仅供内部参考，请勿外传

板块收入正增长，利润环比改善；结构性分化下关注夯实、转型与创新

医药生物

证券研究报告/行业定期报告

2026 年 10 月 09 日

评级： 增持（维持）

分析师：祝嘉琦

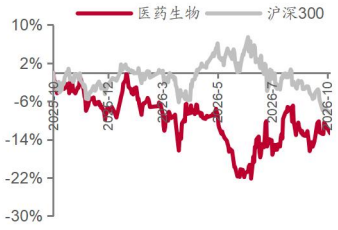
执业证书编号：S0740519040001

Email：zhujq@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	508
行业总市值(亿元)	67,234.96
行业流通市值(亿元)	62,008.37

行业-市场走势对比



相关报告

1、《业绩兑现和产业趋势的共振：ESMO 2026 前瞻和读数指南 报告标题》2026-10-08

2、《政策与产业催化共振，AI4S 及 ESMO 强化创新产业链主线》2026-09-27

3、《AI4S 主线持续升温，WCLC 数据与医药工业发展“十五五”规划强化创新产业链景气》2026-09-20

重点公司基本状况

简称	股价（元）	EPS 2024A	EPS 2025A	EPS 2026E	EPS 2027E	EPS 2028E	PE 2024A	PE 2025A	PE 2026E	PE 2027E	PE 2028E	评级
普洛药业	27.26	0.89	0.77	0.89	1.11	1.43	30.75	35.30	30.75	24.58	19.09	买入
天宇股份	22.28	0.16	0.41	0.91	1.22	1.55	139.3	54.34	24.38	18.28	14.36	买入
国邦医药	17.50	1.40	1.48	0.97	1.27	1.52	12.50	11.82	18.04	13.82	11.48	买入
美诺华	29.46	0.31	0.48	0.44	0.57	0.71	95.03	61.38	66.76	51.35	41.55	买入
川宁生物	8.19	0.63	0.34	0.34	0.38	0.40	13.00	24.09	23.81	21.59	20.38	增持
联邦制药	7.51	1.35	1.40	0.41	0.58	0.65	7.82	9.90	15.66	11.15	9.89	买入

备注：股价取自 2026.10.08 收盘价，盈利预测来自中泰证券研究所外发报告及 wind 一致预期，港股收盘价为港元

报告摘要

- 我们选取具有代表性的 50 只原料药核心标组成原料药板块，对 2026 年上半年的各项财务指标进行分析，反映数据背后的行业画像。上半年板块整体实现收入增长，但受汇率、成本和部分品类价格持续承压影响，利润端短期承压。**中长期看，**中国企业原料药业务占据全球核心卡位，有望横向、纵向延产业链快速成长。当前我国头部原料药企业正在逐步拿到全球定价权，存量业务基本完成筑底，行业有望迎来拐点成长。伴随小核酸、GLP-1、ADC 等下游创新药不断取得成果，重磅药物不断放量，原料药作为产业链上游长期收益。部分原料药企业提前布局 CXO、创新药及新兴业务，亦有望在行业贝塔的承托下走出阿尔法行情。
- **中报回顾：上半年板块收入实现正增长，受汇率、成本和部分品类价格下滑影响，板块利润端短期承压。**代表企业分析：富祥股份、赛托生物、宏源药业、科源制药、美诺华、纳微科技、赛分科技，海昇药业、新和成等 9 家企业收入、扣非净利润均取得 10%以上增长，部分企业受竞争加剧部分原料药价格低位和集采影响收入端仍处于短期承压期。2026H1 原料药 50 家企业的收入增速均值为 3.17%，扣非净利润增速均值为-9.82%，归母净利润-2.16%，利润端仍阶段性承压。其中利润增幅显著企业主要围绕新品快速放量，跨界新业务和部分品类价格上涨带动业绩增长等三个主题。
- **盈利水平同比改善，费用率管控良好。**26H1 板块毛利率为 36.30%（+0.26pp），26Q2 毛利率 39.09%（同比+4.40pp，环比+5.14pp）。上半年毛利率同、环比均有提升，主要由于价格磨底已久部分品类止跌企稳以及部分企业积极拓展新业务，新产品、新产能逐步进入收获期。费用端，销售费用率持续下降，26H1 销售费用率 5.84%（-0.16pp），预计主要由于费用率极低的 API 收入规模扩张，制剂业务集采放量及相应费用减少导致；管理费用率略微减少 0.18pp。财务费用率增加 2.44pp，主要由于美元贬值汇兑损失增加。
- **扩产进程放缓，研发投入趋于平稳，短期扰动不改长期发展信心。**2024H1、2025H1、2026H1 板块固定资产分别同比增长 13.09%、6.53%、1.94%，在建工程分别同比下降 12.47%、16.87%、13.75%，企业在建工程增速有所收束、资产周转率略微下降。24H1、25H1、26H1 研发费用分别为 38.17、39.09、37.39 亿元，研发费用率分别为 5.52%、5.96%、5.53%，在行业竞争加剧背景下，各家企业持续推进新产品、新业务投入，不改长期发展信心。
- **主要原料药价格趋势展望：**我们主要统计了抗生素类、甾体激素类、肝素类、沙坦类原料药及中间体 2014 年-2026 年 7 月价格变化情况，进行趋势分析。2026 上半年以来，主要几个品类原料药价格仍处于低位区间，尤其是沙坦类、抗生素类、肝素类、甾体激素等原料药仍处在历史低位。由于产能仍较为充裕竞争依然激烈，短期内较难看到普遍上涨趋势，但部分品类已出现逐步回暖迹象，磨底数年，价格下探空间已压缩到十分有限的程度。
- **下半年布局思路：关注夯实、转型与创新。**原料药行业竞争依然残酷、剧烈，整体仍在磨底出清积蓄力量的过程中，但不乏积极布局转型已经即将迎来拐点或以步入拐点通道个股。我们认为，当前原料药行业的投资思路需注意底部夯实后是否具备引领增长的新动力，即将步入拐点具体何时看到拐点：需要关注：1）新业务增长空间与动力源？2）老业务止跌回暖的逻辑是否扎实。**建议重点关注：普洛药业、天宇股份、国邦医药、美诺华、川宁生物、联邦制药等。**

仅供内部参考，请勿外传

- **风险提示：**产品研发失败的风险、药品降价的风险、质量风险、环保风险、公开资料信息滞后或更新不及时风险、行业数据偏差风险

仅供内部参考，请勿外传

内容目录

中报回顾：行业压力短期仍存，结构性分化明显 4
行业分化，收入实现正增，利润环比改善 4
利润短期承压，费用端汇兑影响显著 5
扩产进程放缓，研发投入趋于平稳 10
主要原料药价格趋势展望 11
大部分品类仍在低位区间，部分品类出现结构性上涨 11
结构性机会下，寻找最可能的品类 11
下半年布局思路：关注夯实、转型与创新 14
风险提示 16

图表目录

图表 1： 板块主要成分标的收入利润变化情况（2026H1，百万元，%） 5
图表 2： 原料药板块 26H1 数据分析（百万元，%） 6
图表 3： 原料药板块分季度财务数据对比分析（百万元，%） 6
图表 4： 板块总收入及增速（百万元，%） 6
图表 5： 板块扣非净利润及增速（百万元，%） 6
图表 6： 板块分季度总收入及增速（百万元，%） 7
图表 7： 板块分季度扣非净利及增速（百万元，%） 7
图表 8： 板块成分标的收入一览（单位：百万元） 7
图表 9： 板块成分标的归母净利润一览（单位：百万元） 8
图表 10： 板块核心成分归母净利润（百万元） 8
图表 11： 板块核心成分归母（百万元） 8
图表 12： 板块经营性现金流（百万元，%） 9
图表 13： 板块毛利率、净利率、ROE 9
图表 14： 板块分季度毛利率 9
图表 15： 板块期间费用率情况（%） 10
图表 16： 板块固定资产及周转率（百万元，次） 10
图表 17： 板块固定资产及在建工程（百万元，%） 10
图表 18： 板块研发费用率情况（百万，%） 11
图表 19： 主要原料药历史价格梳理 12
图表 20： 主要抗生素原料药、中间体价格趋势（元/千克，截止 2026.7） 13
图表 21： 主要沙坦类原料药价格趋势（元/千克，截止 2026.7） 13
图表 22： 甾体激素类原料药价格趋势（元/千克，截止 2026.7） 13
图表 23： 肝素价格趋势（美元/千克，截止 2026.7） 13
图表 24： 维生素 D 价格走势（2007.10-2026.7） 13
图表 25： 维生素 E 价格走势（2007.10-2026.7） 13
图表 26： 维生素 A 价格走势（2007.10-2026.7） 14
图表 27： 维生素 C 价格走势（2007.10-2026.7） 14
图表 28： 板块重点关注标的盈利预测表 16

人在草木间

仅供内部参考，请勿外传

中报回顾：行业压力短期仍存，结构性分化明显

行业分化，收入实现正增，利润环比改善

- **我们选取具有代表性的 50 只原料药核心标组成原料药板块，对 2026 年上半年的各项财务指标进行分析，从而反映数据背后的行业画像。**
- 从各家企业来看，50 家企业的财报表现分化，其中富祥股份、赛托生物、宏源药业、科源制药、美诺华、纳微科技、赛分科技，海昇药业、新和成等 9 家企业收入、扣非净利润均取得 10%以上增长，部分企业受竞争加剧部分原料药价格低位和集采影响收入端仍处于短期承压期。2026H1 原料药 50 家企业的收入增速均值为 3.17%，扣非净利润增速的均值为-9.82%，上半年受汇率、成本和部分品类价格持续承压影响，板块利润端短期承压。中长期看，1）中国企业原料药业务占据全球核心卡位，有望横向、纵向延产业链快速成长。当前我国头部原料药企业正在逐步拿到全球定价权，存量业务基本完成筑底，行业有望迎来拐点成长。2）预计小核酸、GLP-1、ADC 等下游创新药需求将带动部分头部原料药企业产业定位升级、进入创新药产业链的核心上游配套环节，逐步摆脱依托大宗、原料药与仿制药的“周期性化工板块”定位，升级为小核酸、GLP-1、环肽等创新药产业链的关键上游支撑环节。
- **2026 上半年利润同比增长显著企业分析：**1.**“原料药-制剂一体化”优势步入收获期，制剂产品大幅放量：**科源制药（净利润同比增长 51.56%）：制剂业务首次成为第一大收入来源（占 50.13%）；中间体业务因化妆品原料（OR10154）与欧莱雅等合作深化而高增 83.94%。赛托生物（净利润同比增长 157.37%）：实现扭亏为盈主要通过产品结构升级（主推 BA、4AD 等高附加值产品）和动保板块突破（硫酸新霉素销量创新高、新品上市）。美诺华（净利润同比增长 29.83%）：自有制剂业务借助集采快速放量，代加工制剂订单持续高增。培哚普利叔丁胺片、硫酸氢氯吡格雷片等十个品种拟中选集采接续采购，阿格列汀口服常释剂型拟中选第十二批全国集采。原料药业务在沙坦类价格筑底回暖的背景下实现增长。**2、跨界新能源业务，第二成长曲线起势：**富祥股份（净利润同比增长 2660%）：得益于新能源锂电池电解液添加剂业务（VC、FEC 产品）涨价和同期低基数，利润大幅上涨。新能源业务上半年实现收入 4.45 亿元（+266.06%）。受益于动力与储能电池需求增长，其 VC 产品价格上半年维持在 14 万元/吨以上，同时产能从 8000 吨/年提升至 10000 吨/年，并成功打入韩国市场。宏源药业（净利润同比增长 2789%）：业绩增长主要源于六氟磷酸锂业务的量价齐升。该业务上半年营收达 6.09 亿元，同比增长 154.9%。3、**原料药价格上涨带来利润上涨：**地缘政治影响下，维生素 A、E、B 等维生素类原料药作为石油等大宗化工品价格上涨传导最为直接的品类，在成本带动下价格快速上涨，新和成等头部维生素企业直接受益。

仅供内部参考，请勿外传

图表 1：板块主要成分标的收入利润变化情况（2026H1，百万元，%）

证券代码	证券简称	市值	总收入 2024H1	总收入 2025H1	总收入 2026H1	25H1 同比(%)	26H1 同比(%)	归母净利润 2024H1	归母净利润 2025H1	归母净利润 2026H1	25H1 同比(%)	26H1 同比(%)
002001.SZ	新和成	80953.93	9844.71	11100.63	13129.30	12.76%	18.28%	2204.36	3603.32	4010.73	63.46%	11.31%
000739.SZ	普洛药业	29331.79	6428.71	5444.49	4823.31	-15.31%	-11.41%	624.84	563.05	522.37	-9.89%	-7.22%
600521.SH	华. 海药业	24569.91	5128.31	4516.35	4912.82	-11.93%	8.78%	748.57	409.49	770.91	-45.30%	-288.26%
688690.SH	纳微科技	19871.72	339.77	413.63	567.83	21.74%	37.28%	45.05	63.31	136.81	40.52%	116.11%
301301.SZ	川宁生物	18126.22	3195.43	2348.58	2097.72	-26.50%	-10.68%	766.30	454.86	277.51	-40.64%	-38.99%
688166.SH	博瑞医药	15819.36	657.69	537.44	678.10	-18.28%	26.17%	106.36	17.17	58.93	-83.85%	243.17%
605507.SH	国邦医药	14731.71	2892.36	3026.28	3142.43	4.63%	3.84%	404.60	455.57	341.35	12.60%	-25.07%
688758.SH	赛分科技	14005.69	152.49	182.63	279.74	19.76%	53.17%	38.08	53.66	110.64	40.91%	106.19%
002399.SZ	海普瑞	12887.80	2837.40	2817.35	2579.52	-0.71%	-8.44%	663.68	421.85	275.28	-36.44%	-34.74%
603707.SH	健友股份	12779.80	2142.66	1979.85	1926.26	-7.60%	-2.71%	405.02	286.27	187.55	-29.32%	-34.48%
600216.SH	浙江医药	12126.25	4405.47	4322.87	4386.19	-1.87%	1.46%	315.33	673.31	606.02	113.52%	-9.99%
300497.SZ	富祥股份	10767.59	682.41	514.67	888.25	-24.58%	72.59%	-22.46	-6.91	176.94	-69.23%	2460.26%
002099.SZ	海翔药业	9615.17	1038.84	925.16	1022.82	-10.94%	10.56%	38.10	14.09	-64.04	-63.01%	-554.37%
603538.SH	美诺华	9443.21	607.88	677.33	858.82	11.42%	26.79%	18.94	49.06	63.69	158.97%	29.83%
688076.SH	ST诺泰	9206.67	831.50	1048.27	1139.65	26.07%	8.72%	227.16	310.05	215.05	36.49%	-30.64%
300401.SZ	花园生物	9065.75	600.17	635.36	692.11	5.86%	8.93%	142.11	161.55	131.92	13.67%	-18.34%
002332.SZ	仙琚制药	8635.76	2137.85	1869.23	1958.63	-12.56%	4.78%	339.72	308.27	244.55	-9.26%	-20.67%
000756.SZ	新华制药	8258.10	4732.48	4638.80	4357.55	-1.98%	-6.06%	265.40	223.76	149.13	-15.69%	-33.35%
605116.SH	奥锐特	8107.42	730.66	821.97	828.37	12.50%	0.78%	188.59	234.90	158.74	24.55%	-32.42%
300702.SZ	天宇股份	7484.99	1265.40	1567.43	2010.73	23.87%	28.28%	53.22	149.51	103.91	180.96%	-30.50%
301246.SZ	宏源药业	7224.12	898.13	882.56	1341.94	-1.73%	52.05%	35.81	-5.81	156.24	-116.23%	2588.93%
603229.SH	奥翔药业	6974.50	492.39	481.87	467.61	-2.14%	-2.96%	179.83	169.35	119.84	-5.83%	-29.23%
300267.SZ	尔康制药	6847.85	621.35	681.88	567.56	9.74%	-16.77%	6.30	37.63	44.47	497.36%	18.16%
002102.SZ	ST能特	6548.02	6231.36	4251.60	2692.06	-31.77%	-36.68%	56.88	355.59	93.84	525.13%	-73.61%
600488.SH	津药药业	6442.13	1800.98	1588.38	1313.06	-11.81%	-17.33%	142.02	49.30	43.17	-65.28%	-12.43%
688356.SH	键凯科技	6206.99	128.59	129.73	185.06	0.89%	42.65%	27.94	22.05	2.92	-21.08%	-86.76%
301281.SZ	科源制药	5414.50	237.14	227.87	331.47	-3.91%	45.47%	36.09	42.68	64.69	18.26%	51.56%
301211.SZ	亨迪药业	5257.58	241.87	234.77	247.52	-2.93%	5.43%	68.50	18.55	30.14	-72.92%	62.48%
920946.BJ	森萱医药	4546.68	272.08	260.78	321.19	-4.15%	23.17%	69.68	67.92	90.38	-2.53%	33.07%
301277.SZ	新天地	4097.22	396.76	358.81	396.98	-9.57%	10.64%	111.50	78.03	60.77	-30.01%	-22.13%
002365.SZ	永安药业	4078.41	425.82	367.38	563.70	-13.72%	53.44%	52.49	12.50	43.41	-76.19%	247.39%
603520.SH	司太立	3787.86	1330.45	1397.76	1414.27	5.06%	1.18%	22.90	29.14	39.93	27.24%	37.05%
603351.SH	威尔药业	3731.35	688.16	673.72	739.60	-2.10%	9.78%	78.90	72.77	76.78	-7.77%	5.52%
001367.SZ	海森药业	3359.34	210.64	242.09	250.89	14.93%	3.64%	58.04	60.79	65.74	4.74%	8.13%
300452.SZ	山河药辅	3113.58	449.93	470.84	521.65	4.65%	10.79%	95.53	93.04	96.19	-2.61%	3.39%
300966.SZ	共同药业	3066.48	233.82	302.40	346.27	29.33%	14.51%	-5.12	-11.15	-32.84	117.88%	-394.47%
301089.SZ	拓. 新药业	3058.58	218.76	181.90	211.30	-16.85%	16.16%	-1.78	-18.28	-27.96	927.39%	52.95%
300636.SZ	同和药业	2943.86	382.05	427.42	383.16	11.88%	-10.35%	69.55	58.49	24.57	-15.91%	-57.99%
605177.SH	东亚药业	2855.03	648.23	415.86	466.14	-35.85%	12.09%	32.47	-30.23	-118.38	-193.09%	291.61%
300381.SZ	溢多利	2785.01	397.23	415.01	396.83	4.48%	-4.38%	41.78	14.00	-4.87	-66.50%	-134.79%
300583.SZ	赛托生物	2623.58	566.65	507.76	612.73	-10.39%	20.67%	13.21	-52.69	30.23	298.80%	-157.37%
301258.SZ	富士莱	2471.42	216.64	223.91	185.47	3.36%	-17.17%	-0.35	43.08	-14.62	-12430.96%	-133.93%
000952.SZ	广济药业	2256.64	296.46	284.36	311.95	-4.08%	9.71%	-106.65	-75.52	-57.95	-29.19%	-23.27%
000953.SZ	中哲精化	2226.02	128.34	80.83	76.59	-37.02%	-5.24%	2.64	3.84	0.79	45.56%	-79.36%
301065.SZ	本立科技	2134.18	378.91	342.27	370.15	-9.67%	8.15%	41.49	44.66	44.77	7.64%	0.24%
002817.SZ	黄山胶囊	2015.92	235.27	243.88	190.56	3.66%	-21.86%	29.68	35.55	30.14	19.78%	-15.23%
920367.BJ	新赣江	1955.06	75.29	67.26	70.56	-10.66%	4.90%	15.58	6.55	3.60	-57.95%	-45.13%
920656.BJ	海昇药业	1499.00	70.95	100.85	141.14	42.14%	39.96%	23.45	30.33	47.02	29.33%	55.05%
920478.BJ	岭一药业	1271.62	137.41	162.63	76.01	18.35%	-53.26%	29.13	40.43	-2.53	38.80%	-106.26%
920230.BJ	欧康医药	1105.22	132.31	137.01	133.15	3.55%	-2.81%	13.85	3.08	5.36	-77.75%	74.02%

来源：WIND，中泰证券研究所

利润短期承压，费用端汇兑影响显著

- 板块整体来看，收入在宏微观环境扰动下仍实现正增长，但受地缘政治带来的成本、汇率扰动影响利润有所下滑。

仅供内部参考，请勿外传

图表 2：原料药板块 26H1 数据分析（百万元，%）

百万元	2024H1	2025H1	26H1	24H1 同比(%)	25H1 同比(%)	26H1 同比(%)
利润表相关						
板块总收入	69,196.13	65,531.70	67,606.74	7.64%	-5.30%	3.17%
板块利润总额	10,447.54	11,186.66	10,882.78	16.76%	7.07%	-2.72%
板块成本	45,981.92	41,918.52	43,068.00	7.95%	-8.84%	2.74%
板块毛利	23,214.21	23,613.18	24,538.73	7.04%	1.72%	3.92%
板块毛利率	33.55%	36.03%	36.30%	-0.19%	2.48%	0.26%
板块扣非净利润	8,097.29	9,422.34	8,497.26	13.52%	16.36%	-9.82%
销售费用	4,334.68	3,931.89	3,948.42	-4.00%	-9.29%	0.42%
/营业收入(%)	6.26%	6.00%	5.84%	-0.76%	-0.26%	-0.16%
管理费用	4240.31	4438.94	4,460.93	0.82%	4.68%	0.50%
/营业收入(%)	6.13%	6.77%	6.60%	-0.41%	0.65%	-0.18%
财务费用	115.83	-171.59	1,469.84	137.87%	-248.14%	-956.58%
/营业收入(%)	0.17%	-0.26%	2.17%	0.64%	-0.43%	2.44%
研发费用	3816.52	3908.58	3,738.72	4.08%	2.41%	-4.35%
/营业收入(%)	5.52%	5.96%	5.53%	-0.19%	0.45%	-0.43%
板块净利率	12.74%	14.71%	13.95%	0.85%	1.97%	-0.76%
板块ROE	4.99%	5.17%	4.88%	0.48%	0.18%	-0.30%

百万元	2024H1	2025H1	2026H1	25H1 同比(%)	26H1 同比(%)
资产负债表相关					
总资产	273,158.3	280,786.8	287,737.4	2.79%	2.48%
总负债	96,631.9	94,405.1	94,233.2	-2.30%	-0.18%
存货合计	41,062.6	40,697.1	40,246.4	-0.89%	-1.11%
应收账款合计	23,164.2	24,678.5	26,368.9	6.54%	6.85%
资产负债率	0.35	0.34	0.33	-1.75%	-0.87%
固定资产	88,410.1	94,185.6	96,009.4	6.53%	1.94%
在建工程	20,494.2	17,037.2	14,694.9	-16.87%	-13.75%
固定资产周转率	0.78	0.70	0.70	-8.69%	0.84%
存货周转率	1.12	1.03	1.07	-8.98%	4.01%
应收账款周转率	2.99	2.66	2.56	-33.18%	-9.15%
现金流量表相关					
经营性净现金流	9,868.68	8,936.19	10,874.55	-9.45%	21.69%

来源：WIND，中泰证券研究所

图表 3：原料药板块分季度财务数据对比分析（百万元，%）

百万元	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
板块总收入	31,002.69	29,243.02	29,202.93	33,809.52	35,386.62	33,528.23	30,492.24	33,105.63	32,426.07	30,591.08	31,460.35	33,175.16	34,431.57
同比(%)	23.05%	19.67%	9.57%	2.00%	14.14%	14.65%	4.42%	-2.08%	-8.37%	-8.76%	3.17%	0.21%	6.18%
环比(%)	-6.47%	-5.68%	-0.14%	15.77%	4.66%	-5.25%	-9.06%	8.57%	-2.05%	-5.66%	2.84%	5.45%	3.79%
板块归母净利润	3,892.29	2,677.11	(888.97)	3,820.62	4,993.73	4,725.90	1,365.55	5,134.35	4,507.43	3,725.04	949.06	4,609.10	4,824.74
同比(%)	10.76%	27.39%	-155.97%	2.81%	28.30%	76.53%	-253.61%	34.39%	-9.74%	-21.18%	-30.50%	-10.23%	7.04%
环比(%)	4.74%	-31.22%	-133.21%	-529.78%	30.70%	-5.36%	-71.11%	275.99%	-12.21%	-17.36%	-74.52%	385.65%	4.68%
板块扣非净利润	3,668.89	2,443.66	(1,205.79)	3,658.87	4,400.33	4,387.51	1,560.51	4,923.46	4,498.88	3,406.49	783.87	3,952.04	4,545.22
同比(%)	34.57%	18.92%	-202.06%	6.45%	19.94%	79.55%	-229.42%	34.56%	2.24%	-22.36%	-49.77%	-19.73%	1.03%
环比(%)	6.75%	-33.40%	-149.34%	-403.44%	20.26%	-0.29%	-64.43%	215.50%	-8.62%	-24.28%	-76.99%	404.17%	15.01%
利润总额	4,476.78	3,090.62	(1,104.23)	4,590.31	5,857.22	5,452.27	1,775.11	5,894.74	5,291.92	4,357.47	1,304.42	5,304.03	5,578.75
同比(%)	9.71%	26.06%	-171.96%	3.49%	30.84%	76.41%	-260.76%	28.42%	-9.65%	-20.08%	-26.52%	-10.02%	5.42%
环比(%)	0.93%	-30.96%	-135.73%	-515.70%	27.60%	-6.91%	-67.44%	232.08%	-10.23%	-17.66%	-70.06%	306.62%	5.18%
财务费用	-442.50	349.21	203.00	149.18	-33.35	414.74	-141.55	-28.42	(143.17)	354.69	508.49	827.81	642.03
/营业收入(%)	-1.43%	1.19%	0.70%	0.44%	-0.09%	1.24%	-0.46%	-0.09%	-0.44%	1.16%	1.62%	2.50%	1.86%
同比(%)	14.14%	-184.21%	-40.63%	-48.46%	-92.46%	18.77%	-169.73%	-119.05%	329.36%	-14.48%	-459.24%	-3012.77%	-548.43%
环比(%)	-252.88%	-178.92%	-41.87%	-26.51%	-122.35%	-1343.75%	-134.13%	-79.92%	403.78%	-347.73%	43.36%	62.80%	-22.44%
利息费用	273.66	275.09	267.79	275.77	266.49	251.75	305.74	266.06	282.55	266.16	279.23	284.09	270.74
利息收入	220.35	189.49	212.07	176.35	226.38	142.24	132.63	109.86	131.31	138.90	154.45	83.91	95.48
汇兑损益*	-495.81	263.61	147.29	49.76	-73.45	305.23	-314.65	-184.62	-294.41	227.43	383.71	627.63	466.78
同比(%)	1.91%	-148.99%	-33.35%	-67.25%	-85.18%	15.79%	-313.63%	-471.05%	300.81%	-25.49%	-221.95%	-439.97%	-258.54%
环比(%)	-426.32%	-153.17%	-44.13%	-66.22%	-247.63%	-515.54%	-203.09%	-41.33%	59.47%	-177.25%	68.72%	63.57%	-25.63%
营业成本	20610.72	19681.59	20072.09	22597.91	23384.01	21758.92	18842.39	21309.21	20609.31	19899.91	20979.14	21405.31	21662.69
毛利	10,391.97	9,561.43	9,130.83	11,211.61	12,002.60	11,769.31	11,649.85	11,796.42	11,816.76	10,691.18	10,481.21	11,769.85	12,768.88
毛利率(%)	33.52%	32.70%	31.27%	33.16%	33.92%	35.10%	38.21%	35.63%	36.44%	34.95%	33.32%	35.48%	37.08%
销售费用	2153.47	1940.93	2267.10	2232.47	2102.20	1842.40	2148.62	1941.31	1990.58	1896.76	2026.57	1969.86	1978.56
/营业收入(%)	6.95%	6.64%	7.76%	6.60%	5.94%	5.50%	7.05%	5.86%	6.14%	6.20%	6.44%	5.94%	5.75%
管理费用	2117.00	2144.14	2384.65	2089.73	2150.58	2276.87	2640.88	2149.76	2289.18	2329.17	2529.81	2177.06	2283.87
/营业收入(%)	6.83%	7.33%	8.17%	6.18%	6.08%	6.79%	8.66%	6.49%	7.06%	7.61%	8.04%	6.56%	6.63%
研发费用	1957.87	1886.59	2223.68	1848.86	1967.65	1938.31	2333.29	1923.75	1984.83	2072.72	2264.18	1747.21	1991.51
/营业收入(%)	6.32%	6.45%	7.61%	5.47%	5.56%	5.78%	7.65%	5.81%	6.12%	6.78%	7.20%	5.27%	5.78%

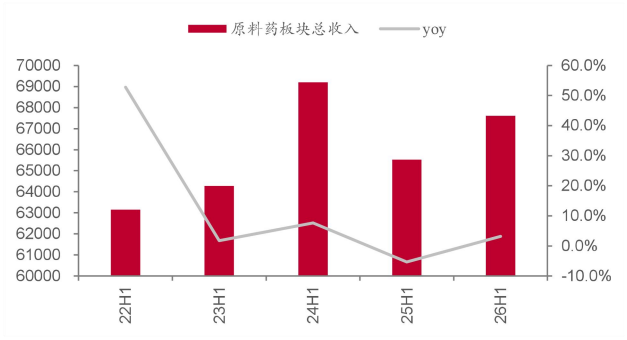
来源：WIND，中泰证券研究所

- **收入利润：**多因素扰动下收入实现增长，看好中长期增长趋势延续。26H1 原料药板块总收入 676.07 亿元（同比+3.17%，下同），扣非净利润 84.97 亿元（-9.82%）；26Q2 板块总收入 344.30 亿元（同比+6.18%，环比+3.79%），扣非净利润 45.45 亿元（同比+1.03%，环比+15.01%），扣非净利润环比表现亮眼，主要由于部分产品需求、价格触底逐步回升，制剂集采价格风险逐步消化。上半年在国际地缘政治带来的成本、汇兑损失压力下，板块利润环比仍实现增长，拐点值得期待。

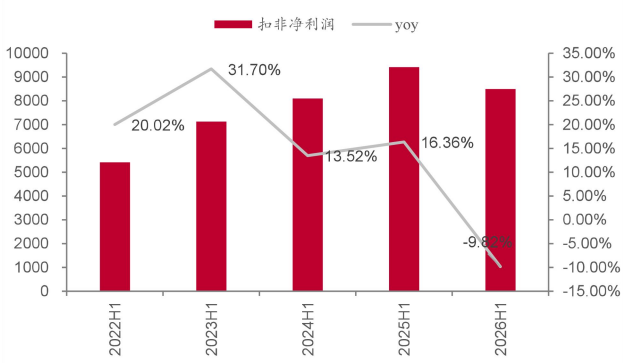
图表 4：板块总收入及增速（百万元，%）

图表 5：板块扣非净利润及增速（百万元，%）

仅供内部参考，请勿外传

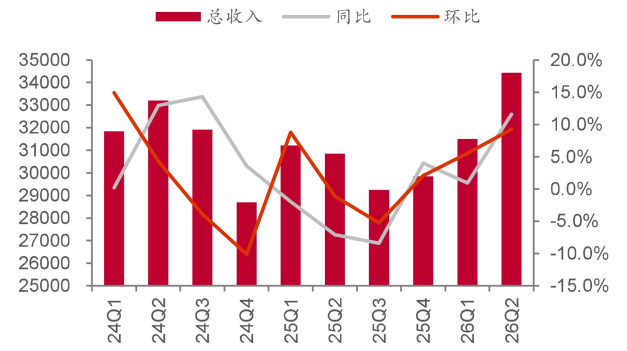


来源：WIND，中泰证券研究所



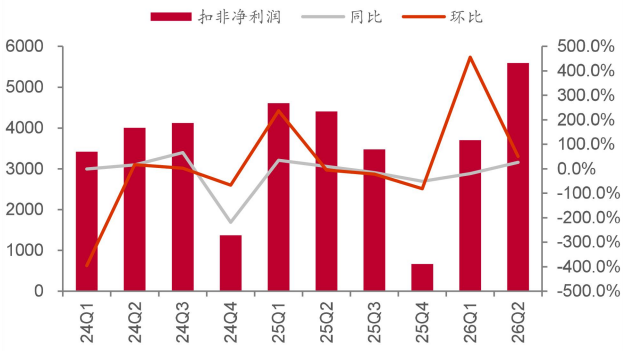
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 6：板块分季度总收入及增速（百万元，%）



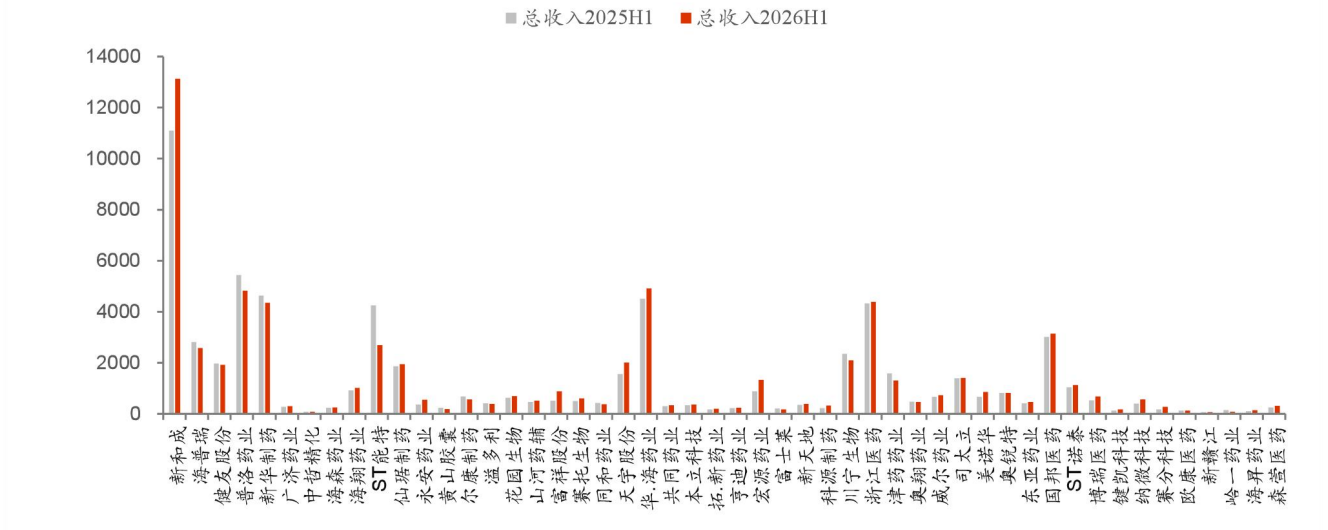
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 7：板块分季度扣非净利及增速（百万元，%）



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 8：板块成分标的收入一览（单位：百万元）



来源：WIND，中泰证券研究所

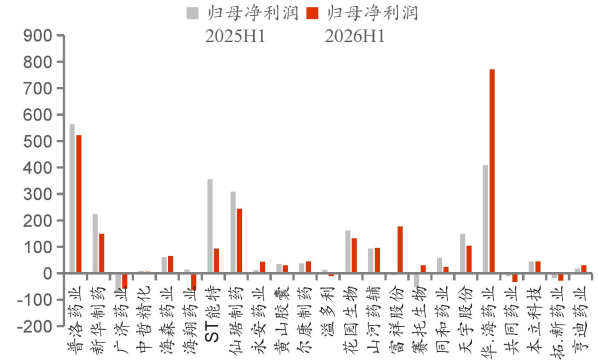
仅供内部参考，请勿外传

图表 9：板块成分标的归母净利润一览（单位：百万元）



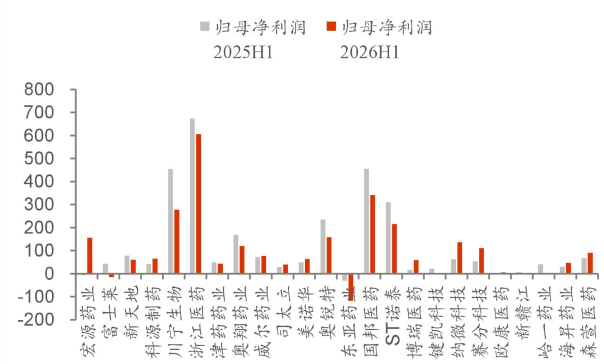
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 10：板块核心成分归母净利润（百万元）



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 11：板块核心成分归母（百万元）

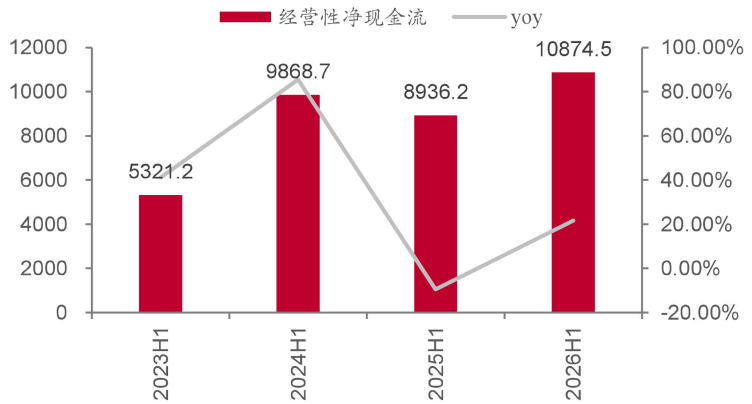


来源：WIND，中泰证券研究所

- **经营性现金流：**26H1 为 108.75 亿元，同比增加 21.69%；26Q2 为 66.07 亿元，同比增加 102.06%，较去年同期大幅增长，板块现金流结构进一步优化。

仅供内部参考，请勿外传

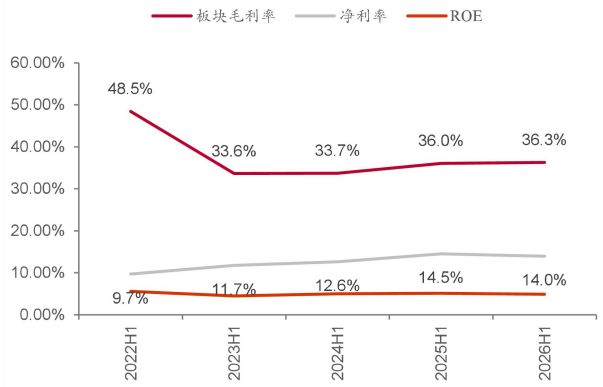
图表 12：板块经营性现金流（百万元，%）



来源：WIND，中泰证券研究所

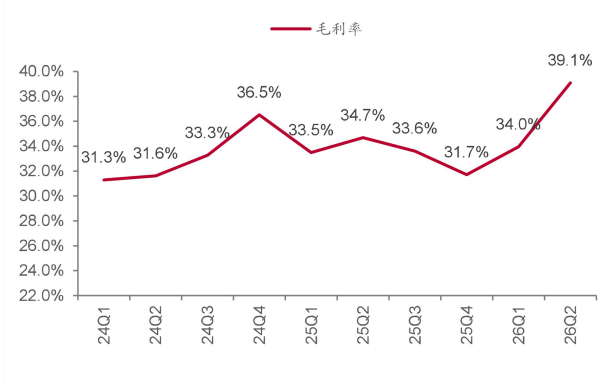
- **盈利水平：**毛利率环比改善。26H1 板块毛利率为 36.30%（+0.26pp），26Q2 毛利率 39.09%（同比+4.40pp，环比+5.14pp）。上半年毛利率同、环比均有提升，主要因为价格磨底已久部分品类止跌企稳以及部分企业积极拓展新业务，新产品、新产能逐步进入收获期。

图表 13：板块毛利率、净利率、ROE



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 14：板块分季度毛利率

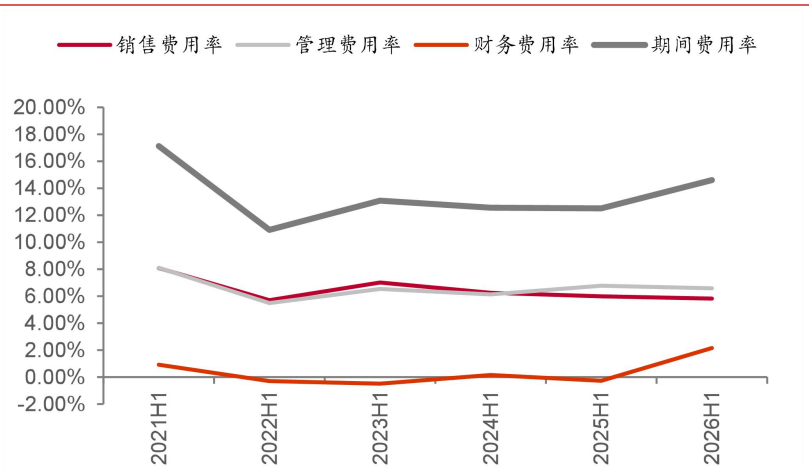


来源：WIND，中泰证券研究所

- **期间费用率：**销售费用率持续下降（24H1、25H1、26H1 分别为 6.26%、6.00%、5.84%），预计主要由于费用率极低的 API 收入规模扩张，制剂业务集采放量及相应费用减少导致；管理费用率略微减少 0.18pp。财务费用率增加 2.44pp，预计主要由于美元贬值所致。研发费用率同比下降 0.43pp，基本保持稳定。

仅供内部参考，请勿外传

图表 15：板块期间费用率情况（%）

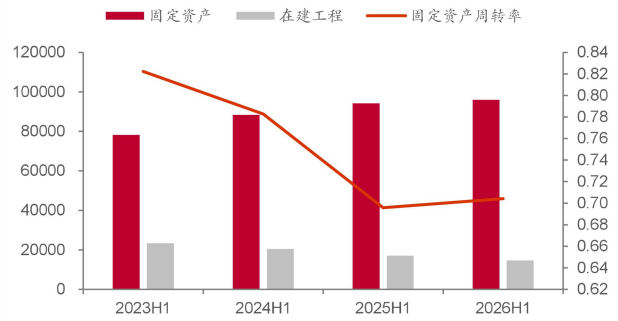


来源：WIND，中泰证券研究所

扩产进程放缓，研发投入趋于平稳

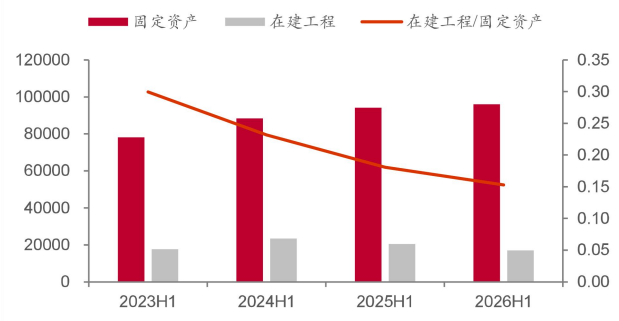
- 企业在建工程增速有所收束、资产周转率略微下降。2024H1、2025H1、2026H1 板块固定资产分别为 884.10、941.86 和 960.09 亿元（同比增长+13.09%、+6.53%、+1.94%），在建工程 204.94、170.37 和 146.95 亿元（同比-12.47%、-16.87%、-13.75%），在建工程/固定资产比值为 0.23、0.18、0.15。上半年在建工程增速下降，表明受宏微观环境扰动影响，企业扩产力度、进程有所放缓。固定资产周转率略微下降，26H1 板块固定资产周转率 0.704（较 25H1 上升约 0.008 次）。
- 24H1、25H1、26H1 研发费用分别为 38.17、39.09、37.39 亿元，研发费用率分别为 5.52%、5.96%、5.53%，较为平稳，行业竞争加剧背景下，各家企业坚持新产品、新业务投入，彰显长期发展信心。

图表 16：板块固定资产及周转率（百万元，次）



来源：WIND，中泰证券研究所

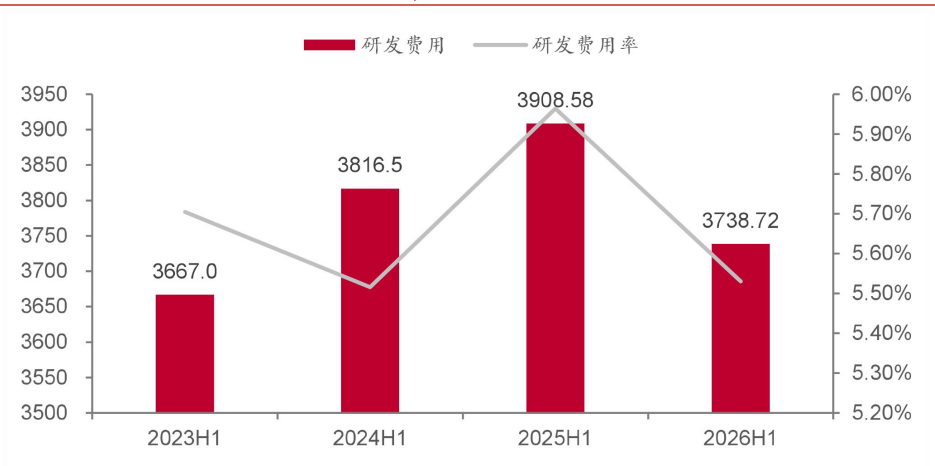
图表 17：板块固定资产及在建工程（百万元，%）



来源：WIND，中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

图表 18：板块研发费用率情况（百万，%）



来源：WIND，中泰证券研究所

主要原料药价格趋势展望

大部分品类仍在低位区间，部分品类出现结构性上涨

- 我们主要统计了抗生素类、甾体激素类、肝素类、沙坦类原料药及中间体 2014 年-2026 年 7 月价格变化情况，进行趋势分析。2026 上半年以来，主要几个品类原料药价格仍处于低位区间，尤其是沙坦类、抗生素类、甾体激素等原料药仍处在历史低位。由于产能仍较为充裕竞争依然激烈，短期内较难看到普遍上涨趋势，但部分品类已出现逐步回暖迹象，磨底数年，价格下探空间已压缩到十分有限的程度。
- 抗生素类：内部出现结构性分化，硫氰酸红霉素、头孢类原料药、中间体，价格仍处在相对高位区间。我们统计了硫氰酸红霉素、青霉素工业盐、6-APA、7-ACA 等主要原料药、中间体价格数据。青霉素类自 2025 经历极速下滑，目前价格呈现“L”型状态，止跌企稳，伴随头部企业竞争逐步理智去库存周期推进，价格有望温和回升。
- 甾体激素类：行业竞争激烈，价格筑底。截止 2026 年 8 月，黄体酮、醋酸甲地孕酮、皂素、地塞米松磷酸钠、氢化可的松、醋酸氢化可的松及双烯等关键甾体激素原料药价格较 2025 年底的极低价格有了不同程度的小幅回升，从 2026 前三个季度来看价格基本稳定。我们认为，目前甾体激素类原料药整体处在相对低位区间，价格下行风险基本出清，短期内相对稳定，长期有望随产需变动缓慢回升。
- 沙坦类：价格相对稳定，部分品类环比小幅回升，底部夯实，价格下行风险阶段性出清。2026 年上半年，沙坦类原料药价格整体处于相对稳定的状态，部分品类在不同市场有一定的结构性差异。龙头企业在激烈竞争下不断精进工艺、优化结构，具背明显的规模优势，整体竞争格局稳固。。
- 维生素类：2026 上半年，维生素部分品类价格年初冲高后续回落且结构性分化明显。维生素原料药相较而言更具备精细化工属性，最易受到上游石化及煤化工中间体影响。年初受霍尔木兹海峡航运受阻影响，维生素 A、E、D 等品种出现明显上涨，后随原材料成本下降出现回落。整体来看，维生素类价格受头部厂商生产状况（检修计划、复产进度）、上游原材料价格波动、下游需求、国际贸易政策的变化等多因素共同影响，价格短期波动较为显著，无明显规律。

结构性机会下，寻找最可能的品类

仅供内部参考，请勿外传

■ 在产能政策限制、环保高压新产能严进缓批+长期价格磨底下利润倒逼产能出清态势，我们认为全球市占率较高、出口链条更为成熟、价格处于绝对底部且龙头企业具有优势的品类更有可能率先迎来恢复。1）以氟苯尼考为代表的部分兽药抗生素品种，价格处于历史周期底部。氟苯尼考均价，处于多数企业成本价之下，产能出清加速进行中。建议关注：国邦医药。3）肝素、沙坦等国内具备绝对市占率的大品种：沙坦、他汀、肝素等原料药，基本都处于 10 年低价区间，底部极为夯实。且由于这些品种的全球主要产能均分布在中国，中国企业具备一定的定价权，随着国内供给端的逐步出清，具备较强的涨价预期。建议关注：天宇股份、华 海药业、美诺华、健友股份、海普瑞、千红药业。4）维生素类、咖啡因等大宗原料药品种：供给收缩、出口拉动、成本支撑与需求分化驱动下，以维生素 A、E 为代表的维生素类原料药易受供给端波动影响产生较明显的价格波动，国内产能优势+地缘政治博弈背景下，具备结构性行情机会。代表企业：新和成、新华制药、新诺威.5）抗生素产业链：经历了 2025 年、2026 年去库存周期，看好抗生素产业链长期回暖趋势。目前价格下行风险出清，《产业结构调整目录》限制下，行业寡头垄断基本面不变，龙头企业业绩有望逐步修复。建议关注：联邦制药、川宁生物。

图表 19：主要原料药历史价格梳理

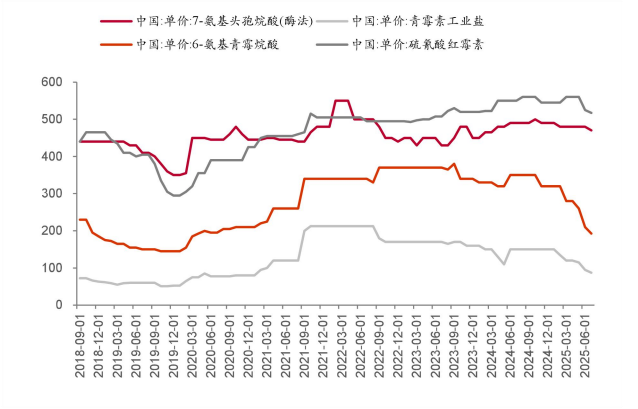
主要原料药品种价格（截至2026年7月）

	种类	单价	26年7月价格	26年6月价格	环比	7月同比	20年以来分位数	10年以来分位数	5年以来分位数	20年以来最高价	20年以来最低价
性激素	双烯(双烯醇酮醋酸酯)	元/千克	1060.00	1080.00	-1.85%	6.00%	49.10%	47.10%	49.20%	1650.00	450.00
	皂素	元/千克	620.00	620.00	0.00%	3.33%	49.50%	50.40%	50.70%	1050.00	130.00
	黄体酮	元/千克	1900.00	1900.00	0.00%	0.00%	20.80%	0.80%	1.50%	3200.00	875.00
	氢化可的松	元/千克	4900.00	4900.00	0.00%	0.00%	56.90%	60.10%	22.20%	7350.00	2900.00
	醋酸氢化可的松	元/千克	4700.00	4700.00	0.00%	0.00%	58.60%	59.80%	22.20%	7400.00	3100.00
	地塞米松磷酸钠	元/千克	7100.00	7100.00	0.00%	0.00%	12.60%	0.80%	1.50%	14500.00	7100.00
维生素	维生素A	元/千克	52.00	67.50	-22.96%	-18.75%	0.00%	0.00%	0.00%	1425.00	61.50
	维生素E	元/千克	64.50	85.00	-24.12%	-5.15%	23.80%	29.80%	5.80%	260.00	34.00
	包衣维生素C(VC)	元/千克	21.00	23.00	-8.70%	10.53%	2.50%	4.30%	8.50%	140.00	19.00
	维生素D3	元/千克	130.00	140.00	-7.14%	-42.22%	66.50%	61.00%	69.60%	600.00	40.00
	维生素B1	元/千克	236.00	241.50	-2.28%	-3.67%	76.30%	60.60%	81.60%	630.00	101.00
	维生素B2:80%	元/千克	75.00	76.50	-1.96%	1.35%	0.00%	0.00%	0.00%	850.00	74.00
	泛酸钙	元/千克	40.00	42.00	-4.76%	-1.23%	0.20%	0.30%	0.70%	750.00	39.50
心血管	缬沙坦	元/千克	635.00	645.00	-1.55%	-0.78%	25.90%	36.80%	32.20%	1950.00	625.00
	厄贝沙坦	元/千克	630.00	635.00	-0.79%	0.80%	41.60%	28.60%	4.80%	1200.00	525.00
	替米沙坦	元/千克	1,040.00	1,040.00	0.00%	-0.95%	4.40%	0.80%	1.60%	2900.00	1,050.00
	阿托伐他汀钙	元/千克	1,200.00	1,200.00	0.00%	-4.00%	24.40%	0.80%	1.60%	7000.00	1,250.00
	氟伐他汀钠	元/千克	2,750.00	2,750.00	0.00%	-5.17%	22.70%	0.80%	1.60%	15000.00	2,900.00
	辛伐他汀	元/千克	1,625.00	1,625.00	0.00%	0.00%	47.50%	55.70%	12.90%	3100.00	1,125.00
	洛伐他汀	元/千克	335.00	340.00	-1.47%	-1.47%	13.10%	0.80%	1.60%	865.00	340.00
	肝素	元/千克	4,000.27	3,904.32	2.46%	1.46%	30.20%	28.90%	26.20%	15848.89	1,877.03
	肝素及其盐	元/千克	4,000.27	3,904.32	2.46%	1.46%	30.20%	28.90%	26.20%	15848.89	1,877.03
解热镇痛	对乙酰氨基酚(扑热息痛)	元/千克	32.75	33.50	-2.24%	55.95%	8.70%	9.00%	9.60%	70.00	18.00
	布洛芬	元/千克	125.00	115.00	8.70%	-7.41%	59.20%	23.70%	3.20%	240.00	67.50
	萘普生	元/千克	600.00	600.00	0.00%	-4.00%	77.10%	57.30%	16.10%	625.00	222.50
	阿司匹林	元/千克	25.75	25.75	0.00%	-2.83%	59.20%	40.90%	33.80%	40.00	16.00
	咖啡因	元/千克	80.00	80.00	0.00%	-17.95%	67.80%	40.90%	16.10%	235.00	54.00
	咖啡因及其盐	元/千克	8.11	8.16	-0.61%	-0.08%	18.60%	4.00%	8.00%	17.56	6.73
抗生素	青霉素工业盐	元/千克	62.50	67.50	-7.41%	-28.57%	61.30%	40.90%	4.70%	212.50	47.00
	6-氨基青霉烷酸	元/千克	205.00	215.00	-4.65%	6.49%	41.70%	33.60%	9.60%	490.00	135.00
	7-氨基头孢烷酸(酶法)	元/千克	410.00	420.00	-2.38%	-12.77%	41.30%	73.70%	53.20%	1000.00	330.00
	7-氨基脱乙酰氧基头孢烷酸	元/千克	420.00	420.00	0.00%	-17.65%	66.00%	47.50%	20.90%	750.00	290.00
	硫氰酸红霉素	元/千克	347.50	495.00	-29.80%	-32.85%	90.80%	86.00%	72.50%	560.00	270.00
	阿奇霉素	元/千克	1,125.00	1,150.00	-2.17%	-4.26%	77.80%	79.50%	59.60%	1375.00	540.00
	罗红霉素	元/千克	875.00	875.00	0.00%	0.00%	90.00%	81.10%	62.90%	907.50	440.00
	克拉霉素	元/千克	1,475.00	1,500.00	-1.67%	-4.84%	64.30%	56.50%	16.10%	1725.00	990.00
	琥乙红霉素	元/千克	950.00	950.00	0.00%	0.00%	70.00%	43.40%	1.60%	1100.00	450.00
	盐酸环丙沙星	元/千克	187.50	187.50	0.00%	-1.32%	32.60%	23.70%	1.60%	250.00	149.00
	盐酸左氧氟沙星	元/千克	365.00	365.00	0.00%	-1.35%	73.40%	70.40%	41.90%	520.00	220.00
	中国:单价(含税):阿莫西林	元/千克	190.00	197.50	-3.80%	-2.56%	23.40%	24.50%	3.20%	485.00	130.00
	头孢氨苄	元/千克	400.00	400.00	0.00%	-9.09%	51.70%	31.90%	12.90%	680.00	280.00
	头孢拉啶	元/千克	500.00	500.00	0.00%	-7.41%	67.80%	50.80%	16.10%	710.00	350.00
	头孢曲松钠	元/千克	580.00	580.00	0.00%	-8.66%	9.10%	17.20%	1.60%	1250.00	505.00
	头孢克肟	元/千克	1,900.00	2,100.00	-9.52%	-26.92%	69.50%	61.40%	24.10%	4500.00	1,175.00
	头孢克洛	元/千克	1,690.00	1,690.00	0.00%	-6.11%	42.60%	29.50%	8.00%	2800.00	1,225.00
	头孢羟氨苄	元/千克	520.00	520.00	0.00%	-3.70%	65.20%	58.10%	17.70%	790.00	425.00
	头孢噻肟钠	元/千克	695.00	695.00	0.00%	-2.11%	23.40%	22.90%	8.00%	1250.00	620.00

来源：WIND，中泰证券研究所

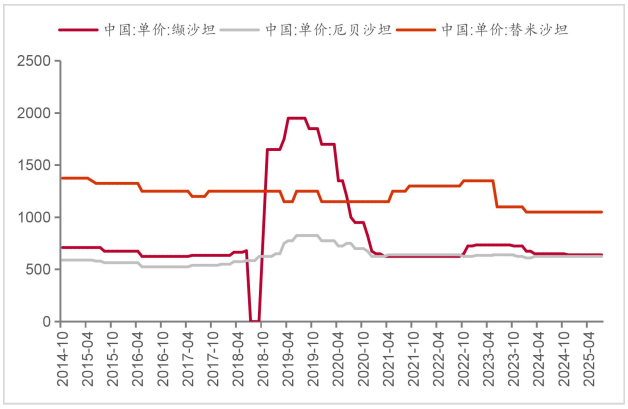
仅供内部参考，请勿外传

图表 20：主要抗生素原料药、中间体价格趋势（元/千克，截止 2026.7）



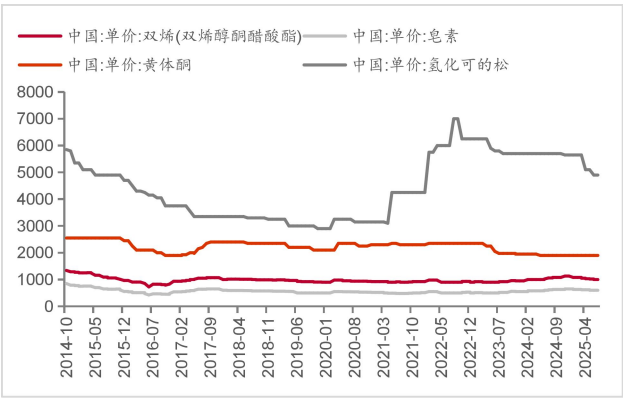
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 21：主要沙坦类原料药价格趋势（元/千克，截止 2026.7）



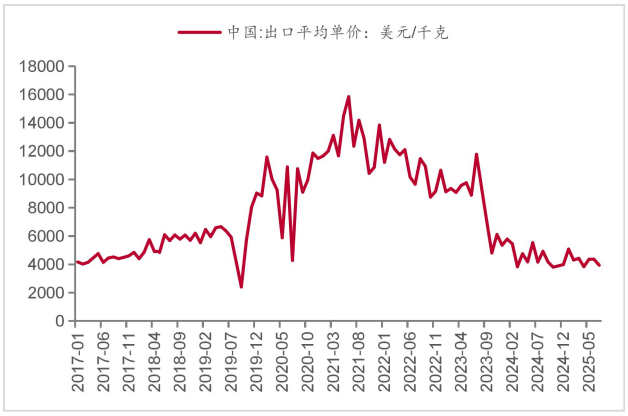
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 22：甾体激素类原料药价格趋势（元/千克，截止 2026.7）



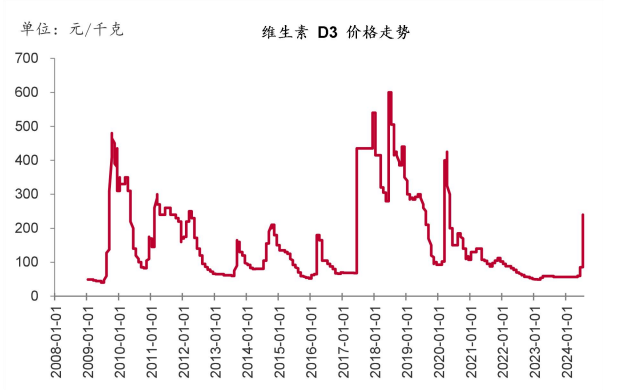
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 23：肝素价格趋势（美元/千克，截止 2026.7）



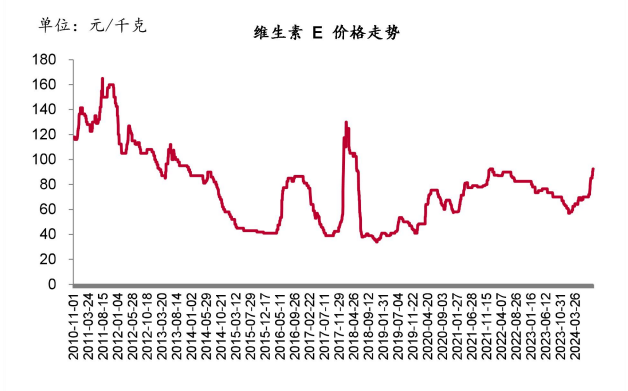
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 24：维生素 D 价格走势（2007.10-2026.7）



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 25：维生素 E 价格走势（2007.10-2026.7）



来源：WIND，中泰证券研究所

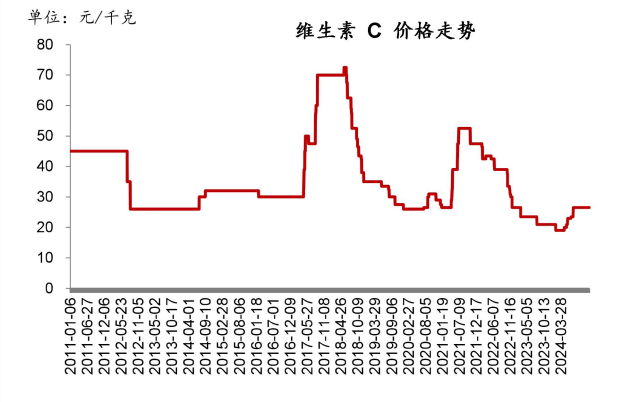
仅供内部参考，请勿外传

图表 26：维生素 A 价格走势（2007.10-2026.7）



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 27：维生素 C 价格走势（2007.10-2026.7）



来源：WIND，中泰证券研究所

下半年布局思路：关注夯实、转型与创新

- 上半年来看，原料药行业竞争依然残酷、剧烈，整体仍在磨底出清积蓄力量的过程中，但不乏积极布局转型已经即将迎来拐点或以步入拐点通道个股。我们认为，当前原料药行业的投资思路需注意底部夯实后是否具备引领增长的新动力，即将步入拐点具体何时看到拐点：需要关注：1）新业务增长空间与动力源？2）老业务止跌回暖的逻辑是否扎实。从能见度最高的增长路径来看，在创新药、CXO 主线背景下，依靠自身禀赋率先布局 CXO、创新药的原料药企业具备价值低洼、成长确定性高的优点。小核酸、GLP-1、ADC 等下游创新药需求将带动其产业定位升级，逐步摆脱依托大宗、原料药与仿制药的“周期性化工板块”定位。从老业务焕新机角度看，建议重点关注新品放量加速，老产品稳健放量标的。在这两个逻辑下我们建议重点关注：**普洛药业、天宇股份、国邦医药、美诺华、川宁生物、联邦制药等。**

1） **普洛药业：CDMO 业务快速发展持续兑现动能强劲，原料药业务止跌回暖，制剂集采风险出清。**作为原料药企业中较早期布局 CDMO 业务的代表型企业，普洛订单增速亮眼并持续与 MNC 开展业务合作，近期、远期都有可见度较高的增长潜力。从行业贝塔来看，截止 2026.6.30 全球已有 23 款 ADC 药物上市，未来还将有数百个 ADC 药物处于临床前/临床开发阶段。ADC 开发需要整合小分子、大分子的综合技术，同时需要偶联、连接子等复杂的设计、评价、工艺等，具有较高的技术壁垒，多数药企难以独立覆盖全部环节，外包率高达约 70%以上，市场空间、订单具备较大弹性。多肽创新药、小核酸创新药亦有极大的 CDMO 需求，同时带动行业扩容。从普洛自身来看，CDMO 业务毛利持续稳健增长，在手订单不断扩大，2026H1 API 毛利已有所改善，制剂业务集采风险出清，增长逻辑清晰。

2） **天宇股份：非沙坦原料药业务持续加速放量，制剂业务高速发展，沙坦业务稳健增长，高纯溶剂业务有望伴随行业需求增加进一步打开增长空间。**2026 上半年，原料药及中间体板块营收 13.73 亿元（+21.40%），其中沙坦类产品销量 1,903 吨（同比+21.15%），实现收入 8.17 亿元（同比+13.40%）。非沙坦原料药销量 482 吨（同比+44.93%），收入 5.56 亿元（同比+35.34%），延续此前高增长态势。26H1 制剂业务实现收入 2.80 亿元同比大幅增长 56.42%，销售数量突破 8.23 亿片（同比+62.27%），实现盈利，伴随产能逐步落地，规模效应双重作用下，制剂利润有望快速提升。收购上海星可跨界高纯溶剂业务打开成长空间。

仅供内部参考，请勿外传

上海星可布局高品质色谱溶剂包括丙烯腈、乙腈等，拥有自主生产 1.28 万吨/年多系列色谱溶剂产品的供给能力，从事核酸企业、电子企业相关废液处理业务。乙腈为小核酸、多肽固相合成的核心溶剂，用于合成、纯化环节。公司医药客户覆盖全面，与主要大 CXO 客户均有合作直接收益于小核酸产业链发展。

3） **国邦医药：行业底部复苏趋势明确，公司龙头地位持续巩固。**核心产品氟苯尼考上半年出货量超 2,500 吨，延续 30%以上的高速增长，市占率稳居全球前列，随着出货量的持续提升公司的动保大单品的规模优势将进一步体现。氟苯尼考仍在历史低位区间，向上空间充足，板块盈利弹性有望在后续季度环比体现。医药板块：优势地位稳固，特色原料药有望成为新增长点。医药中间体业务：打破国外垄断，高战略价值产品 Na10BH4、Na11BH4 已具备小批量生产能力。精细化学品硼酸三甲酯销量创历史新高，依托现有哌嗪产业基础向电子化学品领域延伸，羟乙基哌嗪成功中试。植保业务成功进入巴斯夫、拜耳、先正达等国际农化巨头供应链，打开新的成长空间。

4） **美诺华：主业稳健增长，创新管线市场广阔。**主业方面，制剂代加工项目转移落地、并进入商业化阶段，美诺华天康制剂工厂产能迅速爬坡；原料药业务，沙坦类 API 止跌企稳，新品放量可期。2026 上半年实现营业收入 8.59 亿元，同比上升 26.79%，归母净利润 0.64 亿元，同比上升 29.82%，扣非净利润 0.63 亿元，同比上升 72.52%，26Q2 单季度营收创历史新高。重磅 JH389（益生菌 GLP-1 递送系统）项目商业化准备工作全面展开，推进欧美市场的产品准入。目前已完成国内人体试食试验，技术合作方已完成同机理的主流药物产品在动物模型层面的进一步功效验证，JH389 差异化定位，市场空间巨大，期待商业化放量。与国内领先 mRNA 药物开发公司合作，开展 mRNA 药物递送系统中核心脂质体的 CDMO 业务，布局 siRNA 药物，立项和启动多个早研项目，其中进展最快的项目 MN0201 为肝内递送的双靶点 siRNA 药物，拟用于 MASH 的治疗，打开长期成长空间。

5） **川宁生物：抗生素中间体价格逐步企稳，伴随后续需求端扰动影响出清，主业预计进入温和修复周期；合成生物一期基地年内有望推向满产，打开成长空间。**抗生素中间体行业存在政策、环保、资本开支等多重壁垒，从 2019 年以来落后产能已逐步淘汰，行业竞争格局趋于稳定。未来随周期性的需求扰动边际趋缓，公司主要中间体产品有望迎来价格修复。公司合成生物品种当前已布局香紫苏醇、麦角硫因、红没药醇等多个高附加值产品，2025 年合成生物产品实现营业收入 0.8 亿元（分部净利润-0.9 亿元），2026 年合成生物生产基地一期产能有望逐渐推向满产，报表端业绩贡献也有望迎来改善，合成生物产品陆续进入放量收获期。甲醇蛋白用于饲料添加剂应用已向农业农村部提交申报资料，合成生物高市场潜力单品有望陆续进入放量兑现阶段。

6） **联邦制药：主业业绩有望随制剂放量、抗生素中间体价格触底回升逐步修复，创新管线进展顺利提升估值空间。**预计公司重磅创新产品 UBT251 海外减重适应症的二期临床数据将于 2027 年由合作方诺和诺德读出，海外销售分成值得期待。中国三期临床已经启动，即将开放受试者入组，脂肪性肝炎、慢性肾脏病适应症处于中国二期临床试验中，中国二期临床研究结果亮相第 86 届美国糖尿病协会科学会议，入选大会最新突破性摘要，显示出产品优秀潜力。UBT48128 片（口服 GLP-1 小分子激动剂）2026 年 8 月获批美国 FDA 临床试验，推进中美双报，具备 BD 潜力。

仅供内部参考，请勿外传

图表 28：板块重点关注标的盈利预测表

证券代码	公司名称	总市值(亿元)	归母净利润（百万元）				同比增速				PE				PEG
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E	
000739.SZ	普洛药业	315.79	890.7	1,119.0	1270	1462	-13.6%	25.6%	13.5%	15.1%	35.5	28.2	24.9	21.6	2.0
300702.SZ	天宇股份	77.53	139.7	323.0	424	557	149.8%	131.2%	31.3%	31.4%	55.5	24.0	18.3	13.9	0.8
605507.SH	国邦医药	136.91	820.8	82.0	202	403	5.0%	-110.0%	146.3%	99.5%	16.7	167.0	67.8	34.0	1.4
603538.SH	美诺华	100.14	102.2	129.0	164	208	53.0%	26.2%	27.1%	26.8%	98.0	77.6	61.1	48.1	2.9
301301.SZ	川宁生物	182.82	769.0	768.0	847.0	897.0	-45.1%	-0.1%	10.3%	5.9%	23.8	23.8	21.6	20.4	2.9
3933.HK	联邦制药	147.97	2,085.9	822.4	1,124.9	1,299.7	-0.2	-60.6%	36.8%	15.5%	9.9	15.7	11.2	9.9	0.6

来源：WIND，中泰证券研究所

注：市值、股价截止 2026 年 10 月 8 日，盈利预测来自中泰证券研究所外发报告及 wind 一致预期，港股对应指标单位为港元

风险提示

- 产品研发失败的风险
- 药品降价的风险
- 质量风险
- 环保风险
- 公开资料信息滞后或更新不及时风险
- 行业数据偏差风险

仅供内部参考，请勿外传

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

中泰证券股份有限公司 事先未经本公司书面授权
行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。