下载日志已记录，仅供内部参考

证券研究报告

行业报告 | 行业专题研究

2026年10月14日

医药生物

创新药/制药行业及个股2026半年度回顾与展望

——天风医药细分领域分析与展望

作者：

分析师 杨松 SAC执业证书编号：S1110521020001

分析师 曹文清 SAC执业证书编号：S1110523120003

天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明

摘要：创新药板块迎来板块利润高速增长阶段，传统制药板块承压

下载日志已记录，仅供内部参考

2026H1 创新药板块经营持续向好，板块进入盈利高速增长阶段

- A股创新药板块合计25家上市公司，2026H1板块整体营业收入为461.62亿元，同比增长50.62%；归母净利润为88.87亿元，同比扭亏为盈（去年同期为-20.96亿元）；扣非净利润为73.86亿元，同比扭亏为盈（去年同期为-28.80亿元）。2026Q2营收为267.36亿元，同比增长63.16%，归母净利润和扣非净利润分别为67.71亿元和61.33亿元，同比分别增长1117.37%和621.21%，利润大幅释放。

BD交易落地和新药获批上市销售放量共同驱动行业发展

- 根据医药魔方统计，2026H1中国创新药License-out交易总金额达997亿美元，约为2024年全年的2倍、2025年全年的73%，海外权益授出已成为中国企业的重要资金来源，行业出海势头持续强劲。此外，2026H1批准上市的38个创新药中，有11个是新靶点、新机制的药品，均为自主研发的国产创新药。

2026H1 制药板块业绩整体承压

- 传统制药板块合计136家上市公司，2026H1板块整体营业收入为2519.04亿元，同比减少1.17%；归母净利润为319.44亿元，同比减少0.48%；扣非归母净利润为274.99亿元，同比减少6.67%。2026Q2营业收入为1254.45亿元，同比减少2.70%；归母净利润为155.69亿元，同比减少3.43%。2026H1，板块受到集采等政策的影响，整体业绩承压，部分头部企业通过转型升级和国际化布局实现增长。

集采规则持续优化，创新转型成果兑现是后续关键

- 2025年，国家第十一次集采规则继续优化，“反内卷”等四原则有助于推动行业良性竞争，促进行业健康发展；化学制药行业受医保控费、集采政策和其他政策大环境的影响，仿制药利润承压，创新转型成果兑现是后续关键。
- 风险提示：政策波动的风险，个别公司业绩不及预期风险，BD进度不及预期风险，市场震荡风险。

创新药板块：创新药海外权益BD授权叠加国内商业化放量，迎来板块利润高速增长阶段

2026H1 创新药板块经营持续向好，板块进入盈利高速增长阶段

- A股创新药板块合计25家上市公司，2026H1板块整体营业收入为461.62亿元，同比增长50.62%；归母净利润为88.87亿元，同比扭亏为盈（去年同期为-20.96亿元）；扣非净利润为73.86亿元，同比扭亏为盈（去年同期为-28.80亿元）。2026Q2营收为267.36亿元，同比增长63.16%，归母净利润和扣非净利润分别为67.71亿元和61.33亿元，同比分别增长1117.37%和621.21%，利润大幅释放。

创新药板块毛利率较高，费用率持续下降，盈利能力改善

- 2026H1板块毛利率为88.12%，同比增加3.69 pct；2026Q2板块毛利率为89.59%，同比增加4.86 pct，创新药板块毛利率稳步上升。费用率方面，2026H1销售、管理和研发费用率分别为23.87%、9.72%和33.06%，同比分别下降9.48 pct、2.66 pct和12.34 pct，费用结构持续优化。

BD交易落地和新药获批上市销售放量共同驱动行业发展

- 根据医药魔方统计，2026H1中国创新药License-out交易总金额达997亿美元，约为2024年全年的2倍、2025年全年的73%，海外权益授出已成为中国企业的重要资金来源，行业出海势头持续强劲。此外，2026H1批准上市的38个创新药中，有11个是新靶点、新机制的药品，均为自主研发的国产创新药。

创新药行业2026年中报分析：创新药海外权益BD授权叠加国内商业化放量，迎来板块利润高速增长阶段

- **创新药板块板块进入盈利高速增长阶段。**A股创新药板块合计25家上市公司，2026H1板块营业收入为461.62亿元，同比增长50.62%；归母净利润为88.87亿元，同比扭亏为盈（去年同期为-20.96亿元）；扣非净利润为73.86亿元，同比扭亏为盈（去年同期为-28.80亿元）。**单季度看，2026Q2营业收入为267.36亿元，同比增长63.16%；归母净利润为67.71亿元，同比增长1117.37%；扣非净利润为61.33亿元，同比增长621.21%。**随着中国创新药企BD交易规模持续放大，授权首付款及里程碑收入已成为行业重要的收入来源，驱动行业整体收入、利润增长。此外，部分公司的核心产品商业化进程顺利实现持续放量。

- **毛利率提升，多项费用率下降，盈利能力改善。**2026H1，板块毛利率为88.12%，同比增加3.69pct；2026Q2单季度毛利率为89.59%，同比增加4.86pct，创新药板块毛利率稳步上升。费用率方面，2026H1销售、管理和研发费用率分别为23.87%、9.72%和33.06%，同比分别下降9.48 pct、2.66 pct和12.34 pct；2026Q2三项费用率分别为21.21%、8.56%和30.41%，同比分别下降12.32pct、3.22pct和13.59pct。板块收入快速增长、毛利率提升及销售、管理和研发费用率下降共同推动盈利能力改善。

- **BD交易落地和新药上市销售放量共同驱动行业发展。**根据医药魔方统计，2026年上半年国内创新药License-out交易总金额达997亿美元，约为2024年全年的2倍、2025年全年的73%，行业出海势头持续强劲。BD交易量增加与国产创新药研发质量和效率提升相关，2026年上半年批准上市的38个创新药中，有11个是新靶点、新机制的药品，均为自主研发的国产创新药。

表： 创新药行业主要财务指标情况（亿元）

	2026Q2	2026H1	2025A	2024A	2023A	2022A
营业收入	267.36	461.62	730.74	550.23	358.05	240.28
营业收入增速	63.16%	50.62%	32.81%	53.67%	49.01%	2.91%
毛利率	89.59%	88.12%	86.36%	84.28%	80.30%	76.11%
销售费用率	21.21%	23.87%	29.98%	32.56%	40.61%	48.64%
管理费用率	8.56%	9.72%	10.99%	13.63%	18.53%	24.20%
研发费用率	30.41%	33.06%	41.08%	49.68%	71.52%	93.08%
归母净利润	67.71	88.87	15.14	-66.34	-152.02	-221.68
归母净利润增速	1117.37%	扭亏为盈	扭亏为盈	56.36%	31.43%	62.17%
扣非净利润	61.33	73.86	-2.63	-78.13	-187.92	-233.34
扣非净利润增速	621.21%	扭亏为盈	96.63%	58.42%	19.47%	-60.15%
应收账款	133.52	133.52	111.92	91.26	66.61	43.49
经营性现金流	97.44	110.47	161.15	-19.16	-144.14	-141.38
经营性现金流/净利润	138.40%	121.62%	1616.00%	26.53%	92.77%	63.02%

下载日志已记录，仅供内部参考

BD交易已成为中国药企的重要资金来源，在研药物具有全球竞争力

- 根据丁香园insight数据库显示，2026年1-8月，国内首付款超过1000万美元的 License-out 交易共计34项，占全球26%（去年同期39项，占比30%）；交易首付款达63.19亿美金，占全球17%；交易总额达860.84亿美金，占全球52%（去年同期641.04亿美金，占比48%）。首付款同比增长31%、交易总额同比增长34%。整体来看，海外药企对中国创新资产的认可度持续提升，优质管线通过授权实现全球价值变现路径明确。

图： 2026年至今已上市创新药企的重点BD交易汇总

转让方	受让方	交易类型	项目名称	靶点	成分/技术类别	交易时间	首付款（亿美元）	交易总额（亿美元）	交易时研发状态
信达生物	辉瑞	授权/许可，合作	四个项目的全球独家许可；四个项目在大中华区以外的独家许可；在全球共同开发四个项目，并分担开发成本。			2026-05-28	6.5	105	临床前
信达生物	礼来	授权/许可，合作	肿瘤及免疫领域创新药物，信达生物依托自身成熟的抗体技术平台及高效的临床能力，将主导相关项目从药物发现至中国临床概念验证（二期临床试验完成）的研发工作。根据协议，礼来获得相关项目在大中华区以外的全球独家开发与商业化许可，信达生物保留相关项目在大中华区的全部权利。			2026-02-08	3.5	88.5	临床前
荣昌生物	艾伯维	授权/许可	RC148	VEGF，PD-1	双抗	2026-01-12	6.5	56	临床II期
瑞博生物	Madrigal	授权/许可	六款针对代谢功能障碍相关脂肪性肝炎（MASH）的创新siRNA疗法，RiboGalSTAR ™平台	-	siRNA，药物发现	2026-02-11	0.6	44	临床前
诺诚健华	礼来制药	合作，授权/许可	最多5项创新性靶点项目	-	无	2026-09-24	1	33.5	临床前
恒瑞医药	诺和诺德	授权/许可	HRS-1596	GLP1R，GIPR	化药	2026-09-29	3	26	临床I期
康宁杰瑞	Pathos AI	授权/许可	JSKN016	HER3，TROP2	单域抗体/纳米抗体，双抗偶联物ADC	2026-08-03	1.25	22.18	临床III期
Summit*	阿斯利康	投资	ivonescimab	PD-1，VEGFA	双抗	2026-09-28	-	20	批准上市
和誉	礼来	合作，授权/许可	围绕多个疾病靶点开展创新药研发	-	无	2026-06-24		19	临床前
剂泰医药	Boulevard Bio	授权/许可	三特异性TCE：MTS-128	CD19，BCMA，CD3	三抗，AI技术	2026-06-30	0.2	16.2	临床前
先声药业	罗氏制药	授权/许可	SIM0660 (CD79a/CD19/CD3 trispecific antibody)	CD19，CD79A，CD3	三抗	2026-09-01	0.75	15.3	临床前
迪哲医药	阿斯利康	授权/许可	舒沃哲	EGFR-Ex20Ins，HER2-Ex20Ins	化药	2026-07-14	6	15	批准上市
和黄医药	GSK	授权/许可	KRAS-EGFR ATTC	KRAS，EGFR	ATTC	2026-09-03	1.1	12.95	临床前
和铂医药	Solstice	授权/许可（NewCo）	HBM4003	CTLA4	单抗，单域抗体/纳米抗体	2026-02-23	0.5	12.55	临床II期
先声药业	勃林格殷格翰	授权/许可	SIM0709	TL1A，IL-23p19	双抗	2026-01-27	0.49	12.38	临床前
德琪医药	优时比	授权/许可	ATG-201	CD3，CD19	双抗	2026-03-04	0.6	11.8	临床前
云顶新耀	Travere	授权/许可	Civorebrutinib	BTK	化药	2026-06-02	1.13	11.43	临床II期
信达生物	Spero	授权/许可	IBI355	CD40L	单抗	2026-07-14		11	临床I期
映恩生物	基因泰克	合作，授权/许可	基于映恩专有新型载荷平台DUPAC™开发下一代ADC。映恩针对基因泰克指定肿瘤靶点主导药物发现及全球早期临床（至1a期），基因泰克合作ADC的全球独家许可，并独立负责后续开发与商业化。			2026-08-28	0.45	10.45	临床前
前沿生物	葛兰素史克	授权/许可，合作	一款IND阶段的siRNA，临床前候选药物	MASP2，CFB	siRNA	2026-02-23	0.4	10.03	申请临床，临床前

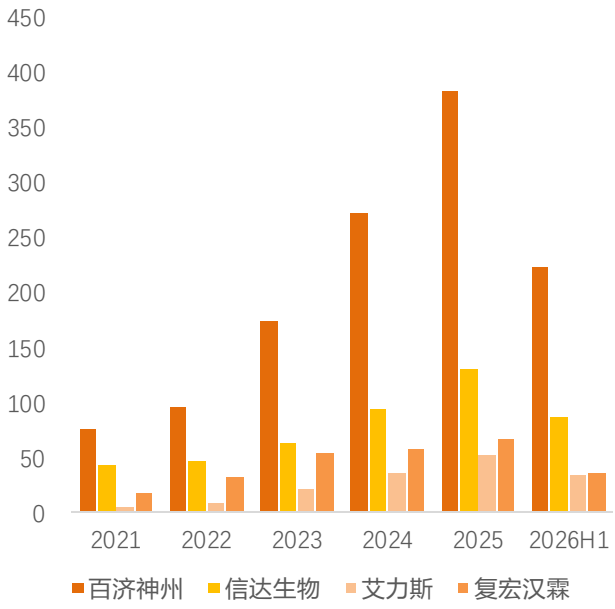
资料来源：丁香园insigh数据库，信达生物制药官网，天风证券研究所，注：Summit的ivonescimab来源于康方生物

下载日志已记录，仅供内部参考

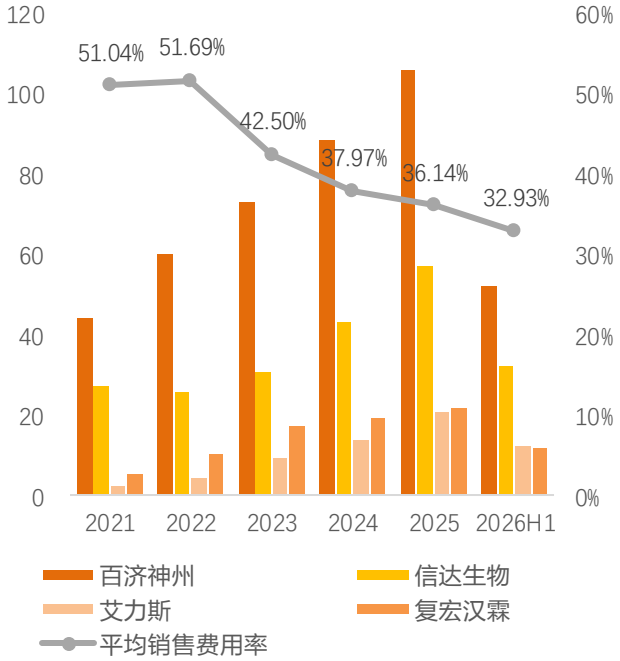
创新药公司2026年中报分析：收入高速增长，各项费用率持续下降

- **营业收入方面，2021-2026H1创新药企业均实现高速增长。**2026H1，百济神州、信达生物、艾力斯、复宏汉霖分别实现营业收入222.20亿元、86.18亿元、33.20亿元和35.88亿元，分别相当于2025年全年的58%、66%、64%和54%。
- **费用方面，创新药企业的销售费用率和研发费用率持续下降。**2026H1，百济神州、信达生物、艾力斯、复宏汉霖的销售费用率分别为23.59%、37.55%、37.40%和33.18%，平均销售费用率降至32.93%；研发费用率分别为35.79%、19.54%、6.80%和23.02%，平均研发费用率降至21.29%，体现费用结构的持续优化。创新药企业收入高速增长，并伴随销售和研发费用率持续下降，促使盈利能力得到改善。
- **剔除对外授权之后，优秀的创新药企仍然可以通过自身药品销售来驱动公司的成长。**

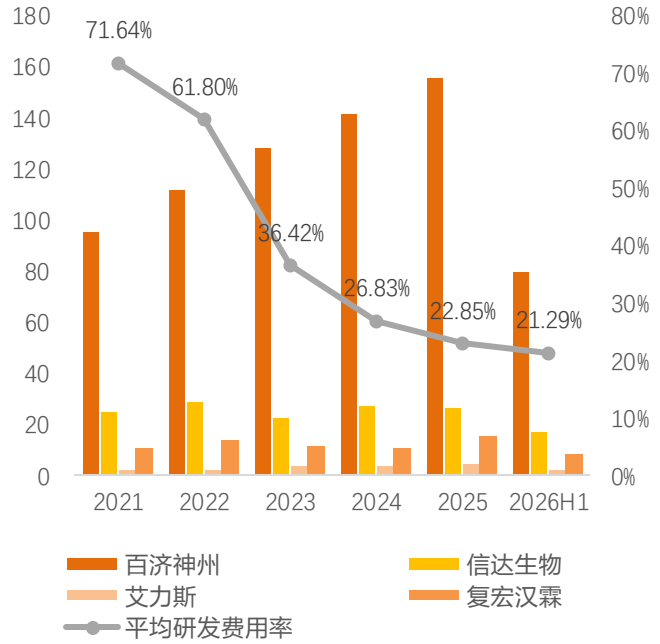
图：2021-2026H1创新药企业营业收入（亿元）



图：2021-2026H1创新药企业销售费用（亿元）



图：2021-2026H1创新药企业研发费用（亿元）



资料来源：Choice金融终端，Wind，天风证券研究所

百济神州：具备全球研发-销售双端能力的创新药企业，管线持续兑现，成长性强

- 2026H1收入与利润同步高增。2026年上半年公司收入合计32.19亿美元，同比增长32.3%，其中产品收入31.67亿美元，同比增长31.4%；GAAP净利润4.64亿美元，同比增长385.8%，非GAAP净利润8.20亿美元；产品销售毛利率由上年同期的86.3%提升至89.2%。2026Q2单季度全球收入17亿美元，同比增长30%。公司将2026年全年总收入指引由前次Q1披露的63-65亿美元上调至66-68亿美元，GAAP经营利润指引由7.5-8.5亿美元上调至10-11亿美元，预计GAAP毛利率维持在80%区间高位。
- 泽布替尼全球放量是收入增长的核心驱动。2026H1，泽布替尼全球销售额达23.42亿美元（yoy+34.5%）；其中美国销售额16.54亿美元（yoy+32.6%），欧洲销售额3.78亿美元（yoy+41.9%）。2026Q2，全球销售额达12.48亿美元（yoy+31.4%,qoq+14.0%）；其中美国销售额8.93亿美元（yoy+30.5%,qoq+17.3%），欧洲销售额1.96亿美元（yoy+30.0%,qoq+7.2%）。
- 血液瘤管线持续拓展，实体瘤管线兑现加强，重磅催化剂密集落地。1）2026年5月，BCL2抑制剂索托克拉获FDA加速批准，用于既往接受过至少两线系统治疗（含BTK抑制剂）的R/R MCL成人患者，开启商业化阶段；2）CDK4抑制剂用于一线HR+/HER2-乳腺癌的III期试验已启动；3）泽布替尼联合利妥昔单抗一线治疗MCL的III期MANGROVE研究取得积极结果，预计后续将在中美等国递交1L MCL的上市申请；4）tacabrutideg（BTK CDAC）用于R/R CLL的潜在加速批准上市申请有望递交；5）GPC3×4-1BB双抗用于2L HCC、B7-H4 ADC用于一线卵巢癌维持治疗的III期试验有望启动。

表： 2026年-2027年的关键后期催化剂

产品/项目	催化剂	2026H1	2026H2	2027
泽布替尼	MANGROVE III期研究取得积极结果：一线MCL疾病进展或死亡风险降低43%	✓		
	计划在美国、欧洲、中国及日本递交一线MCL上市申请		●	
索托克拉（百悦达）	R/R MCL适应症获美国FDA加速批准	✓		
	启动索托克拉三药联合方案用于二线及以上t(11;14)多发性骨髓瘤的III期研究			●
Tacabrutideg（BTK CDAC）	如2期数据支持，递交R/R CLL适应症潜在加速批准上市申请		●	
	启动联合百悦达治疗R/R CLL的III期研究			●
	CaDAnCe-304头对头III期研究预计完成入组			●
	启动慢性自发性荨麻疹2期研究			●
替雷利珠单抗+泽尼达妥单抗+化疗	HER2阳性GEA一线治疗适应症在美国获批		✓	
BGB-43395（CDK4抑制剂）	启动一线HR+/HER2-乳腺癌III期研究KANDELA-302	✓		
BGB-B2033（GPC3×4-1BB双抗）	启动二线肝细胞癌关键性III期研究		✓	
BG-C9074（B7-H4 ADC）	启动一线卵巢癌维持治疗III期研究		✓	
BGB-58067（PRMT5抑制剂）	启动非小细胞肺癌III期研究			●
BG-C477（CEA ADC）	启动非小细胞肺癌III期研究			●

✓完成 ●计划

资料来源：丁香园insight数据库，百济神州演示资料，天风证券研究所

下载自天风记录，仅供内部参考

科伦博泰：ADC领军企业，核心产品sac-TMT多个适应症进入MRCT阶段

- 药品销售快速放量，2026H1实现扭亏为盈。2026年上半年公司收入9.78亿元，同比增长2.9%，其中药品销售收入6.57亿元，同比增长112%，已成为收入主体；许可及合作协议收入3.15亿元（去年同期6.28亿元）。2026H1净利润3.88亿元，去年同期为亏损1.45亿元，同比扭亏为盈。
- Sac-TMT（芦康沙妥珠单抗，TROP2 ADC）的商业化价值逐步兑现，海外由默沙东全速推进。
- 国内多个III期临床大适应症达到主要终点。OptiTROP-Lung05研究（sac-TMT联合帕博利珠单抗对比帕博利珠单抗，一线治疗PD-L1 TPS≥1%且EGFR/ALK阴性NSCLC）结果于2026年5月ASCO年会以LBA4编号的口头报告发布，经BICR评估的中位PFS为NR对比5.7个月（HR=0.35，p<0.0001），OS呈积极获益趋势（HR=0.55），sac-TMT在NSCLC一线治疗取得全球首个ADC联合IO的III期阳性结果；基于该结果，新增适应症上市申请已于2026年5月获CDE受理。此外，sac-TMT联合帕博利珠单抗对比化疗联合帕博利珠单抗一线治疗PD-L1阴性非鳞NSCLC的III期研究OptiTROP-Lung06，在预设期中分析已达到PFS主要终点。2026年7月，sac-TMT单药对比化疗一线治疗TNBC的III期研究OptiTROP-Breast03取得阳性结果，新增适应症上市申请于2026年7月获得CDE受理。
- 海外权益已授予默沙东，默沙东已启动17项正在进行的sac-TMT全球多中心3期临床试验，适应症覆盖乳腺癌、非小细胞肺癌、子宫内膜癌、胃癌等。2026年5月，sac-TMT单药对比化疗在二线及以上治疗子宫内膜癌的全球III期TroFuse-005临床中达到OS和PFS双重主要终点，这是sac-TMT首个读出数据的全球III期临床，也是全球首个在该适应症证明OS和PFS双重改善的III期临床，相关数据入选2026 ESMO的LBA，将在主席轮胎以口头报告形式发布。

表：sac-TMT由默沙东申办的NSCLC和BC的III期临床试验（截至09/24/2026）

登记号/代号	适应症	主要试验药	对照组方案	试验状态	分期	申办者	试验开始日期	主要指标完成日期	目标入组人数	地区
NCT06966700/MK-2870-032	TNBC或HR-/HER2- BC的新辅助治疗	sac-TMT	帕博利珠单抗联用化疗	招募中	III期	默沙东	2025-06-30	2033-03-23(预计)	2400	中国内地,美国等
NCT06074588/Trofuse-004	nsq EGFRmu或其他可操作的基因突变 NSCLC 2L+	sac-TMT	多西他赛，培美曲塞	招募结束	III期	默沙东	2023-11-12	2027-05-10(预计)	556	中国内地,美国等
NCT06841354/TroFuse-011	PD-L1 CPS ＜10 TNBC 1L	sac-TMT单药或联用K药	化疗	招募中	III期	默沙东	2025-03-16	2030-05-18(预计)	1000	中国内地,美国等
NCT06312137/Trofuse-019	可切除且新复制治疗后未达到pCR的NSCLC辅助治疗	sac-TMT	K药	招募中	III期	默沙东	2024-04-03	2034-02-21(预计)	780	中国内地,美国等
NCT06422143/Trofuse-023	sq NSCLC维持巩固治疗	K药联用sac-TMT	K药	招募中	III期	默沙东	2024-06-10	2029-01-12(预计)	851	中国内地,美国等
NCT06170788/TroFuse-007	PD-L1 TPS ≥50% NSCLC 1L	K药联用sac-TMT	K药	招募中	III期	默沙东	2023-12-15	2028-01-25(预计)	614	中国内地,美国等
NCT06393374/Trofuse-012	新辅助治疗后未达到pCR的TNBC辅助治疗	K药联用sac-TMT	帕博利珠单抗联用卡培他滨	招募中	III期	默沙东	2024-06-24	2030-12-16(预计)	1530	美国等
NCT06305754/Trofuse-009	EGFRmu nsq NSCLC 2L+	sac-TMT	含铂双药化疗	招募结束	III期	默沙东	2024-06-11	2028-08-17(预计)	550	中国内地,美国等
NCT06312176/Trofuse-010	HR+/HER2- BC 2L+	sac-TMT单药或联用K药	化疗	招募中	III期	默沙东	2024-04-14	2027-07-11(预计)	1200	美国等

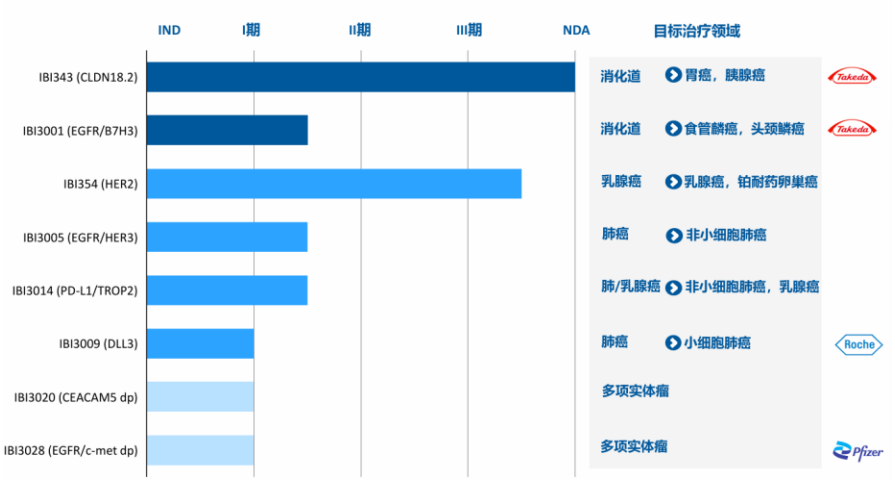
资料来源：丁香园insight数据库等，天风证券研究所

信达生物：代谢和肿瘤双轮驱动，产品研发和商业化进程顺利

下载日志已记录，仅供内部参考

- 2026H1营收与利润同步高增，迈入高质量发展新阶段。2026年上半年总收入86.18亿元，同比增长44.8%，其中产品收入82.01亿元，同比增长56.7%；毛利73.22亿元，同比增长43.0%；净利润12.53亿元，同比增长50.2%， 增长主要来自综合管线业务贡献加速释放，以及肿瘤管线新纳入国家医保目录产品的持续放量。信达生物希望在2030年实现总收入350-400亿元人民币的目标。
- 代谢管线持续兑现，商业化梯队日益丰富。玛仕度肽是全球首款获批用于成人体重管理及2型糖尿病的GCG/GLP-1双受体激动剂。信必敏（替妥尤单抗N01）为中国首款获批并纳入医保的甲状腺眼病单抗。此外，公司还储备了治疗 nAMD 的眼科药物 IBI302（VEGF/C）和 IBI324（VEGF/ANG2）、治疗 AD 及鼻炎的 IBI3002（TSLP/IL4Rα），以及口服 GLP-1 日制剂 IBI3032、周制剂 IBI3042 等多项在研管线。
- 肿瘤核心管线进入注册收获期。IBI363黑色素瘤头对头K药关键研究预计2026年底读出、有望支持国内首个NDA；IO耐药鳞状NSCLC全球多中心III期MarsLight-11进行中（已获FDA快速通道、NMPA突破性疗法认定），IO耐药非鳞状NSCLC的Ib期PoC已完成，MarsLight-11计划扩展至该人群；一线NSCLC处于Ib/II期PoC，完整数据预计2026年下半年至2027年初读出后启动全球III期。后线CRC中国III期已于2026年中启动；一线 CRC的Ib期PoC数据预计2026—2027年读出后启动全球III期。
- 过去10个月接连与武田、辉瑞、礼来达成合作，巩固商业化领先地位，加速全球化进程。除持续推进与武田在IBI363和IBI343上的全球开发合作外，公司与辉瑞就12个肿瘤早期及源头创新项目达成全球战略合作，已获首付款6.5亿美元，并有资格获得最高98.5亿美元里程碑，交易总额达105亿美元，Co-Co项目将在美欧共享利润；与礼来就肿瘤及免疫领域新药全球开发达成战略合作，已获首付款3.5亿美元，并有资格获得最高约85亿美元里程碑；与Spero就IBI355（第三代抗CD40L单抗）达成大中华区以外的独家许可，交易总额约11亿美元。

图：ADC管线进展



图：IBI363的开发计划



资料来源：信达生物2026年中期业绩公告，天风证券研究所

制药板块：收入利润整体承压，创新转型成未来增长关键

下载日志已记录，仅供内部参考

2026H1 制药板块业绩整体承压

- 传统制药板块合计136家上市公司，2026H1板块整体营业收入为2519.04亿元，同比减少1.17%；归母净利润为319.44亿元，同比减少0.48%；扣非归母净利润为274.99亿元，同比减少6.67%。2026Q2营业收入为1254.45亿元，同比减少2.70%；归母净利润为155.69亿元，同比减少3.43%。2026H1，板块受到集采等政策的影响，整体业绩承压，部分头部企业通过转型升级和国际化布局实现增长。

毛利率维持稳定，费用率整体平稳

- 2026H1，板块毛利率为50.05%，同比下降1.00 pct；2026Q2毛利率为49.95%，同比下降1.70 pct，整体维持在50%左右的水平。费用率方面，2026H1销售费用率为18.63%，同比下降1.04 pct；管理费用率为7.89%，研发费用率为7.79%，同比分别上升0.08 pct和0.22 pct，整体保持稳定。

集采规则持续优化，创新转型成果兑现是后续关键

- 2025年，国家第十一次集采规则继续优化，“反内卷”等四原则有助于推动行业良性竞争，促进行业健康发展；化学制药行业受医保控费、集采政策和其他政策大环境的影响，仿制药利润承压，创新转型成果兑现是后续关键。

下载日志已记录，仅供内部参考

传统制药行业2026年中报分析：收入利润略有承压，蓄势待发

- **2026H1传统制药板块收入利润同比略有承压。**传统制药板块合计136家上市公司，2026H1板块整体营业收入为2519.04亿元，同比减少1.17%；归母净利润为319.44亿元，同比减少0.48%；扣非归母净利润为274.99亿元，同比减少6.67%。2026Q2，营业收入为1254.45亿元，同比减少2.70%；归母净利润为155.69亿元，同比减少3.43%；扣非归母净利润为133.89亿元，同比减少8.82%。整体来看，板块受到集采等政策的影响，整体业绩承压，部分头部企业通过转型升级和国际化布局实现增长。

- **毛利率保持稳定，费用率整体平稳。**2026H1毛利率为50.05%，同比下降1.00 pct；2026Q2毛利率为49.95%，同比下降1.70 pct，整体维持在50%左右的水平。费用率方面，2026H1销售费用率为18.63%，同比下降1.04 pct；管理费用率为7.89%，研发费用率为7.79%，同比分别上升0.08 pct和0.22 pct，整体保持稳定。

- **集采规则持续优化，仿制药利润承压，创新转型成果兑现是后续关键。**2025年国家第十一次集采规则继续优化，“反内卷”等四原则有助于推动行业良性竞争，促进行业健康发展。化学制药行业受医保控费、集采政策和其他政策大环境的影响，仿制药近期利润承压。

表： 传统制药行业主要财务指标情况（亿元）

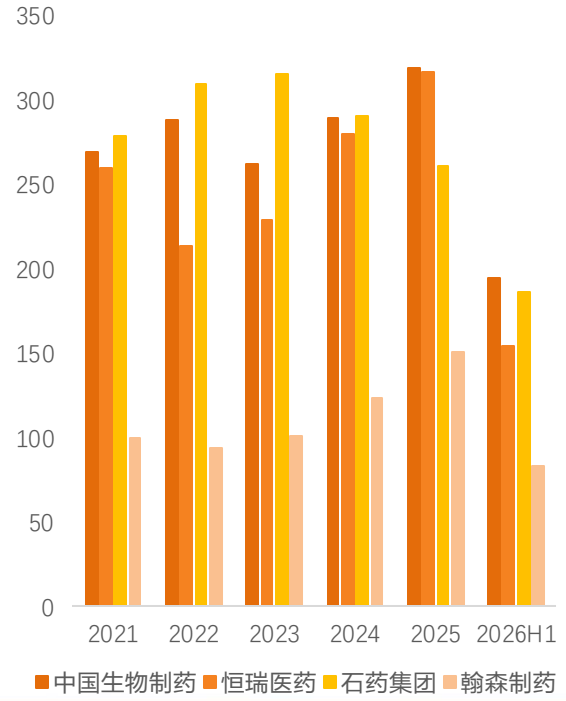
	2026Q2	2026H1	2025A	2024A	2023A	2022A
营业收入	1254.45	2519.04	5057.02	5079.84	5003.10	4965.72
营业收入增速	-2.70%	-1.17%	-0.45%	1.53%	0.75%	3.44%
毛利率	49.95%	50.05%	50.55%	50.60%	50.50%	50.54%
销售费用率	18.37%	18.63%	20.26%	20.26%	21.91%	23.00%
管理费用率	8.06%	7.89%	8.41%	8.18%	8.06%	7.66%
研发费用率	8.44%	7.79%	8.21%	7.89%	7.89%	7.39%
归母净利润	155.69	319.44	475.94	466.28	424.07	477.07
归母净利润增速	-3.43%	-0.48%	2.07%	9.96%	-11.11%	-1.32%
扣非净利润	133.89	274.99	421.10	427.05	372.61	413.60
扣非净利润增速	-8.82%	-6.67%	-1.39%	14.61%	-9.91%	7.04%
应收账款	1086.69	1086.69	1052.71	1023.58	985.55	1006.32
经营性现金流	266.91	404.11	843.23	821.99	795.83	660.46
经营性现金流/净利润	160.03%	117.75%	163.04%	161.99%	171.58%	126.29%

资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

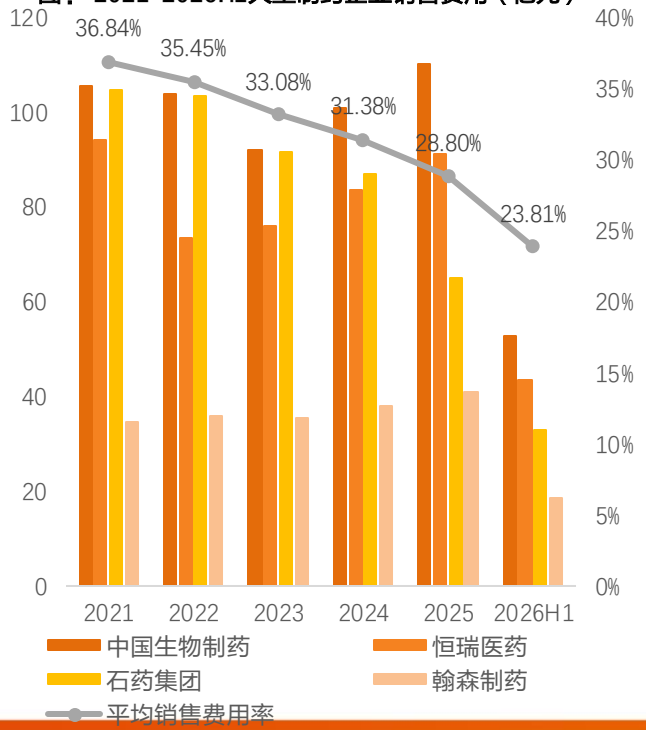
传统制药公司2026年中报分析：头部药企实现增长，销售费用率下降，研发投入维持高位

- **营业收入方面，2026H1大型制药公司整体保持增长。**2026H1，中国生物制药、恒瑞医药、石药集团及翰森制药的营收分别为194.44亿元、154.56亿元、185.94亿元和83.04亿元，分别相当于2025年全年的61%、49%、71%和55%。
- **费用方面，大型制药公司的销售费用率持续下降，研发费用率维持高位。**2026H1，中国生物制药、恒瑞医药、石药集团及翰森制药的销售费用率分别约为27%、28%、18%和22%，平均销售费用率降至约24%；研发费用率分别约为16%、23%、16%和21%，平均研发费用率约19%，体现传统制药公司对研发投入的持续重视。

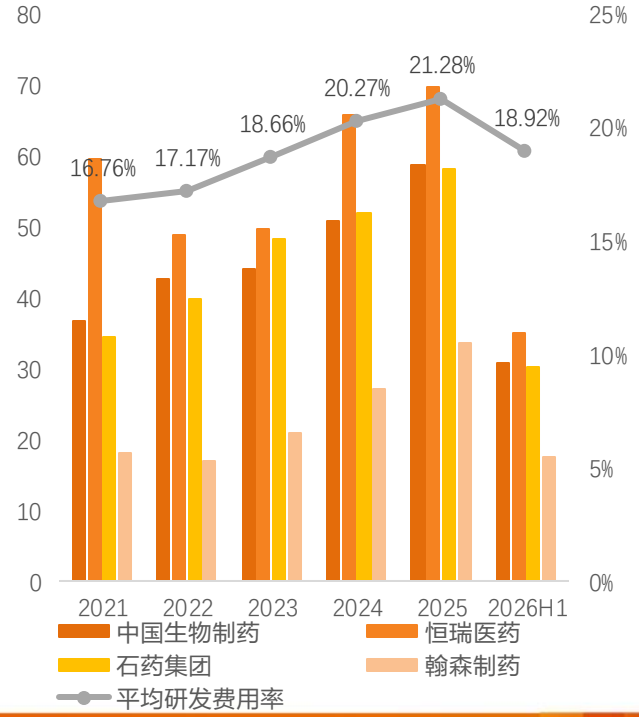
图：2021-2026H1大型制药企业营业收入（亿元）



图：2021-2026H1大型制药企业销售费用（亿元）



图：2021-2026H1大型制药企业研发费用（亿元）



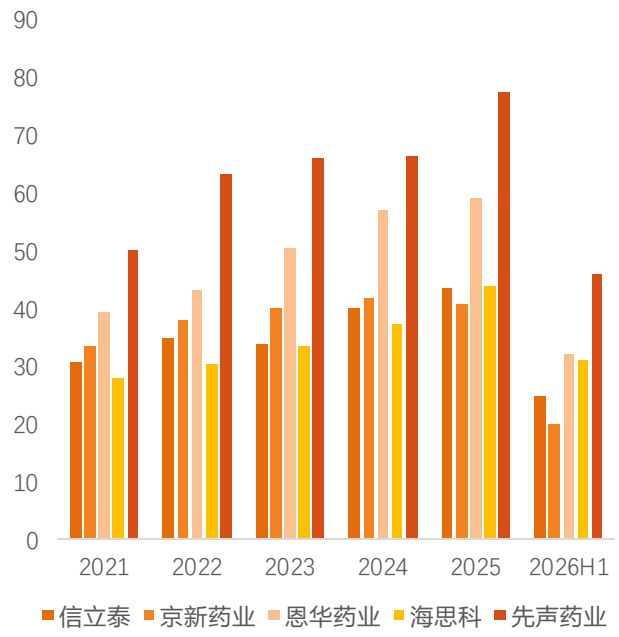
资料来源：Choice金融终端，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

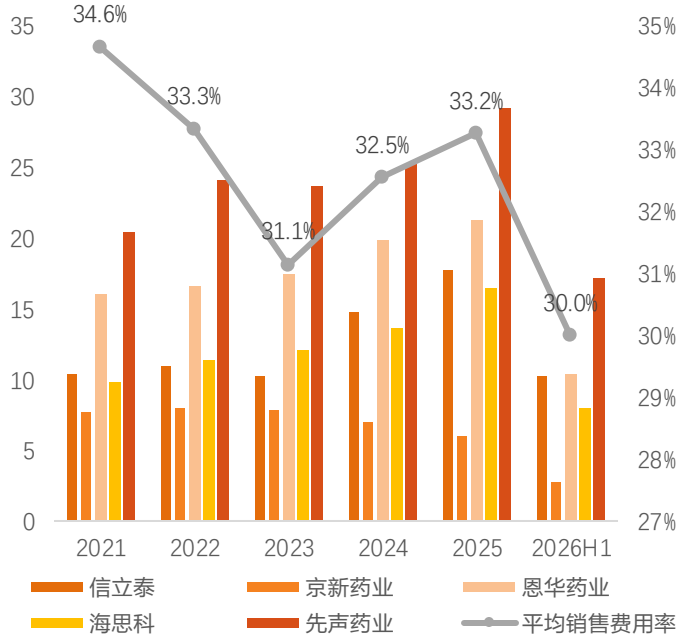
中小型制药公司2026年中报分析：企业营收持续回升，销售费用率明显下降

- **营业收入方面，2026H1中小型制药公司延续回升趋势。**2026H1，信立泰、京新药业、恩华药业、海思科及先声药业的营收分别为24.79亿元、19.87亿元、32.18亿元、30.96亿元和45.80亿元，分别相当于2025年全年的57%、49%、54%、71%和59%，海思科、先声药业增长动能较强。
- **费用方面，中小型制药公司销售费用率整体下降，研发费用率基本平稳。**2026H1，京新药业、恩华药业、海思科、先声药业的销售费用率分别约为14%、32%、25%和37%，信立泰约为41%，平均销售费用率降至29.98%；研发费用率方面，信立泰、京新药业、恩华药业、海思科、先声药业分别约为11%、8%、10%、19%和18%，平均研发费用率约13.12%。

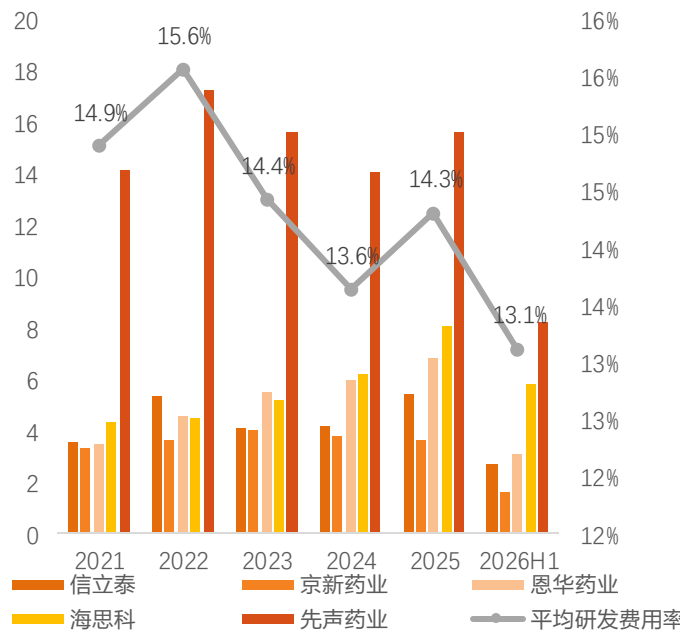
图：2021-2026H1中小型制药企业营业收入（亿元）



图：2021-2026H1中小型制药企业销售费用（亿元）



图：2021-2026H1中小型制药企业研发费用（亿元）



资料来源：同花顺iFinD，Choice金融终端，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

恒瑞、石药、翰森领衔传统药企，打造多笔大额出海BD交易

- 恒瑞医药、石药集团、翰森制药（豪森药业）等传统药企也创造了多笔大额BD交易，近期的大额BD项目更偏向药物发现平台，2026年至今交易总额最高的是石药集团与阿斯利康的长效多肽合作（首付款12亿美元，总额185亿美元），其次是恒瑞医药与BMS的合作（首付款6亿美元，总额152亿美元）。

表：2026年至今传统制药企业的出海BD交易汇总

转让方	受让方	交易类型	项目名称	靶点	成分/技术类别	交易时间	首付款（亿美元）	交易总额（亿美元）	交易时研发状态
石药集团	阿斯利康	授权/许可，合作	利用石药专有的缓释给药技术平台及多肽药物AI发现平台开发创新长效多肽药物，阿斯利康获得每月一次注射用体重管理产品组合权利，包括 SYH2082（长效 GLP-1R/GIPR 激动剂，I 期），以及三个处于临床前不同作用机制的项目。双方还将依托该等平台就另外四个新增项目开展合作。			2026-01-30	12	185	临床I期，临床前
恒瑞医药	百时美施贵宝	合作，期权	4项恒瑞肿瘤学及血液学项目以及以及双方依托恒瑞研发引擎与多元创新技术平台共同研发的5项创新项目，4项BMS免疫学项目			2026-05-12	6	152	-
海思科	礼来	授权/许可，合作	五个靶点创新药项目	-	化药	2026-06-01	0.87	30.54	临床前
正大天晴（中生）	阿斯利康	授权/许可	TQC3721，TQC3721特定开发方案	PDE4，PDE3	化药	2026-07-08	2	21	临床III期，临床II期
石药集团	阿斯利康	期权，合作	利用石药专有的siRNA药物发现平台和肝外靶向递送平台、AI分子设计模型，针对两个靶点共同发现和开发具有治疗肾脏疾病多种适应症潜力的临床前候选药物			2026-07-02	0.3	17.7	临床前
海思科	Sentivera	授权/许可	一款临床前自免项目	-	无	2026-08-26	0.76	15.36	临床前
中国生物制药	赛诺菲	授权/许可	罗伐昔替尼	JAK2，JAK1，ROCK1，ROCK2	化药	2026-03-04	1.35	15.3	批准上市
海思科	Nuvectis	授权/许可，合作	HSK39297，HSK42360	CFB，BRAF，BRAF V600E	化药	2026-06-23	0.4	14.61	申请上市，临床I期
海思科	AirNexis	授权/许可	AN01 (HSK39004)	PDE4，PDE3	化药	2026-01-09	1.08	10.63	临床II期
甘李药业	美纳里尼	授权/许可	博凡格鲁肽	GLP1R	多肽	2026-08-10	0.71	8.28	批准上市
海思科	艾伯维	授权/许可	HSK55718，HSK51155	Nav1.8	化药	2026-04-13	0.3	7.45	临床II期，临床前
正大丰海（中生）	Formation Bio	受权/许可（NewCo）	FHND5032	miR-124	化药	2026-01-29		5	临床前
复宏汉霖	卫材	授权/许可	Serplulimab	PD-1	单抗	2026-02-05	0.75	3.88	批准上市
复宏汉霖	山德士	合作，授权/许可	HLX05-N，HLX16，贝利尤单抗(复宏汉霖)，至多10款单抗和/或抗体偶联药物（ADC）生物类似药产品，透明质酸酶HLXTE-HAase1001	EGFR，PCSK9，BAFF	单抗，抗体类，制剂技术	2026-08-17		3.22	临床I期，临床前
华奥泰(华海药业)	Almirall	合作，授权/许可	具有多种潜在适应症（包括医学皮肤科）的新靶点的单克隆抗体候选药物	-	抗体类	2026-03-27		3.4	临床前

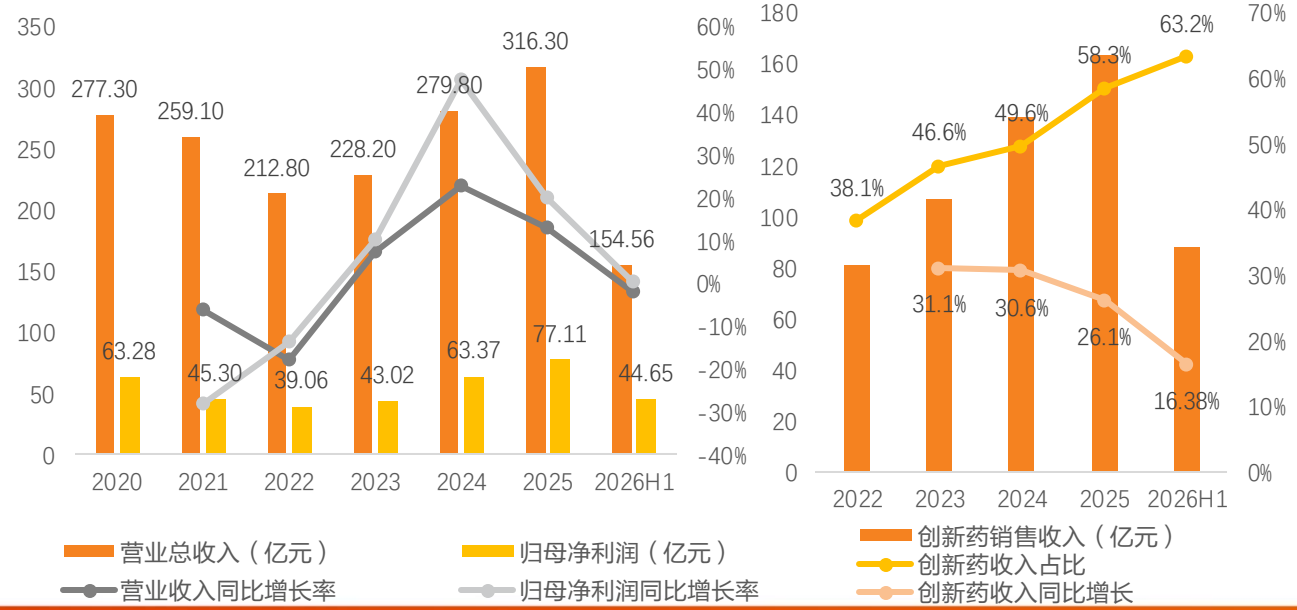
资料来源：丁香园insight数据库，天风证券研究所

恒瑞医药：授权模式持续迭代，国际化价值有望逐步提升

下载日志已记录，仅供内部参考

- 恒瑞是传统制药企业中从“仿制药驱动”转为“创新药驱动”的代表性企业。截至2026年6月，公司已在中国获批上市26款1类创新药，覆盖肿瘤、代谢、自免、心血管、麻醉镇痛等多个领域。2026年上半年，瑞康曲妥珠单抗针对HER2阳性二线乳腺癌、达尔西利针对乳腺癌辅助治疗、阿得贝利单抗针对非小细胞肺癌围术期治疗等重磅适应症相继获批，目标患者群体显著扩容。
- 创新药收入延续增长，仿制药业务承压。2026年上半年公司营业收入154.56亿元，同比下降1.94%，其中产品销售收入139.48亿元，同比增长1.87%；归母净利润44.65亿元，同比增长0.34%；扣非归母净利润37.30亿元，同比下降12.71%；研发投入46.05亿元，同比增长18.96%。创新药销售收入88.09亿元，同比增长16.38%，占药品销售收入比重升至63.16%，其中抗肿瘤创新产品收入62.65亿元、同比增长2.58%，非肿瘤创新产品收入25.45亿元、同比增长73.97%。仿制药销售收入51.39亿元，同比下降16.07%。
- 公司积极参与BD交易，国际化持续兑现。2026年上半年对外许可合作确认收入14.22亿元（去年同期19.91亿元，主要系MSD、IDEAYA首付款一次性确认导致基数较高），其中GSK对外许可合作收入11.76亿元。2026年5月，公司与BMS达成全球战略合作及许可协议，共同推进13款早期研究项目，BMS将支付合计最高9.5亿美元的首付及周年付款（含6亿美元首付款），潜在总交易额可达约152亿美元，预期于第三季度收到6亿美元首付款。此外NewCo合作伙伴Kailera于2026年4月在纳斯达克上市，公司所持股权于2026年1-6月期间确认公允价值变动收益8.21亿元。

图:2020-2026H1恒瑞医药营业收入和利润（单位：亿元）



表：恒瑞重磅BD交易

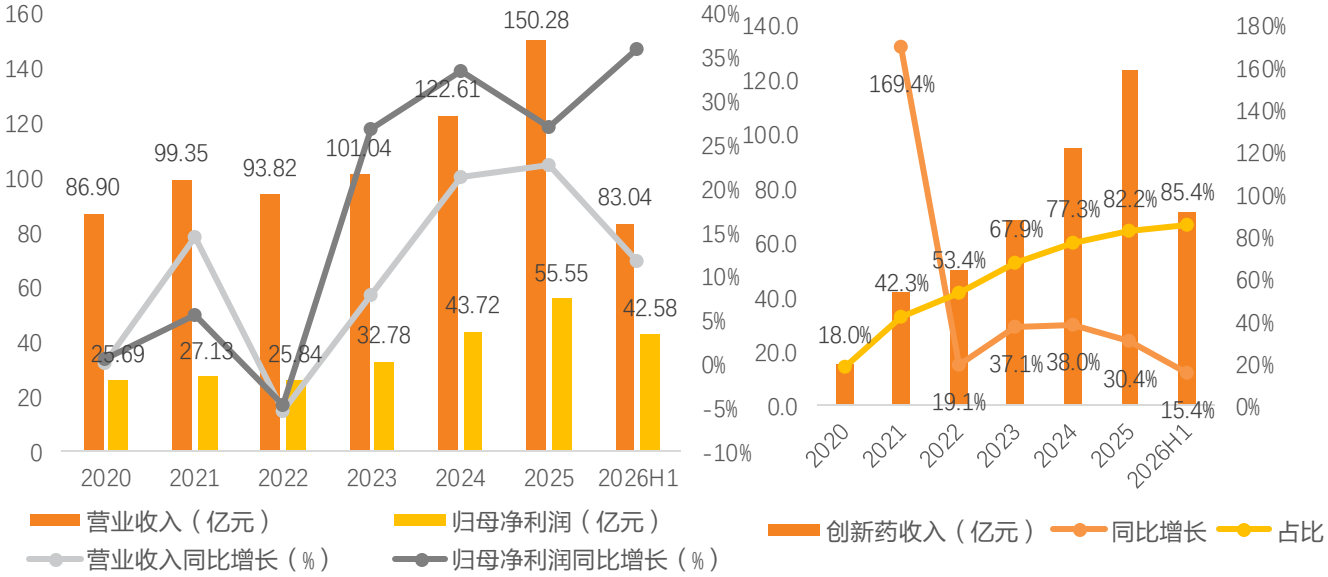
受让方	项目名称	交易时间	首付款（单位：亿美元）	交易总额（单位：亿美元）
诺和诺德	HRS-1596	2026-09	3	26
BMS	13款早期研究项目	2026-05	6	152
格兰马克	SHR-A1811	2025-09	0.18	11.11
Bravehea rt Bio	HRS-1893	2025-09	0.65	10.88
GSK	HRS-9821，up to 11 programmes in addition to HRS-9821	2025-07	5	125
默沙东	HRS-5346（Lp(a)口服小分子抑制剂）	2025-03	2	19.7

翰森制药：三代EGFR TKI的领军企业，授权品种持续开发

下载日志已记录，仅供内部参考

- 阿美替尼构筑翰森发展的基础。2026年上半年公司实现收入83.04亿元，同比增长11.7%；溢利42.58亿元，同比增长35.8%。创新药收入（含BD）70.92亿元，同比增长15.4%，占总收入比例提升至85.4%，其中创新药产品销售收入（不含BD）同比增长21.6%。公司共有7款创新药获批上市，分领域看，肿瘤领域收入54.73亿元（占总收入65.9%），同比增长20.8%；非肿瘤领域收入28.31亿元。2026年1月，阿美乐第五项适应症获批，联合化疗一线治疗EGFR外显子19缺失或21(L858R)突变NSCLC；2026年2月，阿美替尼在欧盟获批，覆盖经典突变一线及T790M二线，成为首个获EU批准上市的中国原研EGFR-TKI。
- 对外授权管线进入兑现阶段，B7-H3 ADC HS-20093两项关键III期达到主要终点，海外权益已授予GSK。2026年7月，HS-20093用于含铂经治SCLC的关键性III期ARTEMIS-008达到OS主要终点；同月，用于二线后骨肉瘤的关键性III期ARTEMIS-011达到IRC评估的PFS主要终点。2026H1，新增3项NMPA突破性治疗药物认定（2L驱动基因阴性非鳞NSCLC、去势抵抗性前列腺癌、食管鳞癌），已在中美欧日获监管认定共12项。同授予GSK的B7-H4 ADC HS-20089铂耐药卵巢癌国内III期推进中，GSK 已启动2L铂耐药卵巢癌与2L子宫内膜癌三期。此外，授予再生元海外权益的HS-20094（奥莱泊肽），国内III期临床达到主要终点，美国处于III期临床阶段。2026年6月奥莱泊肽减重适应症NDA获NMPA受理。
- 翰森持续通过BD对外输出管线价值。公司先后与GSK、默沙东、再生元、罗氏等MNC达成多项重磅合作，覆盖代谢及肿瘤管线。2026年6月，公司就环肽类IL-23受体拮抗剂HS-20118与Avere Therapeutics达成独家许可协议，授予其大中华区以外地区权益。

图:2020-2026H1翰森制药营业收入和利润（单位：亿元）



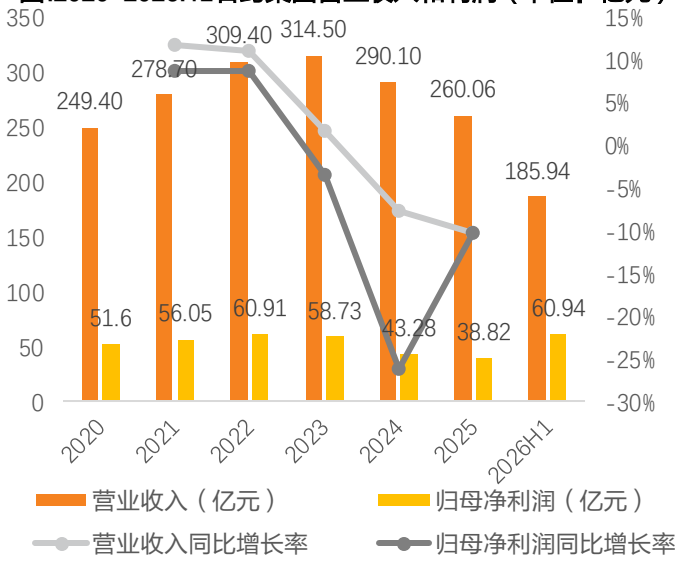
表：翰森制药重磅BD交易

受让方	项目名称	交易时间	首付款（百万美元）	交易总额（百万美元）	交易时研发状态
Avere	HS-20118（IL-23受体拮抗剂）	2026-07	120	2300	临床II期
罗氏	HS-20110（CDH17 ADC）	2025-10	80	1530	临床I期
再生元	HS-20094(GIP/GLP-1双受体激动剂)	2025-06	80	2010	临床III期
默沙东	HS-10535（GLP1RA）	2024-12	112	2012	临床前
GSK	HS-20093（B7-H3 ADC）	2023-12	185	1710	临床II期

石药集团：BD体现平台价值，且多款具有差异化优势的ADC进入后期临床阶段

- 2026年上半年公司收入总额185.94亿元，同比增长40.1%；其中成药业务收入160.61亿元，同比增长56.7%（含授权费收入58.95亿元，同比增长448.5%），原料产品收入16.60亿元、同比下降20.0%。股东应占呈报溢利60.94亿元，同比增长139.2%；剔除公允价值变动及股份支付影响后的基本溢利61.64亿元，同比增长165.8%。
- 肿瘤领域核心ADC管线加速推进。2026年上半年SYS6010（EGFR ADC）在中国新增多项III期临床，包括2L食管鳞癌对照研究者选择化疗、2L驱动基因阴性非鳞NSCLC对照多西他赛、HER2阴性乳腺癌，以及联合恩朗苏拜单抗用于NSCLC辅助治疗和一线驱动基因阴性NSCLC。上半年公司共获得30项IND批件，7款重点产品获批上市，新增开展18项关键III期临床研究，目前有130余项产品处于不同临床研发阶段，其中针对16个适应症的上市申请已递交。
- 与阿斯利康的合作持续升级，国际化由产品出海延伸至产能出海。2026年初至今，公司与阿斯利康先后就长效递送技术平台及多肽药物AI平台和小核酸平台达成2项战略研发合作，合同总金额达202.7亿美元；自2024年以来双方已达成四次重要合作，累计潜在总金额约276亿美元。2026年8月，双方签署合资合同，在石家庄建设新一代生物制剂生产基地，标志着公司国际化路径由“产品与技术出海”进一步延伸至“生产体系与供应链能力出海”。

图:2020-2026H1石药集团营业收入和利润（单位：亿元）



表：石药集团重磅license-out BD交易

受让方	交易类型	项目名称	成分/技术类别	交易时间	首付款（单位：百万美元）	交易总额（单位：百万美元）	交易时研发状态
阿斯利康	授权/许可，合作	利用石药专有的缓释给药技术平台及多肽药物AI发现平台开发创新长效多肽药物，阿斯利康获得每月一次注射用体重管理产品组合权利，包括SYH2082（长效GLP-1R/GIPR激动剂，I期），以及三个处于临床前不同作用机制的项目。双方还将依托该等平台就另外四个新增项目开展合作。		2026-01-30	1200	18500	临床I期，临床前
阿斯利康	期权，合作	利用石药专有的siRNA药物发现平台和肝外靶向递送平台、AI分子设计模型，针对两个靶点共同发现和开发具有治疗肾脏疾病多种适应症潜力的临床前候选药物		2026-07-02	30	1770	临床前
Madrigal Pharmaceuticals	授权/许可	SYH2086	化药	2025-07-30	120	2075	临床前
阿斯利康	合作，期权	新型口服候选药物的发现和开发，AI引擎双轮驱动的高效药物发现平台	化药，AI技术，药物发现	2025-06-13	110	5330	临床前

资料来源：石药集团2026年中期业绩，Ifind，丁香园insight数据库，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

□ 政策波动风险

医药行业受政策影响较大，医保谈判、药品集采、审评审批政策调整等政策变化，可能对相关产品价格、放量节奏及企业盈利水平产生不确定性影响。

□ 个别公司业绩不及预期风险

医药板块内部分化明显，部分公司受产品放量进度、集采降价幅度、费用投入节奏或资产减值等因素影响，存在业绩低于市场预期的风险。个别公司业绩波动可能对市场情绪和板块整体表现造成阶段性冲击。

□ BD进度不及预期风险

BD交易涉及尽调、谈判、条款设计等多个环节，周期长、不确定性高。若相关产品数据不达预期、谈判进展放缓或交易最终未能落地，可能对公司估值和股价表现产生负面影响。

□ 市场震荡风险

宏观流动性变化、地缘政治扰动、资金面波动以及投资者风险偏好变化等因素，可能导致A股及港股医药板块出现较大幅度震荡。板块内部估值分化加剧，短期市场情绪驱动的回调风险仍需关注。

下载日志已记录，仅供内部参考

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。
本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。
天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下