 |
| 石药创新 | 原料药 | 12.6 | 46026% | 32.4 | 209% | BD 主导，商业化开始接力 |
| 映恩生物-B | 其他生物制品 | 11.6 | 56% | 2.2 | -82% | 并非盈利大增，而是亏损收窄 |
| 锦欣生殖 | 医院 | 11.5 | 110% | 13.7 | 7% | 业务量恢复、美国 HRC 扭亏，经营改善 |
| 翰森制药 | 化学制剂 | 11.2 | 36% | 83.0 | 12% | 创新药经营增长+BD/投资收益共振 |

资料来源：Choice 股票数据浏览器、新华财经、荣昌生物中报等，东方财富证券研究所

生物医药板块 2026 上半年的营收及利润增量贡献高度集中于 CXO、创新药商业化或者 BD 首付款、互联网药店。

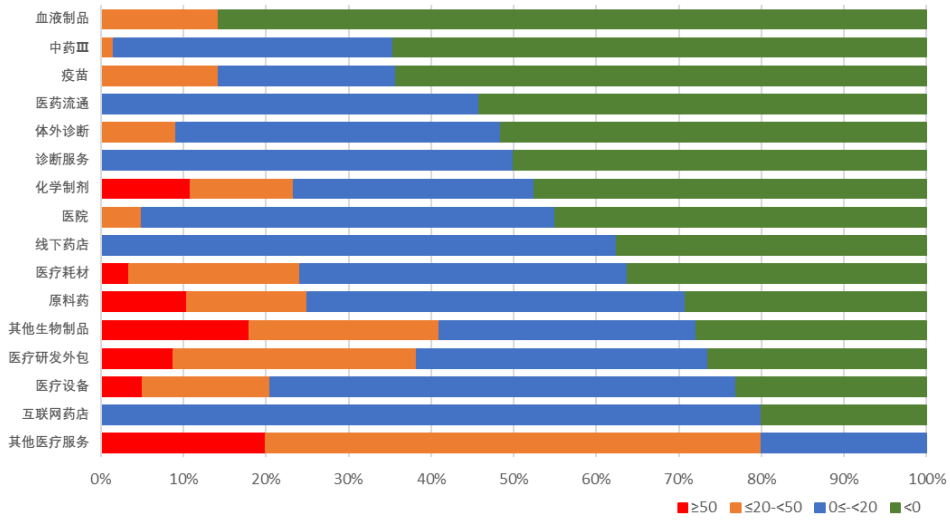
### 1.3.营收增速区间分布，弱势行业负增长面更广

营收增速分布显示，负增长公司占比高的行业集中在中药、疫苗、血制品、流通、IVD；而高增长（>20%）公司更集中于其他生物制品、CXO 与部分创新制剂。 这说明板块的机会并非平均分布，而是沿“创新程度、全球化程度、订单确定性”分层。

下载日志已记录，仅供内部参考



图表 4：2026H1 三级子行业营收增速分部区间结构（占公司数量比例）

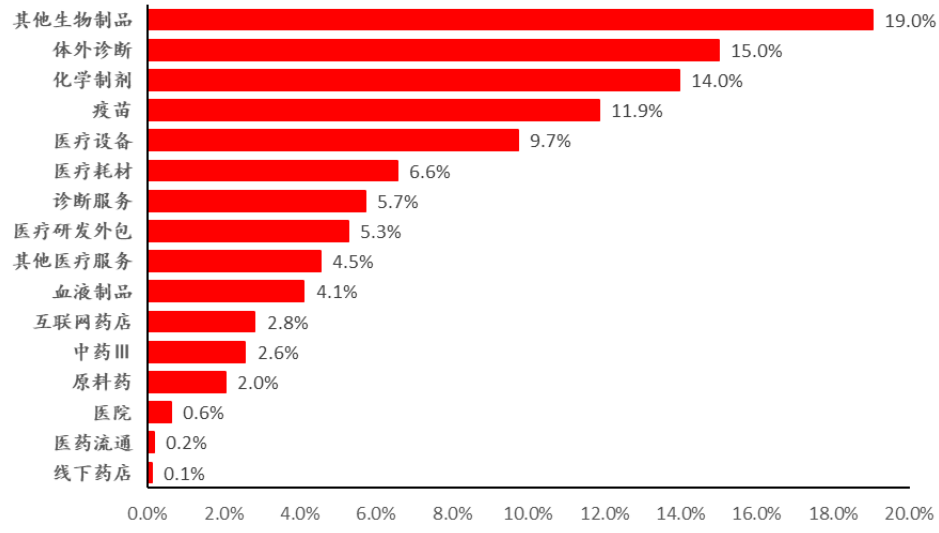



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

### 1.4.研发强度：创新方向仍维持研发高投入

**研发费用率方面**，其他生物制品 19.0%、体外诊断 15.0%、化学制剂 14.0%、疫苗 11.9%、医疗设备 9.7%居前；医药流通、线下药店研发费用率极低。研发强度高本身不等于短期盈利强，但在 2026H1，创新药（化学制剂和其他生物制品）已经证明：只要收入放量足够快，前期研发投入就会从估值折价因素转化为利润杠杆来源。

图表 5：2026H1 三级子行业研发费用率对比排序（合计研发费用/总营收）




资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

## 2. 各细分子行业表现分化

### 2.1.二级行业：景气分层已经非常清晰

二级行业中，2026H1 表现如下表：

下载日志已记录，仅供内部参考



**图表 6：申万医药二级行业 2026H1 收入与归母净利润概览**

| SW生物医药二级行业 | 公司数 | 2026H1营收(亿元) | 营收合计基数同比 | 2026H1归母净利(亿元) | 净利合计基数同比 | 解读 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 医药商业 | 37 | 8643.3 | 1.9% | 194.3 | 1.0% | 规模最大，但增长平淡，整体更偏现金流与周转逻辑 |
| 化学制药 | 170 | 4787.6 | 3.5% | 490.8 | 19.9% | **利润弹性显著强于收入**，创新制剂放量贡献突出 |
| 中药 | 65 | 1783.3 | -5.7% | 211.5 | -12.6% | 量价、渠道、动销均偏弱 |
| 医疗器械 | 134 | 1386.9 | 7.2% | 213.5 | 6.7% | 收入修复优于利润修复，内部设备强于耗材/IVD |
| 医疗服务 | 67 | 1286.8 | 11.6% | 195.3 | 19.6% | **CXO拉动最强**，医疗服务成为景气高地 |
| 生物制品 | 85 | 993.9 | 10.9% | 163.7 | 205.5% | 利润高增主要由其他生物制品扭亏与放量拉动 |

资料来源：Choice 股票数据浏览器、国际金融报、经济参考报等，东方财富证券研究所

医药板块当前并不是“全面复苏”，而是“创新链+创新服务链 CXO 先行、传统防御链偏弱、部分制造链结构改善”。二级行业表面看医疗服务、生物制品都很强，但进一步拆分到三级子行业发现真正值得高权重跟踪的是其内部的 CXO 和其他生物制品，而非全部成分股平均受益。

## 2.2.三级行业：各细分方向分化较大

三级行业更能体现差异。2026H1 核心对比如下表：

**图表 7：sw 医药三级行业 2026H1 经营概览**

| SW生物医药三级行业 | 企业数量 | 2026H1营收(亿元) | 营收合计基数同比 | 2026H1归母净利(亿元) | 净利合计基数同比 | 研发费用率（合计） |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 其他医疗服务 | 5 | 40.3 | 29.8% | 2.1 | -51.0% | 4.5% |
| 医疗研发外包 | 34 | 657.9 | 23.9% | 145.8 | 15.3% | 5.3% |
| 其他生物制品 | 62 | 757.6 | 22.1% | 131.1 | 379.1% | 19.0% |
| 互联网药店 | 5 | 607.0 | 15.3% | 50.9 | 39.9% | 2.8% |
| 医疗设备 | 40 | 614.0 | 10.0% | 88.5 | -5.9% | 9.7% |
| 医疗耗材 | 60 | 590.3 | 6.5% | 75.5 | -1.4% | 6.6% |
| 化学制剂 | 122 | 2742.0 | 4.0% | 387.2 | 28.8% | 14.0% |
| 原料药 | 48 | 2045.7 | 2.8% | 103.6 | -4.6% | 2.0% |
| 线下药店 | 8 | 588.9 | 1.9% | 28.4 | 11.1% | 0.1% |
| 医药流通 | 24 | 7447.4 | 0.9% | 115.0 | -11.9% | 0.2% |
| 体外诊断 | 34 | 182.5 | 0.7% | 49.6 | 67.4% | 15.0% |
| 医院 | 20 | 462.2 | -0.1% | 42.6 | 26.5% | 0.6% |
| 诊断服务 | 8 | 126.4 | -1.5% | 4.9 | -585.8% | 5.7% |
| 中药Ⅲ | 65 | 1783.3 | -5.7% | 211.5 | -12.6% | 2.6% |
| 疫苗 | 16 | 154.8 | -11.9% | 22.1 | 347.5% | 11.9% |
| 血液制品 | 7 | 81.4 | -18.5% | 10.6 | -50.2% | 4.1% |

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

从上述数据可见，收入高增并不等于利润高增。例如医疗设备收入+10.0%，但归母净利润-5.9%；医疗耗材收入+6.5%，但归母净利润-1.4%。 说明价格、结构、集采、汇率和费用投放仍在压制利润释放。相反，化学制剂仅实现+4.0%收入增速，却实现+28.8%利润增速（得益于百济神州、翰森制药等创新药商业化上量及石药集团的大额 BD 首付款落地），说明其增长质量明显优于“以价换量”的行业。

## 2.3.化学药板块：化学制剂受益于创新药增长，原料药盈利承压

### 2.3.1.化学制剂：受益于创新药商业化及 BD 落地，多数企业正加速仿转创

2026H1 化学制剂 122 家企业实现营收 2742.0 亿元，合计基数同比+4.0%。实现归母净利润 387.2 亿元，合计基数同比+28.8%，利润弹性远超收入。n=122

下载日志已记录，仅供内部参考



家企业中盈利 91 家 / 亏损 31 家。 下表为按 2026H1 营业总收入排序的前 15 家。

**图表 8：化学制剂营收 TOP15 财务摘要**

| 代码 | 简称 | 总市值（亿元） | 营收26H1(亿元) | 营收同比增长% | 归母净利润26H1（亿元） | 归母净利润同比增速% |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 688235.SH | 百济神州 | 3,939 | 222.20 | 26.84 | 32.71 | 627.15 |
| 000963.SZ | 华东医药 | 459 | 220.67 | 1.81 | 18.61 | 2.53 |
| 600196.SH | 复星医药 | 582 | 204.42 | 4.75 | 17.21 | 1.15 |
| 1177.HK | 中国生物制药 | 1,027 | 194.44 | 10.64 | 34.35 | 1.36 |
| 1093.HK | 石药集团 | 1,020 | 185.94 | 40.09 | 60.94 | 139.19 |
| 600276.SH | 恒瑞医药 | 2,869 | 154.56 | -1.94 | 44.65 | 0.34 |
| 002422.SZ | 科伦药业 | 637 | 88.39 | -2.70 | 11.28 | 12.71 |
| 3692.HK | 翰森制药 | 2,082 | 83.04 | 11.71 | 42.58 | 35.82 |
| 600664.SH | 哈药股份 | 187 | 82.96 | 2.10 | 4.10 | 57.99 |
| 600380.SH | 健康元 | 168 | 65.83 | -16.66 | 6.48 | -17.49 |
| 002004.SZ | 华邦健康 | 87 | 59.10 | -0.59 | 3.19 | -17.79 |
| 600062.SH | 华润双鹤 | 164 | 56.15 | -3.44 | 9.46 | -3.43 |
| 000513.SZ | 丽珠集团 | 233 | 50.00 | -20.28 | 9.32 | -27.23 |
| 1513.HK | 丽珠医药 | 183 | 50.00 | -20.28 | 9.32 | -27.23 |
| 600521.SH | 华海药业 | 245 | 49.13 | 8.78 | 7.71 | 88.26 |

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

化学制剂板块是当前医药板块最重要的利润改善方向之一。研发费用率仍达 14.0%，处于高位，但利润高增，说明行业已进入“研发投入仍高、同时商业化及 BD 落地开始回收”的阶段。

创新药公司普遍体现三条主线：一是核心创新品种维持较快销售增长；二是费用率下降、归母净利润率提升；三是海外授权、里程碑付款与供货形成新增利润来源。 例如部分公司实现商业化产品矩阵扩张、IFRS 口径利润持续增长，部分公司则通过授权首付款和里程碑收入增厚报表。 但分化也很明显，高基数回落的公司业绩压力较大，说明传统爆款及 BD 周期与创新转型并行存在。

仿制药与传统制剂时代，增长更多靠量价；创新制剂时代，增长更依赖产品组合、适应症扩张与全球商业化。 因此化学制剂当前的重估，不是简单行业反转，而是“传统 Pharma 中创新转型成功者”的重估。

2026H2 展望：下半年重点看国内放量、海外授权/供货、关键品种持续放量、费用率能否进一步下降。 风险在于集采品种拖累、销售合规导致推广效率变化，以及汇率对海外收入/利润的扰动。 若 2026H2 创新商业化维持，化学制剂有望继续成为利润率扩张主战场。

### 2.3.2.原料药：受降价及汇兑损失等影响盈利能力承压

2026H1 原料药 48 家企业实现营收 2045.7 亿元，合计基数同比+2.8%。实现归母净利润 103.6 亿元，合计基数同比-3.6%。行业 n=48 家企业中盈利 41 家 / 亏损 7 家；营收同比中位数 7.9%；归母净利润同比≥0 共 23 家、中位数 -8.2%。下表为按 2026H1 营业总收入排序的前 10 家。

下载日志已记录，仅供内部参考



**图表 9：原料药营收 TOP10 财务摘要**

| 代码 | 简称 | 总市值（亿元） | 营收26H1(亿元) | 营收同比增长% | 归母净利润26H1（亿元） | 归母净利润同比增速% |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 3320.HK | 华润医药 | 269 | 1,353.08 | 1.95 | 21.87 | 5.26 |
| 0512.HK | 远大医药 | 175 | 63.89 | 4.61 | 10.62 | -9.19 |
| 3933.HK | 联邦制药 | 153 | 63.04 | -17.56 | 3.48 | -81.65 |
| 000739.SZ | 普洛药业 | 267 | 48.23 | -11.41 | 5.22 | -7.22 |
| 0867.HK | 康哲药业 | 269 | 45.01 | 12.46 | 9.86 | 4.77 |
| 600216.SH | 浙江医药 | 121 | 43.86 | 1.46 | 6.06 | -9.99 |
| 000756.SZ | 新华制药 | 89 | 43.58 | -6.06 | 1.49 | -33.35 |
| 0719.HK | 山东新华制药股份 | 38 | 43.58 | -6.06 | 1.49 | -33.35 |
| 300765.SZ | 石药创新 | 608 | 32.40 | 208.72 | 12.61 | 46,025.7 |
| 605507.SH | 国邦医药 | 135 | 31.42 | 3.84 | 3.41 | -25.07 |

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

原料药整体处于“量增价减、结构分化”的状态。行业价格竞争已从大宗品种扩散到特色品种，部分公司受到原料涨价、汇兑损失、低毛利业务收缩影响，报表利润承压；但具备 CDMO、多肽、制剂一体化、规范市场出口能力的企业表现相对更稳。因果链条是：行业供给竞争加剧 → 单品价格承压 → 纯 API 企业盈利被压缩；而一体化企业可通过制剂、CDMO、海外规范市场获取更高附加值 → 抵消价格战冲击。

因此，原料药不是景气主线，但也不是普遍悲观行业，关键在于是否有能力摆脱“纯价格战”模式。

2026H2 展望：下半年需要观察价格企稳、订单结构改善、制剂联动放量、汇率波动。若大宗品价格竞争进一步加剧，则行业整体估值上修空间有限；若高壁垒品种、CDMO 与海外市场贡献提升，则结构性机会依旧存在。

## 2.4.服务：CXO 非常景气，医院及 ICL 企稳修复

### 2.4.1.医疗研发外包（CXO）：最高景气度，新签订单增长优于当期营收增速

2026H1 医疗研发外包 34 家企业实现营收 657.9 亿元，合计基数同比+23.9%。实现归母净利 145.8 亿元，合计基数同比+15.3%。盈利 27 家 / 亏损 7 家。下表为按 2026H1 营业总收入排序的前 11 家。

**图表 10：医疗研发外包营收 TOP11 财务摘要**

| 代码 | 简称 | 总市值（亿元） | 营收26H1(亿元) | 营收同比增长% | 归母净利润26H1（亿元） | 归母净利润同比增速% |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 603259.SH | 药明康德 | 4,869 | 288.97 | 38.93 | 110.80 | 110.80 |
| 300759.SZ | 康龙化成 | 804 | 75.95 | 17.92 | 7.50 | 7.50 |
| 300347.SZ | 泰格医药 | 491 | 37.08 | 14.06 | -4.13 | -4.13 |
| 2268.HK | 药明合联 | 970 | 37.01 | 37.04 | 8.19 | 8.19 |
| 002821.SZ | 凯莱英 | 672 | 36.07 | 13.13 | 5.20 | 5.20 |
| 603456.SH | 九洲药业 | 136 | 25.75 | -10.30 | 3.87 | 3.87 |
| 300363.SZ | 博腾股份 | 120 | 17.90 | 10.42 | -2.24 | -2.24 |
| 688131.SH | 皓元医药 | 201 | 16.48 | 25.71 | 1.71 | 1.71 |
| 300725.SZ | 药石科技 | 108 | 10.59 | 15.19 | 0.99 | 0.99 |
| 1873.HK | 维亚生物 | 29 | 10.07 | 20.99 | 0.80 | 0.80 |
| 2315.HK | 百奥赛图-B | 273 | 9.41 | 51.60 | 2.41 | 2.41 |

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

**CXO 是当前景气度最高的子行业之一。**药明康德单体增收 80.98 亿元，为全板块增量第一大贡献者。多家公司净新增订单同比高增，新签价格同比环比改善，国内 IND/临床数量高增也验证了需求端回暖。个股层面，有公司上

下载日志已记录，仅供内部参考



半年新签项目、在手订单同比高增长。行业回暖并非单点，而是订单层面的系统性修复。

其因果链很明确：全球创新药融资、授权与研发活跃度回升 →Biotech 与 MNC 外包需求增加 → 新签订单修复、价格回稳 → 收入确认与产能利用率提升 → 利润改善。二阶效应在于，随着景气从早研向临床、后期开发和商业化环节传导，行业盈利可持续性有望强于当前报表所示。

2026H2 展望：下半年核心观察指标包括订单到收入传导、人员利用率、海外临床拓展、新模态占比、价格恢复情况。若订单修复持续，CXO 仍是板块主线；若宏观或客户融资再度扰动，板块股价弹性虽大，但基本面斜率也会被修正。

### 2.4.2.诊断服务（ICL）：Q2 营收端企稳，利润应上年同期低基数高增长

2026H1 诊断服务 8 家企业实现营收 126.4 亿元，合计基数同比-1.5%。实现归母净利润 4.9 亿元，归母净利润同比波动极大，样本中位 170.8%，小样本特征明显。盈利 5 家 / 亏损 3 家。下表为按 2026H1 营业总收入排序的前 8 家。

**图表 11：诊断服务营收 TOP8 财务增长表现**

| 代码 | 简称 | 总市值（亿元） | 营收26H1(亿元) | 营收同比增长% | 归母净利润26H1（亿元） | 归母净利润同比增速% |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 300244.SZ | 迪安诊断 | 115 | 47.73 | -3.30 | 2.32 | 2,160.87 |
| 603882.SH | 金域医学 | 126 | 28.84 | -3.76 | 1.90 | 324.27 |
| 300676.SZ | 华大基因 | 156 | 17.89 | 9.59 | 0.47 | 718.24 |
| 9860.HK | 艾迪康控股 | 29 | 12.85 | 1.12 | 0.32 | 17.35 |
| 301060.SZ | 兰卫医学 | 43 | 5.92 | -22.00 | 0.64 | 1,199.63 |
| 2522.HK | 一脉阳光 | 23 | 5.13 | 9.85 | -0.14 | -184.48 |
| 000710.SZ | 贝瑞基因 | 30 | 4.47 | -0.15 | -0.44 | -61.32 |
| 2158.HK | 医渡科技 | 35 | 3.58 | 8.70 | -0.15 | -66.39 |

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

诊断服务企业数量小、波动大，金域医学和迪安诊断等公司二季度收入降幅收窄、单季度同比转正，核心业务已逐步走出底部；利润端受到新冠相关减值冲回、基数变化等因素影响明显。因此当前行业更接近底部修复，而非高景气上行。

2026H2 展望：H2 需重点看单月收入转正能否延续、院内共建进展、高附加值项目占比提升。若收入连续转正，则行业有望摆脱底部；若仍依赖一次性因素修复利润，则估值弹性有限。

### 2.4.3.医院：收入端仅温和增长，盈利修复企稳

2026H1 医院 20 家企业实现营收 422.2 亿元，合计基数同比-0.1%。实现归母净利润 42.6 亿元，合计基数同比+26.5%。盈利 16 家 / 亏损 4 家。下表为按 2026H1 营业总收入排序的前 10 家。

下载日志已记录，仅供内部参考



**图表 12：子行业医院的营收 TOP10 财务表现**

| 代码 | 简称 | 总市值（亿元） | 营收26H1(亿元) | 营收同比增长% | 归母净利润26H1（亿元） | 归母净利润同比增速% |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 300015.SZ | 爱尔眼科 | 739 | 119.46 | 3.81 | 13.57 | -33.83 |
| 2666.HK | 环球医疗 | 91 | 71.01 | -6.33 | 12.63 | 2.80 |
| 1515.HK | 华润医疗 | 31 | 45.05 | -5.82 | 3.19 | -5.93 |
| 002044.SZ | 美年健康 | 169 | 38.44 | -6.45 | -1.82 | 17.61 |
| 301267.SZ | 华厦眼科 | 124 | 21.85 | 2.17 | 2.92 | 3.55 |
| 000516.SZ | 国际医学 | 94 | 20.32 | -0.11 | -0.65 | 60.40 |
| 6078.HK | 海吉亚医疗 | 59 | 19.61 | -1.44 | 2.57 | 4.19 |
| 2273.HK | 固生堂 | 60 | 16.53 | 10.57 | 2.21 | 45.54 |
| 301239.SZ | 普瑞眼科 | 46 | 16.02 | 9.78 | 0.88 | 500.71 |
| 600763.SH | 通策医疗 | 145 | 15.86 | 4.10 | 4.58 | 32.70 |

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

医院板块的特征是收入持平、利润修复企稳。部分连锁医疗服务公司实现门诊量、取卵周期、特色专科业务等温和增长，但利润端因结构优化、降本增效而明显快于收入。这说明医疗服务行业在经历反腐、消费波动、院端需求调整后，开始进入经营质量改善阶段。

其本质逻辑是：诊疗量恢复有限 → 收入端仅温和增长；但低效资产清理、费用优化、专科结构改善 → 经营杠杆释放 → 利润显著修复。

2026H2 展望：下半年重点看门诊量、专科结构、客单价、经营现金流。医院板块比 CXO 缺少高增长，但在利润恢复和现金流改善背景下，部分优质龙头可作为稳健配置品种。

### 2.4.4.其他医疗服务：企业数太少，不具备总结归纳意义

2026H1 其他医疗服务 5 家企业实现营收 40.3 亿元，合计基数同比+29.8%。实现归母净利润 1.57 亿元，合计基数同比-51.6%。下表为按 2026H1 营业总收入排序的前 5 家。

**图表 13：其他医疗服务营收 TOP5 财务摘要**

| 代码 | 简称 | 总市值（亿元） | 营收26H1(亿元) | 营收同比增长% | 归母净利润26H1（亿元） | 归母净利润同比增速% |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2373.HK | 美丽田园医疗健康 | 44 | 18.82 | 28.96 | 2.22 | 42.70 |
| 688315.SH | 诺禾致源 | 58 | 11.14 | 7.09 | 0.63 | -19.82 |
| 2508.HK | 圣贝拉集团 | 18 | 6.11 | 36.02 | 0.52 | -84.17 |
| 000504.SZ | 南华生物 | 30 | 2.96 | 473.56 | 0.06 | 271.99 |
| 6681.HK | 脑动极光-B | 17 | 1.32 | 23.21 | -1.34 | 6.05 |

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

行业企业数量少，且企业规模小，涵盖消费医疗、专科服务等高景气细分。2026H2 展望：更适合作为主题卫星配置，观察注册催化、单品上市、消费医疗需求修复。

## 2.5.器械：器械设备总营收增长 10%，耗材及 IVD 有企稳迹象

### 2.5.1. 医疗设备：收入修复、利润滞后

2026H1 医疗设备 40 家企业实现营收 614.0 亿元，合计基数同比+10.0%。实现归母净利润 88.5 亿元，合计基数同比-5.9%。盈利 30 家 / 亏损 9 家。下表为按 2026H1 营业总收入 排序的前 12 家（共 39 家有营收披露）。

下载日志已记录，仅供内部参考



**图表 14：医疗设备营收 TOP12 财务摘要**

| 代码 | 简称 | 总市值（亿元） | 营收26H1(亿元) | 营收同比增长% | 归母净利润26H1（亿元） | 归母净利润同比增速% |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 300760.SZ | 迈瑞医疗 | 1,900 | 177.47 | 6.00 | 47.97 | -5.37 |
| 688271.SH | 联影医疗 | 827 | 70.52 | 17.22 | 8.97 | -10.12 |
| 600587.SH | 新华医疗 | 73 | 51.61 | 7.73 | 2.85 | -26.04 |
| 002223.SZ | 鱼跃医疗 | 260 | 45.69 | -1.92 | 8.43 | -29.92 |
| 300358.SZ | 楚天科技 | 59 | 26.24 | 8.53 | 1.45 | 1,280.71 |
| 300298.SZ | 三诺生物 | 87 | 25.37 | 12.08 | 2.21 | 22.52 |
| 300171.SZ | 东富龙 | 110 | 25.35 | 4.37 | 1.08 | 134.49 |
| 301087.SZ | 可孚医疗 | 126 | 20.72 | 38.51 | 2.02 | 20.84 |
| 688301.SH | 奕瑞科技 | 284 | 16.71 | 56.66 | 4.06 | 21.25 |
| 688114.SH | 华大智造 | 276 | 13.66 | 18.91 | -1.58 | 6.41 |
| 688139.SH | 海尔生物 | 97 | 12.96 | 8.45 | 1.47 | 3.28 |
| 300633.SZ | 开立医疗 | 79 | 10.53 | 9.24 | 0.14 | -70.71 |

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

**器械设备 2026 上半年是“收入修复、利润滞后”。** 头部企业中，部分公司上半年收入恢复增长，但因汇率、价格和结构因素，归母净利润仍承压；例如迈瑞医疗实现收入 177.47 亿元、同比+6%，归母净利润 50.47 亿元、同比-3.55%，若剔除汇兑影响则收入和利润增速均更高。另一部分公司如联影医疗、开立医疗则体现出设备装机、海外业务、国产替代持续推进，但报表利润未完全反映经营改善，我们认为主要是因为海外业务汇兑损益及国内业务上半年招标少，增长承压。

其传导逻辑在于：国内国产替代及海外拓展拉动订单和收入确认，但价格竞争、产品结构变化、汇率波动、前置费用投入会压制短期利润率。因此设备行业的利润弹性往往后置于收入修复。

2026H2 展望：关注装机、招标、回款、海外拓展、汇率影响。如果装机恢复继续兑现、且高毛利产品占比提升，设备行业利润弹性可能在 H2 至 2027 逐步释放。

除了龙头企业，我们复盘收入增长最快的前 5 家企业，其中精锋医疗因主产品手术机器人海内外装机上量，而奕瑞科技因第二增长曲线硅基 OLED 投产高增长；可孚医疗及瑞迈特均因为呼吸机上量高增长。

**图表 15：医疗设备营收同比最高 5 家**

| 企业简称 | 营收26H1(亿元) | 营收同比增长% | 归母净利润26H1（亿元） | 归母净利润同比增速% |
|---|---|---|---|---|
| 精锋医疗-B | 3.19 | 113.76 | -0.19 | -78.39 |
| 奕瑞科技 | 16.71 | 56.66 | 4.06 | 21.25 |
| 瑞迈特 | 7.63 | 40.30 | 1.27 | -3.63 |
| 可孚医疗 | 20.72 | 38.51 | 2.02 | 20.84 |
| 健信超导 | 3.33 | 32.16 | 0.49 | 54.43 |

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

### 2.5.2. 医疗耗材：收入恢复与价格/利润承压并存

2026H1 医疗耗材 60 家企业实现总营收 590.3 亿元，合计基数同比+6.5%；实现归母净利润 75.5 亿元，合计基数同比-1.4%。盈利 51 家 / 亏损 7 家。下表为按 2026H1 营业总收入排序的前 15 家。

下载日志已记录，仅供内部参考



**图表 16：医疗耗材营收 TOP15 财务摘要**

| 代码 | 简称 | 总市值（亿元） | 营收26H1(亿元) | 营收同比增长% | 归母净利润26H1（亿元） | 归母净利润同比增速% |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 300677.SZ | 英科医疗 | 337 | 69.09 | 40.61 | 8.37 | 17.86 |
| 1066.HK | 威高股份 | 142 | 68.49 | 3.08 | 7.74 | -23.23 |
| 002382.SZ | 蓝帆医疗 | 59 | 37.05 | 29.67 | 0.96 | 179.72 |
| 300003.SZ | 乐普医疗 | 208 | 32.14 | -4.61 | 4.99 | -27.71 |
| 301370.SZ | 国科恒泰 | 40 | 31.64 | -13.98 | 0.11 | -79.45 |
| 600529.SH | 山东药玻 | 122 | 22.80 | 1.34 | 3.71 | -0.07 |
| 603301.SH | 振德医疗 | 216 | 22.24 | 5.90 | 1.44 | 12.53 |
| 002950.SZ | 奥美医疗 | 53 | 18.39 | 9.68 | 1.94 | -3.16 |
| 603014.SH | 威高血净 | 129 | 17.58 | -0.36 | 2.30 | 4.32 |
| 688029.SH | 南微医学 | 153 | 17.28 | 10.39 | 3.03 | -16.50 |
| 688617.SH | 惠泰医疗 | 345 | 15.26 | 25.75 | 5.37 | 26.38 |
| 300981.SZ | 中红医疗 | 68 | 14.78 | 19.46 | 1.59 | 2,662.38 |
| 002901.SZ | 大博医疗 | 160 | 13.40 | 10.69 | 3.53 | 44.65 |
| 688366.SH | 昊海生科 | 66 | 11.79 | -9.60 | 1.13 | -46.64 |
| 6826.HK | 昊海生物科技 | 37 | 11.66 | -9.81 | 1.13 | -46.64 |

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

耗材行业当前的核心矛盾是收入恢复与价格/利润承压并存。骨科、心血管、输注等传统耗材仍受续标、集采、价格调整影响，导致收入和利润错位。一些公司剔除汇兑和股份支付后主业利润明显改善，说明表观利润偏弱中含有经营修复成分，行业层面仍难摆脱集采余波。

其传导机制是：手术量恢复/新品放量 → 带动收入回升；但集采中标价下降、渠道去库存、海外物流与汇率因素 → 压制利润率。

2026H2 展望：下半年关注集采影响边际变化、海外放量、新品占比提升。若高附加值新品和出口占比提升，耗材利润有望改善；否则行业大概率维持“收入好于利润”的格局。

### 2.5.3.体外诊断（IVD）：收入平台期、利润低基数修复期

2026H1 体外诊断 34 家企业实现总营收 182.5 亿元，合计基数同比+0.7%。实现归母净利润 49.6 亿元，合计基数同比+67.4%。盈利 42 家 / 亏损 15 家。下表为按 2026H1 营业总收入排序的前 12 家。

**图表 17：体外诊断营收 TOP12 财务表现摘要**

| 代码 | 简称 | 总市值（亿元） | 营收26H1(亿元) | 营收同比增长% | 归母净利润26H1（亿元） | 归母净利润同比增速% |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 300832.SZ | 新产业 | 386 | 24.20 | 10.78 | 8.68 | 12.53 |
| 603658.SH | 安图生物 | 184 | 20.58 | 0.12 | 4.97 | -12.94 |
| 603392.SH | 万泰生物 | 316 | 10.48 | 24.29 | -1.28 | 10.92 |
| 300482.SZ | 万孚生物 | 74 | 10.39 | -16.63 | 1.23 | -35.24 |
| 300463.SZ | 迈克生物 | 54 | 10.34 | -3.82 | 0.34 | 0.63 |
| 688575.SH | 亚辉龙 | 55 | 8.88 | 9.84 | 0.70 | 166.97 |
| 002022.SZ | 科华生物 | 30 | 8.38 | 5.54 | -1.04 | 22.24 |
| 688289.SH | 圣湘生物 | 91 | 8.34 | -3.95 | 0.98 | -39.76 |
| 300439.SZ | 美康生物 | 37 | 8.28 | 12.47 | 0.62 | 9.00 |
| 300406.SZ | 九强生物 | 66 | 6.79 | 1.55 | 2.10 | 20.02 |
| 600645.SH | 中源协和 | 84 | 6.59 | -7.96 | 0.61 | 5.67 |
| 688389.SH | 普门科技 | 46 | 6.04 | 19.15 | 0.79 | -34.80 |

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

**IVD 目前处于收入平台期、利润低基数修复期。**一方面传统院端受 DRGS 实施拆套餐需求承压，另一方面通过降本增效、产品结构优化、试剂占比提升、

下载日志已记录，仅供内部参考



海外收入增长，盈利能力有所恢复。例如新产业上半年收入恢复双位数增长、试剂收入占比提升至 75%、海外收入占比提升至 45%，带动综合毛利率回升。

2026H2 展望：下半年看院端需求、海外拓展、新平台装机、试剂放量。若平台化设备装机继续推进，IVD 有望从利润修复走向收入再加速；否则板块仍更偏“利润改善型修复”。

## 2.6.生物制品：生物药因创新药大幅增长，血制品及疫苗因增值税调整下滑

### 2.6.1.其他生物制品：生命科学服务+Biotech 商业化共同驱动增长

2026H1 其他生物制品 62 家企业实现总营收 757.6 亿元，合计基数同比+22.1%。实现归母净利润 131.1 亿元，合计基数同比+379.1%。盈利 36 家 / 亏损 26 家。下表为按 2026H1 营业总收入排序的前 15 家。

**图表 18：其他生物制品营收 TOP15 财务摘要**

| 代码 | 简称 | 总市值（亿元） | 营收26H1(亿元) | 营收同比增长% | 归母净利润26H1（亿元） | 归母净利润同比增速% |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2269.HK | 药明生物 | 2,082 | 117.87 | 18.43 | 24.40 | 4.30 |
| 1801.HK | 信达生物 | 1,678 | 86.18 | 44.76 | 12.53 | 50.20 |
| 688331.SH | 荣昌生物 | 644 | 58.53 | 433.11 | 46.62 | 1,137.06 |
| 000661.SZ | 长春高新 | 295 | 55.43 | -16.06 | 4.75 | -51.64 |
| 1530.HK | 三生制药 | 403 | 45.26 | 3.91 | 11.47 | -15.58 |
| 2696.HK | 复宏汉霖 | 318 | 35.88 | 27.26 | 4.30 | 10.33 |
| 0775.HK | 长江生命科技 | 52 | 27.42 | 3.57 | -0.29 | -80.95 |
| 603087.SH | 甘李药业 | 413 | 22.23 | 7.56 | 6.10 | 1.01 |
| 002773.SZ | 康弘药业 | 177 | 21.79 | -11.19 | 5.65 | -22.61 |
| 688278.SH | 特宝生物 | 204 | 18.37 | 21.58 | 4.77 | 11.37 |
| 9926.HK | 康方生物 | 836 | 18.06 | 27.92 | -4.24 | -25.59 |
| 1877.HK | 君实生物 | 176 | 16.96 | 45.18 | 0.26 | -106.17 |
| 688180.SH | 君实生物-U | 336 | 16.96 | 45.18 | 0.22 | 105.25 |
| 600211.SH | 西藏药业 | 115 | 15.54 | -5.83 | 6.08 | 7.16 |
| 600867.SH | 通化东宝 | 153 | 15.53 | 11.13 | 2.96 | 37.32 |

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

其他生物制品板块是 2026H1 利润弹性最大的板块之一，其高增包含低基数与扭亏因素，同时也包含真实商业化放量。生命科学服务、Biotech 商业化、多抗/ADC 平台、CDMO 服务共同驱动增长；部分上游试剂公司新签订单同比增速达到 30%以上，收入端出现加速。同时，若干 Biotech 公司已从单一 BD 叙事转向“产品销售+里程碑收入+运营效率改善”的复合型盈利模式。

行业 ROE 均值为-36.0%，说明虽然板块合计利润大幅改善，但内部仍有较多公司处于资本消耗或权益回报偏弱阶段。因此不能简单把“利润高增长”视为行业全面成熟，行业正从普遍亏损走向分化盈利。

2026H2 展望：下半年重点观察重要创新药的学术会议数据、NDA/III 期读出、海外授权与商业化、全球定价能力。如果销售增长与盈利改善继续兑现，其他生物制品将从“高弹性题材”升级为“可被盈利模型支持的成长资产”；反之，如果利润主要依赖里程碑及 BD 而非产品销售，则估值上行空间会受限。

### 2.6.2.疫苗：营收整体下降，因去库存、价格管理、需求节奏等因素普遍承压

2026H1 疫苗 16 家企业实现营收 154.8 亿元，合计基数同比-11.9%。实现归母净利润 22.1 亿元，同比波动极大，表 7 中为 347.5%。下表为按 2026H1 营业总收入排序的前 10 家。

下载日志已记录，仅供内部参考



**图表 19：疫苗板块营收 TOP10 财务增长表现**

| 代码 | 简称 | 总市值（亿元） | 营收26H1(亿元) | 营收同比增长% | 归母净利润26H1（亿元） | 归母净利润同比增速% |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 600739.SH | 辽宁成大 | 156 | 44.11 | 13.56 | 16.20 | 125.77 |
| 300122.SZ | 智飞生物 | 296 | 40.24 | 18.36 | -8.09 | -33.35 |
| 002007.SZ | 华兰生物 | 233 | 15.67 | 12.88 | 3.83 | -25.69 |
| 300601.SZ | 康泰生物 | 131 | 12.73 | -8.55 | 0.50 | 34.25 |
| 300142.SZ | 沃森生物 | 209 | 8.34 | 27.72 | 0.54 | 25.56 |
| 688739.SH | 成大生物 | 83 | 6.77 | -4.18 | 0.33 | -72.79 |
| 688185.SH | 康希诺 | 163 | 5.50 | 43.81 | -0.01 | 94.65 |
| 6185.HK | 康希诺生物 | 64 | 5.47 | 46.13 | -0.01 | -94.65 |
| 300841.SZ | 康华生物 | 65 | 5.38 | 11.25 | 1.41 | 23.25 |
| 688319.SH | 欧林生物 | 108 | 3.61 | 18.14 | -0.33 | -349.09 |

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

疫苗板块在 2026H1 增长弱势。因行业去库存、招标偏弱、价格管理、需求节奏变化、增值税调整等共同压制了板块表现；即便个别公司在带状疱疹疫苗等品种上通过价格策略改善销量，整体行业也未形成普遍修复。同时，研发费用率仍高达 11.9%，这意味着在收入下滑阶段，利润压力更容易放大。

其因果链为：招标与接种节奏偏弱/库存去化 → 收入下降；高研发投入与固定成本摊薄不足 → 利润大幅承压。

2026H2 展望：下半年关注招标节奏、终端接种恢复、新品注册与渠道库存。在右侧信号明确前，疫苗更适合个股事件驱动而非板块配置。

### 2.6.3.血液制品：营收利润大幅下滑，受价格需求双弱影响

2026H1 血液制品 7 家企业实现总营收 81.4 亿元，合计基数同比-18.5%。实现归母净利润 10.6 亿元，合计基数同比-50.2%。其中盈利 5 家 / 亏损 2 家。下表为按 2026H1 营业总收入排序。

**图表 20：血制品企业营收财务增长表现**

| 代码 | 简称 | 总市值（亿元） | 营收26H1(亿元) | 营收同比增长% | 归母净利润26H1（亿元） | 归母净利润同比增速% |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 002252.SZ | 上海莱士 | 323 | 32.09 | -18.79 | 6.61 | -35.80 |
| 600161.SH | 天坛生物 | 239 | 25.95 | -36.56 | 2.99 | -52.75 |
| 000403.SZ | 派林生物 | 94 | 8.30 | -35.88 | 0.84 | -64.25 |
| 300294.SZ | 博雅生物 | 71 | 6.44 | -56.14 | 0.51 | -77.28 |
| 002880.SZ | 卫光生物 | 47 | 4.49 | -33.33 | 0.44 | -58.77 |
| 300318.SZ | 博晖创新 | 40 | 3.96 | -2.09 | -0.16 | 16.49 |
| 688765.SH | 禾元生物-U | 128 | 0.18 | 43.77 | -0.63 | 23.12 |

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

血液制品是全板块最弱的细分之一，主要受浆站/价格双弱影响、及生物制品增值税调整变化。收入和利润同步下滑且幅度大，行业处于供给与价格均不理想的阶段。传导逻辑较清晰：浆站采集不足或原料浆供给偏弱 → 产品供应能力受限；若下游价格也偏弱 → 收入下降；高固定成本行业特征使利润下滑幅度进一步放大。

2026H2 展望：下半年重点观察浆站采集恢复、价格稳定、新品批签发等指标。当前尚难言行业快速 β 修复，配置上应显著弱于 CXO、创新药等主线。

## 2.7.中药：超六成企业营收同比为负，行业需求与渠道去化压力

下载日志已记录，仅供内部参考



2026H1 中药 65 家企业实现总营收 1783.3 亿元，合计基数同比-5.7%。实现归母净利润 211.5 亿元，合计基数同比-12.6%。盈利 57 家 / 亏损 8 家。下表为按 2026H1 营业总收入排序的前 15 家。

**图表 21：中药Ⅲ营收 TOP15 财务摘要**

| 代码 | 简称 | 总市值（亿元） | 营收26H1(亿元) | 营收同比增长% | 归母净利润26H1（亿元） | 归母净利润同比增速% |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 600332.SH | 白云山 | 315 | 420.91 | 0.61 | 20.96 | -16.70 |
| 000538.SZ | 云南白药 | 917 | 218.84 | 2.95 | 37.01 | 1.88 |
| 000999.SZ | 华润三九 | 397 | 150.14 | 1.37 | 16.71 | -7.96 |
| 600085.SH | 同仁堂 | 318 | 83.79 | -14.23 | 7.26 | -23.19 |
| 0570.HK | 中国中药 | 63 | 54.38 | -27.13 | -7.76 | 619.34 |
| 600129.SH | 太极集团 | 74 | 50.85 | -10.13 | 0.88 | -36.70 |
| 603858.SH | 步长制药 | 154 | 50.03 | -11.67 | 5.03 | -19.93 |
| 600436.SH | 片仔癀 | 711 | 45.73 | -14.98 | 10.93 | -24.22 |
| 600535.SH | 天士力 | 208 | 42.01 | -2.03 | 8.93 | 15.23 |
| 002603.SZ | 以岭药业 | 253 | 40.75 | 0.86 | 7.57 | 13.28 |
| 600572.SH | 康恩贝 | 107 | 37.01 | 10.21 | 3.78 | 6.83 |
| 000423.SZ | 东阿阿胶 | 292 | 31.55 | 3.39 | 8.60 | 5.66 |
| 1666.HK | 同仁堂科技 | 40 | 30.24 | -19.10 | 2.49 | -26.43 |
| 002390.SZ | 信邦制药 | 57 | 24.67 | -13.29 | 1.00 | -7.10 |
| 600329.SH | 达仁堂 | 262 | 24.55 | -7.89 | 6.45 | -66.55 |

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

中药是 2026H1 表现最弱的子行业。超六成公司营收同比为负，行业需求与渠道去化压力较为广泛。我们认为主要原因有三点：渠道库存、终端动销、费用投放 ROI。当前零售终端的中药消费动能仍偏弱，这与板块中报下行方向一致。

从传导机制看：终端零售偏弱/院内政策扰动 → 渠道补库意愿不足 → 工业企业收入承压；同时为维持动销可能增加促销与费用投放 → 利润降幅大于收入降幅。

2026H2 展望：下半年的核心变量是渠道库存去化是否完成、终端动销是否回暖、费用投放效率是否改善。若出现右侧信号，中药有望产生估值修复交易；但在基本面确认前，更适合作为防守仓位，而非进攻主线。

## 2.8.医药商业：批发行业增长停滞，互联网药店景气靓丽

### 2.8.1.医药流通：增长停滞，利润同比下滑

2026H1 医药流通 24 家企业实现总营收 7447.4 亿元，合计基数同比+0.9%。增长几乎停滞。实现归母净利润 115.0 亿元，合计基数同比-11.9%。收入平稳而利润下滑，反映该行业在低毛利、强周转模式下，对政策、坏账、价格传导极为敏感。盈利 18 家 / 亏损 6 家。下表为按 2026H1 营业总收入排序的前 12 家。

下载日志已记录，仅供内部参考



**图表 22：医药流通营收 TOP12 财务摘要**

| 代码 | 简称 | 总市值（亿元） | 营收26H1(亿元) | 营收同比增长% | 归母净利润26H1（亿元） | 归母净利润同比增速% |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1099.HK | 国药控股 | 469 | 2,828.00 | -1.13 | 34.04 | -1.79 |
| 601607.SH | 上海医药 | 599 | 1,474.70 | 4.15 | 35.04 | -21.40 |
| 600998.SH | 九州通 | 254 | 872.79 | 7.61 | 12.01 | -16.95 |
| 000950.SZ | 重药控股 | 89 | 401.32 | -2.57 | 2.54 | -9.85 |
| 000028.SZ | 国药一致 | 121 | 362.66 | -1.44 | 6.06 | -8.97 |
| 600713.SH | 南京医药 | 65 | 278.23 | -0.52 | 2.94 | 1.10 |
| 600511.SH | 国药股份 | 196 | 267.28 | 4.27 | 8.80 | -7.25 |
| 000411.SZ | 英特集团 | 56 | 171.53 | 3.15 | 1.95 | -21.45 |
| 600056.SH | 中国医药 | 133 | 169.52 | -0.73 | 2.49 | -15.26 |
| 002788.SZ | 鹭燕医药 | 41 | 105.83 | 1.75 | 1.43 | -7.46 |
| 603368.SH | 柳药集团 | 61 | 105.26 | 2.19 | 3.69 | -14.00 |
| 301584.SZ | 建发致新 | 82 | 100.04 | 1.79 | 1.48 | 7.98 |

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

行业本质上为“医药供应链基础设施”而非高成长制造业。龙头流通企业上半年普遍面临分销业务收入平淡、器械分销受集采与价格治理压制、资产减值或历史坏账拖累利润；例如国药控股、上海医药、九州通虽然收入仍增长，但利润端弱于收入，甚至出现同比下滑。 因果链条是：医保监管趋严/带量采购压缩价差 → 流通环节议价空间收窄 → 毛利率承压 → 若叠加减值与补税，则利润进一步承压。

**2026H2 展望：**下半年的关键不是收入高弹性，而是应收、现金流、坏账计提、分红能力。若政策继续压缩中间流通环节利润，行业估值仍应以股息和稳健现金流框架为主，而非成长框架。

### 2.8.2.线下药店：呈现同店弱复苏、利润略好于收入的状态

2026H1 线下药店 8 家企业实现总营收 588.9 亿元，合计基数同比+1.9%。实现归母净利润 28.4 亿元，合计基数同比+11.1%，8 家企业全部盈利，亏损 0 家。 下表为按 2026H1 营业总收入排序的前 8 家。

**图表 23：线下药店营收 TOP8 财务摘要**

| 代码 | 简称 | 总市值（亿元） | 营收26H1(亿元) | 营收同比增长% | 归母净利润26H1（亿元） | 归母净利润同比增速% |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 603233.SH | 大参林 | 209 | 139.91 | 3.46 | 9.27 | 16.10 |
| 603939.SH | 益丰药房 | 276 | 121.30 | 3.48 | 9.64 | 9.51 |
| 603883.SH | 老百姓 | 96 | 109.98 | 2.07 | 4.47 | 12.30 |
| 002727.SZ | 一心堂 | 63 | 84.67 | -5.02 | 2.57 | 2.88 |
| 301017.SZ | 漱玉平民 | 49 | 53.14 | 8.86 | 0.26 | -28.90 |
| 605266.SH | 健之佳 | 23 | 41.83 | -6.14 | 0.54 | -25.87 |
| 301408.SZ | 华人健康 | 57 | 28.25 | 12.81 | 1.36 | 31.01 |
| 600833.SH | 第一医药 | 23 | 9.82 | -1.51 | 0.26 | 86.60 |

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

线下药店呈现同店弱复苏、利润略好于收入的状态。 大参林及益丰药房等连锁龙头收入低个位数增长，但扣非利润双位数增长，毛利率改善、新品贡献、加盟批发效率提升是主要来源。 这说明行业已经从单纯开店扩张，转向精细化运营、品类优化和费用控制。

但线下药店仍受制于门店密度、同店客流、医保监管、处方承接效率等因素，成长性弱于互联网药店。 换言之，其盈利改善更多来自经营优化，而非需求爆发。

下载日志已记录，仅供内部参考



2026H2 展望：下半年关注同店恢复、加盟扩张质量、毛利率与费用率变化。若终端消费改善、处方外流加快，线下药店利润增速有望继续高于收入；但如果客流恢复有限，则行业仍偏防守属性。

### 2.8.3.互联网药店：流量聚合、sku 广度及数字化运营带动利润高增长

2026H1 互联网药店 5 家企业实现总营收 607.0 亿元，合计基数同比+15.3%。实现归母净利润 50.9 亿元，合计基数同比+39.9%。5 家全部盈利，亏损 0 家。下表为按 2026H1 营业总收入排序的前 5 家（港股阿里健康展示的是 2026 上半财年数据）。

**图表 24：互联网药店营收 TOP5 财务摘要**

| 代码 | 简称 | 总市值（亿元） | 营收26H1(亿元) | 营收同比增长% | 归母净利润26H1（亿元） | 归母净利润同比增速% |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 6618.HK | 京东健康 | 1,107 | 408.88 | 15.86 | 34.37 | 32.37 |
| 0241.HK | 阿里健康 | 476 | 166.97 | 16.98 | 12.67 | 64.72 |
| 1833.HK | 平安好医生 | 130 | 24.84 | -0.73 | 2.19 | 63.48 |
| 2656.HK | 健康160 | 26 | 3.19 | 9.66 | 0.02 | -111.18 |
| 2192.HK | 医脉通 | 51 | 3.15 | 1.01 | 1.62 | 3.99 |

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

**这是医药商业链中表现最好的细分方向。**营收增量中，京东健康和阿里健康分别增收 55.98 亿元和 24.23 亿元，归母净利润同比分别达到+32.37%和+64.72%。说明线上平台不仅维持用户规模与 GMV 扩张，同时也在运营效率、履约、品类结构上持续优化。

**从商业模式看，互联网药店相较线下药店具备更强的流量聚合、SKU 广度、数字化运营和边际成本摊薄能力，因此在需求偏弱背景下依然能实现利润率改善。**二阶效应是，随着在线医疗、慢病管理、即时零售等场景融合，平台型公司的利润弹性可能持续优于传统零售药店。

**2026H2 展望：**H2 重点看用户增长、处方外流承接能力、履约成本控制、平台生态扩张。如果政策继续推动线上规范化和处方流转，互联网药店有望维持高于线下的相对景气。

## 3.2026H2 展望及投资策略，景气排序及分类定位

综合收入增速、利润质量与行业状态，2026H1 景气排序可概括如下：

下载日志已记录，仅供内部参考



**图表 25：2026H1 医药三级行业景气排序及四象限分类**

| 收入-利润四象限分类 | 排名 | 三级子行业 | 核心理由 |
|---|---|---|---|
| 进攻主线 | 1 | 医疗研发外包（CXO） | 收入+23.9%、净利+15.3%，订单修复最清晰 |
| | 2 | 其他生物制品 | 收入+22.1%、净利+379.1%，商业化与扭亏共振 |
| | 3 | 互联网药店 | 收入+15.3%、净利+39.9%，线上显著强于线下 |
| | 4 | 化学制剂 | 收入温和、利润高弹性，创新商业化兑现 |
| 修复卫星 | 5 | 医疗设备 | 收入修复明显，但利润滞后 |
| | 6 | 部分原料药 | 结构分化，高壁垒一体化优于纯API |
| | 7 | 医疗耗材 | 修复型行业，弹性中等 |
| | 8 | 线下药店 | 稳健经营，增速有修复 |
| | 9 | 体外诊断 | 利润修复强，但收入仍平 |
| 防守配置 | 10 | 医院 | 稳健经营，增速有修复 |
| | 11 | 医药流通 | 规模大、增长平、利润弱 |
| | 12 | 中药 | 渠道与动销压力持续 |
| 弱势 | 13 | 疫苗 | 去库存与招标压制 |
| | 14 | 血液制品 | 浆站与价格双弱 |

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

下图四象限上，最优组合是收入增长与利润增长同时为正且斜率较高，对应 CXO、其他生物制品、互联网药店、化学制剂。 次优组合是收入增长但利润暂时承压，如医疗设备、医疗耗材，代表其行业可能处于利润修复前期。 最弱象限则是收入下降且利润下降，对应中药、血液制品。

**图表 26：2026H1 医药板块三级子行业增长四象限（气泡大小&营收规模）**




资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

## 3.1.主线：CXO 订单修复+创新药利润兑现

**医药外包 CXO。**龙头增量贡献第一，行业收入+23.9%、利润+15.3%，订单恢复与价格改善显著。若 2026 下半年继续看到新签增长、利用率提升和海外临床扩张，则估值有望从景气修复交易切换为盈利上修交易。

下载日志已记录，仅供内部参考



**创新药（其他生物制品/创新化学制剂）。**其他生物制品收入+22.1%、利润+379.1%，化学制剂利润+28.8%，说明商业化和利润化已进入兑现期。2026H2 核心看全球 III 期、NDA、ESMO/WCLC 等数据催化，以及国内销售持续性。

### 3.2. 主线延伸：生命科学上游、设备国产替代

**生命科学上游在 AI 验证需求、蛋白与试剂订单增长的带动下表现较好，部分公司新签订单+30%以上。** 医疗设备端则 2026H2 有望受益于招标恢复和国产替代及海外拓展，虽然当前利润弹性不强，但中期空间较大。据中商产业研究院发布的《2026-2031 年全球医疗器械行业调查及发展前景研究报告》显示，全球医疗器械市场 2026E 规模 6823 亿美元，较 2025E 的 6491 亿美元继续增长，长期需求空间仍具支持。

### 3.3. 防守：中药、流通、部分医院

这些方向的共同点是：盈利增长确定性不足，但估值、现金流、股息或稳健经营可提供底仓属性。 其中中药更偏“等待基本面右侧后的估值修复”，流通更偏“高股息和现金流”，医院则偏“经营质量改善”。

### 3.4. 规避：疫苗、血液制品

两者共同特征是收入、利润双弱且缺乏明确右侧信号。若没有招标、浆站、批签发等关键变量明显改善，这些行业难以承接板块资金主线。

## 4. 风险

集采扩面/价格治理加强会压制制剂、耗材、流通、设备利润率，需跟踪集采政策、联盟招标、院端价格变化

创新药商业化费用再上升，削弱化学制剂/其他生物制品利润兑现，密集监测企业销售费用率、单产品放量效率

汇率波动扰动器械、原料药、CXO、出海药企利润，关注人民币对美元/欧元波动、汇兑损益

CXO 订单修复弱于收入兑现会影响 2027 成长持续性，紧密跟踪新签订单、在手订单、员工利用率

下载日志已记录，仅供内部参考



## 分析师申明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。

## 投资评级说明

报告中所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为以报告发布日后的 3-12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。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为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

## 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅介于 15%～5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 15%以上。

## 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%～10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上。

## 免责声明

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。
本报告由本公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。
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本公司的当然客户。
本报告信息均来源于公开资料或本公司认为可靠的资料，但本公司对该等信息的真实性、准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及预测仅反映报告出具日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。
本报告所载的盈利预测、评级、估值等观点，均基于特定的假设和前提条件，不构成所述证券买卖的出价或征价，亦不构成对具体证券在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议。
在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户需充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
在法律允许的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等服务。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。