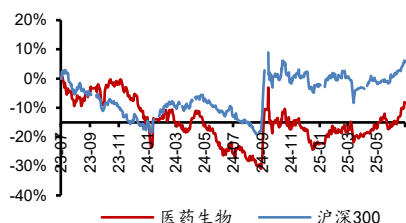


医药细分行业持续发散，各细分行业进入逻辑挖掘期

行业评级：增持

报告日期：2025-07-29



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：杨馥媛

执业证书号：S0010524080001

邮箱：yangfuyuan@hazq.com

联系人：李雨涵

执业证书号：S0010123070090

邮箱：liyuh@hazq.com

相关报告

1. 行业周报:AI 破局医药板块 2025-02-16
2. 行业周报: 创新板块接力 AI 破局 2025-02-23
3. 行业周报:辅助生殖政策量变引发市场关注, 医药板块持续活跃 2025-03-17
4. 行业周报: 创新依旧是主线, 持续聚焦“创新+低估值安全器械板块标的” 2025-07-22

主要观点：

■ 本周行情回顾：板块上涨

本周医药生物指数上涨 1.9%，跑赢沪深 300 指数 0.21 个百分点，跑赢上证综指 0.23 个百分点，行业涨跌幅排名第 19。7 月 25 日（本周五），医药生物行业 PE（TTM，剔除负值）为 28X，位于 2012 年以来“均值-1X 标准差”和“均值-2X 标准差”之间，较 7 月 18 日 PE 上涨 0.5，比 2012 年以来均值（33X）低 5 个单位。本周，13 个医药 III 级子行业中，11 个子行业上涨，2 个子行业下跌。其中，医疗研发外包为涨幅最大的子行业，上涨 8.29%；化学制剂为涨幅最小的子行业，下跌 2.02%。7 月 25 日（本周五）估值最高的子行业为疫苗，PE（TTM）为 62X。

■ 本周个股表现：A 股七成个股上涨

本周 474 支 A 股医药生物个股中，343 支上涨，占比 72.36%。

本周涨幅前十的医药股为：海特生物（+46.93%）、振东制药（+42.89%）、塞力医疗（+31.73%）、辰欣药业（+30.75%）、仁度生物（+27.82%）、康芝药业（+25.37%）、易明医药（+24.88%）、苑东生物（+24.32%）、康泰医学（+24.06%）、迈普医学（+23.40%）。

本周跌幅前十的医药股为：*ST 苏吴（-22.34%）、永安药业（-13.73%）、力生制药（-13.67%）、首药控股（-13.48%）、泽璟制药（-12.74%）、科兴制药（-10.91%）、信立泰（-10.51%）、上海谊众（-10.46%）、浙江震元（-10.12%）、神州细胞（-10.11%）。

本周港股 114 支个股中，76 支上涨，占比 66.67%。

■ 周观点：医药细分行业持续发散，各细分行业进入逻辑挖掘期

本周申万医药指数继续跑赢沪深 300 指数。本周领涨的个股特点是具备某个领域的创新属性或者具备潜力大品种，器械公司也得到市场的关注；而领跌个股则以前期涨幅较大的个股为主，st、热门个股居多，均为市场热度过大。港股创新药依旧领涨，HSCIH 周涨幅达 0.69%，保持平稳。

本周的医药板块变化在于医保局在“反内卷”的指引下，要求集采政策不能唯低价从而引发市场对于“仿制药和医疗器械”板块的关注，医疗器械的高值耗材由于一直被集采压制股价一直低位徘徊，本周的定调，让市场重新关注低位的医疗器械和 IVD 板块，人工晶体、镜下耗材、骨科、神经外科等得到资金的青睐；而同时，业绩稳定，走过了集采的仿制药公司，也因为其创新的布局而得到市场的关注。今年来，我们一直维持医药板块底部的判断，并重点把推荐标的放在了硬科技的创新（创新药、创新器械等），其中创新药变为市场热点，并持续在发酵中，市场很多的非主流公司也因为具备创新药的布局 and 管线而大涨，并引发市场的更大的关注。我们认为在医药板块，创新

的硬科技依旧会是市场的主要方向之一，创新板块包括创新药、创新器械、AI 医疗等，也包括新技术的脑机接口、机器人和干细胞等细分的方向。在创新药板块引发市场对医药板块关注的同时，我们一方面着眼于创新药标的持续挖掘，接下来我们认为药品公司的思路会聚焦“药品龙头公司（具备技术平台+大市值）+存量药品业务稳定而有额外新增量如投资参股、BD 等参与了创新（原料药公司参与的创新品种有新进展，例如华海药业、仙琚制药、吉贝尔等）”；另外一方面也需要关注筹码结构出清而低估值的标的，拉长到 2025 年底维度看，一些标的也相对容易跑出绝对收益（冷门的 IVD、器械等）。

总体投资思路，主要分为（1）创新药板块；（2）其他板块的思路和思考。

第一， 创新药板块：对应赛道为思路对应的公司，除了覆盖的明确推荐外，均作为行业梳理：核心推荐泽璟制药*、博安生物*、君实生物*，并建议配置医药板块龙头标的。

肿瘤 I02.0 为创新药核心主线，关注核心资产 BD 机会，创新药大药靶点赛道梳理：

赛道 1：PD-1+抗肿瘤血管生成（PD-1/VEGF）：康方生物 AK112、三生制药 SSGJ707、宜明昂科 IMM2510、君实生物 JS207、荣昌生物 RC148、礼新医药 LM299，以及神州细胞、华海药业等；

• 赛道 2：PD-1+treg 清除机制（PD-1/CTLA4）：康方生物 AK104、和铂医药 HBM4003、宜明昂科 IMM27M（CTLA4 单靶点）、君实生物 JS007、基石药业 CS2009（PD-1/VEGF/CTLA4 三靶点）

• 赛道 3：PD-1+促进 CD8Tcell 扩增（PD-1/IL-2）：信达生物 IB1363、君实生物 JS213、博安生物 PR201、奥赛康 ASKG322（IL-2 前药 1 期）

• 赛道 4：PD-1+激活 T 细胞（PD-1/TIGIT）：海外对标阿斯利康（多项 NSCLC 3 期）、泽璟制药 ZG005（PD-1/TIGIT 2 期）、汇宇制药 HY-0007（PD-/TIGIT/IL-15 1 期）

• 赛道 5：其他解决未满足临床需求的管线：CNS 小分子——绿叶制药 LY03012 等（NET/DAT/GABAAR 三靶点解决抑郁患者自杀倾向）等；TCE——泽璟制药 ZG006 等（CD3/DLL3/DLL3）、和铂医药 HBM7022（CLDN18.2/CD3）、HBM7020（BCMA/CD3 等）；

HIV——艾迪药业长效预防制剂 ACC027 及整合酶抑制剂 ACC017 等产品组合。

• 赛道 6：新技术领域前瞻布局：双抗 ADC——基石药业、康宁杰瑞等；CAR-T——科济药业、云顶新耀；siRNA——石药集团、前沿生物、丽珠集团等；

第二，其他板块的思路和思考：

（1）医疗硬科技：硬设备/硬耗材/创新药，迈瑞医疗*、联影医疗*、开立医疗*、华大智造*、亚辉龙*、爱博医疗*等；惠泰医疗*、

迈普医学*等，关注高值耗材相关的标的例如安杰思、南微医学、心脉医疗、微电生理等；泽璟制药*、博安生物*、君实生物*、科伦药业*、绿叶制药*、艾迪药业*、亿帆医药*等，同时关注新诺威、恒瑞医药、康方生物、信达制药；

(2) 医疗消费：眼科、口腔、体检、医美等，爱尔眼科*、通策医疗*、美年健康*、固生堂*、普瑞眼科等、中药 otc（同仁堂*、云南白药*、华润三九*、东阿阿胶*、马应龙、贵州三力*等）、家用器械（可孚医疗*、三诺生物*、英诺特*、鱼跃医疗等）；

(3) 出海（海外业务占比相对较高）：迈瑞医疗*、新产业*、美好医疗*、瑞迈特*、科兴制药*、亿帆医药*、君实生物*、康哲药业*等；关注安杰思、南微医学、九安医疗、凯莱英*、康龙化成、药康生物*、甘李药业*、迈普医学*；

(4) 大国央企医药企业做大做强：天士力*、中国医药、重药控股、环球医疗*、华润三九*、国药控股等标的；

(5) 相对新的技术方向落地（AI、脑机接口、机器人、干细胞等）：AI 医疗相关的标的包括润达医疗、美年健康、迪安诊断、金域医学、固生堂等；脑机接口相关标的包括诚益通、翔宇医疗、爱朋医疗、三博脑科、麦澜德*等；机器人相关标的包括天智航、康基医疗、三友医疗*等；干细胞标的包括中源协和、九芝堂等。

■ 本周新发报告

行业专题报告：《CX02025 中期策略：最坏时刻已过，积极关注出海与国内复苏》；行业专题报告：《2024 年&2025Q1 医疗服务、生物制品板块业绩总结和投资展望》。

■ 风险提示

政策风险，竞争风险，股价异常波动风险。

正文目录

1 本周行情回顾：板块上涨	6
2 本周个股表现：A股七成个股上涨	7
2.1 A股个股表现：七成个股上涨	7
2.2 港股个股表现：近六成个股上涨	9
3 周观点：医药细分行业持续发散，各细分行业进入逻辑挖掘期	10
3.1 周关注：仿制药公司的第二增长曲线得到关注的公司	12
4 本周新发报告	13
4.1 CXO2025 中期策略：最坏时刻已过，积极关注出海与国内复苏	13
4.2 2024 年&2025Q1 医疗服务、生物制品板块业绩总结和投资展望	14
风险提示	15

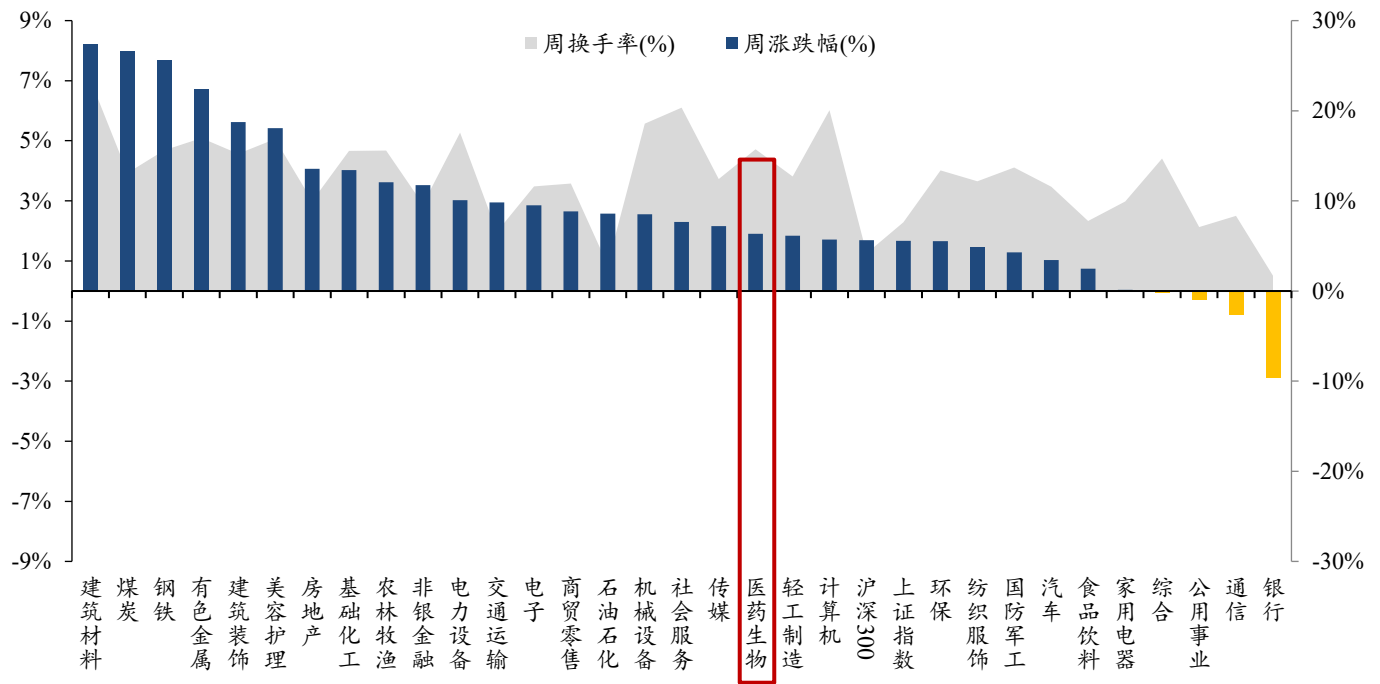
图表目录

图表 1 本周 A 股医药生物行业涨跌表现（本周）	6
图表 2 A 股医药生物行业估值表现（截至 7 月 25 日（本周五））	6
图表 3 A 股医药子行业涨跌及估值表现（本周）	7
图表 4 A 股医药股涨幅前十（本周）	7
图表 5 A 股医药股跌幅前十（本周）	8
图表 6 A 股医药股成交额前十（本周）	8
图表 7 港股医药股涨幅前十（本周）	9
图表 8 港股医药股跌幅前十（本周）	9
图表 9 港股医药股成交额前十（本周）	10
图表 10 仿制药创新管线	12

1 本周行情回顾：板块上涨

本周医药生物指数上涨 1.9%，跑赢沪深 300 指数 0.21 个百分点，跑赢上证综指 0.23 个百分点，行业涨跌幅排名第 19。

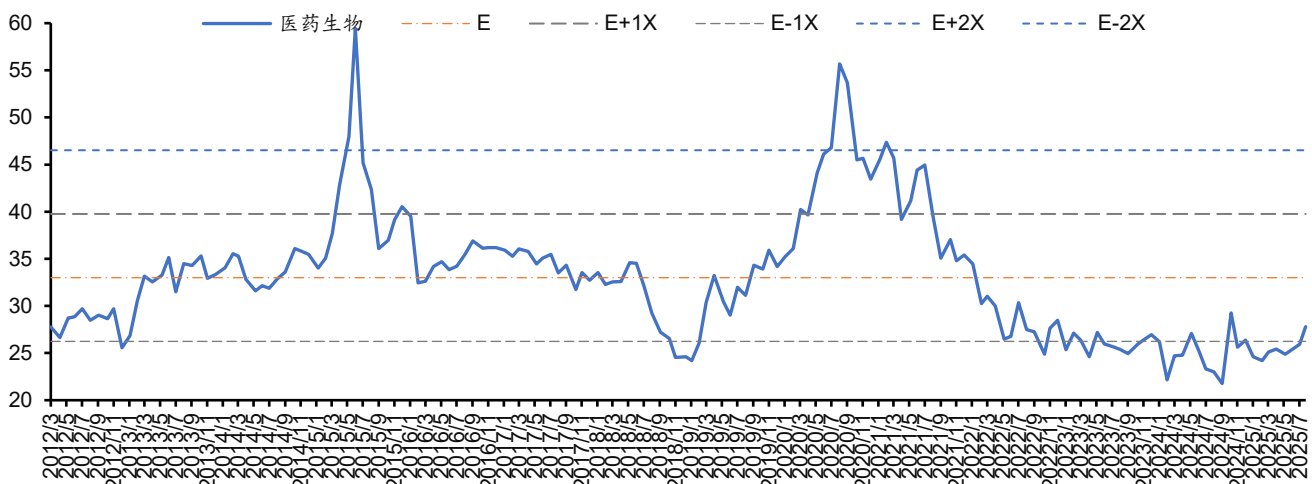
图表 1 本周 A 股医药生物行业涨跌表现（本周）



资料来源：ifind，华安证券研究所。说明：图示数据为申万一级行业数据。

7 月 25 日（本周五），医药生物行业 PE（TTM，剔除负值）为 28X，位于 2012 年以来“均值-1X 标准差”和“均值-2X 标准差”之间，较 7 月 18 日 PE 上涨 0.5，比 2012 年以来均值（33X）低 5 个单位。

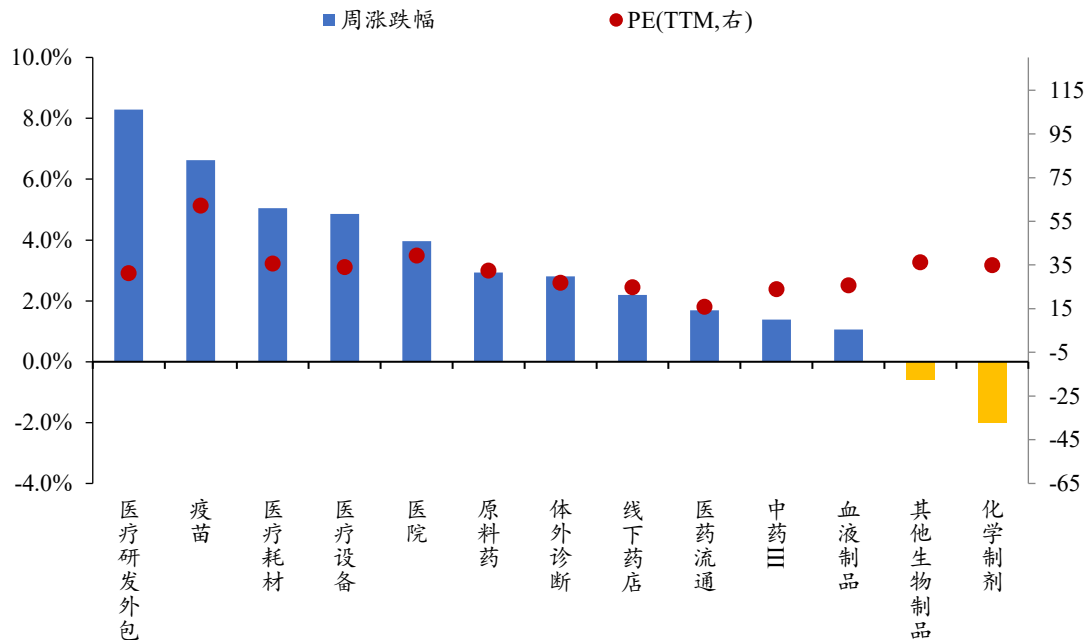
图表 2 A 股医药生物行业估值表现（截至 7 月 25 日（本周五））



资料来源：ifind，华安证券研究所

本周，13个医药III级子行业中，11个子行业上涨，2个子行业下跌。其中，医疗研发外包为涨幅最大的子行业，上涨8.29%；化学制剂为涨幅最小的子行业，下跌2.02%。7月25日（本周五）估值最高的子行业为疫苗，PE(TTM)为62X。

图表3 A股医药子行业涨跌及估值表现（本周）



资料来源：ifind，华安证券研究所。说明：图示数据为申万三级行业数据。

2 本周个股表现：A股七成个股上涨

2.1 A股个股表现：七成个股上涨

下文选取的A股出自A股分类：申银万国行业类-医药生物。

本周474支A股医药生物个股中，343支上涨，占比72.36%。

本周涨幅前十的医药股为：海特生物、振东制药、塞力医疗、辰欣药业、仁度生物、康芝药业、易明医药、苑东生物、康泰医学、迈普医学。

图表4 A股医药股涨幅前十（本周）

序号	代码	公司名称	自由流通市值 (亿元)	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	周涨跌幅 (%)
1	300683. SZ	海特生物	34.03	60.77	46.43	46.93
2	300158. SZ	振东制药	49.23	70.67	7.03	42.89
3	603716. SH	塞力医疗	49.87	59.64	31.22	31.73
4	603367. SH	辰欣药业	42.29	97.03	21.43	30.75
5	688193. SH	仁度生物	12.04	22.72	56.69	27.82
6	300086. SZ	康芝药业	23.75	34.64	7.61	25.37
7	002826. SZ	易明医药	28.86	43.84	22.99	24.88

8	688513. SH	苑东生物	49.26	98.17	55.61	24.32
9	300869. SZ	康泰医学	32.22	75.62	18.82	24.06
10	301033. SZ	迈普医学	28.15	49.89	75.00	23.40

资料来源：ifind，华安证券研究所

本周跌幅前十的医药股为：***ST 苏吴**、永安药业、力生制药、首药控股、泽璟制药、科兴制药、信立泰、上海谊众、浙江震元、神州细胞。

图表 5 A 股医药股跌幅前十（本周）

序号	代码	公司名称	自由流通市值（亿元）	总市值（亿元）	收盘价（元）	周涨跌幅（%）
1	600200. SH	*ST 苏吴	8.59	10.38	1.46	-22.34
2	002365. SZ	永安药业	44.75	60.17	20.42	-13.73
3	002393. SZ	力生制药	28.28	61.18	23.74	-13.67
4	688197. SH	首药控股	24.12	64.34	43.26	-13.48
5	688266. SH	泽璟制药	201.91	308.33	116.48	-12.74
6	688136. SH	科兴制药	35.58	97.15	48.27	-10.91
7	002294. SZ	信立泰	225.79	542.69	48.68	-10.51
8	688091. SH	上海谊众	66.13	123.46	59.73	-10.46
9	000705. SZ	浙江震元	23.39	31.17	9.33	-10.12
10	688520. SH	神州细胞	76.79	340.06	76.36	-10.11

资料来源：ifind，华安证券研究所

本周成交额前十的医药股为：药明康德、恒瑞医药、智飞生物、迈瑞医疗、塞力医疗、博瑞医药、爱尔眼科、康龙化成、千红制药、翰宇药业。

图表 6 A 股医药股成交额前十（本周）

序号	代码	公司名称	自由流通市值（亿元）	总市值（亿元）	收盘价（元）	周成交额（亿元）
1	603259. SH	药明康德	1,923.71	2,555.51	88.88	215.78
2	600276. SH	恒瑞医药	2,192.87	3,757.62	56.40	136.99
3	300122. SZ	智飞生物	260.77	571.64	23.88	90.57
4	300760. SZ	迈瑞医疗	1,213.94	2,810.92	231.84	89.69
5	603716. SH	塞力医疗	49.87	59.64	31.22	87.95
6	688166. SH	博瑞医药	258.30	420.19	99.39	87.76
7	300015. SZ	爱尔眼科	560.02	1,222.56	13.11	86.90

8	300759.SZ	康龙化成	346.54	504.31	30.00	86.79
9	002550.SZ	千红制药	94.61	144.11	11.26	76.09
10	300199.SZ	翰宇药业	123.44	165.08	18.69	71.59

资料来源：ifind，华安证券研究所

2.2 港股个股表现：近六成个股上涨

下文选取的港股出自港股分类：申银万国港股行业类-医药生物。

本周港股 114 支个股中，76 支上涨，占比 66.67%。

本周涨幅前十的港股医药股为：微创医疗、圣诺医药-B、艾美疫苗、康龙化成、德琪医药-B、瑞尔集团、凯莱英、药明巨诺-B、基石药业-B、爱康医疗。

图表 7 港股医药股涨幅前十（本周）

序号	代码	公司名称	自由流通市值（亿元）	总市值（亿元）	收盘价（元）	周涨跌幅（%）
1	0853.HK	微创医疗	184.16	184.16	10.94	28.86
2	2257.HK	圣诺医药-B	7.86	7.86	8.21	28.08
3	6660.HK	艾美疫苗	23.46	56.69	5.08	26.37
4	3759.HK	康龙化成	59.84	504.31	22.35	20.68
5	6996.HK	德琪医药-B	33.26	33.26	5.38	20.36
6	6639.HK	瑞尔集团	14.32	14.37	2.80	19.15
7	6821.HK	凯莱英	27.12	408.39	108.20	16.91
8	2126.HK	药明巨诺-B	15.60	15.60	4.12	15.08
9	2616.HK	基石药业-B	100.08	100.08	7.51	14.31
10	1789.HK	爱康医疗	68.64	68.64	6.72	13.71

资料来源：ifind，华安证券研究所

本周跌幅前十的港股医药股为：美中嘉和、三生制药、科笛-B、东阳光长江药业、亚盛医药-B、恒瑞医药、远大医药、石药集团、乐普生物-B、欧康维视生物-B。

图表 8 港股医药股跌幅前十（本周）

序号	代码	公司名称	自由流通市值（亿元）	总市值（亿元）	收盘价（元）	周涨跌幅（%）
1	2453.HK	美中嘉和	14.93	41.39	6.19	-11.19
2	1530.HK	三生制药	621.12	621.12	28.45	-8.52
3	2487.HK	科笛-B	26.71	26.83	9.19	-8.28
4	1558.HK	东阳光长江药业	95.17	128.10	16.00	-8.05
5	6855.HK	亚盛医药-B	250.87	250.87	74.15	-7.20

6	1276. HK	恒瑞医药	159. 86	3, 757. 62	68. 05	-6. 78
7	0512. HK	远大医药	295. 50	295. 50	9. 15	-6. 15
8	1093. HK	石药集团	904. 68	904. 68	8. 63	-6. 09
9	2157. HK	乐普生物-B	122. 47	122. 47	7. 46	-6. 05
10	1477. HK	欧康维视生物-B	69. 45	71. 24	9. 38	-5. 92

资料来源：ifind，华安证券研究所

本周成交额前十的港股医药股为：药明生物、三生制药、康方生物、信达生物、中国生物制药、石药集团、百济神州、云顶新耀、药明康德、微创医疗。

图表 9 港股医药股成交额前十（本周）

序号	代码	公司名称	自由流通市值（亿元）	总市值（亿元）	收盘价（元）	周成交额（亿元）
1	2269. HK	药明生物	1, 159. 56	1, 166. 20	31. 50	106. 33
2	1530. HK	三生制药	621. 12	621. 12	28. 45	96. 68
3	9926. HK	康方生物	1, 217. 64	1, 217. 64	149. 10	86. 43
4	1801. HK	信达生物	1, 386. 54	1, 386. 54	89. 15	78. 23
5	1177. HK	中国生物制药	1, 155. 58	1, 155. 58	6. 77	65. 23
6	1093. HK	石药集团	904. 68	904. 68	8. 63	57. 84
7	6160. HK	百济神州	2, 285. 92	2, 556. 15	176. 20	53. 14
8	1952. HK	云顶新耀	208. 71	208. 71	70. 00	51. 33
9	2359. HK	药明康德	346. 71	2, 555. 51	98. 45	45. 60
10	0853. HK	微创医疗	184. 16	184. 16	10. 94	44. 94

资料来源：ifind，华安证券研究所

3 周观点：医药细分行业持续发散，各细分行业进入逻辑挖掘期

本周申万医药指数继续跑赢沪深 300 指数。本周领涨的个股特点是具备某个领域的创新属性或者具备潜力大品种，器械公司也得到市场的关注；而领跌个股则以前期涨幅较大的个股为主，st、热门个股居多，均为市场热度过大。港股创新药依旧领涨，HSCIH 周涨幅达 0. 69%，保持平稳。

本周的医药板块变化在于医保局在“反内卷”的指引下，要求集采政策不能唯低价从而引发市场对于“仿制药和医疗器械”板块的关注，医疗器械的高值耗材由于一直被集采压制股价一直低位徘徊，本周的定调，让市场重新关注低位的医疗器械和 IVD 板块，人工晶体、镜下耗材、骨科、神经外科等得到资金的青睐；而同时，业绩稳定，走过了集采的仿制药公司，也因为其创新的布局而得到市场的关注。今年以来，我们一直维持医药

板块底部的判断，并重点把推荐标的放在了硬科技的创新（创新药、创新器械等），其中创新药变为市场热点，并持续在发酵中，市场很多的非主流公司也因为具备创新药的布局 and 管线而大涨，并引发市场的更大的关注。我们认为在医药板块，创新的硬科技依旧会是市场的主要方向之一，创新板块包括创新药、创新器械、AI 医疗等，也包括新技术的脑机接口、机器人和干细胞等细分的方向。

在创新药板块引发市场对医药板块关注的同时，我们一方面着眼于创新药标的持续挖掘，接下来我们认为药品公司的思路会聚焦“药品龙头公司（具备技术平台+大市值）+存量药品业务稳定而有额外新增量如投资参股、BD 等参与了创新（原料药公司参与的创新品种有新进展，例如华海药业、仙琚制药、吉贝尔等）”；另外一方面也需要关注筹码结构出清而低估值的标的，拉长到 2025 年底维度看，一些标的也相对容易跑出绝对收益（冷门的 IVD、器械等）。

总体投资思路，主要分为（1）创新药板块；（2）其他板块的思路和思考。

第一，创新药板块：对应赛道为思路对应的公司，除了覆盖的明确推荐外，均作为行业梳理：核心推荐泽璟制药*、博安生物*、君实生物*，并建议配置医药板块龙头标的。

肿瘤 I02.0 为创新药核心主线，关注核心资产 BD 机会，创新药大药靶点赛道梳理：

赛道 1：PD-1+抗肿瘤血管生成（PD-1/VEGF）：康方生物 AK112、三生制药 SSGJ707、宜明昂科 IMM2510、君实生物 JS207、荣昌生物 RC148、礼新医药 LM299，以及神州细胞、华海药业等；

• 赛道 2：PD-1+treg 清除机制（PD-1/CTLA4）：康方生物 AK104、和铂医药 HBM4003、宜明昂科 IMM27M（CTLA4 单靶点）、君实生物 JS007、基石药业 CS2009（PD-1/VEGF/CTLA4 三靶点）

• 赛道 3：PD-1+促进 CD8Tcell 扩增（PD-1/IL-2）：信达生物 IBI363、君实生物 JS213、博安生物 PR201、奥赛康 ASKG322（IL-2 前药 1 期）

• 赛道 4：PD-1+激活 T 细胞（PD-1/TIGIT）：海外对标阿斯利康（多项 NSCLC 3 期）、泽璟制药 ZG005（PD-1/TIGIT 2 期）、汇宇制药 HY-0007（PD-/TIGIT/IL-15 1 期）

• 赛道 5：其他解决未满足临床需求的管线：CNS 小分子——绿叶制药 LY03012 等（NET/DAT/GABAAR 三靶点解决抑郁患者自杀倾向）等；TCE——泽璟制药 ZG006 等（CD3/DLL3/DLL3）、和铂医药 HBM7022（CLDN18.2/CD3）、HBM7020（BCMA/CD3 等）；

HIV——艾迪药业长效预防制剂 ACC027 及整合酶抑制剂 ACC017 等产品组合。

• 赛道 6：新技术领域前瞻布局：双抗 ADC——基石药业、康宁杰瑞等；CAR-T——科济药业、云顶新耀；siRNA——石药集团、前沿生物、丽珠集团等；

第二，其他板块的思路和思考：

（1）医疗硬科技：硬设备/硬耗材/创新药，迈瑞医疗*、联影医疗*、开立医疗*、华大智造*、亚辉龙*、爱博医疗*等；惠泰医疗*、迈普医学*等，关注高值耗材相关的标的例如安杰思、南微医学、心脉医疗、微电生理等；泽璟制药*、博安生物*、君实生物*、科伦药业*、绿叶制药*、艾迪药业*、亿帆医药*等，同时关注新诺威、恒瑞医药、康方生物、信达制药；

（2）医疗消费：眼科、口腔、体检、医美等，爱尔眼科*、通策医疗*、美年健康*、固生堂*、普瑞眼科等、中药 otc（同仁堂*、云南白药*、华润三九*、东阿阿胶*、马应龙、贵州三力*等）、家用器械（可孚医疗*、三诺生物*、英诺特*、鱼跃医疗等）；

（3）出海（海外业务占比相对较高）：迈瑞医疗*、新产业*、美好医疗*、瑞迈特*、

科兴制药*、亿帆医药*、君实生物*、康哲药业*等；关注安杰思、南微医学、九安医疗、凯莱英*、康龙化成、药康生物*、甘李药业*、迈普医学*；

(4) 大国央企医药企业做大做强：天士力*、中国医药、重药控股、环球医疗*、华润三九*、国药控股等标的；

(5) 相对新的技术方向落地（AI、脑机接口、机器人、干细胞等）：AI 医疗相关的标的包括润达医疗、美年健康、迪安诊断、金域医学、固生堂等；脑机接口相关标的包括诚益通、翔宇医疗、爱朋医疗、三博脑科、麦澜德*等；机器人相关标的包括天智航、康基医疗、三友医疗*等；干细胞标的包括中源协和、九芝堂等。

3.1 周关注：仿制药公司的第二增长曲线得到关注的公司

今年以来创新药持续惊喜的 BD 出海以及优质创新管线的陆续获批或取得新进展，使得创新药板块关注度持续提高。除头部 Pharma、Biotech，仿制药企、原料药企及 CXO 企业基于数年技术积累储备，同样有较多优质创新资产值得关注。

图表 10 仿制药创新管线

公司名称	药物/管线名称	靶点	适应症	进展
仙琚制药	注射用奥美克松钠	/	拮抗罗库溴铵诱导的中度神经肌肉阻滞	临床 III 期
	注射用 GZ1S	/	术后镇痛	临床 II/III 期
	GZ4D 吸入粉雾剂（萃泽医药）	/	肺曲霉菌病	临床 I 期
华海药业	HB0025	PD-L1/VEGF	子宫内膜癌、非小细胞肺癌等	临床 II 期
	HB0030	TIGIT	多种实体瘤	临床 Ib/II 期
	HB0028	PD-L1/TGF- β	多种实体瘤	临床 I 期
	HB0036	PD-L1/TIGIT	多种实体瘤	临床 I 期
	HB0052	CD73-ADC	多种实体瘤	临床 I 期
	HB0045	CD73 cocktail	实体瘤	临床 I 期
	H0T-1030	CD137	多种实体瘤	临床 I 期
	HB0017	IL-17A	中重度斑块状银屑病、银屑病性关节炎、强直性脊柱炎	临床 III 期
	HB0034	IL-36R	脓疱银屑病、系统性红斑狼疮、溃疡性结肠炎	临床 II 期
	HB0056	TSLP/IL-11	哮喘、特应性皮炎、特发性肺纤维化、慢性阻塞性肺病	临床 I 期
	HB0043	IL-17A/IL-36R	化脓性汗腺炎、狼疮肾炎、慢性肾病、特应性皮炎	pre-IND
	HB002.1M	VEGF	年龄相关性黄斑变性、糖尿病性黄斑水肿	临床 II 期
	STC007	KOR	手术后镇痛和尿毒症瘙痒	临床 III/II 期
阳光诺和	STC008	GHSR	晚期实体瘤患者的肿瘤恶液质	临床 I 期

	ZM001	CD19	中重度系统性红斑狼疮	临床 I 期
	JJH201501	/	抑郁症	临床 III 期
吉贝尔	JJH201601	/	肿瘤	临床 II 期
	宫血间充质干细胞注射液（参股公司）		特发性肺纤维化（IPF）、病毒导致的重症肺炎	临床 II 期
昂利康	ALK-N001	TAC	晚期实体瘤	临床 I/II 期
华纳药厂	ZG-001	BDNF-TrkB	抑郁症	临床 II 期
振东制药	阴道用乳杆菌二联活菌胶囊		细菌性阴道炎	临床 III 期

资料来源：公司官网，公司公告，CDE，华安证券研究所

4 本周新发报告

4.1 CXO2025 中期策略：最坏时刻已过，积极关注出海与国内复苏

我们 2025 年 7 月 21 日发布报告《CXO2025 中期策略：最坏时刻已过，积极关注出海与国内复苏》，核心观点如下：

CXO 行业内生动能的本质驱动是终端需求，随着产能与需求的动态协调推动周期变化。近两年行业需求仍有待修复，产能相对过剩，供需矛盾依旧存在，从周期角度看仍处于拐点待向上阶段。展望 2025 年及后续几年，1）需求端随着全球步入降息周期，已逐步复苏，业绩端陆续兑现；2）供给端因部分头部企业放缓扩产进程，中小企业部分关停，产能持续去化，行业整体趋向动态平衡发展；3）业绩端，2025 年部分企业大订单高基数影响已基本消化出清，CXO 行业将进入平稳增长阶段。

外部宏观环境有所缓解，估值陆续修复。25 年 4 月受关税政策冲击，部分出海 CXO 公司出现较大幅度回撤。从业务层面看，CRO 业务属服务类业务，不受商品关税影响；CDMO 特别是商业化项目直发美国市场的占比较少，预计影响有限。供应链的转移非一朝一夕能够落地的。目前看出海 CXO 仍然是增长确定性更强的，同时部分企业已积极采取措施以规避风险，如剥离美国受限业务，以欧洲、东南亚作为国际化产能新方向等。随着中美关税的边际缓和，CXO 企业已逐步迎来估值修复。

关注内需修复及行业出清后集中度提升。国内创新药支持政策频出，行业需求有望逐步回暖。同时 H 股市场的回暖、科创板第五套标准的重启、创新药 BD 的火热等均为早期研发的需求复苏提供新动能。此外国内 CXO 企业经历几年需求遇冷、价格竞争，倒逼企业降本增效，成本结构的改善具有持续性。目前价格竞争已趋缓，企业利润率水平有望逐步回升。

投资建议

海外加速成长，业绩稳定：药明康德、凯莱英、皓元医药等；内需改善优先修复：泰格医药、普蕊斯、诺思格、药康生物、百普赛斯、昭衍新药、纳微科技等；其他：阳光诺和等。

风险提示：创新药研发不及预期的风险；原材料成本上涨风险；投融资持续波动风险；国际汇率变动风险；地缘政治与贸易冲突风险；技术人才紧缺和人才流失的风险。。

4.2 2024 年&2025Q1 医疗服务、生物制品板块业绩总结和投资展望

我们 2025 年 7 月 23 日发布报告《2024 年&2025Q1 医疗服务、生物制品板块业绩总结和投资展望》，核心观点如下：

医疗服务核心观点：专科服务领域逆势增长，康复养老新蓝海

2024 年，DRG/DIP 支付 2.0 全面落地，倒逼医院降本增效，公立医院收入承压，民营医院分化明显（龙头企业受益于合规化运营，中小机构面临淘汰）；宏观经济环境整体延续疲软，叠加人工耳蜗等高值耗材纳入集采，板块内部标的整体承压，利润端分化明显。

进入 2025 年，老年医学科的大范围普及、AI 赋能与数字化升级等利好带动下，我们建议关注具备优秀的经营管理能力与可复制的商业模式的专科医院。DRGs 控费的环境下医疗服务（医院）有望持续出清，拥有更强的经营管理能力的医院有望持续受益，持续提高渗透率及份额，并有望提升盈利能力。

建议关注：具备优秀的经营管理能力与可复制的商业模式的专科连锁

中医医疗服务，建议关注固生堂（稀缺的中医诊疗服务连锁机构，逆周期属性明显，经营韧性强，业绩确定性高；中医诊疗需求持续扩大，公司作为供给驱动型发展模式，持续绑定中医师，发展空间广阔）。

肿瘤医疗服务，建议关注海吉亚医疗（择期属性弱、业绩稳定，体内多家医院进入快速爬坡期，内生外延增长确定性高，业绩进入收获期）。

体检医疗服务，建议关注美年健康（客单价持续提升，AI 赋能业务）。

经营管理能力强的严肃医疗

建议关注盈康生命（定增预期年内落地，外延并购双主业齐下，股权激励增长提供动力）、国际医学（新院区消费专科属性强爬坡快，单床产出持续提高，盈亏平衡点有望提前）。

风险提示：新产品放量不及预期；行业竞争加剧风险；全球地缘政治因素影响。

生物制品：行业景气度持续提升，2025 年业绩可期

生物制品--疫苗核心观点：需求分化，加速出海

疫苗行业：后疫情时代，需求分化，流感疫苗、肺炎疫苗等常规疫苗复苏，看好拥有大单品及优质管线储备、具备国际化战略布局的企业全球传染病防控需求持续存在，例如流感、肺炎等常见传染病以及一些新兴传染病的威胁，促使人们对疫苗的需求不断增加。同时，三年疫情过后，公众健康意识提升，对疫苗的认知度和接受度提高，尤其是二类苗（自费疫苗）市场，如 9 价 HPV 疫苗、带状疱疹疫苗等需求旺盛，成人疫苗市场潜力也在不断释放。然而板块内标的仍有不同程度的产能需要出清，叠加新生儿数量的减少，疫苗行业增长略显乏力，出海或为疫苗行业未来重点发展空间。

带状疱疹疫苗：重磅成人疫苗品种，2024 年 GSK 实现全球收入 33.64 亿英镑，国内渗透率低、行业竞争格局良好，商业化空间广阔，相关公司包括智飞生物（GSK 独家合作推广销售，三年最低采购金额约 206 亿元，市场空间广阔，公司成长空间打开）、百克生物（国产首款带状疱疹疫苗，价格低副作用小适用人群更广）。流感疫苗：因新冠后公众健康意识提升，接种率持续上升。肺炎疫苗：13 价/23 价肺炎疫苗（如沃森生物、辉瑞、康泰）在老年人群中渗透率提升。

风险提示：出海进度不及预期，行业竞争加剧等。

生物制品--血制品核心观点：并购整合加速，国产替代空间可期

2024 年中国血制品行业呈现“供给放量、价格承压、集中度提升”的复杂格局，行业整体增速放缓但结构性机会显现。

供给端看，（1）外部大环境的变动：2024 年海外进口白蛋白降价冲击国内价格市场，产能过剩导致供大于求，白蛋白价格下滑明显，利润空间收窄；随后特朗普增加关税，基立福（Grifols）、奥克特珐玛（Octapharma）等外资企业收缩在中国的业务，国产替代加速。白蛋白进口占比超 60%，国产替代空间超百亿市场。（2）国内行业集中度提升：2024 年，华润博雅收购了绿十字香港，天坛生物并购了武汉中原瑞德，推动行业集中度不断提升，浆站资源向龙头集中；目前国内正常经营的血液制品生产企业不足 30 家，按企业集团合并计算后户数约 17 家。（国外：目前仅剩不到 20 家血液制品企业，其中美国 5 家，欧洲 8 家。杰特贝林、基立福、武田、奥克特珐玛等 4 家血液制品巨头是其中的佼佼者，全球血液制品行业整体呈寡头垄断竞争态势。）（3）地方集采常态化：2024 年 11 月 5 日，鹰潭发布《江西省鹰潭采购联盟药品统一目录带量采购公告（2024 年第二批）》，将狂免纳入该采购目录。11 月 8 日，江苏省医保局发布《第五轮药品集中带量采购公告》，将重组 VIII 因子、人凝血 VIII 因子、人血白蛋白、破免 4 个产品纳入该采购目录。11 月 28 日，重庆医保局公布《“三进”集采药品清单》，将重组 VIII 因子、人凝血 VIII 因子纳入该清单。虽然集采纳入产品不断增加，范围不断扩大，幸而血制品降价幅度温和，降价幅度约 5%-15%。

小结：2024 年，不论是国际环境的变动还是国内加速并购，带给供给端的压力持续升温，好在集采降幅缓和，AI 技术优化赋能带来吨浆产值的提升空间，且 2025 年政策或放宽，浆站审批有望提速，血制品行业景气度依旧稳定向好发展。

需求端看，疫情放开后的院内需求阶段性爆发，带动血制品领域的共识提升，随着人口老龄化加速、重大疾病发病率上升、临床应用拓展以及医疗水平的提高，临床需求保持稳定增长。核心产品静丙的需求仍处于紧平衡状态，价格端变动较小，利润空间可观，人白国产替代仍有一定可期待空间。未来随着血制品临床价值认知的持续提高，以及分离提纯技术的提高所带来的产品迭代，血制品市场规模有望进一步扩大，需求有望加速增长。

2024 年血制品行业在政策调控与进口冲击下进入调整期，但行业集中度提升和技术创新为龙头带来结构性机会。未来需关注浆站审批节奏、集采扩围范围及企业产品升级能力，具备浆站资源+高毛利产品管线的企业将胜出有望。建议关注：博雅生物，上海莱士，天坛生物等。

风险提示：政策不确定性，市场竞争加剧，扩张不及预期。

风险提示

政策风险，竞争风险，股价异常波动风险。

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，研究所副所长、医药首席分析师；中山大学本科、香港中文大学硕士；曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团、诚通证券和华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

联系人：李雨涵，医药行业分析师助理，湖南大学本硕，生物技术+金融硕士复合背景，主要研究方向为血制品、疫苗板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

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

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。