

# 制药板块三季报总结： 赛道分化延续，创新药放量提速

## 医药组

分析师：甘坛焕（执业S1130525060003） [gantanhuan@gjzq.com.cn](mailto:gantanhuan@gjzq.com.cn)

分析师：姜铸轩（执业S1130525070015） [jiangzhuxuan@gjzq.com.cn](mailto:jiangzhuxuan@gjzq.com.cn)

分析师：唐玉青（执业S1130525080003） [tangyuqing@gjzq.com.cn](mailto:tangyuqing@gjzq.com.cn)

分析师：马居东（执业S1130525070004） [majudong@gjzq.com.cn](mailto:majudong@gjzq.com.cn)

联系人：刘创 [liuchuang@gjzq.com.cn](mailto:liuchuang@gjzq.com.cn)

# 投资要点

## 核心结论：

- **药品板块：整体业绩稳健，利润端有所提振。**药品板块企业（据申万行业分类共选取132家样本企业）2025Q1-Q3整体营业收入/归母净利润增速为-3%/-8%，整体业绩稳健；2025Q3营业收入/归母净利润增速为-1%/+17%，板块利润端得益于创新药License out出海、企业运营增效等因素，迎来较大提振。板块销售费用率/管理费用于2025Q1-Q3增速分别为-3%/持平，2025Q3增速分别为-3%/-2%，运营费用整体平稳；研发费用于2025Q1-Q3、2025Q3增速分别为+4%、+5%，创新研发投入力度持续提高。
- **Pharma重点个股：业绩持续分化，创新转型进度靠前的大型企业表现较好。**代表性Pharma企业（选取17家）2025Q1-3整体营业收入/归母净利润增速为-0.7%/+4.5%，平均净利润率约为13%（同比增长0.7pct），其中2025年Q1-3收入规模百亿元以上的6家Pharma收入/利润增速为-1.9%/+4.4%，平均净利润率约为12%（同比增长0.7pct），业绩稳健增长；年收入规模不足百亿元的11家Pharma增速为4.3%/4.7%，平均净利润率约为18%（同比增长0.1pct），收入利润总体保持平稳，主要为海思科、科伦药业、泰恩康等部分企业短期利润承压所致。因此，从个股来看，创新转型及产品具有高壁垒属性的头部Pharma业绩表现更佳。
- **Biotech重点个股：放量提速，盈亏平衡点渐近。**Biotech公司仍处快速放量期，11家代表性Biotech2025Q1-3产品累计营收（不含里程碑收入）约124亿元，同比增速约31%。多因素催化Biotech公司核心大单品及整体收入快速提升。我们认为产品收入快速放量得益于出海、产品疗效优势、医保对创新药支付端的倾斜及产品独家适应症带来的强护城河优势当前，国内创新药企临床管线全球竞争力持续提升、医保政策及商保对创新药加速倾斜，国内多家创新药企有望持续步入业绩收获期，盈亏平衡点渐近。
- **生物制品：疫苗、血制品板块仍处于下行通道，细分赛道龙头延续增长态势。**代表性生物制品企业（选取14家）2025年前三季度整体营业收入/归母净利润增速为-25%/-50%，业绩持续承压；其中疫苗板块多数企业第三季度亏损扩张，血制品板块剔除收并购、子公司并表等因素后，毛利率下行导致整体内生盈利能力下降。分季度看，板块整体2025Q1收入/归母净利润增速为-41%/-57%，2025Q2收入/归母净利润增速为-18%/-45%，2025Q3收入/归母净利润增速为-14%/-45%，三季度收入端下滑趋势稍微减缓。从个股来看，竞争格局佳、壁垒高的细分赛道龙头业绩延续上半年良好增长态势。

**投资建议与估值：**我们认为，创新药主线和左侧板块困境反转依旧是2025-2026年医药板块的最大投资机会。创新药建议关注泛癌种潜力的双/多抗药物，解决未满足临床需求的慢病药，持续关注ADC、双抗/多抗、小核酸赛道等的投资机会。

**风险提示：**汇兑风险；国内外政策风险；临床试验进展不及预期风险；产品上市审评进展不及预期风险。

# 目录

01

药品板块：整体业绩稳健，增长动能从仿制药向创新药切换

02

Pharma：业绩分化，创新转型进度靠前的大型企业表现较好

03

Biotech：仍处于快速放量期，盈亏平衡点渐近

04

生物制品：板块表现分化，疫苗、血制品板块持续承压

05

风险提示



# 01

## 药品板块：整体业绩稳健，利润端有所提振

# 药品板块：整体业绩稳健，利润端有所提振



- 药品板块企业（据申万行业分类共选取132家样本企业）2025Q1-Q3整体营业收入/归母净利润增速为-3%/-8%，整体业绩稳健；2025Q3营业收入/归母净利润增速为-1%/+17%，板块利润端得益于创新药License out出海、企业运营增效等因素，迎来较大提振。板块销售费用率/管理费用于2025Q1-Q3增速分别为-3%/持平，2025Q3增速分别为-3%/-2%，运营费用整体平稳；研发费用于2025Q1-Q3、2025Q3增速分别为+4%、+5%，创新研发投入力度持续提高。

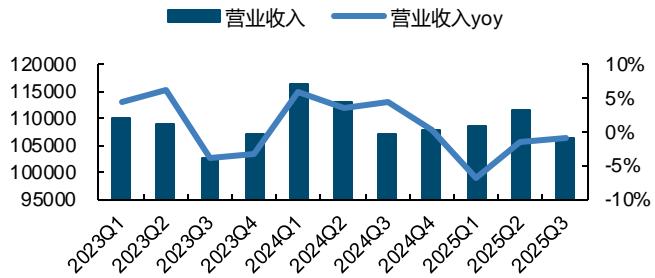
IH25板块整体业绩稳健，且利润端迎来较大提振（百万元）

	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	25Q1-Q3增速	2024Q3	2025Q3	25Q3增速
营业收入	336845	326286	-3%	107220	106255	-1%
毛利润	181018	174548	-4%	56554	56717	0%
销售费用	75551	73126	-3%	24502	23676	-3%
管理费用	26821	26724	0%	9354	9124	-2%
研发费用	32400	33663	4%	10900	11448	5%
财务费用	1656	1667	1%	-4	-9	161%
所得税	7685	7597	-1%	2174	2133	-2%
归母净利润	34060	31165	-8%	8082	9463	17%
扣非净利润	31034	26873	-13%	7049	8293	18%
应收账款	96415	100195	4%			
存货	81372	78519	-4%			
固定资产净值	177112	187839	6%			
在建工程	42529	36842	-13%			
长期股权投资	54800	56734	4%			
经营性现金流	48356	49190	2%			

来源：iFind，国金证券研究所

# 药品板块：整体业绩稳健，利润端有所提振

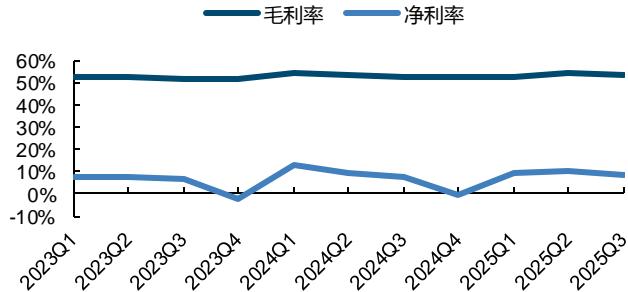
营业收入整体稳健（百万元）



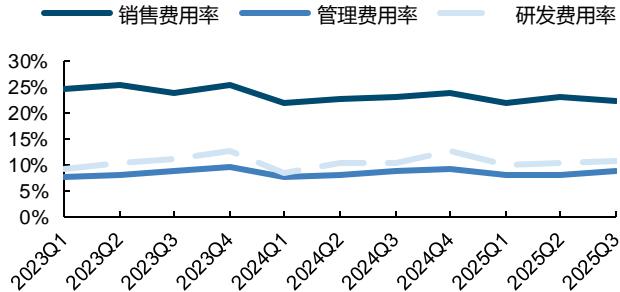
利润水平维持高位区间（百万元）



板块毛利率稳定，利润率同比改善



板块费用率整体稳定



资料来源：iFind，国金证券研究所



02

*Pharma*：业绩分化，创新转型进度靠前的  
大型企业表现较好



# Pharma：业绩分化，创新转型进度靠前的大型企业表现较好



代表性 Pharma 企业（选取17家）2025Q1-3整体营业收入/归母净利润增速为-0.7%/+4.5%，平均净利润率约为13%（同比增长0.7pct），其中 2025年Q1-3收入规模百亿元以上的6家 Pharma 收入/利润增速为-1.9%/+4.4%，平均净利润率约为12%（同比增长0.7pct），业绩稳健增长；年收入规模不足百亿元的11家 Pharma 增速为4.3%/4.7%，平均净利润率约为18%（同比增长0.1pct），收入利润总体保持平稳，主要为海思科、科伦药业、泰恩康等部分企业短期利润承压所致。因此，从个股来看，创新转型及产品具有高壁垒属性的头部 Pharma 业绩表现更佳。

25Q1-3利润增速高于收入，创新转型及产品具有高壁垒属性的头部 Pharma 业绩表现更佳								
股票代码	公司名称	市值规模 (亿元)	营业收入 (亿元)	营业收入YOY (%)	毛利率 (%)	毛利率变动 (pct, %)	归母净利润 (亿元)	归母净利润YOY (%)
A股								
600276	恒瑞医药	4,404.16	231.88	15%	86.22	0.25	57.51	24%
000963	华东医药	777.06	326.64	4%	33.52	0.97	27.48	7%
600196	复星医药	720.35	293.93	-5%	48.20	-0.74	25.23	25%
002653	海思科	621.11	33.00	20%	73.90	1.34	2.95	-23%
002422	科伦药业	582.65	132.77	-21%	47.89	-4.62	12.01	-51%
002294	信立泰	561.31	32.41	8%	75.25	3.18	5.81	14%
002773	康弘药业	370.92	36.24	6%	90.33	0.45	10.33	6%
000513	丽珠集团	340.99	91.16	0%	66.39	0.58	17.54	5%
600079	人福医药	332.97	178.83	-7%	47.95	1.19	16.89	6%
002262	恩华药业	251.31	44.71	8%	76.02	2.27	11.06	8%
600380	健康元	227.22	114.78	-4%	62.93	-0.14	10.91	-2%
002755	奥赛康	223.22	14.34	4%	79.80	-2.03	2.23	76%
002019	亿帆医药	186.47	39.23	2%	47.82	0.17	3.88	6%
002020	京新药业	162.39	30.48	-5%	50.07	-1.04	5.76	0%
301263	泰恩康	156.24	5.26	-8%	55.61	-5.80	0.31	-73%
688091	上海谊众	143.00	2.43	43%	83.29	-11.30	0.51	46%
603590	康辰药业	89.51	6.92	7%	90.15	0.78	1.28	13%

来源：iFind，国金证券研究所

# Pharma：业绩分化，创新转型进度靠前的大型企业表现较好



降本增效效果显著，研发投入保持增长。代表性 Pharma 企业整体 2025Q1-3期间费用率同比上升1 pct，其中收入规模百亿元以上企业变动+1pct、百亿元以下企业保持不变，头部 Pharma 的运营效率维持较高水平。25Q1-3部分Pharma研发支出增加导致整体费用率略有提升，但研发费用支出将保证公司未来的长期增长。

运营提效，部分企业研发费用率有增强趋势

股票代码	公司名称	营业收入 (亿元)	销售费用 (亿元)	销售费用 率 (%)	研发费用率 YOY (%)	研发费用 (亿元)	研发费用 率 (%)	研发费用率 YOY (%)	管理费用 (亿元)	管理费用 率 (%)	管理费用率 YOY (%)
A股											
600276	恒瑞医药	231.88	67.80	29%	-1%	49.45	21%	-1%	21.27	9%	0%
000963	华东医药	326.64	47.92	15%	0%	15.08	5%	2%	10.90	3%	0%
600196	复星医药	293.93	62.69	21%	0%	27.30	9%	1%	30.67	10%	0%
002653	海思科	33.00	11.89	36%	1%	5.42	16%	3%	3.10	9%	1%
002422	科伦药业	132.77	21.49	16%	1%	16.33	12%	3%	9.30	7%	1%
002294	信立泰	32.41	12.54	39%	2%	3.63	11%	1%	2.09	6%	0%
002773	康弘药业	36.24	13.95	39%	1%	3.34	9%	-1%	3.57	10%	0%
000513	丽珠集团	91.16	26.04	29%	2%	6.83	7%	-1%	4.50	5%	0%
600079	人福医药	178.83	32.91	18%	0%	10.50	6%	0%	12.45	7%	0%
002262	恩华药业	44.71	14.14	32%	1%	5.13	11%	1%	2.24	5%	1%
600380	健康元	114.78	30.33	26%	2%	9.31	8%	-1%	6.65	6%	0%
002755	奥赛康	14.34	7.47	52%	-4%	1.15	8%	-4%	0.89	6%	0%
002019	亿帆医药	39.23	9.11	23%	-2%	1.92	5%	0%	2.84	7%	0%
002020	京新药业	30.48	4.83	16%	-2%	2.74	9%	1%	1.40	5%	1%
301263	泰恩康	5.26	1.44	27%	11%	0.54	10%	0%	0.64	12%	3%
688091	上海谊众	2.43	0.88	36%	-13%	0.55	22%	7%	0.19	8%	-1%
603590	康辰药业	6.92	3.27	47%	-3%	0.33	5%	-1%	0.99	14%	1%

来源：iFind，国金证券研究所



# 03

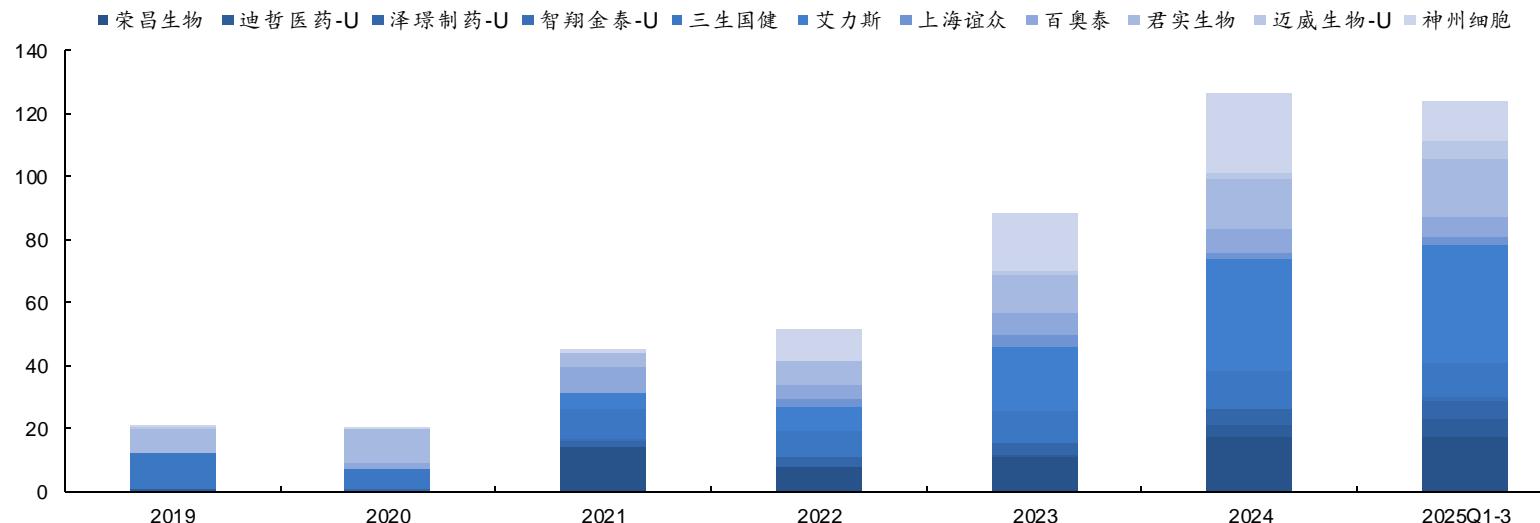
*Biotech* : 仍处于快速放量期，盈亏平衡点渐近



# Biotech：仍处于快速放量期，盈亏平衡点渐近

Biotech公司仍处快速放量期，11家代表性Biotech 2025Q1-3产品累计营收（不含里程碑收入）约124亿元，同比增速约31%。多因素催化Biotech公司核心大单品及整体收入快速提升。我们认为产品收入快速放量得益于出海、产品疗效优势、医保对创新药支付端的倾斜及产品独家适应症带来的强护城河优势当前，国内创新药企临床管线全球竞争力持续提升、医保政策及商保对创新药加速倾斜，国内多家创新药企有望持续步入业绩收获期，盈亏平衡点渐近。

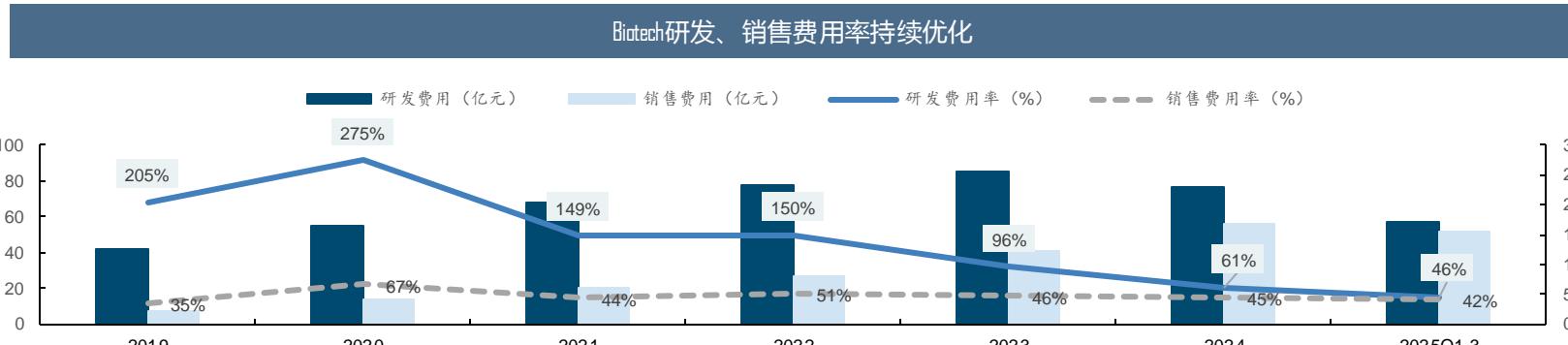
11家代表性Biotech累计营收2019-2024年CAGR超44%，2025Q1-3增速31%，仍处于快速放量期（亿元）



来源：iFind，各公司公告，国金证券研究所



# Biotech：仍处于快速放量期，盈亏平衡点渐近





04

生物制品：疫苗、血制品板块仍处于下行通道，细分赛道龙头延续增长态势

# 生物制品：板块表现分化，疫苗、血制品板块仍处于下行通道



代表性生物制品企业（选取14家）2025年前三季度整体营业收入/归母净利润增速为-25%/-50%，业绩持续承压；其中疫苗板块多数企业第三季度亏损扩张，血制品板块剔除收并购、子公司并表等因素后，毛利率下行导致整体内生盈利能力下降。分季度看，板块整体2025Q1收入/归母净利润增速为-41%/-57%，2025Q2 收入/归母净利润增速为-18%/-45%，2025Q3 收入/归母净利润增速为-14%/-45%，三季度收入端下滑趋势稍微减缓。从个股来看，竞争格局佳、壁垒高的细分赛道龙头业绩延续上半年良好增长态势。

板块表现分化、疫苗/血制品整体持续承压，高成长性个股业绩表现亮眼								
股票代码	公司名称	市值规模 (亿元)	营业收入 (亿元)	营业收入YOY (%)	毛利率 (%)	毛利率变动 (pct, %)	归母净利润 (亿元)	归母净利润YOY (%)
<b>A股</b>								
300122	智飞生物	492.88	76.27	-67%	23.77	-3.46	-12.06	转亏
603392	万泰生物	713.15	14.98	-23%	53.58	-18.25	-1.73	转亏
688276	百克生物	90.51	4.74	-54%	75.40	-0.74	-1.58	转亏
300601	康泰生物	192.22	20.63	2%	73.82	-9.63	0.49	-86%
301207	华兰疫苗	131.93	8.06	-16%	76.99	-4.06	1.32	-51%
600161	天坛生物	364.43	44.65	10%	43.81	-11.52	8.19	-22%
002007	华兰生物	294.59	33.79	-3%	57.68	-4.09	7.84	-15%
000403	派林生物	149.59	16.18	-14%	46.32	-4.20	3.57	-34%
300294	博雅生物	127.37	14.74	18%	54.20	-12.46	3.43	-17%
603087	甘李药业	406.05	30.47	36%	76.18	0.82	8.18	61%
600867	通化东宝	176.86	21.80	51%	71.89	-2.58	12.02	扭亏
000661	长春高新	457.95	98.07	-6%	83.95	-1.65	11.65	-58%
300009	安科生物	182.47	19.63	2%	75.97	-1.77	5.51	-6%
688278	特宝生物	298.02	24.80	27%	92.56	-0.80	6.66	20%

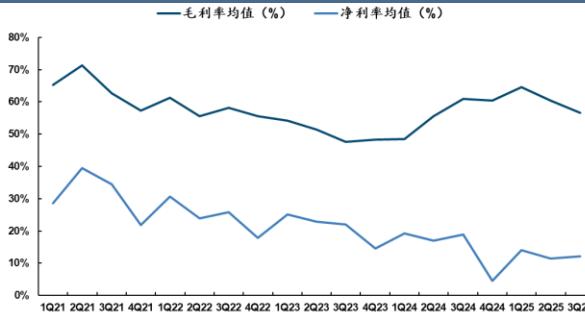
# 生物制品：板块表现分化，疫苗、血制品板块持续承压



分季度看，生物制品板块自25Q4收入端逐步改善



供给端格局未见改善趋势，板块毛利率/净利率整体持续下行



除个别公司因收入波动导致费用率出现较大变化，生物制品板块整体费用率保持稳定

股票代码	公司名称	营业收入 (亿元)	销售费用 (亿元)	销售费用率 (%)	销售费用率 YOY (%)	研发费用 (亿元)	研发费用率 (%)	研发费用率 YOY (%)	管理费用 (亿元)	管理费用率 (%)	管理费用率 YOY (%)
300122	智飞生物	76.27	16.15	21%	13%	6.69	9%	6%	2.92	4%	2%
603392	万泰生物	14.98	3.48	23%	0%	4.46	30%	-8%	2.89	19%	7%
688276	百克生物	4.74	2.85	60%	23%	1.39	29%	18%	0.82	17%	9%
300601	康泰生物	20.63	6.92	34%	0%	4.20	20%	5%	2.27	11%	-1%
301207	华兰疫苗	8.06	4.01	50%	7%	1.12	14%	5%	0.53	7%	-2%
600161	天坛生物	44.65	0.90	2%	-1%	1.03	2%	0%	3.58	8%	-1%
002007	华兰生物	33.79	6.07	18%	0%	2.35	7%	1%	1.86	6%	-2%
000403	派林生物	16.18	1.79	11%	1%	0.31	2%	-1%	1.39	9%	2%
300294	博雅生物	14.74	2.93	20%	-2%	0.37	3%	-1%	2.21	15%	5%
603087	甘李药业	30.47	9.79	32%	-5%	4.08	13%	-5%	1.96	6%	-1%
600867	通化东宝	21.80	8.29	38%	-16%	1.16	5%	0%	1.84	8%	0%
000661	长春高新	98.07	37.64	38%	8%	17.33	18%	4%	10.34	11%	2%
300009	安科生物	19.63	5.98	30%	1%	1.45	7%	1%	1.12	6%	-1%
688278	特宝生物	24.80	10.09	41%	1%	2.79	11%	1%	2.38	10%	0%

来源：iFind，国金证券研究所



# 05

## 风险提示

## 风险提示

- **汇兑风险**：部分公司存在海外业务，人民币汇率的大幅波动可能会对公司的利润产生明显影响。其程度依赖于汇率本身的波动，同时也取决于公司套期保值相关工具的使用和实施。
- **国内外政策风险**：若海外贸易摩擦导致产品出口出现障碍或海外原材料采购价格提升，将可能对部分公司的业绩增长产生影响。
- **临床试验进展不及预期风险**：药品的临床开发耗时耗资庞大，且其过程及结果具有高度不确定性。若新药出现不利的临床试验结果，将可能导致产品开发进展延缓甚至开发失败。
- **产品上市审评进展不及预期风险**：若制药产品无法及时获得各国家和地区监管机构批准，将可能导致相应公司的业绩增长受到影响。

# 特别声明

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。