

创新为王，出海扬帆

医药生物行业2025年度中期投资策略

证券分析师：杜永宏 执业证书编号：S0630522040001
联系人：付婷 联系方式：futing@longone.com.cn

证券分析师：赖菲虹 执业证书编号：S0630525050001

2025年6月27日

核心观点：

- **回顾：基本面：**2025年以来，医药生物行业整体仍处于逐渐企稳阶段，2025年前4个月，医药制造业实现营收7950.30亿元，同比下降2.10%；利润总额1089.70亿元，同比下降3.30%。我们统计的A股申万医药生物行业434家上市公司，2024FY-2025Q1整体实现营业收入同比下降0.87%和3.22%，归母净利润同比下降12.04%和上涨4.06%。**政策面：**创新药全产业链支持政策阐明顶层设计重视态度，医保丙类目录即将推出；集采政策持续优化；器械设备更新持续推进；医疗健康消费持续获政策支持。**市场面：**截至2025年6月27日，今年以来医药生物板块上涨4.21%，在申万31个行业分类居第10位，跑赢沪深300指数。创新药板块多家上市公司涨幅超100%。
- **展望：供给端：**截止2024年末我国活跃状态的原研创新药已达3575个，位居全球第一；在研管线数量达7032项，位居全球第二；创新药赛道覆盖程度达40%。2024年国内创新药IND申报数为1425项，2025年1-5月国产创新药新上市数量为25个，国产占比持续提升；2025年ASCO会议中国药企大放异彩，超过15家国内药企贡献70余项研究成果，行业整体从“模仿追赶”向“引领超越”转变。**需求端：**我国创新药企license out交易数量快速增长，研发实力被全球认可，2024年跨国MCN引进的创新药中已有31%的产品来自中国。2025年1-5月，我国创新药企共达成51个创新药项目交易，涉及总金额超480亿美元；主要有ADC、双抗、小分子等药物类型。2025年以来，抗体药物license out数量24笔，涉及交易首付款金额17亿美元，总金额达301亿美元。**支付端：**国家医保丙类目录试点预计将于2025年内落地，为创新药提供新支付通道；支持医保大数据赋能商保，推进商业保险和基本医保“一站式”结算，商保支付路径不断打通，“按疗效付费”模式扩大覆盖，为先进疗法提供更多支持。

核心观点：

- **投资建议：**创新药作为核心投资主线，建议把握“创新药+”的共振板块，以及其他子行业中拥有强 α 的公司；1.具备差异化潜力产品布局的创新药企业，重磅产品通过高额BD出海打开想象空间，估值与业绩天花板打开；2.全球医药投融资持续回暖，带动CXO以及生命科学上游景气度持续复苏，订单和报表端迎来向上转折；3、中药、器械设备、药店、医院、疫苗等细分板块中的优质投资标的。
- **个股组合：**科伦药业、荣昌生物、特宝生物、贝达药业、丽珠集团、干红制药、诺泰生物、羚锐制药、开立医疗、老百姓等。
- **风险提示：**政策风险，业绩风险，研发风险，事件风险等。



CONTENTS

一、行情回顾

二、行业概况

三、细分板块

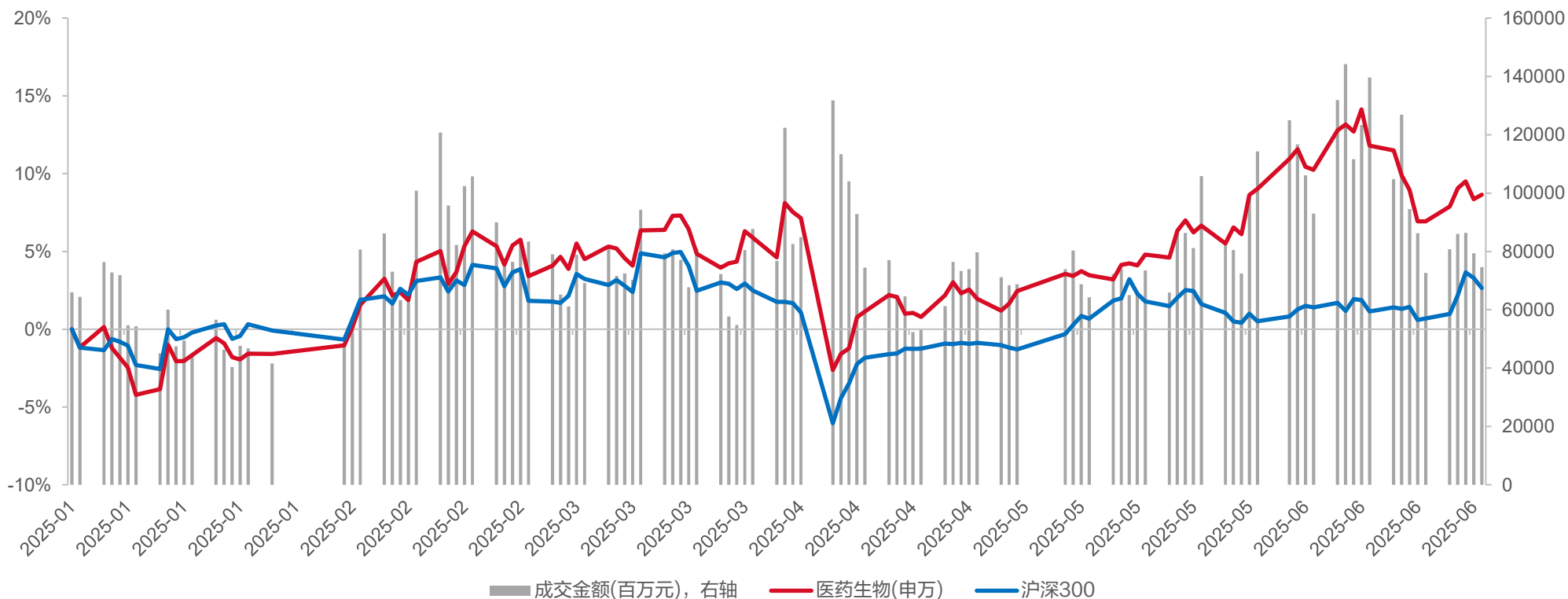
四、个股推荐

五、风险提示

A股医药生物板块2025年H1行情回顾

- 2025年初以来，受科技板块的整体热度及多家创新药公司高额BD带动，市场对创新药板块关注度骤升，板块开启估值修复过程；近期随着ASCO大会多家中国药企披露具有全球竞争力的研究成果等，进一步点燃了资金挖掘潜力创新药公司的热情，医药生物板块整体受创新药板块带动水涨船高。

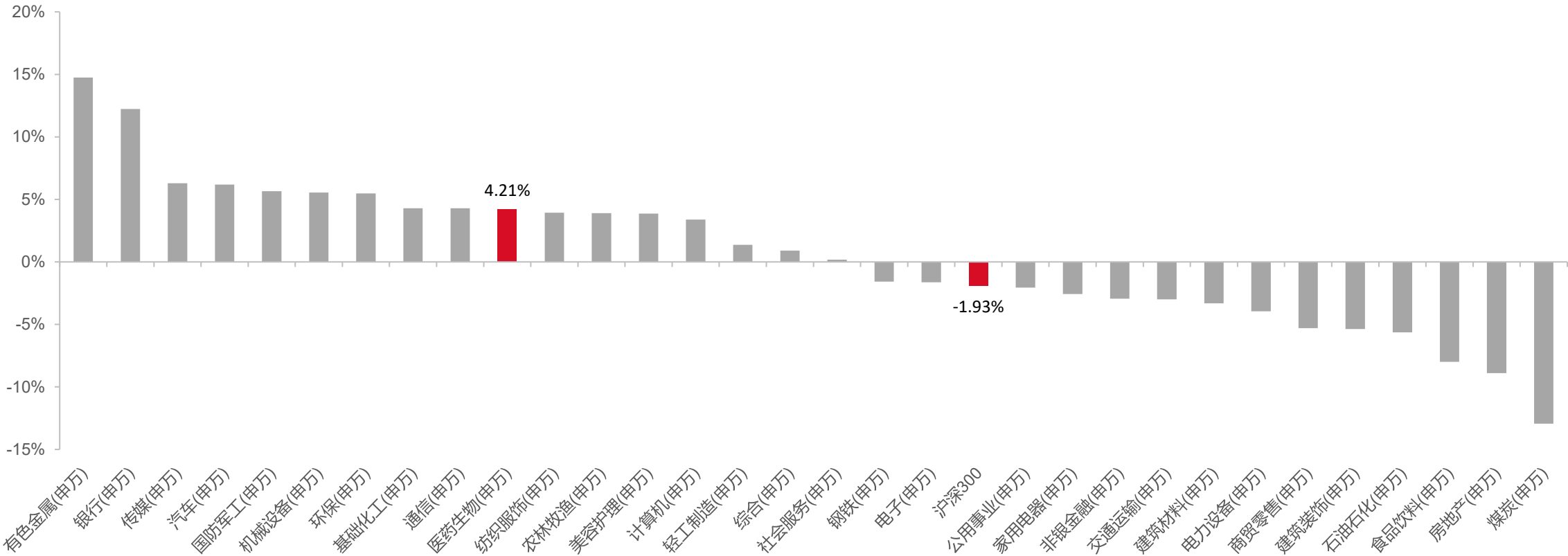
2025.01.01-2025.06.27申万医药生物行情走势



A股医药生物板块市场表现居中

- 2025.01.01-2025.06.27，医药生物板块上涨4.21%，在申万31个行业分类居第10位。

2025.01.01-2025.06.27申万行业涨跌情况

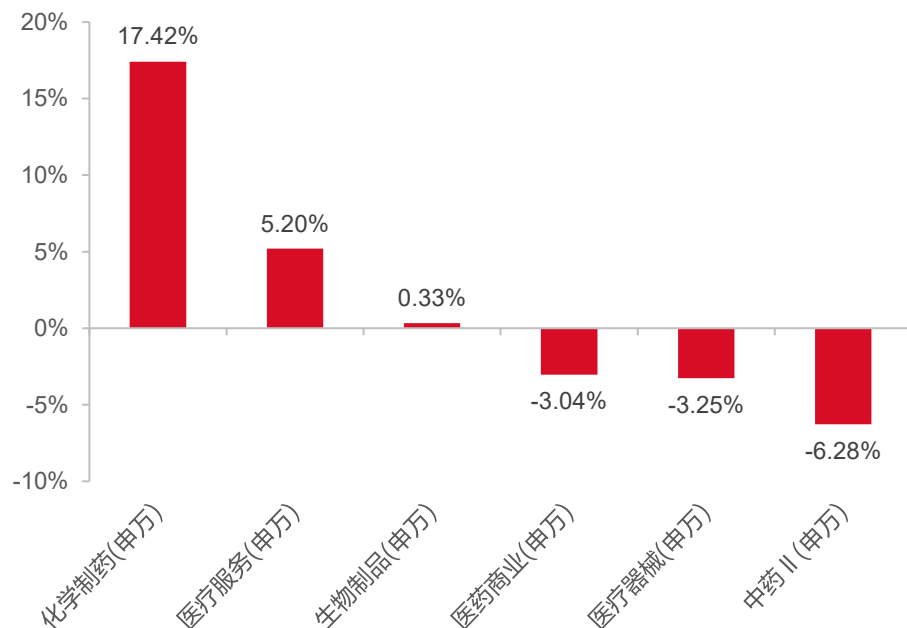


资料来源：Wind，东海证券研究所

A股医药生物子板块行情表现

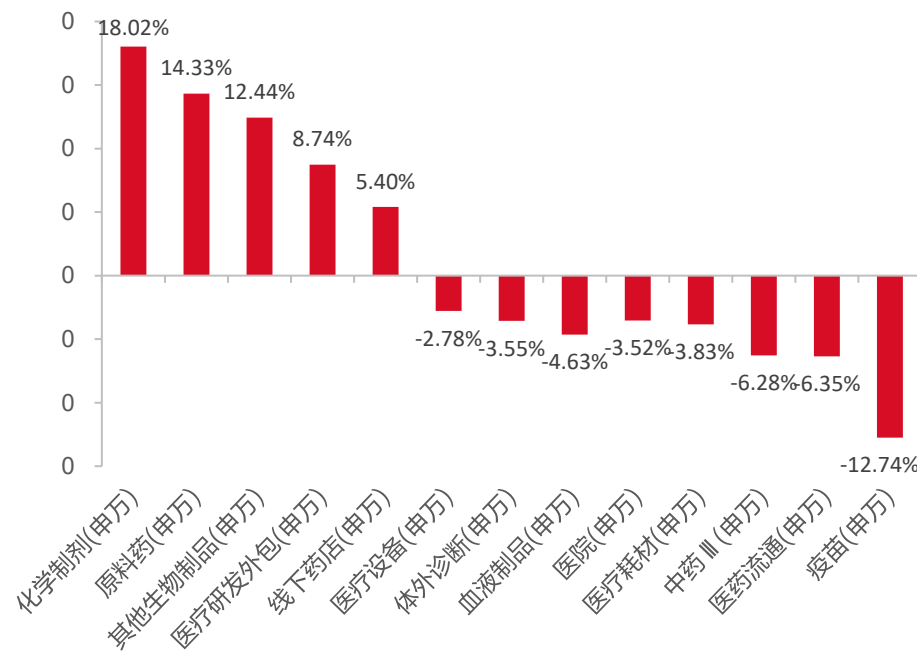
- 2025.01.01-2025.06.27期间，医药生物板块二级子行业中，化学制药、医疗服务、生物制品板块实现上涨，涨幅为17.42%、5.20%、0.33%；中药板块跌幅最大，下跌6.28%。三级子行业中，化学制剂、原料药、其他生物制品均实现10%以上的上涨；中药、医药流通和疫苗跌幅最大，疫苗下跌12.74%。

2025.01.01-2025.06.27 SW医药二级行业涨跌情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

2025.01.01-2025.06.27 SW医药三级行业涨跌情况

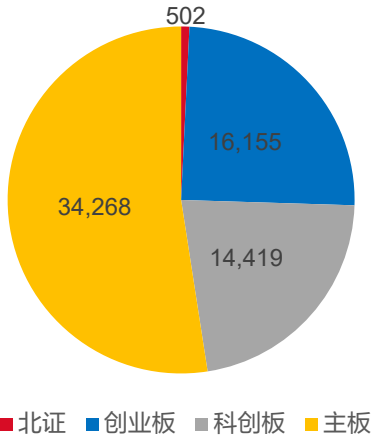


资料来源：Wind，东海证券研究所

A股医药生物板块市值情况

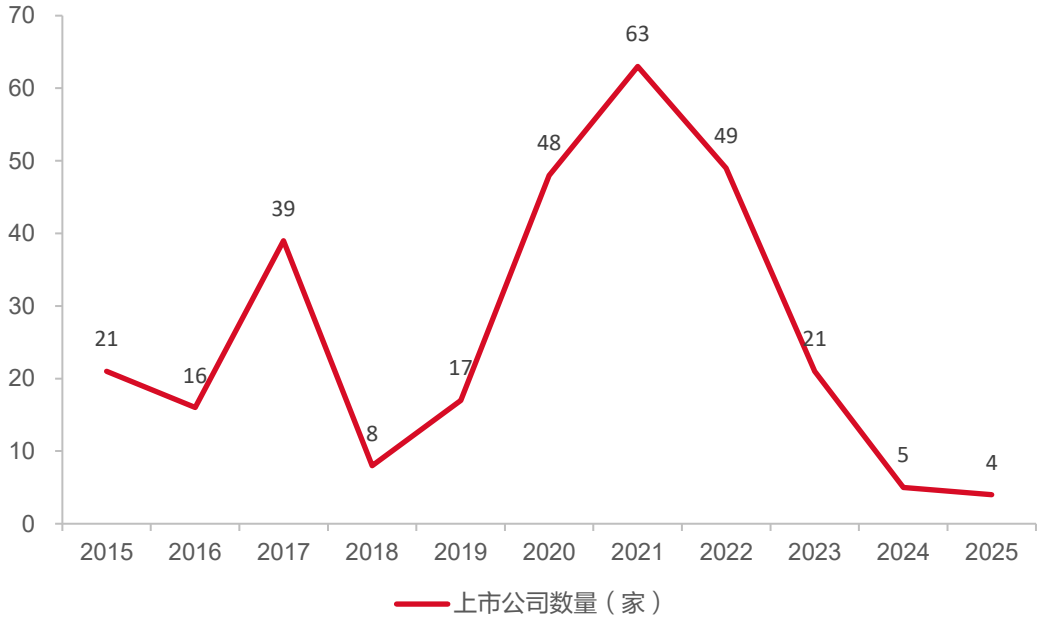
- 截至2025年06月27日，A股申万医药生物板块股票（不含B股）总数达496只，总市值达6.34万亿元。总市值板块分布上看，主板、创业板、科创板和北证市值占比分别为52.42%、24.78%、22.03%和0.78%。从个股市值分布上看，行业内219只个股市值在50亿元以下（占比44.15%）；130只个股市值在50-100亿元（占比26.21%）；129只个股市值在100-500亿元（占比26.01%）。
- 从上市公司数量上看，2020-2022年上市企业数量较多，2023年至今上市节奏放缓。

A股申万医药生物行业市值分布（亿元）



个股数量 (只)	
>1000亿元	8
500-1000亿	10
100-500亿	129
50-100亿元	130
<50亿元	219

2015-2025年A股申万医药生物行业新增上市公司数量（家）



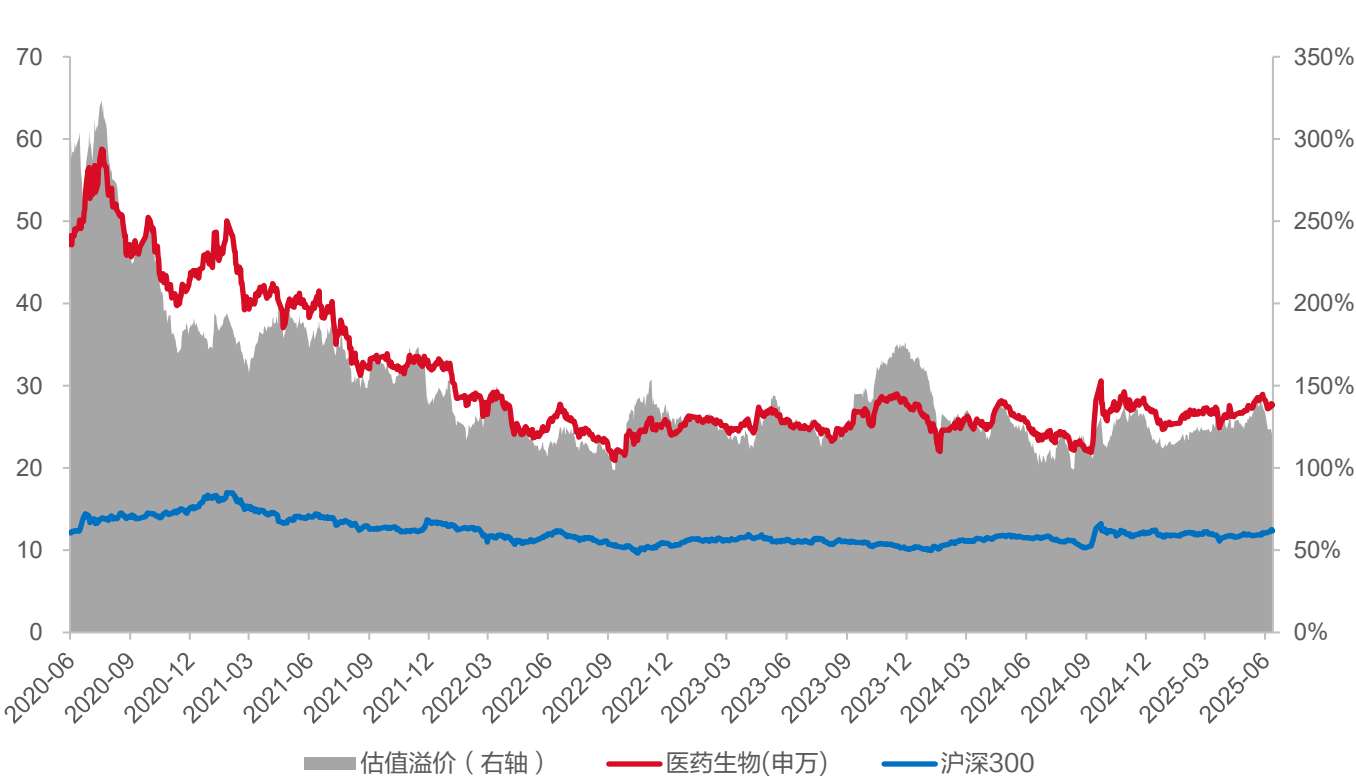
资料来源：Wind，东海证券研究所（截至2025年06月27日）

资料来源：Wind，东海证券研究所（截至2025年06月27日）

A股医药生物板块估值情况

- 截至2025.06.27，申万医药生物板块PE估值在27.7倍，相对沪深300溢价为124%，处于历史中位水平。

近五年申万医药生物行业PE 估值情况



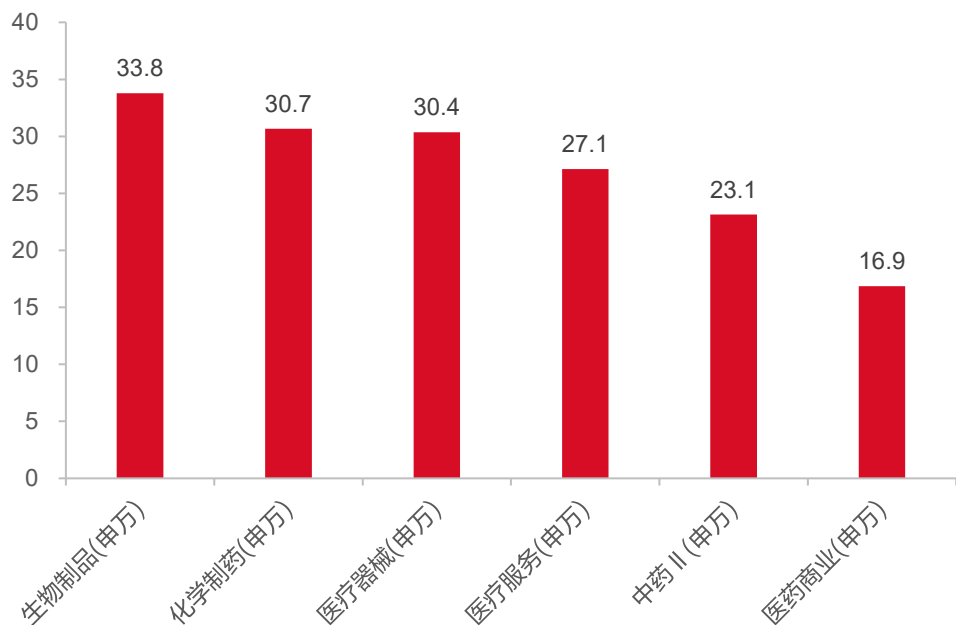
PE(TTM)	
当前值	27.7
中位数	27.0
平均数	30.8
最大值	58.8
最小值	20.9

资料来源：Wind， 东海证券研究所

医药生物子板块估值情况

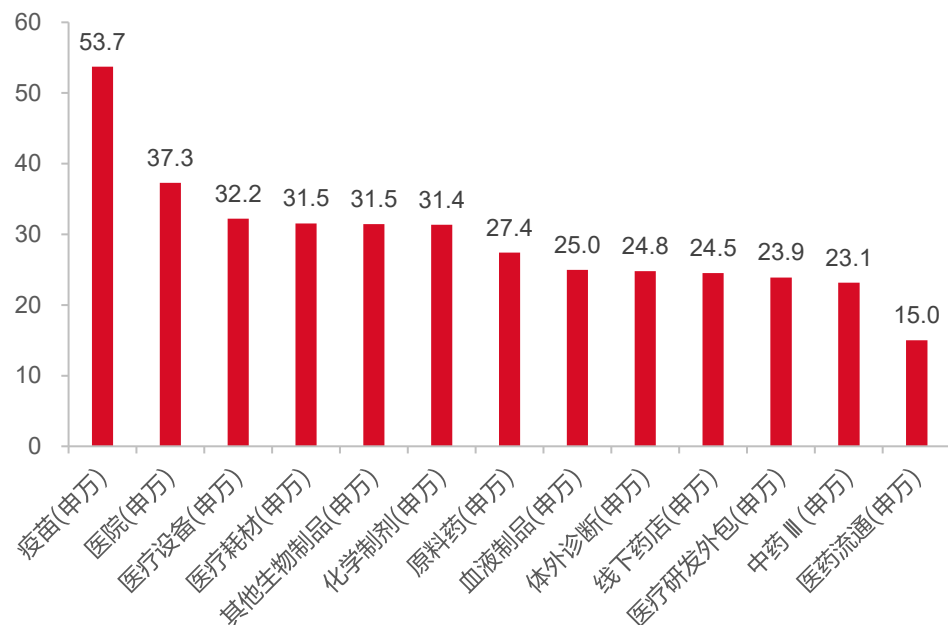
- 从子板块看，截至2025年06月27日，六大二级子板块估值水平在16-34倍间，其中生物制品、化学制药估值相对最高（33.8倍、30.7倍），医药商业估值相对最低（16.9倍）。13个三级子行业中，疫苗板块估值显著高于整体，为53.7倍；医院、医疗设备、化学制剂的估值较高，处于30-40倍之间。线下药店、血液制品、体外诊断、医疗研发外包的估值在25倍左右；医药流通的估值最低，为15.0倍。

申万医药生物二级行业PE 估值



资料来源：Wind，东海证券研究所

申万医药生物三级行业PE 估值



资料来源：Wind，东海证券研究所

今年以来涨幅前50的医药生物板块个股以化学制药为主

- 化学制剂、生物制药占比最高。从细分行业来看，2025年以来涨幅前50的医药生物板块个股中，化学制剂20只，其他生物制品8只，疫苗8只，体外诊断5只，原料药2只，医疗设备2只，医疗耗材1只，医疗研发外包1只，医药流通1只，诊断服务1只，中药Ⅲ1只。主要受创新药行情的带动。

2025.01.01-2025.06.27 涨幅前50的医药生物板块个股

公司简称	涨跌幅	公司简称	涨跌幅	公司简称	涨跌幅	公司简称	涨跌幅	公司简称	涨跌幅
舒泰神	360.77%	新诺威	94.50%	科兴制药	75.45%	贝瑞基因	58.33%	百利天恒	54.32%
永安药业	230.25%	新赣江	91.54%	博瑞医药	71.32%	天臣医疗	57.93%	中科美菱	54.03%
一品红	176.60%	海辰药业	90.03%	泽璟制药-U	69.84%	多瑞医药	57.89%	艾力斯	53.16%
益方生物-U	157.26%	诺诚健华-U	89.83%	德源药业	69.45%	神州细胞	57.19%	海创药业-U	52.71%
昂利康	152.57%	赛升药业	85.99%	无锡晶海	64.53%	星昊医药	57.14%	美诺华	51.80%
三生国健	146.41%	塞力医疗	84.73%	辰光医疗	63.24%	伟思医疗	56.51%	华强科技	51.10%
常山药业	130.84%	圣诺生物	81.50%	安必平	62.88%	鹿得医疗	55.52%	欧康医药	50.97%
热景生物	125.75%	易明医药	80.63%	艾迪药业	61.00%	睿智医药	55.47%	信立泰	50.57%
泰恩康	123.77%	哈一药业	79.97%	爱朋医疗	58.72%	创新医疗	55.28%	海昇药业	49.20%
荣昌生物	100.68%	诺思兰德	78.83%	通化金马	58.44%	天目药业	54.97%	北陆药业	48.98%



CONTENTS

一、行情回顾

二、行业概况

三、细分板块

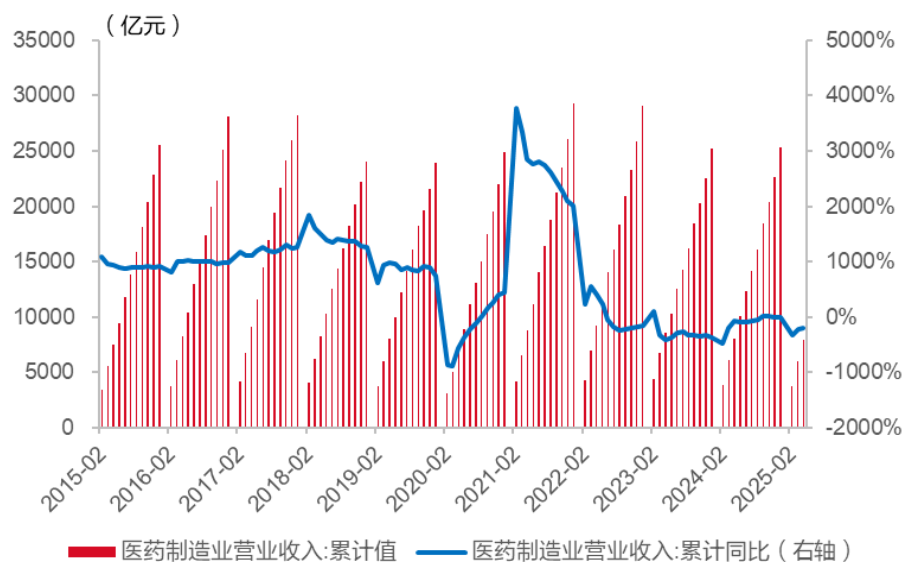
四、个股推荐

五、风险提示

医药制造业逐步企稳

- 根据国家统计局公布的医药制造业数据，2025年前4个月，医药制造业实现营收7950.30亿元，同比下降2.10%；利润总额1089.70亿元，同比下降3.30%。
- 受基数效应、集采、行业反腐政策等多因素影响，2025年前4个月，医药制造业营收、利润同比小幅下降，整体呈逐渐企稳态势。

2015-2025M4医药制造业营业总收入及同比增速



资料来源: Wind, 东海证券研究所

2015-2025M4医药制造业利润总额及同比增速

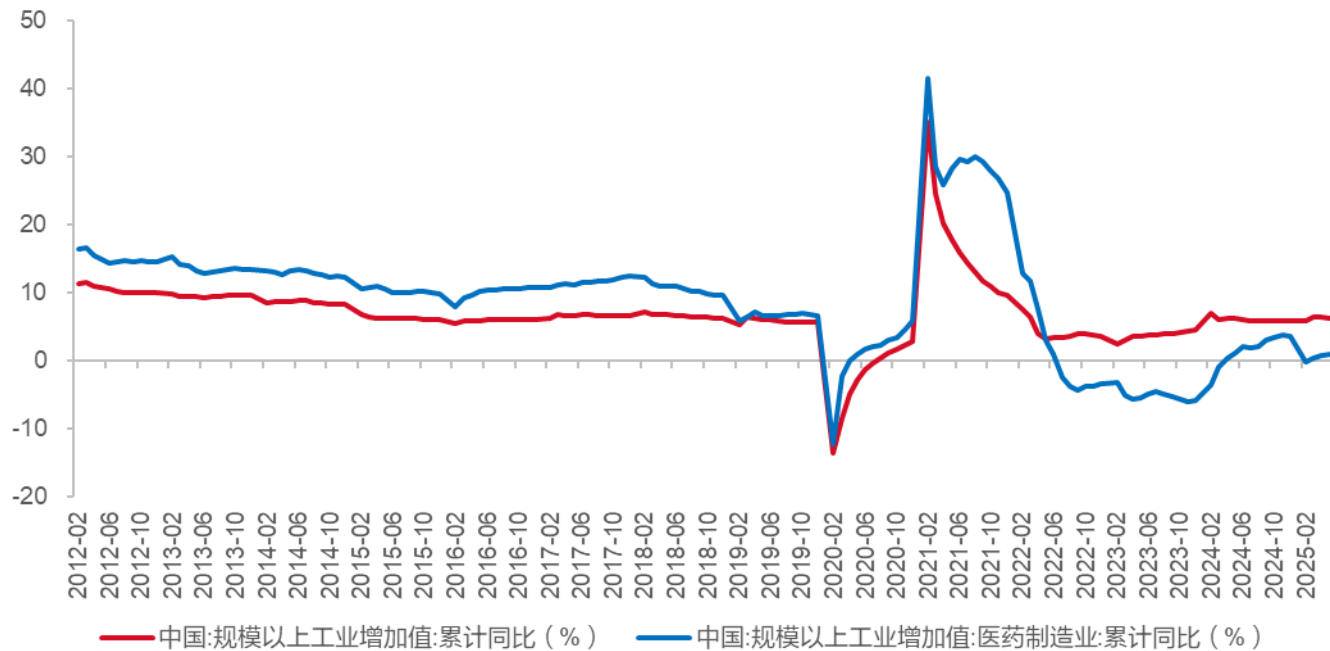


资料来源: Wind, 东海证券研究所

我国规模以上医药工业增加值同比下降

- 根据国家统计局数据，2025年1-5月，我国规模以上工业增加值累计同比增速为6.30%，其中规模以上医药制造业工业增加值累计同比增速为0.90%（-0.20pp），低于全国工业增速。主要因素为市场需求疲软、医药出口下降、集采持续推进造成价格下行压力、行业监管加强及投融资波动等。

2012-2025年5月规模以上工业增加值累计同比增速（%）

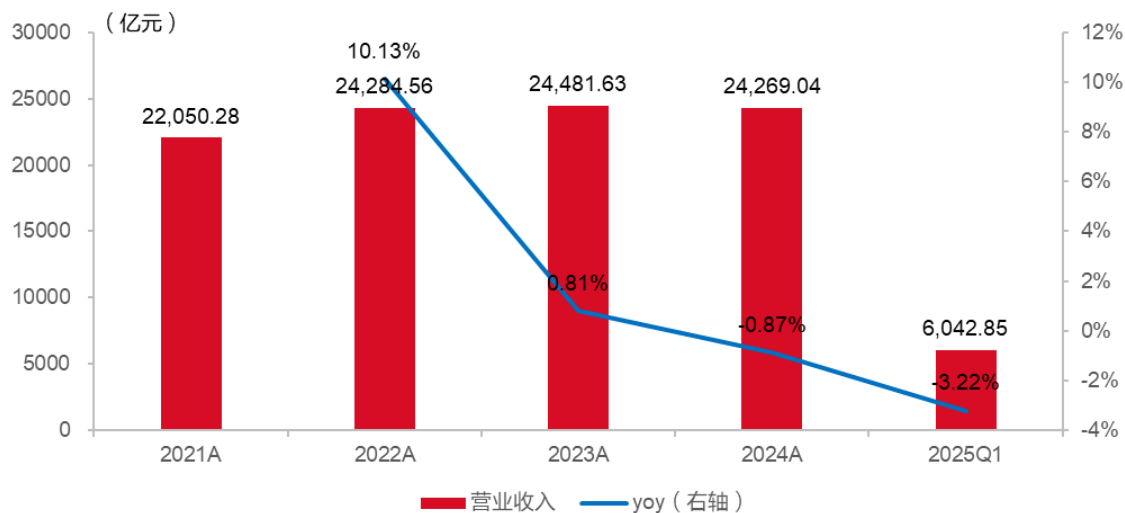


资料来源：Wind，东海证券研究所

上市公司：业绩风险释放

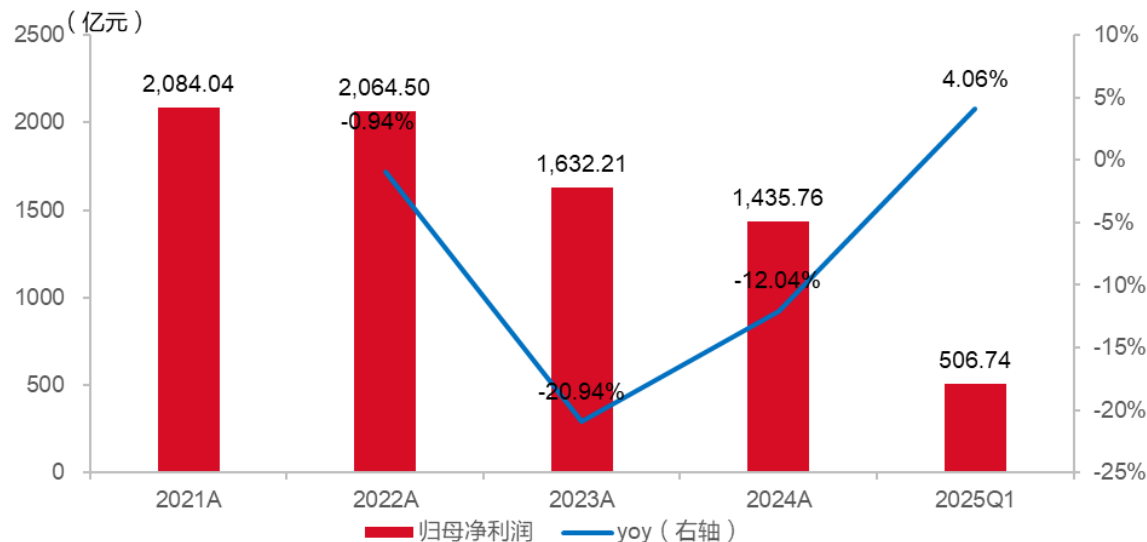
- 剔除新上市及部分业绩波动较大、可比性较差的个股，我们共纳入A股申万医药生物行业434只个股作为分析样本。2025Q1医药生物行业上市公司整体实现营业收入6042.85亿元，同比下降3.22%；归母净利润506.74亿元，同比增长4.06%。展望2025全年，随着反腐政策常态化，全链条支持创新药发展，医疗设备更新等行业利好政策的推进落地，医药生物行业全年业绩有望持续企稳向上。

医药行业上市公司营业收入及增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

医药行业上市公司归母净利润及增速

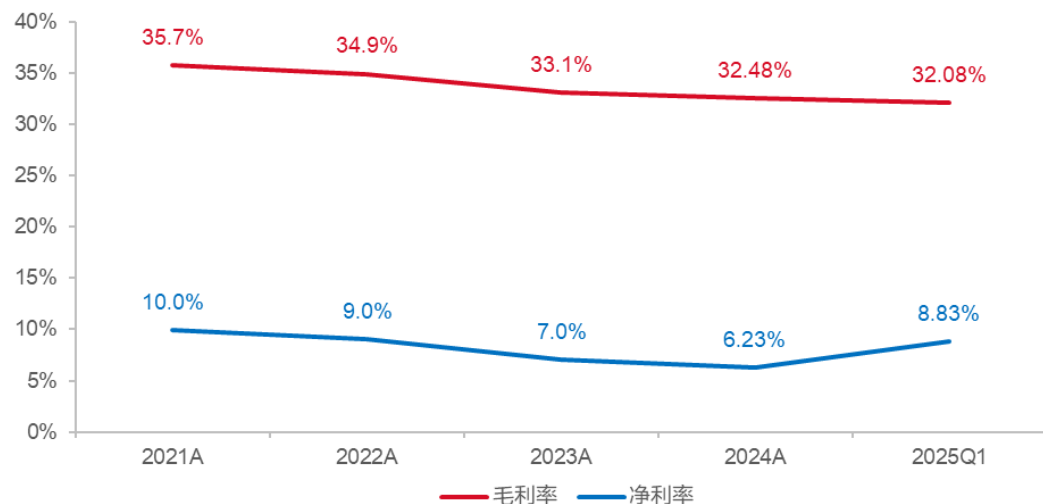


资料来源：Wind，东海证券研究所

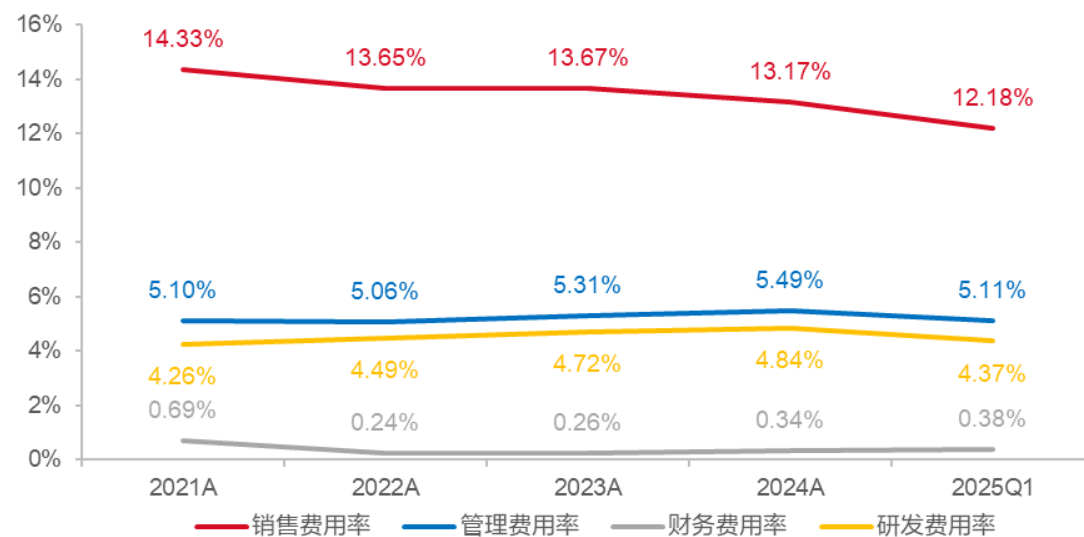
上市公司：盈利能力有所提升

- 2025Q1医药生物上市公司整体毛利率为32.08%，较去年同期下降0.15pp；净利率为8.83%，较去年同期增加0.52pp；盈利能力有所提升。
- 期间费用率方面，2025Q1销售费用率下降最为明显（-0.42pp），研发费用率增加0.16pp，研发投入持续加大，随着集采常态化等政策的影响，行业销售费用率有望持续得到有效控制。

医药行业上市公司毛利率及净利率



医药行业上市公司期间费用率



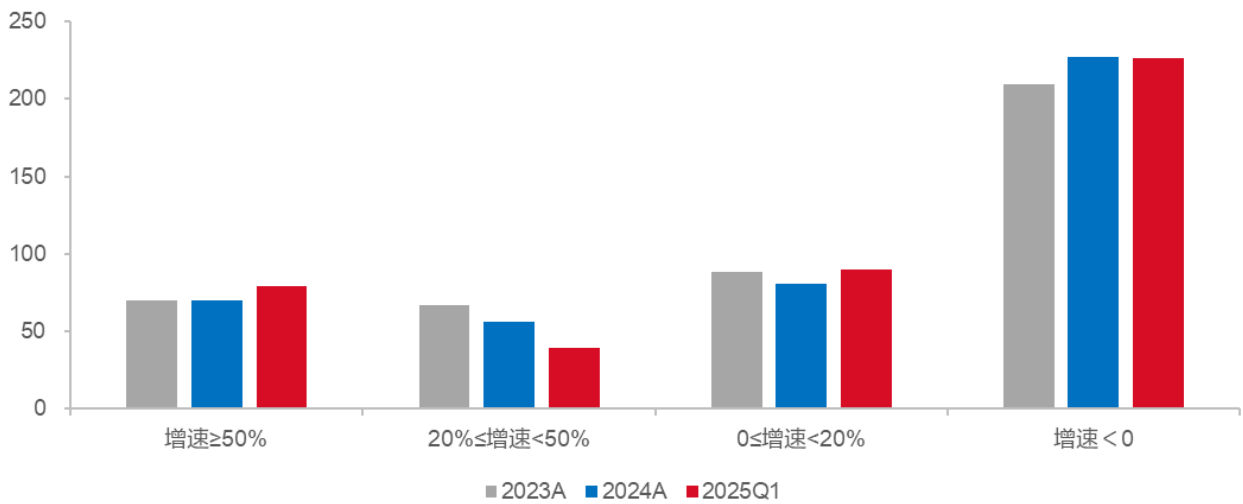
资料来源：Wind，东海证券研究所

资料来源：Wind，东海证券研究所

A股医药生物板块业绩情况

- 2025Q1，医药生物行业业绩持续分化，创新药、CXO、医院等少数细分板块相对表现良好。2025Q1，医药行业上市公司归母净利润呈负增长的企业226家（52.1%）；同比增速0-20% 90家（20.7%）；20%-50% 39家（占比9.0%）；50%以上79家（18.2%）。

医药行业上市公司个股归母净利润增速区间（家）



资料来源：Wind，东海证券研究所

2025Q1A股申万医药板块业绩情况

板块	2025Q1营收 同比增速	板块	2025Q1归母净利 润同比增速
创新药	45.63%	CXO	77.62%
CXO	12.98%	原料药	45.86%
医院	6.23%	医院	22.17%
其他生物制品	5.65%	医药流通	3.09%
血制品	1.61%	医疗耗材	3.05%
医疗耗材	1.31%	化学制剂	0.43%
原料药	0.43%	其他生物制品	-0.11%
上游试剂	-0.29%	中药	-4.58%
药店	-0.82%	药店	-5.66%
医药流通	-1.84%	设备	-13.49%
化学制剂	-4.09%	IVD	-19.65%
设备	-4.65%	血制品	-22.36%
中药	-7.77%	上游试剂	-46.41%
IVD	-14.71%	疫苗	-113.73%
诊断服务	-20.14%	诊断服务	-542.19%
疫苗	-66.64%		

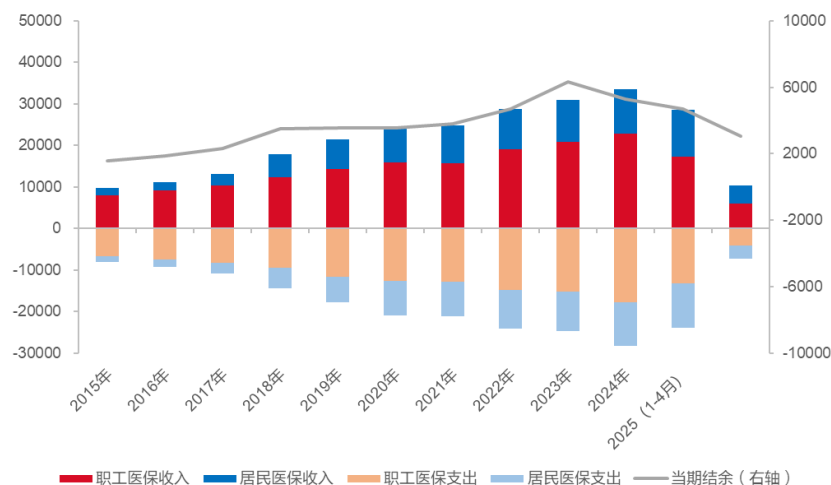
注：共纳入A股申万医药生物板块434只个股作为分析样本，剔除新上市和部分可比性较差个股。

资料来源：Wind，东海证券研究所

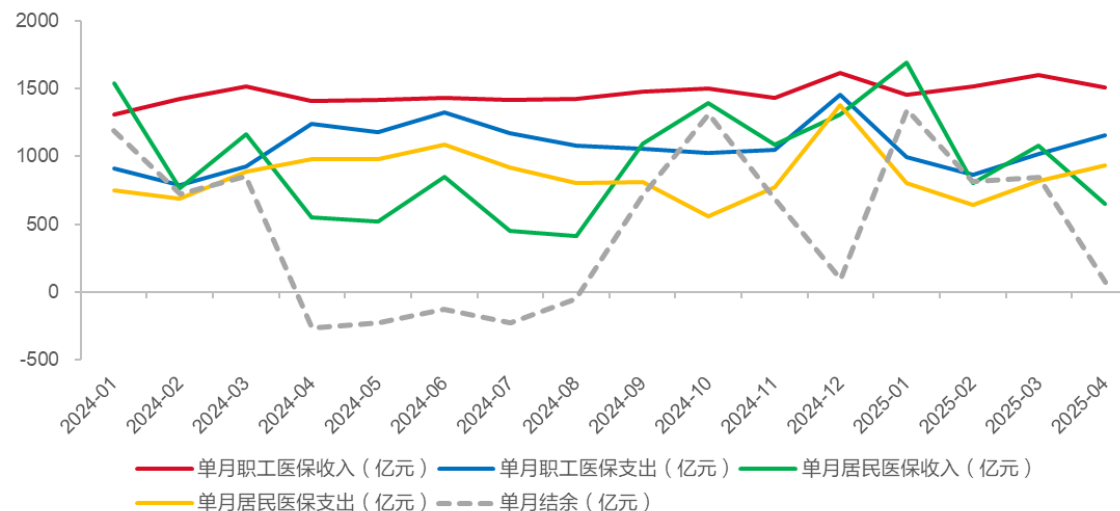
医保统筹账户收入呈良好增长，结余仍在增加

- 2025年1-4月，基本医疗保险（含生育保险）基金统筹账户收入10302亿元，累计同比增长6.48%，支出7223亿元，累计同比增长0.74%，当期结余3079亿元。其中，职工医保统筹账户的累计收入为6077亿元，累计支出为4,024亿元，城乡居民统筹账户累计收入为4,225亿元，累计支出为3,199亿元。
- 从单月表现来看，职工医保统筹账户收入持续大于支出水平，且单月结余有所增长，而城乡居民账户单月收支波动较大，但两者累计结余仍然基本保持平衡。

我国医保收支及结余情况（亿元）



医保职工统筹账户和城乡居民统筹账户收支情况（亿元）





CONTENTS

一、行情回顾

二、行业概况

三、**细分板块**

四、个股推荐

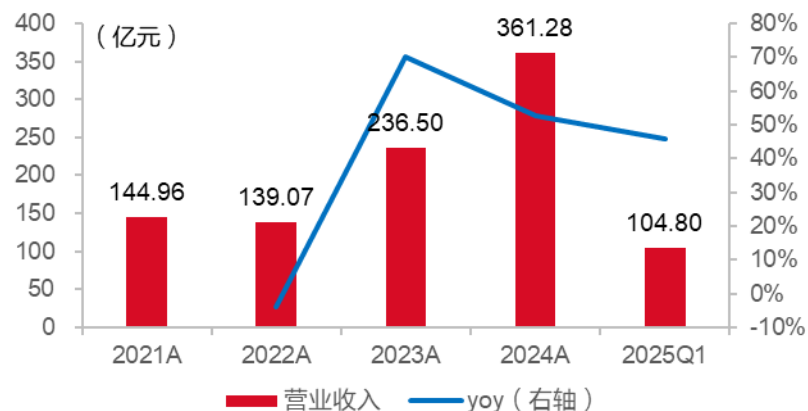
五、风险提示

创新药：临床与BD持续快速发展

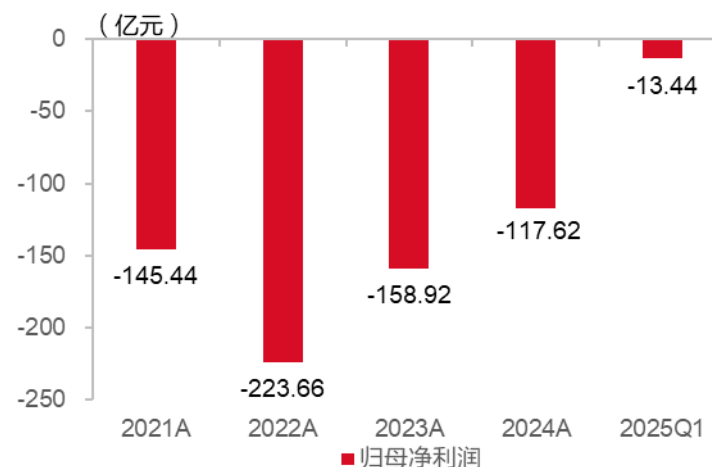
创新药：收入快速增长，亏损大幅收窄

- 2025Q1，创新药板块上市公司实现营收合计104.80亿元，同比增长45.63%；归母净利润合计-13.44亿元（去年同期为-35.02亿元）。
- 随着创新药获批数量、出海数量的增多，创新药板块收入端呈现快速增长趋势，2025Q1单季收入端延续高增长，利润端相较去年同期亏损大幅收窄。展望未来，随着对创新药支持力度的加强，创新成果不断兑现，创新药将进入新的快速发展期。

创新药板块上市公司营业收入及增速



创新药板块上市公司归母净利润

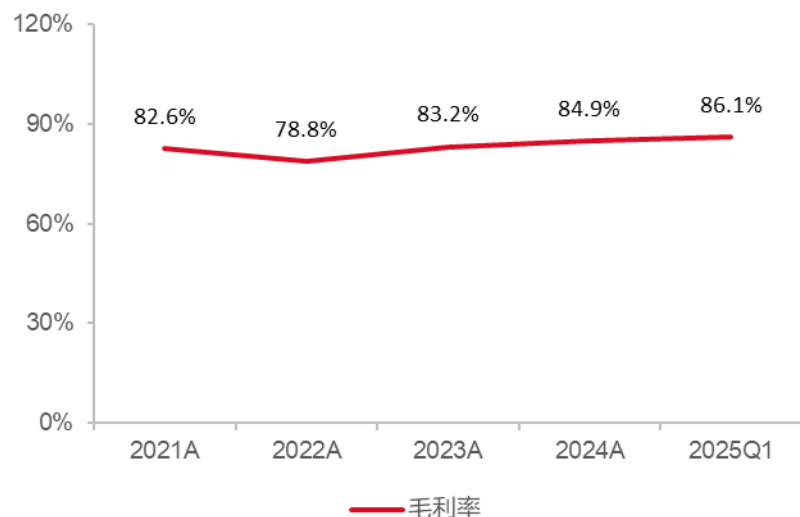


资料来源：Wind，东海证券研究所（创新药板块共14只个股纳入统计）

创新药：销售费用快速增长,研发持续高投入

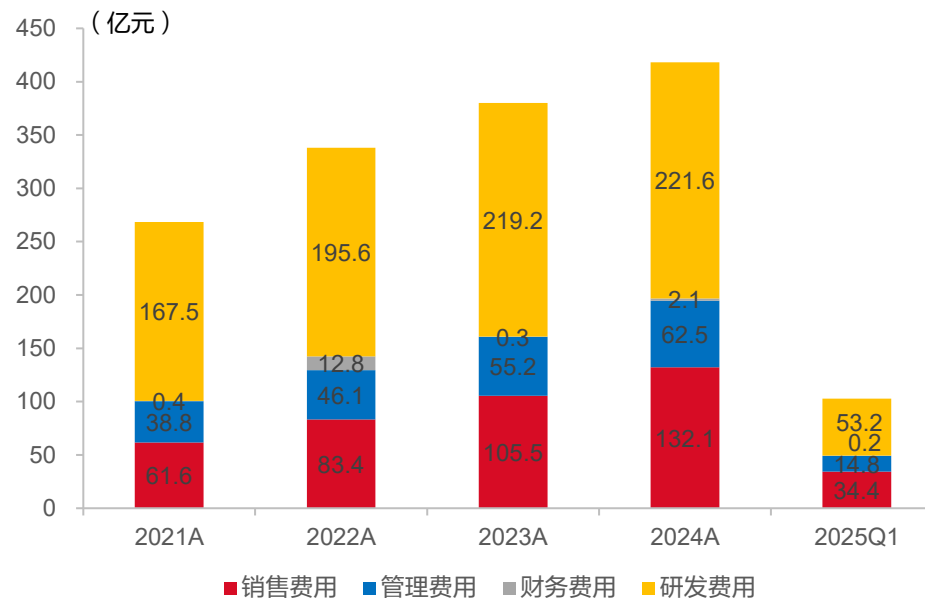
- 2025Q1，创新药板块毛利率分别为86.1%（+2.05pp），毛利率水平持续提升。
- 随着创新药逐步获批上市，营销队伍的建设 and 学术推广力度持续加大，销售费用快速增长，2025Q1板块销售费用合计34.4亿元（+20.66%）。创新药企持续高研发投入，2025Q1创新药板块研发费用合计为53.2亿元（+2.61%）。

创新药板块上市公司毛利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

创新药板块上市公司四项期间费用（亿元）



资料来源：Wind，东海证券研究所

创新药：业绩迎来向上拐点，多家biotech实现盈利

- 创新药板块2024年年报&2025年Q1季报均已公布完毕，多家领先biopharm已从技术验证阶段进入了商业化落地-放量阶段，2024年营业收入实现高双位数增长，已于2024年实现盈利或给出2025年预计实现盈利的指引。
- 信达生物2024年实现non-IFRS EBITDA 4.12亿元，同比转正，提前实现2020年定下的十年战略目标。百济神州2024年实现GAAP经营亏损收窄和非GAAP经营利润转正，预计将于2025年实现GAAP经营利润盈亏平衡。和铂医药2024年宣布实现净利润274.2万美元，2023-2024年连续两年净利润为正。与此同时仿创结合big pharm从集采影响中快速复苏，展现出强大韧性，恒瑞医药2024年-2025年Q1均实现归母净利润高双位数增长。
- 我们看好在刚需属性&政策宽松&出海前景下，更大范围的积极变化在创新药板块发生。

2024年-2025年H1部分创新药公司重要事件

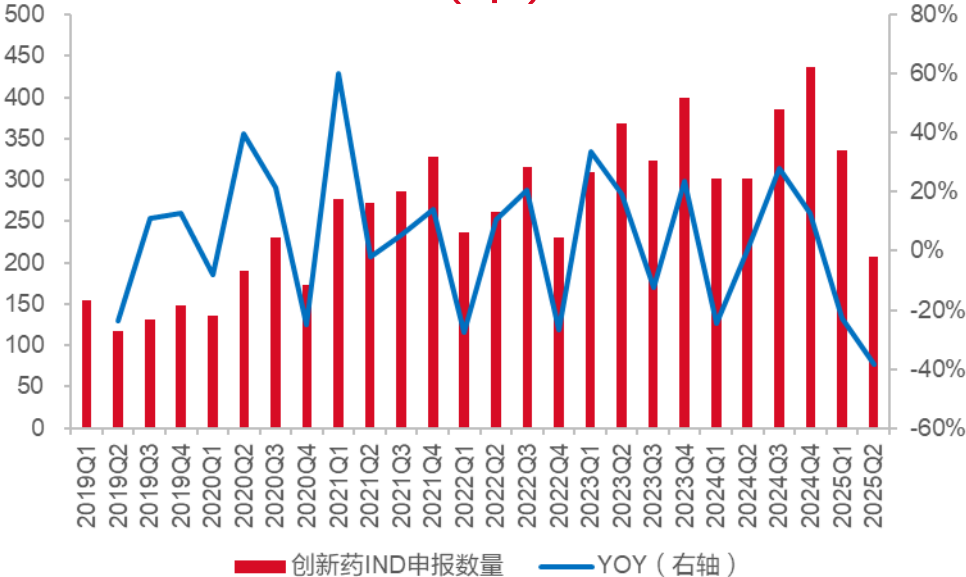
公司	事件
信达生物	2024年实现营业收入94.22亿元人民币（同比+51.8%），产品收入；实现Non-IFRS净利润3.32亿元人民币、Non-IFRS EBITDA 4.12亿元人民币（同比扭亏为赢），IFRS亏损同比缩窄90.8%。
百济神州	2024年实现营业收入38.10亿美元（同比+56.2%），产品37.80亿美元（同比+72.6%），其中百悦泽收入同比+104.9%；GAAP经营亏损同比减少6.40亿美元、同比减亏52.95%；经调整收益4535.6万美元（同比扭亏为盈）。预计2025年将实现GAA经营利润和经营性现金流为正。
和铂医药	2024年实现净利润274.2万美元，2023-2024年连续两年净利润为正与阿斯利康于2025年3月就两项临床前免疫学项目达成总金额最高45.7亿美元的战略合作；阿斯利康以总金额1.05亿美元、每股1.38美元的价格认购和铂医药占总股本9.15%的新发行股，每股1.38美元（较当日收盘价溢价37%）双方在北京联合建立研发中心，作为阿斯利康全球第六个战略研发基地。
恒瑞医药	2024FY-2025Q1实现营业收入同比+22.63%、20.14%，归母净利润同比+47.28%、+36.90%；2024年实现创新药收入138.92亿元，同比+30.60%；收到的Merck Healthcare的1.6亿欧元及Kailera Therapeutics（前称Hercules）1.0亿美元的对外许可首付款。
三生制药	2024年实现营收同比+16.53%，归母净利润同比+18.77%；2025年5月与辉瑞签署协议，将向辉瑞独家授予SSGJ-707（PD-1/VEGF双抗）的全球商业化权利。三生制药将获得12.5亿美元首付款，以及最高可达48亿美元的里程碑付款。
华东医药	2024FY-2025Q1实现营业收入同比+3.16%、3.12%，归母净利润同比+23.72%、+6.06%；2024年医药工业全年实现销售收入（含CSO业务）同比+13.05%，扣非归母净利润同比+29.04%。截止2024年末创新药管线目前已经突破80项，管线数量处于国内医药行业第一梯队。
复宏汉霖	2024年实现营收同比增长6.1%；净利润8.20亿元人民币（同比+49.32%），连续第二年实现盈利。

资料来源：Wind，东海证券研究所

创新药：新药申报持续增长，国产占比逐年提升

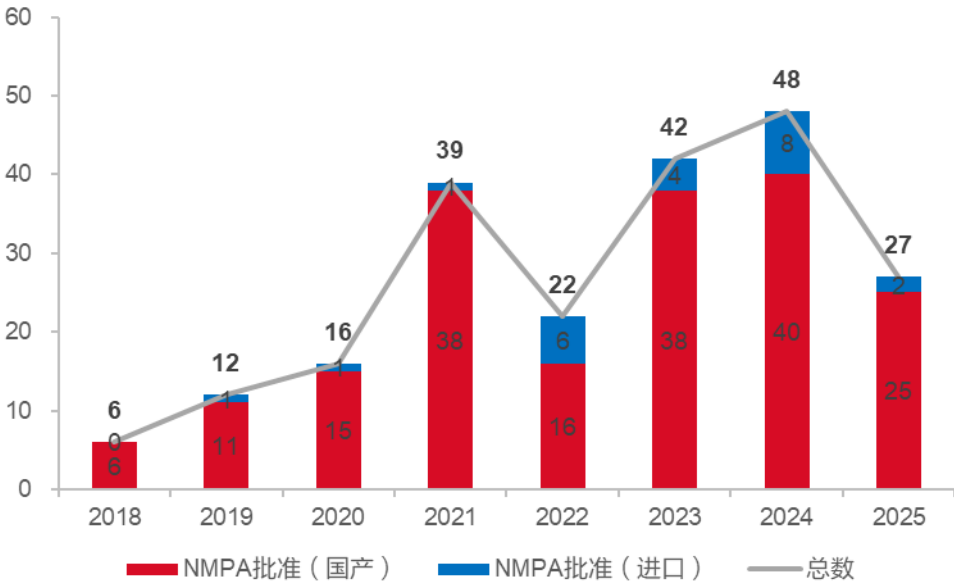
- 2024年以来，国家和地方政府相继出台支持创新药械高质量发展的相关政策，国产研发持续推进。
- 根据药智网数据库，2024年国内创新药IND申报数为1425项，同比增长1.71%，创新药IND申报数量呈逐年增长态势。
- 从近几年批准的1类创新药数量来看，2025年1-5月，国产创新药数量为25个，国产创新药上市数量快速增长，占比逐年提升。

2019Q1-2025Q2年创新药IND申报数量
(个)



资料来源：药智网，东海证券研究所

2018-2025年我国上市创新药数量
(个)

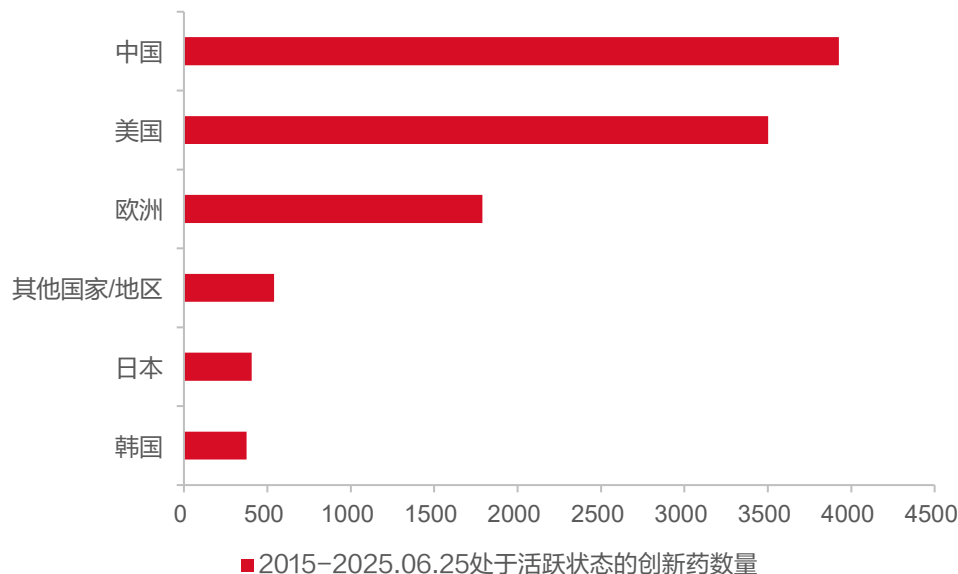


资料来源：医药魔方，东海证券研究所

创新药：创新药原研数量全球居首位，在研管线数量超全球1/4

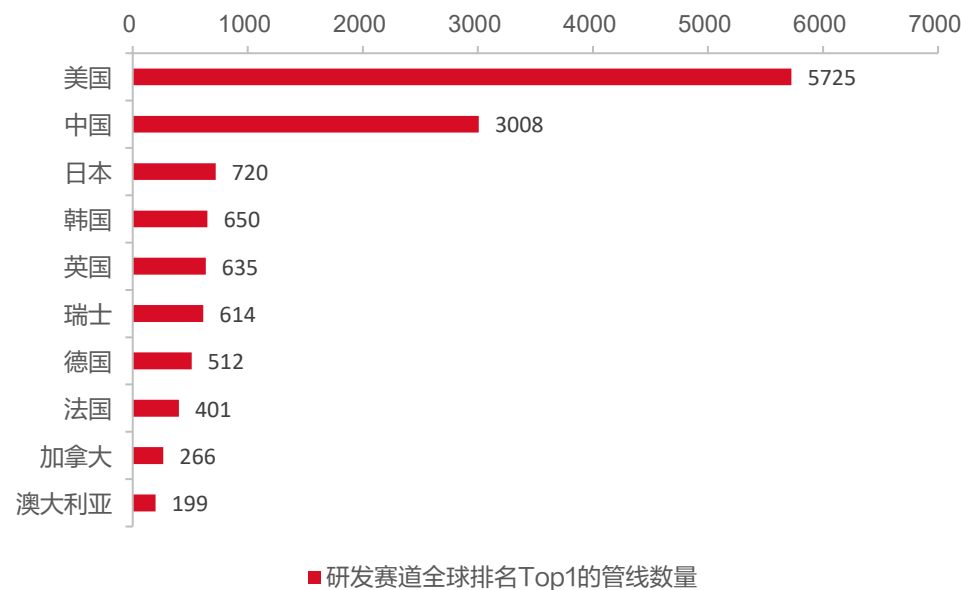
- 根据医药魔方的统计，2015年1月1日-2025年6月25日，我国处于活跃状态的原研创新药数量为3926个。截止2025年6月25日，统计获批新药数量最多的研发机构所在国家，以及研发赛道全球排名Top1管线数量，我国均排全球第二，仅次于美国。同时根据摩熵医药的统计，截止2025年6月25日，我国处于活跃阶段的在研创新药管线已达到10459项，占全球的27.61%。

2015.01.01-2025.06.25各国/地区处于活跃状态的原研创新药数量



资料来源：医药魔方，东海证券研究所

研发赛道全球排名Top1的管线数量

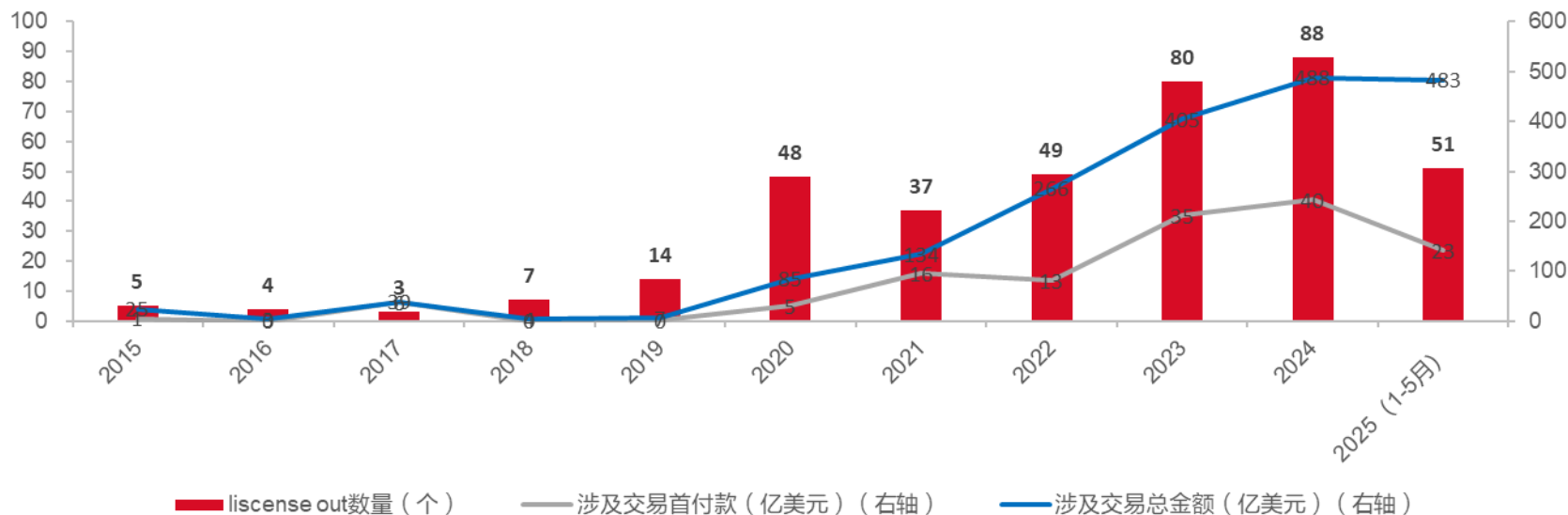


资料来源：医药魔方，东海证券研究所

创新药：License out交易数量及金额持续上升

- 近几年，我国创新药企license out交易数量快速增长，研发实力被全球认可。根据医药魔方数据，2025年1-5月，共达成51个创新药项目交易，涉及总金额超480亿美元。主要有ADC、双抗、小分子等药物类型。
- 2025年5月20日，三生制药将PD-1/VEGF双抗的除中国外的全球权益授权给辉瑞，同时辉瑞还将获得中国市场商业化的选择权。根据协议，辉瑞支付12.50亿美元首付款，48亿美元里程碑付款，以及双位数百分比的销售分成。这一交易创造了国内创新药单品种对外授权首付款的新高。

近十年来国产创新药License out交易数量及金额

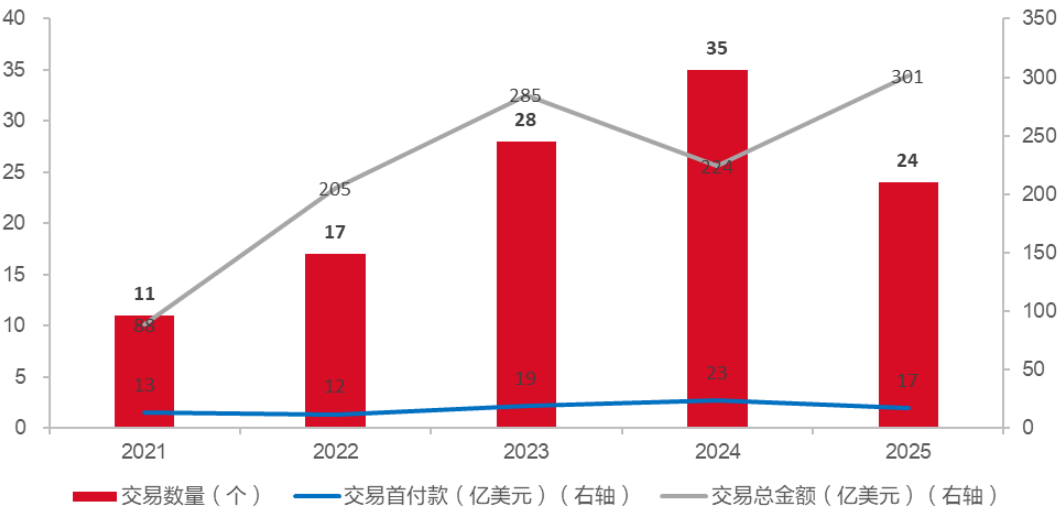


资料来源：医药魔方，东海证券研究所

创新药：抗体类药物成交易热点

- 抗体类药物是近几年创新药企license out交易热点，产生多起重磅交易。2025年，抗体药物license out数量24笔，涉及交易首付款金额17亿美元，总金额达301亿美元。

近几年抗体类药物License out交易数量及金额



资料来源：医药魔方，东海证券研究所

2025（1-5月）我国抗体药物License out交易情况

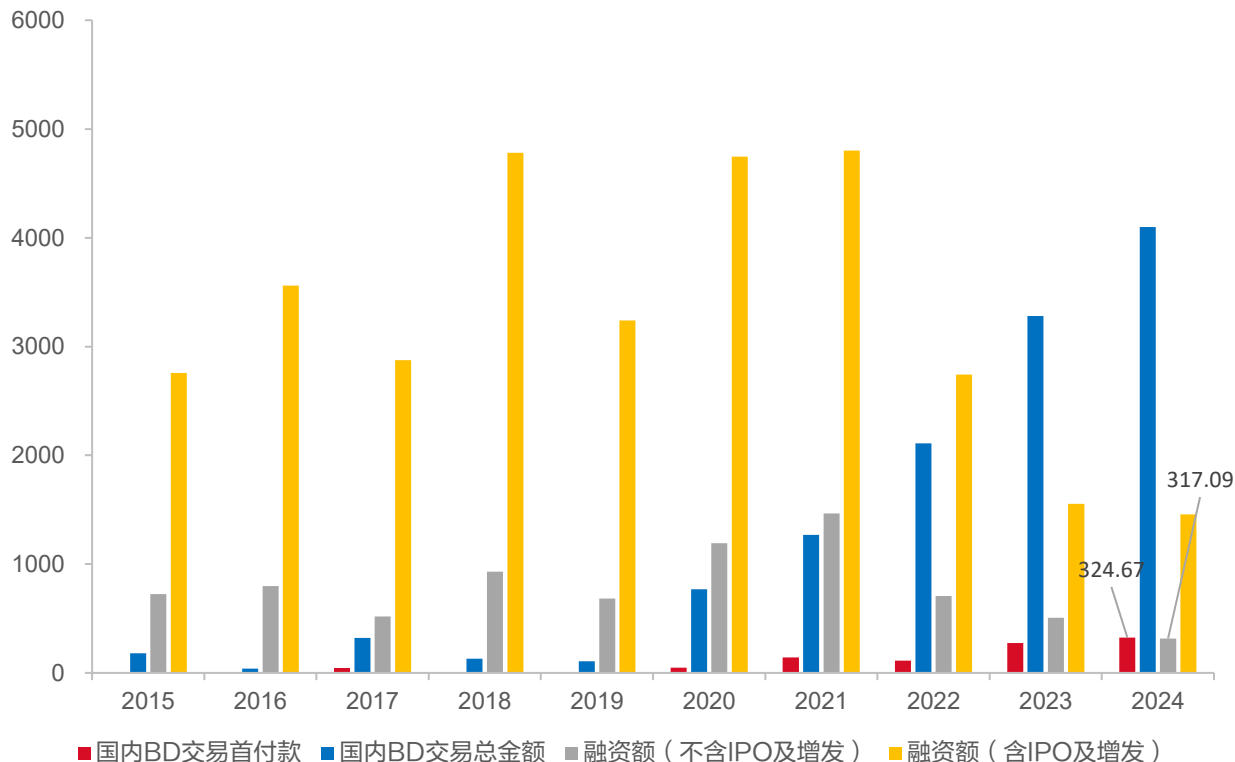
项目	授权方	引进方	靶点	类型	首付款 (百万美元)	总金额 (百万美元)
velinotamig	智翔金泰	Cullinan Therapeutics	CD3;BCMA	双抗	20	712
APJ agonist nanobody	季康生物	BioAge Labs	APLNR	单抗	—	—
XNW27011	信诺维	Astellas Pharma	CLDN18.2	ADC	130	1540
EM1031	岸迈生物	Juri Biosciences	CD3;KLK2	双抗	—	210
SSGJ-707	三生制药	Pfizer	PD1;VEGF	双抗	1250	6150
斯鲁利单抗	复宏汉霖	KunWha Pharmaceutical	PD1	单抗	5	15.7
QX030N	荃信生物	Caldera Therapeutics	—	双抗	10	555
VBS102	橙帆医药	Ollin Biosciences	TSHR;IGF-1R	双抗	—	440
菲泽妥单抗	天境生物	Biogen	CD38	单抗	—	—
XBH102,XBH107 寻百会生物		Mitsubishi Tanabe Pharma	—	ADC	—	—
SYS6005	石药集团	Radiance	ROR1	ADC	14	1240
舒格利单抗	基石药业	SteinCares	PDL1	单抗	—	—
MRG007	乐普生物	ArriVent Biopharma	CDH17	ADC	47	1207
CM355	康诺亚; 诺诚健华	Prolium Bioscience	CD3;CD20	双抗	17.5	520
特瑞普利单抗	君实生物	Leo Pharma	PD1	单抗	—	—
SCR-8572	先声药业	AbbVie	CD3;GPRC5D;BCMA	三抗	—	—
GR1017	启德医药	Biohaven	FGFR3	ADC	—	13000
HBM9378	科伦博泰	Windward Bio	TSLP	单抗	—	970
CM313	康诺亚	Timberlyne Therapeutics	CD38	单抗	30	367.5
MIL116	天广实	Climb Bio	APRIL	单抗	9	893
SOT109	百奥赛图	Sotio	CDH17	ADC	—	—
DB-1418	映恩生物	Avenzo Therapeutics	HER3,EGFR	ADC	50	1200
BsAD2C	百奥赛图	Acepodia	—	ADC	—	—
IBI3009	信达生物	Roche	DLL3	ADC	80	1080

资料来源：医药魔方，东海证券研究所

对外授权&协作出海已成为创新药企参与全球市场的重要途径

- 我国与跨国MNC的合作程度正在不断深化，通过资金、技术、商业渠道的全方位合作借助跨国MNC的力量参与全球市场。跨国MNC在市场竞争压力下亟需补充新的产品管线，与我国创新药企的合作速度和范围均不断提升。超过90%的头部MNC已通过BD引入中国创新药管线，2024年跨国MNC引进的创新药中已有31%的产品来自中国。除技术协作外，跨国MNC与国内创新药企业的合作也从单纯的技术协作拓展到商业化和股权投资的全方位合作，NewCo、Hybrid NewCo等形式兴起，国内创新药企在产业价值链中的定位也不断上移，对全球研发-商业化体系的参与程度更加深入。
- 近年来创新药一级市场融资环境遇冷，迅速增长的BD交易已取代一级市场成为增量资金更重要的来源。对于创新药企而言，持续的研发投入需要大量资金支持，BD交易不仅有助于创新药企获取现金流以推进研发进程，更提供了参与海外市场、进入全球定价体系的重要途径。

2024年BD交易首付款金额已超越一级市场融资额



资料来源：医药魔方，东海证券研究所

备注：单位为亿元人民币，美元换算人民币汇率为7.19

2025年ASCO：中国药企表现亮眼，技术资本同步发力

2025ASCO部分中国药企研究成果

- 2025年ASCO大会于美国东部时间2025年5月30日-6月3日进行，中国药企以73项口头报告的贡献交出了亮眼的成绩单。从数量上来看，中国药企位居第二，仅次于美国。
- 本次ASCO大会的成果展示可以看出，抗体偶联药物（ADC）与双特异性抗体（双抗）已成为全球创新药研发的核心赛道。中国药企研究成果均处于第一梯队，国产ADC相关报告数量占据全球总量的48.4%，涵盖B7-H3、TROP2、CLDN18.2等前沿靶点设计；双抗领域中国临床研究占比达全球近30%，其中包括已达成重磅BD的品种突破性数据。肺癌、肝癌、胃癌成为国产创新药突破核心领域，其中不乏头对头研究验证疗效优势；ADC药物全面爆发，TROP2、HER2、CLDN18.2等靶点数据亮眼，ADO+IO免疫疗法的联合方案已成主流方向；PD-1/VEGF、PD-1/IL-2等双抗展现广谱抗癌潜力，激活“冷肿瘤”疗效显著。数量领先+质量出色，彰显了中国创新药企业正逐渐拥有全球性的竞争力与领导力，也逐渐形成了技术验证和资本发力同步进行的“ASCO效应”。

药企	药物名称（靶点）	适应症	关键临床数据
信达生物	IBI363（PD-1/IL-2α双抗）	非小细胞肺癌（NSCLC）	3 mg/kg 剂量组： - 鳞癌：确认 ORR 36.7%，中位 PFS 7.3 个月 - 腺癌：ORR 24%，PFS 4.2 个月 - 吸烟者 ORR 显著提升（29% vs 4%）
		结直肠癌	单药：OS 达 16.1 个月 联合贝伐珠单抗：无肝转移人群 PFS 为 9.6 个月
	IBI343（CLDN18.2 ADC）	胰腺癌	CLDN18.2 高表达患者（二线治疗）：ORR 40%，中位 OS 12.1 个月
	IBI310（CTLA-4 单抗）	晚期神经内分泌肿瘤（HG-NEN）	联合信迪利单抗 & 索凡替尼方案： - 经治患者 mPFS 4.4 个月，ORR 46.7% - 12 个月 OS 率 68.4%
科伦博泰	芦康沙妥珠单抗（SKB264，TROP2 ADC）	EGFR 突变 NSCLC	确认 ORR 45.1%，中位 PFS 6.9 个月（多西他赛组 2.8 个月） 疾病进展风险降低 70%，调整后中位 OS 未达
		三阴性乳腺癌	单药：ORR 70.7%，DCR 92.7%，中位 PFS 13.4 个月 PD-L1 低表达亚组 ORR 71.9%
	KL590586（RET 抑制剂）	联合塔戈利单抗 1L 治疗 NSCLC	晚期非鳞 NSCLC 队列：PFS 15.0 个月 PD-L1 高表达患者 ORR 77.8%
		甲状腺髓样癌（MTC） 复发型卵巢癌	确认 ORR 63.0%，中位 PFS 未达到，24 个月 PFS 率 77.8%
恒瑞医药	瑞康曲妥珠单抗（SHR-A1811，HER2 ADC）	子宫内膜癌 宫颈癌	ORR 56.1%，PFS 8.5 个月 ORR 50.0%，PFS 5.6 个月 ORR 63.6%，PFS 10.7 个月
		三阴性乳腺癌（TNBC）	总 ORR 66.7% PD-L1 阳性亚组 ORR 77.8%，6 个月 PFS 率 86.2%
	SHR-A1912（CD79b ADC）	B 细胞非霍奇金淋巴瘤（B-NHL）	- DLBCL 患者 ORR 51.9% - FL 患者 ORR 63.6% - MZL 患者 ORR 66.7%
	SHR-A2102（nectin-4 ADC）	实体瘤	ORR 35.2%，中位 PFS 4.7 个月 - EGFR 突变 NSCLC：ORR 43.5%，PFS 5.7 个月 - EGFR 野生型 NSCLC：ORR 25.0%，PFS 4.3 个月
中国生物制药	贝莫苏拜单抗（TQB2450，PD-L1 单抗）	（头对头替雷利珠单抗联合化疗）	中位 PFS 10.12 个月 vs. 7.79 个月 试验组疾病进展 / 死亡风险降低 36%
亚盛医药	Lisaftoclax（Bcl-2 抑制剂）	髓系恶性肿瘤	联合阿扎胞苷： - 初治或维奈克拉耐药患者（TN-MDS/CMML）ORR 64% - 维奈克拉难治 AML 患者 ORR 17%
诺诚健华	CP-B05（抗 CCR8 抗体）	复发 / 难治性皮肤 T 细胞淋巴瘤（R/R CTCL）	33% 患者达到部分缓解，6 个月 PFS 率 82.5%
	Zurletrectinib（泛 TRK 抑制剂）	儿童实体瘤	确认 ORR 100%，33% 患者达到部分缓解
泽璟制药	ZG006（DLL3×DLL3×CD3 三抗）	小细胞肺癌（SCLC）	I 期剂量递增中，10mg 及以上剂量组：ORR 66.7%，DCR 88.9%

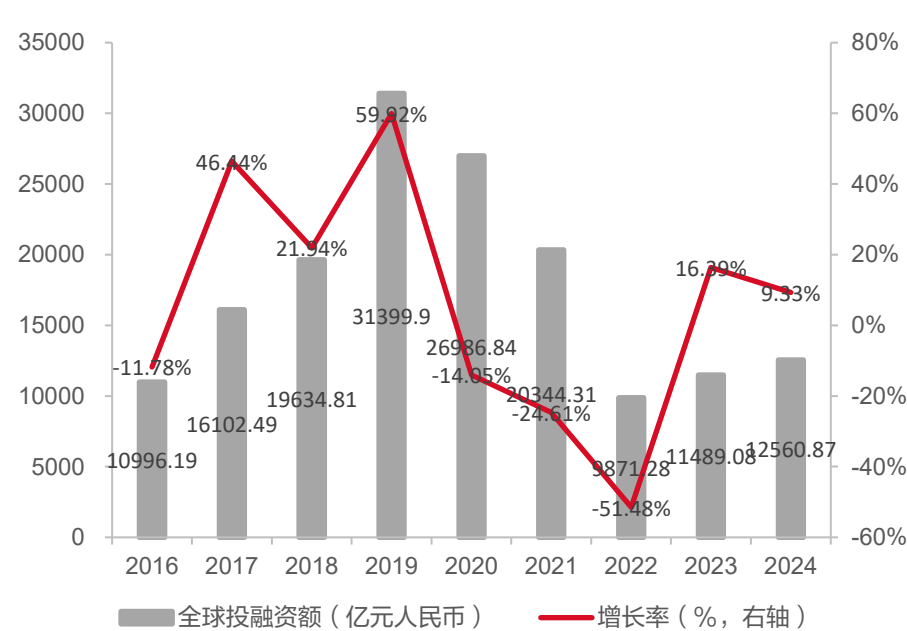
资料来源：ASCO官网，各公司官方公众号，东海证券研究所

CXO：海外投融资回暖，景气度持续复苏

CXO：海外医药投融资市场企稳回升，国内仍等待恢复

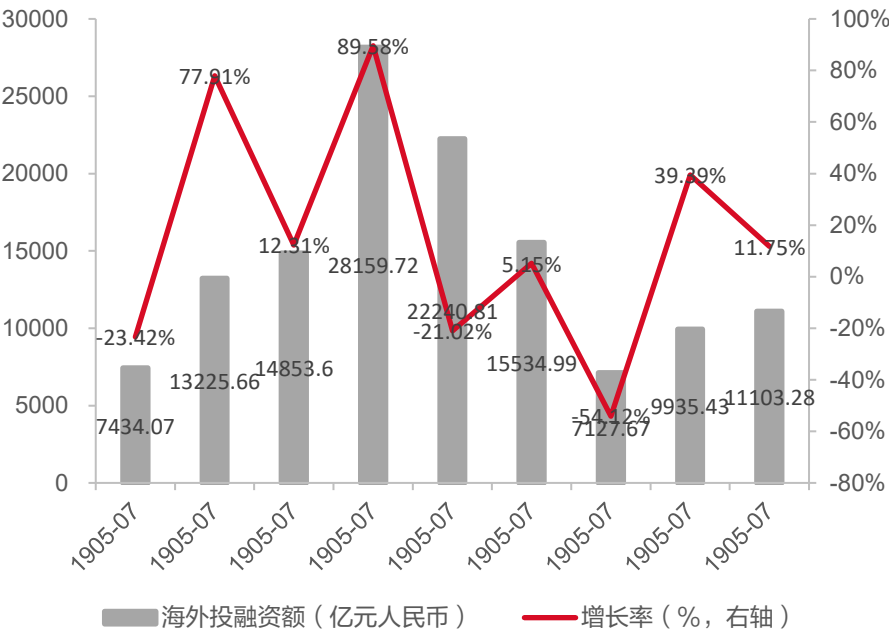
- 根据魔熵医药数据，2024年全球医药投融资市场总额为1.26万亿人民币，同比增长9.33%。海外医药投融资市场投融资金额为1.11万亿人民币，同比增长11.75%。CXO公司多数以海外业务为主要收入来源，全球医药投融资景气度持续复苏，预计将带动CXO公司在手订单的增长，并传导至报表端，带来业绩的良好表现。

全球医药投融资金额



资料来源：摩熵医药，东海证券研究所

海外医药投融资金额



资料来源：魔熵医药，东海证券研究所

CXO：营收逐步企稳回升，恢复情况结构性分化

- **CXO整体业绩重回上升趋势，恢复速度呈现差异化，特色CRO>CDMO>临床CRO>临床前CRO**。由于公共卫生事件造成对相关药物研发需求的脉冲式增量，叠加投融资的周期性波动，2023-2024年CXO行业各公司的业绩增速出现了明显的放缓。随着2024年医药投融资景气度回暖，药企研发和生产加速推进，需求端的复苏带动2024-2025Q1各公司业绩重回上升轨道，拆分来看特色CRO>CDMO>临床CRO>临床前CRO，GLP-1类药物的原料药需求客观上带来了特色CRO的业绩脉冲。

CXO企业营收增长情况

细分领域	证券简称	市值 (亿元)	营收增速同比增速						CAGR (2020A-2024A)	营收增速环比增速				
			2024FY	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1		2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
一体化龙头	药明康德	1,891	5.2%**	-11%	-7%	-2%	7%	21%	24%	-26%	16%	13%	10%	-16%
	康龙化成	423	6.4%	-2%	1%	10%	16%	16%	24%	-10%	10%	10%	8%	-10%
临床前CRO	昭衍新药	143	-15%	-12%	-18%	-16%	-13%	-12%	17%	-59%	61%	-7%	41%	-58%
	美迪西	47	-24%	-43%	-38%	-10%	29%	3%	12%	42%	1%	7%	-16%	13%
	和元生物	38	21.2%	93%	1%	33%	-5%	-11%	15%	-12%	-10%	32%	-9%	-18%
临床CRO	康龙化成	423	6%	-2%	1%	10%	16%	16%	24%	-10%	10%	10%	8%	-10%
	泰格医药	435	-10.6%	-8%	-11%	-12%	-11%	-6%	20%	-4%	2%	1%	-10%	2%
	诺思格	44	3%	10%	0%	12%	-7%	-3%	11%	-10%	14%	-9%	0%	-5%
	普蕊斯	24	5.7%	17%	10%	2%	-3%	-4%	24%	-15%	14%	-5%	5%	-16%
CDMO	康龙化成	423	6%	-2%	1%	10%	16%	16%	24%	-10%	10%	10%	8%	-10%
	凯莱英	301	-25.8%	-38%	-45%	-18%	15%	10%	17%	-3%	-7%	11%	15%	-7%
	博腾股份	90	14%**	-51%	-30%	11%	41%	18%	10%	8%	0%	15%	15%	-10%
特色CRO	诺泰生物	119	57.2%	71%	147%	36%	15%	59%	30%	10%	34%	-12%	-11%	52%
	阳光诺和	52	16%	9%	36%	53%	-33%	-8%	33%	5%	23%	14%	-54%	43%
	百诚医药	47	-21.2%	34%	18%	-32%	-74%	-40%	40%	-29%	43%	-37%	-59%	60%

资料来源：Wind，东海证券研究所（市值截至2025年06月27日，**为剔除大订单影响）

CXO：新签订单持续回暖

- 新签订单恢复增长，预计将于2025年内传导至报表端：从新签订单来看，药明康德、康龙化成、凯莱英、博腾股份等境外收入占比为主的头部企业，新签/在手订单已率先恢复较快增长，2024年以来持续回暖。考虑到订单执行周期约为6个月-1年，预计2025年H2各CXO公司的业绩表现将继续加速。
- 《生物安全法案》风波已过：2024年1月25日，美国共和党众议员迈克·加拉格尔（Mike Gallagher）向众议院提交H.R.7085法案（即《生物安全法案》），将药明康德、药明生物、华大基因等5家中国企业列为“予以关注的生物技术公司”，并禁止美国联邦机构与被制裁企业签订任何合同，或采购其设备及服务。随后，该法案的讨论和修订持续进行，引发了投资者的广泛关注，担忧药明康德为代表的一系列CXO公司海外开展业务受阻。2024年12月7日，《2025财年国防授权法》（NDAA）公布，《生物安全法案》并未被纳入，立法进程搁置。由于2026年11月美国参众两院将进行换届选举，该法案不再有在本届参众两院任期内进入立法议程的可能性。

CXO企业新签/在手订单情况

公司	新签/在手订单情况（2024年年报）
药明康德	在手订单人民币493.1亿元，同比增长47.0%。TIDES在手订单同比增长103.9%。
康龙化成	公司海外客户访问量达到历史最高峰，新签订单金额同比增长超过20%；实验室服务新签订单同比增长超过15%
美迪西	境外新签订单金额同比增长超过20%
和元生物	年内新增CDMO业务订单额超过2.7亿元
泰格医药	新签订单数量和金额均较去年同期实现较好增长。开发的新客户数量同比增长了22%
博腾股份	公司已签订单项目数（不含J-STAR）700个，同比增长约7%。制剂团队服务订单客户数117家，服务订单项目数152个，引入新客户27家，新签订单约2.68亿元，同比增长约19%。
凯莱英	在手订单总额10.52亿美元，较同期增幅超过20%
阳光诺和	新签订单 17.86 亿元，同比增长 18.74%
昭衍新药	公司整体在手订单金额约为人民币22亿元，签署订单金额约为人民币18.4亿元

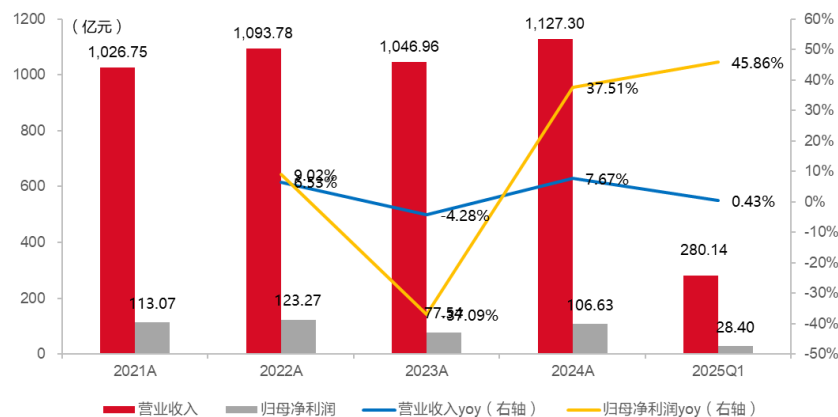
资料来源：Wind，东海证券研究所

原料药：恢复良好增长，整体受关税影响较小

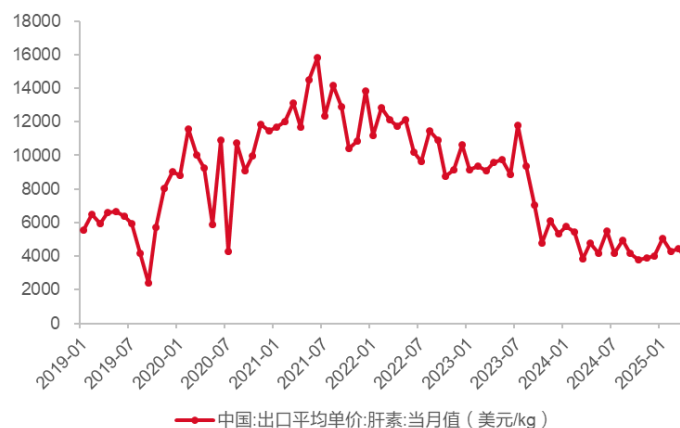
原料药：利润端恢复良好增长，整体受关税影响较小

- 原料药行情回顾：2025Q1，原料药板块上市公司实现营收合计280.14亿元，同比增长0.43%；归母净利润合计28.40亿元，同比增长45.86%。随着原料药行业库存出清和供需关系逐步改善，原料药板块收入和利润恢复良好增长。
- 关税影响阶段性出清，以肝素原料药为例，2025年1-4月，肝素原料药出口价格和数量保持平稳。

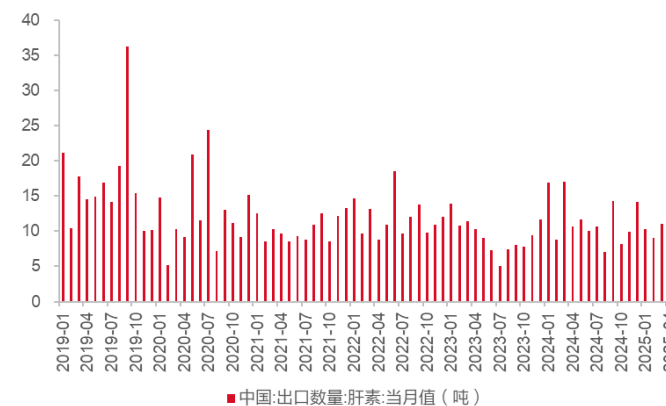
原料药板块上市公司业绩情况



中国出口肝素平均单价走势 (美元/kg)



中国当月出口肝素数量 (吨)

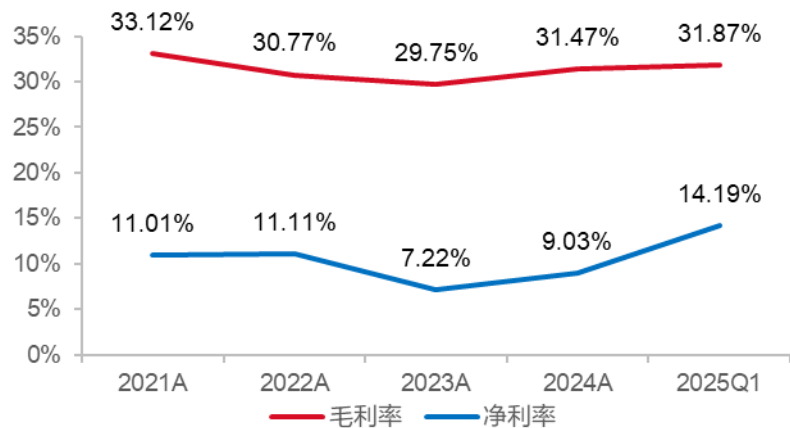


资料来源：Wind，东海证券研究所（原料药板块共39只个股纳入统计）

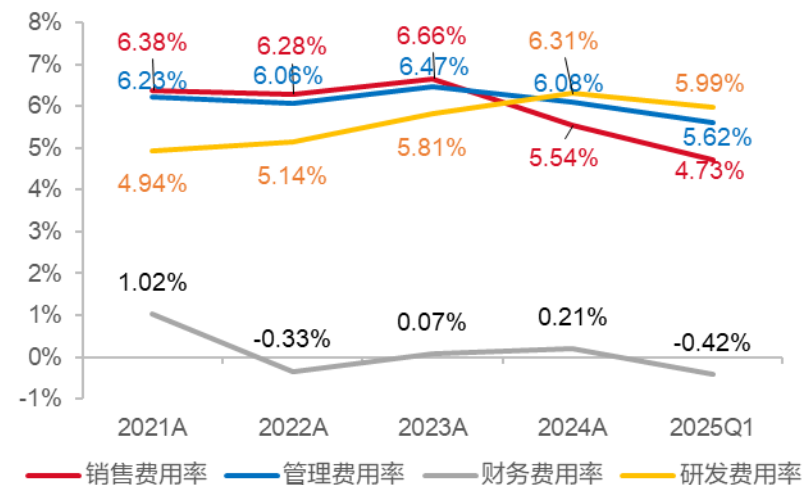
原料药：整体费用稳中有降，盈利能力有所提升

- 2025Q1，原料药板块毛利率和净利率分别为31.87%（+1.61pp）、14.19%（+4.27pp）；销售、管理、财务和研发费用率分别为4.73%（-1.23pp）、5.62%（-0.06pp）、-0.42%（-0.73pp）和5.99%（+0.50pp）。上市公司通过降本增效，控费效果理想，盈利能力有所提升。

原料药板块上市公司毛利率及净利率



原料药板块上市公司期间费用率



资料来源：Wind，东海证券研究所

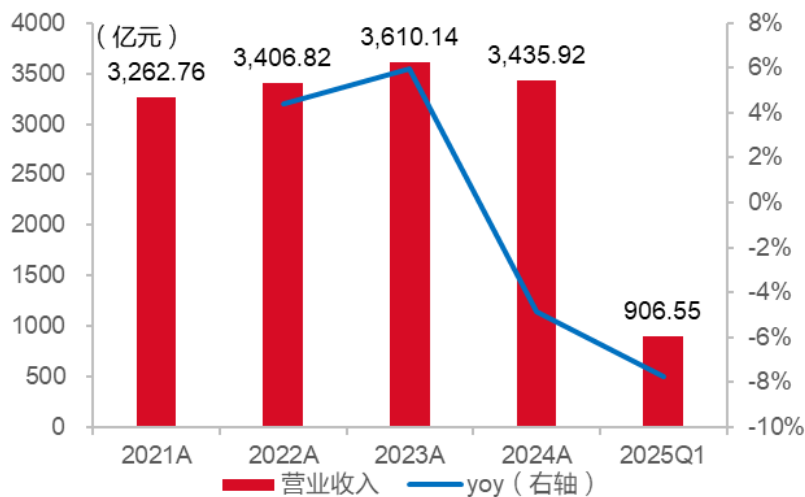
资料来源：Wind，东海证券研究所

中药：业绩拐点将至，关注后续集采情况

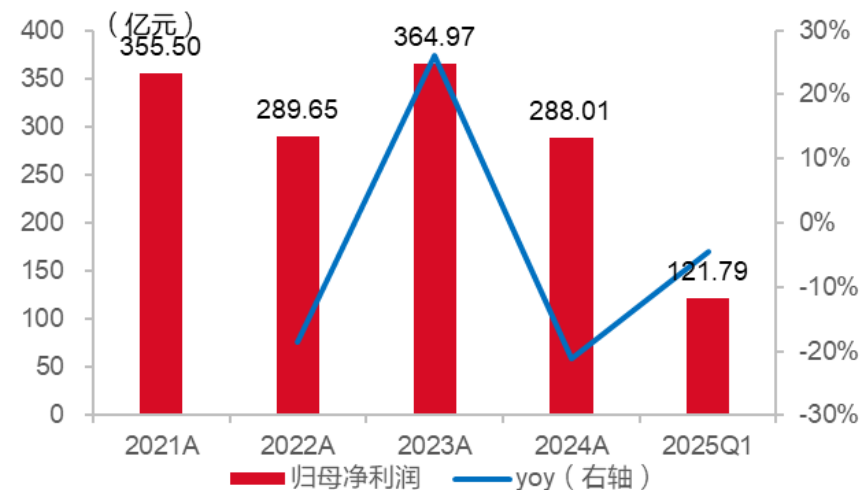
中药：业绩拐点将至

- 2024年，中药板块上市公司实现营收合计3435.92亿元，同比下降4.83%；归母净利润288.01亿元，同比下降21.09%；2025Q1，中药板块上市公司实现营收合计906.55亿元，同比下降7.77%；归母净利润合计121.79亿元，同比下降4.58%。受呼吸系统疾病高基数影响，2024年全年中药板块上市公司利润下滑明显，2025Q1中药板块收入利润均承压。

中药板块上市公司营业收入及增速



中药板块上市公司归母净利润及增速



中药：中成药、中药饮片集采大范围落地

- 根据赛柏蓝数据显示，第三批全国中成药集采于2025年4月份起陆续在各省落地执行，目前至少有23个省市执行或将执行全国中成药联盟集采中选结果。同步执行中选结果的还有全国中药饮片联采，自今年4月起全国各省份陆续落地，此次中药饮片联采覆盖31个省份，共涉及45种中药饮片，598家企业中选，涉及12069个产品，其中，地黄和川芎中选产品数最多，达354个。
- 随着中成药及中药饮片集采陆续落地，价格风险陆续出清，同时中药行业受海外局势影响小，2025H2板块业绩有望迎来改善。

中成药集采对比情况

三批集采对比总结				
批次	参与省份	中选药品数	平均降幅	最高降幅
第一批	19省	111个	42.27%	82.63%
第二批	30省	68个	49.36%	76.80%
第三批	31省	174个	约68%	> 95%

资料来源：赛柏蓝公众号，东海证券研究所

中药饮片联采部分省份执行时间

	文件	执行日期
天津	《关于做好全国中药饮片联盟采购、全国中成药采购联盟药品集中采购和使用工作的通知》	6月16日
湖南	《关于做好全国中药饮片采购联盟集中采购中选结果执行工作的通知》	5月30日
贵州	《关于做好全国中药饮片采购联盟集中采购中选结果执行工作的通知》	自2025年4月30日起至2026年4月29日止
河南	《关于做好全国中药饮片联盟集采中选结果有关工作的通知》	4月30日
广东	《关于执行全国中药饮片采购联盟集中采购中选结果的通知》	从2025年5月30日至2026年5月29日
山东	《关于执行全国中药饮片采购联盟集中采购中选结果的通知》	4月21日
江西	《关于做好山东中药饮片等省际联盟药品集中带量采购中选结果执行工作的通知》	4月30日
黑龙江	《关于执行全国中药饮片采购联盟集中采购中选结果的通知》	4月30日
云南	《关于全国中药饮片采购联盟集采中选结果挂网交易有关事宜的通知》	6月20日
重庆	《关于全国中药饮片采购联盟、十六省（区、市）联盟药品集中带量采购中选结果执行有关工作的通知》	6月30日
内蒙古	《关于执行全国中成药和全国中药饮片中选结果的通知》	7月1日
西藏	《关于开展全国中药饮片采购联盟集中带量采购中选品种挂网采购工作的通知》	5月20日
陕西	《关于做好全国中成药采购联盟等四批药品集中带量采购和使用工作的通知》	7月1日

医疗器械：国内招标改善，海外持续拓展

板块业绩：医疗设备承压，医疗耗材增长良好

- 政策调整与产业出清阵痛下板块表现分化：2024年受医疗反腐整治、DRG/DIP及专项债发行缩减影响，医院设备采购节奏放缓，尤其上半年招标进度滞后，导致设备类企业收入承压。医疗耗材受益于刚需属性和产品出海，以及去库存进入尾声，表现相对稳健。行业整顿导致检测量下降，以及2024年Q3安徽省牵头的省际联盟集采落地执行，造成IVD量价承压，对业绩有所影响。
- 2025年1月，国家发改委联合财政部发布《国家发展改革委财政部关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，加大重点领域设备更新项目支持力度，政策支持叠加医疗专项债发行回升，医疗设备招标已见回暖迹象，具备创新技术、海外渠道及成本优势的龙头公司或率先迎来业绩拐点。

2019-2025年Q1医疗器械板块业绩表现

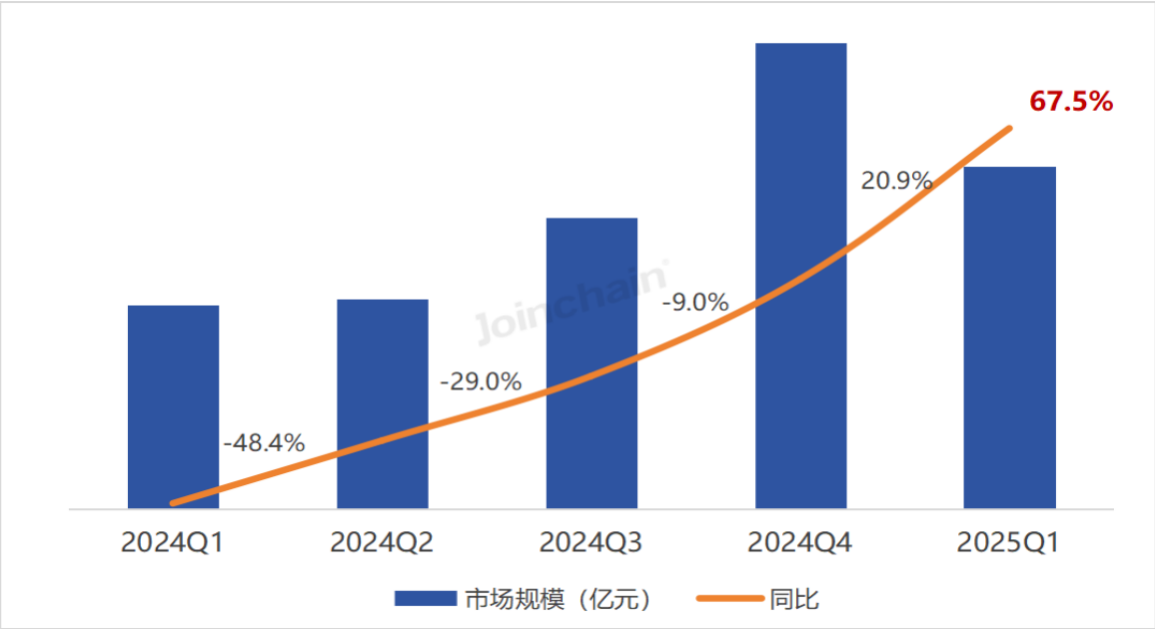
	2019YoY		2020YoY		2021YoY		2022YoY		2023YoY		2024YoY		2025Q1 YoY		2025Q1 QoQ	
	营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润
SW医疗器械	26.25%	31.62%	71.59%	173.46%	36.66%	40.62%	23.54%	14.45%	-24.40%	-49.52%	2.49%	-16.70%	-3.07%	-9.69%	-6.85%	390.19%
SW医疗设备	10.63%	39.87%	36.38%	62.00%	22.14%	22.36%	33.93%	30.34%	13.04%	7.93%	-1.45%	-18.23%	-4.48%	-13.06%	-8.20%	126.92%
SW医疗耗材	65.89%	54.53%	88.71%	209.10%	22.59%	13.01%	-9.63%	-52.95%	4.55%	-20.33%	12.73%	25.97%	5.41%	5.32%	-4.23%	172.06%
SW体外诊断	16.42%	-3.39%	106.25%	344.99%	69.12%	85.48%	44.35%	52.95%	-67.09%	-79.90%	-5.51%	-49.03%	-15.19%	-22.28%	-8.91%	-231.29%

资料来源：Wind，东海证券研究所

医疗设备：招采持续推进，重点领域环比改善明显

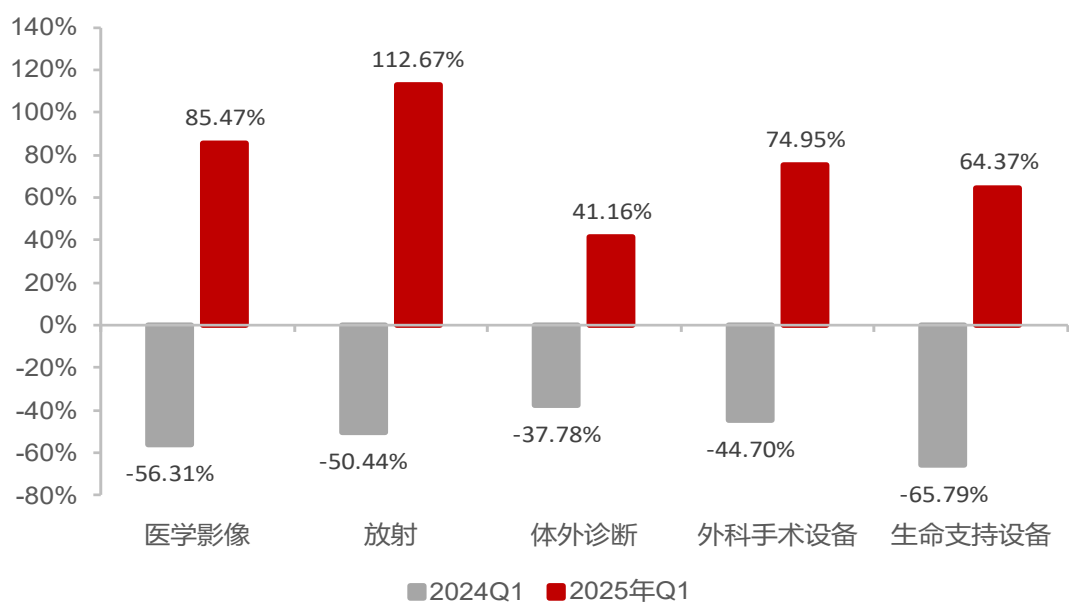
- 招采季度环比持续改善。2025年一季度我国医疗设备招投标整体市场规模同比增长67.49%。从月度趋势看，1-3月各月市场规模均高于去年同期，且同比增速逐月攀升，3月单月增速突破100%，复苏动能持续增强。
- 重点领域招采改善更为明显。医学影像设备、放疗设备、IVD仪器以及外科手术设备等中标市场规模均快速增长，其中放疗和医学影像设备增长势头强劲，同比增速分别超过113%和85%。从细分产品来看，CT、超声和DR稳中有升，手术机器人、血液/腹膜透析设备增长幅度亮眼。

2024-2025年Q1我国医疗设备公开招中标市场规模及同比变化



资料来源：众成数科， 东海证券研究所

2024Q1-2025Q1各类医疗设备中标市场规模同比增速变化



资料来源：众成数科， 东海证券研究所

医疗器械：海外市场持续开拓中

- 医疗器械企业全链条实现全球化布局。企业通过持续完善产品线及海外布局实现境外收入稳步快速增长。部分IVD、耗材企业在疫情期间通过相关设备耗材出口已建立了成熟的出海路径，从最初的寻找代理商发展到了建立本地化团队乃至当地子公司，研发-生产-销售链条全面实现全球化布局。

医疗器械公司全球化布局

生产基地全球化

蓝帆医疗在新加坡设冠脉产品生产基地，德国设心脏瓣膜生产基地

美好医疗在马来西亚拥有约13万平方米的生产基地，一二期建设已经完成，三期建设正在进行

研发中心国际化

鱼跃医疗收购德国Metrax GmbH公司100%股权，获得40多年历史的AED品牌；认购Amsino Medical Group Company Limited 19.33%股份，获得一次性医疗器械产品

销售网络本地化

迈瑞医疗在北美、欧洲、亚洲、非洲、拉美等地区的约40个国家设有63家境外子公司，2021年收购芬兰IVD原料厂商Hytest 100%股权，2023年收购德国IVD公司DiaSys 75%股权

新产业建成14家海外分支机构，在东南亚、韩国、中东、欧洲、南美均设立有子公司

医疗器械：海外市场持续开拓中

- **医疗器械企业出海持续提速**。2019-2024年医疗器械板块海外收入CAGR为19.19%，而国内市场CAGR为10.06%；从细分结构来看，2019-2024年医学影像、高值耗材和电生理的海外收入CAGR分别为58.23%、21.94%和39.76%，高于低值耗材的16.37%；说明器械出海正经历产业升级，从低值耗材逐步向高端设备、体外诊断、高值耗材迈进。

2019-2024年SW医疗器械细分板块境外收入变化

	IVD	低值耗材	电生理	高值耗材	骨科	家用医疗器械	康复器械	口腔	内镜	设备	神经外科	肾科	生命信息 与支持	体外循环 与血液净 化	心血管	眼科	医学影像	医院工程	医院器械	总计
2019-2024海外 营收 CAGR	30.24%	16.37%	39.76%	21.94%	45.52%	19.54%		49.78%	10.13%	12.13%	34.26%	12.71%	21.83%	51.17%	76.41%	18.75%	58.23%	6.90%	11.66%	19.19%
2019-2024国内 营收占比	5.66%	10.93%	43.16%	10.84%	-2.48%	14.72%	12.20%	12.22%	16.38%	8.73%	23.73%	9.74%	16.20%	96.83%	19.53%	19.35%	21.96%	5.60%	5.75%	10.06%
2019海外 营收占比	8.92%	69.02%	17.78%	22.40%	3.07%	28.23%	0.00%	15.80%	47.82%	59.74%	14.52%	10.24%	39.35%	12.90%	1.35%	8.54%	8.00%	3.75%	16.81%	26.79%
2024海外 营收占比	21.79%	73.90%	16.09%	31.74%	18.99%	32.58%	0.31%	44.29%	41.02%	63.38%	20.36%	11.54%	45.12%	3.81%	8.74%	8.35%	24.23%	3.97%	20.97%	35.27%

资料来源：Wind，东海证券研究所（细分板块为根据主营业务自行划分）

AI大模型落地医疗场景，深度赋能医疗设备

- DeepSeek等通用大模型已接入数百家三甲医院（如北京协和、上海六院），蚂蚁、讯飞等推出医疗专用大模型，通过千亿级医疗语料训练，医学图像识别准确率超90%。截至2025年4月，全国Top100医院中98家已部署大模型，38家开发了55个垂直模型人工智能技术全面渗透医疗核心场景，从辅助诊断到精准治疗，从流程优化到健康管理，重构诊疗模式与服务生态。
- 我国面临人口老龄化程度持续加深、医疗资源分配不均等现实挑战，分级诊疗、医联体落地推进的需求进一步凸显了AI在提升诊断效率、降低就医成本和提高医疗服务可及性方面的战略价值。AI诊疗商业化路径日渐清晰，支付模式逐渐明确，或催生产业新蓝海。根据头豹研究院的预测，2023年AI医疗器械的市场规模为74.7亿元，2030年将达到755.7亿元。

AI诊疗

AI
+
诊
断

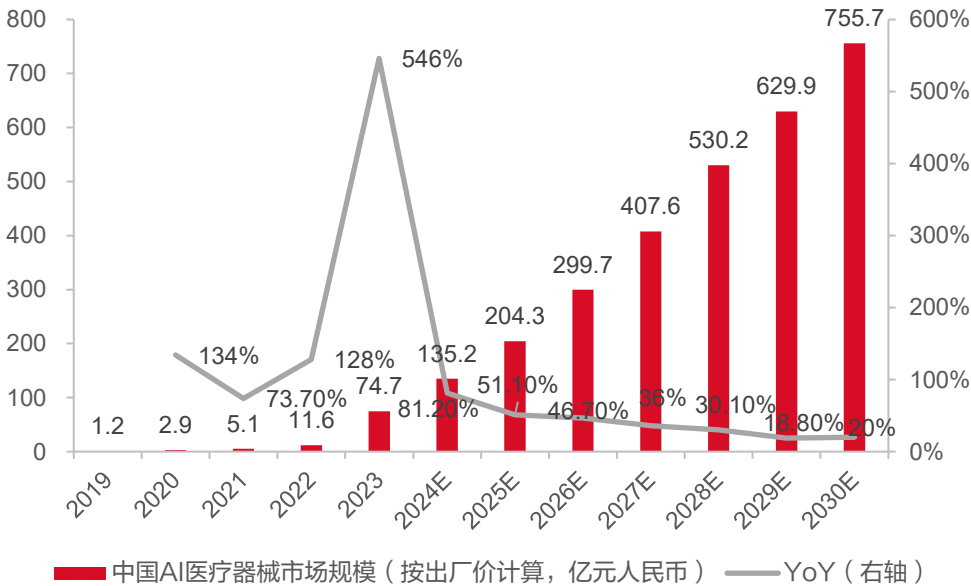
快速筛查：在数秒内完成大量影像（如X光、CT）的初筛，标记可疑病灶（如肺结节、骨折），减轻医生重复劳动

智能诊断：自动勾勒肿瘤、器官边界（如肝脏、心脏），大幅缩短手动勾画时间（如放疗规划从小时级降至分钟级）；减少假阴性/假阳性概率（如识别微小结节和致密组织）

赋能基层医疗：通过远程辅助提升医疗资源匮乏地区的诊断能力（如专家通过影像远程传输参与诊断，以及操纵手术机器人给予治疗）

助力精准医疗：量化脑萎缩程度等病变指标，识别癌细胞转移（如乳腺癌前哨淋巴结），预测风险概率，完成早期识别诊断

AI医疗器械市场规模



资料来源：中国医学影像AI白皮书，东海证券研究所

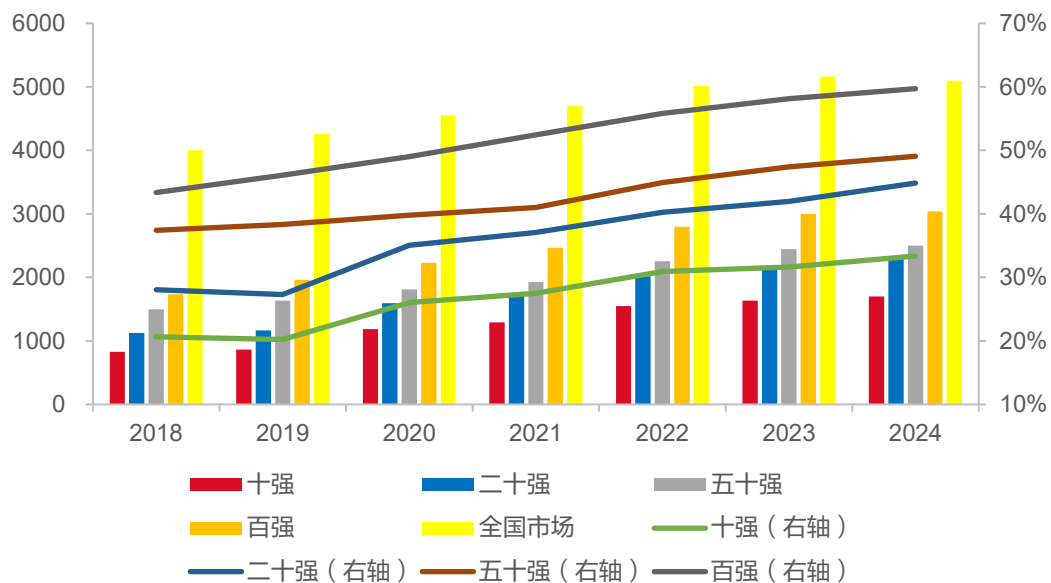
资料来源：头豹研究院，东海证券研究所

药店：行业加速整合，场景持续丰富

药店：连锁化率和集中度提升趋势继续

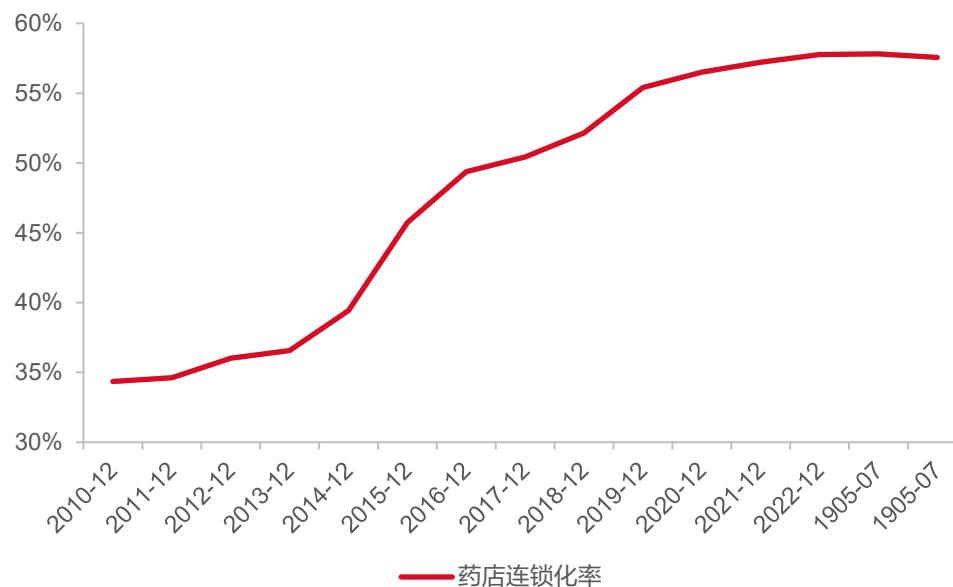
- 零售药店CR10-CR50均持续提高。2024年药店十强、二十强、五十强、百强企业的市占率分别为33.37%、44.85%、49.07%、59.71%，同比2023年提升1.74pct、2.91pct、1.69pct、1.57pct，反映了行业集中度提升的趋势正在持续。
- 连锁化率保持提升趋势。2010-2024年，连锁药店数量从13.7万家增加至38.85万家，CAGR为7.33%，远超过同期单体药店数量的0.64%和零售药店整体的1.83%，行业整体连锁化率从2010年的34.35%提升至2024年的57.56%。

百强药店销售额及占比变化



资料来源：中国药店，东海证券研究所

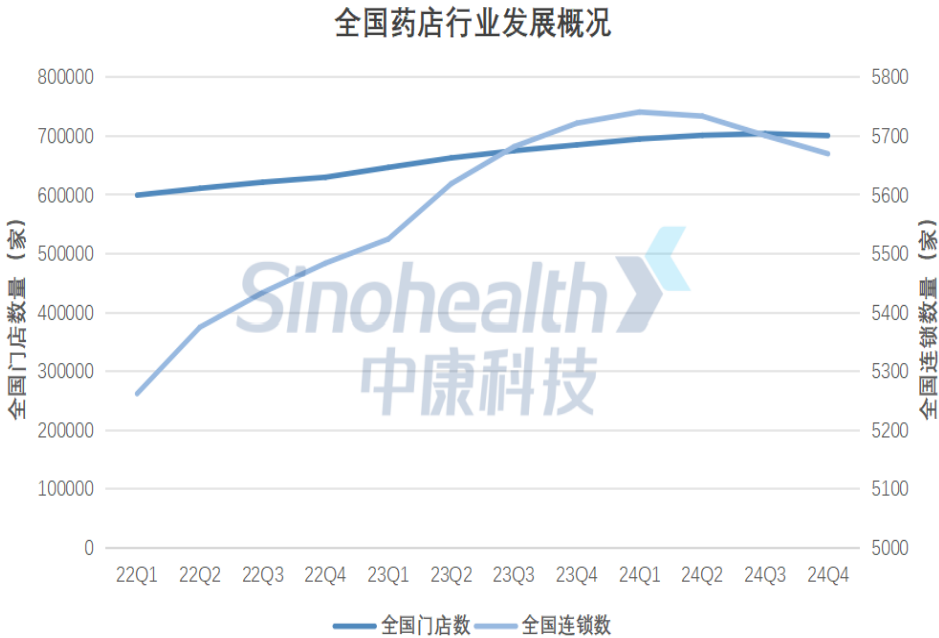
药店行业连锁化率



资料来源：中国药店，东海证券研究所

药店：政策趋严，加速行业整合

- 随着宏观经济增速放缓、社会零售品消费走低，叠加行业监管形势趋严，药店合规、运营成本增高，带动医药零售行业进入新一轮的整合周期，由于行业整体利润率的下降，更多中小药店退出市场。与此同时大型连锁药店亦在关店上表现得较为激进。2024年全年闭店数共计39228家，闭店率约5.76%，同比2023年提高1.96pct。行业整体态势从过去的扩张转为出清，迎来整体数量下降、集中度进一步提升的阶段。
- 具备规模效应和议价能力、医保经营合规的大型连锁药房在行业调整过程中表现显著优于中小连锁药店。2024年Q4，Top10连锁仍保持了同比7.3%的门店数量增速，市场份额提升至11.3%；Top31-100连锁以9.0%的增速远超连锁合计2.3%的增速，显示区域龙头的稳定发展。与此同时中小连锁出现明显收缩，规模过亿连锁门店数下跌12.6%，其他小连锁也出现0.4%的萎缩。



资料来源：中康科技公众号，东海证券研究所

连锁门店数量增速超过小连锁和整体

全国连锁结构	门店数 (同比增速)	门店数占比
Top10 连锁	79,341(+7.3%)	11.30%
Top11 – 30 连锁	29,679(+0.3%)	4.20%
Top31 – 100 连锁	37,929(+9.0%)	5.40%
5607家连锁		
213 家规模过亿连锁	33,472(+12.6%)	4.80%
5,357 家其他小连锁	189,949(-0.4%)	27.10%
单体店	330,511(+4.0%)	47.20%
合计	700,881(+2.3%)	100.00%

资料来源：中康科技公众号，东海证券研究所

药店：积极布局新业态，头部连锁或打开新增在空间

- 业绩短期承压，谨慎扩张降本增效。2024年六家民营连锁单季度营收同比增速均呈明显放缓态势，主要是受统筹政策落地放缓、行业竞争加剧、宏观经济等多因素影响。头部企业积极调整经营策略，在适当扩张的同时稳健经营、降本增效。
- 探索“药店+”新业态，头部连锁或打开新增长空间。面对行业整体增速下行和竞争加剧的压力，零售药店从传统药品销售向“健康服务综合体”转型，构建零售服务新业态,以消费者健康需求为中心，通过专业化服务、数字化工具与多元化场景重构价值链。未来药店将不仅是药品销售终端，更是健康管理的入口与资源整合平台，通过“药店+诊所”“药店+便利店”“药店+中医馆”等模式，提供一站式健康服务。同时针对肿瘤、罕见病等特殊需求，连锁药店通过DTP药房（Direct-to-Patient）提供专业用药指导与追踪服务。在处方外流的大趋势下，头部连锁或将凭借多重优势显著受益。

六家民营连锁药店2024FY-2025Q1业绩及新业态尝试

	DTP药房		营收同比增速		归母净利润同比增速		新业态尝试
	数量（2024年末）	同比增速（2024年末）	2024年末	2025Q1	2024年末	2025Q1	
益丰药房	318	4.26%	6.53%	0.64%	8.26%	10.51%	深度整合会员管理、大数据分析、互联网医疗等健康管理资源，构建生态化医药新零售体系，实现慢病管理数字化升级和线上诊疗服务优化。截至2024年报告期末，O2O直营门店超10,000家，24小时配送营业门店超600家。
大参林	248	9.25%	8.01%	3.02%	-21.58%	15.45%	2024年报告期内打造了西地那非、熊胆粉、灵芝胶囊、番茄红素等15个爆品；公司不断探索商品结构的多元化，引进的药妆、个人护理、食品饮料等品类均实现较快的增长。2024年引进了2,309个新品种，淘汰了1,652个品种。
老百姓	176	0%	-0.36%	-1.88%	-44.13%	-21.98%	公司慢病管理服务累计建档1,812万+人，累计自测服务9,923万+人次，累计回访3,853万+人次，举行线上线下患教2.9万+场次。
一心堂	未披露	未披露	3.57%	-6.53%	-79.23%	-33.83%	成功构建美妆、护肤、个护、健康食品、母婴等多品类协同发展的格局。新零售业务精准聚焦消费者“急用药”与“隐私用药”的服务场景需求，同步拓展即时零售渠道非药类大健康商品线2024年新零售板块实现同比增长47.6%，其中O2O即时零售渠道贡献率达78.2%。泛健康业务取得了显著进展，成为推动公司持续发展的重要力量。
健之佳	1521	34.01%	2.23%	-0.85%	-69.08%	-35.85%	截至2024年报告期末，慢病服务累计建档近410万人，同比增长64%；占比48.33%的2,508家门店与三诺合作部署“四高”监测设备，合计为125万人监测“四高”506万次。零售药房定位于“健康+专业+便利”的零售药房、之佳便利店定位于“品质+时尚+快捷”。
漱玉平民	135	约28.57%	4.13%	-2.48%	-241.90%	143.85%	公司将积极顺应市场变革，持续跟踪国家医药政策动态并调整经营策略，通过持续丰富健康产品、保健品、医疗器械、美妆个护等多元化品类矩阵，精准契合消费者多元化健康需求，进而夯实盈利增长基础。

资料来源：公司公告，东海证券研究所



CONTENTS

一、行情回顾

二、行业概况

三、细分板块

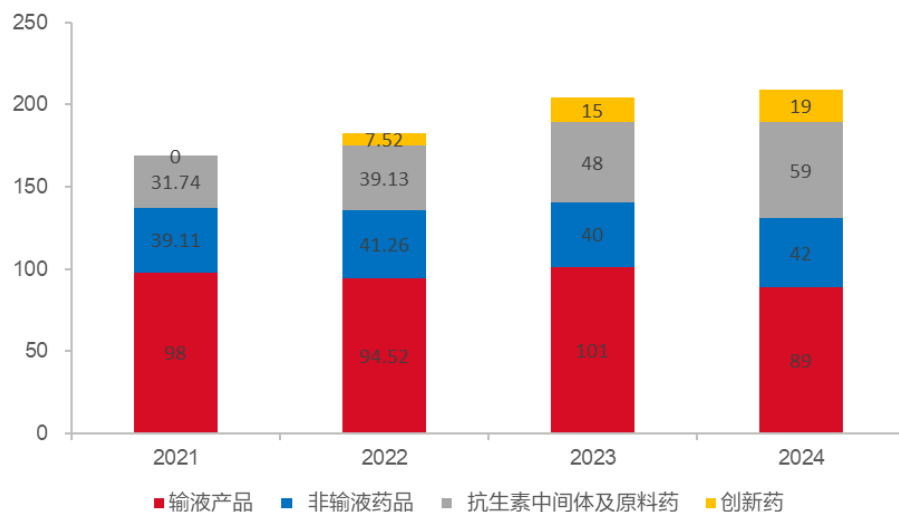
四、个股推荐

五、风险提示

创新药—科伦药业：传统业务稳健增长，创新成果逐步兑现

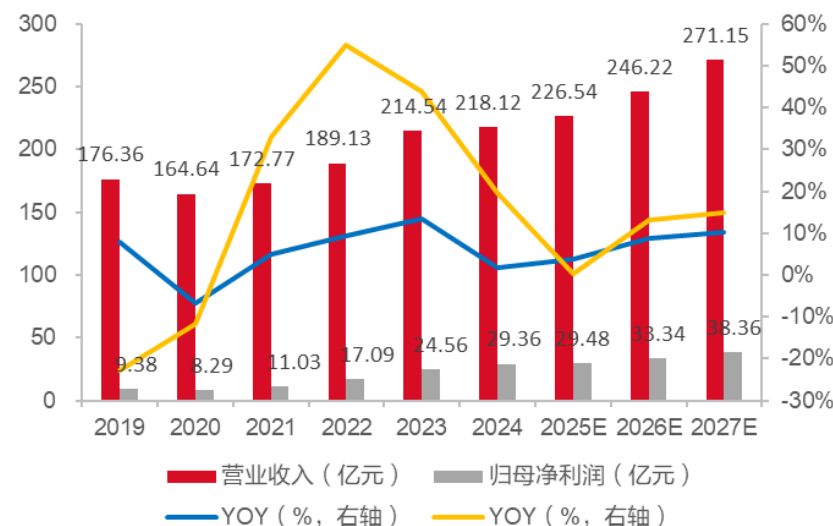
- 2024年营收218.12亿元（+1.67%），归母净利润29.36亿元（+19.53%）。输液产品结构持续优化，密闭式输液量占比持续提升，重点产品以价换量；全球抗生素市场需求增长，公司生产工艺提升产量增加，原料药中间体收入持续增长。
- 创新药方面，公司已有3个创新药上市，包括芦康沙妥珠单抗、塔戈利单抗和西妥昔单抗，销售实现零的突破。核心产品芦康沙妥珠单抗已获批2项适应症（TNBC, EGFR突变型NSCLC），HR+/HER2-BC，EGFR野生型NSCLC正在III期临床研究中。公司创新研发管线30余项，2个项目处于NDA阶段，8项ADC产品正处于临床阶段。公司积极展开全球性合作，MSD已启动12项sac-TMT的全球性III期临床研究，与MSD还在其他若干ADC资产中展开合作。

公司收入结构情况（亿元）



资料来源：Wind，东海证券研究所

公司业绩预测

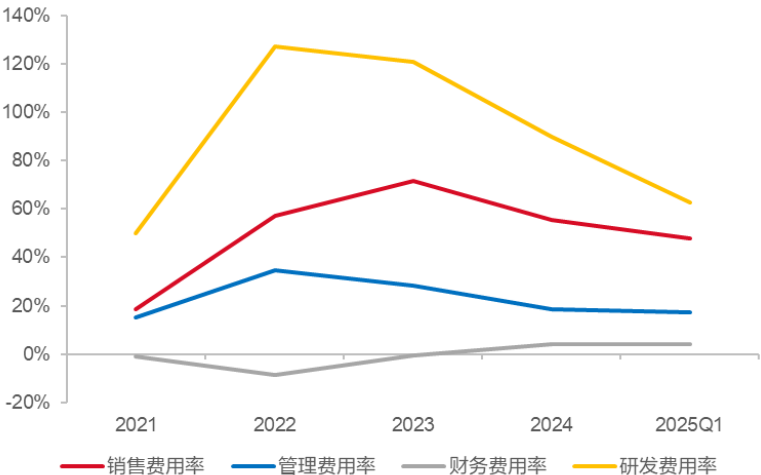


资料来源：Wind一致预测（截至2025年6月27日），东海证券研究所

创新药—荣昌生物：收入快速增长，研发持续推进

- 2025Q1公司实现营收5.26亿元（+59.17%），归母净利润-2.54亿元（去年同期为-3.49亿元），已经连续3个季度减亏。泰它西普和维迪西妥持续放量。2025Q1研发费用率62.53%（-37.7pp），销售费用率47.66%（-9.08pp），管理费用率17.15%（-5.33pp），费用优化明显，经营效率提升。
- 新增适应症陆续商业化，收入快速增长有支撑。泰它西普第三个适应症重症肌无力已于今年5月份获批国内上市，6月获欧盟孤儿药资格认定，pSS（原发性干燥综合症）和IgA肾病已完成III期入组。维迪西妥第四个适应症HER2低表达乳腺癌已于今年6月份获批上市，联合特瑞普利1L UC III期临床已达主要研究终点，1L 治疗HER2低表达GC III期首例患者入组；海外单药2L UC II期注册性临床和PD-1联用1L UC III期临床均持续推进中。RC28：wAMD、DME均已完成III期患者入组，期待后续申报进展。

公司四项费用率情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

公司业绩预测

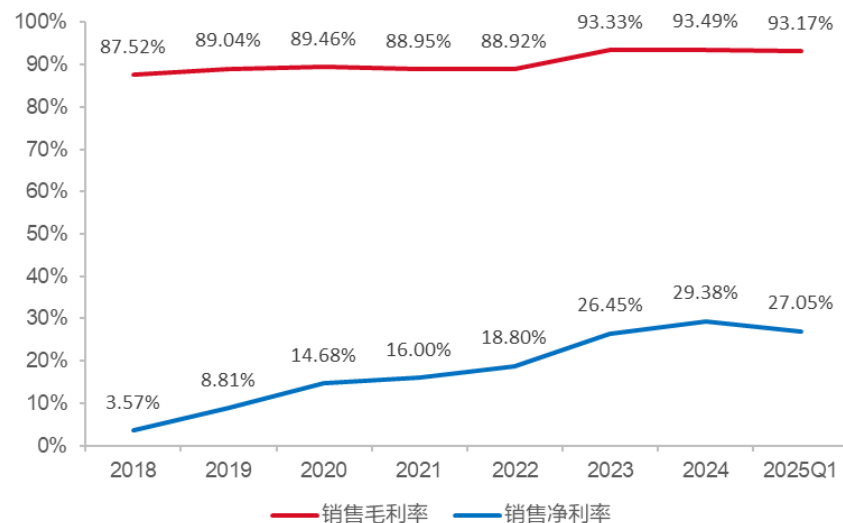
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	7.72	10.83	17.17	23.46	32.63	44.04
yoy	-45.87%	40.26%	58.54%	36.62%	39.11%	34.98%
归母净利润（亿元）	-9.99	-15.11	-14.68	-9.41	-4.28	2.38
yoy	-461.56%	-51.30%	2.84%	35.93%	54.49%	155.58%
EPS（摊薄）	-1.84	-2.78	-2.7	-1.67	-0.76	0.42
PE	-42.22	-22.35	-11.16	-36.91	-81.1	145.92

资料来源：Wind一致预测（截至2025年6月27日），东海证券研究所

创新药—特宝生物：派格宾持续放量，产品管线不断丰富

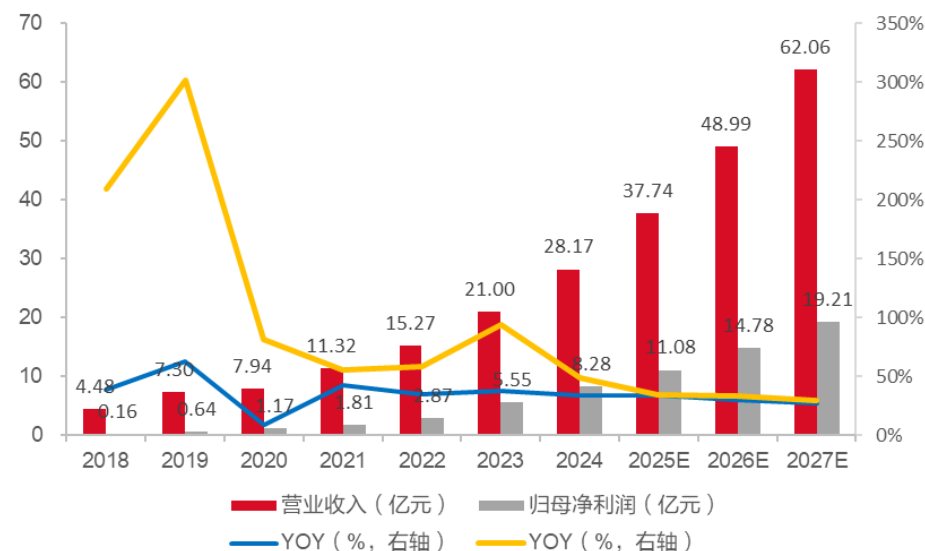
- 派格宾销售持续高增长。2024年公司抗病毒用药实现收入24.47亿元（+36.72%），派格宾是目前市场唯一的长效干扰素制剂，作为慢乙肝治疗的一线用药，进一步得到专家和患者的认可，产品持续放量。我国有近3000万慢乙肝患者，随着乙肝临床治愈研究的不断深入，抗病毒治疗人群不断扩大，市场空间广阔。
- 产品管线不断丰富。长效重组人生长激素今年5月上市，是国内百亿生长激素市场第二家上市产品，有望贡献新增量。重组人促红素III期临床研究前的相关准备工作正在开展，派格宾和珮金新增适应症获批临床。公司积极开展外部合作，引进康宁杰瑞KN069和藤济医药NM6606，布局脂肪肝代谢及肝纤维化治疗领域。

公司毛利率和净利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

公司业绩预测（亿元）



资料来源：Wind一致预测（截至2025年6月27日），东海证券研究所

创新药—贝达药业：产品顺利出海，多个品种上市在即

- 公司销售收入稳步增长，公司2025Q1业绩超预期，贝福替尼2024年底一线适应症进入医保后放量，恩沙替尼美国已获批，欧盟审批中，看好恩沙替尼国际化带来的业绩弹性。
- 自研与引进快速推进。BPI-16350治疗HR+/HER2- BC的上市申请已获得受理，战略合作产品植物源重组人血清白蛋白注射液上市申请已获NMPA受理并被纳入有限审评程序，眼科用药EYP-1901海外III期完成入组。核心药品持续放量贡献业绩增量，商业化产品种类不断丰富，收入有望持续增长。

公司业绩预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	23.77	24.56	28.91	36.36	43.53	51.57
yoy	5.82%	3.35%	17.74%	25.74%	19.69%	18.49%
归母净利润（亿元）	1.45	3.48	4.03	6.41	8.54	10.51
yoy	-62.04%	139.33%	15.67%	59.25%	33.17%	23.16%
EPS（摊薄）	0.35	0.83	0.96	1.52	2.03	2.50
PE	141.14	61.99	56.06	37.85	28.43	23.08

资料来源：Wind一致预测（截至2025年6月27日），东海证券研究所

公司产品管线

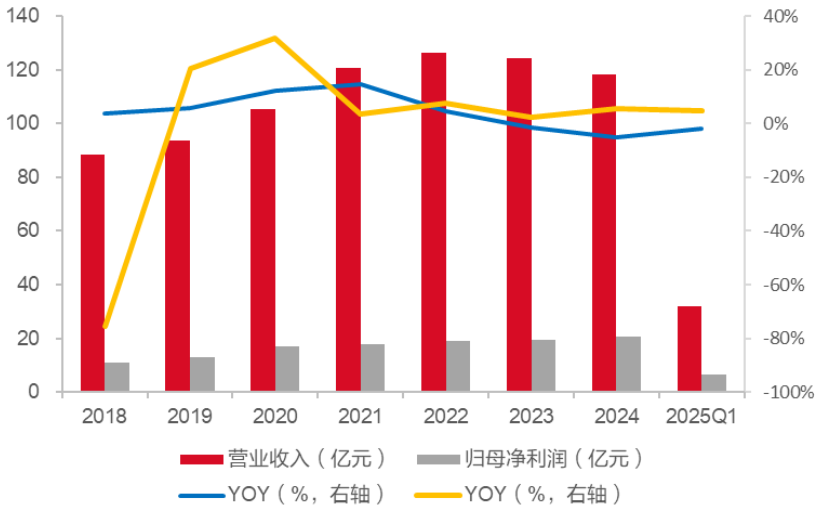
产品	靶点	类型	临床前	剂量爬坡		剂量扩展		关键性试验		NDA/BLA	上市
				临床Ia	临床Ib	临床IIa	临床IIb	临床III			
凯美纳® (埃克替尼)	EGFR	小分子药物	一线非小细胞肺癌								★
			二线非小细胞肺癌								★
			非小细胞肺癌术后辅助治疗								★
贝美纳® (恩沙替尼)	ALK	小分子药物	一线非小细胞肺癌 (中国)								★
			一线非小细胞肺癌 (美国)								★
			二线非小细胞肺癌								★
贝安汀® (贝伐珠单抗)	VEGF	单克隆抗体	转移性结直肠癌, 晚期、转移性或复发性非小细胞肺癌								★
			复发性胶质母细胞瘤, 上皮性卵巢癌, 输卵管癌或原发性腹膜癌, 宫颈癌等								★
赛美纳® (贝福替尼)	EGFR	小分子药物	一线非小细胞肺癌								★
			二线非小细胞肺癌								★
			术后辅助治疗								
伏美纳® (伏罗尼布)	VEGFR	小分子药物	联合 MCLA-129								
			胃癌								★
			慢性年龄相关性黄斑病变								
巴替利单抗 (Balticimab)	PD-1	单克隆抗体	宫颈癌, 单药治疗								
			宫颈癌, 联合泽弗利单抗 (Zalifrelimab)								
泽弗利单抗 (Zalifrelimab)	CTLA-4	单克隆抗体	宫颈癌, 联合巴替利单抗 (Balticimab)								
BPI-16350	CDK 4/6	小分子药物	实体瘤								
MRX2843	MerTK/FLT3	小分子药物	实体瘤								
BPI-361175	EGFR	小分子药物	实体瘤								
MCLA-129	EGFR/c-MET	双特异性抗体	实体瘤								
			联合赛美纳® (贝福替尼)								
BPI-371153	PD-L1	小分子药物	实体瘤/淋巴瘤								
BPI-452080	HIF-2α	小分子药物	实体瘤								
BPI-460372	TEAD	小分子药物	实体瘤								
EYP-1901	VEGFR	小分子药物	晚期结直肠癌辅助治疗								
CFT8919	EGFR Degradator	小分子药物	晚期年龄相关性黄斑变性								
			非小细胞肺癌								
BPI-221351	IDH1/2	小分子药物	实体瘤								
BPI-520105	pan-EGFR	小分子药物	实体瘤								

资料来源：公司官网，东海证券研究所

创新药—丽珠集团：创新产品加速落地

- 2025Q1公司实现营收31.81亿元（-1.92%），归母净利润6.37亿元（+4.75%），展望2025全年，公司预计收入同比实现个位数增长，艾普拉唑以价换量，新上市的曲谱瑞林微球贡献增长，中药产品参芪扶正注射液在医保后缀解限有望带来销售扩容，抗病毒颗粒消化高基数后回归常态化增长。
- 创新药产品补充值得期待。辅助生殖类产品中，黄体酮注射液已于2025年3月上市，重组人促卵泡激素于2025年1月申报上市，预计2027Q1上市；精神神经类产品阿立哌唑微球已于2025年5月上市；消化道产品JP-1366片剂预计2025H2报产并于2027年上市；IL-17A/F单抗预计2025H2报产，司美格鲁肽糖尿病适应症上市审评中，预计2025年底或者2026年初上市，减重适应症预计2025年底提交上市申请。同时公司积极布局辅助生殖产品的海外市场。

公司营收利润情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

公司业绩预测

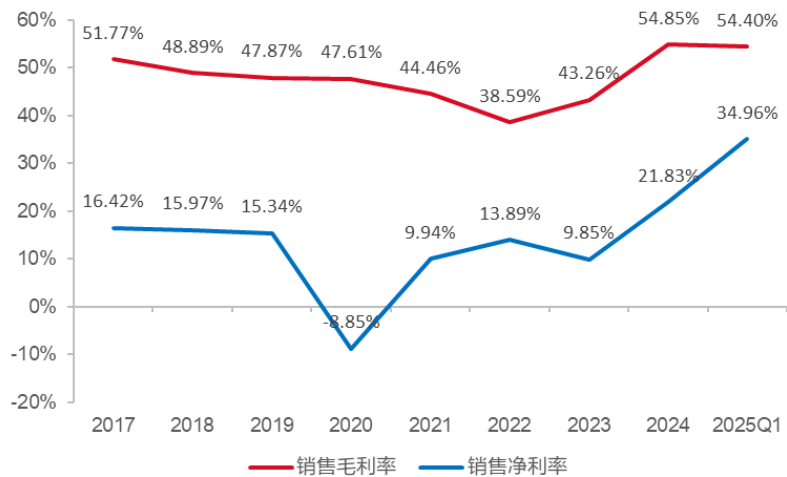
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	126.30	124.30	118.12	122.55	128.43	135.61
yoy	4.69%	-1.58%	-4.97%	3.75%	4.79%	5.59%
归母净利润（亿元）	19.09	19.54	20.61	22.50	24.79	27.37
yoy	7.53%	2.32%	5.50%	9.17%	10.15%	10.42%
EPS（摊薄）	2.04	2.11	2.26	2.49	2.74	3.03
PE	15.91	16.56	16.8	14.6	13.26	12.01

资料来源：Wind一致预测（截至2025年6月27日），东海证券研究所

创新药—千红制药：盈利能力明显提升，研发管线顺利推进

- 2024年公司实现归母净利润3.56亿元（+95.77%），2025Q1归母净利润1.61亿元（+54.62%）。公司2024年销售毛利率54.85%（+11.59pp），2025Q1毛利率54.40%（+1.25pp），受肝素原料药毛利率大幅提升影响，利润端实现快速增长。2024年公司原料药毛利率为37.67%（+24.30pp），主要系上游原材料成本下降影响。
- 并购+自研，丰富公司产品线。拟收购常州方圆，硫酸依替米星市场格局好。自主研发的创新药QHRD107 IIa期临床数据优秀，QHRD106（适应症为急性缺血性脑卒中）已开展II期临床方案讨论会并获CDE无保留通过。QHRD110（CDK4/6抑制剂）差异化布局脑胶质瘤适应症，已在澳洲完成I期临床，正在国内开展临床桥接试验。QHRD211（适应症为生长激素缺乏的儿童生长缓慢）也已完成I期临床试验进入II期临床试验。创新药进展有序推进，有望贡献业绩弹性。

公司毛利率和净利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

公司业绩预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	23.04	18.14	15.26	18.15	23.13	27.82
yoy	22.86%	-21.24%	-15.88%	18.90%	27.48%	20.25%
归母净利润（亿元）	3.23	1.82	3.56	4.29	4.70	5.68
yoy	78.60%	-43.77%	95.77%	20.49%	9.63%	20.77%
EPS（摊薄）	0.25	0.14	0.28	0.34	0.37	0.44
PE	24.77	41.38	22.29	25.3	23.07	19.11

资料来源：Wind一致预测（截至2025年6月27日），东海证券研究所

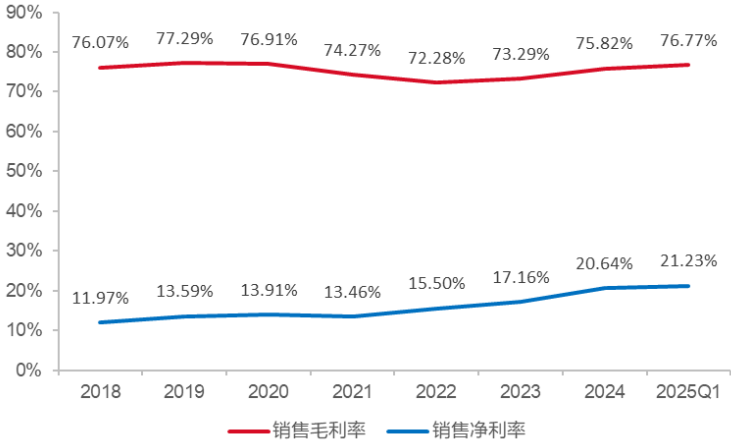
CXO—诺泰生物：业绩保持高增长，多肽领先地位持续巩固

- **业绩持续高增长。**2024年实现营收16.25亿元（同比+57.21%），归母净利润4.04亿元（同比+148.19%），扣非净利润4.08亿元（同比+142.60%）；Q1实现营收5.66亿元（同比+58.96%，环比51.82%），归母净利润1.53亿元（同比+130.10%，环比+181.88%），扣非净利润1.52亿元（同比+131.79%，环比+185.27%）。受益于多肽原料药快速放量，公司业绩持续高增长。
- **自主产品高速增长，CDMO业务稳健提升。**2024年公司自主产品实现营收11.29亿元（同比+79.49%），其中原料药与中间体业务实现营收9.44亿元（同比+127.00%），制剂业务实现营收1.84亿元（同比-13.38%）；定制业务实现营收4.94亿元（同比+22.34%）；1）自主产品高技术壁垒产品不断积累，截止2024年末15个原料药品种获得美国FDA DMF/VMF编号，6个原料药品种通过与制剂的关联技术审评；除现有注射剂型外，公司已于2023年前瞻性布局口服多肽优质产能，并承接口服多肽原料药订单。鉴于口服多肽类产品对原料药需求量更高，口服制剂业务或将成为公司多肽原料药业务新增长点。2）CDMO业务与国内外多家知名创新药企合作关系稳固，与MNC达成ADC、寡核苷酸等创新药物形式及多肽动物创新药战略合作。
- **签订多个重磅战略合作，战略性布局优质产能。**1）从下游客户拓展角度来看，公司在手订单持续积累，2024年末合同负债金额达6121万元，较2023年末同比增长约629.88%，创历史新高。公司已打造全球覆盖的矩阵式BD，除欧美主流市场外，南美、东南亚、俄罗斯等“一带一路”地区的客户拓展和储备能力已得到充分验证。2）从产能角度来看，公司2023年已前瞻性布局优质产能，第四代规模化吨级多肽生产车间601车间于2025年初已转入验证期，602多肽车间预计2025年Q2建设完成并转入验证期，多肽大规模化升级的607、608车间已于2024年投入建设，多肽原料药产能将达数吨级。替尔泊肽、利拉鲁肽原料药生产线通过欧盟GMP符合性检查；连云港工厂、子公司诺泰诺和均通过美国FDA的cGMP现场检查。公司已成为在小分子、多肽及寡核苷酸领域同时通过FDA检查的行业领先企业，产能持续释放将订单顺利转化为业绩并为公司获取订单提供保证，形成良性循环。

中药—羚锐制药：核心产品增长稳健，并购丰富产品矩阵

- 2025Q1实现营收10.21亿元（+12.29%），归母净利润2.17亿元（+13.89%）。公司2024年-2025Q1的毛利率分别为75.82%、76.77%（+2.53pp、+1.17pp），净利率分别为20.64%、21.23%（+3.48pp、+0.30pp），公司盈利能力稳步提升。公司贴剂稳健增长，片剂快速放量，他达拉非片、伤痛宁膏等产品陆续上市销售贡献增量，2025年有望保持良好增长态势。
- 外延并购丰富产品矩阵。公司收购银谷制药90%股权，银谷制药主要产品有鲑降钙素鼻喷雾剂（金尔力）、苯环喹溴铵鼻喷雾剂（必立汀）和吸入用盐酸氨溴索溶液（力希畅）等，其中必立汀为我国首个高选择性抗胆碱能受体拮抗剂1类新药，是国内唯一获批适用于变应性鼻炎的鼻用抗胆碱能药物，市场前景广阔；公司补充了高技术门槛的鼻喷剂，填补了产品布局中的空白；银谷制药将得到公司品牌价值和OTC渠道优势的有效赋能，市场渗透率进一步提升，协同效应显著。

公司毛利率和净利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

公司业绩预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	3,500.83	4,073.47	4,646.12	5,183.01
增长率（%）	5.72%	16.36%	14.06%	11.56%
归母净利润（百万元）	722.55	826.30	951.24	1,079.82
增长率（%）	27.19%	14.36%	15.12%	13.52%
EPS（元/股）	1.27	1.46	1.68	1.90
市盈率（P/E）	17.82	15.58	13.53	11.92
市净率（P/B）	4.19	3.88	3.58	3.29

资料来源：携宁（截至2025年6月27日），东海证券研究所

医疗器械—开立医疗：招标复苏初见端倪，静待去库存节奏兑现

- **渠道累库影响报表端，静待25H2招标复苏兑现。**公司2024年实现营收20.14亿元（同比-5.02%），归母净利润1.42亿元(同比-68.67%)，扣非归母净利润1.10亿元（yoy-75.07%）；2025年Q1实现营收4.30亿元（同比-10.29%），归母净利润0.08亿元(同比-91.94%)，扣非归母净利润0.06亿元（同比-93.49%）。业绩承压的主要原因是持续到2024年H1的行业整顿导致国内医院招投标节奏放缓。根据众成医械数据和公司交流，2024年Q3开始，医院超声和内镜类医疗设备的招投标加速恢复，公司中标增幅明显好于行业背景。叠加设备更新金额预计将于2025年Q3之前落地，公司去库存节奏或将迎来加速，招投标景气复苏预计将于25年H2传递至报表端。
- **受行业因素影响毛利率承压，高端化、专科化、多产品线战略形成有力支撑：**公司2024年和2025年Q1毛利率分别为63.78%和63.19%，分别较2023年末下降5.36pct和5.19pct；毛利率出现下滑的主要原因在于：1）2024年Q4-2025年Q1的质保费均从销售费用重分类至营业成本，导致报表端毛利率下降；2）市场竞争加剧、集采项目增加导致国内超声、内镜等产品的终端中标价格持续下降，影响医疗设备的整体毛利率；3）国内业务收入比重下降；中低端产品在县域集采中面对较大的价格压力，高端化、专科化、多产品线的战略发展可有效应对集采降价带来的冲击。开立医疗近三年研发费用占营收比重在20%左右，在丰富产品配置、型号组合的同时不断推出高端产品系列，为公司在目前市场环境下维持毛利率水平提供了有力保障。
- **创新产品收入高增，2025年高端产品上市接续有力：**拆分地区来看，2024年国内实现营业收入10.44亿元（同比-11.62%），海外实现营收9.70亿元（同比+3.27%），主要得益于HD-550等消化呼吸内镜产品在海外多个地区注册推广，持续放量。拆分产品线来看，2024年彩超贡献营收11.83亿元（同比-3.26%），内镜贡献营收7.95亿元（同比-6.44%），反映了行业政策因素给公司经营数据带来阶段性压力。微创外科和心内科等创新产品实现高速增长，2024年公司微创外科产品线在不利外部环境下仍取得30%的营收增长，2025年Q1实现营收翻倍。2025年将是公司产品大年，公司横向拓宽产品多样性&纵向发展高端新品，超声80/90平台、内镜HD-580系列、外科精卫系列、心内科IVUS产品持续放量，高端内镜HD-650系列、外科4K200系列上市接力，公司2025年收入稳定增长有坚实基础。

药店一老百姓：深耕优势区域，业绩有望逐渐企稳向好

- **阶段性因素导致业绩短期下滑。**公司2024年实现营业收入223.58亿元（同比-0.36%），归母净利润5.19亿元（同比-44.13%），扣非归母净利润4.96亿元（同比-41.18%）；2025年Q1实现营业收入54.35亿元（同比-1.88%，环比-11.27%），归母净利润2.51亿元（同比-21.98%，环比+325.63%），扣非归母净利润2.43亿元（同比-21.59%，环比+319.76%）。报告期内，公司处于成长期的新门店亏损、闭店损失和新增折旧摊销影响较大，且出于审慎原则2024年Q4计提商誉减值损失1.08亿元，导致公司业绩短期下滑。
- **加盟、联盟及分销业务表现较好，新零售生态全域发力。**2024年公司零售业务实现营收191.07亿元（同比-1.25%），加盟、联盟及分销实现营收31.05亿元（同比+5.92%）；中西成药实现营收176.85亿元（同比+1.72%），中药实现营收17.04亿元（同比-10.40%），非药品实现营收29.69亿元（同比-5.76%）。公司持续丰富新零售业务产品线，线上线下全链发展，2024年线上渠道销售总额（含加盟）约为24.7亿元，同比增长约24%。2024年末O2O外卖服务门店达12,659家，24小时门店达694家，分别同比增长18.72%、10.86%。公司持续加大专业药事服务建设，2024年末具有双通道资格的门店达329家（同比增加49家，+17.50%），直营店中医保门店占比93.84%。
- **把握下沉市场机遇，优势省份持续深耕。**截至2024年末，公司门店数量达到15,277家，2024年净增加门店1,703家，同比增长12.55%，增速有所放缓（2022-2023年门店净增长29.11%、25.88%）。公司集中资源聚焦优势省份，2024年新增门店中优势省份及重点城市占比86%。2025年公司将继续聚焦优势市场、加速吸纳存量市场，在优势市场进行少量的填空式开店和资产收购，把握行业出清整合机遇。公司积极开拓下沉市场，2024年新增门店中地级市及以下门店占比为80%，截至2024年末地级市及以下门店占比为77%。公司通过深耕下沉持续挖掘市场潜力。



CONTENTS

一、行情回顾

二、行业概况

三、细分板块

四、个股推荐

五、风险提示

风险提示：

- 政策风险：医药生物行业政策推进具有不确定性，如医疗反腐政策、集采、门诊统筹等政策的执行力度对行业整体影响较大；举例，如在医疗反腐期间，公立医院常规招采流程放缓，企业产品放量不及预期、新产品入院困难等政策推进影响风险较大。
- 业绩风险：如果遇到相关政策、事件、宏观经济影响等风险，医药生物上市公司可能存在业绩不及预期的风险；此外，部分企业正值产业链拓展期，如过外延并购整合进展不及预期则会对公司产品、业务布局造成一定影响，从而导致收入端不及预期。
- 研发风险：药品和器械产品研发难度大，尤其是创新药械的研发相应的难度高，周期长，投入较大，可能存在研发进展不及预期或研发失败风险。
- 事件风险：如遇到医药生物行业突发事件或国际关系恶化可能造成市场动荡及企业政策运营受限，则会影响公司业绩、板块整体走势和估值。

评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内沪深300指数上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内沪深300指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内沪深300指数下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于沪深300指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于沪深300指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于沪深300指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于沪深300指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数达到或超过15%

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并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，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多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所（上海）

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：（8621）20333275

手机：18221959689

传真：（8621）50585608

邮编：200125

东海证券研究所（北京）

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：（8610）59707105

手机：18221959689

传真：（8610）59707100

邮编：100089

Thanks
For Watching

感谢聆听

务实 创新
规范 协同



东海证券



东海研究