

医药行业2025年中期投资策略

**BD加速创新药重估，后续持续看好创新药及产业链、
AI医疗、脑机接口等结构性机会**

西南证券研究院
医药杜向阳团队
2025年7月

核心观点

□ 2025年上半年医药生物板块迎来拐点与结构性行情，持续关注创新药及其产业链、AI医疗、脑机接口等方向结构性机会：

- ✓ **2025上半年A股、港股医药生物指数涨幅居前，大幅跑赢大盘。** 2025年初以来（截至20250706），A股医药生物指数上涨10.10%，跑赢沪深300指数8.90个百分点，行业涨跌幅排名第4，迎来2021年以来的拐点；两大港股医药指数分别上涨54.1%、61.7%，大幅跑赢恒生指数。
- ✓ **从子行业来看，医药板块的行情具有结构性，创新药领涨。** 申万一级子行业指数涨幅最大的是化学制剂与其他生物制品，分别增长25.8%与+24.0%，疫苗、中药等板块小幅下跌。
- ✓ **从个股表现来看，480家医药生物上市公司中有348家上涨，占比72.5%。** 其中翻倍的有17支个股，占比3.5%；涨幅在50%-100%的有44支个股，占比9.2%。
- ✓ **从估值来看，短期修复，长期仍处低位。** 医药板块估值经过2019和2020年达峰后，经过了近4年的调整，2025年上半年PE估值上修至29倍，略高于近4年的50分位线（26倍），但仍处于长周期中的低位。
- ✓ **从公募基金持仓来看，医药仓位环比提高。** 25Q1医药生物A+H股全部公募基金占比9.05%；剔除港股后，A股医药生物占比9.23%，环比提高0.37pp。

◆ 我们结合对医疗健康及各个子行业产业发展态势、政策导向、研发进展、市场需求与供给能力等方面的判断，持续关注创新药及其产业链、AI医疗、脑机接口等方向的结构性的机会。

核心观点

□ 持续关注创新药及其产业链、AI医疗等方向的结构性机会：

- **BD出海+研发与商业化进程推进+政策支撑，创新药及其产业链加速价值重塑。**1) **BD方面**：2025年上半年中国创新药BD出海交易超50起，总金额超480亿美元，态势火热。国产双抗/多抗、GLP-1RA、ADC等类型创新药出海为中国药企注入新增量，价值加速重估。2) **研发与商业化进展方面**：大品种核心适应症优异临床数据的读出、商业化进程与结果的推进都将对相应管线的价值预期产生重大变化从而推动股价上涨（如2025上半年云顶新耀EVER001治疗膜性肾病UPCR数据的读出、亿帆医药长效G-CSF亿立舒美国市场实现出货等）。3) **政策方面**：2025年3月《政府工作报告中》首次提出“健全药品价格形成机制，制定创新药目录，支持创新药和医疗器械发展”、7月医保局与卫生健康委印发《支持创新药高质量发展的若干措施》、同月医保目录调整方案出台，对创新药支付端的改善和产业的长期发展形成有力支撑。综上，我们持续关注创新药及其产业链在BD、研发突破、商业化、政策落地、业绩超预期等重磅催化与长期价值实现下的投资机会。
- **AI医疗技术融合与应用拓展加速推进，关注重点适配方向的前沿进展。**截至2025年上半年，DeepSeek等基座大模型全面开源并持续优化升级、超800家医院完成本地化部署、国内外药械/健康管理/信息技术企业争相打造AI医疗平台。AI医疗目前已迈入技术融合与行业重构的新阶段，持续关注重点适配方向的前沿进展与投资机会：1) **AI健康管理**：平台依托模型生成个性化防控方案，推动慢病管理从“被动治疗”转向“主动干预”。2) **AI医疗信息化CDSS**辅助临床决策：优化电子病历质控、临床决策支持与智能分诊流程，AIGC大幅拉升效率。3) **AI医学影像辅助诊断**：辅助诊断为主，进入发展快车道。4) **AI与手术机器人的融合**。5) **AI基因测序**：罕见病大模型优化基因测序筛查，AI助力数据分析。6) **AI制药**：缩短药物研发周期，助力靶点发现及临床疗效预测。

核 心 观 点

组合推荐：

- **稳健组合：**恒瑞医药(600276)、百济神州(688235)、联影医疗(688271)、美年健康(002044)、上海莱士(002252)、贝达药业(300558)。
- **港股组合：**云顶新耀(1952)、再鼎医药(9688)、君实生物 (1877)、和黄医药 (0013)、康方生物 (9926)、信达生物 (1801)、科伦博泰 (6990)、诺诚健华 (9969)、亚盛医药 (6855)。

风险提示：医药产品研发与商业化进展不及预期的风险、医药行业政策不确定性的风险、业绩不及预期风险等。

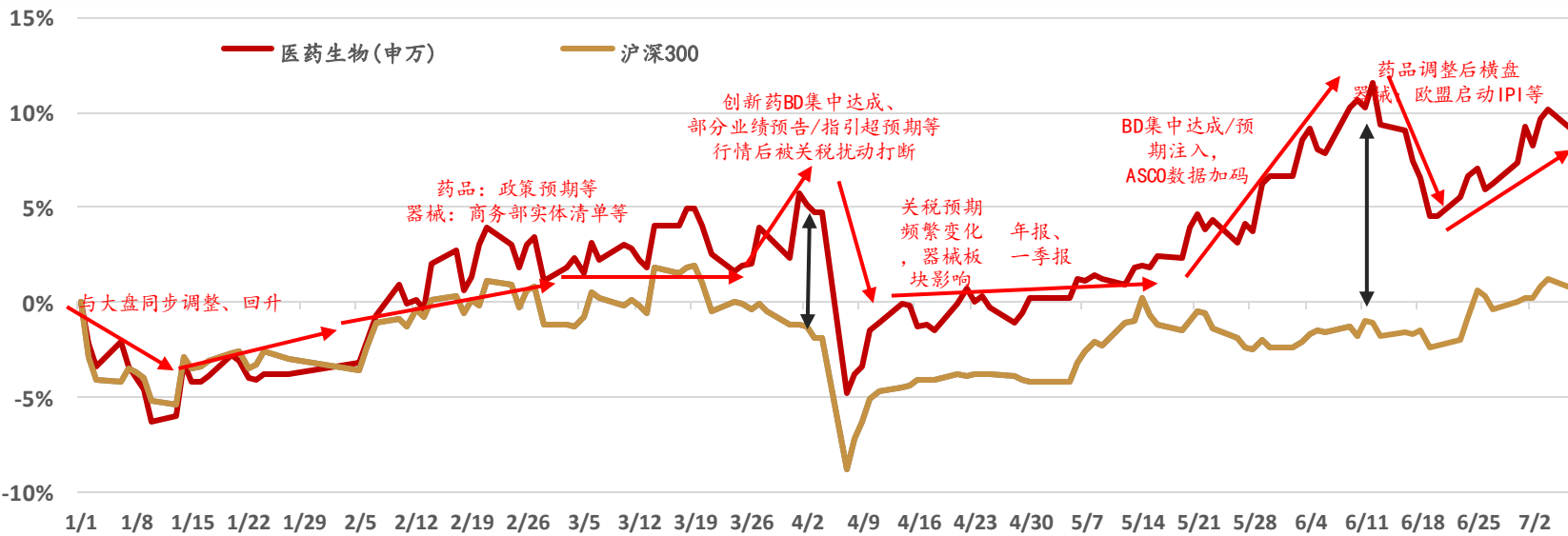
目 录

◆ 医药行业2025年上半年二级市场表现回顾

◆ 医药子行业2025年中期投资逻辑

◆ 医药全行业2025年中期投资策略及标的

2025年上半年医药生物指数走势复盘



目前医药生物板块估值水平仍在长周期的低位



部分事件/政策/催化

创新药及CXO

1月初，信达生物、启德医药、映恩生物等企业陆续达成BD

1月下旬至2月上旬，丙类医保目录等预期注入

3月5日，政府工作报告“健全药品价格形成机制，制定创新药目录，支持创新药和医疗器械发展”

3月底，联邦制药、和铂医药、恒瑞医药等药企集中达成BD出海
3月底，部分创新药企业、部分CXO业绩预告、年报业绩/订单/指引超预期
3月底，ELCC召开

4月初，美国关税政策引发资本市场恐慌

4月底，AACR召开

5月底ASCO召开
5月20日，三生制药PD1+双抗首付款超预期、创纪录
多项重磅BD集中达成/部分企业BD预期注入

6月底ADA召开

7月初，医保局《支持创新药高质量发展的若干措施》
医保目录调整方案出台

医疗器械

2025年3月，商务部将illumina纳入不可靠实体清单；

医疗设备集采调研陆续开展

6月，欧盟启动IPI工具，限制中国企业参与本地招标

7月，药监局提出要全力支持高端医疗器械创新。

中药

1月初，全国中医药局长会议在北京召开。提升中药质量为核心，推进中医药产业化，大力促进中医药一二三产业协调联动发展，助力惠民生、促消费、增后劲。

3月国务院办公厅发布《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》，强调对中药产业发展支持。

4月-7月，山东、河南、江西、湖南、福建、辽宁、云南等地陆续发布关于落实中药集采、带量采购的通知。

www.swsc.com.cn

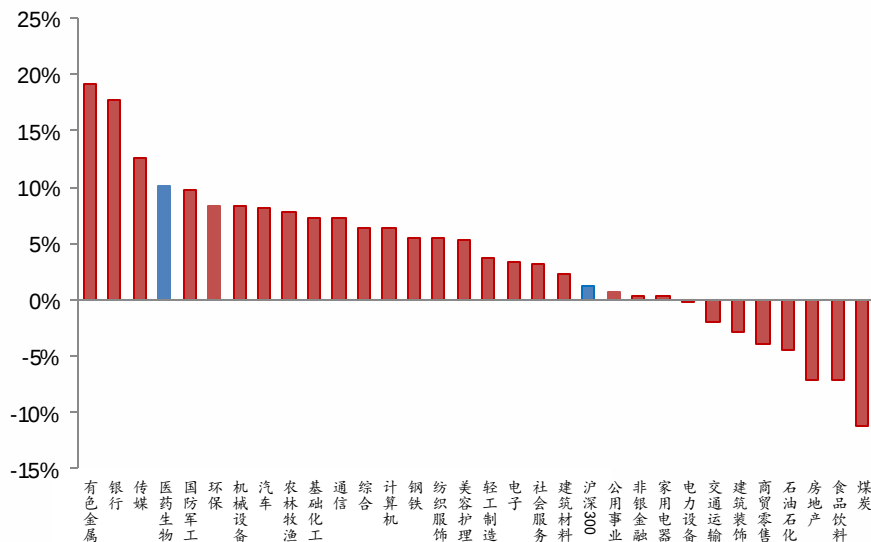
数据来源：wind，医保局，卫健委，公司公告等，西南证券整理

2025年上半年医药行业复盘

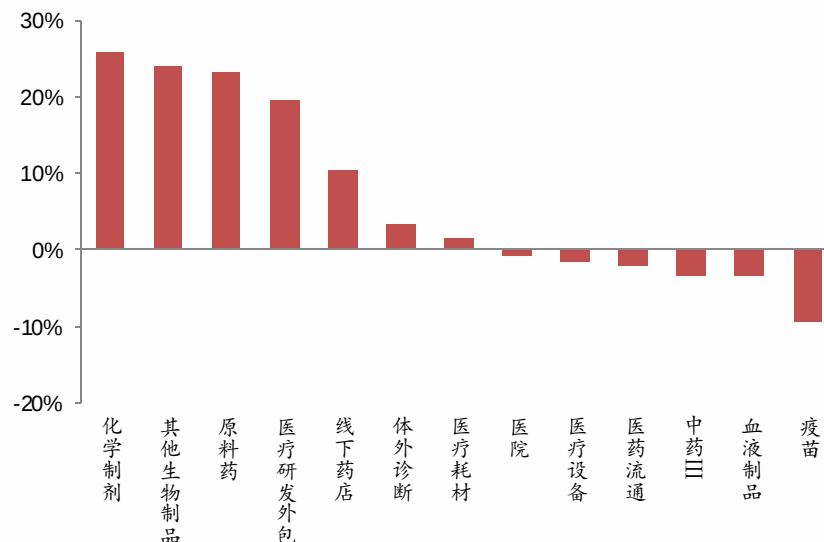
2025年医药行业复盘：从涨跌幅排名来看

- ❑ 2025年初以来（截止20250706），医药行业上涨10.10%，跑赢沪深300指数8.90个百分点，行业涨跌幅排名第4；
- ❑ 2025年初以来（截止20250706），表现最好的前三板块分别是化学制剂、其他生物制品、原料药，涨跌幅分别为+25.8%、+24.0%、+23.3%。

2025年初以来全行业行情
(截止20250706)



2025年初以来医药子行业行情
(截止20250706)



2025年上半年医药行业复盘

2025年医药行业复盘：从医药行业股价走势来看（2015-2025年）

❑ **2025医药板块重回增长轨道。**2015~2020年医药生物（申万）在申万一级行业的涨跌幅排名多位于中等偏上水平。2021~2024医药生物行业进入回调期。2025上半年（25.1.1至25.7.6）医药生物板块上涨10.1%，在申万一级行业中排名第4，重回增长轨道。

申万医药行业涨跌幅及排名

涨跌幅%	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 (至7.6)
上证指数	9.4%	-12.3%	6.6%	-24.6%	22.3%	13.9%	4.8%	-15.1%	-3.7%	12.7%	3.6%
上证50	-6.2%	-5.5%	25.1%	-19.8%	33.6%	18.9%	-10.1%	-19.5%	-11.7%	14.7%	1.2%
沪深300	5.6%	-11.3%	21.8%	-25.3%	36.1%	27.2%	-5.2%	-21.6%	-11.4%	15.4%	2.1%
医药生物（申万）	56.7%	-13.5%	3.6%	-27.7%	36.8%	51.1%	-5.7%	-20.3%	-7.0%	-14.3%	10.1%
医药生物在申万一级行业中的涨跌幅排名	11	14	10	7	8	5	26	20	16	31	4
申万子行业数量	28						31				

2025年上半年医药行业复盘

2025年医药行业复盘：从子行业股价走势来看（2015-2025年）

□ 2025上半年子行业股价走势分化，药品产业链领涨。2025年初至2025年7月6日，增长前五的子行业依次为化学制剂、其他生物制品、原料药、医疗研发外包和线下药店，跌幅前三板块分别为中药、血液制品、疫苗。

医药子行业股价年涨跌幅（2015-2024年）

子行业	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H至今1 (1.1~7.6)	2025Q1 (1.1~3.31)	2025Q2至今 (4.1~7.6)
化学制剂	60%	-9%	14%	-26%	54%	28%	-20%	-13%	4%	-4%	26%	6%	19%
其他生物制品	86%	-9%	15%	-29%	48%	62%	-27%	-32%	-2%	-22%	24%	6%	17%
原料药	56%	-13%	3%	-32%	49%	50%	34%	-22%	-9%	-6%	23%	5%	17%
医疗研发外包	128%	-8%	-5%	10%	93%	115%	12%	-33%	-23%	-24%	20%	12%	6%
线下药店	111%	-25%	14%	-17%	49%	56%	-19%	7%	-19%	-33%	10%	4%	6%
体外诊断	101%	-33%	3%	-41%	36%	81%	-18%	-19%	-8%	-14%	3%	1%	2%
医疗耗材	92%	-16%	-2%	-13%	65%	59%	-18%	-32%	-16%	-10%	1%	-2%	3%
医院	100%	-14%	4%	-19%	42%	87%	-24%	-9%	-30%	-22%	-1%	4%	-4%
医疗设备	56%	-28%	-23%	-27%	26%	92%	10%	-15%	-2%	-18%	-2%	-1%	-1%
医药流通	52%	-10%	-11%	-35%	5%	2%	-10%	-5%	-2%	-3%	-2%	-4%	1%
中药Ⅲ	46%	-14%	-4%	-31%	5%	15%	32%	-16%	-1%	-7%	-3%	-5%	2%
血液制品	57%	18%	-15%	-25%	35%	47%	-23%	-11%	21%	-15%	-3%	-4%	0%
疫苗	27%	-18%	33%	-3%	65%	92%	-11%	-31%	-16%	-39%	-9%	-5%	-4%
医药生物(申万)	57%	-13%	4%	-28%	37%	51%	-6%	-20%	-7%	-14%	10%	2%	8%

2025年上半年医药行业复盘

比较美、港和A股医药指数年度涨跌幅：

2025上半年港股医药指数大幅跑赢大盘，美股医药指数表现逊色：2025年初至2025年7月6日，美股纳指上涨6.7%，两大美股医药指数上涨2.1%、0.9%。港股恒生指数上涨19.2%，两大港股医药指数分别上涨54.1%、61.7%。

美、港、A股医药行业指数年度涨跌幅

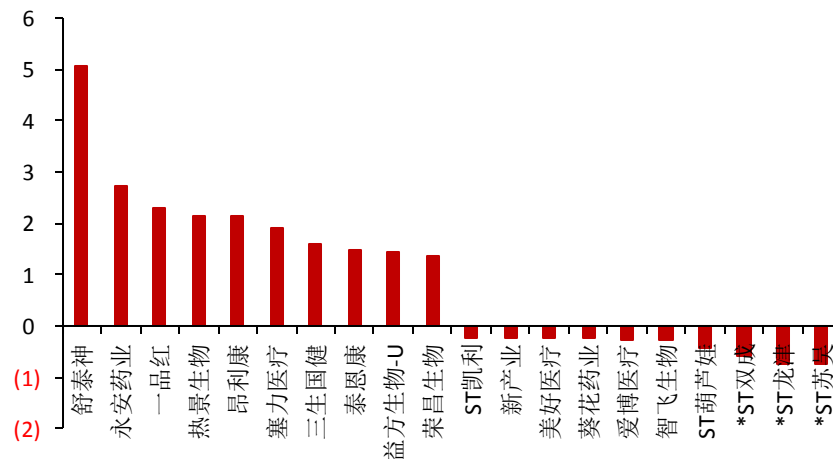
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 (截至7.6)
美股	纳斯达克综指	35.2%	43.6%	21.4%	-33.1%	43.4%	28.6%	6.7%
	SP500	28.9%	16.3%	26.9%	-19.4%	24.2%	23.3%	6.8%
	道琼斯工业平均指数	22.3%	7.2%	18.7%	-8.8%	13.7%	12.9%	5.4%
	纳斯达克医疗保健指数	25.8%	30.0%	-3.5%	-20.4%	6.5%	-0.9%	2.1%
	纳斯达克生物科技指数	24.4%	25.7%	-0.6%	-10.9%	3.7%	-1.4%	0.9%
港股	恒生指数	9.1%	-3.4%	-14.1%	-15.5%	-13.8%	17.7%	19.2%
	恒生医疗保健	34.2%	41.8%	-29.6%	-19.3%	-24.5%	-18.9%	54.1%
	恒生香港上市生物科技	2.0%	51.6%	-27.8%	-18.7%	-24.0%	-15.7%	61.7%
A股	上证指数	22.3%	13.9%	4.8%	-15.1%	-3.7%	12.7%	3.6%
	沪深300	36.1%	27.2%	-5.2%	-21.6%	-11.4%	14.7%	1.2%
	上证50	33.6%	18.9%	-10.1%	-19.5%	-11.7%	15.4%	2.1%
	申万医药生物	36.8%	51.1%	-5.7%	-20.3%	-7.0%	-14.3%	10.1%

2025年上半年医药行业复盘

2025年医药行业复盘：从个股涨跌幅来看 (2025/7/6)

- 2025年初至7月6日，480家医药生物上市公司中绝对涨幅>0%的共有348家，占比72.5%：其中翻倍的有17支个股，占比3.5%；涨幅在50%-100%的有44支个股，占比9.2%；涨幅在30%-50%之间的有55支个股，占比约11.5%；涨幅在0%-30%的有232支个股，占比约48.3%。
- 相对涨幅跑赢医药指数超过50pp的有44家，占比9.2%。

年初以来医药涨跌幅前十的个股



年初以来个股涨跌幅区间数量/个

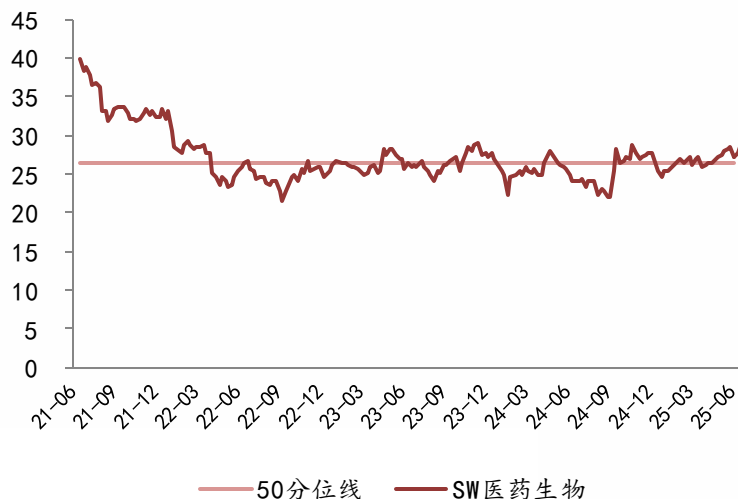
涨跌幅	绝对涨幅在区间内 公司数量/个	绝对涨幅在区间内公司数量/ A股上市医药公司总数	相对涨幅在区间内 公司数量/个	相对涨幅在区间内公司数量 /A股上市医药公司总数
超过100%	17	3.54%	13	2.71%
50%~100%	44	9.17%	31	6.46%
30%~50%	55	11.46%	36	7.50%
0%~30%	232	48.33%	160	33.33%
下跌	132	27.50%	240	50.00%

2025年上半年医药行业复盘

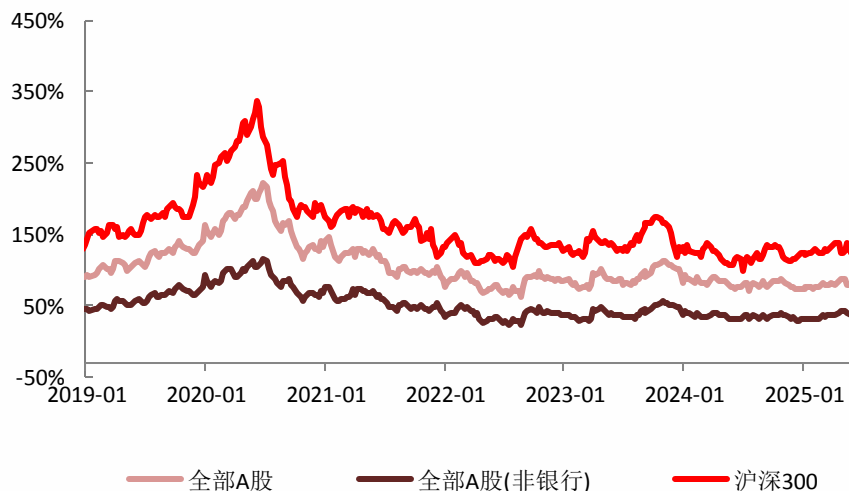
2025年医药行业复盘：从估值来看

- 纵向看：截至2025年7月6日，医药生物指数PE(TTM)为28.5倍，略高于近4年的50分位线（26倍）。
- 溢价率看：截至2025年7月6日，医药生物指数相对全部A股溢价率80.91%，相对剔除银行后全部A股溢价率为39.97%，相对沪深300溢价率为127.20%。

过去十年医药行业估值水平PE



医药行业相对A股和沪深300指数的溢价率



2025年上半年医药行业复盘

2025年医药行业复盘：从子行业估值走势来看（2015-2025年）

□ 医药子行业估值处于长周期下的较低位置。回顾2015-2025年，医药子行业市盈率整体呈“下降-上升-下降”的波动变化，但整体表现出下行的趋势。其中2015、2020年医药子行业市盈率处于相对高位水平，自2021年下半年开始进入调整阶段。2025年上半年（截至7.6），原料药、医疗设备、化学制剂、其他生物制品、体外诊断、医疗流通等子行业估值上调，整体上仍处于长周期下的较低位置。

医药子行业市盈率 PE TTM（2015至今）

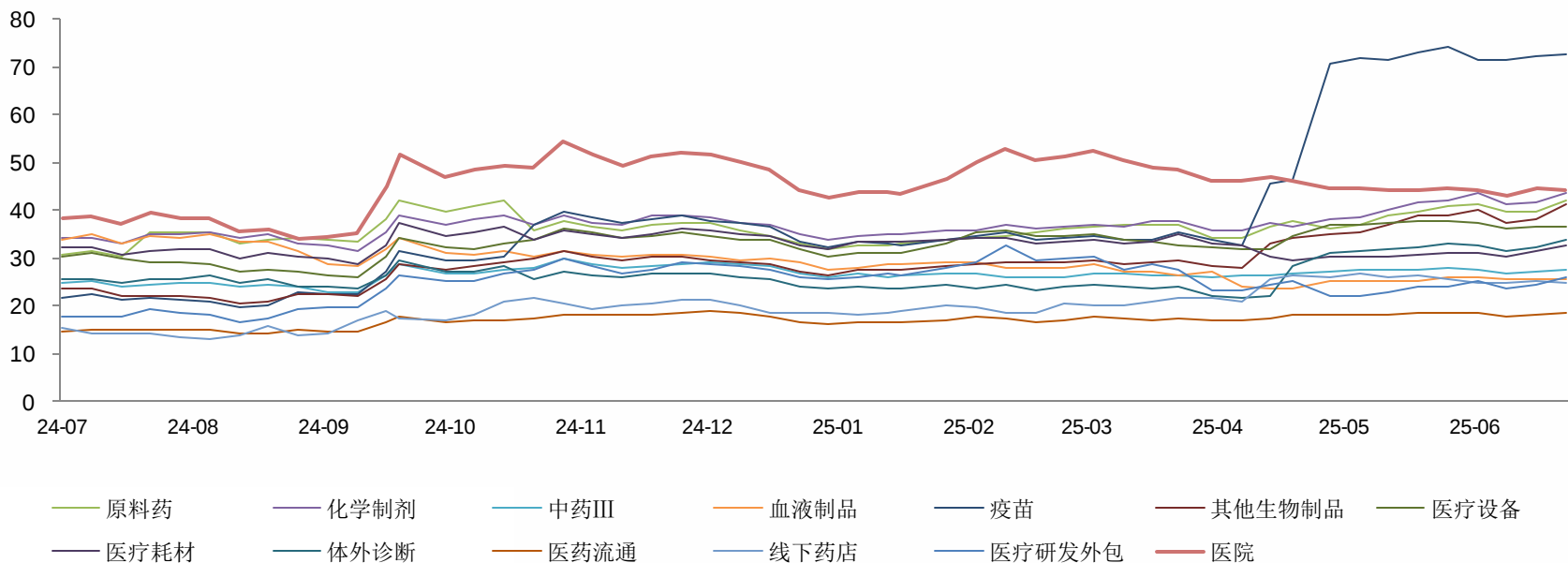
子行业	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 (截至7.6)
医院	124	58	65	32	84	185	84	82	51	49	44
医疗耗材	75	61	46	33	41	25	14	27	36	35	33
原料药	70	45	43	19	30	35	33	26	30	35	42
医疗设备	75	56	48	36	42	58	51	38	33	34	36
化学制剂	53	42	34	29	38	47	33	32	31	37	44
血液制品	72	71	45	34	46	60	37	37	33	30	26
医疗研发外包	91	81	63	44	70	106	76	28	24	27	26
疫苗	42	603	57	39	44	67	29	26	27	36	73
中药Ⅲ	37	33	31	18	23	30	34	24	23	28	28
其他生物制品	70	59	44	31	35	57	31	24	28	29	41
体外诊断	109	65	79	32	42	44	29	6	28	26	34
线下药店	69	42	45	30	38	46	33	36	22	20	25
医药流通	41	32	24	15	16	16	13	15	15	18	19
生物医药（申万）	50	41	37	24	34	44	33	24	28	27	29

2025年上半年医药行业复盘

2024年医药行业复盘：从子行业估值走势来看（2025年）

- 截至2025年7月6日，从横向看：疫苗（73倍）、化学制剂（44倍）和医院（44倍）最高，医药流通（19倍）最低。
- 纵向来看，2025年初至今估值水平呈上升趋势，原料药、医疗设备、化学制剂、其他生物制品、体外诊断、医疗流通等子行业估值上调；医院、医疗耗材、医疗研发外包估值水平小幅下调。

医药子行业市盈率 PE TTM（近一年）

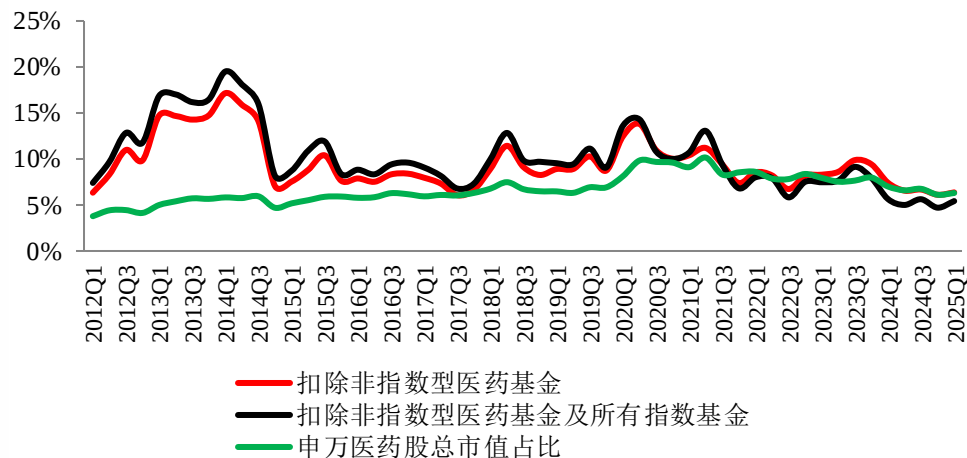


2025年上半年医药行业复盘

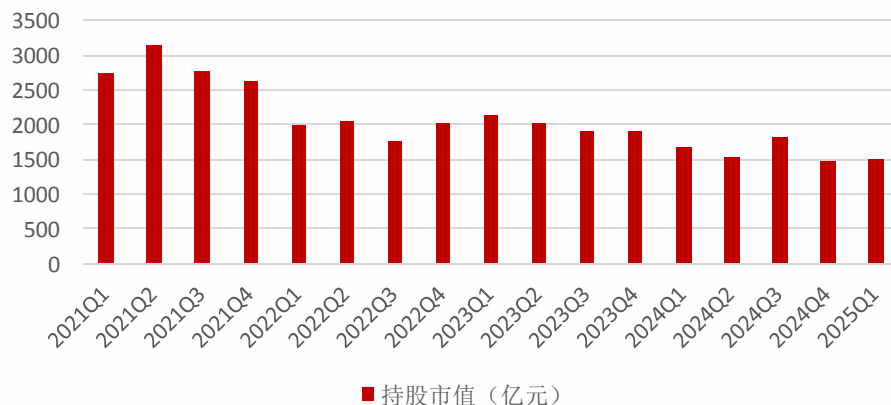
医药行业复盘：从基金持仓来看

- **2025Q1 公募基金持仓环比增加：**
25Q1医药生物A+H股全部公募基金占比9.05%；剔除港股后，A股医药生物占比9.23%，环比+0.37pp；再剔除非指数型医药基金后占比6.32%，环比+0.26pp；再剔除指数型基金（全行业）医药持仓后占比5.37%，环比+0.71pp；申万医药板块市值占比为6.25%，环比+0.19pp。
- **2025Q1 外资持股占比基本持平：**
25Q1沪深港通持有医药生物板块的总市值占比为2.4%，环比下降0.1pp，持股总市值为1493.2亿元，较期初下降8.7亿元

公募基金医药基金持仓占比情况



医药生物外资持股变化（沪深港通）



2025年上半年医药行业复盘

2025年医药行业复盘：从25Q1医药基金持仓数据看

环比增加前三：化学制剂占比24.8%，环比增加最大，+9.3pp；其他生物制品占比7.1%，环比+5.7pp，原料药占比2.0%，环比+1.4pp。

环比下降前三：医疗设备占比2.8%，环比下降最大，-3.8pp；中药占比2.5%，环比-2.2pp；疫苗占比0.0%，环比-1.2pp。

25Q1医药基金医药子行业重仓市值占比概况

	25Q1	24Q4	24Q3	24Q2	24Q1	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2
化学制剂	24.77%	15.52%	19.37%	17.07%	14.97%	14.39%	9.29%	9.21%	6.70%	4.43%	2.81%	1.55%
医疗研发外包	10.97%	10.73%	8.66%	6.46%	6.11%	10.92%	15.90%	8.11%	12.47%	16.17%	14.18%	26.28%
其他生物制品	7.12%	1.46%	3.97%	3.21%	3.80%	4.61%	0.77%	0.92%	1.16%	1.06%	0.45%	0.48%
医疗设备	2.80%	6.65%	5.19%	6.39%	5.65%	6.50%	4.01%	5.29%	5.63%	5.62%	5.82%	5.00%
医疗耗材	2.70%	2.22%	2.69%	2.59%	2.55%	3.25%	0.84%	1.18%	1.56%	2.64%	2.34%	2.51%
中药III	2.48%	4.73%	5.11%	7.34%	6.96%	6.93%	10.18%	13.20%	8.41%	6.59%	5.11%	6.29%
原料药	2.00%	0.63%	0.52%	0.61%	0.37%	0.47%	0.72%	1.65%	2.22%	2.70%	2.82%	0.74%
医院	1.30%	2.04%	1.59%	1.43%	2.64%	4.34%	5.24%	5.24%	6.67%	9.04%	7.72%	9.55%
体外诊断	0.85%	1.19%	1.78%	1.38%	0.88%	1.58%	0.18%	0.37%	0.40%	0.07%	0.03%	0.78%
线下药店	0.46%	0.32%	0.45%	0.64%	1.11%	1.33%	1.22%	1.82%	2.50%	2.04%	1.28%	0.85%
医药流通	0.09%	0.19%	0.58%	0.76%	0.95%	0.66%	0.61%	0.73%	0.38%	0.15%	0.10%	0.00%
血液制品	0.04%	1.09%	0.67%	1.27%	0.88%	1.06%	0.24%	0.06%	0.02%	0.02%	0.06%	0.01%
疫苗	0.00%	1.16%	0.28%	0.34%	0.87%	2.01%	1.01%	0.45%	0.69%	1.28%	1.24%	1.35%

2025年上半年医药行业复盘

2025年医药行业复盘：从25Q1非药基金持仓数据看

环比增加前三：其他生物制品占比0.30%，环比增加最大，+0.24pp；**医疗研发外包**占比0.27%，环比+0.07pp；**原料药**占比0.04%，环比略有增加。

环比下降前三：医疗设备占比0.37%，环比-0.66pp；**化学制剂**占比0.63%，环比-0.19pp；**中药**占比0.15%，环比-0.09%。

25Q1非医药基金医药子行业重仓市值占比概况

	25Q1	24Q4	24Q3	24Q2	24Q1	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2
化学制剂	0.63%	0.81%	0.59%	0.61%	0.69%	1.37%	0.77%	0.71%	0.44%	0.18%	0.25%	0.25%
医疗设备	0.37%	1.03%	0.56%	0.69%	0.64%	0.99%	0.63%	0.58%	0.55%	0.20%	0.65%	0.44%
其他生物制品	0.30%	0.06%	0.05%	0.12%	0.23%	0.24%	0.15%	0.10%	0.10%	0.04%	0.10%	0.14%
医疗研发外包	0.27%	0.20%	0.21%	0.15%	0.15%	0.98%	0.64%	0.27%	0.47%	0.22%	0.40%	0.72%
医疗耗材	0.19%	0.24%	0.23%	0.22%	0.23%	0.37%	0.28%	0.22%	0.13%	0.09%	0.33%	0.32%
中药III	0.15%	0.24%	0.23%	0.27%	0.23%	0.62%	0.38%	0.39%	0.34%	0.10%	0.12%	0.16%
医院	0.07%	0.15%	0.09%	0.09%	0.11%	0.33%	0.23%	0.21%	0.31%	0.14%	0.23%	0.30%
体外诊断	0.07%	0.10%	0.08%	0.10%	0.12%	0.24%	0.08%	0.07%	0.03%	0.01%	0.00%	0.04%
原料药	0.04%	0.04%	0.05%	0.05%	0.03%	0.07%	0.02%	0.06%	0.09%	0.05%	0.08%	0.07%
医药流通	0.03%	0.06%	0.05%	0.07%	0.05%	0.07%	0.05%	0.08%	0.06%	0.01%	0.02%	0.01%
血液制品	0.03%	0.03%	0.06%	0.08%	0.08%	0.11%	0.03%	0.04%	0.03%	0.01%	0.01%	0.01%
线下药店	0.02%	0.02%	0.03%	0.03%	0.05%	0.12%	0.05%	0.04%	0.05%	0.18%	0.04%	0.02%
疫苗	0.00%	0.01%	0.02%	0.01%	0.04%	0.22%	0.09%	0.07%	0.11%	0.06%	0.12%	0.16%

2025年医药行业复盘：申万一级行业收入同比增速

申万一级子行业	营业收入同比增速										
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1
电子	21%	30%	36%	16%	8%	9%	13%	-3%	-2%	17%	18%
计算机	12%	15%	1%	17%	9%	6%	14%	0%	2%	5%	16%
家用电器	-6%	13%	30%	13%	4%	1%	16%	0%	6%	5%	13%
机械设备	-6%	2%	20%	16%	8%	11%	16%	-3%	2%	5%	10%
农林牧渔	-1%	21%	12%	9%	16%	27%	17%	13%	4%	-2%	8%
有色金属	-3%	9%	16%	8%	11%	15%	36%	13%	1%	6%	8%
汽车	6%	18%	16%	2%	-3%	-2%	9%	4%	16%	8%	6%
美容护理	19%	18%	24%	11%	7%	-12%	-2%	6%	2%	2%	6%
传媒	35%	25%	12%	11%	4%	-13%	7%	-6%	6%	0%	6%
基础化工	-22%	1%	25%	19%	2%	-16%	33%	14%	-6%	3%	5%
社会服务	14%	20%	22%	22%	1%	-31%	17%	-12%	33%	5%	4%
非银金融	30%	1%	18%	2%	17%	9%	4%	-5%	1%	16%	4%
电力设备	11%	10%	11%	9%	12%	15%	28%	40%	8%	-8%	3%
通信	6%	5%	6%	4%	-1%	3%	12%	8%	5%	4%	2%
环保	18%	28%	24%	8%	14%	7%	16%	-2%	1%	0%	1%
食品饮料	4%	7%	15%	14%	15%	7%	10%	8%	7%	2%	1%
交通运输	2%	14%	48%	15%	9%	0%	37%	8%	-2%	-1%	0%
轻工制造	6%	10%	23%	12%	2%	3%	25%	3%	-3%	1%	-1%
建筑材料	-10%	10%	34%	26%	15%	9%	9%	-13%	-2%	-13%	-2%
银行	9%	1%	3%	8%	10%	5%	8%	1%	-1%	0%	-2%
综合	-2%	29%	22%	9%	-2%	5%	-1%	-9%	-7%	-3%	-2%
公用事业	-5%	-2%	15%	11%	8%	0%	18%	16%	3%	-2%	-4%
医药生物	11%	15%	15%	19%	13%	6%	12%	10%	2%	-1%	-5%
建筑装饰	5%	6%	9%	10%	16%	12%	15%	7%	7%	-4%	-6%
石油石化	-26%	-5%	25%	20%	4%	-23%	32%	22%	-2%	-3%	-7%
房地产	5%	30%	7%	19%	19%	11%	8%	-8%	-1%	-21%	-8%
商贸零售	-4%	1%	19%	7%	4%	0%	4%	-9%	-1%	-7%	-10%
钢铁	-26%	6%	32%	12%	2%	2%	40%	-6%	-5%	-10%	-10%
纺织服饰	7%	15%	15%	7%	2%	-16%	12%	-3%	7%	-2%	-13%
国防军工	1%	-2%	-2%	5%	4%	1%	12%	7%	5%	-1%	-14%
煤炭	-24%	11%	36%	10%	6%	0%	32%	8%	-12%	-5%	-18%
上证指数	-4%	4%	16%	11%	9%	1%	18%	6%	1%	-1%	-2%
上证50	-7%	1%	13%	12%	9%	-5%	16%	9%	0%	0%	-3%
沪深300	-3%	4%	14%	12%	10%	2%	17%	8%	3%	1%	-1%

数据来源：Wind，西南证券整理(按照25Q1收入增速排序)

2025年医药行业复盘：申万一级行业扣非归母净利润同比增速

	扣非归母净利润同比增速										25Q1
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
钢铁	-4232%	117%	531%	36%	-44%	6%	113%	-78%	-33%	-177%	1568%
农林牧渔	137%	171%	-30%	-54%	379%	77%	-146%	143%	-285%	254%	402%
综合	-98%	18906%	69%	-78%	-65%	-537%	-74%	-55%	-8%	50%	154%
计算机	36%	2%	-21%	-77%	-73%	792%	182%	-43%	-34%	-59%	84%
有色金属	-61%	211%	230%	-52%	-105%	3309%	233%	81%	-32%	10%	74%
建筑材料	-69%	207%	68%	77%	26%	7%	12%	-50%	-31%	-66%	74%
电子	12%	62%	63%	6%	10%	43%	59%	-43%	-4%	66%	37%
传媒	40%	70%	-35%	-256%	52%	5%	216%	-69%	277%	-28%	36%
机械设备	-45%	-20%	249%	-37%	19%	104%	23%	-2%	27%	-3%	30%
家用电器	-3%	32%	18%	0%	5%	4%	19%	21%	16%	7%	23%
基础化工	4%	33%	70%	26%	-9%	-30%	92%	-4%	-47%	-2%	19%
非银金融	103%	-33%	30%	-5%	57%	5%	13%	-27%	0%	58%	17%
汽车	14%	25%	5%	-45%	-41%	4%	59%	-5%	88%	10%	16%
环保	39%	22%	37%	-37%	14%	0%	16%	-7%	8%	11%	11%
通信	1%	-3%	-32%	-22%	-442%	140%	172%	618%	4%	7%	10%
公用事业	13%	-2%	-22%	-6%	32%	34%	-75%	185%	78%	11%	7%
交通运输	11%	-1%	63%	-12%	9%	-109%	1889%	-43%	69%	19%	4%
食品饮料	9%	13%	32%	33%	15%	17%	17%	14%	16%	6%	3%
社会服务	51%	60%	22%	-4%	-4%	-142%	-235%	-21%	123%	93%	1%
银行	2%	3%	6%	7%	13%	1%	14%	8%	1%	3%	-1%
国防军工	-487%	105%	824%	-40%	-53%	678%	152%	-10%	24%	-31%	-4%
石油石化	-68%	-62%	322%	78%	-8%	-88%	1312%	75%	2%	-7%	-7%
建筑装饰	13%	15%	19%	10%	2%	3%	-1%	8%	9%	-15%	-9%
纺织服饰	8%	11%	-8%	-32%	-26%	-47%	446%	-40%	87%	-28%	-10%
医药生物	25%	25%	20%	-1%	-15%	35%	51%	21%	-23%	-9%	-15%
商贸零售	-58%	227%	46%	-28%	-25%	-94%	-3348%	36%	156%	-18%	-17%
电力设备	7%	24%	38%	-60%	80%	104%	77%	99%	9%	-71%	-21%
美容护理	-4%	-28%	122%	53%	13%	9%	99%	11%	49%	-21%	-21%
轻工制造	74%	88%	51%	-45%	4%	49%	25%	-31%	23%	-35%	-25%
煤炭	-127%	340%	244%	13%	-6%	-9%	104%	47%	-21%	-20%	-33%
房地产	-8%	61%	34%	20%	17%	-18%	-90%	-657%	58%	-323%	-228%
上证指数	-3%	5%	23%	8%	11%	-4%	28%	4%	8%	2%	1%
上证50	14%	-6%	18%	26%	6%	-31%	25%	1%	11%	21%	15%
沪深300	1%	-1%	19%	11%	10%	2%	19%	10%	4%	5%	5%

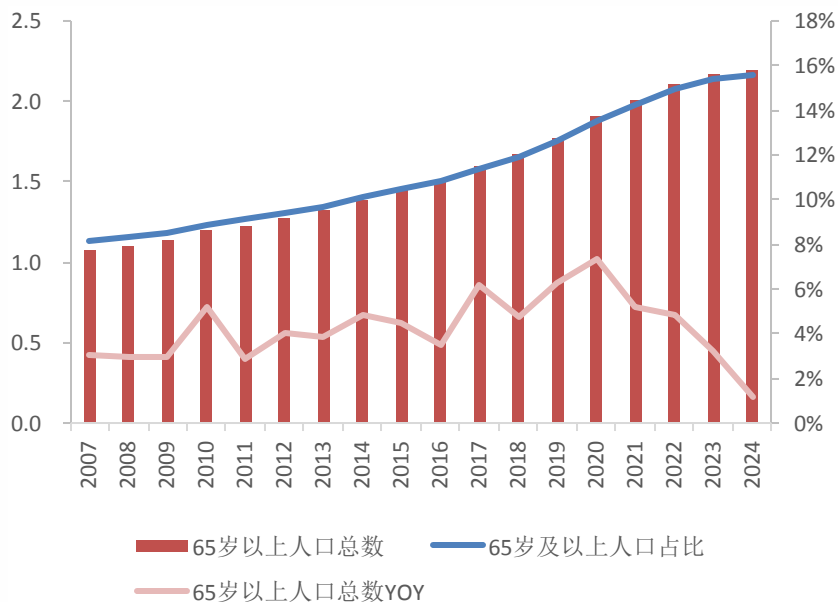
数据来源：Wind，西南证券整理(按照25Q1扣非归母净利润增速排序)

医药行业数据回顾

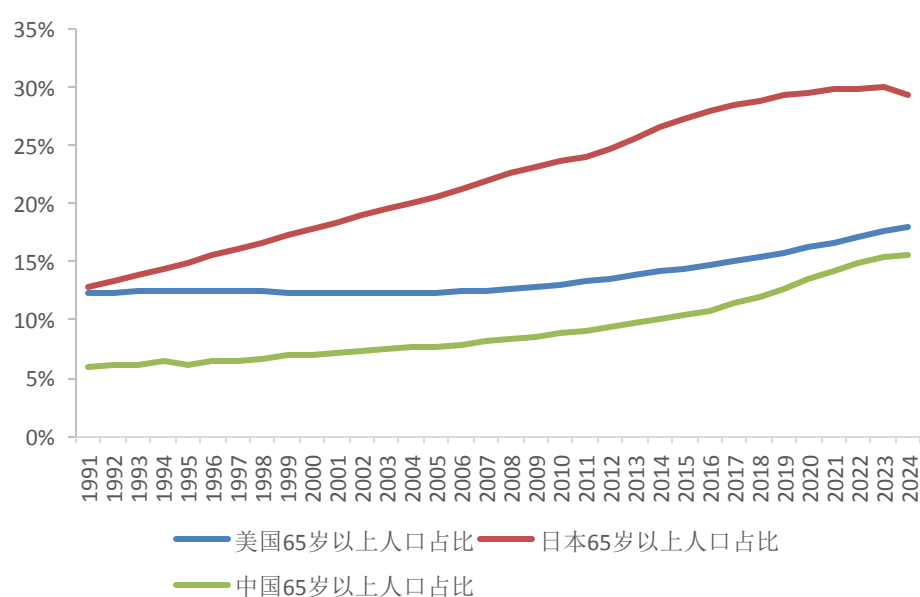
医药行业数据回顾：从人口老龄化趋势来看

- **我国人口老龄化现状呈现出老年人口基数大、增速快、高龄化等特点。**国际上通常将65岁及以上的人口占总人口的比重达到7%，作为一个国家进入老龄化社会的标准。2024年我国总人口数14.1亿人（-0.1%），65岁以上人口数2.2亿人（+1.2%），65岁以上人口占总人口的15.6%（+0.3pp）。预计到本世纪中叶，我国老年人口规模、老龄化率将相继达到峰值。
- **横向来看，发达国家老龄化问题更加严峻。**以美国、日本为例，2024年美国65岁及以上人口占比约18%，已迈入老龄化社会，日本65岁及以上人口占比甚至高达29.3%，已经属于超级老龄化社会。

中国65岁及以上人口变化趋势（亿人）



中日美老龄化率

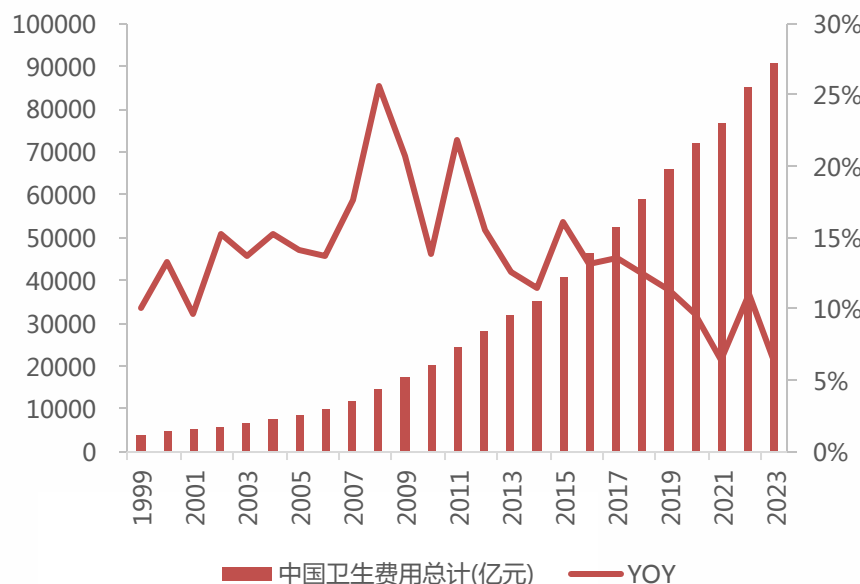


医药行业数据回顾

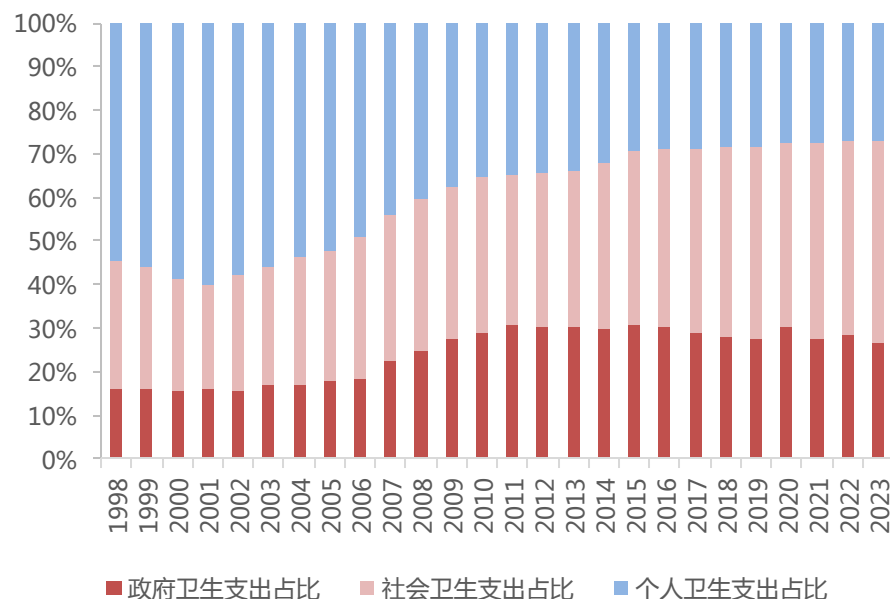
医药行业数据回顾：从卫生费用来看

- **中国卫生总费用稳健增长，政府支出放缓，社会和个人支出加快。**根据卫健委统计，2023年全国卫生总费用初步推算为90578.8亿元（+6.2%），其中：政府卫生支出24148亿元（+0.5%），占26.7%；社会卫生支出41677亿元（+8.7%），占46.0%；个人卫生支出24751亿元（+7.9%），占27.3%。
- **卫生费用结构持续优化，个人卫生支出比例下滑明显。**深化审评审批制度改革，加快新药好药上市，推进药品一致性评价，减轻群众用药负担。在全国基本实现基本医保地市级统筹，住院和门诊费用跨省直接结算。居民个人卫生支出所占比重由2012年的34.3%，下降到2023年的27.3%。

中国卫生费用总计及增速



政府、社会、个人卫生支出占卫生总费用的比例

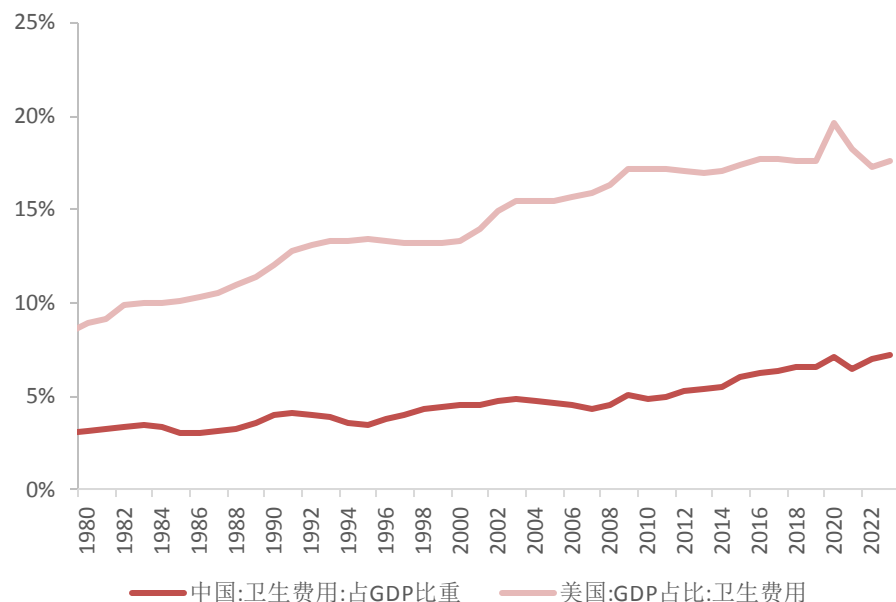


医药行业数据回顾

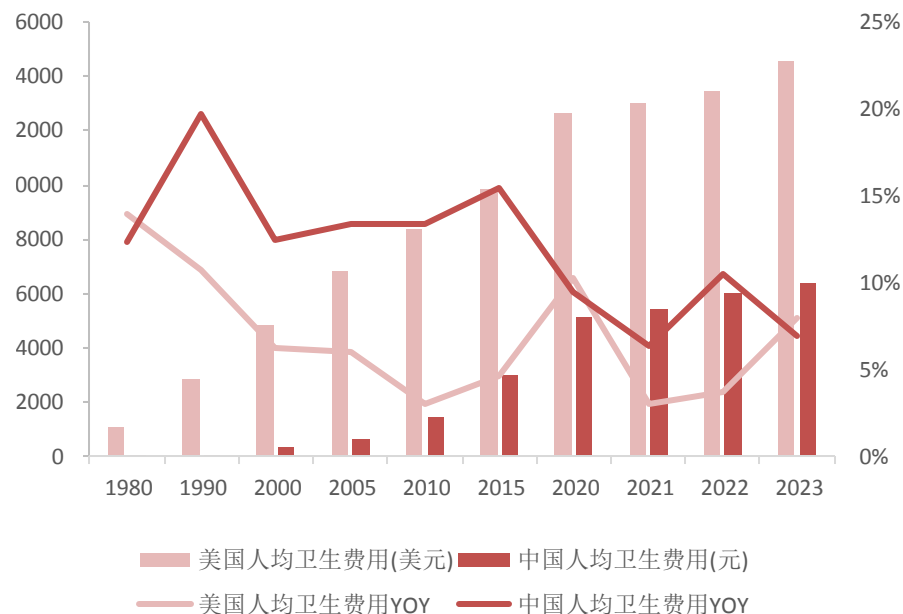
医药行业数据回顾：从人均卫生费用来看

- **美国卫生费用/GDP比重和人均卫生费用均居世界首位。** 2023年美国卫生总费用支出约4.9万亿美元，占美国当年GDP的17.6%，而经合组织OECD平均占比为9%~10%，中国为7.2%。2023年美国人均卫生费用达14570美元（+8%），中国人均费用为6425.3元（+6.9%）。

中美卫生费用/总GDP占比



中美人均卫生费用

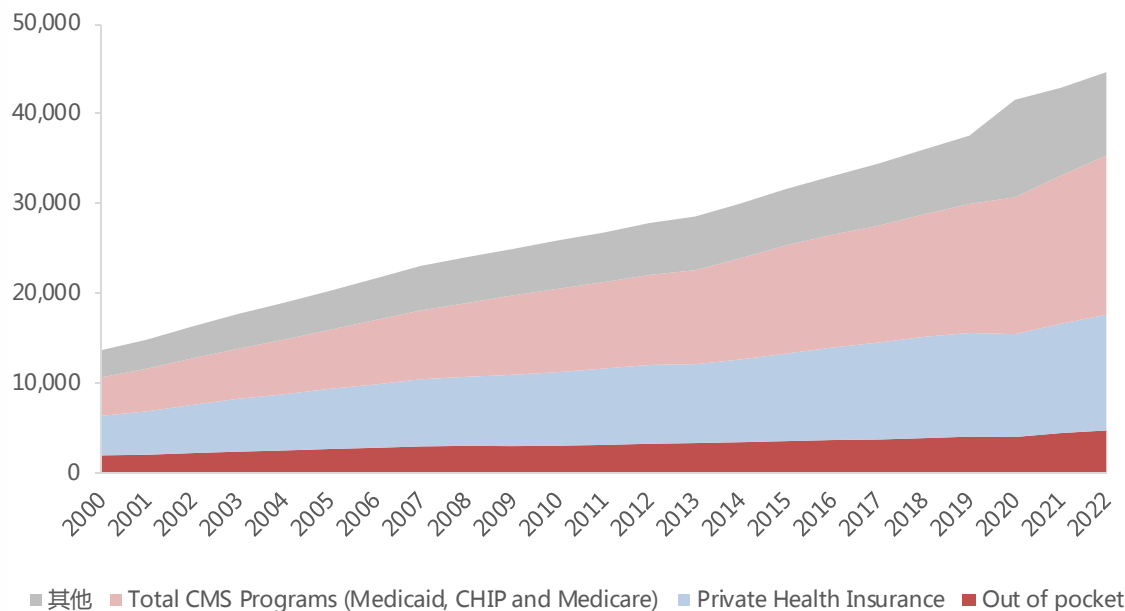


医药行业数据回顾

医药行业数据回顾：从美国卫生费用支出类别来看

- **美国卫生费用昂贵，个人支付和保险体系承担主要费用压力。**2022年美国卫生总费用支出约4.5万亿美元，占美国当年GDP的17.3%。美国卫生费用主要来源于个人支付（OTC，10.6%）和保险（71.9%），其中商保占28.9%、政府保险（Medicare、Medicaid和CHIP，合称CMS）占比39.8%，居民和政府均承受较大的医疗费用负担。考虑到特朗普新提名的财政部长斯科特·贝森特主张到2028年将预算赤字率降至3%，财政紧缩将成为特朗普2.0时期的重要政策。

美国卫生医疗费用增长（亿美元）



美国各类医疗费用支出（2022）

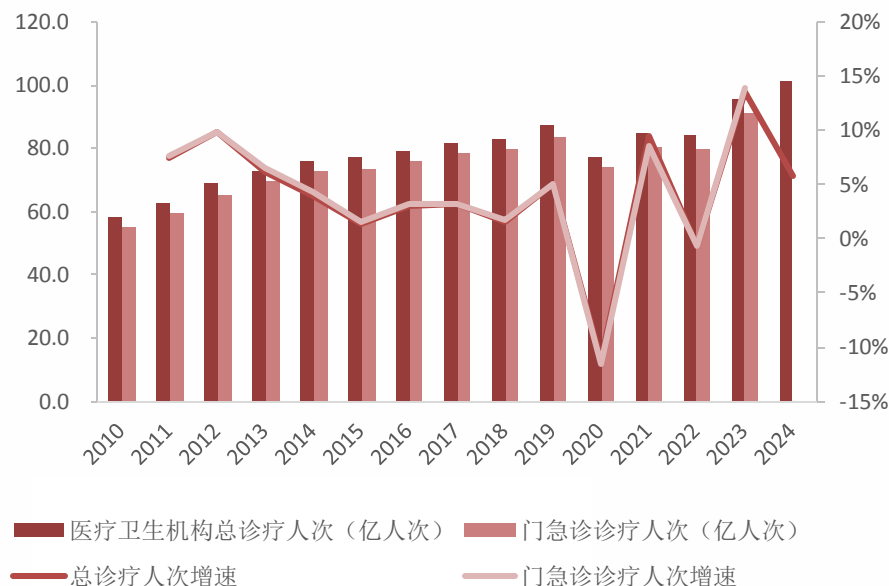
支出类别		支出费用 (亿美元)	占比
个人支付 (out of pocket)		4714	10.6%
保险	商保	12898	28.9%
	Medicare	9443	21.2%
	Medicaid	8057	18.0%
	CHIP	235	0.5%
	其他	1481	3.3%
其他费用（第三方支付、公共卫生活动、投资等）		7817	17.5%
合计		44646	-

医药行业数据回顾

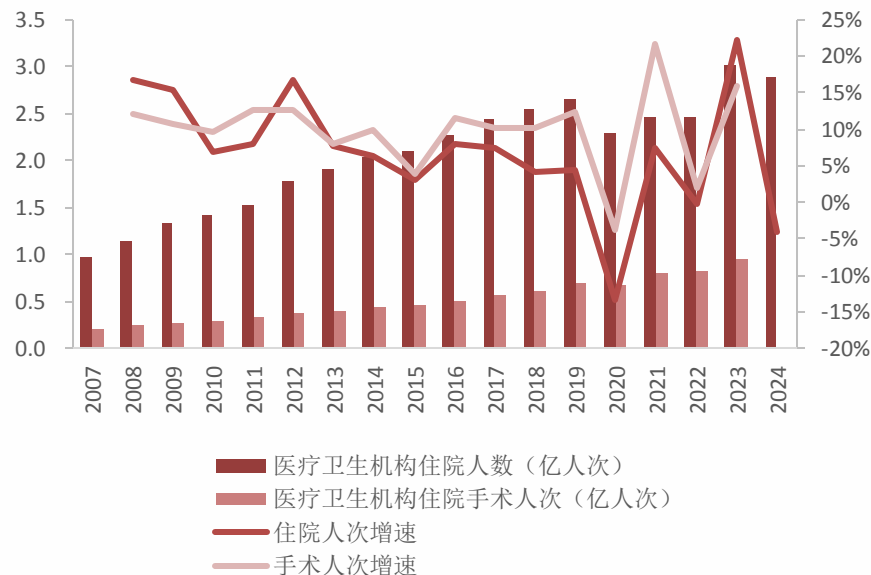
医药行业数据回顾：从诊疗人次看，医疗机构诊疗需求稳健增长

- **2024年诊疗总人次增长5.9%**：2024年我国医疗卫生机构总诊疗人次101.1亿（+5.9%）。其中，2023年门急诊诊疗人次为90.9亿（+13.9%）。
- **2024年住院人次减少3.9%**：2024年我国医疗卫生机构住院人次2.9亿（-3.9%）。其中，2023年住院手术人次为0.96亿（+16.1%）。

2010-2024年医疗机构总诊疗人次和门急诊诊疗人次



2007-2024年医疗机构住院和手术人次

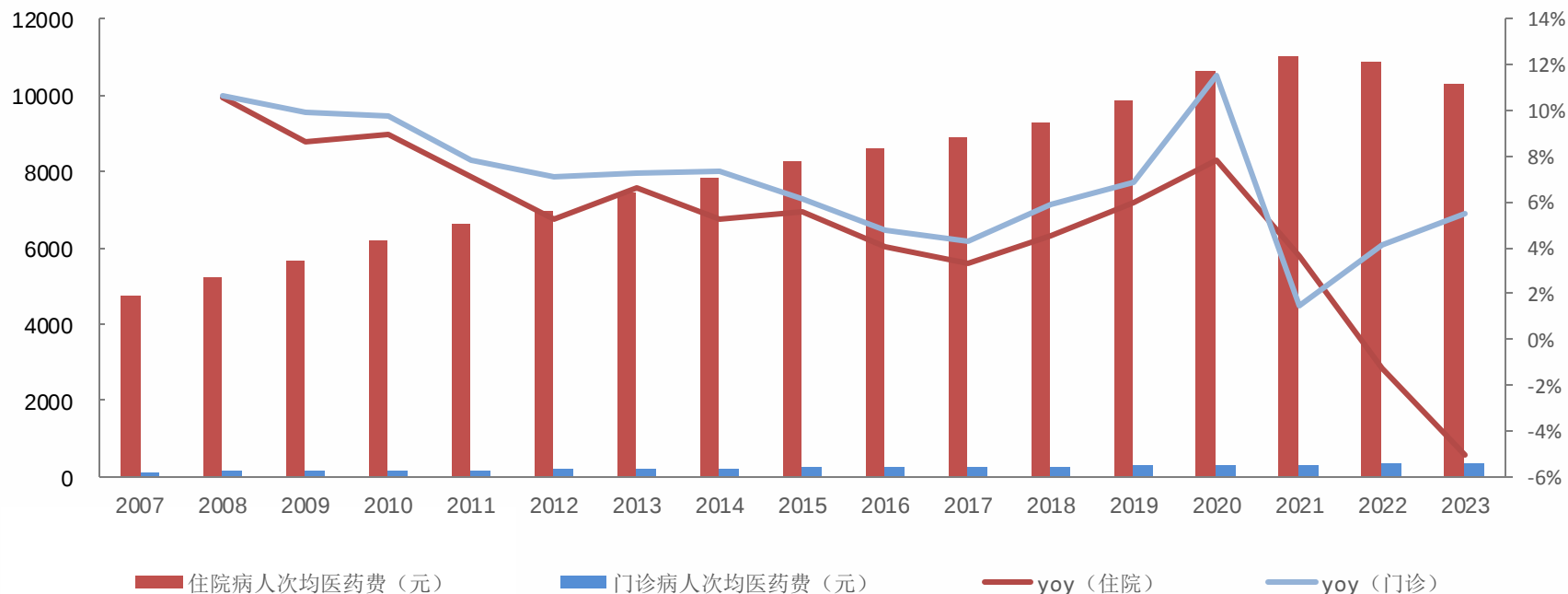


医药行业数据回顾

医药行业数据回顾：从住院/门诊费用来看，门诊费用持续提高，住院费用下滑

- **住院/门诊费用**：2007-2011年，门诊/住院费用快速提高，2012-2016年增速放缓，而后随着医保控费政策加紧，医疗费用增速进一步放缓，2020年由于疫情医疗费用快速提高。2021-2023年住院次均费用和门诊次均费用表现分化，门诊费用连续3年上涨，2023年门诊病人次均医药费为362元（+5.5%）。住院病人次均费用下降主要系集采降价、DRG政策等导致费用下降，2023年住院病人次均医药费为10316元（-5.0%）。

2007-2023年住院/门诊费用



医药行业数据回顾

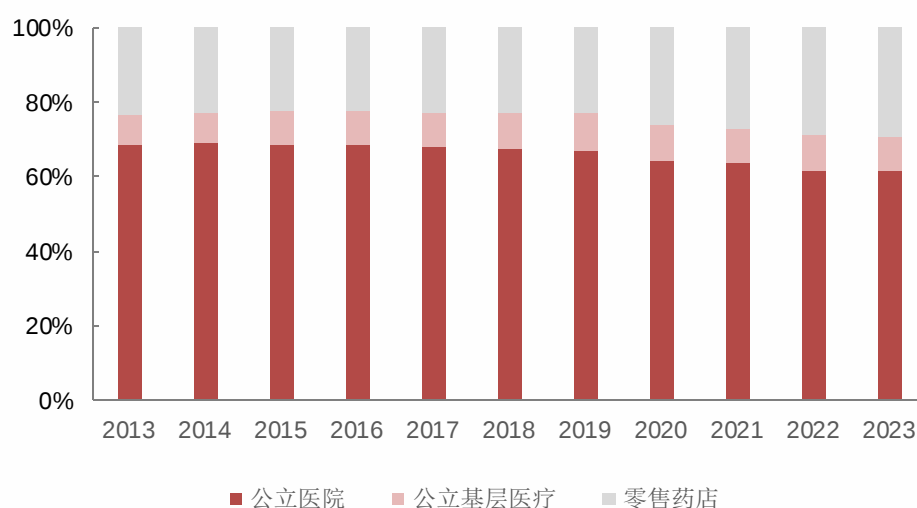
医药行业数据回顾：从药品流通来看

- **全国药品销售规模稳步增长。**据商务部药品流通统计系统数据显示，2023年全国药品流通市场销售规模稳步增长，增速逐渐恢复至疫情前水平。统计显示，全国七大类医药商品销售总额29304亿元(+6.5%)，扣除不可比因素同比增长7.5%，增速提高1.5个百分点。其中，药品零售市场销售额为6402亿元，扣除不可比因素同比增长7.6%。
- **从药品终端渠道看，零售渠道增速高于整体增速。**2023年，全国药品销售额为18865亿元，行业整体增速为5.2%。分渠道看，公立医院药品终端销售额为11554亿元(+4.2%)，公立医院药品渠道占比下降至61.3%；零售药店药品终端销售额为5533亿元(+6.2%)，2023年药品零售渠道占比上升至29.3%；公立基层医疗药品终端销售额为1778亿元(+8.2%)，渠道占比上升至9.4%。

2010-2023年药品流通企业销售规模及增速



2013-2023年国内药品销售渠道占比

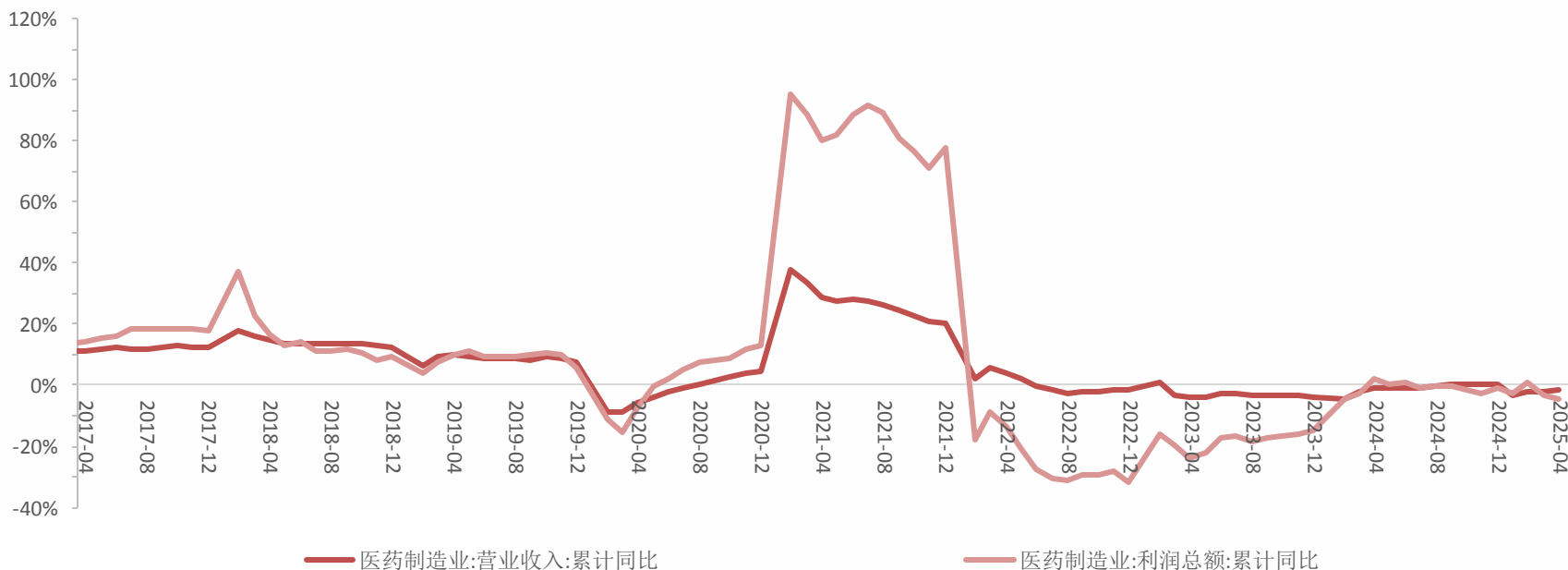


医药行业数据回顾

医药行业数据回顾：从制造业数据来看

- 国家统计局全国规模以上医药制造业数据：2025年1-5月，全国规模以上医药制造业实现营业收入**9947.9亿元（-1.4%）**，实现利润收入**1353.2亿元（-4.7%）**。受集采、国谈、原材料价格波动等影响，医药制造业收入缓慢下滑，后续有望恢复正常增长。

医药工业收入和利润增速



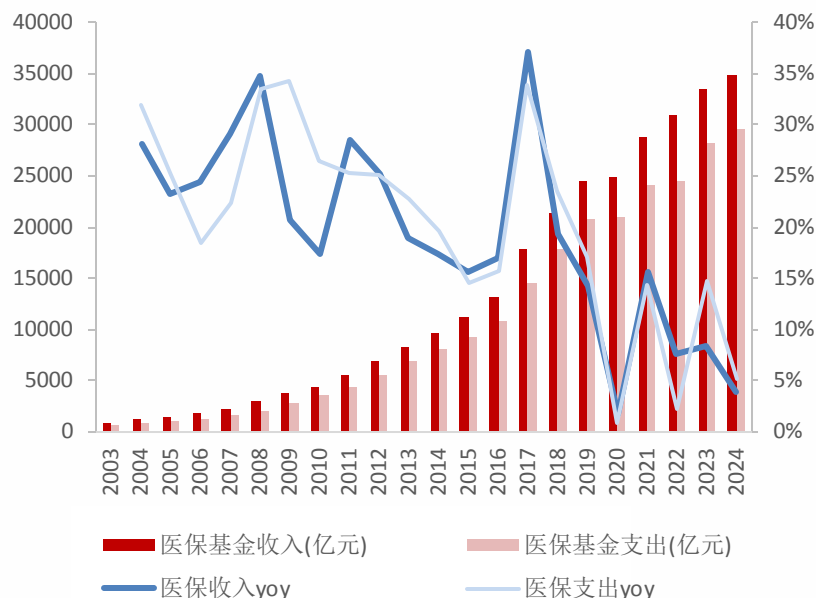
医药行业数据回顾

医药行业数据回顾：从医保基金来看

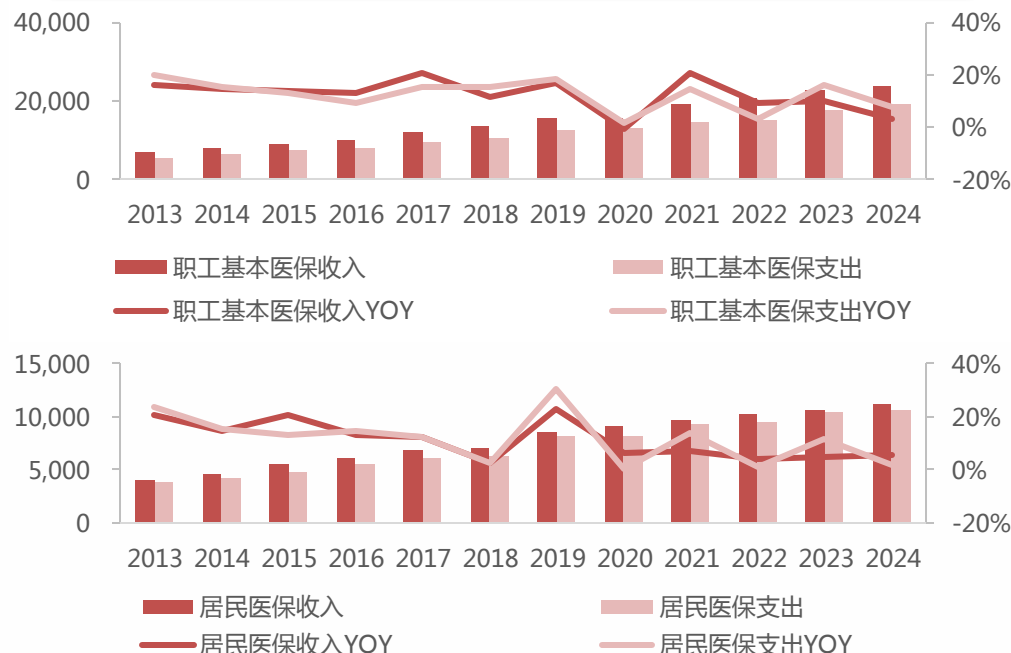
医保基金收支与医药工业行业收入具有相关性，医疗费用的增长使医保基金支出端面临压力

- **医保基金收支数据：**医保基金收入从2003年的890亿元增长至2024年的34810亿元，CAGR达19.1%；医保基金支出从2003年的654亿元增长至2024年的29676亿元，CAGR达19.9%，医保基金支出增速高于收入增速。2025年1-5月，医保统筹基金收入12295亿元（+5.9%），医保统筹基金支出9443亿元（+1.2%）。其中职工医保基金收入7492亿元，职工医保基金支出5294亿元。城乡居民医保基金收入4803亿元，城乡居民医保基金支出4149亿元。
- **2025年控费和改革仍是主基调。**2024年12月14日全国医疗保障工作会议在北京召开，会议强调2025年是十四五的收官之年，将大力推广三明医改经验，深化医保改革。

2003-2024年医保收支及增速



2013-2024年职工/城乡居民医保收支（亿元）及增速

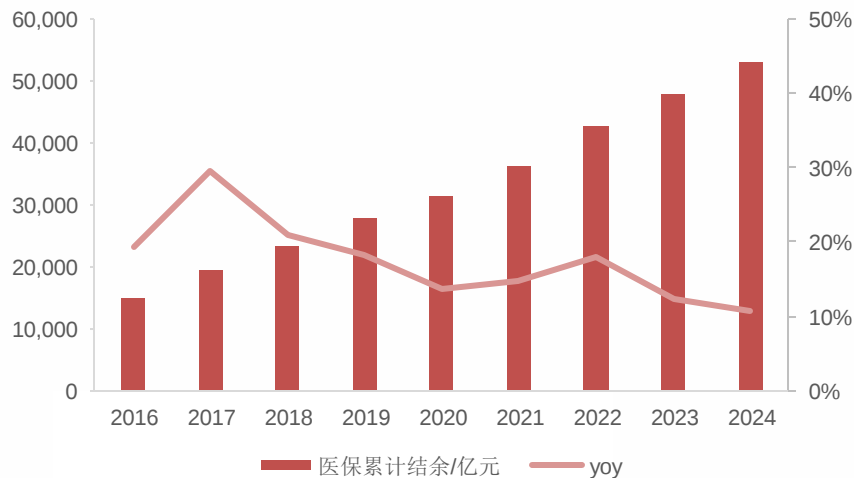


医药行业数据回顾

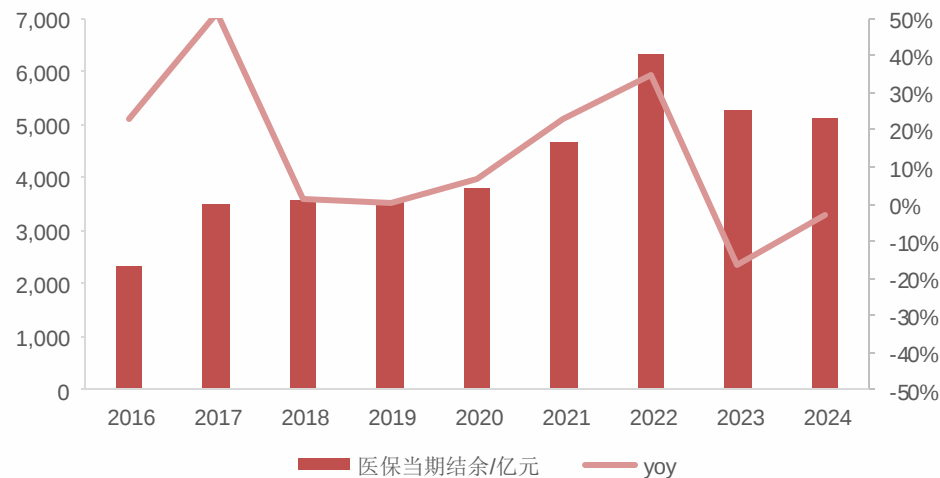
医药行业数据回顾：从医保基金结余来看

- **累计结余增速放缓，医保基金承压。** 2009年以来医保基金结余持续增长，2024年医保基金累计结余53067亿元（+10.7%）。2017年后医保并轨，新农合与城镇居民医保进行整合，医保基金收入、支出、累计结余增速均提升。2018-2020年医保基金累计结余增速下滑，2018、2019两年当期结余增速几乎为0。2022年以来累计结余增速持续放缓，当期结余减少。
- **2024年当期结余降幅缩小。** 2018-2019年，我国医保当期结余增速下滑至接近于0，医保控费问题成为首要解决的问题之一。自医保局成立，“带量采购”等政策成功推行为医保基金创造更多结余，2020-2022年当期结余增速逐年提高至超30%。2024年当期结余5134亿元，同比2023年下滑3.0%，基金总收入增速3.9%，总支出增速达5.2%。

2016-2024年医保基金累计结余及增速



2016-2024年医保基金当期结余及增速

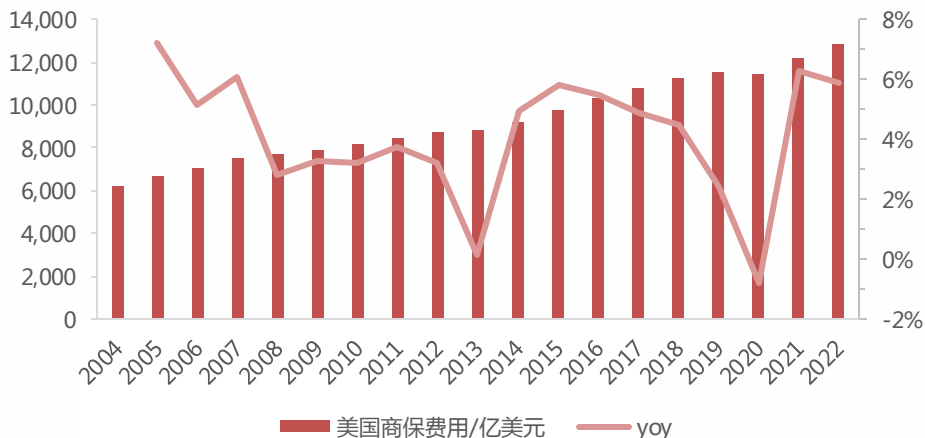


医药行业数据回顾

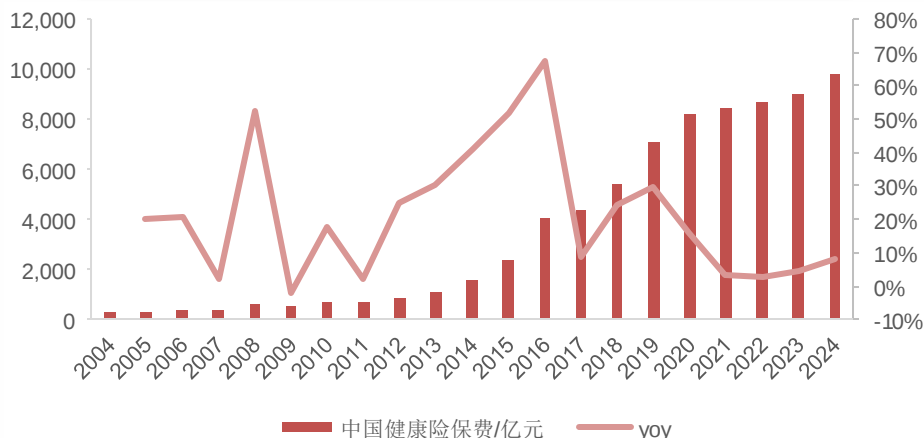
医药行业数据回顾：从中美商保来看

- ❑ **美国医保制度：以商保为主，社保主要保障特殊人群。**美国卫生费用支出主要来源于个人支付（OTC，10.6%）、商保（28.9%）、政府保险（Medicare、Medicaid和CHIP，合称CMS，39.8%），商保是卫生费用的重要组成部分。2022年美国商保支出1.29万亿美元，共计覆盖2.26亿人，覆盖率约为68%。社保主要由联邦医保医补中心CMS管理，包括医疗保险（Medicare）、医疗补助（Medicaid）等计划，主要覆盖老年人、残疾人、妇女儿童、军人等特殊群体。
- ❑ **中国商保：以社保为主，商保作为补充。**中国的健康医疗保障体系是社会保障型，实行基本医疗保险制度，2024年基本医保已覆盖13.3亿人，参保率稳定在95%，商业保险作为补充，主要覆盖基本医保范围外的医疗费用。根据国家金融监督总局统计，2024年中国商业健康险原保费收入为9774亿元（+8.18%）。
- ❑ **2025年商保创新药目录将落地。**2025年7月1日国家医保局发出《2025年国家基本医疗保险、生育保险和工伤保险药品目录及商业健康保险创新药品目录调整工作方案》2025年制定第一版商业健康保险创新药品目录，主要纳入超出保基本定位、暂时无法纳入基本目录，但创新程度高、临床价值大、患者获益显著的创新药，推荐商业健康保险、医疗互助等多层次医疗保障体系参考使用。

美国商保费用



中国健康险原保费收入



党中央关于医改决策部署的政策解读

政策解读：十八大以来，党中央就推进健康中国建设和深化医药卫生体制改革作出了一系列决策部署，对比历次会议报告，在以下五点政策的表述上作出了更新：**1）三医改革**从分立到联动，再转向协同发展和治理。**2）公立医院改革**更加以公益性为导向，并补充了具体机制。**3）**党中央高度重视**中医药工作**，二十届三中全会对中医药全面深化改革提出明确要求。**4）**明确了要健全**公共卫生体系**，在重大疫情预防、救治和应急等能力建设方面提出了新要求。5）二十届三中全会首次提出要**健全支持创新药和医疗器械发展机制**。

		十八大	十九大	二十大	二十届三中全会
会议时间		2012.11.8	2017.10.18	2022.10.16	2024.7.18
内容	三医	重点推进医疗保障、医疗服务、公共卫生、药品供应、监管体制综合改革	深化医药卫生体制改革， 全面建立 中国特色基本医疗卫生制度、医疗保障制度和优质高效的医疗卫生服务体系	深化医药卫生体制改革，促进医保、医疗、医药 协同发展和治理	深化医药卫生体制改革。促进医疗、医保、医药 协同发展和治理
	公立医院改革	健全农村三级医疗卫生服务网络和城市社区卫生服务体系， 深化公立医院改革	加强基层医疗卫生服务体系和全科医生队伍建设。	深化以 公益性为导向 的公立医院改革，规范民营医院发展。	深化以 公益性为导向 的公立医院改革，建立以医疗服务为主导的收费机制，完善薪酬制度，建立编制动态调整机制。
	中医药发展	扶持 中医药和民族医药事业发展。	坚持中西医并重， 传承 发展中医药事业。	促进中医药 传承创新发展	完善中医药 传承创新发展 机制
	公共卫生体系建设	健全全民医保体系，建立重特大疾病保障和救助机制， 完善突发公共卫生事件应急和重大疾病防控机制 。	坚持预防为主，深入开展爱国卫生运动，倡导健康文明生活方式， 预防控制重大疾病	创新医防协同、医防融合机制， 健全公共卫生体系 ，提高重大疫情 早发现 能力，加强重大疫情 防控救治 体系和 应急 能力建设，有效遏制重大传染性疾病传播。	实施健康优先发展战略，健全公共卫生体系，促进社会共治、医防协同、医防融合，强化监测预警、风险评估、流行病学调查、检验检测、应急处置、医疗救治等能力。
	首次提出				健全支持创新药和医疗器械发展机制

2025关税扰动：关税预期逐步回归常态，医药生物受影响有限

➤ **2018-2020，第一轮贸易战：**2019年底美国对中国输美商品征收的平均关税从3.1%增加至21%，涉及接近2/3输美产品，覆盖产品规模约3700亿美元。**2024年**，美对中部分产品分计划分阶段加征关税；**2025年，2-4月美先后对华加征关税，至4月10日累计加征145%**，4月初关税预期的巨大变化对资本市场带来扰动。5月-6月缓和阶段：美国在日内瓦达成协议后下调加征关税（145%至30%），后双方进一步下调关税，3500亿美元中国商品税率降至25-30%。至此，中美关税政策与关税预期逐步回归常态。

美关税政策时间轴

时间		美国加征关税内容	影响产品范围	主要产品类型	中国输美商品平均关税
2017		2017.8起，对中国发起301调查	-	-	3.1%
201关税	2018.2	所有进口的太阳能电池板和大型洗衣机	0.2%	太阳能电池板（30%）和大型洗衣机（加征20%、50%）	-
232关税	2018.3	对大多数国家进口的钢材和铝加征关税		钢材（加征25%）、铝（加征10%）	
301 清单1	2018.7	对340亿美元，818种产品加征25%关税	9.8%	钢铁产品、铝产品、 医用设备 、核反应堆、化合物、橡胶制品等	8.2%
301 清单2	2018.8	对160亿美元，279种产品加征25%关税		塑料及其制品、钢铁制品、机械设备、电气设备、运输设备和精密设备等	
301 清单3	2018.9	对2000亿美元、产品加征10%关税	46.9%	除服装、鞋、雨伞、玩具、药物、书籍、 原料药 等必需品外的主要商品	12.0%
	2019.6	上述2000亿产品的税率从10%提高至25%			17.6%
301 清单4	2019.9	对1200亿美元产品加征15%关税（2020年下调至7.5%）	66.4%	前三轮未涵盖的，尤其是服装、鞋、雨伞、玩具、书籍等必需品	21.0%
	2019.12	对1800亿美元产品加征15%关税（后因双方贸易协定而暂缓）		服装、鞋、雨伞、玩具、书籍等必需品，有机化学品、塑料及其制品等	
2020.1		中美签订第一阶段贸易协议，对第三轮加征产品清单下调/暂缓	-	-	19.3%
时间		美国加征关税内容	影响产品范围	主要产品类型	中国输美商品平均关税
分阶段加征关税	2024	部分产品分阶段（2024-2026）加征关税	-	部分钢铁产品、铝、 个人防护装备、注射器和针头 、太阳能电池、电动车等	-
特朗普2.0	2025.2	对中国所有输美商品加征10%关税	100%	所有进口商品	29.3%
	2025.3	对中国所有输美商品加征10%关税		钢铁及衍生品、汽车	39.3%
	2025.3	钢铁及衍生品加征25%，汽车加征25%			-
	2025.4.2	对华加征对等税率34%（4.9生效）		包括药品、原料药接近千种产品豁免	74%
	4.8	要求中国在4.9取消反制，否则对等关税加征至84%（+50pp），累计104%		继续豁免消费电子（手机、笔记本电脑、硬盘、内存芯片）、半导体（光刻机零部件、封装材料）、新能源与通信（5G基站核心模块、太阳能电池板）等产品	124%
	4.9	关税加征至125%（+21pp）			145%
	4.10	修改行政命令，对等关税改为125%，实际累计加征145%（25年）			165%
	5.14	中美日内瓦达成协议，同步取消91%，美对华加征关税由145%降至30%	60%	新能源汽车、半导体等维持高关税	50%
	6.27	双方进一步下调关税，3500 亿美元中国商品税率降至25-30%	-	-	25-30%

2025关税扰动：关税预期逐步回归常态，医药生物受影响有限

➤ 即使在4月关税高峰时，医药生物板块受美国关税实质影响有限。因医药生物产品的特殊性、中国部分领域产能的不可替代性等原因，在2025关税扰动的过程中，医药生物板块整体上受影响有限：药品产业链方面，绝大部分药品制剂及原料药在豁免清单内，CRO不属于实体商品，仅少数特殊的药品/原料药如去甲麻黄碱等受到加征关税影响；器械板块受到影响，注射器、医用手套的低值/普通耗材早在24年加征关税范围内；设备、IVD等虽不在2025豁免范围内，但对美出口额有限，同时因反制关税政策，部分细分赛道存在对应的国产替代机遇。

4月美国关税高峰时，医药生物板受到的实质影响仍有限

		2018年301加征关税	加征幅度（2024.5）	方案更新（2024.9）	2025.3 加征关税	2025年4月对等关税	基础税率	美国从中国进口规模2024，亿美元	
医疗器械	注射器和针头		0%→50%	24年执行 100%	20%	125%		2.7	
	个人防护装备		0~7.5%→25%	26年提升到 50%				3.1	
	医用橡胶手套		7.5%→25%	25年执行 50% ，26年执行100%				5.2	
	X射线断层检查仪、彩超诊断仪、核磁共振装备、心电图仪及零配件等	25%	-	-				5.3	
	IVD							4.0	
	其他							77.7	
药品	大部分药品制剂（包括化药制剂和疫苗、抗体等生物制品）						豁免		26.3
	含胰岛素的未配定量剂药品、含去甲麻黄碱及其盐的未配定量剂药品、含其他抗疟疾活性成分的未配定量剂药品和含去甲麻黄碱及其盐的已配定量剂药品						125%		
原料药	维生素类、氨基酸类、激素类、抗生素和抗感染类原料药						豁免	0%~6.5%	45.2
	麦角新碱及其盐				125%	0%			
	糖精及其盐、谷氨酸钠、酒石酸等	25%				0-6.5%			
植物提取物	芸香苷及其衍生物					豁免	2%	0.1	
	除芸香苷及其衍生物外的天然或合成的苷类及其盐、醚、酯及其他衍生物					豁免	4%	1.4	
	其他植物质着色料及制品等	25%				豁免	3%	0.1	
累计								~170	

目 录

医药行业2025年上半年二级市场表现回顾

医药子行业2025年中期投资逻辑

2.1 创新药及制剂：把握“BD出海+进展/突破+政策支撑+业绩增长”多条主线

2.2 医疗器械：常态化背景下，瞄准刚需替代、出海、主题投资三大方向

2.3 血制品：并购整合加速，行业集中度处于上升通道

2.4 中药：政策定调支持中医药高质量发展，多地落实中药集采通知

2.5 医药分销：内部稳中求变，外部政策利好

2.6 药店：积极探索多元化经营，行业持续出清

2.7 医疗服务：关注Ai+布局，静待需求释放

2.8 CXO：重回增长轨道，上半年国内投融资活动回暖

2.9 原料药：业绩显著改善，关注产业能力升级

2.10 生命科学试剂及制药装备：期待国内需求端复苏，国产替代大趋势未改变

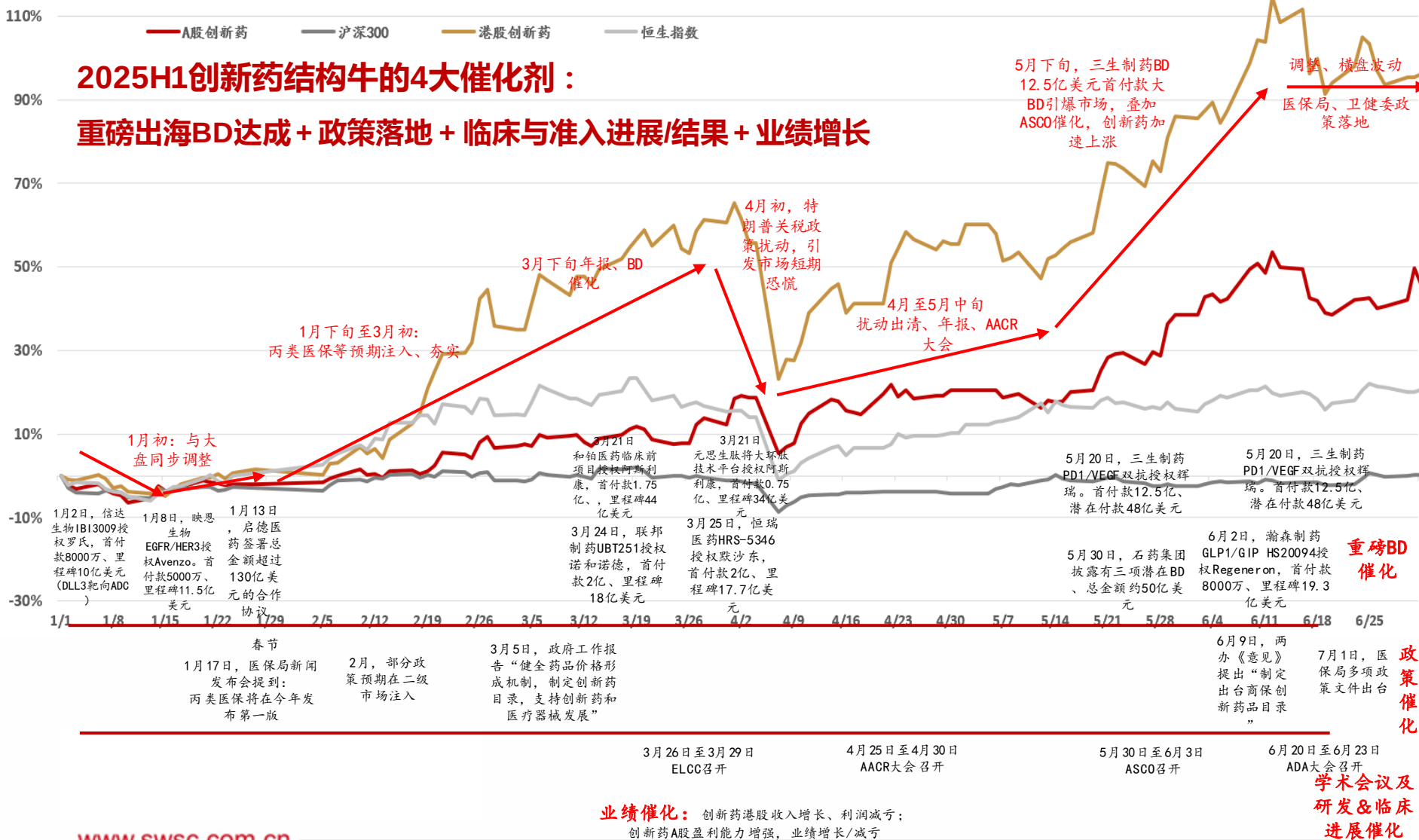
2.11 疫苗：传统品种边际改善，建议关注创新+出海两条主线

医药全行业2025年中期投资策略及标的

创新药及制剂：把握“BD出海+进展/突破+政策支撑+业绩增长”多条主线

- **股价回顾：多线驱动，2025上半年创新药走出独立行情。** 2025年1月初，创新药板块与大盘同步调整；1月初-3月下旬，丙类医保与创新药目录落地预期进一步夯实、政府工作报告提出支持创新药发展、联邦制药UBT251等重磅BD先后达成、部分药企业绩前瞻/年度报告超预期，创新药估值向上调整，行情启动；4月初，特朗普关税政策引发资本市场短期恐慌，股价快速下跌；4月至5月中旬，随着扰动出清、年报披露、AACR召开/相关临床结果读出，创新药板块重回增长轨道；5月下旬至6月中旬，ASCO召开/相关临床结果读出、5月20日三生制药PD1+双抗授权辉瑞，取得12亿+美元的首付款，超预期、创纪录，同时多项重磅BD集中达成，中国创新药竞争力与BD出海逻辑得到市场认可，二级市场加速Price in，股价快速上行；6月中下旬至7月初，ADA召开后GLP-1RA临床结果与新方向引关注、医保局《支持创新药高质量发展的若干措施》、药品目录调整方案出台，股价在此前快速上涨后进入调整与波动阶段。回顾创新药基本面与股价变化，我们关注如下4条投资主线：
- **创新药投资主线一：把握临床数据读出/研发进展和商业化准入关键节点。** 2025年上半年多个国产创新药大品种核心适应症临床数据读出（如信达生物IBI363（PD-1/IL-2）治疗黑色素瘤和非小细胞肺癌ORR和mPFS数据亮眼、云顶新耀EVER001治疗膜性肾病UPCR数据亮眼）、多个核心品种获批上市/实现新市场商业化（如长春高新伏欣奇拜单抗6月30日获批上市、亿帆医药亿立舒于二季度实现美国发货），市场对相应管线的价值预期产生重大变化从而推动股价上涨。持续关注创新药临床结果/进展、准入结果/进展。
- **创新药投资主线二：国产创新药授权出海火热，关注双抗/多抗、ADC、GLP-1RA等赛道潜在机会。** 2025年上半年中国创新药BD出海交易超50起，总金额超480亿美元，态势火热。截至目前授权总金额超过20亿美金的国产创新药项目已达15款。涉及5款ADC产品、4款双抗/多抗产品、4款GLP-1RA类产品，持续关注全球相对稀缺、国内相对强势的在研管线。
- **创新药投资主线三：政策支持创新药长期发展，商保创新药目录落地在即、支付端有望改善。** 2025年3月，《政府工作报告中》首次提出“健全药品价格形成机制，制定创新药目录，支持创新药和医疗器械发展”。2025年7月，国家医保局、国家卫生健康委发布关于印发《支持创新药高质量发展的若干措施》的通知，出台5大类政策助力创新药产业健康发展。7月，国家医保局发出《2025年国家基本医疗保险、生育保险和工伤保险药品目录及商业健康保险创新药品目录调整工作方案》，新增商业医保创新药目录有关内容，预计商保目录于今年与基本医保目录同步落地，持续关注创新药支付端的改善趋势。
- **创新药投资主线四：业绩稳健向上，价值不断兑现。** 药品板块2024年收入3917亿元(+1%)，归母净利润424亿元(+8.2%)，扣非归母净利润386.3亿元(+9.6%)。2025Q1年收入966.2亿元(-3.1%)，归母净利润125.6亿元(-1.1%)。从盈利能力看，2024年板块毛利率为55%(+0.6pp)，净利率为12%(+0.8pp)，四费率为40%(-1pp)。2025Q1板块毛利率55.1%(+0.8pp)，归母净利率13%(+0.3pp)。随着集采、国谈等“政策底”显现，外部环境变化导致销售费用下降，药品板块盈利能力持续上升、年度业绩稳健增长，价值不断兑现。展望25-26年，关注23年至25Q3前新获批/纳入医保品种的谈判/进院情况、商业化成绩。
- **相关标的：**结合临床价值为导向、以患者为中心的药物治疗，把握研发进展、商业化进展、BD授权等主线，**1) 创新药龙头：**恒瑞医药，信达生物、康方生物、华东医药，科伦药业，科伦博泰，荣昌生物，和黄医药，长春高新等；**2) 转型创新：**亿帆医药，恩华药业，贝达药业，泽璟制药，亚盛医药，先声药业，康哲药业、甘李药业，康弘药业，博瑞医药，通化东宝，京新药业，康辰药业等；**3) Biotech：**云顶新耀、首药控股，智翔金泰，诺诚健华，再鼎医药，海创药业，亚虹医药，基石药业，艾迪药业，前沿生物，科济药业，盟科药业，君实生物等。
- **风险提示：**新药研发不及预期的风险、商业化不及预期的风险等。

复盘：多线催化，2025上半年创新药走出独立行情



数据来源：wind，西南证券整理。注：A股创新药标的指数和港股创新药标的指数分别包含了57家和51家创新药公司，数据截至2025.7.3

注：具体催化仅列举部分

A股创新药及制剂板块业绩稳健增长

- ◆ 药品板块2024年收入3917亿元(+1%)，归母净利润424亿元(+8.2%)，扣非归母净利润386.3亿元(+9.6%)。分季度看，板块24Q1/24Q2/24Q3/24Q4收入分别为997/1006.2/965/949亿元(+1.6%/+2.7%/+3.3%/-0.3%)，归母净利润分别为127/128.1/115.7/53.1亿元(+9.1%/+13%/+6.5%/+4.8%)。2025Q1年收入966.2亿元(-3.1%)，归母净利润125.6亿元(-1.1%)。
- ◆ 从盈利能力看，2024年板块毛利率为55%(+0.6pp)，净利率为12%(+0.8pp)，四费率为40%(-1pp)。2025Q1板块毛利率55.1%(+0.8pp)，归母净利率13%(+0.3pp)。随着集采、国谈等“政策底”显现，外部环境变化导致销售费用下降，降本增效成为企业经营主旋律，板块净利率整体呈上升趋势。

药品板块23Q1-25Q1业绩速览

(亿元)	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
营收	981.7	980.2	934.2	982.5	997.0	1006.2	965	948.9	966.2
同比增速	7.7%	10.0%	-2.1%	-0.6%	1.6%	2.7%	3.3%	-0.3%	-3.1%
归母净利润	116.4	113.3	108.7	50.9	127.0	128.1	115.7	53.1	125.6
同比增速	5.1%	13.9%	6.0%	-33.1%	9.1%	13.0%	6.5%	4.8%	-1.1%

药品板块23Q1-25Q1盈利能力指标概览

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
毛利率	54.3%	54.5%	54.1%	54.7%	54.3%	55.7%	55.0%	55.0%	55.1%
归母净利率	11.9%	11.6%	11.6%	5.2%	12.7%	12.7%	12.0%	5.6%	13.0%
销售费用率	24.6%	25.3%	23.8%	25.8%	23.1%	23.1%	23.3%	24.6%	22.6%
管理费用率	6.9%	7.2%	7.8%	8.6%	7.3%	7.4%	8.1%	8.6%	7.7%
财务费用率	0.6%	-0.3%	0.0%	0.2%	0.1%	0.0%	0.7%	-0.2%	0.2%
研发费用率	7.3%	8.2%	8.9%	10.0%	7.3%	8.6%	8.4%	10.8%	8.1%

药企销售费用率持续下降

- **药企销售费用率持续下降。**2024年A股创新药和制剂板块135家上市公司整体销售费用率为23.8%，较2023年下降2.7pp，2025年第一季度为23.0%，较2024年全年下降0.8pp，随着行业销售合规要求趋于严格，企业销售费用率目前有所调整，后续长期发展需跟踪。

A股部分大药企销售费用（亿元）/销售费用率

公司名称	2022		2023		2024		2025Q1	
	销售费用	销售费用率	销售费用	销售费用率	销售费用	销售费用率	销售费用	销售费用率
复星医药	91.7	20.9%	97.1	23.5%	86.8	21.1%	21.3	22.6%
百济神州-U	60.0	62.7%	73.0	41.9%	88.6	32.5%	22.6	28.1%
恒瑞医药	73.5	34.5%	75.8	33.2%	83.4	29.8%	19.7	27.3%
华东医药	63.3	16.8%	66.5	16.4%	64.1	15.3%	14.7	13.7%
人福医药	42.7	19.1%	44.0	17.9%	46.3	18.2%	11.6	19.0%
长春高新	38.1	30.1%	39.7	27.3%	44.4	33.0%	12.1	40.4%
健康元	49.5	28.9%	44.3	26.6%	39.2	25.1%	9.5	23.2%
科伦药业	46.9	24.8%	44.5	20.7%	34.9	16.0%	6.3	14.4%
丽珠集团	38.9	30.8%	36.0	28.9%	32.5	27.6%	8.0	25.2%
华润双鹤	26.6	28.1%	26.8	26.3%	31.8	28.4%	8.5	27.5%
哈药股份	17.5	12.7%	23.1	15.0%	25.6	15.8%	5.8	14.0%
海正药业	24.1	20.0%	23.7	22.8%	21.3	21.8%	5.0	19.2%
华海药业	12.4	15.1%	12.9	15.6%	16.8	17.6%	5.2	21.7%
康弘药业	13.2	39.0%	14.7	37.2%	16.5	37.0%	4.2	35.3%
恩华药业	16.5	38.5%	17.4	34.5%	19.8	34.8%	5.1	33.6%
西藏药业	14.1	55.2%	17.6	56.1%	15.6	55.7%	3.9	54.4%
信立泰	10.9	31.4%	10.2	30.2%	14.7	36.7%	4.0	38.1%
悦康药业	19.8	43.6%	17.7	42.1%	13.0	34.4%	1.3	22.6%
华北制药	18.4	17.6%	16.6	16.4%	14.3	14.5%	3.2	12.5%
东北制药	20.5	23.3%	18.1	22.0%	13.8	18.4%	3.1	15.8%
A股药品板块	1,229.5	26.8%	1,211.1	25.5%	1,178.2	23.8%	282.1	23.0%

A股药企研发费用率稳中略降

- **A股药企整体研发费用率稳中略降。** 2024年A股创新药和制剂板块135家上市公司整体研发费用率为12.7%，较23年全年下降0.3pp。2025年一季度为12.1%，较2024年全年下降0.6pp。

A股部分大药企研发费用（亿元）/ 研发费用率

公司名称	2022		2023		2024		2025Q1	
	研发费用	研发费用率	研发费用	研发费用率	研发费用	研发费用率	研发费用	研发费用率
百济神州-U	111.5	116.6%	128.1	73.5%	141.4	52.0%	34.7	43.2%
恒瑞医药	48.9	23.0%	49.5	21.7%	65.8	23.5%	15.3	21.3%
复星医药	43.0	9.8%	43.5	10.5%	36.4	8.9%	7.4	7.8%
科伦药业	18.0	9.5%	19.4	9.1%	21.7	10.0%	4.8	11.0%
长春高新	13.6	10.8%	17.2	11.8%	21.7	16.1%	5.1	17.1%
荣昌生物	9.8	127.2%	13.1	120.6%	15.4	89.7%	3.3	62.5%
人福医药	9.7	4.3%	14.6	6.0%	14.7	5.8%	4.1	6.7%
健康元	17.4	10.2%	16.6	10.0%	14.4	9.2%	3.0	7.3%
华东医药	10.2	2.7%	12.7	3.1%	14.3	3.4%	5.2	4.8%
百利天恒-U	3.8	53.3%	7.5	132.8%	14.4	24.8%	4.9	733.9%
君实生物-U	23.8	164.0%	19.4	128.9%	12.8	65.5%	3.5	70.0%
丽珠集团	14.3	11.3%	13.3	10.7%	10.3	8.7%	2.2	6.8%
华海药业	9.3	11.2%	9.8	11.8%	9.9	10.3%	2.4	10.1%
神州细胞-U	8.9	86.6%	11.5	60.8%	9.1	36.3%	1.8	34.2%
诺诚健华-U	6.5	103.7%	7.6	102.5%	8.1	80.7%	2.1	54.5%
百奥泰	6.2	135.4%	7.7	109.1%	7.8	104.6%	1.8	87.3%
迪哲医药-U	6.6	0.0%	8.1	882.5%	7.2	201.1%	2.1	131.8%
迈威生物-U	7.6	2735.9%	8.4	653.8%	7.8	391.9%	2.1	465.6%
华润双鹤	4.7	5.0%	5.6	5.5%	5.6	5.0%	1.2	3.8%
智翔金泰-U	4.5	-	6.2	-	6.1	-	1.0	-
A股药品板块	557.7	12.2%	615.5	13.0%	629.8	12.7%	147.9	12.1%

港股药企研发费用率下降

- **港股药企整体研发费用率下降。**2024年，港股创新药样本上市公司合计研发费用487亿人民币，对应研发费用率为27.3%，较2023年下降4.5pp。

港股部分大创新药企研发费用（亿元）/ 研发费用率

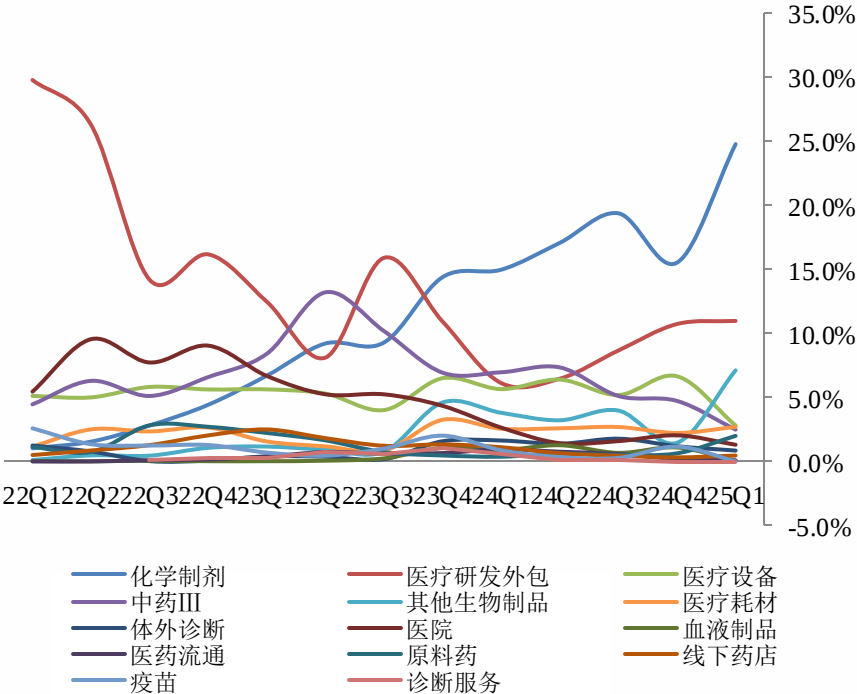
公司名称	2022		2023		2024	
	研发费用	研发费用率	研发费用	研发费用率	研发费用	研发费用率
百济神州	114.3	115.9%	126.0	72.3%	65.2	54.4%
石药集团	39.9	12.8%	48.3	15.2%	25.4	15.3%
复星医药	39.2	8.9%	38.2	9.3%	18.6	9.1%
金斯瑞生物科技	27.2	62.1%	30.7	51.4%	16.8	42.0%
信达生物	28.7	63.0%	22.3	35.9%	14.0	32.9%
翰森制药	16.9	18.0%	21.0	20.8%	12.0	18.4%
再鼎医药	19.9	133.2%	18.8	99.7%	8.3	62.0%
荣昌生物	9.8	127.2%	13.1	120.6%	8.1	101.5%
和黄医药	26.9	90.7%	21.4	36.0%	6.8	31.2%
科伦博泰生物-B	8.5	-	10.3	-	6.5	-
康方生物	13.2	157.6%	12.5	27.6%	5.9	55.8%
先声药业	17.3	27.1%	15.6	23.5%	5.7	18.1%
君实生物	23.8	162.2%	19.4	126.3%	5.5	68.3%
丽珠医药	14.3	11.3%	13.3	10.7%	4.9	7.8%
复宏汉霖	14	21.9%	11	16.8%	5	15.5%
三生制药	7	89.8%	8	73.4%	5	60.0%
亚盛医药-B	7	1048.4%	7	417.6%	4	147.1%
诺诚健华	6	9.3%	8	9.6%	4	9.6%
康诺亚-B	5	81.1%	6	80.7%	3	78.1%
云顶新耀-B	8	382.2%	5	239.9%	3	30.7%
港股创新药板块	572	36.9%	561	31.8%	487	27.3%

公募医药化学制剂、其他生物制品持仓比例持续提升

化学制剂板、医疗研发外包、其他生物制品是2025Q1公募医药基金重仓股前三大板块。截至2025年一季度末，公募医药基金重仓的化学制剂板块、医疗研发外包板块、其他生物制品板块分别占基金总市值的比例24.8%、11.0%、7.1%。

近年公募医药基金重仓股中化学制剂板块占比持续提升：自2022年一季度至2025年一季度末，公募医药基金重仓的化学制剂板块占基金总市值的比例从1%持续提升至24.8%。

2025Q1医药基金医药子行业重仓市值占比概况

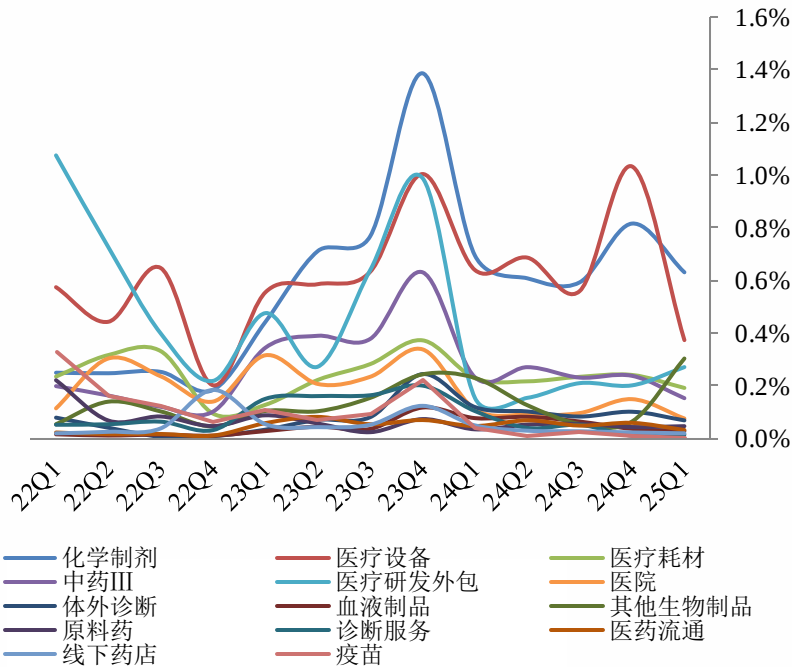


25Q1	医药基金 重仓总市值 占比	环比变化	持股总市值 (亿元)	板块总市值 (亿元)	占申万医药 成分股总市 值比重
化学制剂	24.77%	9.25%	416.59	14902.02	23.88%
医疗研发外包	10.97%	0.24%	184.50	3965.29	6.35%
其他生物制品	7.12%	5.66%	119.67	3463.07	5.55%
医疗设备	2.80%	-3.84%	47.17	6564.58	10.52%
医疗耗材	2.70%	0.47%	45.40	3607.19	5.78%
中药III	2.48%	-2.24%	41.76	8770.95	14.05%
原料药	2.00%	1.36%	33.59	3159.72	5.06%
医院	1.30%	-0.74%	21.92	2442.24	3.91%
体外诊断	0.85%	-0.34%	14.30	2747.98	4.40%
线下药店	0.46%	0.14%	7.73	857.02	1.37%
医药流通	0.09%	-0.10%	1.48	2188.55	3.51%
血液制品	0.04%	-1.05%	0.61	1255.68	2.01%
疫苗	0.00%	-1.15%	0.04	2711.45	4.34%

非医药公募基金化学制剂持仓比例居首，占比略有下降

化学制剂板块是2025Q1非医药公募基金重仓股第一大板块（医药子行业）。2025年一季度末，非医药公募基金重仓的化学制剂板块占基金总市值的比例为0.63%，在医药各子板块中排名第一，环比略有下降。

2025Q1非医药基金医药子行业重仓市值占比概况



	医药基金 重仓总市值 占比	环比 变化	持股总市值 (亿元)	板块总市值 (亿元)	占申万医药 成分股总市 值比重
化学制剂	0.63%	-0.19%	208.08	14902.02	22.37%
医疗设备	0.37%	-0.66%	122.91	6564.58	10.49%
其他生物制品	0.30%	0.24%	99.85	3463.07	5.15%
医疗研发外包	0.27%	0.07%	89.07	3965.29	5.71%
医疗耗材	0.19%	-0.05%	62.87	3607.19	5.82%
中药III	0.15%	-0.09%	49.97	8770.95	14.91%
医院	0.07%	-0.07%	24.48	2442.24	3.80%
体外诊断	0.07%	-0.03%	22.12	2747.98	4.49%
原料药	0.04%	0.00%	14.85	3159.72	4.61%
医药流通	0.03%	-0.03%	10.05	2188.55	3.72%
血液制品	0.03%	-0.01%	8.78	1255.68	2.08%
线下药店	0.02%	0.00%	5.90	857.02	1.32%
疫苗	0.00%	-0.01%	0.75	2711.45	4.63%

多个创新药标的成为公募基金重仓股

2025年第一季度末，从公募医药持仓基金数量前20大个股来看，创新药标的占据八席。

25Q1持股基金数量TOP20

代码	名称	持股基金数量		持股总市值(亿元)		流通股本占比		总股本占比		季度 涨跌幅	最新市值（亿元）	
		最新	季度变化	最新	季度变化	最新	季度变化	最新	季度变化		流通市值	总市值
600276.SH	恒瑞医药	528	96	323	24.8	10.3%	0.1pp	10.3%	0.1pp	7%	3,138	3,138
603259.SH	药明康德	376	121	276	61.8	14.2%	0.7pp	14.2%	0.7pp	22%	1,944	1,944
300760.SZ	迈瑞医疗	313	-41	256	-53.0	9.0%	-1.0pp	9.0%	-1.0pp	-8%	2,837	2,837
688235.SH	百济神州-U	206	102	90	48.6	2.7%	0.8pp	2.7%	0.8pp	50%	3,345	3,339
688266.SH	泽璟制药-U	169	69	74	37.6	28.1%	21.5pp	28.1%	21.5pp	-45%	264	264
002422.SZ	科伦药业	139	3	88	26.1	20.8%	8.0pp	17.0%	4.2pp	31%	421	515
600079.SH	人福医药	121	-44	36	-14.9	11.4%	-2.0pp	10.8%	-2.6pp	-7%	318	336
000423.SZ	东阿阿胶	116	-2	45	-8.7	11.6%	-1.7pp	11.6%	-1.7pp	-4%	389	389
688271.SH	联影医疗	108	6	98	-10.9	13.6%	3.1pp	9.8%	-0.7pp	34%	724	1,005
300015.SZ	爱尔眼科	104	18	89	0.1	8.5%	1.3pp	7.2%	-0.0pp	18%	1,053	1,239
688617.SH	惠泰医疗	104	-28	58	0.6	15.4%	-0.4pp	15.4%	-0.4pp	4%	376	376
000661.SZ	长春高新	80	16	25	-7.7	6.5%	2.2pp	6.4%	2.1pp	130%	391	399
300347.SZ	泰格医药	77	-12	65	-5.2	18.6%	3.6pp	14.9%	-0.1pp	16%	352	439
688506.SH	百利天恒	72	8	42	9.3	19.8%	15.5pp	4.6%	0.3pp	437%	214	932
300759.SZ	康龙化成	71	21	58	9.1	12.6%	1.8pp	12.2%	1.4pp	8%	463	479
688578.SH	艾力斯	70	39	13	-1.0	3.3%	-2.2pp	3.3%	-2.2pp	79%	384	384
002223.SZ	鱼跃医疗	69	-21	25	-3.8	7.7%	-0.2pp	7.2%	-0.7pp	2%	328	350
300765.SZ	新诺威	63	36	30	10.4	6.4%	4.9pp	5.7%	4.2pp	-59%	466	525
688050.SH	爱博医疗	61	-8	28	-1.0	14.9%	-1.7pp	14.9%	-1.7pp	8%	186	186
300832.SZ	新产业	56	-44	24	-12.3	6.2%	-0.4pp	5.3%	-1.3pp	-5%	396	457

WWW.SWSC.COM.CN

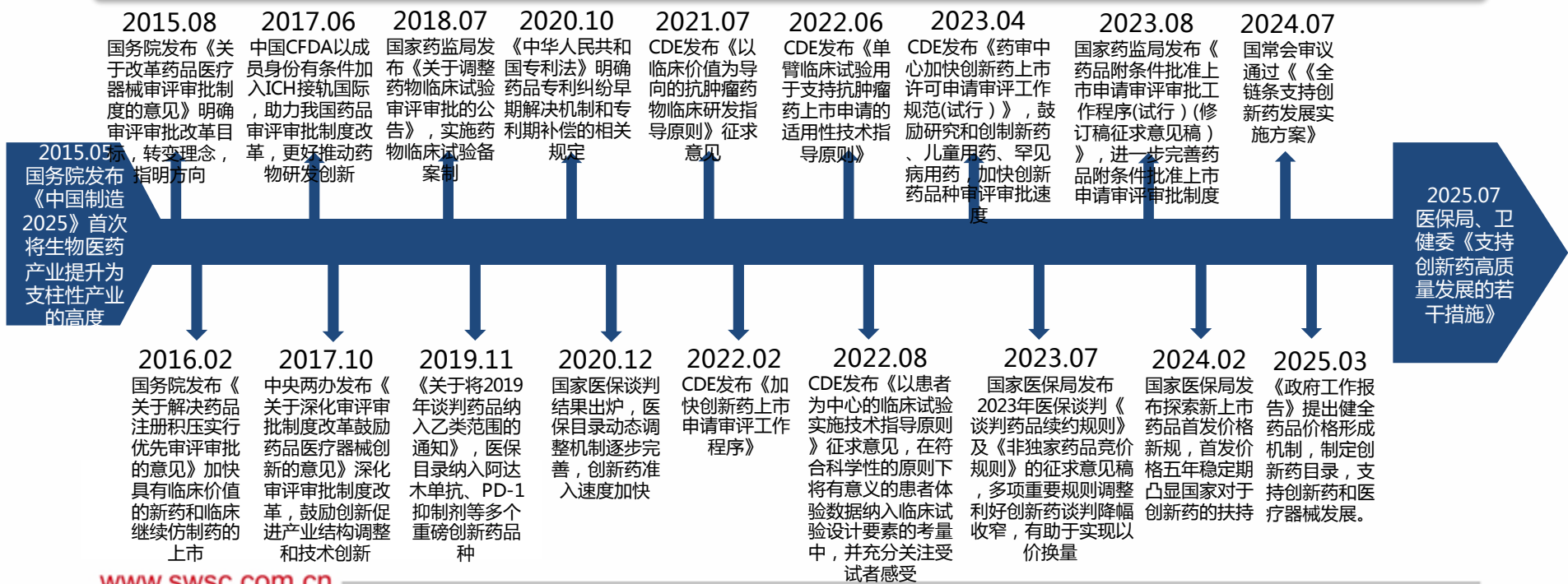
数据来源：Wind，西南证券整理，市值数据截至25Q1

政策明确“支持创新药发展”，若干措施出台

2025政策端明确“支持创新药发展”，若干措施出台

- 2025年3月，第十四届全国人民代表大会第三次会议《政府工作报告中》首次提出“健全药品价格形成机制，制定创新药目录，支持创新药和医疗器械发展”。2025年7月1日，国家医保局、国家卫生健康委发布关于印发《支持创新药高质量发展的若干措施》的通知，为进一步完善全链条支持创新药发展举措，推动创新药高质量发展，更好满足人民群众多元化就医用药需求，提出了如下措施：**1) 加大创新药研发支持力度**：支持医保数据用于创新药研发；鼓励商业健康保险扩大创新药投资规模；统筹推动创新药研发。**2) 支持创新药进入基本医保药品目录和商业健康保险创新药品目录**：健全基本医保药品目录动态调整机制；合理确定创新药医保支付标准；增设商业健康保险创新药品目录；强化创新药真实世界研究。**3) 支持创新药临床应用**：优化药品挂网程序；推动创新药加快进入定点医药机构；提高临床使用创新药的能力；完善创新药医保支付管理；做好供需双方医保服务。**4) 提高创新药多元支付能力**：发挥多层次医疗保障制度体系功能；促进创新药全球市场发展。**5) 强化保障措施**：加强组织领导。

创新药行业相关政策汇总



www.swsc.com.cn

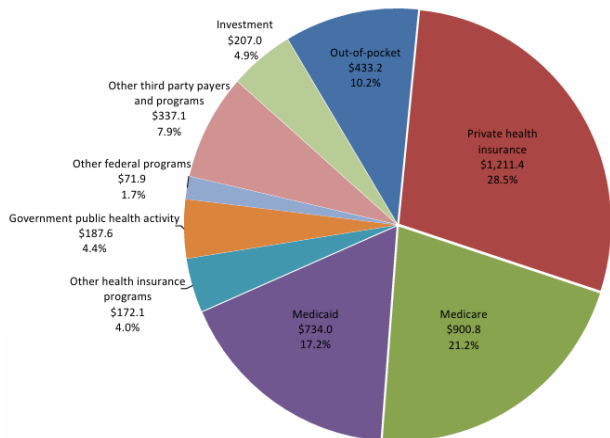
数据来源：国家医保局，国家药监局，政府官网，西南证券整理

2025年商保创新药目录将落地，支付端有望改善

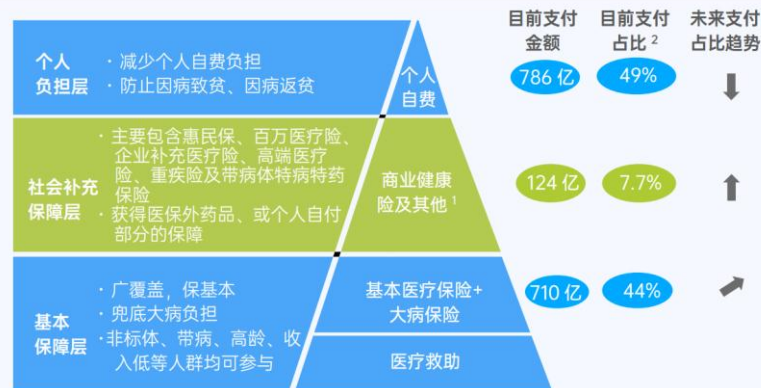
商保创新药目录预期夯实，关注创新药支付端的持续改善趋势

- 支付端一直是创新药国内市场的关注重点之一，国内创新药商保支付比例较低，有较大提升空间。根据中再寿险等《中国创新药械多元支付白皮书（2025）》，2024我国创新药械市场规模约1620亿元，其中医保支出约占44%、个人自费占比49%、商业医保赔付仅占7.7%，高值创新药支付端面对着自费负担重、基本医保目录覆盖范围有限、商业保险支付能力薄弱的现状。从美国来看，2021年美国私人商业保险医疗支出资金占比约为29%。我国商业医保支付比例具有较大提升空间，根据《白皮书》预测，至2035年商保在创新药械的支付占比有望提升至44%。

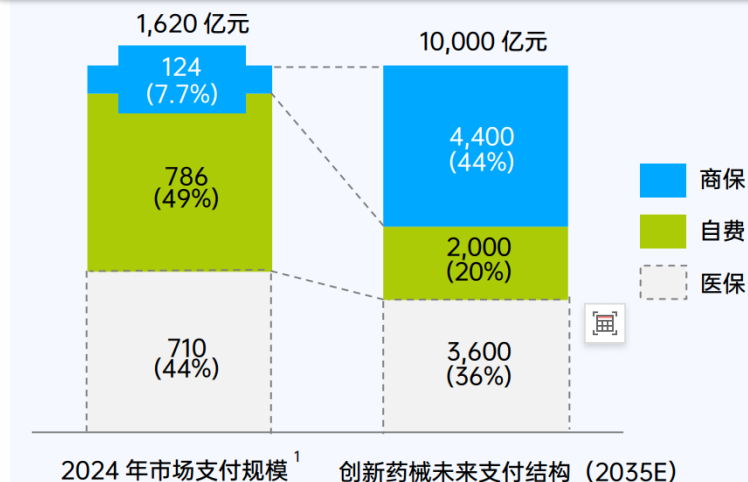
2021年美国医疗支出资金来源



2024中国创新药械支付结构



中国创新药械支付结构预测（白皮书）



2025年商保创新药目录将落地，支付端有望改善

商保创新药目录预期夯实，关注创新药支付端的持续改善趋势

- **商保创新药目录相关政策陆续出台。**根据《中国创新药械多元支付白皮书（2025）》，2024我国创新药械市场规模约1620亿元，其中医保支出约占44%、个人自费占比49%、商业医保赔付仅占7.7%，高值创新药支付端面对着自费负担重、基本医保目录覆盖范围有限、商业保险支付能力薄弱的现状。对此，2024年12月，全国医疗保障工作会议中提出探索形成丙类药品目录；2025年1月17日，医保局新闻发布会中提到丙类目录计划于2025年内发布第一版。3月5日政府工作报告提出“制定创新药目录”；6月9日两办再次提出“制定出台商业健康保险创新药品目录”。**7月1日，国家医保局发出《2025年国家基本医疗保险、生育保险和工伤保险药品目录及商业健康保险创新药品目录调整工作方案》，明确商保创新药目录重要内容，包括：**
 - ✓ 《方案》大纲段落新增“建立具有中国特色多层次、多元化的医疗保障目录体系”“支持商业健康保险和创新药高质量发展”。
 - ✓ 《方案》目标任务：1) 将2024年的“保障更加 公平 可及”调整为“保障更加 充分 可及”。2) 新增商保创新药段落：**2025年制定第一版商业健康保险创新药品目录，主要纳入超出保基本定位、暂时无法纳入基本目录，但创新程度高、临床价值大、患者获益显著的创新药，推荐商业健康保险、医疗互助等多层次医疗保障体系参考使用**
 - ✓ 商保调整范围：符合基本目录外药品申报条件1或条件5的独家药品，可以**单独申报商保创新药目录或同时申报商保创新药目录、基本目录。**（条件1为20年至25年630获批新通用名药品、条件5为25年630以前获批的罕见病药品）
 - ✓ 工作程序：**1) 基本目录与创新药商保目录同步进行。**2) 既可入基本目录又可入商保目录的，**应先开展基本目录谈判**
- **随着今年商保创新药目录的落地，我们持续关注创新药支付端的改善趋势。**

基本医保腾笼换鸟，“真创新”药物经济价值有望体现

纵向来看，2024年国谈成功率大体与往年相当

- 2024年国谈有574个品种申报，445个品种通过了形式审查，通过率为78%。
- 在谈判/竞价环节中，共有117个目录外品种参与，89个品种纳入医保。

近年国谈成功率统计				
	流程	2022年	2023年	2024年
形式审查	企业向医保局申请，专家进行形式审查并披露名单	490个药品申报 344个药品通过 通过率：70% 其中包括145款续约品种	570个药品申报 390个药品通过 通过率：68% 其中包括164款续约品种	574个药品申报 445个药品通过 通过率：78% 其中包括196款续约品种
专家评审	专家评审后按拟调入、拟谈判/竞价、拟调出、拟续约名单反馈企业			
现场谈判	开展现场谈判/竞价确定支付标准	147个药品申报 121个药品通过 通过率：82% (注：含续约品种)	143个药品申报 121个药品通过 通过率：85% (注：不含续约品种)	117个药品申报 89个药品通过 通过率：76% (注：不含续约品种)

基本医保腾笼换鸟，“真创新”药物经济价值有望体现

国家医保目录坚持有进有出，2024年调出部分临床疗效不确切、易被滥用的药品为创新药拓展空间

2024年国家医保谈判部分调出目录品种

序号	药物名称
1	氨酚美伪
2	茶碱
3	蟾酥
4	肠舒通
5	穿心莲
6	对乙酰氨基酚+马来酸氯苯那敏+氢溴酸右美沙芬+盐酸伪麻黄碱
7	对乙酰氨基酚+马来酸氯苯那敏+盐酸伪麻黄碱
8	对乙酰氨基酚+氢溴酸右美沙芬+盐酸伪麻黄碱+盐酸苯海拉明
9	对乙酰氨基酚+盐酸伪麻黄碱
10	富马酸亚铁
11	高锰酸钾
12	固经
13	桂芍镇痛
14	过氧苯甲酰
15	环孢素
16	活血解毒
17	磷酸丙吡胺
18	铝镁
19	氢溴酸右美沙芬+愈创木酚甘油醚+盐酸伪麻黄碱
20	炔诺酮
21	鞣酸小檗碱
22	山梨醇铁
23	双羟萘酸噻嘧啶
24	碳酸钙+重质碳酸镁
25	头孢托仑匹酯
26	香连止泻
27	香砂六君
28	香砂枳术
29	逍遥
30	盐酸胍屈嗪
31	盐酸去氯羟嗪
32	盐酸伪麻黄碱+布洛芬
33	依替磷酸钠
34	重组赖脯胰岛素（1000单位）
35	甘精胰岛素（1000单位）
36	对乙酰氨基酚+氢溴酸右美沙芬+愈创木酚甘油醚+盐酸伪麻黄碱
37	阿司匹林+咖啡因+非那西丁
38	樟脑

基本医保腾笼换鸟，“真创新”药物经济价值有望体现

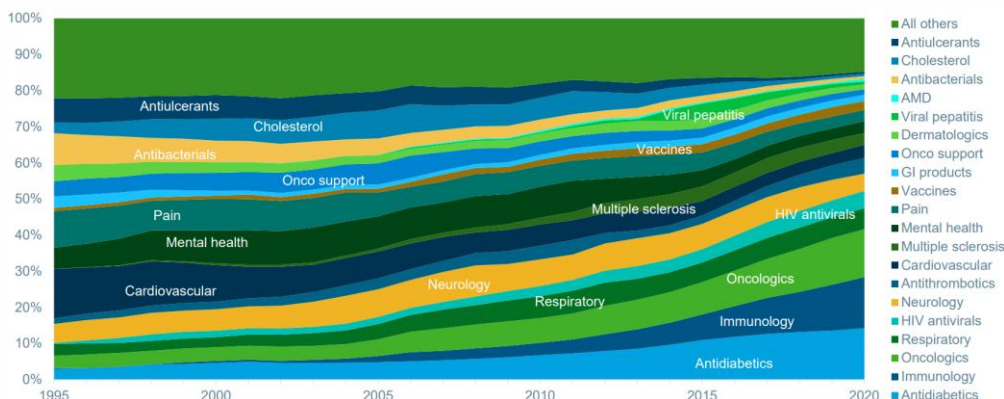
医保支付力度与药物创新性的正相关关系初步体现：以年治疗费用衡量支付端支持力度，以竞争格局、临床数据衡量药物创新程度，近年来医保谈判中二者的相关性有所提升。

部分创新药医保内年治疗费用对比				
	国产PD-1单抗	维迪西妥单抗	恩美曲妥珠单抗	艾加莫德
公司	/	荣昌生物	罗氏	再鼎医药
首次医保谈判	2019-2020年国谈	2021年国谈	2022年国谈	2023年国谈
谈判年份的格局	激烈	独家	独家	独家
临床效果	较好	较好	较好	好
适应症	晚期一线NSCLC	晚期三线胃癌 晚期二线尿路上皮癌	晚期二线乳腺癌	重症肌无力
估计治疗时长	10-30个月	胃癌：4.7个月 尿路上皮癌：7.3个月	12.6个月	5个周期
2024年治疗费用	4-5万元	10-13万元	约14万元	约20万元

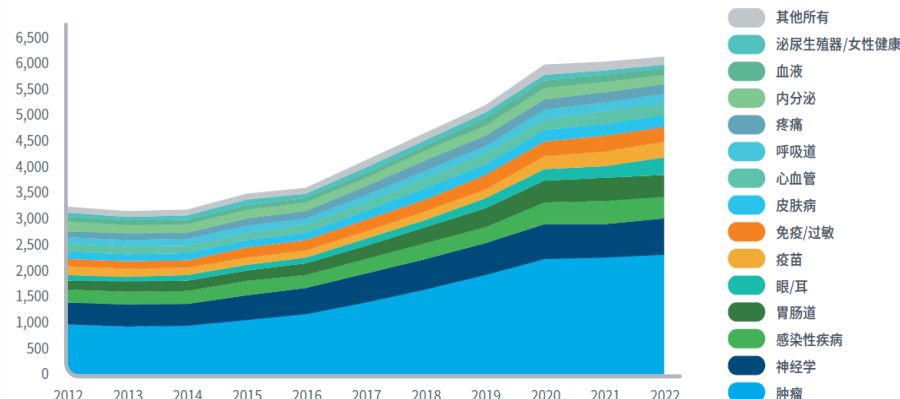
从疾病领域看创新药市场需求

- **美国药物市场二十余年结构变化沧海桑田。**从1995年到2020年，美国药物支出最大的疾病领域从心血管、疼痛管理、抗细菌感染等转变为糖尿病、自免疾病、肿瘤。
- **肿瘤药物市场未来5年仍为增长最强劲的药物市场。**根据IQVIA预测，全球肿瘤药物市场规模有望于2027年增长至3770亿美元，2023-2027年市场规模复合增速为13%-16%。其市场规模及未来5年增长潜力居首。根据EvaluatePharma预测，未来5年肿瘤药物市场增长动力主要来自单抗、小分子抑制剂和ADC等多款重磅药物。
- **糖尿病、心血管疾病等慢病领域药物以结构性增长为主。**上述领域目前市场规模庞大，但预计未来几年增速将有所放缓。根据IQVIA预测，上述药物市场2023-2027年复合增速分别为3%-6%、1%-4%。
- **减重领域、脂质代谢类药物市场增速较快。**根据IQVIA预测，除肿瘤外，未来5年全球增长最快的药物市场为减重领域，预计2027年该药物市场规模有望达到170亿美元，2023-2027年复合增速为10%-13%。脂质代谢类疾病2023-2027年复合增速为5%-8%。

美国各疾病领域药物支出占比



全球各疾病领域药物在研管线数量



从全球“药王”变迁看创新药热门领域

➤ 美国药物市场二十余年结构变化沧海桑田。从全球新老药王变迁来看，药王诞生领域逐步从心血管、抗感染领域向肿瘤免疫、自免疾病和减重药物变迁。

全球前10大药物销售金额（百万美元）

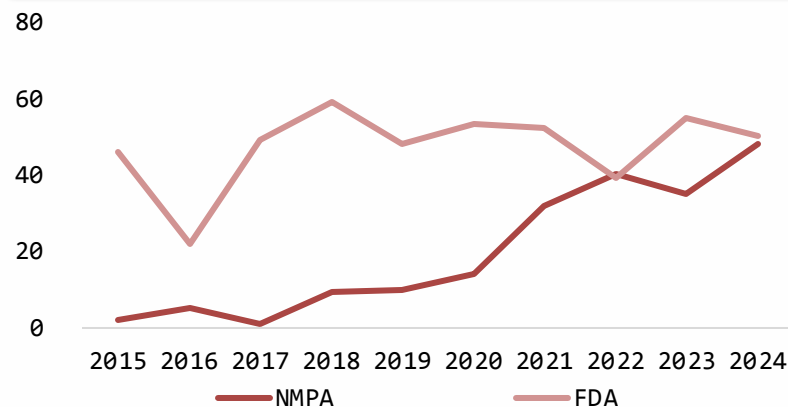
排名	2010		2015		2020		2023		2024	
	药品通用名	销售金额	药品通用名	销售金额	药品通用名	销售金额	药品通用名	销售金额	药品通用名	销售金额
1	阿托伐他汀	11924	阿达木单抗	14353.13	阿达木单抗	20383	帕博利珠单抗	25011	帕博利珠单抗	29482
2	氯吡格雷	9428	索磷布韦+雷迪帕韦，复方	13864	帕博利珠单抗	14380	司美格鲁肽	21171.38	司美格鲁肽	29208
3	英夫利西单抗	8064	依那西普	9043.11	阿哌沙班	14117	阿达木单抗	14404	阿哌沙班	20699
4	沙美特罗+氟替卡松，复方	7941	英夫利西单抗	8934.44	来那度胺	12106	阿哌沙班	12206	替尔泊肽	16466
5	依那西普	7278	利妥昔单抗	7332.44	伊布替尼	9442	比克替拉韦+恩曲他滨+丙酚替诺福韦，复方	11850	度普利尤单抗	14089
6	阿达木单抗	6711	贝伐珠单抗	6956.71	乌司奴单抗	8000	度普利尤单抗	11589.34	比克替拉韦+恩曲他滨+丙酚替诺福韦，复方	13423
7	贝伐珠单抗	6193	曲妥珠单抗	6804.75	纳武利尤单抗	7892	托兹奈米瑞	11220	恩格列净	12348
8	利妥昔单抗	6093	甘精胰岛素	6606.87	利伐沙班	7699	乌司奴单抗	10858	利生奇珠单抗	11718
9	缬沙坦/缬沙坦+氢氯噻嗪，复方	6053	肺炎球菌结合疫苗	6245	比克替拉韦+恩曲他滨+丙酚替诺福韦，复方	7259	达雷妥尤单抗	9744	达雷妥尤单抗	11670
10	瑞舒伐他汀	6046	来那度胺	5801.1	依那西普	6345	纳武利尤单抗	9009	乌司奴单抗	10361

创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成绩单

国产新药研发倍道而进，持续关注优异临床数据和里程碑进展

- **创新药加速落地，企业迎来收获季。**随着我国新药审评审批的提速，我国创新药正加速落地。2024年我国批准上市创新药（化药及治疗用生物制品，未纳入中药和其他生物制品）数量为48个，美国批准上市创新药50个，我国和美国上市创新药数量差距逐步缩小。
- **关注突破性治疗药物数量和附条件批准上市药物，**这些药物有望缩短临床试验研发时间，使其尽早应用于无法继续等待的危重疾病或公共卫生方面急需的患者。

2015-2024年中美创新药批准数量（个）



2020-2024年突破性治疗药物纳入和不纳入量（件）



2020-2024年附条件批准和转为常规批准量



密切跟踪临床数据披露

- **康方生物依沃西单抗HARMONi-2研究重磅数据于2024年WCLC披露。**HARMONi-2系依沃西单抗首个头对头K药的三期临床数据。在无驱动基因突变的一线NSCLC患者中，依沃西单抗 vs K药的mPFS为11.1 vs 5.8个月（HR=0.51）。
- 2024年K药全球销售额近300亿美元，我们估计其中肺癌适应症贡献的销售额占比约50%，因此HARMONi-2研究数据对依沃西单抗的价值支撑意义重大。

2024年AK112肺癌三期临床试验结果

临床研究	AK112-301/HARMONi-A	AK112-303/HARMONi-2
发布会议	2024 ASCO	2024 WCLC
适应症	EGFR突变NSCLC，2L	无驱动基因突变NSCLC，1L，TPS≥1%
实验组	依沃西单抗+化疗	依沃西单抗
对照组	化疗	帕博利珠单抗
mPFS	7.1 vs 4.8	11.1 vs 5.8
HR	0.46	0.51

康方生物股价走势



关注创新药重大研发进展

➤ 多款创新药目前处于NDA评审阶段，未来部分重磅单品的上市有望为公司带来重要催化剂。

2025年下半年有望获批上市的药物

公司名称	药品名称	靶点	适应症	研发状态	状态开始时间
恒瑞医药	瑞拉芙普-α	TGF-β; PDL1	胃癌; 胃食管交界处癌	NDA	2024.9
	鲁兹诺雷钠	URAT1	痛风; 高尿酸血症	NDA	2025.1
	SHR2554	EZH2	外周T细胞淋巴瘤	NDA	2024.10
信达生物	匹康奇拜单抗	IL-23p19	斑块状银屑病	NDA	2024.9
科伦博泰	博度曲妥珠单抗	HER2	胃癌; HER2阳性乳腺癌	NDA	2024.6
三生国健	608抗IL-17A	IL-17A	强直性脊柱炎; 斑块状银屑病; 非放射学中轴型脊柱关节炎	NDA	2024.11
亚盛医药	力胜克拉	Bcl-2	小淋巴细胞性淋巴瘤; 慢性淋巴细胞白血病;	NDA	2024.11
和黄医药	醋酸索乐匹尼布	Syk	自身免疫溶血性贫血	NDA	2024.1
首药控股	康太替尼	ALK	非小细胞肺癌	NDA	2024.10
正大天晴	库莫西利	CDK2; CDK4; CDK6	HR阳性乳腺癌	NDA	2024.7
	罗伐昔替尼	JAK	骨髓纤维化	NDA	2024.7
康方生物	古莫奇单抗	IL-17A	斑块状银屑病; 强直性脊柱炎; 银屑病; 中轴型脊柱关节炎	NDA	2025.1
百济神州	索托克拉	Bcl-2	慢性淋巴细胞白血病	NDA	2025.4
永泰生物	爱可仑赛注射液		肝细胞癌	NDA	2025.3
先声药业; 安帝康生物	玛氛诺沙韦		乙型流感; 甲型流感	NDA	2025.3
智翔金泰	斯乐韦米单抗	rabies virus	狂犬病	NDA	2025.1
康哲药业	芦可替尼乳膏	JAK	白癣风	NDA	2024.9
乐普生物	维贝柯妥塔单抗	EGFR ADC	鼻咽癌	NDA	2024.9
通化金马	八氢氨吡啶	AChE; BuChE	阿尔茨海默病	NDA	2024.8
健康元	玛帕西沙韦		乙型流感; 甲型流感	NDA	2024.8
诺思兰德	塞多明基	HGF	严重肢体缺血	NDA	2024.7
亚虹医药	盐酸氨酮戊酸己酯软膏 光动力治疗系统		宫颈上皮内瘤变	NDA	2024.5

关注2025年上半年新药获批情况

➤ 2025H1，超40款国产创新药获国家药监局批准上市，部分重磅单品的上市有望为公司带来重要催化剂。

部分2025年上半年获批的国产创新药

通用名	靶点	获批适应症	中国上市日期	持证商
伏欣奇拜单抗	IL-1 β	痛风性关节炎	2025-06-30	长春金赛药业有限责任公司
酒石酸泰瑞西利	CDK4; CDK6	HR阳性乳腺癌	2025-06-30	贝达药业股份有限公司
全氟己基辛烷		干眼病	2025-06-30	成都盛迪医药有限公司
苏维西塔单抗	VEGF-A	输卵管癌; 腹膜癌; 卵巢癌	2025-06-30	江苏先声生物制药有限公司
盐酸伊吡诺司他	PI3K; HDAC	弥漫性大B细胞淋巴瘤	2025-06-30	广州必贝特医药股份有限公司
玛什度肽	OXM; GCGR; GLP-1R	超重; 肥胖	2025-06-24	信达生物制药(苏州)有限公司
阿格司亭 α	G-CSF	癌症	2025-05-27	江苏泰康生物医药有限公司
阿利沙坦酯+吡达帕胺	NCC; AT1R	高血压	2025-05-27	深圳信立泰药业股份有限公司
氘恩扎鲁胺	AR	去势抵抗前列腺癌	2025-05-27	海创药业股份有限公司
枸橼酸伏维西利	CDK4; CDK6	HR阳性乳腺癌	2025-05-27	锦州奥鸿药业有限责任公司
磷罗拉匹坦+帕洛诺司琼	NK1; 5-HT3 receptor	化疗引起的恶心呕吐	2025-05-27	福建盛迪医药有限公司
芦沃美替尼	MEK1; MEK2	朗格汉斯细胞组织细胞增生症; 神经纤维瘤	2025-05-27	上海复星医药产业发展有限公司
苹果酸法米替尼	c-Kit; PDGFR; VEGFR	宫颈癌	2025-05-27	江苏恒瑞医药股份有限公司
瑞康曲妥珠单抗	HER2	非小细胞肺癌	2025-05-27	苏州盛迪亚生物医药有限公司
盐酸吉卡昔替尼	TYK2; ALK2; JAK1; JAK2; JAK3	骨髓纤维化	2025-05-27	苏州泽璟生物制药股份有限公司
怡培生长激素	GH	生长迟缓	2025-05-27	厦门特宝生物工程股份有限公司
泽尼达妥单抗	HER2	胆道癌	2025-05-27	百济神州(苏州)生物科技有限公司
阿利沙坦+沙库巴曲钙	NEP; AT1R	高血压	2025-05-20	深圳信立泰药业股份有限公司
昂拉地韦	PB2	甲型流感	2025-05-20	广东众生睿创生物科技有限公司
枸橼酸戈来雷塞	KRAS G12C	非小细胞肺癌	2025-05-20	上海艾力斯医药科技股份有限公司
盐酸二甲双胍+磷酸瑞格列汀	PEN2; DPP-4	2型糖尿病	2025-05-20	山东盛迪医药有限公司
安瑞克芬	κ opioid receptor	尿毒性瘙痒症	2025-05-13	海思科医药集团股份有限公司
吡洛西利	CDK4; CDK6	HR阳性乳腺癌	2025-05-13	轩竹生物科技股份有限公司
维拉苷酶 β	GBA	I型戈谢病; III型戈谢病	2025-05-13	北海康成(上海)生物科技有限公司
依若奇单抗	IL-12p40	斑块状银屑病	2025-04-15	中山康方生物医药有限公司
波派达可基	factor IX	B型血友病	2025-04-08	上海信致医药科技有限公司
艾考磷布韦	NS5B polymerase	慢性丙肝; 肝硬化	2025-03-25	宜昌东阳光长江药业股份有限公司
玛舒拉沙韦	cap-dependent endonuclease	乙型流感; 甲型流感	2025-03-25	江西科睿药业有限公司
硫酸艾玛昔替尼	JAK1	类风湿性关节炎; 强直性脊柱炎; 斑秃; 特应性皮炎	2025-03-18	江苏恒瑞医药股份有限公司
斯泰度塔单抗	tetanus toxoid	破伤风	2025-02-11	珠海泰诺麦博制药股份有限公司
菲诺利单抗	PD1	头颈部鳞状细胞癌; 肝细胞癌	2025-02-08	神州细胞工程有限公司
磷酸替坦司韦	NS5A	慢性丙肝; 肝硬化	2025-02-08	广东东阳光药业股份有限公司
依苏帕格鲁肽 α	GLP-1; GLP-1R	2型糖尿病	2025-01-24	上海银诺医药技术有限公司
利厄替尼	EGFR T790M; BTK; ITK	非小细胞肺癌	2025-01-14	江苏奥赛康药业有限公司
塞纳帕利	PARP	输卵管癌; 腹膜癌; 卵巢癌	2025-01-14	上海英派药业有限公司
普卢格列汀	DPP-4	2型糖尿病	2025-01-08	石药集团欧意药业有限公司
瑞卡西单抗	PCSK9	高胆固醇血症; 杂合子型家族性高胆固醇血症; 混合型高脂血症	2025-01-08	广东恒瑞医药有限公司

关注2025年上半年新药获批情况

- 2025年H1，超30款进口创新药获国家药监局批准上市，后续相关品种的销售放量，将对部分国内企业核心品种价值判断、竞争格局产生影响。

部分2025年上半年获批的进口创新药

通用名	靶点	获批适应症	中国上市日期	持证商
氨曲南+阿维巴坦钠	β -lactamase; PBP	医院获得性细菌性肺炎; 腹腔感染; 呼吸机相关性细菌性肺炎	2025-06-24	Pfizer Europe MA EEIG
盐酸达利雷生	OX1R; OX2R	失眠症	2025-06-17	Idorsia Pharmaceuticals Deutschland GmbH
瑞维那新	M3 receptor	慢性阻塞性肺病	2025-06-10	Mylan Ireland Ltd
布西珠单抗	VEGF-A	糖尿病黄斑水肿	2025-05-27	Novartis Pharma Schweiz AG
盐酸来罗西利	CDK4; CDK6	HR阳性乳腺癌	2025-05-27	Genor Biopharma(USA), Inc.
莱博雷生	OX1R; OX2R	失眠症	2025-05-20	Eisai Co., Ltd.
双羟萘酸帕瑞肽	somatostatin	肢端肥大症	2025-04-22	Recordati Rare Diseases, Inc.
卡匹色替	Akt-3; Akt-2; Akt-1	HR阳性乳腺癌	2025-04-15	AstraZeneca UK Ltd.
瑞利珠单抗	C5	重症肌无力	2025-04-15	Alexion Europe S.A.S.
佩玛贝特	PPAR α	高甘油三酯血症	2025-04-08	Kowa Co., Ltd.
枸橼酸艾瑞芬净	glucan synthase	外阴阴道念珠菌病	2025-04-01	Scynexis Inc.
奥瑞利珠单抗	CD20	多发性硬化症	2025-03-25	Roche Pharma (Switzerland) Ag
罗泽利昔单抗	FcRn	重症肌无力	2025-03-25	UCB Pharma S.A.
马来酸噻吗洛尔+他氟前列素	β -adrenergic receptor; PGF2 α	青光眼或高眼压症	2025-03-25	Santen Oy
氯溴酸他泽司他	EZH2	滤泡性淋巴瘤	2025-03-18	Epizyme, Inc.
伊那利塞	PI3K α	HR阳性乳腺癌	2025-03-11	Roche Pharma (Switzerland) Ag
埃纳妥单抗	CD3; BCMA	多发性骨髓瘤	2025-03-04	Pfizer Inc.
利生奇珠单抗	IL-23p19	克罗恩病	2025-03-04	AbbVie, Inc.
盐酸替那帕诺	NHE3	慢性肾病高磷血症	2025-02-20	Ardelyx, Inc.
盐酸替拉凡星	not available	医院获得性细菌性肺炎; 呼吸机相关性细菌性肺炎	2025-02-11	Cumberland Pharmaceuticals, Inc.
埃万妥单抗	c-Met; EGFR	非鳞状非小细胞肺癌; 非小细胞肺癌	2025-02-08	Janssen-Cilag International N.V.
塔奎妥单抗	CD3; GPRC5D	多发性骨髓瘤	2025-02-08	Janssen-Cilag International N.V.
艾沙妥单抗	CD38	多发性骨髓瘤	2025-01-08	Sanofi Winthrop Industrie
厄达替尼	FGFR1; FGFR2; FGFR3; FGFR4	尿路上皮癌	2025-01-08	Janssen-Cilag International N.V.
盐酸环丙沙星+氟轻松	glucocorticoid; bacterial Top II	中耳炎; 外耳炎	2025-01-02	Laboratorios Salvat S.A.
氨曲南+阿维巴坦钠	β -lactamase; PBP	医院获得性细菌性肺炎; 腹腔感染; 呼吸机相关性细菌性肺炎	2025-06-24	Pfizer Europe MA EEIG
盐酸达利雷生	OX1R; OX2R	失眠症	2025-06-17	Idorsia Pharmaceuticals Deutschland GmbH
瑞维那新	M3 receptor	慢性阻塞性肺病	2025-06-10	Mylan Ireland Ltd
布西珠单抗	VEGF-A	糖尿病黄斑水肿	2025-05-27	Novartis Pharma Schweiz AG
盐酸来罗西利	CDK4; CDK6	HR阳性乳腺癌	2025-05-27	Genor Biopharma(USA), Inc.
莱博雷生	OX1R; OX2R	失眠症	2025-05-20	Eisai Co., Ltd.
双羟萘酸帕瑞肽	somatostatin	肢端肥大症	2025-04-22	Recordati Rare Diseases, Inc.
卡匹色替	Akt-3; Akt-2; Akt-1	HR阳性乳腺癌	2025-04-15	AstraZeneca UK Ltd.
瑞利珠单抗	C5	重症肌无力	2025-04-15	Alexion Europe S.A.S.
佩玛贝特	PPAR α	高甘油三酯血症	2025-04-08	Kowa Co., Ltd.
枸橼酸艾瑞芬净	glucan synthase	外阴阴道念珠菌病	2025-04-01	Scynexis Inc.

www.swsc.com.cn

数据来源：医药魔方，西南证券整理

关注国产创新药授权出海

BD出海数量持续攀升，外资企业较青睐ADC、双抗/多款及GLP-1RA类产品。

随着我国新药创制水平的不断提升，国产创新药的国际认可度稳步上升、BD授权数量持续攀升。根据药时代、医药魔方统计，2025年上半年中国创新药BD出海交易时间超50起，总金额超480亿美元；2024年，我国创新药出海总数达98笔，较2023年我国的69笔增长29笔。从出海的总金额来看，截至目前授权总金额超过20亿美金的国产创新药项目达15款，涉及的企业包括科伦药业、百利天恒、三生制药、恒瑞医药、康方生物等上市公司。从技术路径及靶点上分析，15个超20亿美金的项目涉及5款ADC产品、4款双抗/多抗产品、4款GLP-1类产品，外资企业对于ADC、双抗/多款及GLP-1类产品兴趣盎然，愿意支付较高的交易对价。

出海总金额超20亿美元的国产创新药BD交易

时间	转让方	受让方	药品	靶点/类型	交易总金额 (百万美元)	首付款 (百万美元)
2025.1	启德医药	Biohaven	GQ1017 (GQ1011)	FGFR3 ADC, 以及授权其创新生物偶联核心技术平台, 赋能共计21个靶点	13000	
2022.12	科伦药业	Merck	七个在研临床前ADC项目		9475	175
2023.12	百利天恒	BMS	BL-B01D1	HER3/EGFR ADC	8400	800
2025.5	三生制药	辉瑞	SSGJ-707	VEGF; PD-1	6050	1250
2024.5	恒瑞医药	Hercules	GLP-1类药物: HRS-7535、HRS9531	GLP-1类药物	6035	110
2022.12	康方生物	Summit	依沃西单抗 (AK112)	PD-1/VEGF	5000	500
2024.1	船望制药	诺华	多个心血管RNAi疗法	小核酸	4165	185
2024.11	礼新医药	默沙东	LM-299	PD-1/VEGF	3288	588
2021.8	荣昌生物	Seagen	纬迪西妥单抗	HER2 ADC	2600	200
2025.1	先为达生物	Verdiva Bio	XW004、Amylin RA	口服GLP-1等	2470	70
2024.12	翰森制药	MSD	HS-10535	口服GLP-1	2012	112
2025.6	翰森制药	Regeneron	HS-20094	GIPR; GLP-1R	2010	80
2024.8	宜明昂科	Instil bio	IMM2510 (VEGFxPD-L1双抗); IMM27M (CTLA-4抗体)		2000	50
2024.1	瑞博生物	勃林格殷格翰	NASH/MASH小核酸疗法		2000	
2023.5	百力司康	卫材	BB-1701	HER2 ADC	2000	-

关注国产创新药授权出海

➤ **抗体类药物BD交易持续升温，License out大手笔频现**，不断刷新交易金额。2020年起，国产抗体领域发生14款交易金额超10亿美元的License out项目。2025年上半年，三生制药PD-1/VEGF双抗于5月授权辉瑞，取得12亿+美元首付款，刷新首付款金额记录。目前国内达成大DEAL的靶点主要集中在PD-(L)1+双抗、自免靶点等。

近年重磅抗体药物出海BD交易

时间	转让方	受让方	药品汇总	靶点	类型	总交易总金额（百万美元）	首付款（百万美元）
2025.5	三生制药	辉瑞	SSGJ-707	PD-1/VEGF	双抗	6050	1250
2022.12	康方生物	Summit	依沃西单抗（AK112）	PD-1/VEGF		5000	500
2024.11	礼新医药	默沙东	LM-299	PD-1/VEGF		3288	588
2021.1	百济神州	Novartis	替雷利珠单抗	PD-1	单抗	2200	650
2024.8	宜明昂科	Instil bio	IMM2510	PD-1/VEGF	双抗	2000	50
			IMM27M	CTLA-4	单抗		
2023.12	科望医药	安斯泰来	ES019和另一分子项目	PD-L1/SIRPα	双抗	1700	37
2024.6	明济生物	艾伯维	FG-M701	TL1A	单抗	1700	150
2023.1	药明生物	GSK	四款TCE双抗/多抗	-	双抗/多抗	1500	40
2024.8	同润生物	MSD	CN201	CD3/CD19	双抗	1300	700
2021.2	君实生物	Coherus	特瑞普利单抗	PD-1	单抗	1100	150
2023.11	普米斯生物	BioNTech	PM8002	PD-L1/VEGF	双抗	1055	55
2025.1	先声药业	AbbVie	SIM0500	CD3/GPRC5D/TNFRSF17	多抗	1055	-
2023.8	恒瑞医药	One Bio	SHR-1905	TSLP	单抗	1025	21.5
2020.8	信达生物	Eli Lilly	信迪利单抗	PD-1	单抗	1025	200

关注国产创新药授权出海

➤ **ADC多个方向、多个靶点发展潜力巨大，为BD热门赛道之一。**2025H1发生超8起ADC出海交易，2025年出海项目数量和金额再度提升。ADC药物的海外授权交易时点明显提前。许多项目在临床前期或刚获临床批准时就达成合作。靶点布局愈发多元，CLDN18.2、B7-H3、B7-H4、HER3等潜力靶点逐渐受到关注。ADC药物研发技术推陈出新，双抗ADC、双毒素ADC等新型技术崭露头角，ADC未来仍将是BD热门赛道之一。

近年重磅抗体药物出海BD交易							
交易时间	转让方	受让方	药品汇总	靶点	总金额(百万美元)	首付款(百万美元)	疾病
2025-06-16	先声药业	NextCure	SIM0505	CDH6	745	-	实体瘤; 肾细胞癌; 卵巢癌
2025-05-30	信诺维	Astellas Pharma(Top20 MNC)	XNW27011	CLDN18.2	1,540	130	卵巢癌; 胃癌; 实体瘤; 胰腺癌; 胃食管交界处癌; 胆道癌; 非小细胞肺癌; 结直肠癌
2025-02-19	石药集团	Radiance	SYS6005	ROR1	1,240	15	非小细胞肺癌; 小淋巴细胞性淋巴瘤; 慢性淋巴细胞白血病; 癌症; 套细胞淋巴瘤; 卵巢癌; 弥漫性大B细胞淋巴瘤; 实体瘤; 血癌
2025-01-22	乐普生物	ArriVent Biopharma(NewCo)	MRG007	CDH17	1,207	47	结直肠癌; 实体瘤; 消化道癌症; 胰腺癌
2025-01-13	启德医药	Biohaven	GR1017	FGFR3	13,000	-	实体瘤; 胶质母细胞瘤; 尿路上皮癌
2025-01-09	百奥赛图	Sotio	SOT109	CDH17	-	-	癌症; 消化道癌症
2025-01-07	映恩生物	Avenzo Therapeutics	DB-1418	HER3; EGFR	1,200	50	实体瘤
2025-01-02	信达生物	Roche(Top20 MNC)	IBI3009	DLL3	1,080	80	神经内分泌肿瘤; 小细胞肺癌

关注国产创新药授权出海

➤ **GLP-1RA：减肥药空间巨大，新方向具备出海潜力。** 2024年GLP-1RA核心大单品全球销售总额超500亿美元（3500亿元+），随着GLP-1RA减肥药加速放量、降糖药渗透率持续提升。2024年5月起，中国GLP-1RA创新药BD授权交易集中达成，截至目前中国药企已累计取得8亿美元首付款、173亿美元潜在里程碑付款。展望未来，下一梯队GLP-1RA仍具出海潜力，包括如下方向：1）口服小分子：在患者依从性、生物利用度等方面具备差异化优势、独具市场，中国药企走在全球研发前列；2）双靶点/多靶点：当下减肥药研发的主流方向，中国创新药疗效非劣，目前赛道相对拥挤，但给药频率更低（长效化）、早期疗效数据更优的品种仍具BD可能性；3）减重增肌：Bimagrumab展现出ACVR靶点联合GLP-1RA对肌肉保留的显著改善，目前在研管线稀缺，BD潜力巨大。

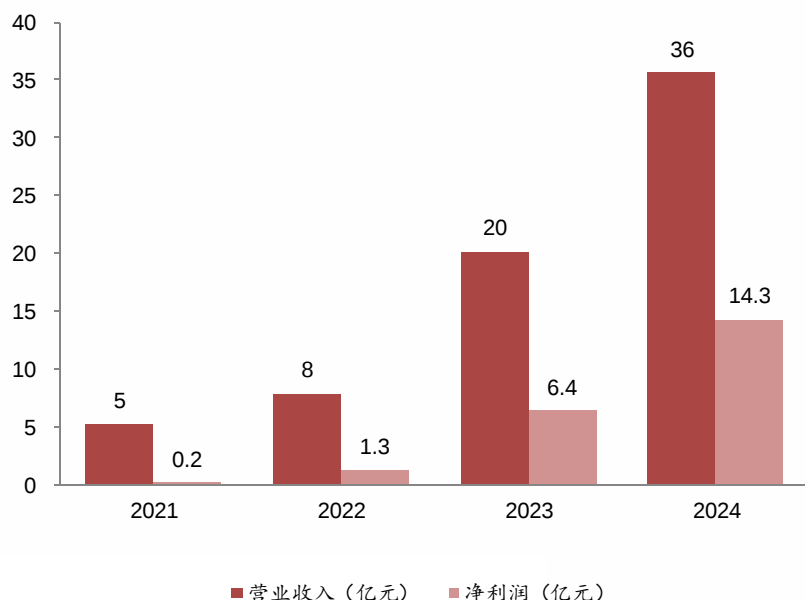
近年重磅GLP-1RA出海BD交易

时间	转让方	受让方	总金额(百万)美元	首付款(百万)美元	里程碑(百万)美元	项目名称	靶点
2024-05-16	恒瑞医药	Kailera (NewCo)	6,035	100	5,935	HRS-4729	GLP-1R; GCGR; GIPR
						HRS-7535	GLP-1R
						HRS9531	GLP-1R; GIPR
2025-01-09	先为达生物	Verdiva Bio	2,470	70	2,400	VRB-103	amylin
						XW004 (伊诺格鲁肽口服片)	GLP-1R
2024-12-18	翰森制药	Merck & Co.	2,012	112	1,900	HS-10535	GLP-1R
2025-06-02	翰森制药	Regeneron Pharmaceuticals	2,010	80	1,930	HS-20094	GLP-1R; GIPR
2023-11-09	诚益生物	AstraZeneca	2,010	185	1,825	E005004	GLP-1R
2025-03-24	联邦制药	Novo Nordisk	2,000	200	1,800	UBT251	GLP-1R; GCGR; GIPR
2021-12-10	锐格医药	Eli Lilly	1,550	50	1,500	代谢疾病的创新疗法	GLP-1R
2024-10-01	领康医药	PT Leadermed Combiphar				pegapamodutide	OXM; GLP-1R; GCGR
2024-05-07	先为达生物	inno.N			56	伊诺格鲁肽	GLP-1R
2022-06-23	华东医药	Julphar				利鲁平（生物类似物）	GLP-1R
2025-03-24	联邦制药	Novo Nordisk	2,000	200	1,800	UBT251	GLP-1R; GCGR; GIPR
2021-12-10	锐格医药	Eli Lilly	1,550	50	1,500	代谢疾病的创新疗法	GLP-1R
2024-10-01	领康医药	PT Leadermed Combiphar				pegapamodutide	OXM; GLP-1R; GCGR
2024-05-07	先为达生物	inno.N			56	伊诺格鲁肽	GLP-1R
2022-06-23	华东医药	Julphar				利鲁平（生物类似物）	GLP-1R

关注创新药商业化放量

- 随着越来越多国产创新药获批上市销售，重点关注大品种的销售成绩单以及扭亏为盈时点。以艾力斯为例，2023年中报开始持续超预期，2023年实现净利润6.4亿元，2024年实现净利润14.3亿元（+123%），主要系伏美替尼销售超预期。

2021-2024艾力斯营业收入和归母净利润



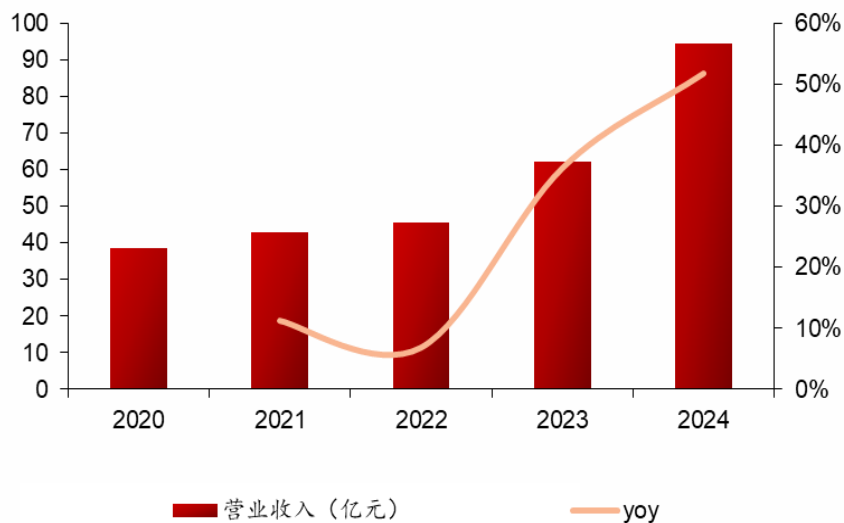
艾力斯股价走势



关注创新药商业化放量

- 随着越来越多国产创新药获批上市销售，重点关注大品种的销售成绩单以及扭亏为盈时点。以信达生物为例，2024公司实现收入91.2亿元，同比增速51.8%，销售收入增长较2023年明显提速。

2020-2024信达生物营业收入



信达生物股价走势



关注创新药商业化放量

- 关注商业化成绩单。
- 中国市场来看，奥布替尼/伏美替尼2024年实现收入10.1和36亿元，同比增速均超过50%。
- 出海品种方面，泽布替尼/西达基奥仑赛2024年全球销售收入26.4/9.6亿美元，同比增长104.6%和92%。

部分创新药品种中国销售额（百万元人民币）

企业名称	品种名	2021	2022	2023	2024
康方生物	卡度尼利单抗		564	1358	1400
	yoy			140.6%	
泽璟制药	多纳非尼	163	302	384	5.3
	yoy		85.1%	27.1%	39.5%
荣昌生物	维迪西妥单抗	84	412	5.4	9.8
	yoy		390.5%	31.7%	81.5%
诺诚健华	奥布替尼	241	566	672	1010
	yoy		134.8%	18.7%	50.3%
艾力斯	伏美替尼	236	790	1978	3600
	yoy		235.3%	150.2%	82%

部分创新药品种全球销售额（百万美元）

	2020	2021	2022	2023	2024
泽布替尼	42	218	565	1290	2640
yoy	3909.6%	422.8%	159.0%	128.5%	104.6%
西达基奥仑赛			133	500	960
yoy				275.9%	92%

关注创新药商业化放量

- **国内创新药企业销售能力逐步验证。**随着相关公司的核心品种上市后放量，部分Biotech公司的商业化能力获得验证。
- 从头部成熟的Pharma公司来看，2024年恒瑞医药、百济神州的销售代表人均贡献收入分别约314、620万元。
- 从产品处于商业化初期的公司来看，2024年艾力斯、诺诚健华、康方生物的销售代表人均贡献收入分别约352、294、245万元。

部分药企销售人员数量（人）

销售人数	2020	2021	2022	2023	2024
恒瑞医药	17138	13208	10392	9134	8910
百济神州	1929	3383	3812	4158	4386
荣昌生物	104	312	1167	1185	1278
康方生物		512	652	788	816
艾力斯	267	323	576	712	1010
泽璟制药	54	175	303	330	372
诺诚健华		234	261	304	342

部分药企销售人员人均销售额（万元）

人均单产	2020	2021	2022	2023	2024
百济神州	110	121	222	373	620
艾力斯		73	137	278	352
恒瑞医药	162	196	205	250	314
诺诚健华		92	217	221	294
康方生物		19	128	203	245
泽璟制药		93	100	116	143
荣昌生物		42	63	89	134

创新药及制剂：关注优质创新重要催化

国产新药自主出海成果丰硕：

- 百济神州的泽布替尼（2019.11）、绿叶制药的利斯的明透皮贴剂（2021.5）和传奇生物的西达基奥仑赛（2022.2）是首批成功自主出海的国产创新药。
- 2023年五款国产药物成功在欧美上市，分别为绿叶制药的利培酮缓释微球注射制剂（2023.01）、君实生物的特瑞普利单抗（2023.10），替雷利珠单抗获得欧盟批准上市（2023.09）、和黄医药的呋喹替尼（2023.11）、亿帆医药的艾贝格司亭 α 注射液（2023.11）。
- 2024年百济神州替雷利珠单抗（2024.03）在美国获批，基石药业舒格利单抗（2024.06）在欧盟获批，贝达药业恩沙替尼（2024.12）在美国获批。
- 2025年替雷利珠单抗新增1L食管鳞状细胞癌（2025.3），迪哲医药舒沃替尼（2025.7）在美国获批。

海外上市品种一览

企业	药物	靶点	适应症	地区	上市时间
百济神州	泽布替尼	BTK	套细胞淋巴瘤	US	2019.11
			华氏巨球蛋白血症	US	2021.8
			边缘区淋巴瘤	US	2021.9
			华氏巨球蛋白血症	EU	2021.11
			一线CLL/SLL	US	2023.1
			滤泡性淋巴瘤	US	2024.3
	替雷利珠单抗	PD-1	2L食管鳞状细胞癌	EU/US	2023.9/2024.3
绿叶制药	利斯的明透皮贴剂	-	1L食管鳞状细胞癌	US	2025.3
		-	阿尔茨海默病	EU	2021.5
	利培酮缓释微球	-	精神分裂症	US	2023.1
金斯瑞生物 (传奇生物)	西达基奥仑赛	BCMA	四线多发性骨髓瘤	US	2022.2
			四线多发性骨髓瘤	EU	2022.5
			二线多发性骨髓瘤	US/EU	2024.4
君实生物	特瑞普利单抗	PD-1	全线鼻咽癌	US	2023.10
和黄医药	呋喹替尼	VEGF	三线结直肠癌	US	2023.11
亿帆医药	艾贝格司亭 α	G-CSF	肿瘤治疗后的中性粒细胞减少症	US	2023.11
基石药业	舒格利单抗	PD-L1	1L NSCLC	EU	2024.6
贝达药业	恩沙替尼	ALK	1L ALK阳性 NSCLC	US	2024.12
迪哲医药	舒沃替尼	EGFR exon 20	2L EGFR exon20 NSCLC	US	2025.7

创新药及制剂：关注优质创新重要催化

持续关注出海里程碑预期

- **多个国产创新药有望在2025年迎来出海重要催化。**康方生物依沃西单抗有望于2025年在美提交上市申请，和黄医药的赛沃替尼有望于2026年在美国提交上市申请。

自主出海美国重点品种进展预期

绿叶制药	2025年	LY03005（已提交NDA）	和黄医药	2026年	赛沃替尼 非小细胞肺癌（提交NDA）
康方生物	2025年	AK112（提交NDA）			
艾力斯	2025年	伏美替尼 EGFR exon20ins NSCLC（三期完成）			

创新药及制剂：关注创新药海外商业化成绩单

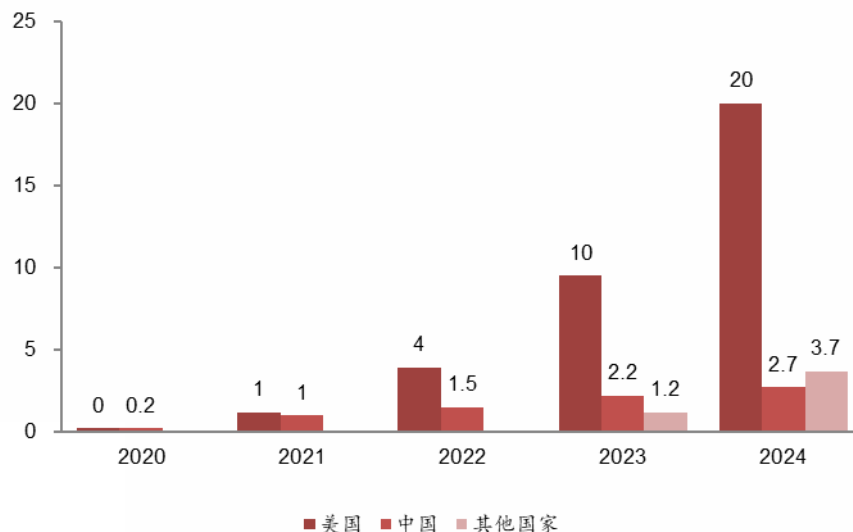
关注海外商业化成绩单催化

➤ 独立出海品种国际市场销售爆发力突出

1) 泽布替尼：2023年全球销售额13.4亿美元，2024年全球销售额26.4亿美元，期间美国市场实现20亿美元销售额，国内市场实现超过2.7亿美元销售额，美国市场销售额远超国内市场。

2) 传奇生物西达基奥仑赛：2022年获得美国FDA批准上市，用于既往接受过四线或以上治疗（包括蛋白酶体抑制剂、免疫调节剂和抗CD38单克隆抗体）的多发性骨髓瘤。2024年4月其二线适应症先后于美国和欧盟获批上市。西达基奥仑赛上市首年累计销售额共计1.34亿美元，2023年的销售额约为5亿美元，2024年销售额9.6亿美元。

2020-2024泽布替尼中美销售额（亿美元）



医疗器械：常态化背景下，瞄准刚需替代、出海、主题投资三大方向

- **回顾2024年，2024年收入1675亿元(+1.7%)**，归母净利润323亿元(-5.5%)，主要受到医保控费DRG、竞争格局等影响，2024年业绩承压，2025年预计环比有所改善。在集采控费、医疗反腐和地缘政治影响下，2025H1器械板块（申万）股价下跌0.6%，跑输医药生物板块8.0pp。医药厂商经营逐步合规化，费用端有所控制，但出海和创新仍是公司核心竞争力，25Q1器械板块销售费用83亿元（-1.9%），销售费用率14.7%（+0.2pp），研发费用55亿元（+5.8%），研发费用率9.8%（+0.8pp）。
- **回顾25H1政策面：政策多发，强力牵引行业走向。**1) **以旧换新政策提振医疗设备行业需求。**12月5日财政部就政府采购征求意见，拟给予本国产品相对于非本国产品20%价格评审优惠，此外部分省份有搭配进行设备集采试点，多政策叠加有望提振国产设备入院需求；2) **集采转向医疗设备，以地方性试点为主。**2024年前器械集采主要集中在耗材、IVD板块，2025年初以来，多地密集启动医疗设备集采，区别于药耗集采，设备采购品类多、配置复杂，且要考虑后期维保培训，短期无法实施大范围采购，主要在地方性试点采购，降幅相对可控，有利于行业集中。3) **关于地缘政治方面**，2025年欧美国家接连出台两大对华政策：中美加征关税、器械基本不在中美关税豁免名单中；欧盟启动IPI调查，针对国产高端产品的本地化政府采购行为，需关注后续地缘政治对企业出海进度的影响。
- **2025H1关注三个方向及其相关标的：**由于医疗器械板块整体较大，各个细分赛道的产业趋势和投资逻辑各有不同，我们梳理了国内政策面及市场空间、国际出海、创新自主可控、AIGC赋能相关方面，重点总结了以下三个方向及相关标的：
 - 1) **“常态化”（反腐+控费）医疗刚需下的国产替代：**神经介入（赛诺医疗）、主动脉及外周介入（心脉医疗）、骨科（爱康医疗、春立医疗）、以旧换新（联影医疗、迈瑞医疗、开立医疗、澳华内镜）、电生理（微电生理）、TAVR（佰仁医疗）、内镜耗材（开立医疗、澳华内镜、南微医学）、神经外科、人工晶体等。
 - 2) **出海：**神经介入（赛诺医疗）、家用呼吸机（怡和嘉业、美好医疗、鱼跃医疗）、低值耗材（英科医疗、山东药玻、振德医疗）、IVD（新产业、普门科技、迈瑞医疗、万孚生物）、CGM（三诺生物）、设备（迈瑞医疗、祥生医疗、联影医疗、理邦仪器）、NASH检测（福瑞股份）。
 - 3) **主题投资（AI+脑机接口+测序）：**AI 医疗影像（祥生医疗、安必平、迪安诊断）、AI 信息化（金域医学、润达医疗）、脑机接口（三博脑科、微创脑科学、翔宇医疗、乐普医疗）、测序（华大智造、圣湘生物）。

风险提示：降价超预期风险、竞争加剧风险、渗透率提升不及预期、出海合规风险。

医疗器械：常态化背景下，瞄准刚需替代、出海、主题投资三大方向

2000-2025H1年复盘：从“国产歧视” - “自主创新” 演变为“国产替代” - “控费常态” (集采、技耗分离、DRG/DIP)

2000-2025H1年医疗器械板块复盘和背后的政策背景分析

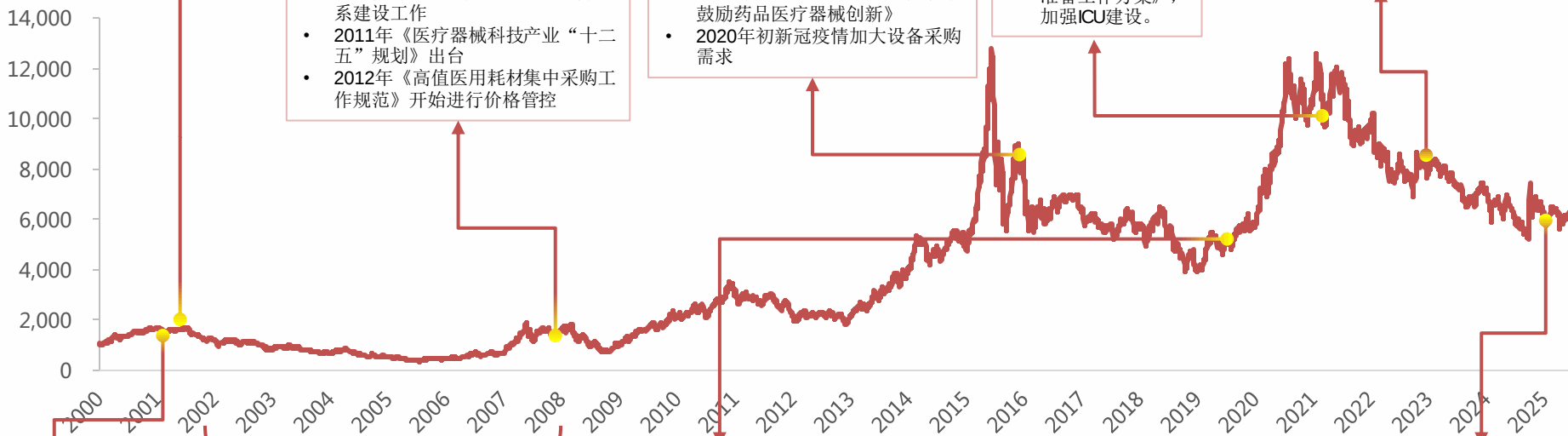
2001年药品集中采购、医疗服务收入提升利好设备采购

- 2008年 国办《关于促进自主创新成果产业化若干政策》，器械产业迎来鼓励自主创新的阶段
- 2009年国家投入四万亿拉动内需
- 2009年新医改开启，覆盖城乡的医保体系建立
- 2009年，卫生部发布系列文件指导各地做好健全基层医疗卫生服务体系建设工作
- 2011年《医疗器械科技产业“十二五”规划》出台
- 2012年《高值医用耗材集中采购工作规范》开始进行价格管控

- 2016年药监局发布《关于医疗器械优先审批程序的公告》
- 2016年国办发布《关于促进医药产业健康发展的指导意见》，提出国产医疗器械能够满足要求的，政府采购项目原则上须采购国产产品
- 2017年《深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新》
- 2020年初新冠疫情加大设备采购需求

- 2022年9月卫健委出台财政贴息贷款保障医院设备采购资金。
- 2022年12月6日，联防联控机制印发了《做好医疗资源准备工作方案》，加强ICU建设。

2023年3月，新版《大型医用设备配置许可管理目录》发布；
2023年7月，纪检监察机关配合开展全国医药领域腐败问题集中整治；
2023年，体外诊断试剂、第四批国采等一系列集采政策实施



2001年加入WTO，开启医疗器械出海

2002~2008年，一方面经济发展拉动器械需求，但行业发展仍有诸多限制：

- 居民消费能力有限；
- 医院资金匮乏，购买力有限；
- 国产和进口**不平等政策待遇**，包括1) 税收政策不公平；2) 招采不合理，国产歧视；3) 信贷不对称；4) 国内标准体系匮乏；5) 收费双轨政策使得进口产品获得超国民待遇

- 2020年3月国办《关于深化医疗保障制度改革的意见》，提到招采合一、量价挂钩，并于2020年底开始首次冠脉支架国采。
- 2021年《政府采购进口产品审核指导标准》（2021年版），鼓励国产替代。

2024年3月，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》；
2024年5月、9月和11月，美国多次提高中国商品进口关税；
2024年7月，DRG/DIP 2.0分组方案出台；
2024年9月，央行发布一揽子增量政策；
2024年11月，规范统一全国医疗服务价格项目进入快车道；
2024年12月，财政部就政府采购领域本国产品标准及实施政策征求意见
2024年，国家医保局宣布将重点指导2024年七大集中采购工作任务，包括第五批国采、体外诊断试剂等

2025年3月，商务部将illumina纳入不可靠实体清单；
2025年4月，中美关税战，医疗器械不在豁免范围；
2025年6月，欧盟启动IPL工具，限制中国企业参与本地招标；
2025年7月，药监局提出要全力支持高端医疗器械创新。

www.swsc.com.cn

数据来源：wind，西南证券整理

—SW医疗器械

医疗器械：行业调整期，短期指数表现平稳

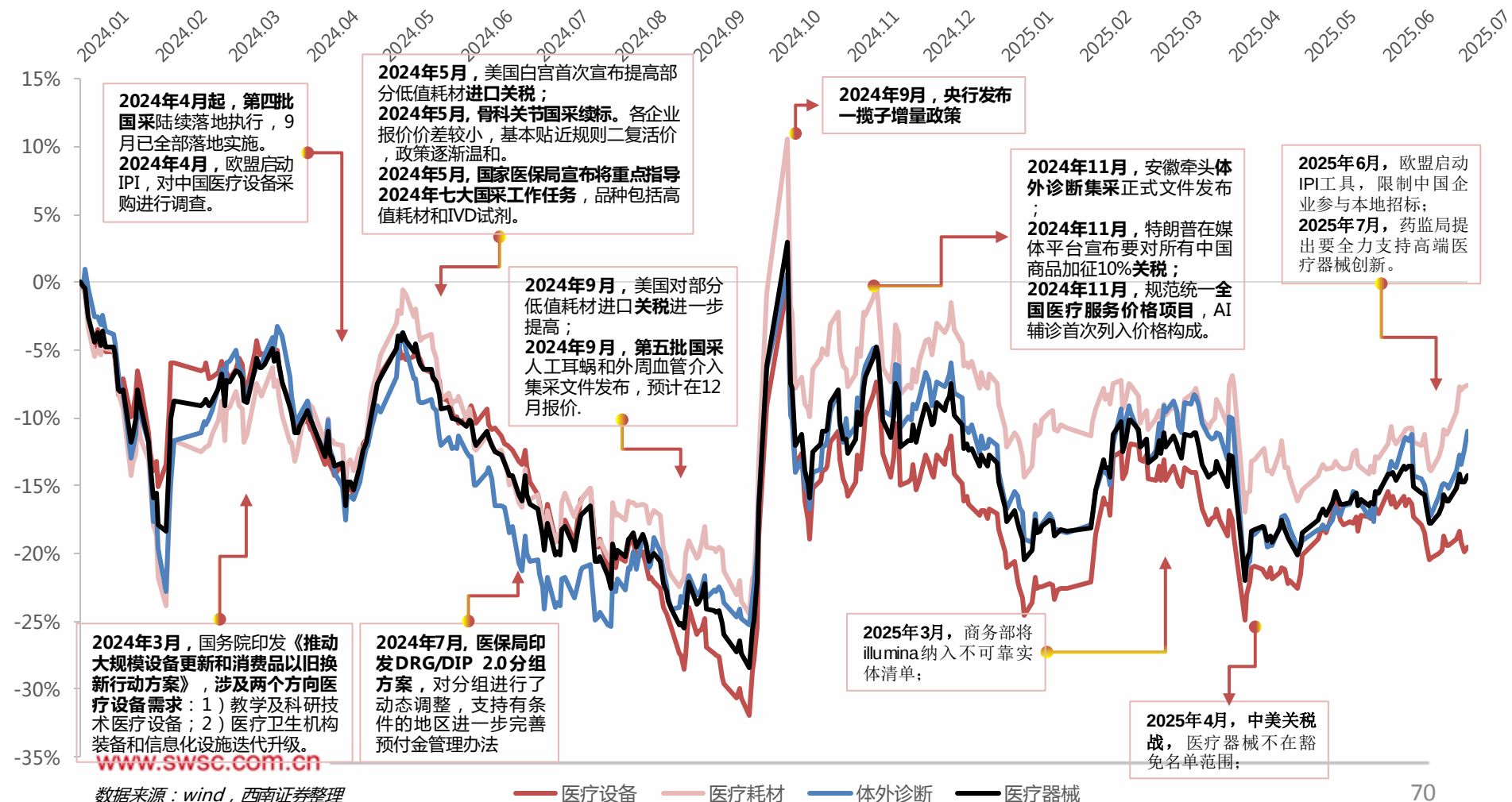
2025H1，器械板块（申万）股价下跌0.6%，整体表现较为平稳。子板块中表现最好的是体外诊断（+0.1%），其次为医疗耗材（-0.6%），医疗设备招标数据明显回暖，但业绩端预计将在25H2兑现，年初至今下跌0.9%。

医疗器械各子板块涨跌幅														
申万分类	子行业	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 截至6.30		
一级	医药生物	56.7%	-13.5%	3.6%	-27.7%	36.8%	51.1%	-5.7%	-20.3%	-7.0%	-14.3%	7.4%		
二级	医疗器械	73.5%	-23.8%	-9.7%	-28.6%	43.4%	83.8%	-7.2%	-21.2%	-7.6%	-14.9%	-0.6%		
三级	体外诊断	100.7%	-33.2%	3.1%	-40.8%	36.1%	81.0%	-17.8%	-19.2%	-7.9%	-14.3%	0.1%		
	医疗耗材	91.8%	-16.0%	-1.9%	-13.3%	64.9%	59.1%	-18.4%	-32.3%	-16.0%	-9.8%	-0.6%		
	医疗设备	55.8%	-27.7%	-23.3%	-26.6%	26.3%	92.2%	10.4%	-15.3%	-2.3%	-18.0%	-0.9%		
申万分类	子行业	2024/6	2024/7	2024/8	2024/9	2024/10	2024/11	2024/12	2024/1	2024/2	2024/3	2024/4	2024/5	2024/6
一级	医药生物	-8.7%	0.2%	-3.3%	21.3%	-4.3%	2.1%	-5.6%	-3.8%	5.1%	1.2%	-2.1%	6.4%	0.7%
二级	医疗器械	-7.0%	-3.4%	-3.6%	20.4%	-5.7%	0.9%	-4.4%	-4.3%	6.3%	-2.2%	-4.0%	3.6%	0.4%
三级	医疗耗材	-8.3%	-0.2%	-3.4%	22.6%	-5.7%	0.7%	-3.4%	-2.0%	-0.1%	0.5%	-5.3%	2.7%	4.0%
	体外诊断	-10.5%	-2.0%	0.7%	19.4%	-3.9%	1.7%	-6.0%	-5.2%	6.3%	0.4%	-6.9%	4.6%	1.8%
	医疗设备	-4.8%	-5.7%	-5.5%	19.6%	-6.6%	0.7%	-4.3%	-5.3%	10.5%	-4.9%	-1.7%	3.8%	-2.3%

医疗器械：一揽子控费政策落地，板块整体承压

产业政策总览：2024-25H1一揽子控费政策落地，叠加海外地缘政治影响，医疗器械板块整体承压

2024-25H1年器械指数及产业政策复盘



医疗器械：2024年报及2025年一季报总结

2024年报及2025一季报器械板块关键财务数据：

- **2024年器械板块总结：**器械板块(72家样本公司，剔除新冠相关标的)，2024年收入1675亿元(+1.7%)，归母净利润323亿元(-5.5%)，主要受到医保控费DRG、竞争格局等影响，2024年利润承压。**不剔除新冠标的的数据**，2024年器械板块收入1970亿元(+3.5%)，归母净利润359亿元(-2.2%)，新冠相关标的在2023年已基本完成进行基数消化、商誉计提和减值，相关企业的常规业务发展步入正轨。
- **单季度看，**24Q1/Q2/Q3/Q4/25Q1单季度收入同比增速分别为+3.0%/+3.6%/+0.6%/-0.4%/-5.1%，归母净利润同比增速分别为+6.0%/+1.8%/-14.4%/-23.7%/-14.1%，医疗器械板块自24Q4起开始承压。

医疗器械板块2020-25Q1关键财务数据(累计)

(亿元)	20A	21A	22A	23A	24A	25Q1
营收	1214	1434	1613	1646	1675	398
yoy	22.6%	18.1%	12.4%	2.1%	1.7%	-5.1%
归母净利润	267	313	355	341	323	82
yoy	50.3%	17.1%	13.5%	-3.8%	-5.5%	-14.1%
毛利率	56.7%	56.0%	54.8%	56.7%	55.9%	55.4%
净利率	22.3%	22.1%	22.1%	20.8%	19.3%	20.7%
销售费用率	16.1%	16.2%	16.1%	17.3%	17.1%	16.3%
管理费用率	6.8%	6.7%	6.5%	7.0%	7.2%	7.0%
财务费用率	0.6%	0.2%	-0.9%	-0.9%	-0.8%	-1.0%
研发费用率	8.1%	8.8%	9.4%	9.2%	10.6%	9.9%
包括新冠标的营收	1682	1901	2298	1903	1970	469
yoy	52.7%	13.0%	20.9%	-17.2%	3.5%	-4.5%
包括新冠标的归母净利润	442	473	602	367	359	92
yoy	130.7%	7.0%	27.3%	-39.0%	-2.2%	-12.0%

医疗器械板块24Q1-25Q1关键财务数据(单季度)

(亿元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
营收	419	450	396	409	398
yoy	3.0%	3.6%	0.6%	-0.4%	-5.1%
归母净利润	96	108	75	43	82
yoy	6.0%	1.8%	-14.4%	-23.7%	-14.1%
毛利率	56.9%	58.0%	56.0%	52.4%	55.4%
净利率	22.9%	24.0%	19.0%	10.5%	20.7%
销售费用率	16.1%	16.5%	16.6%	19.3%	16.3%
管理费用率	6.6%	6.4%	7.4%	8.6%	7.0%
财务费用率	-1.0%	-1.1%	0.3%	-1.6%	-1.0%
研发费用率	10.0%	9.3%	11.0%	12.1%	9.9%
包括新冠标的营收	491	522	472	485	469
yoy	2.4%	5.3%	4.4%	1.9%	-4.5%
包括新冠标的归母净利润	105	118	85	51	92
yoy	5.8%	3.0%	-9.7%	-13.5%	-12.0%

医疗器械：细分板块业绩分化

医疗器械四大领域

■ **细分业务有所分化。**细分业务来看，24年影像设备、生命信息支持、内窥镜、自动化药房、生化检测、心脑血管耗材、穿刺类耗材有所承压，主要因医疗控费政策加紧、地缘政治紧张和竞争加剧。家用设备、康复类设备、免疫诊断、POCT、分子诊断、眼科、骨科、肾科等高值耗材、医用导管敷料耗材表现较好。

医疗器械板块24-25Q1关键财务数据(按细分领域)

主营业务	2024						25Q1					
	营业收入（百万元）	YOY	毛利率	净利率	归母净利润（百万元）	YOY	营业收入（百万元）	YOY	毛利率	净利率	归母净利润（百万元）	YOY
医疗设备（迈瑞生命信息及影像单拆）	79392	-2.3%	-	-	-	-	18771	-5.4%	-	-	-	-
影像设备	31160	-0.5%	-	-	-	-	7543	-2.3%	-	-	-	-
测序仪	3013	3.5%	55.5%	-20.2%	-601	-1.1%	455	-14.3%	54.7%	-29.3%	-133	33.7%
家用设备	18414	1.0%	50.0%	16.4%	3024	-15.5%	5050	5.8%	48.9%	18.5%	935	-2.9%
生命信息与支持	15392	-10.5%	-	-	-	-	2881	-27.2%	-	-	-	-
内窥镜	3206	-1.9%	64.9%	9.3%	299	-54.6%	701	-8.6%	64.1%	3.7%	26	-81.6%
康复	1568	1.3%	68.1%	19.5%	306	-32.4%	400	10.8%	67.3%	24.0%	96	-1.1%
自动化药房	644	-4.1%	42.1%	1.7%	11	-87.9%	133	45.6%	39.5%	-8.1%	-11	23.1%
其他	5996	-2.2%	48.2%	17.5%	1051	-21.0%	1608	-1.5%	47.9%	19.3%	311	-10.4%
IVD（迈瑞IVD业务单拆）	39627	3.7%	-	-	-	-	8908	-15.5%	-	-	-	-
免疫	27307	6.4%	-	-	-	-	6223	-11.3%	-	-	-	-
poct	4230	2.3%	65.5%	18.6%	785	2.3%	1044	-11.7%	69.1%	24.3%	253	-16.7%
生化	3401	-6.2%	61.1%	23.2%	791	1.3%	694	-20.7%	58.7%	16.4%	114	-43.1%
分子	2694	2.3%	75.6%	13.2%	355	-3.5%	623	-1.3%	74.9%	19.0%	119	13.6%
其他	1994	-7.3%	52.1%	13.8%	276	-36.1%	324	-61.5%	51.3%	8.6%	28	-82.7%
高值耗材	31152	3.8%	67.2%	19.8%	6154	-1.5%	7868	0.6%	67.0%	24.3%	1912	-7.1%
心脑血管	11405	-8.7%	66.5%	15.2%	1728	-29.1%	3106	-1.1%	67.5%	25.2%	784	-7.4%
眼科	5921	10.8%	70.1%	23.3%	1381	-0.4%	1454	2.3%	70.4%	23.6%	343	-12.8%
肾科	4745	21.3%	62.2%	23.6%	1118	33.5%	1098	-11.3%	59.7%	25.5%	280	-25.0%
骨科	4716	9.7%	68.2%	16.8%	794	51.3%	1153	8.1%	68.1%	20.6%	237	38.0%
其他	4364	10.5%	69.6%	25.9%	1132	6.9%	1057	10.6%	67.4%	25.4%	268	-2.0%
低值耗材	2368	-1.5%	31.3%	6.4%	152	46.2%	550	-7.7%	30.8%	3.5%	19	-72.2%
药用玻璃瓶	5926	0.7%	30.2%	16.8%	996	22.1%	1404	-7.2%	29.2%	16.7%	235	-3.0%
医用导管及敷料	4836	16.7%	33.7%	12.2%	588	94.2%	1107	4.9%	35.0%	13.1%	145	0.9%
注射穿刺类	1253	-12.3%	29.9%	-1.6%	-20	278.5%	285	-11.9%	29.2%	-2.8%	-8	-132.3%
其他	1115	14.4%	32.8%	15.4%	172	57.3%	264	-2.7%	32.4%	10.4%	27	-39.2%

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券整理（注：迈瑞医疗仅拆分生命信息支持、影像和IVD三大主营业务线，且季度收入为测算数据）

2025年一季度器械厂商销售费用率保持稳定

医疗控费政策下，厂商持续推进降本增效，器械板块25Q1销售费用同比下降1.9%，销售费率稳定在14%左右。考虑到器械厂商正积极拓展海外市场，整体来看销售费用端下降幅度不大，部分公司加大了销售投入力度。

器械公司	销售费用/亿元			销售费用率		
	25Q1	24Q1	yoy	25Q1	24Q1	同比变化
迈瑞医疗	11.8	14.9	-20.7%	14.3%	15.8%	-1.5pp
联影医疗	3.8	3.6	7.4%	15.5%	15.2%	0.3pp
鱼跃医疗	3.6	2.7	32.7%	14.9%	12.3%	2.6pp
乐普医疗	3.0	3.3	-10.7%	17.2%	17.4%	-0.2pp
三诺生物	2.9	2.5	15.8%	27.8%	24.7%	3.1pp
可孚医疗	2.3	2.2	4.5%	31.0%	27.1%	3.9pp
安图生物	2.0	1.8	8.0%	19.6%	16.6%	3.0pp
昊海生科	1.9	2.0	-2.7%	31.3%	30.9%	0.5pp
新华医疗	1.9	2.0	-6.2%	8.3%	8.1%	0.2pp
华大智造	1.6	2.0	-18.2%	36.2%	37.9%	-1.7pp
新产业	1.6	1.6	0.3%	14.2%	15.6%	-1.4pp
万孚生物	1.6	1.6	-0.5%	19.9%	18.6%	1.3pp
大博医疗	1.5	1.4	8.0%	27.7%	33.0%	-5.3pp
南微医学	1.5	1.3	10.9%	21.3%	21.7%	-0.3pp
圣湘生物	1.5	1.2	24.4%	31.3%	30.6%	0.7pp
开立医疗	1.4	1.2	14.4%	32.7%	25.6%	7.1pp
迈克生物	1.3	1.2	8.9%	25.8%	19.6%	6.2pp
楚天科技	1.3	1.5	-14.0%	12.1%	10.9%	1.1pp
欧普康视	1.2	1.1	13.4%	26.0%	23.6%	2.4pp
九安医疗	1.2	1.0	17.8%	23.6%	13.3%	10.3pp
医药生物(申万)	729	809	-9.9%	12.1%	12.6%	-0.5pp
医疗器械(申万)	83	84	-1.9%	14.7%	14.5%	0.2pp

2025年一季度器械厂商研发费用率稳中有升

器械板块25Q1研发费用（+5.8%）和研发费用率（+0.8pp）均有所提升。器械厂商通过产品创新优化和出海保持自身竞争优势。

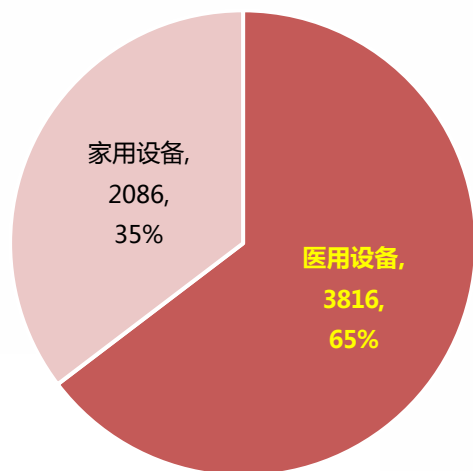
器械公司	研发费用/亿元			研发费用率		
	25Q1	24Q1	yoy	25Q1	24Q1	同比变化
迈瑞医疗	7.7	9.5	-19.1%	9.3%	10.1%	-0.8pp
联影医疗	3.8	4.2	-9.7%	15.3%	17.9%	-2.6pp
乐普医疗	2.0	2.0	3.0%	11.7%	10.3%	1.4pp
鱼跃医疗	1.6	1.2	25.6%	6.4%	5.6%	0.8pp
华大智造	1.4	2.0	-32.8%	29.9%	38.1%	-8.2pp
安图生物	1.3	1.5	-13.6%	13.1%	13.9%	-0.8pp
开立医疗	1.3	1.0	23.7%	29.2%	21.2%	8.0pp
万孚生物	1.0	1.1	-2.3%	12.9%	12.3%	0.6pp
新产业	1.0	1.0	0.4%	9.1%	9.9%	-0.9pp
英科医疗	1.0	0.8	17.7%	4.0%	3.8%	0.2pp
楚天科技	1.0	1.4	-34.1%	8.8%	10.4%	-1.6pp
新华医疗	0.9	0.8	12.7%	4.1%	3.3%	0.8pp
九安医疗	0.9	0.5	63.8%	17.4%	7.1%	10.3pp
海尔生物	0.8	0.8	4.1%	11.7%	11.2%	0.4pp
东富龙	0.8	0.7	7.0%	7.0%	6.7%	0.3pp
理邦仪器	0.8	0.8	-8.5%	18.3%	18.9%	-0.6pp
大博医疗	0.8	0.6	27.4%	13.9%	14.0%	-0.1pp
惠泰医疗	0.7	0.7	12.7%	13.1%	14.4%	-1.3pp
三诺生物	0.7	1.0	-23.1%	7.1%	9.4%	-2.4pp
蓝帆医疗	0.7	0.8	-18.1%	4.6%	5.7%	-1.1pp
医药生物(申万)	272	271	0.4%	4.5%	4.2%	0.3pp
医疗器械(申万)	55	52	5.8%	9.8%	9.0%	0.8pp

政策面回顾：政策多发，强力牵引行业走向

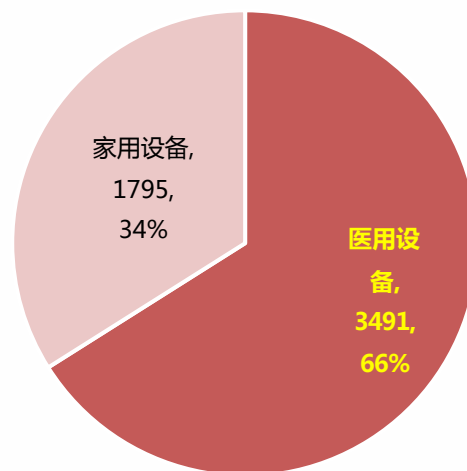
以旧换新政策：2024年万亿国债全部落地，25年进一步提质扩围

- 2024年中央安排1万亿超长期国债用于“两重两新”工作，其中两重建设（国家重大战略实施和重点领域安全能力建设）安排7000亿，两新工作（大规模设备更新、消费品以旧换新）安排3000亿，截止2024年12月，万亿国债已全部安排完毕。其中涉及医疗设备的只有中央财政拨款的1480亿其中的一小部分。
- 中央转移支付给地方的1500亿不涉及医疗设备
- 不再设置“项目总投资不低于1亿元”要求，支持中小企业设备更新
- 预计医疗设备较难享受到财政贴息贷款，因为贴息总规模仅200亿元且涉及多个行业
- 医疗设备的中央出资比例不如其他行业大。其他行业的中央出资比例最高可以高达中央90%，地方10%；医疗设备的出资比例里中央大概占40%~80%，地方补齐剩余的。
- 2025年，以旧换新将迎来新一轮增量政策：2024年12月，中央经济会议明确将在2025年增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施，医疗设备和消费医疗产品迎来增量政策。

2022年设备行业规模为5902亿元（终端价）



2021年设备行业规模为5286亿元（终端价）



政策面回顾：政策多发，强力牵引行业走向

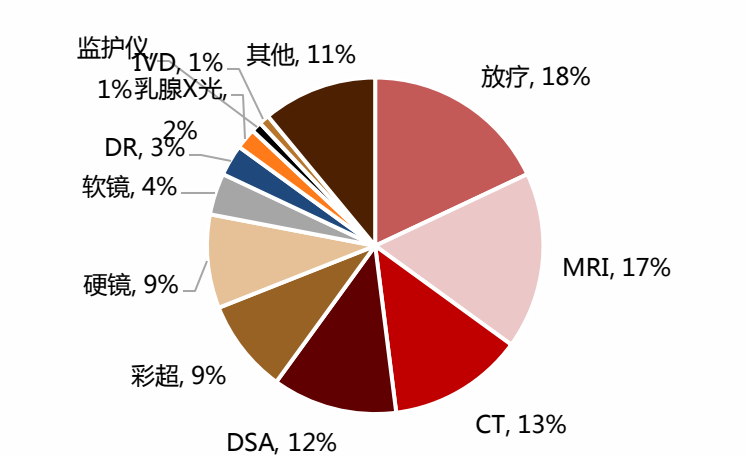
以旧换新政策：从产品维度来看，医学影像类设备为现阶段主要采购品类

- 产品品类：医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人、教学及科研技术等医疗设备
- 大规模以旧换新政策落地对需求提振及产业结构化升级具有重要意义
 - 涉及两个方向医疗设备需求：1) 教学及科研技术医疗设备；2) 医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级。具体涉及产品方向：医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备。
 - 例如，6月福建省发改委发布《福建省发展和改革委员会关于同意福建省省级高水平医院医疗设备更新项目可行性研究报告暨初步设计的函》，项目包括福建省立医院等10家医院设备更新项目，总投资金额为7.59亿，其中医学影像为主要采购产品品类。
- 医疗设备具有固定更新周期、技术迭代和功能升级需求等特点，在政策支持下医疗设备，尤其是低国产化率赛道有望能加速国产升级，医疗设备或迎来继医疗新基建、贴息政策后的新一波需求释放高峰。
 - 以旧换新政策自2024Q4起开始大规模落地，对相关器械公司业绩端的利好预计持续到2027年
 - 从设备更新换代的角度上来看，现阶段医学影像类设备更新需求加快
 - 从区域角度来看，基层县域市场是医疗设备以旧换新的焦点

医疗设备更新周期

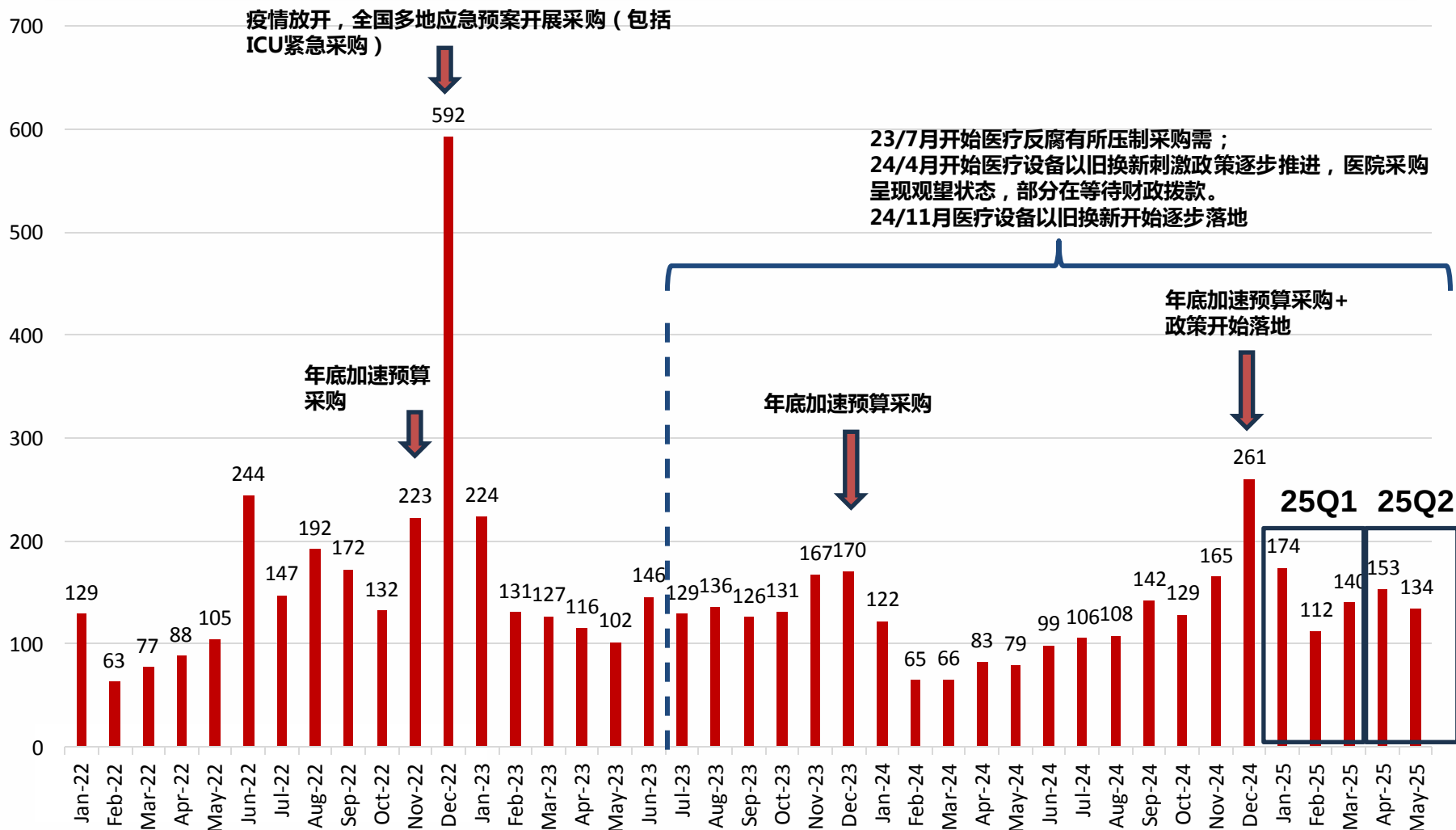
设备类型	折旧时间/年	具体品种
高压氧舱	10	-
病房护理设备	10	病床、推车、婴儿暖箱、通讯设备
高能射线设备	8	直线、感应、回旋、正电子加速器
光学仪器及窥镜	6	验光仪、裂隙灯、手术显微镜、内窥镜
医用超声仪器	6	A超、B超、M超、UCT、超声净化设备
医用磁共振设备	6	永磁型、超导型、常导型
医用X线设备	6	普通X线机、CT、造影机、数字减影机、X光刀
医用核素设备	6	核素扫描仪、SPECT、钴60机
消毒设备	6	各类消毒柜、洗刷机、冲洗机
医用电子仪器	5	心、脑、肌电图、监护仪器、起搏器等
物理治疗及体疗设备	5	电疗、水疗、光疗、体疗、蜡疗、热疗等
生化分析仪	5	电泳仪、色谱仪、自动生化分析仪
体外循环设备	5	人工心肺机、透析机
手术急救设备	5	手术台、麻醉机、呼吸机、吸引器

福建省立医院等10家医院设备更新项目



政策面回顾：政策多发，强力牵引行业走向

2022-2025Q2医用医疗设备月度招投标数据（亿元）



www.swsc.com.cn

数据来源：众成数科，西南证券整理

政策面回顾：政策多发，强力牵引行业走向

以旧换新资金来源：中央财政+地方财政+院端自筹资金，共同保障政策落地推行

□ 24Q1第一轮设备需求摸排工作已完成

- 对于各地方医疗设备以旧换新项目的资金来源，预计中央来源资金约占40-80%，对地方资金较少的，会适当加大中央资金配套力度

1) 中央财政配套资金来源：来自超长期万亿国债

- 1998年的特别国债主要用于补充四大国有独资商业银行的资本金，以应对亚洲金融危机带来的影响（30年期）
- 2007年的特别国债主要用于购买外汇，作为国家外汇投资公司的资本金来源
- 2020年的万亿特别国债是在新冠肺炎疫情背景下发行的，主要用于疫情防控和经济社会发展（10年期）
 - 7000亿用于地方基础设施建设和抗疫相关支出（通过中央政府性基金转移支付下达地方，本金由地方财政偿还，但利息由中央财政负担）
 - 3000亿用于补助地方疫情防控支出（列入特殊转移支付，本金利息均由中央财政承担）
- 2024年本次万亿特别国债专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，统筹安排3000亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新
 - 政府工作报告提出，从24年开始拟连续几年发行超长期特别国债，24年先发行1万亿元。
 - 根据《关于公布2024年一般国债、超长期特别国债发行有关安排的通知》的发行安排，国债发行期限分别为20年、30年和50年，发行次数分别为7次、12次和3次（共计22次）。
 - 特别国债投向领域：粮食安全、能源安全、产业链安全、新型城镇化、乡村振兴等关系到强国建设和民族复兴
 - 特别国债在预算管理方面也明显有别于普通国债：与普通国债被纳入一般公共预算账本，计入财政赤字不同，特别国债是纳入政府性基金账本，不计入财政赤字。
 - 财政部发布的《关于2024年中央和地方预算草案的报告》，中央政府性基金预算收入4474.52亿元，加上上年结转收入391.87亿元、超长期特别国债收入10000亿元，收入总量为14866.39亿元。中央政府性基金预算支出14866.39亿元——其中本级支出8712.91亿元，对地方转移支付6153.48亿元（远高于2023年893亿元）
 - 通过将资金转移支付给地方政府使用，也有利于调动地方政府的积极性。具体路径以及还本付息方式可能会参考抗疫特别国债，依资金具体用途而定。

2) 地方财政配套资金来源：中央转移支付+地方政府专项债券

3) 院端自筹资金

www.swsc.com.cn

数据来源：中国政府网，《超长期特别国债投向领域》，《关于2024年中央和地方预算草案的报告》，《关于公布2024年一般国债、超长期特别国债发行有关安排的通知》，西南证券整理

政策面回顾：政策多发，强力牵引行业走向

集采政策：截止2025H1，耗材类已进行五批国采

截止2025H1，已进行五批国采：五批国采分别为2020年冠脉支架、2021年人工关节、2022年9月脊柱、2023年11月人工晶体和运动医学和2024年11月的人工耳蜗及外周血管类，主要品类已基本覆盖完全，规则逐渐完善，降价趋于温和。

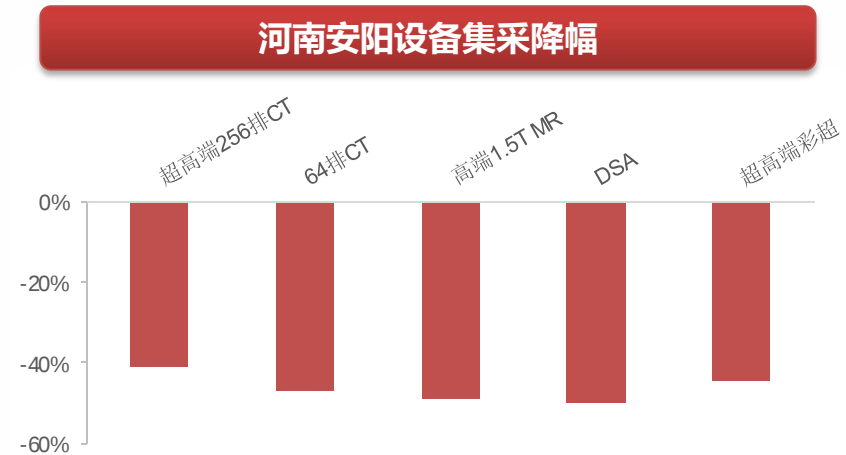
国家组织高值耗材带量采购方案

国采方案					
启动日	2020.10.16	2021.6.21	2022.7.11	2023.5.18	2024.11.29
拟中选结果公示时间	2020.11.5	2021.9.14	2022.9.27	2023.11.30	2024.12.25
品种	冠脉药物洗脱支架（钴铬或铂铬合金）	初次置换人工全髋关节、初次置换人工全膝关节	骨科脊柱类耗材	人工晶体植入术（人工晶体、晶体植入器，眼用粘弹剂）；运动医学类（钉、线、板、人工韧带系统、关节镜配套系统等）	人工耳蜗（植入体、言语处理器外周血管支架（下肢动脉支架、非下肢动脉支架、静脉支架）
占上年度采购量比重	80%	90%	100%	-	90%
中选规则	申报价从低到高入围前10名，有等量增补原则，在入围产品中按1.8倍或限价2850确定拟中选资格	根据采购需求、供应能力、产品材质分为A、B组，根据竞价比价格从低到高差额中选，有1.5倍或在最高有效申报价降幅50%以上的限制，A组有复活机制	根据采购需求、部件材料分为A、B组，根据竞价比价格从低到高差额中选，有1.3倍或在最高有效申报价降幅50%以上的限制，A组有复活机制，有在有效申报价降幅60%即以规则三中选兜底机制	1) A、B竞价单元内，按有效申报企业竞价比价格由低到高排序，确定入围企业，根据排名先后梯度分配基础量；2) 复活机制：人工晶体降40%、运动医学降60%可获得拟中选资格；3) 有效申报企业不超过2家、竞争不充分的竞价单元	1) A、B竞价单元内，按竞价比价格由低到高排序，确定入围企业，根据排名先后梯度分配基础量；2) 复合机制：人工耳蜗低于最高有效申报价80%，外周血管低于最高有效申报价70%；3) 有2次报价机会
采购量分配	意向采购量计入中选产品协议采购量，剩余量10%分配给最低价产品，其余医疗机构选择	根据价格中选企业按采购需求的一定比例梯度分配协议采购量，剩余量鼓励分配给低价企业	根据价格中选企业按采购需求的一定比例梯度分配协议采购量，剩余量鼓励分配给低价企业	根据排名先后梯度分配基础量；在剩余量分配中，将打通A、B竞价单元按竞价比价格由低到高重新排名。对于按复活机制中选的企业，只有排名进入前40%的可以参与分配，否则将失去分配资格。	根据价格中选规则及排名，梯度分配协议采购量，剩余量由医疗机构按规则分配给中选企业
平均降价幅度	93%	82%	84%	70%	-
是否伴随费用	无	有	有	-	-
执行周期	2年	2年	3年	2年	3年

政策面回顾：政策多发，强力牵引行业走向

25H1医疗设备集采地方性试点

□ 医疗设备集采已在多地试点，采购政策仍处于探索期。随着耗材、IVD集采步入正轨，医疗设备集采信号来临。相比国内广泛进行的药品、耗材集采，设备集采有充分的特殊性：一是采购组织方、采购形式不同；二是品类庞杂、配置复杂，标准化程度较低；三是需要考虑后期维护、质保问题，并非“一锤子买卖”。医疗设备集采形式更加倾向公立医院联合采购，主要招标品类为影像、测序仪、手术机器人、生命信息支持设备等。参考此前安阳设备集采降幅，影像类采购价格下降40~50%。



25H1医疗设备集中采购需求

设备集采区域	政策发布时间	目前进度	采购产品	采购金额预算
安阳	2025.3	第二批次调研会	呼吸机、透析机、腔镜等8类317台设备	-
安徽	2025.3	组织开展	乙类大型医用设备	-
厦门	2025.3起	采购需求挂网	影像、呼吸机、手术机器人、血透类、测序仪等	-
四川省县域医共体	2025.4	公开招标中	≥128排CT及各类DR设备	1.5亿元
广西	2025.4	专家征集	乙类大型医用设备	-
三亚	2025.5	市场调研	彩超、CT、MR、神外手术显微镜、内窥镜、手术机器人等	3.7亿元
广东县域医共体	2025.6起	招标中	4K荧光镜、MR、生免流水线、DR等	5000万元

地缘政治：中美关税后，入境税率分化明显

美国对中国输美商品加征关税：此前部分产品已加关税，且医疗器械未进入本次对等关税豁免范围

1) 医疗设备：2018年7月，美国已对X射线断层检查仪、彩超诊断仪、核磁共振装备、心电图仪及零配件等医疗设备产品加征25%关税，叠加2025年的30%关税，医疗设备领域关税达到55%。

2) 低值耗材和呼吸机领域：2024年9月，拜登政府发布《301调查行动四年回顾》，预计分阶段（2024-2026）对中国一系列战略性产品加征关税，包括个人防护装备（包括呼吸机和口罩）、注射器和针头和医用橡胶手套等。叠加2025年关税后税率将超过80%，其中注射器和针头将达到130%。

3) IVD和高值耗材：2024年IVD和高耗领域出口至美国规模仅为个位数，此前未有制裁，加关税后预计达到30%，加关税后短期影响较小。

医疗器械加征关税税率(美国对中国)

	2018年301 加征关税	加征幅度 (2024.5)	方案更新 (2024.9)	2025.3 加征关税	2025年5月 加征关税	基础税率	美国从中国进口规模 2024，亿美元
注射器和针头		0%→50%	24年执行 100%	20%	10% (90天内 暂缓24%关税)	0%	2.7
医用橡胶和外科手套		7.5%→25%	25年执行 50% 26年执行100%				5.2
个人防护装备		0~7.5%→25%	26年提升到 50%				3.1
X射线断层检查仪、 彩超诊断仪、核磁共振装备、心电图仪及 零配件等设备	25%						5.3
康复设备							5
IVD							4
其他						-	-
累计						-	98

地缘政治：中美关税后，入境税率分化明显

中国反制裁加征关税：采取反制，加征后不同板块有所分化

- ❑ **中国反制**：2025年5月12日，中国暂停对美国商品加征的24%关税（90 天缓冲期），保留10% 税率加征关税。器械不同板块有所分化。
- ❑ **低值耗材（注射器、针头、手套）**：最惠国税率为6~8%，加征后税率为16%~18%。
- ❑ **设备**：最惠国税率为0~10%，加征后税率为10%~20%。
- ❑ **IVD**：最惠国税率为3~4.5%，加征后税率为13%~14.5%。

医疗器械加征关税税率(中国对美国)

	产品类型	2025年 加征幅度	最惠国税率	基础税率	中国从美国进口规模 2024，亿美元
低值耗材	注射器和针头	10% (90天内 暂缓24%关税)	8%	50%	0.4
	口罩		6%	17~30%	-
	医用橡胶和外科手套		8%	55%	-
设备	呼吸机和面罩		4~8%	17~30%	33
	X射线断层检查仪、彩超诊断仪、核磁共振 装备、心电图仪及零配件等其他设备		0-5%	17% (B型超声波诊 断仪为35%)	
	康复		10%	40%	-
IVD			3~4.5%	20%~35%	22
其他器械			17%	17%	-
累计			-	-	77

地缘政治：欧盟IPI限制国产器械招标

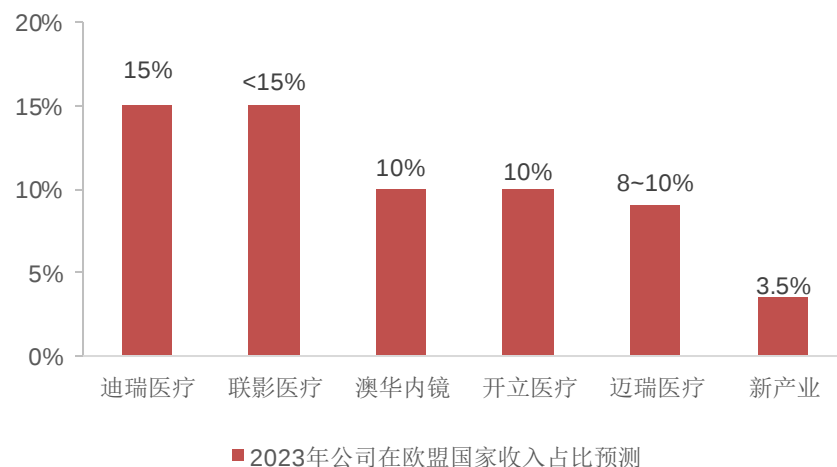
地缘政治：欧盟启动IPI调查，限制国产器械参与欧盟公共招标

- ❑ 2025年6月2日，欧盟根据《国际采购工具》（IPI）对中国械企采取惩罚性措施进行投票，该措施将限制中资企业在未来5年参与价值超过500万欧元（~4100万元）的欧盟医疗器械公共招标项目。
- ❑ **IPI工具并非零和博弈，意在逼迫中国采购让步。**2024年4月，欧盟以所谓“不公平竞争”为由，对中国医疗器械政府采购中的市场准入问题发起为期9个月的调查。调查显示中国超87%公共投标存在直接或间接歧视，6月欧盟拟对中国械企采取惩罚性措施。但IPI启动对欧盟国也将造成不利影响，据欧洲医院联盟预测，如果全面替换中国设备，成本将+23%-40%。考虑到24年11月欧盟拟对中国进口电动汽车加征单边关税，中欧在5轮探讨后达成互惠互利协议，欧盟取消关税上调。我们认为，欧盟采取IPI工具可能也为一种博弈，意在逼迫中国在医疗器械公共采购领域让步。

IPI使用范围

项目类型	触发IPI工具启动的金额门槛
工程和特许经营权	预估价值等于或大于 1500万欧元 （扣除增值税后）
商品或服务	预估价值等于或大于 500万欧元 （扣除增值税后）

国内主要医疗器械企业欧盟销售占比



方向一：常态化医疗刚需下的国产替代（后反腐、控费时代）

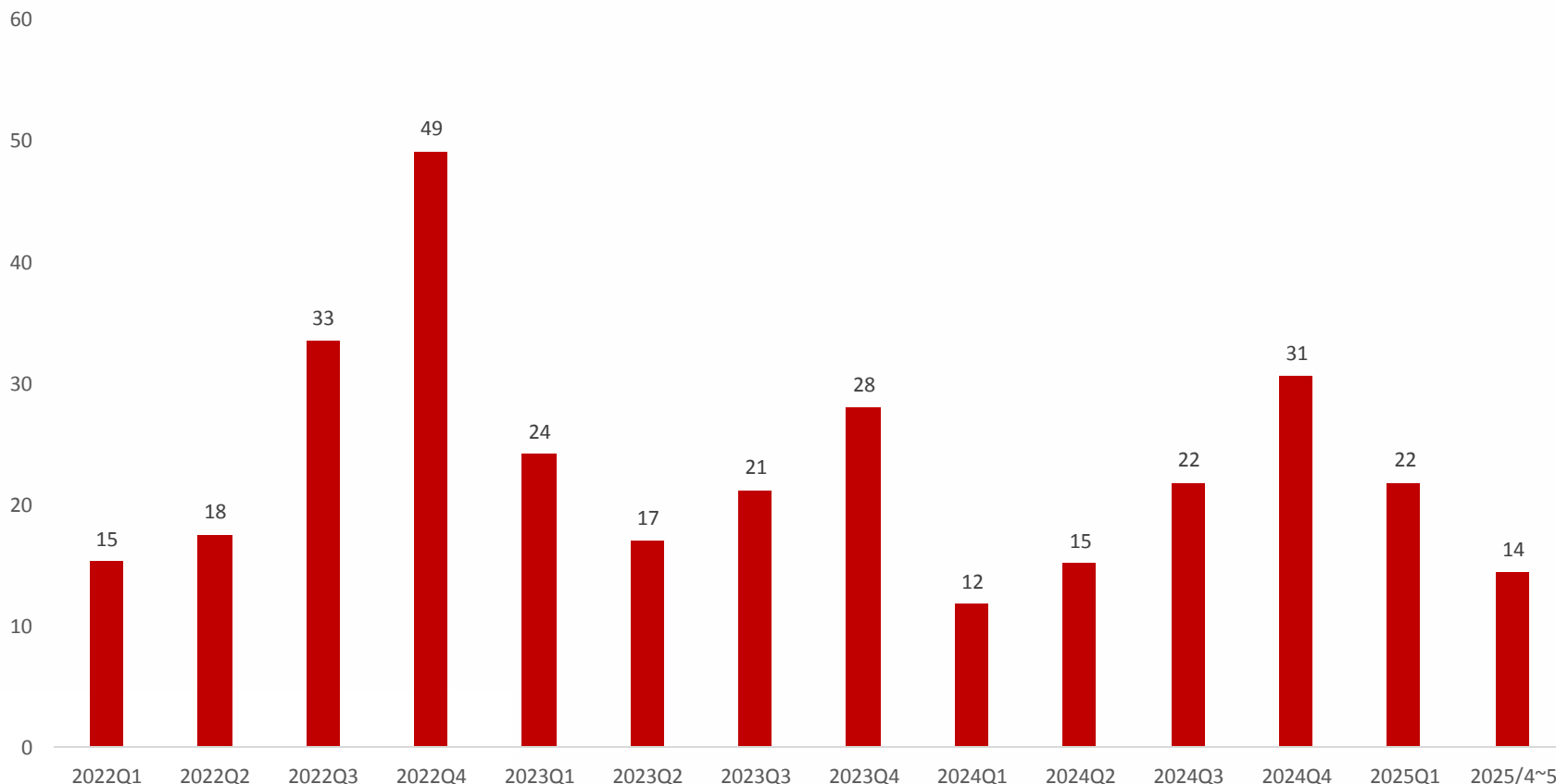
医用医疗设备以旧换新政策的提振利好

- 医疗设备以旧换新是国家推动设备以旧换新政策的一个组成部分。政策目标是到2027年医疗设备投资规模较2023年增长25%以上，即约6%年增速由政策托底。在宏观承压的情况下，确保医疗设备增长不失速。
- 从前瞻性招投标数据上看，2024/11月开始预计陆续有项目落地，设备公司25Q1报表端预计收入高增（24Q1由于医疗反腐形成低基数）。
- 此外趁着以旧换新，多政策叠加有望提振国产设备入院需求。1）12月5日财政部就政府采购征求意见，拟给予本国产品相对于非本国产品20%价格评审优惠。2）部分省份有搭配进行设备集采试点，竞争降价，终端设备价格普遍下降15~20%，等级越高的医院自主性越强，地级市医院集采的情况较多。3）医保局连续出台一系列医疗服务价格项目立项指南，医疗服务费用管控预计也会倒逼医院缩减成本。医院资金紧张下，后续亦有减少设备采购价格的预期。
- **因此，后续演变的核心看点是持续性财政支持：2025年新一轮超长期国债预告。**2024年12月，中央经济会议明确将在2025年增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施，医疗设备和消费医疗产品迎来增量政策。
- **以旧换新相关标的：**联影医疗、迈瑞医疗、开立医疗、澳华内镜。

方向一：常态化医疗刚需下的国产替代（后反腐、控费时代）

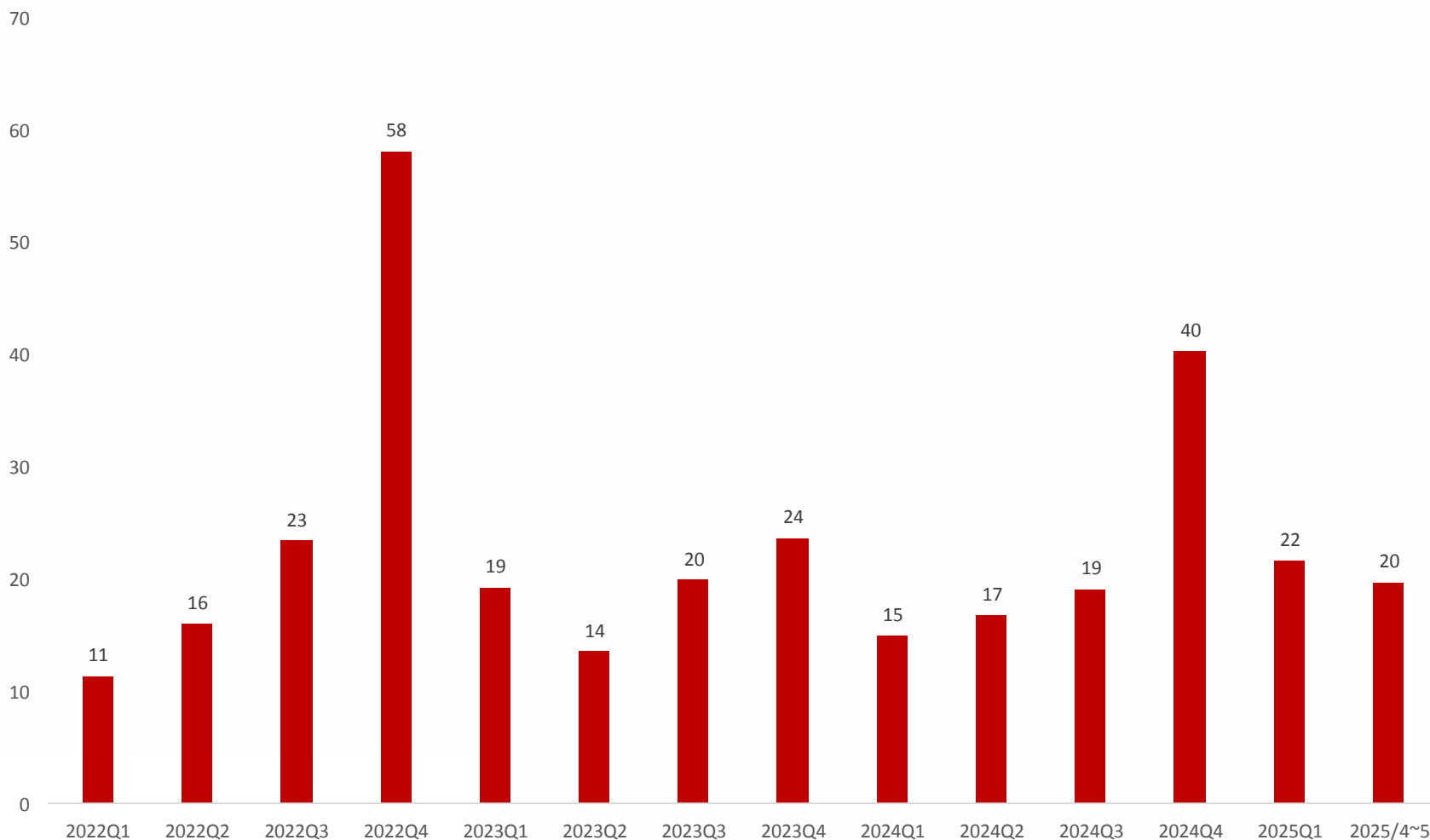
❑ 迈瑞医疗招投标金额25Q1同比有较大幅度提升

2022-2024年迈瑞医疗季度招投标数据（亿元）



方向一：常态化医疗刚需下的国产替代（后反腐、控费时代）

2022-2025年联影医疗季度招投标数据（亿元）

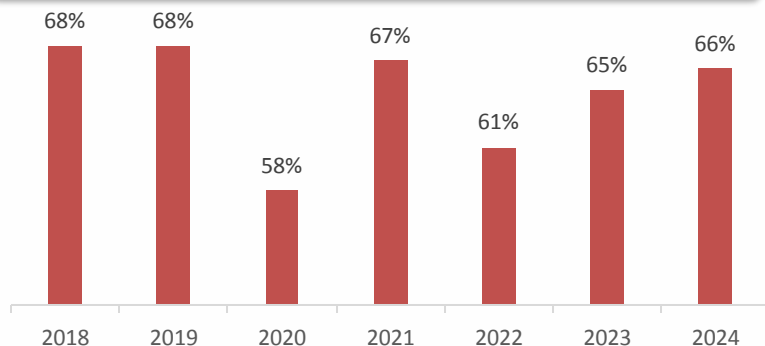


方向二：细分品类的出海有结构性机会

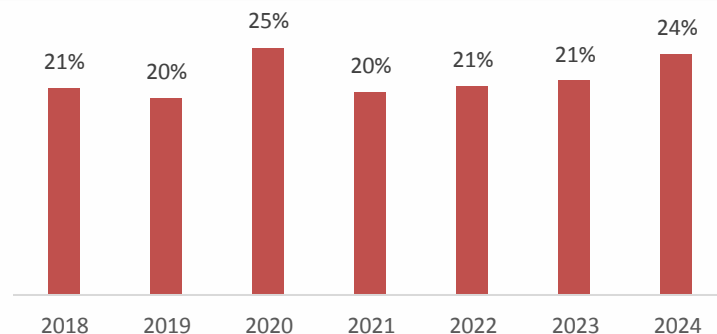
国产器械四大板块出海全景图谱分析

- 目前国内器械出海已经初见成果：低值耗材>设备>IVD>高值耗材。即使外部海外地缘政治及战争影响，国产器械出海步伐依旧稳健。
- 出海相关标的：神经介入（赛诺医疗）、家用呼吸机（怡和嘉业、美好医疗、鱼跃医疗）、低值耗材（英科医疗、山东药玻、振德医疗）、IVD（新产业、普门科技、迈瑞医疗、万孚生物）、CGM（三诺生物）、设备（迈瑞医疗、祥生医疗、联影医疗、理邦仪器）、NASH检测（福瑞股份）。

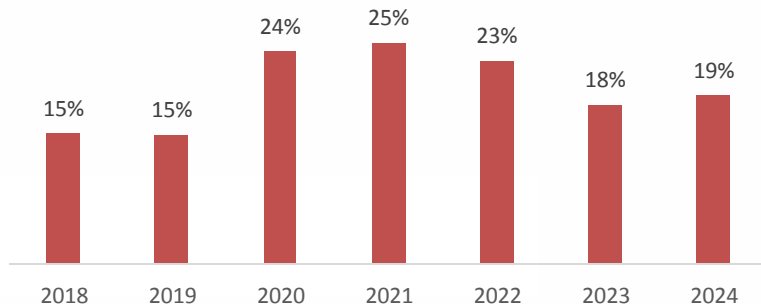
低值耗材上市公司出海收入占比情况



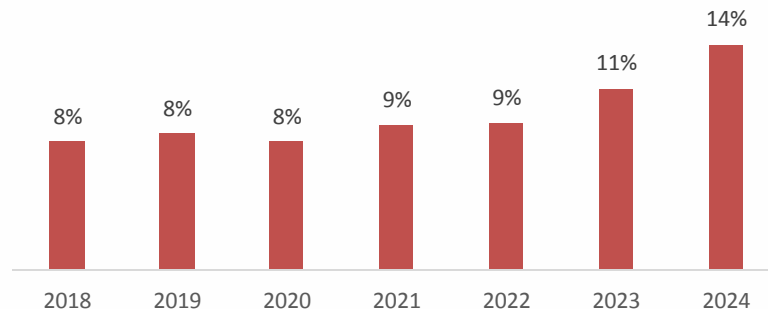
设备上市公司出海收入占比情况



IVD上市公司出海收入占比情况



高值耗材上市公司出海收入占比情况



方向二：细分品类的出海有结构性机会

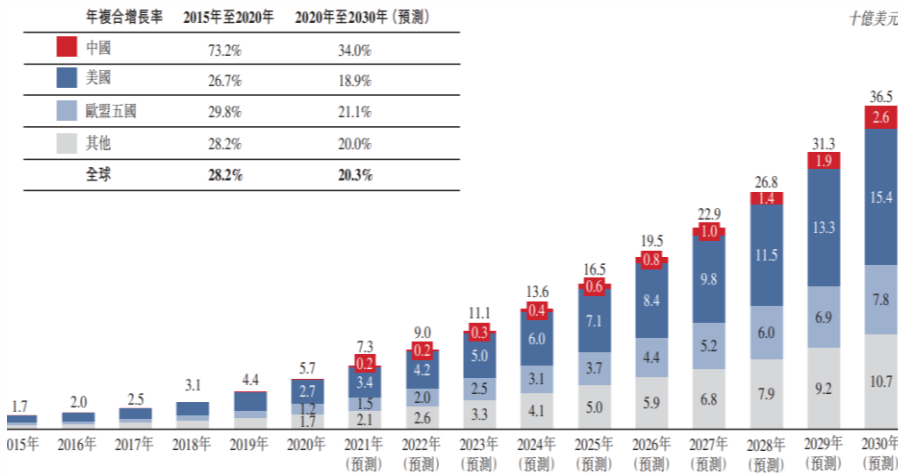
家用医疗设备：全球慢病管理市场长坡厚雪，家用设备出海渐入佳境

- ❑ **飞利浦4年召回引起格局变动，家用呼吸机市场迎来重塑。**2020年全球家用无创呼吸机的主要玩家为瑞思迈和飞利浦。合计占78%市场份额。2021年6月，飞利浦因隔音泡沫的安全问题首次召回双水平气道正压通气、持续气道正压通气和机械呼吸机。2022年4月，FDA将多个型号产品指定为I类，召回V60、V60plus和V680所有型号，问题涉及设备内部电路。2023年2月，召回Trilogy 100、Trilogy 200和Garbin Plus系列因硅胶泡沫质量问题。2024年1月飞利浦宣布将在美国停止大部分呼吸机设备的销售。2024年4月，飞利浦宣布以11亿美元达成美国提交的所有人身伤害诉讼和解。飞利浦涉及召回设备超550万台，4年召回事件带来的负面影响引来竞争格局变动，瑞思迈、怡和嘉业凭借产品性能和品牌力持续提高全球市场份额。**建议关注：怡和嘉业、美好医疗、鱼跃医疗。**
- ❑ **全球持续血糖监测系统市场不断增长，CGM的渗透率不断提升。**2020年全球持续血糖监测系统规模为57亿美元，预计到2030年，全球持续血糖监测系统市场规模将持续高速增长至365亿美元。**建议关注国产CGM出海进度：三诺生物、鱼跃医疗。**

家用无创呼吸机市场份额（按销售额，2020）

	全球	中国
市场规模	27.1亿美元	12.3亿元
瑞思迈	40%	27%
飞利浦	38%	28%
费雪派克	7%	4%
怡和嘉业	2%	16%
鱼跃医疗	-	7%
其他	14%	26%

2015-2030年全球CGM市场规模（十亿美元）



方向二：细分品类的出海有结构性机会

医用医疗设备企业有出海逻辑

- ❑ 迈瑞医疗拥有超高端超声海外推进顺利，具备创新能力且自主可控的高端设备有出口欧美的逻辑。
- ❑ 联影医疗在欧美国家用高端产品打造品牌力，在亚太部分国家提供相对具有性价比的产品以及高端产品（例如印度本土以中低端产品为主，亦需要进口中高端产品）。
- ❑ 针对东南亚国家，昆明正在进入国际陆港运营联通新时代。2024年11月26日，中老泰铁路“昆明陆港号”完成了首趟双向奔赴。多式联运、物流园建设、海关监管区建设等方面取得了积极进展，将极大地便利昆明与东南亚的交通连接，对后续国产设备厂商陆路运输和影响力辐射起到较大作用。
- ❑ 风险上仍需关注欧洲出口方向的地缘政治风险，虽然目前中国出口医疗设备普遍是在500万欧元以下的采购项目，IPI措施使用有限，但建议持续关注欧盟后续政策。
- ❑ 相关标的：迈瑞医疗、祥生医疗、联影医疗、理邦仪器等。

方向二：细分品类的出海有结构性机会

低值耗材：24年由手套行业带动较多，后续看非加关税产品的出海

- 24年前三季度手套行业带动整个低耗板块，手套行业出清效果明显，丁腈手套持续涨价，行业整体产能利用率提升，供需关系呈逐步回归平衡趋势。
- 之前在2024年5月白宫发文美国将根据1974年贸易法第301条，对来自中国的部分进口商品提高关税，以保护美国工人和企业。其中也提及了医疗器械中的低值耗材（注射器针头、防护面罩（带呼吸阀）和口罩、橡胶医用和手术用手套），后续关税将持续加码。
- 特朗普政府上台后或将加速推进实施，以及在医疗耗材海关质量核查环节预计将全面趋严。
- 这些举措都是让战略物资生产回流，搭建本土相关产业链，意在确保美国其供应链在未来大规模传染病环境下抵抗冲击的能力。
- 尽管如此，对于国产企业后续细分特定产品（非点名）的出海仍有机会，特别是本身出口业务针对非北美地区，以及海外去库存的压力逐步消除时。
- 相关标的：英科医疗、振德医疗。

方向二：细分品类的出海有结构性机会

IVD：国内因集采调价和套餐解绑调整，看好海外需求放量

- 疫情期间，全球防疫资源短缺，中国大规模出口新冠检测试剂盒，已和海外国家地区建立了良好的合作基础和销售渠道。考虑到全球IVD龙头发源地均为欧美，当地市场的主流实验室检测品种已较为成熟，国产出海的主战场仍为非欧美地区。
- 迈瑞医疗通过“先欧美后发展中”的战略加速实现全球化，产品力和创新能力获取海外客户高度认可，海外IVD业绩屡创新高。2025年6月，迈瑞医疗（提供高端流式细胞仪）联手凯普瑞生物（提供CD系列流式抗体）打造的高端流式抗体检测整体解决方案首批订单已成功交付伊拉克，构建了一条从流式细胞仪-配套抗体试剂-临床方案设计-本地化技术支持的完整产业链输出方案。
- 新产业已在海外建立了成熟的销售体系，25年将加速推进流水线出海，海外布局已从“低速机”转为“中高速机”，未来继续朝向“自动流水线”进展。
- 建议关注出海进度较快，已在海外地区有一定销售团队或本地化建设的厂商。相关标的：迈瑞医疗、新产业、圣湘生物、万孚生物。

方向三：AI+脑机接口+测序等主题投资机会

AI医疗：厂商的中长期布局旨在信息的互联互通，亦是效率的直线提升

- **AI健康管理：平台依托模型生成个性化防控方案，推动慢病管理从“被动治疗”转向“主动干预”。**其中包括可穿戴类产品，定制化干预方案。AI系统实时监测并预警。在复杂医疗场景中，AI对疾病风险评估、诊断辅助等的准确性仍有提升空间。医疗机构、保险机构等数据分散，出于利益、安全等考虑，数据共享意愿低，限制了AI健康管理数据来源和应用范围，难以形成全面的健康管理方案。且目前消费者付费意愿较低，尚处于早期阶段。相关标的：美年健康、乐心医疗、三诺生物、鱼跃医疗、九安医疗。
- **AI医疗信息化CDSS辅助临床决策：优化电子病历质控、临床决策支持与智能分诊流程，AIGC大幅拉升效率。**包括AI辅助报告解读、推荐检查项目、疾病预测等。整体商业化落地较快，数据获取成本较高。相关标的：迈瑞医疗、金域医学、润达医疗、万孚生物、固生堂、京东健康、阿里健康、平安好医生。
- **AI医学影像辅助诊断：进入发展快车道，辅助诊断为主。**包括AI超声诊断、病理学AI等影像学辅助诊，涉及到图像处理、勾勒病灶大小、特征识别、诊断建议。影像学AI辅助诊断商业化落地快，应用场景明确，院端需求较大。数据获取成本较高，行业正在探索AI收费模式。相关标的：联影医疗、祥生医疗、理邦仪器、安必平、乐普医疗、福瑞股份、迪安诊断、达安基因。
- **AI手术机器人：重点在手术机器人和AI的融合。**相关标的：微创机器人、天智航、康基医疗等。
- **AI基因测序：罕见病大模型优化基因测序筛查，AI助力多组学数据分析。**涉及收集样本基因测序、罕见病遗传病分析解读、以及多组学风险预测和评估。企业端可明显降低成本，但商业化落地进度较慢。合作模式和医院正在探索中。整体数据获取成本低，基因测序一次能获取较大量基因组数据。相关标的：华大智造、贝瑞基因、华大基因等。
- **AI制药：缩短药物研发周期，助力靶点发现及临床疗效预测。**1) 逐渐完善的行业拼图，行业玩家逐渐增加；2) AI在多疾病领域广泛应用，肿瘤（37%）、免疫学（21%）及神经病学（14%）领域占比最大；3) AI可参与药物开发过程多个阶段。其中涉及AI虚拟筛选、药物发现、优化药物结构、临床试验优化、建立疾病风险模型、肿瘤精准治疗等。商业化落地中等，仍处于临床早期阶段，数据获取成本高，依赖文献数据及实验室数据。相关标的：晶泰控股、丽珠集团、药明康德、信立泰、成都先导、川宁生物、药石科技、健康元、美迪西、东阳光长江药业、皓元医药、悦康药业、泓博医药、博济医药。

AI 影像主要功能实现图谱

影像医技科室



临床科室



CV技术



功能实现



辅助诊疗应用

CDSS系统构建流程

知识库构建



推理机制构建



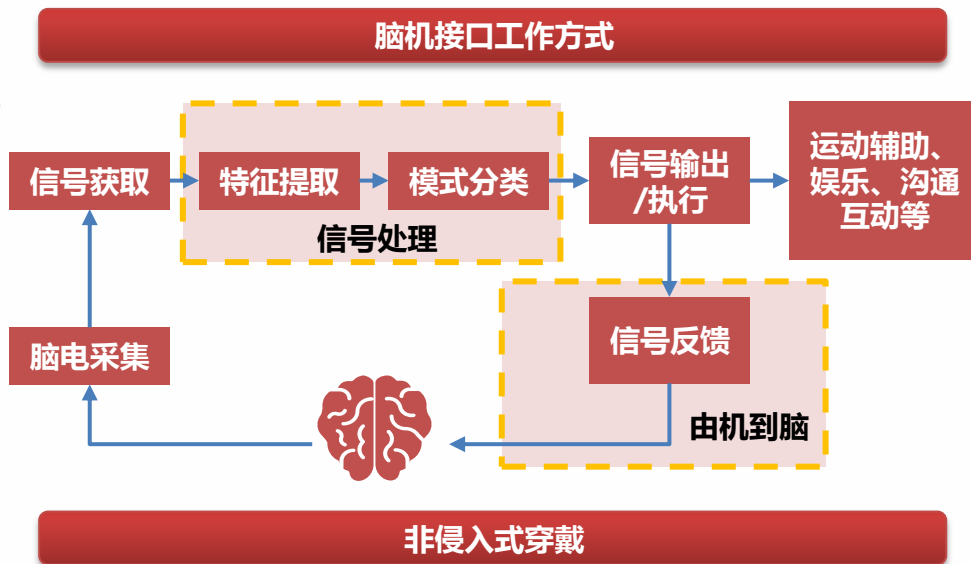
人机交互

方向三：AI+脑机接口+测序等主题投资机会

脑机接口（BCI）：不依赖正常外周神经及肌肉组成的通讯系统，直接为大脑提供新信息交流及控制通路

□ 脑机接口系统一般由4-5个部分组成

1. **传感器（电极）**：传感器是脑机接口系统中的重要组件，用于捕捉大脑活动的信号。常见的传感器包括脑电图（EEG）电极，功能磁共振成像（fMRI）扫描仪等。这些传感器能够测量大脑的电活动、血氧水平和其他生理指标。
2. **信号处理（数据采集和处理单元）**：数据采集和处理单元负责接收传感器捕捉到的信号，并进行信号处理和分析。这些单元通常包括放大器、滤波器、模数转换器等设备，用于提取和转换脑活动信号。
3. **编解码（信号解码和特征提取算法）**：信号解码和特征提取算法对采集到的脑活动信号进行分析和解读。这些算法能够将脑信号转化为可理解的指令或控制信号，以实现与外部设备的交互或控制。
4. **用户界面**：用户界面是脑机接口系统与用户之间的交互界面。它可以是计算机程序、虚拟现实界面、机器人控制界面等，用于显示反馈信息、接收用户指令或提供对外部设备的控制功能。
5. **外部设备**：外部设备是脑机接口系统与外界环境进行交互的目标设备。它可以是计算机、智能手机、电动轮椅、假肢等，根据用户的需求和应用领域而定。
6. **有时也会应用到双向干预**：用于治疗，如通过检测信号发射电刺激治疗癫痫等疾病。针对不同应用开发应用层部分。例如癫痫治疗，双向脑机接口通过检测特定信号并进行电刺激来干预疾病状态。



Source: GAO analysis (data), koya979/stock.adobe.com (images). | GAO-22-106118
Note: Connections between brain and device may be wired or wireless.

方向三：AI+脑机接口+测序等主题投资机会

脑机接口：非侵入式技术在医疗康复领域展示出落地潜力，商业化应用场景集中在康复治疗与人机交互

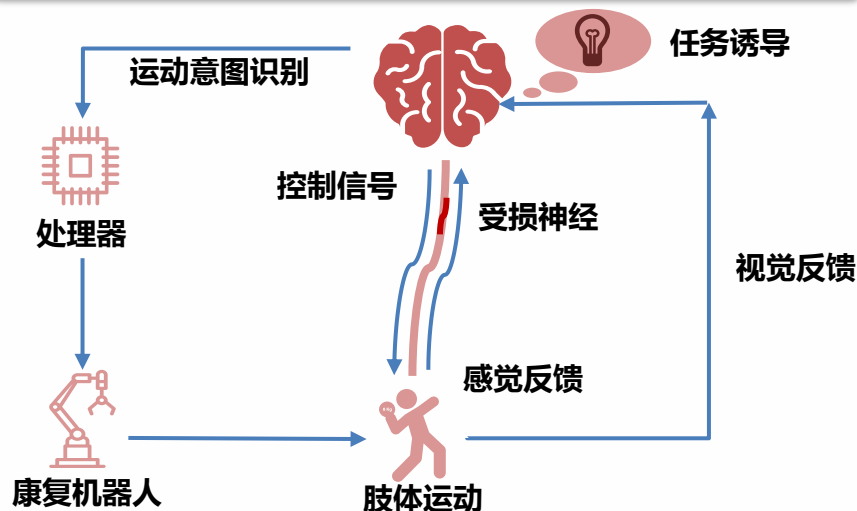
□ 主要有侵入式、半侵入式、以及非侵入式三种技术路线

1. 侵入式（用在医疗治疗领域更多）：是指对深入到颅骨以下的组织进行信号采集和记录。常见技术手段包括皮层脑电图（Electrocorticogram, ECoG）、单个神经元的动作电位（Spike）和局部场电位（local field potential, LFP）。也有技术以介入为手段，以创伤性较小的方式将电极送入颅内血管来采集脑电信号。最有可能率先落地并带来市场收益的是神经替代、神经调控相关技术和产品。

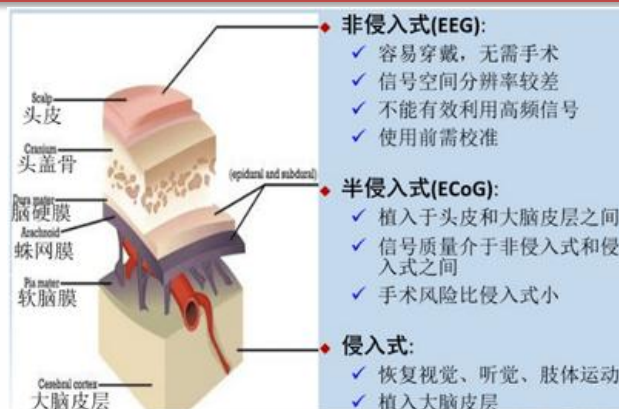
2. 半侵入式：局部创伤性脑机接口通常通过将微型电极阵列植入脑内获取局部神经元活动信号，例如局部场电位（Local Field Potential, LFP）。该技术具有高空间分辨率和较高的识别准确性，但需要进行手术植入电极，存在一定的风险，且成本高昂。对大脑信号提取的精准度要高于非侵入式。

3. 非侵入式（用在生活场景更多）：采用无创采集技术在头皮表面或附近采集大脑响应信号。常用技术手段包括脑电图（electroencephalography, EEG）、功能近红外光谱（Functional near-infrared spectroscopy, fNIRS）、脑磁图（magnetoencephalography, MEG）、功能核磁共振成像（Functional Magnetic Resonance Imaging, fMRI）。安全无创，受限于在脑外采集信号的强度与噪声干扰，目前可实现的脑机交互性能有限。应用在更广泛的生活生产领域，如康复训练、教育娱乐、智能生活、生产制造等众多方面，主要面向产业和消费领域。

脑机接口康复原理



三类技术路线采集信号位置有区别

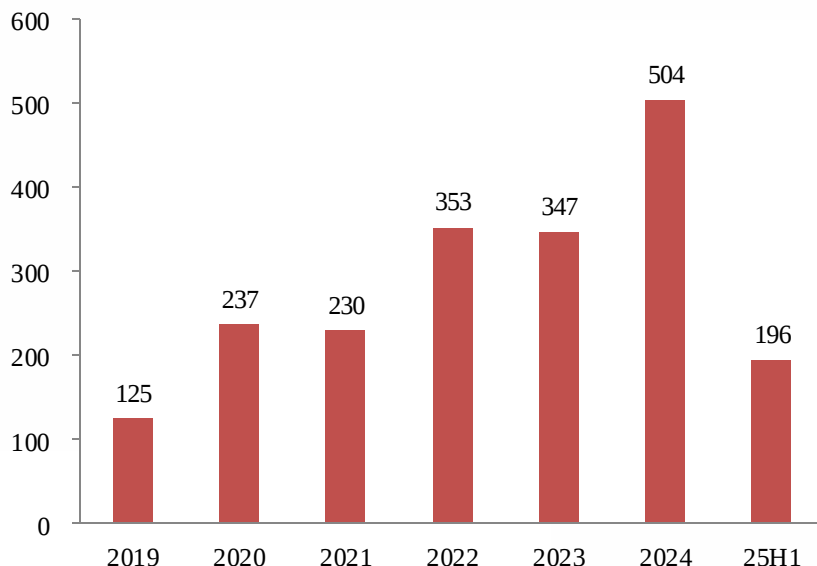


方向三：AI+脑机接口+测序等主题投资机会

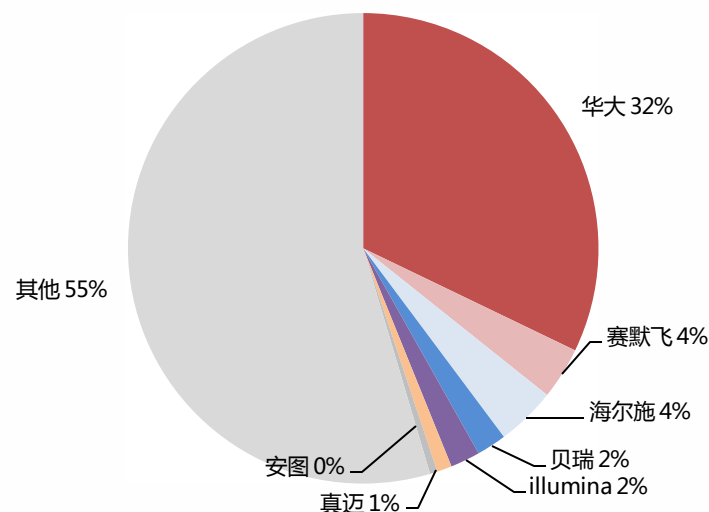
测序：illumina受制让出国内空间，国产测序产业链迎来契机

- **Illumina 列入不可靠实体清单，国产测序产业链迎来契机。**2月4日，中国商务部发布《不可靠实体清单工作公告》，将美国PVH集团和Illumina公司列入不可靠实体清单，相关在华业务将受到限制，部分已中标订单也作废。预计将对国内基因检测行业产生连锁反应。本土基因测序厂商有望迎来发展契机，建议关注基因测序产业链标的以及后续中美贸易关系走向。
- **建议关注：**华大智造、圣湘生物、安图生物、亚辉龙。

中国测序仪招标数量（台）



25H1中国测序仪中标数据



血制品板块：并购整合加速，行业集中度处于上升通道

- **2024年血制品板块逐步走出基数影响。**剔除华兰生物疫苗业务后，7家血液制品上市公司2024年收入总额约为239亿元(+3.3%)，归母净利润总额约61亿元(+26.1%)，扣非归母净利润57.4亿元(+25.7%)，经调整归母净利润55.7亿元(+7.2%)。2023年血制品需求旺盛业绩基数较高，2024年行业供给扩张板块收入增长有所放缓。利润增速快于收入，主要系行业销售渠道政策于24H2逐步调整，叠加部分龙头公司降本增效控制费用。**分季度来看**，7家公司（剔除华兰生物疫苗业务）2024Q1/Q2/Q3/Q4的收入总额分别为54/64/58/64亿元，分别同比增长-3.8%/12.5%/-3.2%/3.3%，经调整净利润分别为13/45/15/13亿元，分别同比增长-0.3%/31.1%/10.8%/-3.6%。2024年行业业绩的季度分布与2023年差异较大，主要系2023年血制品供给前紧后松。
- **十四五新设浆站逐步投采，行业浆量稳定增长。**2024年行业采浆量稳定增长。根据博雅生物，2024年我国采浆13400余吨，同比增速约11%，我们预计2025行业采浆量将维持稳定增长。
- **中美关税和人白市场具有强相关性，建议关注中美关税后续进展。**美国对中国出口的品种主要为人血白蛋白，其他品种进口依赖度较低。2024年中国全年人血白蛋白批签发5423批，其中进口来源占比69%，且占据核心院内市场渠道。据统计。由美国子公司完成的人血白蛋白批签发占比超过18%。建议关注8月中旬中美关税的新进展以及生产企业和经销商的经销协议调整，进而可评估行业供给变化趋势。
- **血制品龙头并购风起，行业整合加速。**血制品行业具有资源品属性，发展主要依赖内生增长+外延扩张两条路径，前者加强内生采浆量浆源和产品品类，后者通过并购或自建新增浆站量。2025年3月，上海莱士以42亿元收购南岳生物100%股权。南岳生物在湖南省有9个采浆站，2024年采浆量为278吨，可销售人白类、静丙类、特免类、人凝血因子Ⅷ、人凝血酶原复合物等因子类产品。2025年6月，中国生物拟以38.4亿元收购胜帮英豪持有的派林生物21%股份。若交易顺利完成，派林生物控股股东将变更为中国生物，实际控制人将由陕西省国资委变更为国药集团。
- **相关标的：**1) 上海莱士(002252.SZ)；2) 卫光生物(002880)；3) 华兰生物(002007)；4) 天坛生物(600161)；5) 博雅生物(300294)；6) 派林生物(000403)等。
- **风险提示：**行业浆量增长不及预期，产品销售推广不及预期，研发进度不及预期。

血制品板块：2024年报及2025一季报业绩总结

血制品板块2024年报及2025一季报业绩总结

- **2024年血制品经调整利润增速7.2%**：剔除华兰生物疫苗业务后，7家血液制品上市公司2024年收入总额约为239亿元(+3.3%)，归母净利润总额约61亿元(+26.1%)，扣非归母净利润57.4亿元（+25.7%），经调整归母净利润55.7亿元（+7.2%）。2023年血制品需求旺盛业绩基数较高，2024年行业供给扩张板块收入增长有所放缓。行业销售渠道政策于24H2逐步调整，叠加部分龙头公司降本增效控制费用，因此2024年行业利润增速快于收入端。**分季度来看**，7家公司（剔除华兰生物疫苗业务）2024Q1/Q2/Q3/Q4的收入总额分别为54/64/58/64亿元，分别同比增长-3.8%/12.5%/-3.2%/7.7%，经调整净利润分别为13/14/15/13亿元，分别同比增长-0.3%/31.1%/10.8%/-3.6%。2024年行业业绩的季度分布与2023年差异较大，主要系2023年血制品供给前紧后松。**从盈利能力看**，7家公司（剔除华兰生物疫苗业务）2024年整体销售毛利率为49%，同比+2pp，预计毛利率提升主要系产品结构变化、价格边际变化等因素，2024年我国血制品整体需求稳健增长，静丙等品种需求旺盛，销售费用率下降1.4pp，制造企业面向下游话语权提升。
- **2025Q1**板块收入总额约为55亿元（+1.9%），归母净利润13.7亿元（-17%），扣非归母净利13.1亿元（-7.1%），经调整归母净利润12.6亿元（-5.1%）。25Q1板块盈利能力受渠道政策、部分公司费用投入加大等因素冲击。

血制品板块2024&2025Q1业绩概览（剔除华兰疫苗业务影响）

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1
单季度收入（亿元）	54.0	63.5	58.0	63.5	239	55.0
同比增速	-3.8%	12.5%	-3.2%	7.7%	3.3%	1.9%
营业成本	27.4	32.4	29.0	32.8	122	30.2
毛利率	49.3%	48.9%	50.0%	48.4%	49%	45.2%
四费率	15.8%	17.2%	16.3%	19.3%	17%	14.8%
销售费用率	5.7%	7.1%	6.3%	7.6%	6.7%	5.2%
管理费用率	7.4%	7.1%	7.6%	8.2%	7.6%	7.3%
财务费用率	-0.9%	-0.1%	-1.1%	0.4%	-0.4%	-0.5%
研发费用率	3.6%	3.0%	3.6%	3.0%	3.3%	2.8%
归母净利润（亿元）	16.5	15.2	16.2	13.0	61	13.7
同比增速	6.7%	18.0%	13.0%	132.1%	26.1%	-17.0%
扣非归母净利润	14.1	15.0	15.8	12.4	57.4	13.1
同比增速	0.0%	28.5%	11.0%	122.9%	25.7%	-7.1%
经调整归母净利润（亿元）	13.3	14.4	14.8	13.2	55.7	12.6
同比增速	-0.3%	31.1%	10.8%	-3.6%	7.2%	-5.1%
经调整净利率	24.6%	22.7%	25.5%	20.8%	23.3%	22.9%
扣非归母净利率	26.2%	23.7%	27.2%	19.6%	24.0%	23.9%

www.swsc.com.cn

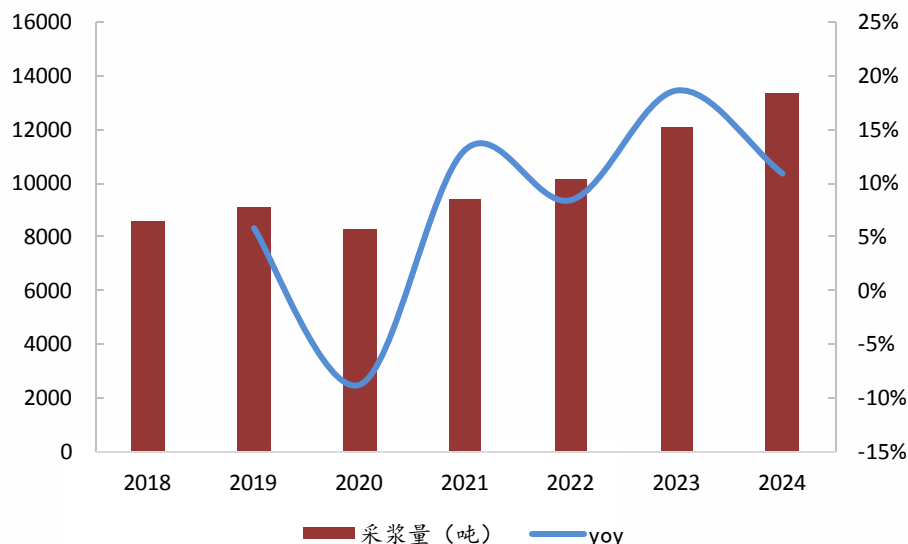
数据来源：Wind，西南证券整理 注：经调整净利润系剔除投资收益/公允价值变动收益、资产减值损失/信用减值损失等科目的净利润口径

血制品板块：十四五新设浆站逐步投采，行业浆量稳定增长

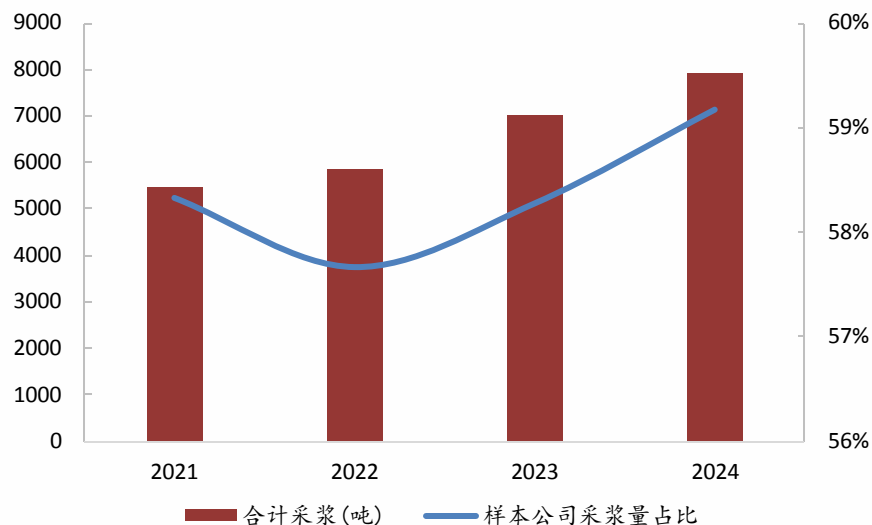
2024年行业采浆量稳定增长

- **2024年行业采浆量稳定增长。**根据博雅生物，2024年我国采浆13400余吨，同比增速约11%，我们预计2025行业采浆量将维持稳定增长。
- **从样本公司来看，行业集中度较高。**我们选取了5家血制品企业作为样本，样本公司2024采浆量合计占比59%，行业集中度较为稳定。

我国历年整体采浆量



样本血制品企业采浆量



血制品板块：十四五新设浆站逐步投采，行业浆量稳定增长

十四五新设浆站逐步投采，行业浆量稳定增长

- 随着多家公司新浆站近年持续落地，我们预计未来三年行业采浆将保持较快增速。

上市公司浆站数量（截至2024年）

集团	在营浆站数量（含分站）	获批浆站数量（含分站）	采浆量
天坛生物	58 +27	82 +25	1809 + 972
上海莱士	-	41 +3	1280 + 320
华兰生物	25 +9	25 +12	1000 + 586
派林生物	28 + 8	38	900 + 500
博晖创新	12+ 7	-	253+ 159
博雅生物	13 +7	14 +7	420 + 211
卫光生物	8 +1	8 +1	400 + 162

血制品板块：2024年血制品批签发数据跟踪

2024年血制品批签发数据跟踪

国产/进口人白批次分别同比增长9%/17%，静丙批次同比增长3%。其中2024Q4人白/静丙批次分别同比增长11%/39%。

分品种批签发数据汇总

血制品名称		企业名称	批签发批次		同比增长	批签发批次		同比增长
			2023Q4	2024Q4		2023	2024	
人血白蛋白		进口总计	798	837	5%	3178	3715	17%
		进口占比	69%	65%	/	67%	69%	/
		国产总计	358	444	24%	1571	1708	9%
		国产占比	31%	35%	/	33%	31%	/
		合计	1156	1281	11%	4749	5423	14%
免疫球蛋白	静注人免疫球蛋白	合计	236	329	39%	1273	1308	3%
	狂犬病免疫球蛋白	合计	38	28	-26%	115	148	24%
	破伤风免疫球蛋白	合计	35	39	11%	130	145	12%
	免疫球蛋白	合计	13	31	138%	64	90	41%
	乙型肝炎免疫球蛋白	合计	4	35	775%	22	85	286%
	冻干静注人免疫球蛋白	合计	7	68	871%	26	95	265%
	静注乙型肝炎免疫球蛋白	合计	1	15	1400%	1	24	2300%
凝血因子类	凝血因子Ⅷ	合计	104	154	48%	427	568	33%
	凝血酶原复合物	合计	53	50	-6%	302	249	-18%
	纤维蛋白原	合计	63	48	-24%	270	263	-3%

血制品板块：中美关税和人白市场具有强相关性

中美关税和人白市场具有强相关性

- **全球血制品市场高度集中。**全球血制品市场主要由四大跨国企业主导：武田、基立福、CSL和奥克特珐玛，合计75%以上市场份额。美国是全球血浆供应的核心国家，贡献了约65%~70%的血浆资源，在生产设施产能上占比约50%。
- **美国对中国出口的品种主要为人血白蛋白，其他品种进口依赖度较低。**2024年中国全年人血白蛋白批签发5423批，其中进口来源占比69%，且占据核心院内市场渠道。

2024年进口人血白蛋白批签发批次

血制品名称	企业名称	批签发批次		同比增长	批签发批次		同比增长
		2023Q4	2024Q4		2023	2024	
进口人血白蛋白	Biotest	0	0	/	9	5	-44%
	CSL	254	179	-30%	778	857	10%
	SK Plasma	4	0	/	15	4	-73%
	奥克特珐玛	160	121	-24%	497	629	27%
	武田	150	284	89%	1060	1087	3%
	绿十字(韩国)	9	36	300%	20	89	345%
	BPL	0	5	/	9	31	244%
	基立福	221	212	-4%	790	1013	28%
	进口总计	798	837	5%	3178	3715	17%
	进口占比	69%	65%	/	67%	69%	/

血制品板块：中美关税和人白市场具有强相关性

中美关税和人白市场具有强相关性

- **中美关税影响约18%进口人白。**海外三大龙头CSL、基立福、武田均在美国设有旗舰工厂，短期看其产能调节空间有限，旗下人白和中美关税具有强相关性。从批签发数据来看，2024年海外三大血制品企业武田、CSL、基立福**由美国子公司完成**的人血蛋白批签发批次分比为：496批、22批、478批。上述来源的人白占我国人白批签发的比例分比为9.1%、0.4%、8.8%，合计占比超过18%。而其他海外进口血制品企业（如奥克特珐玛）由美国子公司完成中国人白批签发的比例极低。
- **受医保控费和地方集采影响，人白终端价格较难上浮。**我们预计国产人白有望迅速拓展渠道，2025年发货量有望实现快速增长，改善业绩预期，其中采浆规模领先增速快的企业受益程度更高。
- **关注后续中美关税的新进展（尤其是中国对美关税），美产进口人白单支税额将增加。**2025年5月14日，中国对美国商品加征10%关税税率，并在90天内暂停实施24%的关税税率。需跟踪**8月中旬**中美关税的新进展以及生产企业和经销商的经销协议调整，进而可评估行业供给变化趋势。

2024年进口人血白蛋白批签发批次

集团	武田	CSL	基立福
子公司名称	Baxalta, Inc.	CSL Behring LLC	Grifols Biologicals LLC Grifols Therapeutics LLC
对应签发批次	496	22	478
集团签发批次	1087	857	1013
集团签发占比	45.6%	2.6%	47.2%
2024年国内人白签发批次	5423		
国内供应占比	9.1%	0.4%	8.8%

血制品板块：龙头上市公司产业并购风潮再起

龙头上市公司产业并购风潮再起

- **血制品龙头持续扩张并购。**血制品行业具有资源品属性，发展主要依赖内生增长+外延扩张两条路径，前者加强内生采浆量浆源和产品品类，后者通过并购或自建新增浆站量。2025年3月，上海莱士以42亿元收购南岳生物100%股权。南岳生物在湖南省有9个采浆站，2024年采浆量为278吨，可销售人白类、静丙类、特免类、人凝血因子Ⅷ、人凝血酶原复合物等因子类产品。2025年6月，中国生物拟以38.4亿元收购胜帮英豪持有的派林生物21%股份。若交易顺利完成，派林生物控股股东将变更为中国生物，实际控制人将由陕西省国资委变更为国药集团。
- **血制品行业具备资源属性及牌照壁垒，新冠疫情爆发以来，血制品价值愈发凸显。**我国对血制企业经营资质、血浆的来源、产品进出口等方面采取了严格的限制。国务院自2001年起不再批准新的血制品企业。十四五期间，多个省份增加新浆站审批，新浆站将为行业规模的长期增长注入动力。

近年血制品领域重大投资事件

时间	收购方	被收购方	收购股权占比	总对价/亿元
2021年11月	华润医药	博雅生物	-	48
2022年9月	天坛生物	西安回天	35%	0.65
2023年6月	陕煤集团	派林生物	-	38
2023年6月	国药集团	卫光生物	-	-
2023年11月	上海莱士	广西冠峰	95%	4.8
2024年6月	海尔集团	上海莱士	20%	125
2024年10月	天坛生物	中原瑞德	100%	1.85亿美元
2024年11月	博雅生物	绿十字（中国）	100%	18.2
2025年3月	上海莱士	南岳生物	100%	42
2025年6月	中国生物	派林生物	21%	38.4+年化9%计算的利息

中药：政策定调支持中医药高质量发展，多地落实中药集采通知

- ❑ **政策端：集采政策逐步推进，比价政策影响逐步消除。**1) **院内端：中药集采品种和地区均有所增加。**从全国中成药集采来看，多为非独家品种。2024年12月30日第三批全国中成药集采中选结果公布，当天，全国中成药联盟采购申报信息公开大会在武汉市东湖国际会议中心召开，共有 387 家企业、510 个代表品参与现场竞争，297 家企业、373 个代表品中选，中选率达 75%，2025年4月起，山东、河南、江西、湖南、福建、辽宁、云南等地陆续发布关于落实中药集采、带量采购的通知。2) **院外端：比价政策影响逐步消除，**2024年10月31日，国家医保局文，承认各个渠道价格不一致现象，认可药店的运营成本、人力成本、房租物业等成本因素造成价格差异；允许线上价格因为成本原因价格更低，认可线下药店的便捷性和用药指导服务价值。
- ❑ **业绩端：中药走出高基数影响，提价对冲成本压力。**1) **收入端：**2024年收入总额3471.34亿元（-4.6%），归母净利润285.3亿元（-21.4%），扣非归母净利润243.73亿元（-24.1%），分季度来看，2024Q4和2025Q1收入820、912.9亿元（-8.9%/-7.4%），归母净利润-10.8/120.6亿元（-130.2%/-4.6%），扣非归母净利润-28.7/113.2亿元（-229.5%/-5.4%）。2) **毛利端：**24Q4/25Q1中药板块的毛利率为40.3%/42.2%，同比下降2.3/1.1pp，我们认为主要是产品结构变化以及中药材价格变化所致。24Q4/25Q1四费率分别为45.5%/36.9%。其中销售费用率分别为24.2%/21.8%。我们认为主要是产品结构变化以及中药材价格涨价所致。随着部分新增药材逐步降价，药材持续高位的现象也将逐步得到缓解，牛黄进口使用试点或将有望缓解国内牛黄需求压力，降低下游原材料成本压力。品牌中药的提价也可以进一步转移成本压力。
- ❑ **看好中药三大方向：1) 品牌中药。**品牌OTC具有强品牌，提价具有较强的客户基础和品牌基础，能够持续不断释放业绩。2) **国企混改释放红利，高股息具备防御属性。**中药行业国企混改以及公司治理改善加速推进，高股息资产在市场调整期的投资性价比较高，具有“防御性”的类固收特征。建议从两个维度“高股息+高增长”、“高股息+央国企”关注优质标的。3) **基药目录调整带来中药发展新机会。**新一轮基药目录即将启动，部分中药品种有望获益于此次基药目录调整实现院内放量。4) **关注有中药创新药管线的公司。**
- ❑ **相关标的：**1) OTC主线：太极集团、华润三九、达仁堂、云南白药、马应龙、佐力药业、健民集团、东阿阿胶、济川药业、寿仙谷等；2) 中药创新药主线：以岭药业、康缘药业等；3) 中药饮片/配方颗粒主线关注华润三九、柳药股份、中国中药等。
- ❑ **风险提示：**市场竞争加剧风险；原材料涨价风险。

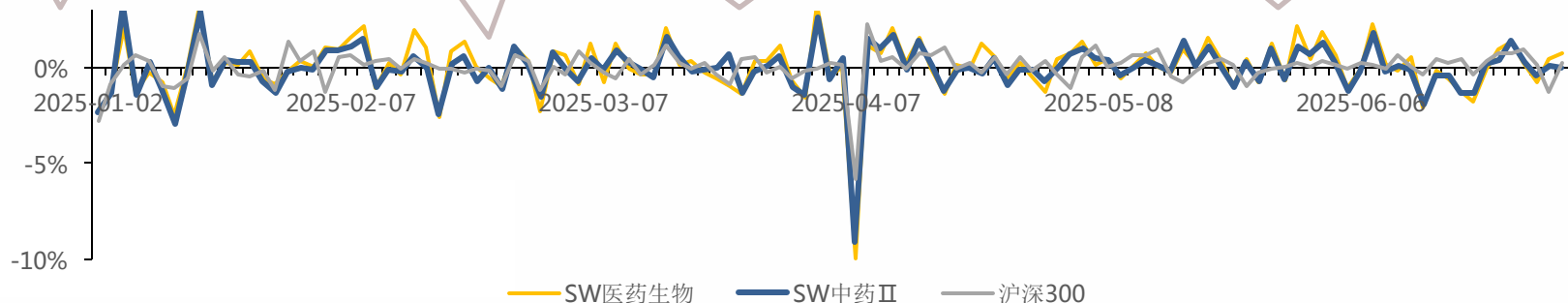
中药：政策定调支持中医药高质量发展，多地落实中药集采通知

中药板块历史及年初至今复盘

- ❑ 1月，2025年全国中医药局长会议召开，定调2025年坚持以提升中药质量为核心，推进中医药产业化发展；3月国务院办公厅发布《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》，板块情绪提振；4月起，山东、河南、江西、湖南、福建、辽宁、云南等地陆续发布关于落实中药集采、带量采购的通知。

中药板块近半年历史回顾（2025.1.1-2025.6.30）

- 1月8日至9日，2025年全国中医药局长会议在北京召开。会议强调2025年要坚持以提升中药质量为核心，推进中医药产业化，大力促进中医药一二三产业协调发展，助力惠民生、促消费、增后劲。
- 3月国务院办公厅发布《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》，强调对中药产业发展支持。
- 4月3日，全国中成药联合采购办公室发布《关于公布全国中成药采购联盟集中采购中选品种供应清单的通知》，中成药集采即将进入实质性落地阶段。
- 4月3日，山东省医疗保障局发布《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》，明确自2025年4月21日起，全省参与全国中药饮片联采的公立医疗机构、医保定点社会办医疗机构及药店，将按规定执行中选结果，面向患者销售中选药品。
- 4月30日，河南省河南省发布关于做好第十批国家组织药品集中采购等3批次集采中选结果落地实施相关工作的通知，自2025年4月30日起实施中药集采。
- 4月30日，江西省药品医用耗材集中采购联席会议办公室发布通知，山东中药饮片等省际联盟药品集中带量采购中选结果自2025年4月30日零时起在江西省落地执行，采购周期原则上为2年。
- 5月，湖南省医疗保障局发布《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》，中选结果于2025年5月30日在湖南省医药采购平台落地执行。
- 5月，福建省药械联合采购中心发布通知，全国中成药、中药饮片联盟采购中选企业需于2025年5月13日前完成企业注册，并于2025年5月20日前完成配送方案确认及变更操作。
- 6月20日，辽宁省医保局发布《关于做好中成药等药品集中带量采购中选结果执行工作的通知》，全国中成药采购联盟（含首批扩围接续）的采购周期自2025年7月10日零时开始。
- 吉林省公共资源交易中心公布《全国中成药联盟采购中选药品申报结果》，并确定于2025年7月1日执行中选结果。



中药：政策定调支持中医药高质量发展，多地落实中药集采通知

业绩：收入利润小幅承压，毛利率有所回升

- **收入、利润端仍小幅承压。**选取66家A股中药领域上市公司，2024年收入总额3471.34亿元（-4.6%），归母净利润285.3亿元（-21.4%），扣非归母净利润243.73亿元（-24.1%），分季度来看，2024Q4和2025Q1收入820、912.9亿元（-8.9%/-7.4%），归母净利润-10.8/120.6亿元(-130.2%/-4.6%)，扣非归母净利润-28.7/113.2亿元（-229.5%/-5.4%）。
- ◆ **毛利率有所回升，提价有望改善成本压力。**从盈利能力来看，24Q4/25Q1中药板块的毛利率为40.3%/42.2%，同比下降2.3/1.1pp，我们认为主要是产品结构变化以及中药材价格变化所致。24Q4/25Q1四费率分别为45.5%/36.9%。其中销售费用率分别为24.2%/21.8%。我们认为主要是产品结构变化以及中药材价格涨价所致。随着部分新增药材逐步降价，药材持续高位的现象也将逐步得到缓解，牛黄进口使用试点或将有望缓解国内牛黄需求压力，降低下游原材料成本压力。品牌中药的提价可以进一步转移成本压力。

中药板块23Q4-25Q1业绩速览						
单位：亿元	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
营收	899.7	986.0	861.8	803.6	820.0	912.9
同比增速	-2.1%	-0.6%	-6.0%	-3.0%	-8.9%	-7.4%
归母净利润	35.9	126.4	94.4	75.4	-10.8	120.6
同比增速	99.9%	-7.4%	-10.2%	-12.0%	-130.2%	-4.6%
扣非归母净利润	22.2	119.7	89.9	62.9	-28.7	113.2
同比增速	482.5%	-6.4%	-4.4%	-18.5%	-229.5%	-5.4%

中药板块23Q4-25Q1盈利能力指标概览						
	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
毛利率	42.5%	43.3%	42.2%	39.7%	40.3%	42.2%
四费率	35.4%	27.6%	29.1%	29.7%	45.5%	36.9%
销售费用率	24.9%	20.7%	21.0%	20.6%	24.2%	21.8%
管理费用率	6.6%	4.7%	5.4%	6.0%	7.8%	5.0%
财务费用率	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.3%	9.2%	8.0%
研发费用率	4.0%	2.2%	2.8%	2.7%	4.2%	2.2%
净利率	4.0%	12.8%	11.0%	9.4%	-1.3%	13.2%

中药：政策定调支持中医药高质量发展，多地落实中药集采通知

政策：高质量发展趋势已现

□ 2025年3月20日，国务院办公厅发布《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》，提出以提升中药质量为基础，以科技创新为支撑，以体制机制改革为保障，实现常用中药材规范种植和稳定供给，加快构建现代化产业体系，形成传承创新并重、布局结构合理、装备制造先进、质量安全可靠、竞争能力强的中医药产业高质量发展格局。

时间	事件	内容	影响
2024.4.9	江苏省医保局发布《关于推进阳光挂网药品价格治理工作通知》	申报价格不高于已挂网同通用名产品数最多剂型规格中对应挂网产品中的最低价为基础，根据差比价系数计算的价格	“三同”价格治理，取消同规格，按照差比价计算，江苏省目前针对“三同”比价仅限于院内
2024.5.29	医保局发布《关于开展“上网店查药价，比数据，抓治理”专项行动的函》	要求以当日同城即时配送价格作为锚点，比对省级集采平台挂网价、集采中选价、定点零售药店药价。	消除线上低价吸引客流的现象，确保线上线下价格一致，部分药企受到定价策略压力后，会选择提高线上平台价格，以达到“多端价格统一”
2024.6.13	国家医保局发布新闻《陕西医保上线“药品比价”功能》；	国家医保局发布消息，陕西医保上线“药品比价”功能，自药品比价功能上线以来，预计将使参保人员的购药成本下降10%-15%。	推动药品价格透明，药店端自主定价能力削弱，药店会将压力转移给品牌力较弱的上游药企
2024.10	国家医保局发布《药品价格影响因素知多少？——不同渠道运营模式有影响》	1、线下药店、非公立医院药品定价标准：未纳入医保定点的线下药店和非公立医院药品价格完全自主定价；而纳入医保定点的线下药店和非公立医院，则需要遵守医保定点协议。 2、网络药店：一类是“外卖”模式，价格与线下药店接近，一些情况略低，另一类“快递”模式，由于成本较低，低于线下药店。 3、公立医院：大部分药品价格基本持平、少部分有高低，其中集采药品价格普遍低于线下药店	承认各个渠道价格不一致现象，认可药店的运营成本、人力成本、房租物业等成本因素造成价格差异；允许线上价格因为成本原因价格更低，认可线下药店的便捷性和用药指导服务价值。
2025.3	国务院办公厅印发《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》	1、加强中药资源保护利用；2、提升中药材产业发展水平；3、加快推进中药产业转型升级；4、推进中药药品价值评估和配备使用；5、推进中药科技创新；6、强化中药质量监管；7、推动中药开放发展；8、提高综合治理能力和保障水平	提质增效、实现优质优价

中药：政策定调支持中医药高质量发展，多地落实中药集采通知

政策：集采政策逐步推进，品种和地区均有所增加

- ❑ **从全国中成药集采来看，多为非独家品种。**湖北省牵头启动第三批中成药集采，2024年12月30日第三批全国中成药集采中选结果公布，当天，全国中成药联盟采购申报信息公开大会在武汉市东湖国际会议中心召开，共有 387 家企业、510 个代表品参与现场竞争，297 家企业、373 个代表品中选，中选率达 75%。
- 1) 品种上：查漏补缺增补各省集采品种，多为非独家品种。此次涉及到20个产品组95个品种，均为湖北此前两批集采都未涉及到的中成药品种，其中有一部分新增集采品种来自其它省份跨省联盟集采品种。
- 2) 竞争规则：延续武汉前两批集采规则，增补中标保护机制凸显。按照功能主治划分分组，将不同通用名和不同剂型合并到一组，竞争加剧。
- ❑ **从各省集采来看，各省区域集采规则相对具有差异性。**2024年9月9日，安徽省发布《安徽省2024年度中成药集中带量采购文件（征求意见稿）》。从规则上看，将治疗类别类似的独家品种及独家剂型纳入一组。11月18日，广东省药品交易中心发布《广东联盟金莲花等中成药集中带量采购文件（征求意见稿）》，集采省份从之前6省扩大到15省。

各省市中药集采情况回顾

	湖北	广东	北京	山东	全国（湖北第二批）	上海	安徽	全国（湖北第三批）	广东
启动时间	2021.9	2021.12	2022.7	2022.8	2022.9		2024.9	2024.10	2024.11
结果公布时间	2021.12	2022.3	2022.1	2022.11	2023.6	2023.8		2024.12.30	
中选情况	46个品种，111个品规	53个品种，361个品规	59个品种	40个品种，141个品规	15个类别，30个品种，68个品规	42个通用名共计116个不同规格药品		297家企业、373个代表品中选	
报量情况	76个品种，208个申报品规	58个品种，673个申报品规	84个品种	67个品种，333个申报品规	16个类别，42个品种，95个现场申报品规		18个产品组、35个中成药	20个采购组，共95个品种	41个品种
平均降幅	42%	56%	23%	44.30%	49.40%				
涉及省份	湖北、河北、山西、内蒙古、辽宁、福建、江西、河南、湖南、重庆、四川、贵州、西藏、陕西、甘肃、宁夏、新疆、新疆生产建设兵团共19省	广东、山西、河南、海南、宁夏、青海	北京	山东省	全国	上海	安徽	全国	广东、辽宁、吉林、黑龙江、江西、湖南、广西、海南、重庆、云南、陕西、青海、宁夏、新疆、新疆生产建设兵团共15省（市、区）

中药：政策定调支持中医药高质量发展，多地落实中药集采通知

政策：集采政策逐步推进，品种和地区均有所增加

- **湖北中成药集采如期推进，中成药品种范围扩大。**2024年10月25日，湖北医保服务平台发出全国中成药联采办于公开征求《全国中成药采购联盟集中采购文件》（征求意见稿）和《全国中成药采购联盟集中采购文件(首批扩围接续)》（征求意见稿）意见的通知，湖北省牵头启动第三批中成药集采。
- **品种上：查漏补缺增补各省集采品种，多为非独家品种。**此次涉及到20个产品组95个品种，均为湖北此前两批集采都未涉及到的中成药品种，其中有一部分新增集采品种来自其它省份跨省联盟集采品种，如独一味滴丸/分散片/胶囊/咀嚼片/泡腾片/片/软胶囊/丸，参芪降糖片/胶囊/颗粒等，另一部分新增集采品种则是首次出现在集采名单中，如血脂康片/胶囊等。除了少量涉及到部分独家品种喜炎平注射液，其它均为非独家品种，符合之前湖北省集采一贯规则。
- **竞争规则：延续武汉前两批集采规则，增补中标保护机制凸显。**按照功能主治划分分组，将不同通用名和不同剂型合并到一组，竞争加剧。从规则上看延续湖北规则，分为两轮，第一轮入围比例50%，按照价格得分占比60%，技术得分40%，第二轮则按照AB竞争单位，按照降幅排序。给与三类企业增补机会，市占率超过60%，技术评价得分达到100分或为国家中药保护品种，代表品报价日均费用为同采购组日均费用最低。采购量分配：1）直接中选，降幅最高的可以获得100%的量，其它中选产品获得90%分配量；2）议价中选获得70%量；3）增补中选获得60%的量。

中药：政策定调支持中医药高质量发展，多地落实中药集采通知

政策：集采政策逐步推进，品种和地区均有所增加

- **事件：2024年9月9日，安徽省发布《安徽省2024年度中成药集中带量采购文件（征求意见稿）》。**
- **治疗类别类似的独家品种及独家剂型纳入一组。**此次涉及到独家品种及独家剂型产品，通心络胶囊（以岭药业）/脑心通胶囊（步长制药），参松养心胶囊（以岭药业）/稳心颗粒（步长制药）等独家品种，以及参芪降糖片（万年青）、地榆升白片（成都地奥）、血栓心脉宁片（华康药业）等独家剂型品种均被纳入同通用名非独家品种一起竞争。此外也有部分OTC非医保品种：感冒灵颗粒及胶囊（华润三九）。双跨类大品种：护肝片（葵花药业）、小儿肺热咳喘颗粒（葵花药业、葫芦娃）。11月22日，黄山市医保局发布安徽省2024年度中成药集产品目录，相对此前征求意见稿目录18组35个品种，本次公告目录减少到12组22个品种。其中1）参芪降糖、刺五加（注射液）、地榆升白、独一味、双黄连等为第三批全国中成药集采中的品种，移除减少重复；2）感冒灵采购组（感冒灵胶囊、感冒灵颗粒）直接予以移除。
- **中选规则考虑价格得分和技术得分，价格因素采取最小规格比价。**价格指标总分55分（企业报价分30分，降幅分25分），技术指标45分（医疗机构和患者认可度15分，其他技术指标30分）。此次相较于之前集采价格得分占比有所降低（此前价格因素占比60%）。同剂型、同规格有多个包装的，统一先按药品差比价规则折算至最小制剂单位（指单片/单粒/单袋/单支等），再按最小制剂的最低价格乘以包装数量作为供应清单里相应产品的价格。
- **排名不同基础量差异较大，非中选则纳入监管。**“规则一”拟中选企业按照排名，大于等于3家，排名前三名分别获得100%、90%、80%的基础量分配比例，排名靠后则获得70%报量。若只有2家，排名前两名分别获得100%和90%的基础量分配比例。“规则二”中选企业采购量50%作为基础量。未中选药品和流标药品视为非中选药品，非中选产品的采购情况纳入终端监控范围并定期通报。采购周期内，医药机构每年度同采购组非中选产品的采购量不得高于同采购组实际采购量的10%，确需使用未中选企业药品，须向医保部门提出采购需求并说明情况，但实际采购量不得超过该医药机构填报的该厂牌药品需求量的50%。

中药：政策定调支持中医药高质量发展，多地落实中药集采通知

政策：集采政策逐步推进，品种和地区均有所增加

- 事件：2024年11月18日，广东省药品交易中心发布《广东联盟金莲花等中成药集中带量采购文件（征求意见稿）》。
- 品种上看，此次涉及莲花、蓝芩、复方丹参等41个大品种，其中全国中成药联盟集中带量采购第三批和首批扩围接续采购品种范围重叠的药品剂型不列入本次集采范围。
- 规则上看，独家品种优势明显。广东联盟金莲花等中成药集中带量采购拟中选企业的确定分为五类，综合来看，上一轮集采的中选结果成为本次集采企业能否中选的重要参考。

一是非独家产品拟中选限量企业确定，在上一轮集采中选/备选产品，一是对于非独家产品拟中选限量企业，根据上一轮集采中选/备选产品、上一轮集采未中选/未备选的产品两类划分。上一轮集采中选/备选产品，企业报价P比上一轮集采本企业最低日均费用/最低价格的降幅 $\geq 15\%$ 的，获得拟中选限量资格；上一轮集采未中选/未备选的产品，企业报价P比本次集采本企业最低日均费用/最低价格的降幅 $\geq 15\%$ 的，获得拟中选限量资格。

二是非独家产品拟中选企业确定，在上一轮集采中选的产品，即获得拟中选限量资格的企业，在本轮集采中依然可以获得拟中选资格；其它同品种同组获得拟中选限量资格的企业，符合 $P \leq$ 同品种同组上一轮集采最高中选日均费用/最高中选价格的，按P的“单位可比价”由低到高依次顺位排序，排名前70%，最多12家企业获得拟中选资格。

三是独家产品拟中选限量企业确定，或是上一轮集采中选/备选的产品，即企业报价P比上一轮集采本企业最低日均费用/最低价格的降幅 $\geq 1\%$ ；或是上一轮集采未中选/未备选的产品，即企业报价P比本次集采本企业最低日均费用/最低价格的降幅 $\geq 1\%$ 。

四是独家产品拟中选企业确定，在上一轮中获得拟中选限量资格的企业，在本轮集采中依然可以获得拟中选资格；其余的产品需要报价P满足不同条件，如降幅 $\geq 21\%$ 等。

五是同品种同组别申报企业“单位可比价”相同时，按照多个规则依次确定拟中选企业，医药价格和招采信用评价、上一轮集采中选产品、备选产品依旧是排在前面参考的标准。

中药：政策定调支持中医药高质量发展，多地落实中药集采通知

政策：比价政策影响逐步消除

□ 2024年10月31日，国家医保局发布《药品价格影响因素知多少？——不同渠道运营模式有影响》，承认各个渠道价格不一致现象，认可药店的运营成本、人力成本、房租物业等成本因素造成价格差异；允许线上价格因为成本原因价格更低，认可线下药店的便捷性和用药指导服务价值。

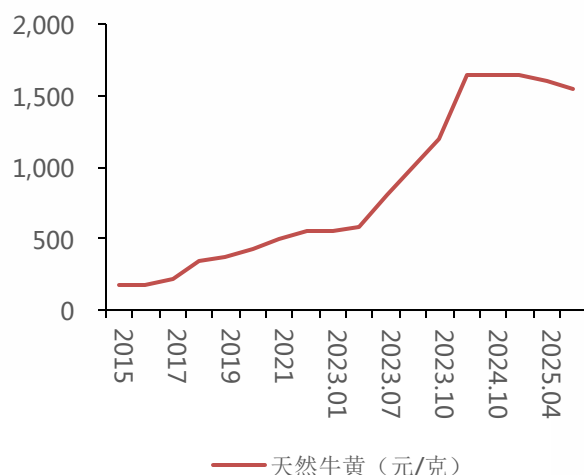
时间	事件	内容	影响
2023.12.26	医保局发布《促进同通用名同厂牌药品省际间价格公平诚信、透明均衡》	聚焦“四同药品”（同通用名、厂牌、剂型、规格），对照全国现有挂网药品价格统计行程的监测价进行全面梳理排查，到2024年3月底前，基本消除“四同药品”省际间的不公平高价、歧视性高价	对院内端价格不同的产品造成较大影响，药企会调整各省挂网价格达到价格趋同
2024.4.9	江苏省医保局发布《关于推进阳光挂网药品价格治理工作通知》	申报价格不高于已挂网同通用名产品数最多剂型规格中对应挂网产品中的最低价为基础，根据差比价系数计算的价格	“三同”价格治理，取消同规格，按照差比价计算，江苏省目前针对“三同”比价仅限于院内
2024.5.29	医保局发布《关于开展“上网店，查药价，比数据，抓治理”专项行动的函》	要求以当日同城即时配送价格作为锚点，比对省级集采平台挂网价、集采中选价、定点零售药店药价。	消除线上低价吸引客流的现象，确保线上线下一致，部分药企受到定价策略压力后，会选择提高线上平台价格，以达到“多端价格统一”
2024.6.13	国家医保局发布新闻《陕西医保上线“药品比价”功能》；	国家医保局发布消息，陕西医保上线“药品比价”功能，自药品比价功能上线以来，预计将使参保人员的购药成本下降10%-15%。	推动药品价格透明，药店端自主定价能力削弱，药店会将压力转移给品牌力较弱的上游药企
2024.10	国家医保局发布《药品价格影响因素知多少？——不同渠道运营模式有影响》	1、线下药店、非公立医院药品定价标准：未纳入医保定点的线下药店和非公立医院药品价格完全自主定价；而纳入医保定点的线下药店和非公立医院，则需要遵守医保定点协议 2、网络药店：一类是“外卖”模式，价格与线下药店接近，一些情况略低，另一类“快递”模式，由于成本较低，低于线下药店。 3、公立医院：大部分药品价格基本持平、少部分有高低，其中集采药品价格普遍低于线下药店	承认各个渠道价格不一致现象，认可药店的运营成本、人力成本、房租物业等成本因素造成价格差异；允许线上价格因为成本原因价格更低，认可线下药店的便捷性和用药指导服务价值。

中药：政策定调支持中医药高质量发展，多地落实中药集采通知

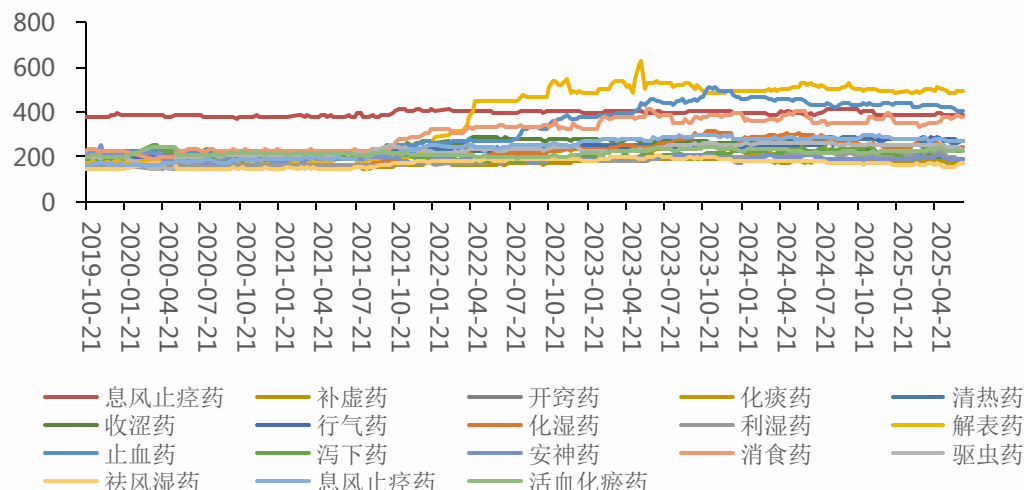
中药消费品：提价趋势明显，成本逐步下降

- **中药材价格逐步回落，成本压力影响较低。**受到2022年底疫情需求带来上游中药材需求量激增，进而导致部分中药材价格出现大幅上涨。我们认为中药材价格上涨趋势可控，并且已经出现部分药材回落现象。中药企业对于需求量较大的大宗药材，将投入中药材生产基地建设保障供应，以平滑成本的波动。随着部分新增药材逐步进入收获期，药材持续高位的现象也将逐步得到缓解。2024年7月1日，国家药监局综合司、海关总署办公厅公开征求《关于允许进口牛黄试点用于中成药生产有关事项的公告（征求意见稿）》，拟定可以从不存在疯牛病疫情禁令国家（地区）进口、已获检疫准入并经海关检疫以及口岸药品检验机构检验合格的牛黄用于中成药生产。从2025年数据看到，牛黄价格从2025年年初的1650元/克下降到2025年6月的1550元/克。

天然牛黄价格变动



中药材价格指数



中药：政策定调支持中医药高质量发展，多地落实中药集采通知

中药消费品：提价趋势明显，成本逐步下降

□ **多元提价策略，保障毛利率持续稳定。**1) **同仁堂**：2024年上半年公司推出精品安宫牛黄丸，产品定位高端市场。同仁堂科技在海外销售定价也有大幅提升。因此终端价格上涨能一定程度缓解天然牛黄价格上涨压力；2) **太极集团**：公司进一步提质增效，通过提升产品的价格，提升产品的盈利能力；3) **达仁堂**：公司核心产品速效救心丸等产品也在包装上做了一定改进，产品定价也进一步提升。健民集团：公司便通胶囊与健脾生血片通过渠道调整与品规调整，考虑到院外市场的渠道费用，产品价格也有所提升；4) **云南白药**：公司核心主要产品云南白药气雾剂在23年下半年提价30%，该产品23年收入超17亿元。

公司	产品	价格	最近一次提价提价幅度	
片仔癀	片仔癀（锭剂）	590元/粒（终端）	2020年1月	11.30%
	片仔癀（锭剂）	760元/粒（终端）	2023年5月	28.8%
同仁堂	安宫牛黄丸	860元/粒（终端）	2021年12月	10.26%
	同仁牛黄清心丸	880元/盒（终端）	2022年1月	12.82%
		765元/盒（批发含税）		12.83%
		676元/盒（批发无税）		12.67%
	跌打丸OTC	20元/盒（终端）	2022年1月	45%
		17.4元/盒（批发含税）		45%
		15.4元/盒（批发无税）		45.01%
	牛黄清胃丸	19.8元/瓶（终端）	2022年1月	65%
		17.2元/瓶（批发含税）		65.38%
		15.22元/瓶（批发无税）		65.43%
	壮骨药酒323ml	450元/瓶（终端）	2022年1月	25%
		346.02元/瓶（批发无税）		24.92%
	壮骨药酒600ml	780元/瓶（终端）	2022年1月	30%
		600元/瓶（批发无税）		29.88%
	同仁乌鸡白凤丸OTC	80元/盒（终端）	2022年1月	15.94%
		61.59元/盒（批发无税）		15.99%
	局方至宝丸	898元/丸（终端）	2022年1月	12.53%
		4680元/盒（批发含税）		12.42%
		4141.59元/盒（批发无税）		12.42%
东阿阿胶	阿胶浆		2018.1	5.00%
广誉远	安宫	双天然铁盒（3g/丸*1丸/盒*6盒） 5880元/盒（定价）	2022年3月	14.0%
	安宫	双天然木盒（3g/丸*1丸/盒*2盒） 3360元/盒（定价）	2022年3月	6.3%
	安宫	双天然木盒（3g/丸*1丸/盒*6盒） 10080元/盒（定价）	2022年3月	6.3%

公司	产品	价格	最近一次提价提价幅度	
云南白药	云南白药散剂	出厂价提价	2022年1月	13.5%
健民集团	龙牡壮骨颗粒	30袋	2020年底	超100%
		60袋	2020年底	超50%
马应龙	马应龙痔疮膏（10g）		2021年	提价
太极集团	藿香正气口服液	10元/盒（5支装）	2021年12月	12%
	太极急支糖浆	28-45元/瓶	2020年底	从8.5-15元/瓶提价到28-45元/瓶
	通天口服液	5.5-7元/支	2020年底	从2.8元/支提价到5.5-7元/支
	鼻窦炎口服液	4.5元/支	2020年底	出厂提价20%-30% 终端提价2-3倍
九芝堂	六味地黄丸	48元/盒（520丸/盒）	2021年1月	10%
	安宫牛黄丸（天然牛黄）（1丸/盒）	598元/丸	2021年1月	12%
	安宫牛黄丸（体培牛黄）（2丸/盒）	598元/盒	2021年1月	20%
	安宫牛黄丸（体培牛黄）（1丸/盒）	398元/盒	2021年1月	25%
	牛黄解毒丸	15元/盒（3g*10丸/盒）	2021年1月	超30%
	逍遥丸	29.9元/盒（360丸/盒）	2021年1月	超25%
	上清丸	18元/盒（9g*10丸/盒）	2021年1月	超25%
	通宣理肺丸	18元/盒（6g*10丸/盒）	2021年1月	超25%
	银翘解毒丸	16.9元/盒（10丸/盒）	2021年1月	超25%

中药：政策定调支持中医药高质量发展，多地落实中药集采通知

新一轮基药目录有望启动调整

- ❑ **2018版基药目录已经执行近7年。**基药发展历史较长，我国已经发布5版基药目录。2018年10月25日国家卫健委公布《国家基本药物目录（2018年版）》，也是到目前为止最新的一版基药目录，于2018年11月1日起在全国正式实行。2018版基药目录共包括685个品种，其中西药417种、中成药268种。整体来看，进入基药目录的药品数量在不断增加，中成药占比持续提升。
- ❑ **进入基药有助于放量，独家品种更加受益。**2019年，国务院办公厅发文部署短缺药保供稳价工作，其中提到政府办基层医疗卫生机构、二级公立医院、三级公立医院基本药物配备品种数量占比原则上分别不低于90%、80%、60%，推动各级医疗机构形成以基本药物为主导的“1+X”（“1”为国家基本药物目录、“X”为非基本药物，由各地根据实际情况确定）用药模式，优化和规范用药结构。18版基药目录新增品种的2017-2021年公立医院销售额CAGR平均值为32%，超过100%有10大品种。整体来看，政策有助于中药独家基药品种进院和放量，建议重点关注和跟踪。
- ❑ **基药目录调整，重点关注“创新型中成药+公共卫生防治用药+儿童用药”。**基药目录原则上三年一调整，但从2018年起未有新发布，我们认为基药目录有望迎来启动调整。2023年3月，国家卫健委在《对十三届全国人大五次会议第1996号建议的答复》中指出，进一步提高基药目录中成药占比，体现“中西医并重”。2024年全国药政工作会议明确提出，要完善国家药物政策，提升基本药物制度化水平，并强调通过深化药品使用监测和临床综合评价结果应用，优化药品供应保障体系。这表明基药目录的调整是未来政策的重要方向之一。新版基药目录有望延续2018年基药目录的“中西药并重”的工作方针，鼓励创新型中成药发展。以临床价值为导向，在国家基本药物目录管理中注重加强公共卫生防治用药的内容，将国家和各省防治方案中成药品种纳入国家基本药物目录。新版基药目录首次将儿童药品目录单独列出，扩大国家基本药物目录中儿科用药品种和剂型范围，2024年国家基本药物包括化学药品和生物制品目录、中药目录和儿童药品目录等。

中药：政策定调支持中医药高质量发展，多地落实中药集采通知

基药目录调整潜在品种

上市公司	品种	治疗类别	适应症	独家	OTC	医保	集采
贵州三力	开喉剑喷雾剂（儿童）	呼吸系统	清热解毒，消肿止痛。用于急、慢性咽喉炎、扁桃体炎、咽喉肿痛、口腔炎、牙龈肿痛	是	否	是	否
	开喉剑喷雾剂（成人）	呼吸系统	开喉剑喷雾剂，中医清热解毒，消肿止痛。用于肺胃蕴热所致的咽喉肿痛，口干口苦，牙龈肿痛以及口腔溃疡，复发性口疮见以上证候者	是	否	是	否
	芪胶升白胶囊	气血双补剂	血益气。用于气血亏损所引起的头昏眼花，气短乏力，自汗盗汗	是	OTC甲	是	否
	妇科再造丸	妇科	养血调经，补益肝肾，暖宫止痛。用于月经先后不定期，带经日久、痛经、带下	是	OTC甲	是	否
盘龙药业	盘龙七片	骨科	活血化瘀，祛风除湿，消肿止痛。用于风湿性关节炎，腰肌劳损，骨折及软组织损伤	是	否	是	否
方盛制药	藤黄健骨片	骨科	补肾，活血，止痛。用于肥大性脊椎炎，颈椎病，跟骨刺，增生性关节炎，大骨节病	是	否	是	全国
	小儿荆杏止咳颗粒	呼吸系统	疏风散寒，宣肺清热，祛痰止咳。用于小儿外感风寒化热的轻度急性支气管炎引起的咳嗽，咯痰、痰黄，咽部红肿等症	是	否	是	否
济川药业	小儿豉翘清热颗粒	呼吸系统	疏风解表，清热导滞。用于小儿风热感冒挟滞证，症见发热咳嗽，鼻塞流涕，咽红肿痛，纳呆口渴，脘腹胀满，便秘或大便酸臭，洩黄	是	否	是	否
	川穹清脑颗粒	神经系统	祛风胜湿，活血止痛。用于风湿蒙蔽，瘀血阻滞引起的偏头痛	是	否	是	否
	健胃消食口服液	消化系统	健胃消食。用于脾胃虚弱所致的食积，症见不思饮食、嗳腐酸臭、脘腹胀满；消化不良见上述证候者	是	否	是	否
康缘药业	大株红景天片/胶囊	心血管系统	活血化瘀，通脉止痛，用于冠心病，心绞痛属于心血瘀阻证，症见胸痛，胸闷，心慌，气短等	是	否	是	否
	天舒胶囊	神经系统	活血平肝，通络止痛。用于瘀血阻络或肝阳上亢所致的头痛日久，痛有定处，或头晕胁痛、失眠烦躁、舌质暗或有瘀斑；血管神经性头痛、紧张性头痛、高血压头痛见上述证候者	是	是	是	否
	天舒片	神经系统	活血平肝，通络止痛。用于瘀血阻络或肝阳上亢所致的头痛日久，痛有定处，或头晕胁痛、失眠烦躁、舌质暗或有瘀斑；血管神经性头痛、紧张性头痛、高血压头痛见上述证候者	是	否	是	否
	通塞脉片/胶囊	血液和造血器官	活血通络、益气养阴。用于轻中度动脉粥样硬化性血栓性脑梗死（缺血性中风中经络）恢复期气虚血瘀证，症状表现为半身不遂、偏身麻木、口眼歪斜、言语不利、肌体感觉减退或消失等；用于血栓性脉管炎（脱疽）的毒热证。	是	否	是	否
	九味熄风颗粒	治风剂	九味熄风颗粒可以用于轻中度小儿多发性抽动症属中医肾阴亏损，肝风内动证者	否	否	是	否

中药：政策定调支持中医药高质量发展，多地落实中药集采通知

基药目录调整潜在品种

上市公司	品种	治疗类别	适应症	独家	OTC	医保	集采
羚锐制药	培元通脑胶囊	心血管	益肾填精，熄风通络。用于缺血性中风中经络恢复期肾元亏虚，瘀血阻络证，症见半身不遂、口舌歪斜、语言不清、偏身麻木、眩晕耳鸣、腰膝酸软、脉沉细	是	否	是	否
	丹鹿通督片	补肾活血剂	活血通督，益肾通络。用于腰椎管狭窄症(如黄韧带增厚、椎体退行性改变、陈旧性椎间盘突出)属瘀阻督脉型所致的间歇性跛行，腰腿疼痛，活动受限，下肢酸胀疼痛，舌质暗或有瘀斑等	是	否	是	否
达仁堂	通脉养心丸	心血管	养心补血，通脉止痛。用于胸痹心痛，心悸怔忡，心绞痛，心率不齐等	是	否	是	否
	胃肠安丸	消化道及代谢	芳香化浊、理气止痛、健胃导滞的作用。可用于治疗消化不良，肠炎、痢疾等	是	否	是	否
	清肺消炎丸	呼吸系统	清肺化痰，止咳平喘。用于痰热阻肺，咳嗽气喘，胸胁胀痛，吐痰黄稠；上呼吸道感染，急性支气管炎，慢性支气管炎急性发作见上述证候者	是	OTC甲	是	否
	痹祺胶囊	骨科	益气养血，祛风除湿，活血止痛。用于气血不足，风湿瘀阻，肌肉关节酸痛，关节肿大，僵硬变形或肌肉萎缩，气短乏力；风湿、类风湿性关节炎，腰肌劳损，软组织损伤属上述证候者	是	否	是	否
	舒脑欣滴丸	神经系统	理气活血，化痰止痛。用于血虚血瘀引起的偏头痛，症见头痛、头晕、视物昏花、健忘、失眠等	是	OTC甲	是	否
以岭药业	连花清咳片	呼吸系统	治疗急性气管-支气管炎中医辨证属痰热壅肺证者	是	否	是	否
	夏茛菪胶囊	泌尿系统	主要用于良性前列腺增生症	是	否	是	否
	养正消积胶囊	肿瘤辅助用药	健脾益肾，化瘀解毒。适用于不宜手术的脾肾两虚，瘀毒内阻型原发性肝癌辅助治疗与肝内动脉介入灌注加栓塞化疗合用，有助于提高介入化疗疗效，减轻对白细胞，肝功能，血红蛋白的毒性作用，改善患者生存质量，改善脘腹胀满，纳呆食少，神疲乏力，腰膝酸软，溲赤便溏，疼痛	是	否	是	否
	益肾养心安神片	神经系统	益肾、养心、安神。用于失眠症中医辨证属心血亏虚、肾精不足证，症见失眠、多梦心悸、神疲乏力、健忘、头晕、腰膝酸软等，舌淡红苔薄白，脉沉细或细弱。	是	否	是	否
康恩贝	麝香通心滴丸	心血管	芳香益气通脉，活血化瘀止痛。用于冠心病稳定型劳累性心绞痛，中医辨证气虚血瘀证，症见胸痛胸闷，心悸气短，神倦乏力。	是	否	是	否
	汉防己甲素片	骨骼系统药物	用于风湿痛、关节痛、神经痛。与小剂量放射合并用于肺癌；亦用于单纯硅肺I、II、III期及各期煤硅肺	否	否	是	否

中药：政策定调支持中医药高质量发展，多地落实中药集采通知

基药目录调整潜在品种

上市公司	品种	治疗类别	适应症	独家	OTC	医保	集采
新天药业	宁泌泰胶囊	泌尿科	清热解毒，利湿通淋。用于湿热蕴结所致淋证，证见：小便不利，淋漓涩痛，尿血，以及下尿路感染、慢性前列腺炎见上述证候者。	是	否	是	否
	苦岑凝胶	妇科	抗菌消炎。用于宫颈糜烂，赤白带下，滴虫性阴道炎及阴道霉菌感染等妇科慢性炎症。	是	否	是	否
	夏枯草口服液	呼吸系统	清火，散结，消肿。用于火热内蕴所致的头痛、眩晕、瘰癧、癭瘤、乳痈肿痛；甲状腺肿大、淋巴结核、乳腺增生病见上述证候者	是	否	是	否
九芝堂	疏血通注射液	神经系统	疏血通注射液，活血化瘀，通经活络。用于瘀血阻络所致的缺血性中风病中经络急性期，症见半身不遂，口舌歪斜、语言謇涩。	是	否	是	否
	裸花紫珠片	止血剂	消炎，解毒，收敛，止血。用于细菌感染引起的炎症，急性传染性肝炎，呼吸道及消化道出血。	是	否	是	广东
一品红	芩香清解口服液	呼吸系统	疏散风热，清泻里热，解毒利咽。用于小儿上呼吸道感染表里俱热证，症见发热、鼻塞、流涕、咳嗽、咽红肿痛、便秘、口渴烦躁、舌红苔黄、脉滑数等者。	是	否	是	否
	尿清舒颗粒	泌尿系统	清热利湿，利水通淋，用于慢性前列腺炎所致小便不利，淋漓涩痛	是	否	是	否
葵花药业	补虚通淤颗粒	心血管系统	益气补虚，活血通络。用于气虚血瘀所致动脉硬化，冠心病	是	否	是	否
	康妇消炎栓	妇科	清热解毒，利湿散结，杀虫止痒	是	否	是	否
亚宝药业	儿童清咽解热口服液	呼吸系统	小儿急性咽炎(急喉痹)属肺胃实热证，症见发热，咽痛，咽部充血，或咳嗽，口渴等	是	否	是	否
华润三九	益血生胶囊	养血剂	主治脾肾两虚，精血不足所致的面色无华，眩晕气短，体倦乏力，腰膝酸软；缺铁性贫血、慢性再生障碍性贫血见上述证候者。	是	OTC甲	是	否
	金复康口服液	肿瘤辅助用药	用于治疗原发性非小细胞肺癌气阴两虚证不适合手术、放疗、化疗的患者，或与化疗并用，有助提高化疗效果，改善免疫功能，减轻化疗引起的白细胞下降等副作用	是	否	是	否
桂林三金	桂林西瓜霜	呼吸系统	用于风热上攻、脾胃热盛所致的乳蛾、喉痹、口糜症见咽喉肿痛、喉核肿大、口舌生疮、牙龈肿痛或出血；急、慢性咽炎扁桃体炎口腔炎口腔溃疡牙龈炎见上述证候者及轻度烫伤（表皮未破）者。	是	OTC甲	是	否
马应龙	麝香痔疮栓	消化系统	清热解毒，消肿止痛，止血生肌。用于痔疮大肠湿热盛所致的大便出血，血色鲜红，肛门灼热疼痛；各类痔疮和肛裂见上述证候者。	是	OTC甲	是	否

中药：政策定调支持中医药高质量发展，多地落实中药集采通知

基药目录调整潜在品种

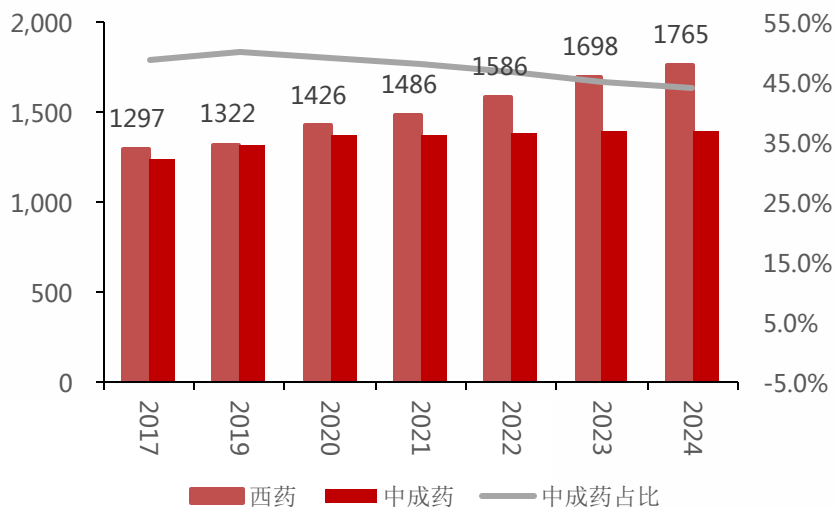
上市公司	品种	治疗类别	适应症	独家	OTC	医保	集采
太极集团	丹参口服液	心血管	活血化淤、通脉养心。用于胸痹引起的心痛，心悸，胸闷，乏力以及轻度冠心病胸闷，心绞痛等症	是	否	是	否
	急支颗粒	呼吸系统	清热化痰，宣肺止咳。用于治疗感冒后咳嗽、支气管炎咳嗽	是	OTC甲	是	否
	洛芬待因缓释片	神经系统	用于多种原因引起的中等程度疼痛的镇痛，如癌症疼痛、手术后疼痛、关节痛、神经痛、肌肉痛、偏头痛、头痛、痛经、牙痛等。	是	否	是	否
昆药集团	舒肝颗粒	肝病用药	舒肝理气，散郁调经。用于肝气不舒的两胁疼痛，胸腹胀闷，月经不调，头痛目眩，心烦意乱，口苦咽干，以及肝郁气滞所致的面部黧黑斑（黄褐斑）	是	OTC甲	是	否
	血塞通软胶囊	心血管	活血祛瘀，通脉活络。用于瘀血阻滞所致的缺血性中风病（脑梗塞）中经络恢复期，症见半身不遂、偏身麻木、口舌歪斜，语言蹇涩等	否 (两家)	否	是	上海
	血塞通片	心血管	活血祛瘀，通脉活络。用于瘀血阻滞所致的缺血性中风病（脑梗塞）中经络恢复期，症见半身不遂、偏身麻木、口舌歪斜，语言蹇涩等	否	否	是	上海
健民集团	龙牡壮骨颗粒	儿科/骨科	强筋壮骨，和胃健脾。用于治疗 and 预防小儿佝偻病、软骨病；对小儿多汗、夜惊、食欲不振、消化不良、发育迟缓也有治疗作用	是	是	是	否
	七蕊胃舒胶囊	消化系统	活血化瘀，燥湿止痛。用于轻中度慢性非萎缩性胃炎伴糜烂湿热瘀阻证所致的胃脘疼痛，舌质紫黯或瘀斑瘀点、舌苔黄腻、脉弦涩或弦滑	是	否	是	否
	拔毒生肌散	皮肤科	痛疽已溃，久不生肌，疮口下陷，常流败水	是	否	是	否
天士力	水飞蓟宾胶囊	肝病用药	用于急、慢性肝炎及脂肪肝的肝功能异常的恢复。	是	否	是	否
	注射用益气复脉	补益剂	益气复脉，养阴生津。用于冠心病劳累型心绞痛气阴两虚证，症见胸痹心痛，心悸气短、倦怠懒言、头晕目眩、面色少华、舌淡、少苔或剥苔，脉细弱或结代；冠心病所致慢性左心功能不全 II、III 级气阴两虚证，症见心悸、气短甚则气急喘促，胸闷隐痛，时作时止，倦怠乏力，面色苍白，动则汗出，舌淡少苔或薄苔，脉细弱或结代	是	否	是	否
	穿心莲内酯滴丸	呼吸系统	清热解毒，抗菌消炎。用于上呼吸道感染风热证所致的咽痛	是	OTC甲	是	否

中药：政策定调支持中医药高质量发展，多地落实中药集采通知

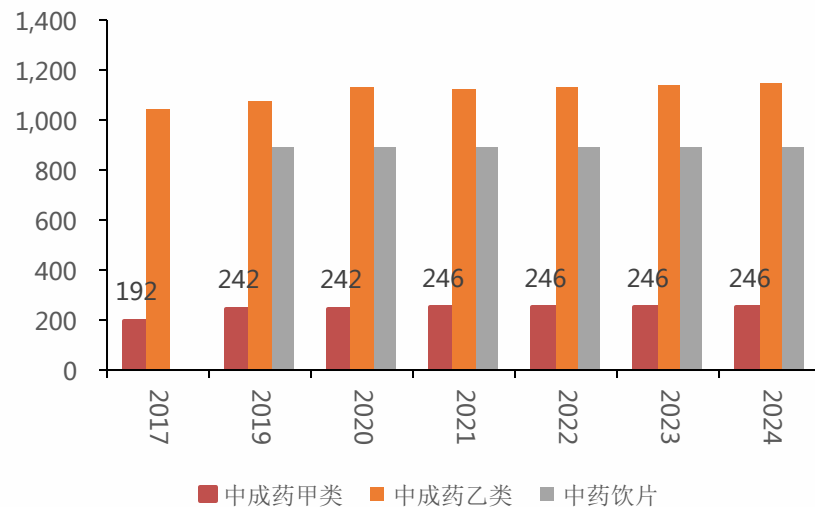
医保支付目录持续扩容，中成药数量逐年提升

- ❑ **2024年版国家医保药品目录发布**，新版药品目录已于2025年1月1日在全国范围内正式实施。新增91种药品进入国家医保药品目录，本轮调整后，国家医保药品目录内药品总数达到3159种，其中西药1765种、中成药1394种，其中中成药甲类246种，中成药乙类1148种，中药饮片892种维持不变。
- ❑ 中成药数量逐年提升、占比小幅下滑：从2017年的1238种扩容至2024年的1394种，占比从48.8%下降至44.1%。

2017-2024年医保支付目录西药、中成药



2017-2024年医保支付目录中成药及中药饮片

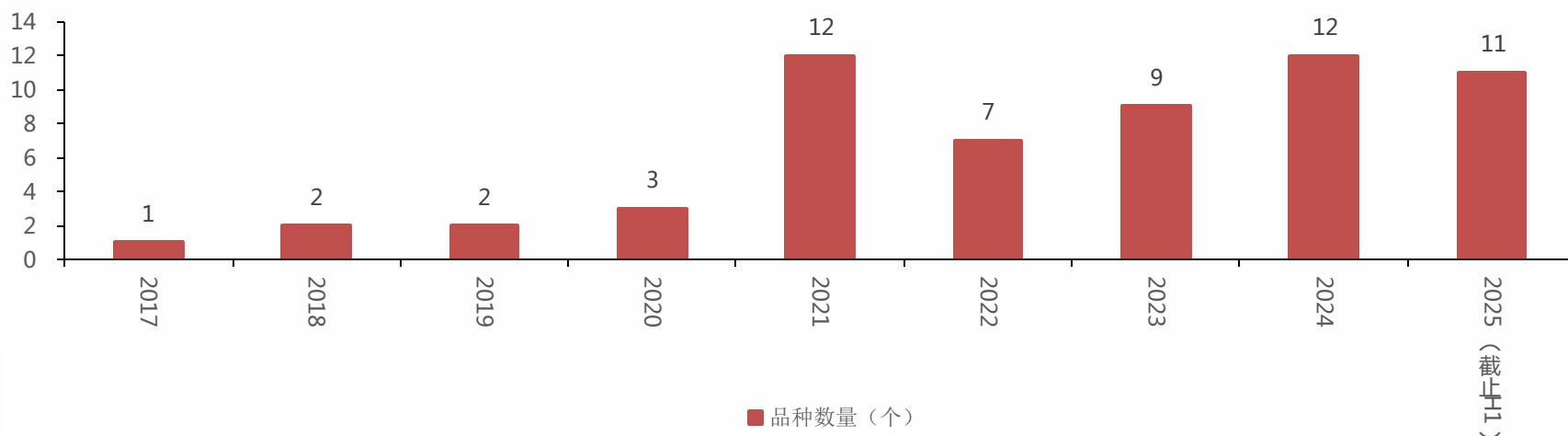


中药：政策定调支持中医药高质量发展，多地落实中药集采通知

中药创新药：行业利好政策不断，有望加速上市

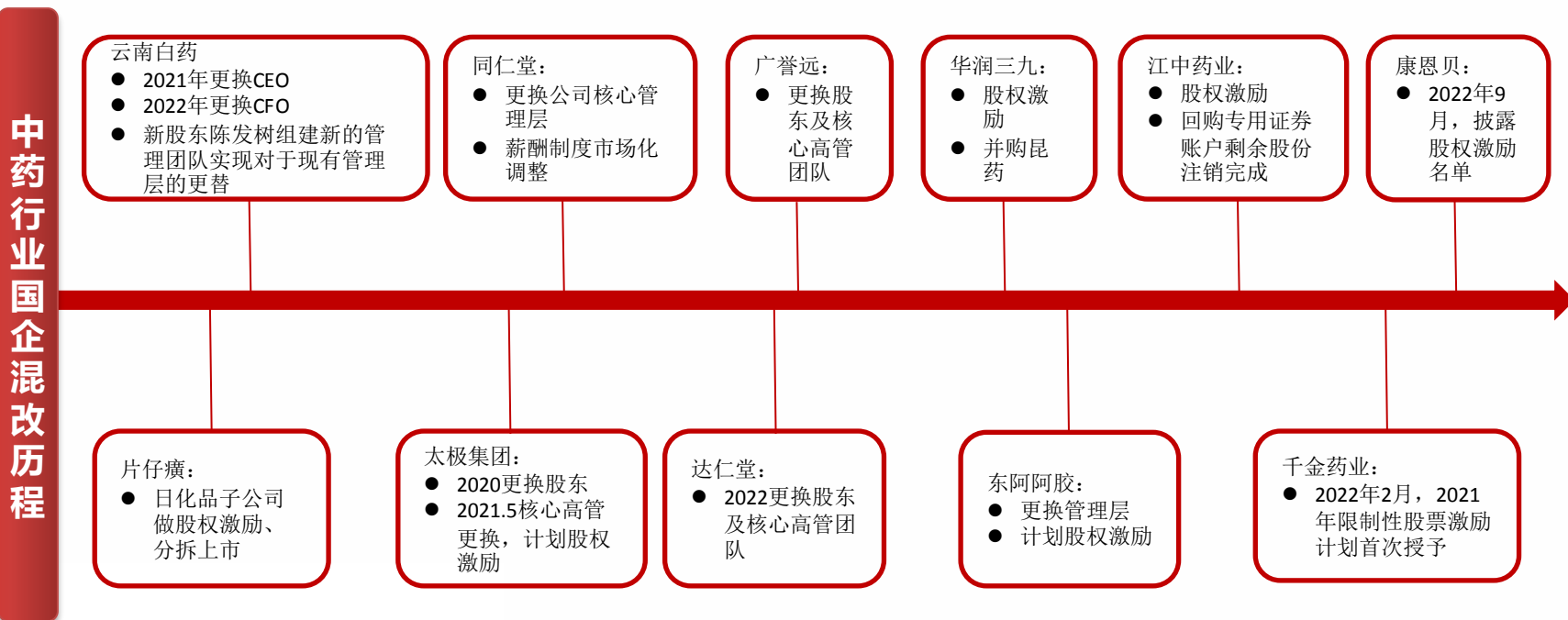
- ❑ **中药创新药获批上市加速。**截止2025年上半年，有11款中药创新药获批，其中1.1类创新药5款，分别为新疆银朵兰药业的复方比那甫西颗粒、以岭药业的芪防鼻通片、东方运嘉药业的小儿黄金止咳颗粒、健民药业的小儿牛黄退热贴膏、方盛制药的养血祛风止痛颗粒。2025年上半年中药创新药获批数量已接近2024年全年数量。未来从申报药品数量来看，随着各项指导细则以及鼓励创新政策的推出,创新药获批上市的品种有望持续增加。
- ❑ **“三结合”评审制度持续推进，部分中药有望缩短上市时间。**《基于人用经验的中药复方制剂新药药学研究技术指导原则（征求意见稿）》及《中药注册管理专门规定（征求意见稿）》提出，遵循“三结合”审评证据体系，在有充分的中医药理论的前提下，人用经验可用于支持中药复方制剂新药的研发决策或注册申请，针对部分中药新药实行优先审评审批。

2017-2025年上半年获批上市中药创新药数量



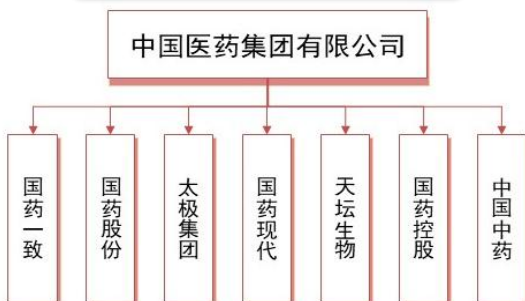
中药：政策定调支持中医药高质量发展，多地落实中药集采通知

- ❑ **中药行业国企混改加速落地。** 2022年，云南白药、同仁堂、广誉远、达仁堂、东阿阿胶完成管理层更换，部分中药企业完成股东更换，片仔癀、华润三九、太极集团、同仁堂、东阿阿胶、千金药业、康恩贝等多数中药企业计划或推行股权激励。中药企业通过理清股权关系，完善公司治理机制，提高员工的积极性等方式，后续将快速释放国企混改红利，迎来业绩的快速增长。

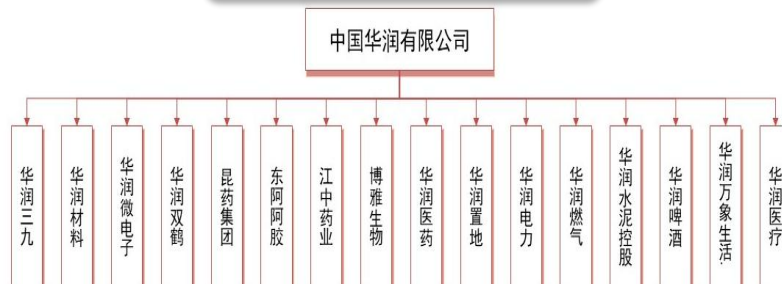


中药：政策定调支持中医药高质量发展，多地落实中药集采通知

国药集团组织架构



华润集团组织架构



国药集团旗下7家子公司主营业务情况

企业简称	主营业务
国药一致	制药工业、医药批发、零售连锁
国药股份	医药工业制造、医药商业、进口保税、第三方物流、麻醉药品
太极集团	中西成药生产、销售。
国药现代	特色原料药和中间体以及新型制剂类药物的研发、生产和销售
天坛生物	血液制品（人血白蛋白、人免疫球蛋白、人凝血因子Ⅷ）研发、制造、销售及咨询
国药控股	医药健康产品分销配送、零售诊疗、化学试剂、医疗器械、医疗健康服务
中国中药	中成药、化学药和生物药的科研、制造、销售

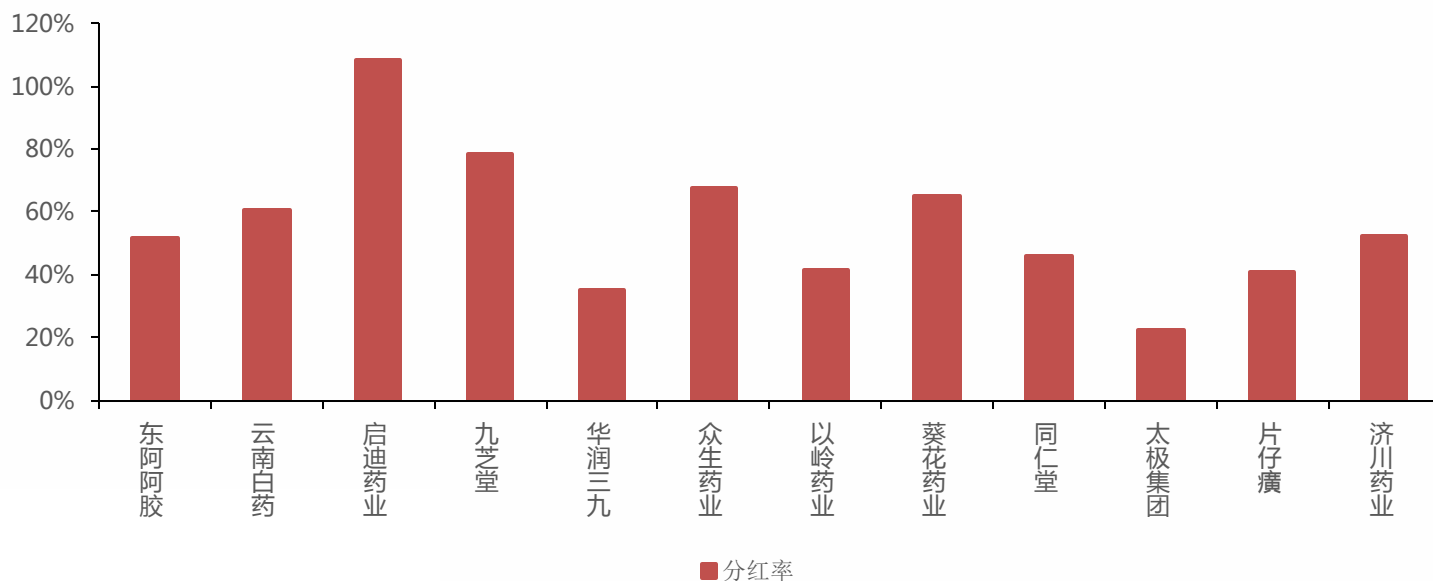
华润集团旗下医药板块子公司主营业务

企业简称	主营业务
华润三九	健康消费品（999感冒灵、999皮炎平、三九胃泰、999小儿感冒等）、处方药（999理洙王牌血塞通软胶囊、参附注射液等）
华润双鹤	慢病业务、专科业务、输液业务
昆药集团	天然植物药（中药、化学药）、医药流通
东阿阿胶	阿胶系列、毛驴养殖及销售
江中药业	中成药、保健食品、功能食品研制、生产及销售
博雅生物	血液制品、糖尿病及抗感染类化学药、生化药
华润医药	医药分销、药品制造、医药零售
华润医疗	综合性医院服务、GPO业务、医院管理及咨询服务

中药：政策定调支持中医药高质量发展，多地落实中药集采通知

- **中药板块持续高分红。** 中药企业相对现金流充足，并且部分国企背景中药企业积极响应政策，分红意愿较强。我们选取申万中药板块所有标的，2024年分红率中位数为41.7%，算术平均分红率为57.8%，其中云南白药分红率62%、东阿阿胶分红率50%、九芝堂分红率79%。

2024年中药板块部分公司分红率



医药分销：内部稳中求变，外部政策利好

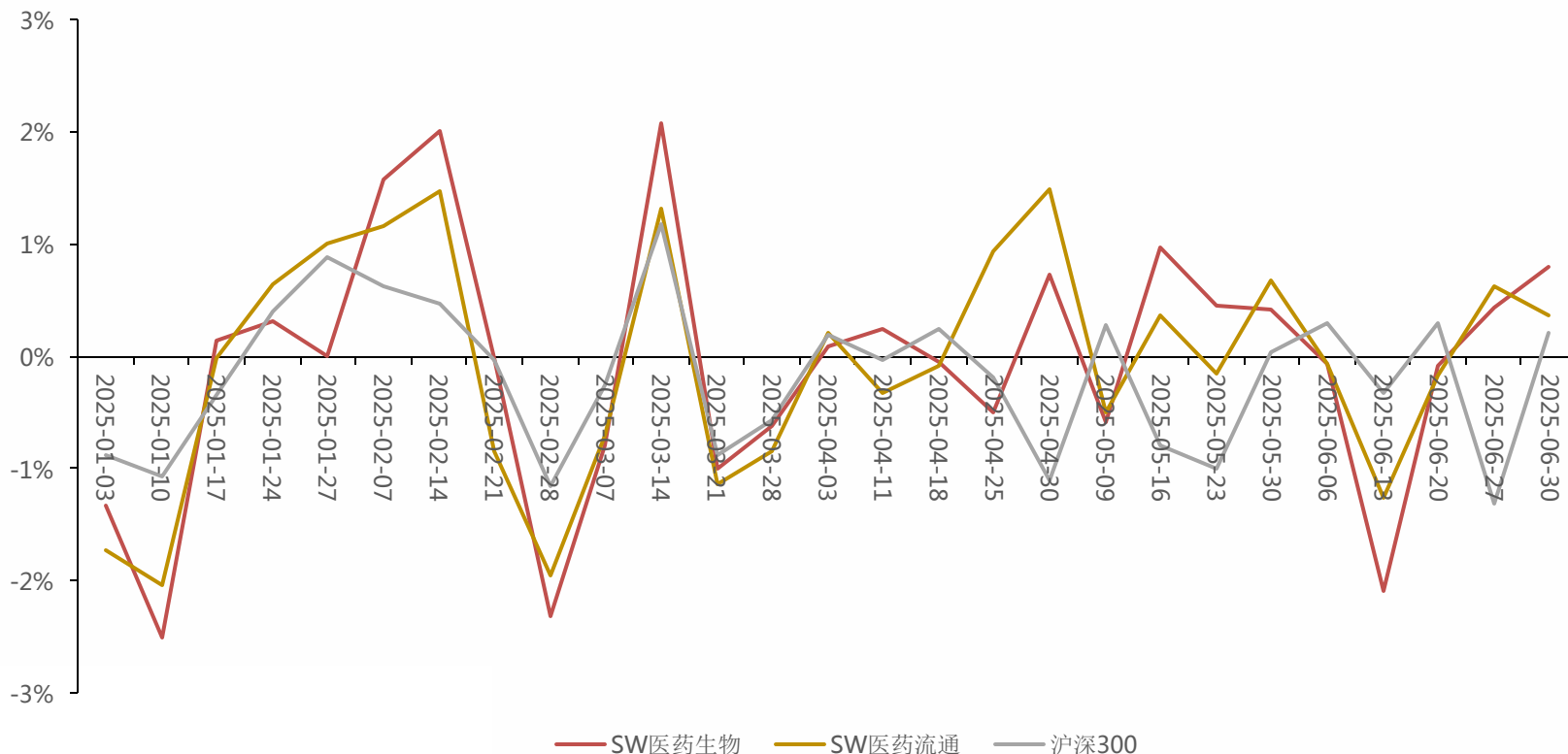
- **业绩端：业绩承压较为明显，静待行业修复。**选取21家A股医药流通领域上市公司，2024年收入总额8995.9亿元（+0.3%），归母净利润129.1亿元（-6.0%），扣非归母净利润109.4亿元（-9.7%）。分季度来看，21家公司2024Q1/Q2/Q3/Q4收入总额分别为2316.1亿元（+0.1%）/2238.5亿元（-2.0%）/2256.2亿元（+4.7%）/2185.0亿元（-1.4%），25Q1收入总额为2294.5亿元（-0.9%）。未来随着集采持续扩面和行业合规性要求持续提高，流通环节的渠道更加透明、规范、统一，行业格局有望加速出清，龙头公司有望持续提升市场份额。此外，下游医疗机构回款压力仍未改善，流通企业的垫资压力增加，融资能力较强、资金成本较低的龙头企业有望获得显著的竞争优势。从盈利能力来看，2025Q1/2024Q4样本公司整体毛利率为9.1%/9.7%，整体费用率为7.7%/8.6%。受行业集中度提升的影响，销售费用率下降；规模效应不断显现，数字物流和供应链解决方案带来管理效率提升，管理费用率持续下降。
- **看好医药分销三大方向：1）政策出台缓解院端回款压力，利好医药分销企业发展。**医保预付政策出台与支持地方化债，缓解院端现金流压力，利好医药分销。**2）行业集中度持续提升。**集采、医药反腐等政策导致毛利率下降，对医药分销企业营业成本提出更高要求。下游医疗机构现金流压力传导至医药分销企业，随着中小型医药分销企业退出，龙头企业有望持续提升市场份额。**3）商业模式优化，数字化转型提质增效，CSO增速亮眼。**医药分销企业纷纷开展智慧供应链和数字运营管理体系建设，提升医药产业链效率，强化应急响应和供应保障。部分头部企业还在满足公司自身经营需求的同时，向行业内外客户提供三方物流、医药冷链物流、数智物流与供应链整体解决方案服务，提升盈利能力。
- **相关标的：**上海医药（601607）、重药控股（000950）、柳药集团（603368）、百洋医药（301015）、九州通（600998）、国药一致（000028）等。
- **风险提示：**行业政策波动风险；药品降价风险；市场竞争加剧风险。

医药分销：内部稳中求变，外部政策利好

复盘

- 医药流通板块近半年跑输医药生物指数、沪深300。2025年上半年，医药流通板块累计涨幅0.55%，相对于医药生物指数的超额收益为-9.9%，相对于沪深300的超额收益为-2.5%。

2025年上半年医药流通板块行情图



医药分销：内部稳中求变，外部政策利好

业绩回顾

- 选取21家A股医药流通领域上市公司，2024年收入总额8995.9亿元（+0.3%），归母净利润129.1亿元（-6.0%），扣非归母净利润109.4亿元（-9.7%）。
- **分季度来看**，21家公司2024Q1/Q2/Q3/Q4收入总额分别为2316.1亿元（+0.1%）/2238.5亿元（-2.0%）/2256.2亿元（+4.7%）/2185.0亿元（-1.4%），25Q1收入总额为2294.5亿元（-0.9%）。未来随着集采持续扩面和行业合规性要求持续提高，流通环节的渠道更加透明、规范、统一，行业格局有望加速出清，龙头公司有望持续提升市场份额。此外，下游医疗机构回款压力仍未改善，流通企业的垫资压力增加，融资能力较强、资金成本较低的龙头企业有望获得显著的竞争优势。
- **从盈利能力来看**，2025Q1/2024Q4样本公司整体毛利率为9.1%/9.7%，整体费用率为7.7%/8.6%。受行业集中度提升的影响，销售费用率下降；规模效应不断显现，数字物流和供应链解决方案带来管理效率提升，管理费用率持续下降。

医药分销板块业绩概览

（亿元）	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
单季度收入	2154.1	2215.3	2316.1	2238.5	2256.2	2185.0	2294.5
同比增速	-1.9%	5.0%	0.1%	-2.0%	4.7%	-1.4%	-0.9%
归母净利润	35.8	10.4	43.1	43.6	35.1	7.3	42.0
同比增速	-11.5%	1125.9%	-1.5%	-8.1%	-2.0%	-29.5%	-2.5%
扣非归母净利润	33.2	6.2	40.4	40.9	32.6	-4.5	34.9
同比增速	-10.3%	4.8%	-1.4%	-0.1%	-1.8%	-172.4%	-13.6%

医药分销板块财务数据概览

	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
毛利率	9.55%	10.04%	9.58%	10.16%	9.39%	9.67%	9.07%
四费率	6.88%	7.77%	6.58%	7.07%	6.85%	8.60%	7.68%
销售费用率	3.74%	4.37%	3.79%	4.06%	3.89%	4.38%	4.17%
管理费用率	2.02%	2.19%	1.79%	1.92%	1.87%	2.26%	1.76%
财务费用率	0.82%	0.77%	0.71%	0.75%	0.78%	1.51%	1.45%
研发费用率	0.29%	0.44%	0.29%	0.35%	0.31%	0.46%	0.29%
净利率	1.66%	0.47%	1.86%	1.95%	1.56%	0.33%	1.83%

医药分销：内部稳中求变，外部政策利好

政策：缓解院端现金流压力，利好医药分销

- **医保基金预付：**2024年11月国家医保局发布《关于做好医保基金预付工作的通知》，明确各省级医保部门要指导统筹地区组织开展医保基金预付工作。努力缩短医保基金对医疗机构的回款周期，助力提升医疗服务质量和效率。随后，河北、浙江、湖北、重庆、四川、陕西、甘肃、新疆 等多个省份均出台了全省医保基金预付响应政策。
- **地方化债：**2024年11月8日，十四届全国人大常委会第十二次会议表决通过了关于批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》的决议。财政部部长蓝佛安表示，2023年末全国隐性债务余额为14.3万亿元。从2024年开始，连续5年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。加上此次全国人大常委会批准的6万亿元债务限额，直接增加地方化债资源10万亿元。同时也明确，2029年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还。3项政策协同发力，2028年之前，地方需消化的隐性债务总额从14.3万亿元大幅降至2.3万亿元，平均每年消化额从2.86万亿元减为4600亿元，不到原来的1/6，化债压力大大减轻。地方得以腾出更多资源用于促进发展，地方公立医院现金流压力有望减轻，利好医药分销企业发展。

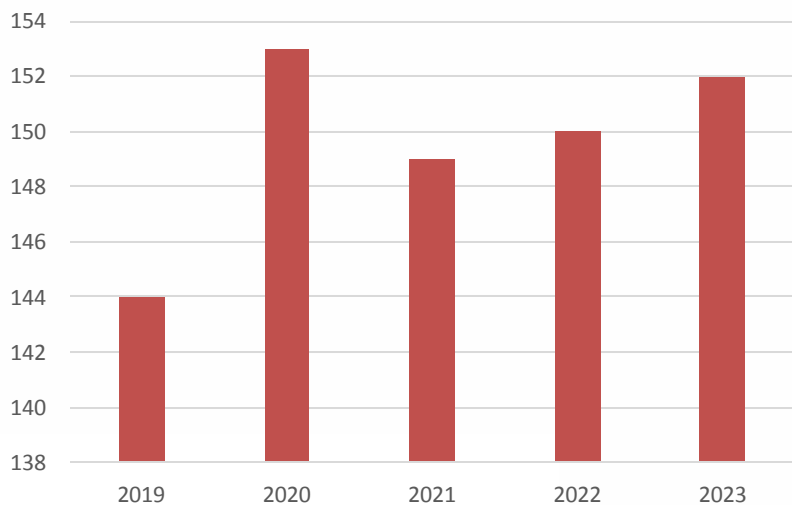
时间	事件	内容
2024.11	十四届全国人大常委会第十二次会议表决通过了关于批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》的决议	增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务
2024.11	《关于做好医保基金预付工作的通知》	明确各省级医保部门要指导统筹地区组织开展医保基金预付工作。

医药分销：内部稳中求变，外部政策利好

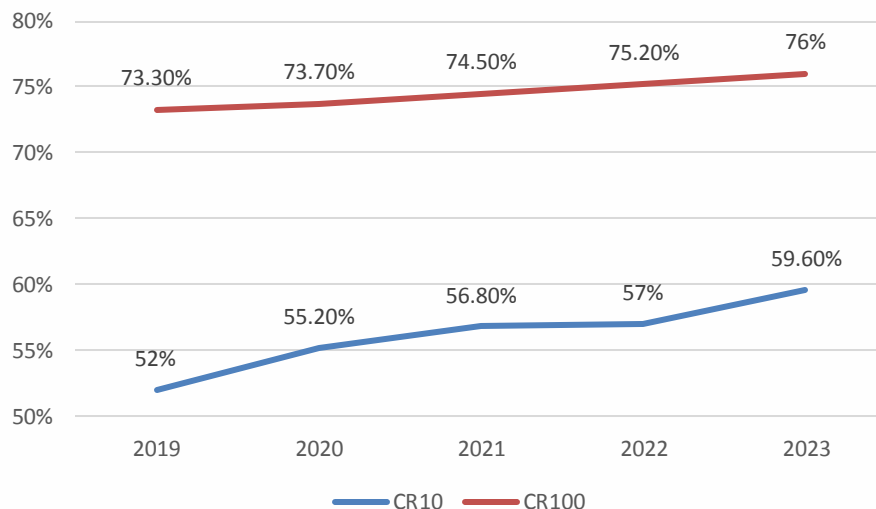
行业集中度持续提升

- **政策导向：**“十四五规划”提出到2025年我国培育形成1-3家超五万亿元、5-10家超千亿元的大型数字化、综合性药品流通企业，100家左右智能化、特色化、平台化的药品供应链服务企业；药品批发百强企业年销售额占药品批发市场总额98%以上。集采、医药反腐等政策导致毛利率下降，对医药分销企业营业成本提出更高要求。
- **下游现金流压力传导：**2022年以来下游医疗机构现金流压力持续增大，导致上游医药分销企业回款压力较大。大型医药分销企业由于体量较大、融资能力较强、资金成本较低、抗风险能力强等特征，经营层面韧性更强。随着中小型医药分销企业退出，龙头企业有望持续提升市场份额。

药品批发企业对医疗机构应收账款回款天数



医药流通领域CR10及CR100



医药分销：内部稳中求变，外部政策利好

商业模式优化

- **数字化成为医药分销行业未来发展的重要引擎。**随着药品流通行业集中度提升，医药供应链与互联网深度融合，打造新型数字化医药流通模式，建立新型医药行业供应链平台，以智慧化信息技术赋能药品流通势在必行。医药分销企业纷纷开展智慧供应链和数字运营管理体系建设，提升医药产业链效率，强化应急响应和供应保障。部分头部企业还在满足公司自身经营需求的同时，向行业内外客户提供三方物流、医药冷链物流、数智物流与供应链整体解决方案服务，提升盈利能力。
- **CSO业务表现亮眼。**CSO业务使得上游医药工业企业得以专注于医药研发生产，完善供应链分工，提升医药行业整体效率，看好国内CSO业务发展。2024年，上海医药CSO合约推广业务实现销售收入约80亿元，同比增幅达177%；九州通CSO业务实现销售收入192.7亿元。

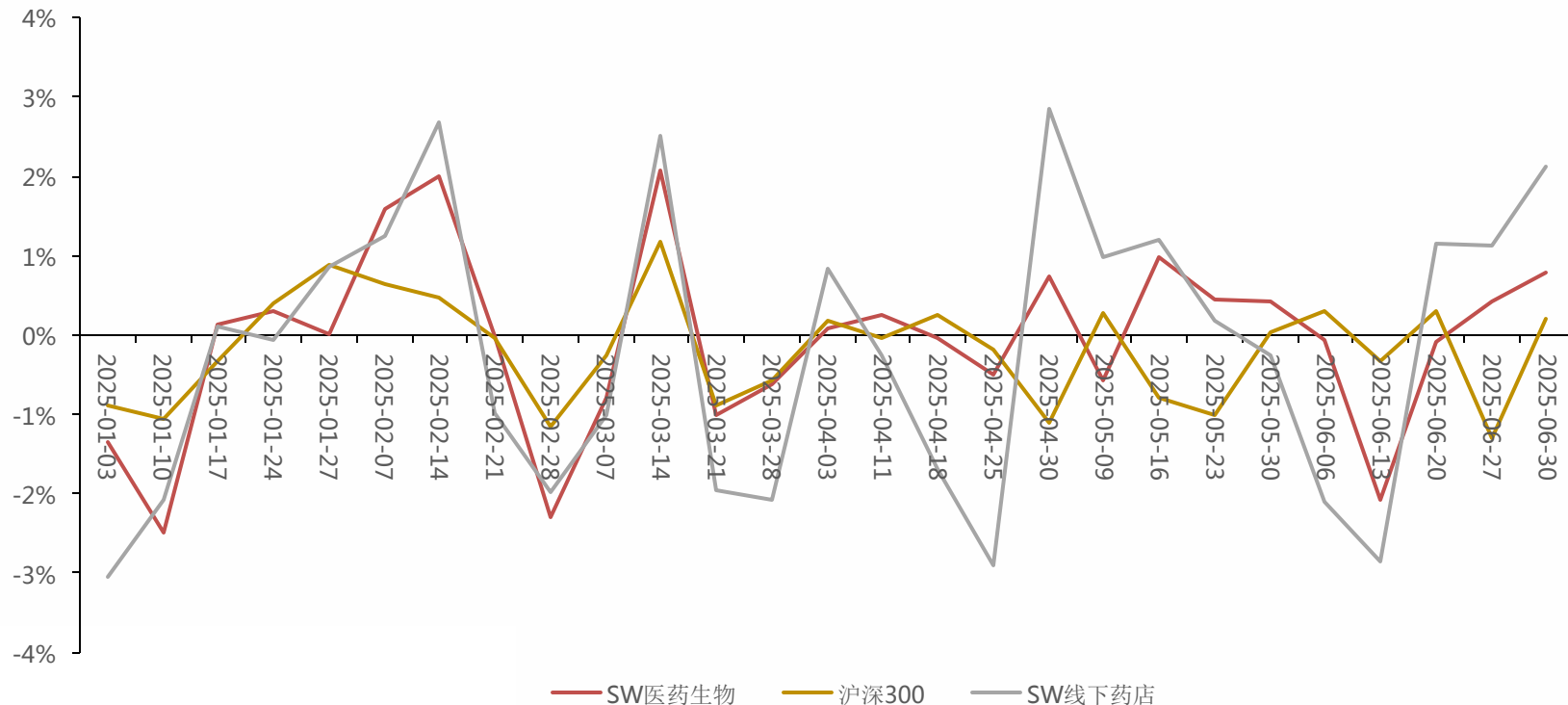
药店：积极探索多元化经营，行业持续出清

- **业绩回顾：1) 收入端：长期看盈利能力有望提升。**选取8家A股药店领域上市公司，2024年收入总额1066.5元（+4.9%），归母净利润35.1亿元（-25%），扣非归母净利润33.9亿元（-26.2%）。分季度来看，8家公司2024Q4/25Q1的收入总额分别为309.9亿元（-1%）/296.1亿元（-0.2%）。2024Q4/25Q1的归母净利润分别为0.8亿元（-87.2%）/14.5亿元（-4.6%）。分业务看，加盟及分销业务由于新店扩张，增速显著优于零售业务。分产品看，中西成药基于需求刚性，增长良好；非药品由于库存影响收入有所承压。24Q4受到行业竞争加剧、新店亏损等因素影响，利润端下滑幅度较大；25Q1作为淡季，营收规模同比小幅下滑、后续有望恢复常态。随着医保门诊统筹政策推进，处方外流加速，药店业务量不断增长，药店板块盈利提升仍将持续。**2) 毛利端：毛利率提升、药店多样化经营助力盈利能力改善。**从盈利能力来看，2024Q4/25Q1样本公司整体毛利率为32.8%/34.2%，同比+0.4pp/0pp。2024Q4/25Q1整体费用率为30.5%/30.8%，同比+2.3pp/+3.9pp。25Q1随着行业竞争加剧，销售费用率上升所致。头部企业持续拓店，新开门店及并购门店有一定的培育、整合期，客流尚需培育，导致销售费用增加。
- **看好药店两大方向：1) 门诊统筹政策推进，加速处方外流。利好头部药店，促进行业集中度提升。**行业竞争激励，店均服务人口数量下降，客单价下降，5月底以来，医保局发文对“五同药品”进行比价，多地陆续上线医保比价小程序，使用者可查询到药品在药店、医院的均价以及价格区间从而实现实时比价，促使比价药品在医院以及药店间价格趋同，供应链能力薄弱的中小药店难以在价格战中存活。随着头部企业持续拓店与中小药店闭店潮，行业连锁化程度与集中度提升。**2) “互联网+医药”高增长赛道，推动中国医药新零售发展。**定点医疗机构和零售药店线上医保购药逐步开放，《药品网络销售监督管理办法》落地，消费者网络购药意识逐年提高，医药电商市场拥有较大增长空间。互联网医院发展，电子处方加速外流。零售药店积极对接各级政府及医院处方流转平台，承接外流电子处方。
- **投资建议：**大参林（603233）、益丰药房（603939）、一心堂（002727）、老百姓（603883）、健之佳（605266）、国药一致（000028）。
- **风险提示：**门店扩张不及预期；政策变动风险；药品降价风险。

药店：积极探索多元化经营，行业持续出清

- 由于行业集中度提升、门诊统筹政策推进、药品需求稳定、门店结构优化以及即时零售渠道增长等因素，2025年上半年，药店板块表现亮眼，上半年累计涨幅15.1%，相较于医药生物板块超额4.7%，相较于沪深300超额12.1%。

药店板块行情图（2025.1.1-2025.6.30）



药店：积极探索多元化经营，行业持续出清

业绩回顾:利润有望见底，毛利率环比提升

- **收入端**：选取8家A股药店领域上市公司，2024年收入总额1066.5元（+4.9%），归母净利润35.1亿元（-25%），扣非归母净利润33.9亿元（-26.2%）。分季度来看，8家公司2024Q4/25Q1的收入总额分别为309.9亿元（-1%）/296.1亿元（-0.2%）。2024Q4/25Q1的归母净利润分别为0.8亿元（-87.2%）/14.5亿元（-4.6%）。分业务看，加盟及分销业务由于新店扩张，增速显著优于零售业务。分产品看，中西成药基于需求刚性，增长良好；非药品由于库存影响收入有所承压。24Q4受到行业竞争加剧、新店亏损等因素影响，利润端下滑幅度较大；25Q1作为淡季，营收规模同比小幅下滑、后续有望恢复常态。随着医保门诊统筹政策推进，处方外流加速，药店业务量不断增长，药店板块盈利提升仍将持续。
- **毛利端**：从盈利能力来看，2024Q4/25Q1样本公司整体毛利率为32.8%/34.2%，同比+0.4pp/0pp。2024Q4/25Q1整体费用率为30.5%/30.8%，同比+2.3pp/+3.9pp。25Q1随着行业竞争加剧，销售费用率上升所致。头部企业持续拓店，新开门店及并购门店有一定的培育、整合期，客流尚需培育，导致销售费用增加。

板块业绩概览

单位：亿元	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
营收	313.1	296.8	280.4	275.1	309.9	296.1
同比增速	-2.3%	11.4%	4.7%	5.4%	-1.0%	-0.2%
归母净利润	6.5	15.1	10.1	7.0	0.8	14.5
同比增速	-56.7%	-3.1%	-31.3%	-37.1%	-87.2%	-4.6%
扣非归母净利	7.4	14.6	9.3	6.9	1.1	14.1
同比增速	-49.5%	-3.3%	-34.4%	-34.5%	-85.5%	-3.5%

板块财务数据概览

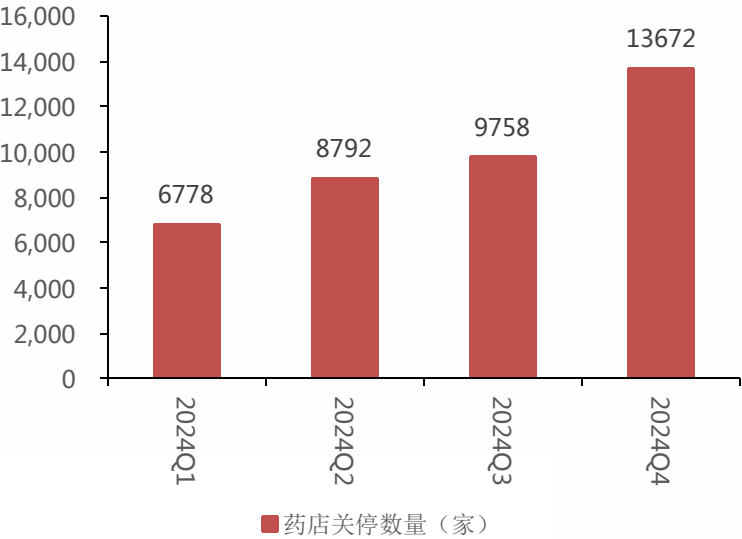
	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
毛利率	32.4%	34.2%	34.6%	34.2%	32.8%	34.2%
四费率	28.2%	26.9%	29.7%	30.3%	30.5%	30.8%
销售费用率	22.8%	22.5%	24.6%	25.2%	24.3%	25.4%
管理费用率	4.6%	3.6%	4.1%	4.1%	4.9%	3.9%
财务费用率	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	1.2%	1.4%
研发费用率	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
净利率	2.1%	5.1%	3.6%	2.6%	0.3%	4.9%

药店：积极探索多元化经营，行业持续出清

行业：药店行业加速出清，龙头集中度提升

- **行业加速出清。**根据中康数据，2024Q1/Q2/Q3/Q4我国零售药店关停数量分别为6778/8792/9758/13672家，全年合计关停3.9万家，根据上海中药行业协会预计，2025年关店数量有望达到十万家。
- 从各家上市公司情况来看，老百姓、益丰、一心堂、健之佳、漱玉平民2025Q1分别关停直营/加盟门店236/67、84/23、125/26、10/1、86/3家。

2024年各季度我国药店关停数量



各家上市公司门店及关停情况

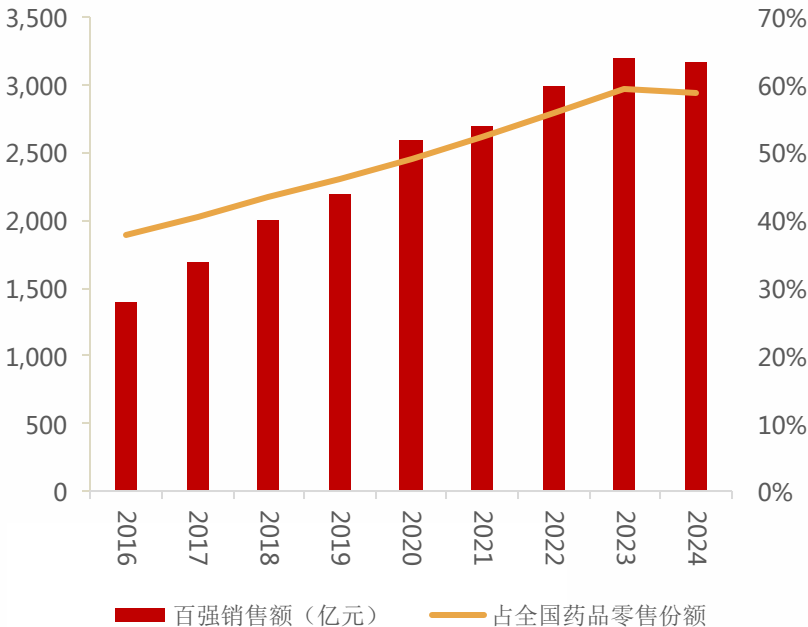
	老百姓	益丰	一心堂	大参林	健之佳	漱玉平民
25Q1门店总数（家）	15252	14694	11498	-	5486	8916
——其中直营数量	9844	10814	11498	-	5486	4353
——其中加盟数量	5408	3880	0	-	-	4563
25Q1关闭直营门店数量	236	84	125	-	10	86
25Q1关闭加盟门店数量	67	23	26	-	1	3
24年关闭直营门店数量	-	1078	358	733	66	118

药店：积极探索多元化经营，行业持续出清

行业：药店行业加速出清，龙头集中度提升

- 龙头集中度维持高位。**政策监管升级、开店限制趋严与比价行动，倒逼小连锁和单体药店逐步淘汰出局，留给连锁药店更多收购空间和开店机会，中长期内行业集中度提升趋势不变。药店行业“十四五规划”目标为药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额65%以上。连锁药店新增门店中加盟门店比例较高，加盟门店占比持续提升，带来收入增长的同时，降低整体毛利率水平。根据2024年年报显示，各家药店拓店速度均有所放缓。从行业集中度来看，根据中康产业研究院，2024年百强企业直营门店总数接近13万家，比去年增加近1.7万家门店，占全国零售连锁企业门店数量的33.7%；直营门店销售规模达到3,174亿元，占全国药品零售市场份额的58.8%，较2023年数据略有下滑。

中国药店百强企业销售额及占比



五大药房新增门店数量及增速

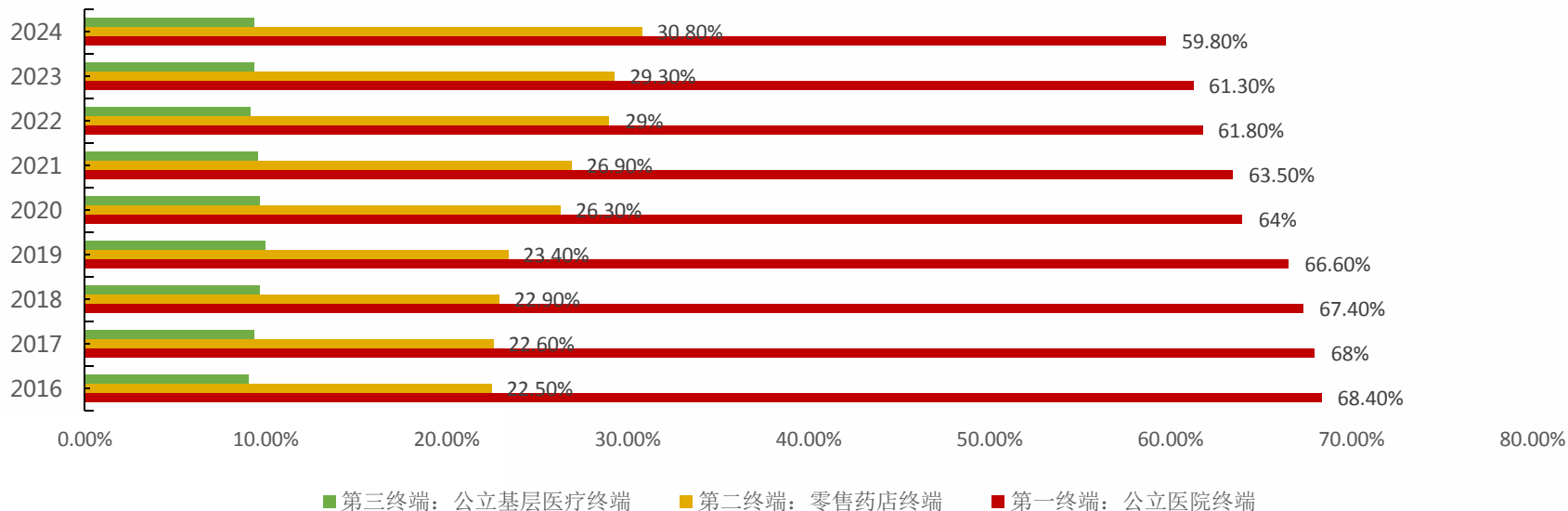
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
大参林	门店数量	3880	4756	6020	8193	10045	14074	16553
	YOY	30.00%	22.60%	26.60%	36.10%	30.90%	40.10%	17.61%
益丰药房	门店数量	3611	4752	5991	7809	10268	13250	14684
	YOY	75.40%	31.60%	26.10%	30.30%	31.50%	29%	10.82%
一心堂	门店数量	5758	6266	7205	8560	9206	10255	11498
	YOY	13.70%	8.80%	15.00%	18.80%	7.50%	11.40%	12.12%
老百姓	门店数量	3864	5128	6533	8352	10783	13574	15277
	YOY	41.40%	32.70%	27.40%	27.80%	29.10%	25.90%	12.55%
健之佳	门店数量	1506	1752	2130	3044	4055	5116	5486
	YOY	15.40%	16.30%	21.60%	42.90%	33.20%	26.20%	7.23%

药店：积极探索多元化经营，行业持续出清

政策：门诊统筹政策推进，加速处方外流

- **门诊统筹政策：**门诊统筹政策持续完善，长期来看利好零售药店，零售药店的经营管理迎来新的机遇和挑战。依据老百姓2024年三季报，已纳入门诊统筹医保管理的零售药店较未纳入的有显著优势，来客数和销售额均有所提升。2016年以来，零售药店销售额占三大终端的比例逐年提升。门诊统筹政策、集采降价、DRG付费、“双通道”等政策加速处方药流向院外市场，处方药销售占比均呈上升趋势。但是叠加在门诊统筹政策上更为严苛的医保控费和监察机制对药店盈利能力造成一定限制，并且对中小药店的影响大于对头部药店的影响。为取得门诊统筹资质，药店合规成本大幅提升。单体药店通常缺乏连锁药店那样的合规资源和资金支持，很容易在严查中被淘汰出局。在医保基金紧平衡背景下，医保局还会加大对医保定点药店的监管力度。
- 根据米内网，从三大终端零售占比来看，2024年零售药店终端占比为30.8%，同比提升1.5pp，药店占比持续提升。

2016-2024年三大终端销售额占比



药店：积极探索多元化经营，行业持续出清

政策：比价政策影响逐步消除

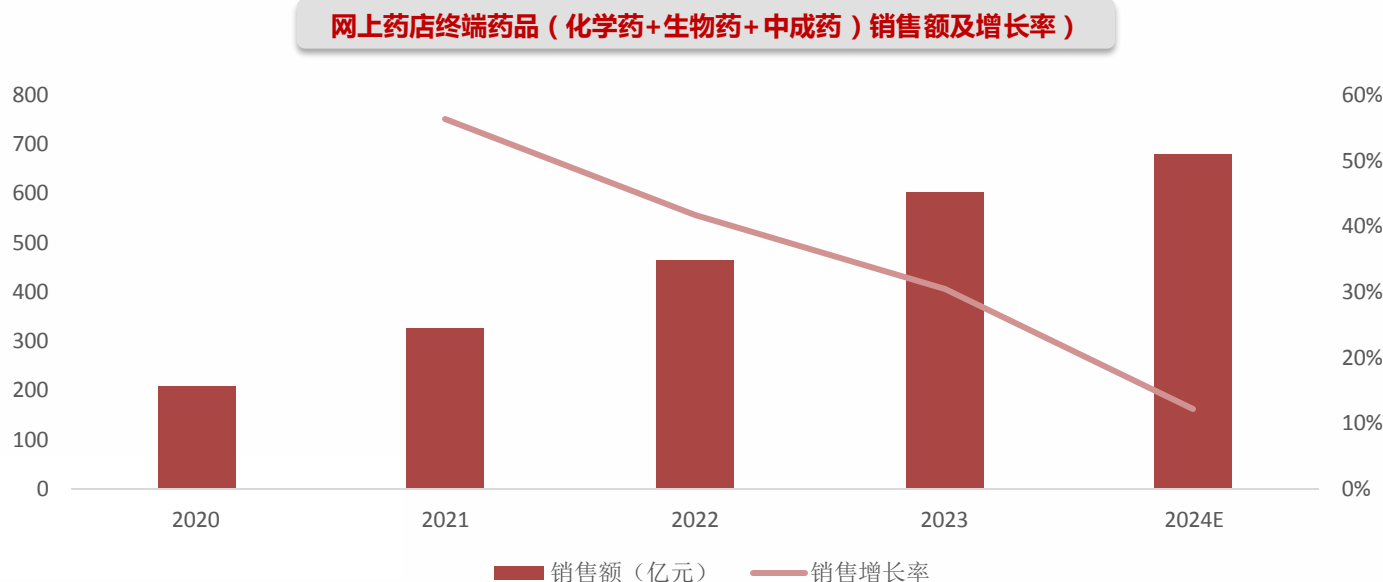
❑ 2024年10月31日，国家医保局发布《药品价格影响因素知多少？——不同渠道运营模式有影响》，承认各个渠道价格不一致现象，认可药店的运营成本、人力成本、房租物业等成本因素造成价格差异；允许线上价格因为成本原因价格更低，认可线下药店的便捷性和用药指导服务价值。

时间	事件	内容	影响
2023.12.26	医保局发布《促进同通用名同厂牌药品省际间价格公平诚信、透明均衡》	聚焦“四同药品”（同通用名、厂牌、剂型、规格），对照全全国现有挂网药品价格统计行程的监测价进行全面梳理排查，到2024年3月底前，基本消除“四同药品”省际间的不公平高价、歧视性高价	对院内端价格不同的产品造成较大影响，药企会调整各省挂网价格达到价格趋同
2024.4.9	江苏省医保局发布《关于推进阳光挂网药品价格治理工作通知》	申报价格不高于以已挂网同通用名产品数最多剂型规格中对应挂网产品中的最低价为基础，根据差比价系数计算的价格	“三同”价格治理，取消同规格，按照差比价价计算，江苏省目前针对“三同”比价仅限于院内
2024.5.29	医保局发布《关于开展“上网网店，查药价，比数据，抓治理”专项行动的函》	要求以当日同城即时配送价格作为锚点，比对省级集采平台挂网价、集采中选价、定点零售药店药价。	消除线上低价吸引客流的现象，确保线上线价格一致，部分药企受到定价策略压力后会选择提高线上平台价格，以达到“多端价格统一”
2024.6.13	国家医保局发布新闻《陕西医保上线“药品比价”功能》；	国家医保局发布消息，陕西医保上线“药品比价”功能，自药品比价功能上线以来，预计将使参保人员的购药成本下降10%-15%。	推动药品价格透明，药店端自主定价能力削弱，药店会将压力转移给品牌力较弱的上游药企
2024.10	国家医保局发布《药品价格影响因素知多少？——不同渠道运营模式有影响》	1、线下药店、非公立医院药品定价标准：未纳入医保定点的线下药店和非公立医院药品价格完全自主定价；而纳入医保定点的线下药店和非公立医院，则需要遵守医保定点协议 2、网络药店：一类是“外卖”模式，价格与线下药店接近，一些情况略低，另一类“快递”模式，由于成本较低，低于线下药店。 3、公立医院：大部分药品价格基本持平、少部分有高有低，其中集采药品价格普遍低于线下药店	承认各个渠道价格不一致现象，认可药店的运营成本、人力成本、房租物业等成本因素造成价格差异；允许线上价格因为成本原因价格更低，认可线下药店的便捷性和用药指导服务价值。

药店：积极探索多元化经营，行业持续出清

新零售：“互联网+医药”推动医药新零售发展

- **线上医保购药**：截止2025年6月30日，全国已有10个+省级行政区开放定点医疗机构和零售药店线上医保购药。其中自 2023 年 10 月起，上海市上线零售药店互联网购药医保结算服务，市民可以通过互联网购买非处方医保药品，并直接使用医保个人账户完成支付，广东省已有 13 个地市约 5000 家医保定点零售药店实现线上医保购药，新疆、江西、湖北微信医保支付已接入新疆的医保定点零售药店，自 2024 年 12 月 12 日起，天津首批 3 个第三方平台（百寿健康-美团、京东、饿了么平台）各 10 家定点零售药店正式开通医保个人账户在线购药功能。后续随着越来越多省份开放权限、纳入处方药以及允许统筹报销，医药电商活力将进一步提升。
- **医药电商**：随着《药品网络销售监督管理办法》落地，消费者网络购药意识逐年提高，医药电商市场拥有较大增长空间，医药新零售将在合规经营的基础上，从解决老百姓便捷实惠购药，逐渐走向消费者全方位健康管理服务。互联网医院发展，电子处方加速外流。“互联网+医疗”势头强劲，零售药店积极对接各级政府及医院处方流转平台，承接外流电子处方。依托大数据和人工智能等技术，新零售板块将进一步聚焦用户需求、加速业务在线化；B2C店群矩阵和O2O渠道精细化运营等方式，将实现多渠道更高效触达和服务全国消费者；顾客门店社群和会员在线运营等方式，进一步提升私域商城活跃度。



医疗服务：关注AI+布局，静待需求释放

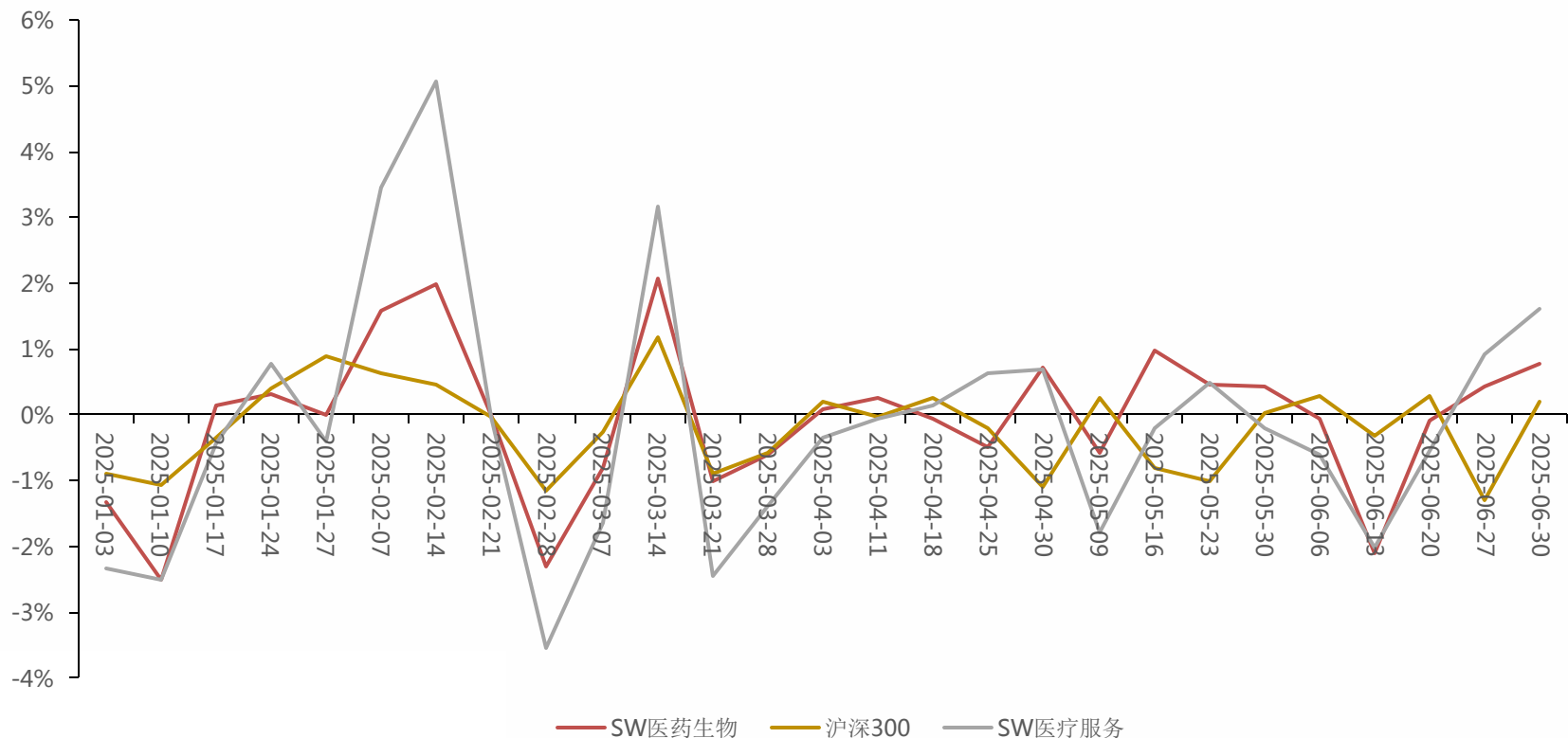
- ❑ **业绩端：1) 收入端：25Q1收入个位数增长，利润略弱于收入增速。**选取12家A股医疗服务领域上市公司，2024年收入总额550.4亿元（+1.6%），归母净利润69.4亿元（-6.1%），扣非归母净利润63.0亿元（-14.6%）。分季度来看：收入增速放缓，短期利润承压。2024Q4/2025Q1收入137.1/135.1亿元（+0.4%/+5.4%），归母净利润6.3/17.1亿元（-23.1%/+5.3%），扣非归母净利润4.4/16.6亿元（-56.5%/+7.2%）。**2) 毛利率端：25Q1毛利率改善。**24Q4/25Q1医疗服务板块的毛利率为40.7%/42.5%。24年Q4/25Q1四费率分别为34%/31.1%。2024Q4毛利率下滑的原因我们推测跟部分手术如屈光、视光等消费医疗类业务受到外部环境竞争加剧、集采、DRG实施等影响，价格有所下降。此外部分医疗机构新拓展部分医院还处于爬坡和盈利改善的上行周期，因此毛利率有所下滑。
- ❑ **政策端：1) 政策持续赋能AI医疗发展，破解老龄化时代健康管理难题。**面对老龄化与医疗资源分布不均的挑战，我国通过顶层设计推动AI技术与医疗服务深度融合。政策层面聚焦“技术创新+场景落地”双路径：一方面鼓励医疗机构与科技企业合作，加速AI辅助诊断、智能健康管理系统的研发，推动AI在慢性病筛查（如糖尿病视网膜病变识别）、康复护理（如智能理疗设备）等领域的应用；另一方面重点支持基层医疗场景的AI工具普及，通过试点项目推动AI问诊、远程影像诊断等技术下沉，缓解县域及社区医疗机构的资源缺口。**2) 商业医保补充支持行业发展，DRG全面推广。**我国医保基金在老龄化趋势、防疫支出等多方面影响下长期承压，医保控费为长期基调。医保局发文做好医保基金预付，在国家层面统一和完善医保基金预付制度，探索医保基金对医疗机构的即时结算。努力缩短医保基金对医疗机构的回款周期，助力提升医疗服务质量和效率。鼓励商业保险发展，作为国家医保的补充，能促进行业发展。随着反腐、飞检逐步进入尾声，医院逐步进入到常态化的运营状态。
- ❑ **2025年下半年需寻找医疗服务板块个股机会。**1)重视Ai+布局标的；2)重视政策倾斜板块；3)关注并购催化、业绩反转、业务结构转型等逻辑的个股标的。
- ❑ **相关标的：**板块估值进入底部区间，建议关注美年健康、爱尔眼科、华厦眼科、普瑞眼科、通策医疗、瑞尔集团、国际医学、信邦制药等。
- ❑ **风险提示：**消费复苏不及预期风险；市场竞争加剧；政策风险；公司经营进展不及预期等。

医疗服务：关注AI+布局，静待需求释放

回顾：医疗服务板块年初至今复盘

- 医疗服务板块近半年表现亮眼。年初至今医疗服务板块累计涨幅16.2%，相对于医药生物指数的超额收益为5.7%，相对于沪深300的超额收益为13.2%。

医疗服务板块历史回顾（2025.1.1-2025.6.30）



医疗服务：关注AI+布局，静待需求释放

业绩：收入增速放缓，2025年有望重回增长态势

- **2024&2025Q1医疗服务板块总结**：选取12家A股医疗服务领域上市公司，2024年收入总额550.4亿元（+1.6%），归母净利润69.4亿元（-6.1%），扣非归母净利润63.0亿元（-14.6%）。
- **分季度来看：收入增速放缓，短期利润承压**。2024Q4/2025Q1收入137.1/135.1亿元（+0.4%/+5.4%），归母净利润6.3/17.1亿元（-23.1%/+5.3%），扣非归母净利润 4.4/16.6亿元（-56.5%/+7.2%）。
- **从盈利能力来看**，24Q4/25Q1医疗服务板块的毛利率为40.7%/42.5%。24年Q4/25Q1四费率分别为34%/31.1%。毛利率下滑的原因我们推测跟部分手术如屈光、视光等消费医疗类业务受到外部环境竞争加剧、集采、DRG实施等影响，价格有所下降。此外部分医疗机构新拓展部分医院还处于爬坡和盈利改善的上行周期，因此毛利率有所下滑。

板块业绩概览

单位：亿元	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
营收	136.5	128.1	138.2	147.0	137.1	135.1
同比增速	38.62%	3.06%	3.24%	-0.19%	0.44%	5.42%
归母净利润	8.2	16.3	21.9	24.9	6.3	17.1
同比增速	-248.97%	-3.69%	0.31%	-7.64%	-23.13%	5.31%
扣非归母净利	10.1	10.2	14	19.1	1	12.6
同比增速	-562.05%	3.62%	-14.10%	-9.22%	-56.47%	7.24%

板块财务数据概览

	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
毛利率	43.78%	43.46%	45.61%	47.55%	40.67%	42.46%
四费率	27.75%	26.54%	27.38%	26.23%	33.99%	31.13%
销售费用率	12.88%	11.37%	12.83%	11.84%	13.87%	14.07%
管理费用率	11.67%	12.15%	11.58%	11.45%	12.45%	11.76%
财务费用率	1.28%	1.48%	1.48%	1.46%	5.57%	3.81%
研发费用率	1.92%	1.54%	1.49%	1.49%	2.10%	1.50%
净利率	6.00%	12.69%	15.86%	16.92%	4.59%	12.67%

医疗服务：关注AI+布局，静待需求释放

业绩：收入增速放缓，2025年有望重回增长态势

- 消费医疗属性标的、严肃医疗属性标的2024年大部分承压。2024年以来在高基数以及消费疲软的影响下，业绩增速出现分化。我们认为宏观经济环境对消费属性医疗服务公司业绩有一定影响，行业机会仍需等待。利润承压以及回款压力对业内公司提出挑战，看好优质龙头企业发展。严肃医疗属性标的由于其具备刚需属性，收入端表现较平稳，利润端或受DRG政策影响有一定程度下滑，整体板块机会仍需等待。

医疗服务板块（医院赛道）2023-2024年收入及利润增速

			2023		2024	
			收入增速	归母净利润增速	收入增速	归母净利润增速
偏消费属性	眼科行业	爱尔眼科	26%	33%	3%	6%
		华夏眼科	24%	30%	0%	-36%
		普瑞眼科	58%	1203%	-1%	-138%
		何氏眼科	24%	95%	-8%	-143%
	口腔行业	通策医疗	5%	-9%	1%	0%
	体检行业	美年健康	26%	190%	-2%	-44%
偏基础医疗属性	肿瘤治疗	盈康生命	27%	117%	6%	15%
	康复治疗	澳洋健康	8%	423%	-8%	-18%
	综合医院	新里程	14%	-80%	-3%	296%

医疗服务：关注AI+布局，静待需求释放

眼科：预计2025年收入增长

□ 内生增长：

1) 刚需属性基础疾病治疗项目收入增长。2023年白内障、基础眼病等刚需类治疗项目收入由于疫后修复积压需求释放等原因呈现快速增长态势，各公司白内障项目收入增速均高于公司整体收入增速，2024年由于基数原因，该项业务增速放缓，同时由于白内障集采影响，各家公司逐步降低基础疾病收入占比。进入2025年，基数影响消化，随着互联网与电子产品的广泛运用，眼病患者群体或将扩大，预计收入将增长。

2) 预计消费属性屈、视光项目收入将增长。屈光、视光等偏消费属性项目，各家表现略有差异，总体来看，受经济形势影响，23年增速仍较为强劲，24年趋势放缓，从2025年一季度各家公司报表情况来看，全年预计屈光视光收入将延续增长态势。

眼科公司各业务收入增速

爱尔眼科				
	2021年	2022年	2023年	2024年
屈光	26.90%	14.80%	17.27%	2.31%
白内障	11.70%	-2.20%	55.24%	4.87%
眼前段	21.30%	-8%	33.74%	5.95%
眼后段	21.70%	6.10%	31.31%	8.22%
视光	37.68%	11.85%	31.25%	6.42%
整体增速	25.93%	7.39%	26.43%	3.00%
普瑞眼科				
	2021年	2022年	2023年	2024年
屈光	29.76%	11.29%	33.52%	-5.31%
白内障	5.23%	-13.04%	137.96%	-3.04%
综合眼病	28.65%	-12.65%	78.66%	12.81%
视光	34.34%	-5.83%	52.65%	-2.60%
整体增速	25.54%	0.91%	57.50%	-1.46%
华夏眼科				
	2021年	2022年	2023年	2024年
屈光	31.64%	12.07%	12.43%	7.44%
白内障	15.33%	-0.69%	31.38%	-11.56%
整体增速	21.86%	5.51%	24.12%	0.30%
何氏眼科				
	2021年	2022年	2023年	2024年
屈光	13.51%	1.52%	17.15%	-9.08%
白内障	2.73%	-15.30%	54.47%	-23.61%
视光	26.35%	1.29%	10.49%	-5.82%
整体增速	14.94%	-0.74%	24.07%	-7.56%

医疗服务：关注AI+布局，静待需求释放

眼科：关注有并购及扩张预期标的

□ 外延扩张：

1) 爱尔眼科：2025 年 5 月，爱尔眼科全资子公司深圳滨海爱尔眼科医院以 6.49 亿元完成对深圳广晟数码技术有限公司 60% 股权及特定债权的收购，2025 年 3 月，爱尔眼科对天津爱尔眼科医院有限责任公司进行增资，增资额为 1.3 亿元。

3) 华厦眼科：2025年公司已开启海外布局步伐，近期将重点考虑以欧洲、亚洲为主的并购标的，包括眼科医疗服务机构及上游设备和耗材生产商，目前公司正在招聘海外投资并购总监。

截至2024年底A股眼科上市公司医疗机构数量

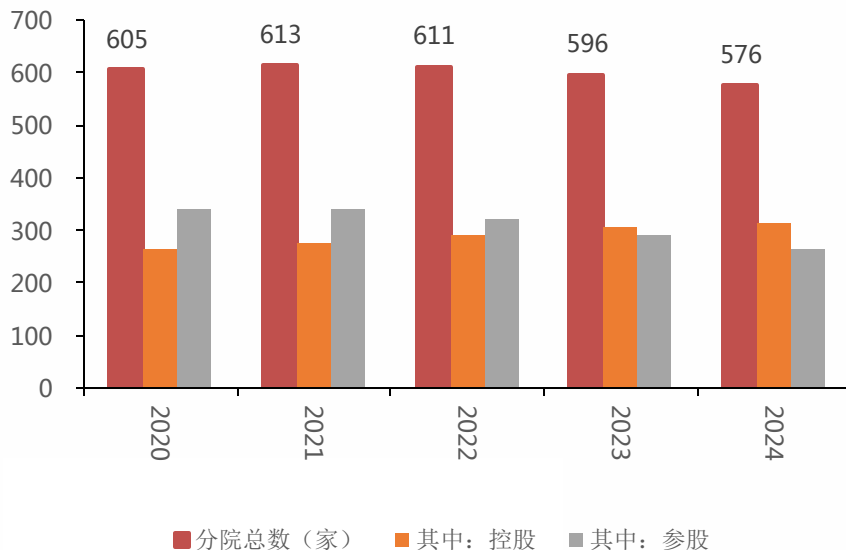
	截至2022年12月31日	截至2023年12月31日	截至2024年12月31日
爱尔眼科	国内医院：215家	国内医院：256家	国内医院：352家
	国内门诊：148家	国内门诊：183家	国内门诊：229家
	海外：118家	海外：131家	海外：163家
华厦眼科	57家医院，23家视光中心	57家医院，60家视光中心	62家医院，66家视光中心
普瑞眼科	24家医院，3家门诊	27家医院，3家门诊	35家医院，4家门诊
何氏眼科	3家三级眼保健机构，35家二级眼保健机构，64家初级眼保健机构	公司初级、二级、三级眼保健服务机构共计121家	公司初级、二级、三级眼保健服务机构共计127家

医疗服务：关注AI+布局，静待需求释放

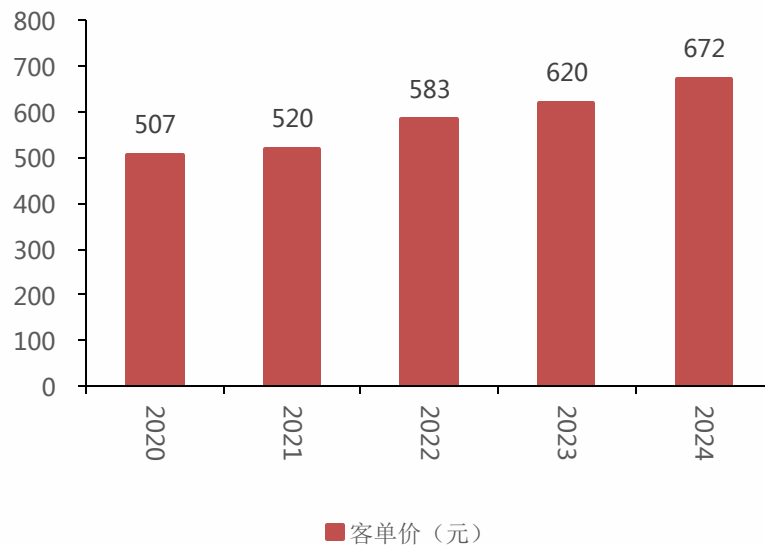
体检：赛道潜力大，横向AI健康管理市场扩容

□ **美年健康：深耕AI健康管理。**1) 品牌壁垒突出，个检占比持续提升，2024年公司团体/个人收入占比为75.9%：24.1%，2023年团体/个人收入占比为80%：20%，客单价持续提升，2023/2024年客单价分别为620元、672元，公司经营质量有望边际企稳；2) 深耕AI健康管理，推出“健康小美”、血糖健康、肝健康、胃肠道健康等专精特新AI健康管理产品，以及肺结宁、HPV E6/E7蛋白检测、脑睿佳、胶囊胃镜等深度专检；3) 布局AI辅助诊断，合作达摩院推动多癌筛查AI技术在体检领域加速落地。

2020-2024年美年健康控股参股情况



2020-2024年美年健康平均客单价



医疗服务：关注AI+布局，静待需求释放

政策：政策支持社会办医，开展医药反腐

- ◆ **支持社会办医，增加医疗服务供给。**社会办医的行业环境日趋规范，作为公立医疗机构重要补充的历史任务，社会办医在满足多样化医疗需求方面越来越发挥着不可替代的作用。
- ◆ **医药反腐，推动行业高质量发展。**全国医药反腐工作开展，净化医疗市场，推动医药费用下降。降低百姓用药和治疗成本，驱使企业更关注于做好以药效和医疗价值服务为导向。

时间	事件	内容
2023.2	《关于进一步深化改革促进乡村医疗卫生体系健康发展的意见》	鼓励社会力量办诊所、门诊部、民营医院等，为农民群众提供多元化医疗服务。
2023.3	《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》	促进优质医疗资源扩容和区域均衡布局，建设中国特色优质高效的医疗卫生服务体系。社会办医疗机构可牵头组建或参加医疗联合体。
2023.8	《全国医药领域腐败问题集中整治工作有关问答》	启动了为期1年的全国医药领域腐败问题集中整治工作，以问题为导向，聚焦医药行业“关键少数”和关键岗位,坚决整治违规违纪违法行为,构建风清气正的行业氛围为医药卫生事业高质量发展提供保障。
2023.12	《关于全面推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的指导意见》	鼓励引导社会力量办医疗机构加入县域医共体。
2024.4	《2024年医疗保障基金飞行检查工作方案》	重点检查2022年1月1日—2023年12月31日期间医保基金使用、管理及有关内部控制制度建设、实施等情况，必要时追溯检查以前年度或延伸检查至2024年度
2024.5	《2024年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点》	加大对高额费用病例的抽检评价，推进医疗行业信用体系建设。落实办医主体责任，开展大型医院巡查工作。
2024.6	《关于打造消费新场景培育消费新增长点的措施》	明确提出鼓励有条件的地区和医疗机构提供特需医疗服务，支持社会力量进入高端医疗服务领域。
2025.3	《2025年政府报告》	2025 年政府工作报告提出，促进优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局，实施医疗卫生强基工程。加强护理、儿科、病理、老年医学专业队伍建设，完善精神卫生服务体系。

医疗服务：关注AI+布局，静待需求释放

政策：集采与DRG政策出台，利好优质企业

- ◆ **利好优质企业，促进行业集中度提升。**政策压缩毛利空间，倒逼医疗服务机构提高运营效率、加强成本控制、优化资源配置。龙头企业依托供应链与技术等优势，展现出更强适应性与韧性。随着成本控制不佳的企业陆续退出，行业集中度将进一步提升。

时间	事件	内容
2021.4	《关于开展国家组织高值医用耗材集中带量采购和使用的指导意见》	针对价格虚高、群众反映强烈的高值医用耗材，如人工晶体、冠脉支架等，通过集中带量采购，降低高值医用耗材的价格，减轻患者负担。
2021.11	《关于印发DRG/DIP支付方式改革三年行动计划的通知》	从2022年到2024年，全面完成DRG/DIP付费方式改革任务，实现医保支付方式改革全覆盖。加强医疗机构系数管理，有效体现医疗服务技术含量，促进医疗服务下沉，促进分级诊疗，大幅提高医疗服务资源和医保基金使用绩效。
2022.1	《关于开展口腔种植体系统集中带量采购工作的通知》	明确了种植牙集采的具体要求和实施步骤。
2024.7	《关于印发按病组（DRG）和病种分值（DIP）付费2.0版分组方案并深入推进相关工作的通知》	进一步细化和完善分组规则，提高分组的科学性和准确性。提出特例单议机制，将特病单议的DRG比例从1%提高到5%，提升医院对危重症患者的接纳能力。

医疗服务：关注AI+布局，静待需求释放

政策：Ai医疗成发展重心，大模型成其中重点一环

◆ **政策持续赋能AI医疗发展，破解老龄化时代健康管理难题。**面对老龄化与医疗资源分布不均的挑战，我国通过顶层设计推动AI技术与医疗服务深度融合。政策层面聚焦“技术创新+场景落地”双路径：一方面鼓励医疗机构与科技企业合作，加速AI辅助诊断、智能健康管理系统的研发，推动AI在慢性病筛查（如糖尿病视网膜病变识别）、康复护理（如智能理疗设备）等领域的应用；另一方面重点支持基层医疗场景的AI工具普及，通过试点项目推动AI问诊、远程影像诊断等技术下沉，缓解县域及社区医疗机构的资源缺口。

发布时间	政策名称	内容
2024年7月	《健康中国行动——糖尿病防治行动实施方案(2024—2030年)》	运用互联网、人工智能等技术开展远程会诊、临床辅助决策，推进糖尿病智慧健康管理试点人工智能糖尿病视网膜病变筛查等新技术，提升健康管理效率
2024年7月	《健康中国行动——慢性呼吸系统疾病防治行动实施方案(2024—2030年)》	加强慢性呼吸系统疾病规范化诊疗和健康管理，完善诊疗指南、临床路径，探索应用人工智能、大数据等技术建立规范化基层诊疗辅助系统
2024年7月	《中药标准管理专门规定》	坚持传承与创新，遵循中医药理论，鼓励在中药标准中应用大数据、人工智能等先进技术，持续提高中药质量可控性
2024年6月	《2024—2025年持续开展“公立医疗机构经济管理年”活动》	建立以业财融合为核心的运营管理信息集成平台，强化人工智能等技术应用，加快信息系统互通互联与数据共享共用，提升运营管理精细化水平和效率效益
2023年10月	《健康中国行动—癌症防治行动实施方案(2023—2030年)》	推进多学科诊疗模式，探索以癌症病种为单元的专病中心建设，运用互联网、人工智能等技术开展远程医疗服务，建立规范化诊治辅助系统，提高基层诊疗能力
2022年9月	《“十四五”国家高新技术产业开发区发展规划》	强调在生物技术等关键行业实施技术创新驱动发展战略的重要性
2022年11月	《“十四五”全民健康信息化规划》	提出促进医学人工智能应用试点，推动AI医疗市场扩容
2021年7月	《人工智能医用软件产品分类界定指导原则》	对于算法在医疗应用中成熟度低（指未上市或安全有效性尚未得到充分证实）的人工智能医用软件，若用于辅助决策，如提供病灶特征识别、病变性质判定、用药指导、治疗计划制定等临床诊疗建议，按照第三类医疗器械管理；若用于非辅助决策，如进行数据处理和测量等提供临床参考信息，按照第二类医疗器械管理。
2019年9月	《促进健康产业高质量发展行动纲要(2019-2022年)》	加快人工智能在医学影像辅助判读、临床辅助诊断、多维医疗数据分析等方面应用，推动符合条件的人工智能产品进入临床试验，探索医疗资源薄弱地区及基层医疗机构应用人工智能辅助技术提高诊疗质量，促进分级诊疗
2018年7月	《关于深入开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动的通知》	加快推进智慧医院建设，优化诊疗流程，推进智能医学影像识别、病理分型、多学科会诊及智能语音技术应用，提升医疗服务效率
2018年4月	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	研发基于人工智能的临床诊疗决策支持系统，开展智能医学影像识别及多种医疗健康场景下的智能语音技术应用

医疗服务：关注AI+布局，静待需求释放

政策：AI医疗成发展重心，大模型成其中重点一环

◆ 目前全球领先的可用于AI辅助诊断的重点模型主要包括谷歌的DeepMind MediGemini、微软InnerEye、达摩院的DAMO PANDA等。

模型名称	应用领域
谷歌DeepMind MediGemini	能通过血液样本，在约 3 秒内精准识别 13 种早期癌症，总体准确率达 97.8%，超越全球三甲医院专家组约 92.5% 的平均水平，在胰腺癌、卵巢癌、胆管癌等传统难以早期确诊的癌症类型上优势明显。
微软InnerEye	主要用于肿瘤检测与分割、解剖结构识别等，可用于AI辅助放疗定位，扫描和绘制速度提升 2.5倍，准确率达90%
医联 MedGPT	2025 年其诊断准确率超过 97.5%，能覆盖 80% 以上的成年人疾病和 90% 以上的儿科疾病
百度灵医大模型	实现病历语义深度解析，结构化输出准确率超 98%，中文医疗实体识别达行业领先水平

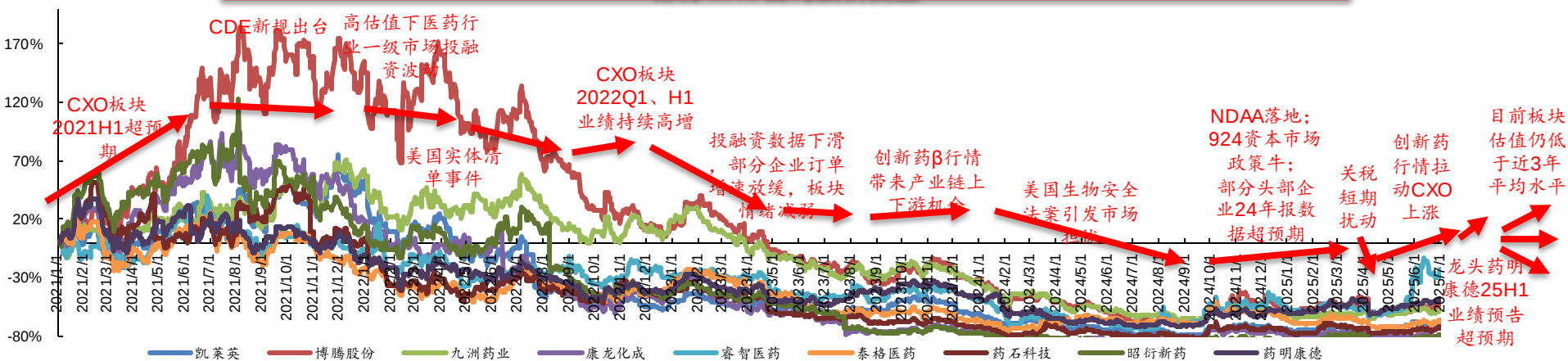
CXO：重回增长轨道，上半年国内投融资活动回暖

- **2024-2025 CXO板块股价复盘与估值**：2024年上半年CXO板块在美国生物安全法案事件等因素催化下继续走低；2024年9月下旬A股出现政策驱动性牛市，CXO板块同步上涨；2025年3月部分头部CXO上市公司年报业绩数据、订单数据超预期，二级市场Price in；2025年4月特朗普政府关税政策引发全球股市大跌；2025年5月-6月随短期扰动出清、下游创新药结构牛拉动，CXO板块整体上行。截至目前，CXO板块平均估值37倍，低于近三年平均估值41倍，仍处相对低位。
- **业绩表现：新冠高基数扰动完全释放，2024Q4-2025Q1CXO板块重回增长轨道**。2024年CXO板块共实现收入870.0亿元（-4.3%）；实现归母净利润133.3亿元（-23.9%）；实现扣非归母净利润132.4亿元（-20.1%）。分季度看，板块24Q4实现收入241.6亿元（+7.1%）；实现归母净利润26.4亿元（+94.6%）；实现扣非归母净利润32.6亿元（+73.5%）。板块25Q1实现收入217.4亿元（+13.2%）；实现归母净利润49.9亿元（+78.6%）；实现扣非归母净利润增速为34.7亿元（+23.0%）。2023年新冠大订单交付进入尾声，2024年前三季度表现业绩仍受基数影响，2024Q4至2025Q1收入端重回增长轨道，利润端快速回升。2024年CXO板块整体毛利率为38.1%（-2.8pp）、净利率为15.3%（-4.1pp）。销售费用率（2.8%，+0.4pp）、管理费用率（10.1%，+0.3pp）、研发费用率（5.6%，+0.3pp）小幅提升，财务费用率基本持平在-1.2%。由部分企业高利润大订单完成后回归持续经营业务、部分赛道/市场竞争加剧、整体销售/研发投入增加等因素导致。
- **宏观维度：美联储降息周期下投融资环境有望改善**。2024年美联储货币政策转向宽松，目前联邦基金利率区间为4.25%-4.5%。美联储点阵图2025年/2026年/2027年预测中值区间分别为3.75%-4.0%/3.5%-3.75%/3.25%-3.5%，较前次点阵图有所上调，总体上来看，降息周期下医药生物投融资环境或向好，biotech外包服务需求有望改善。
- **行业维度：中国医疗健康投融资回暖，全球同比收缩**。长期看，预计2021-2028年全球医药研发将以2.6%的复合增速增长；**1）国内**：2021年以来中国医疗健康领域投融资总额持续收缩，2024投融资金额、事件数均下降至近十年底部位置。**2025H1**中国医疗健康领域投融资金额、事件数均同比增长，投融资总金额为333.6亿元（+18.2%）、投融资事件数267件（+1.9%）。2025Q1、Q2投融资总额分别为186.3亿元、147亿元，分别同比+10.5%、+24.6%，内需持续修复；**2）海外**：2022年-2023年全球医药投融资活动趋于冷静，2024年上半年融资额迎来21年后的小高峰。2025H1全球医疗健康投融资总额为2529.85亿元，同比-46.2%；投融资事件数共计1072件，同比-24.3%，相对去年同期收缩。
- **企业维度：头部企业在手订单向好，增速分化**。截至2025年一季报，20家CXO样本企业合同负债合计约68.5亿元，较2024年年末增长6.0%，基本恢复至2022年水平。2024年CRDMO龙头药明康德持续经营业务在手订单达493.1亿元，同比+47%；小分子CDMO龙头凯莱英截至2024年年报披露日在手订单约10.52亿美元，较同期增幅超20%；CRDMO龙头、实验室服务领军企业康龙化成新签订单金额同比增长超20%；临床CRO龙头泰格医药新增合同金额84.2亿元，同比+7.3%；生物药CRDMO龙头药明生物在手未完成订单金额184.9亿元，剔除默沙东疫苗项目后同比增长约5.1%；安评龙头昭衍新药在手订单22亿元。CXO板块头部企业在手订单整体向好，订单增速出现分化。
- **CXO板块未来持续关注多肽、ADC等新分子药物的商业化进程、国内外医药生物行业投融资活动复苏状况、中美货币政策走向、AI对药品研发的长期影响等。**
- **相关标的**：药明康德、康龙化成、凯莱英、药明生物、药名合联、泰格医药、诺泰生物、圣诺生物、博腾股份等。
- **风险提示**：CXO企业在手订单转化与新增订单增速不及预期的风险、创新药进展不及预期的风险、宏观政策变动的风险等。

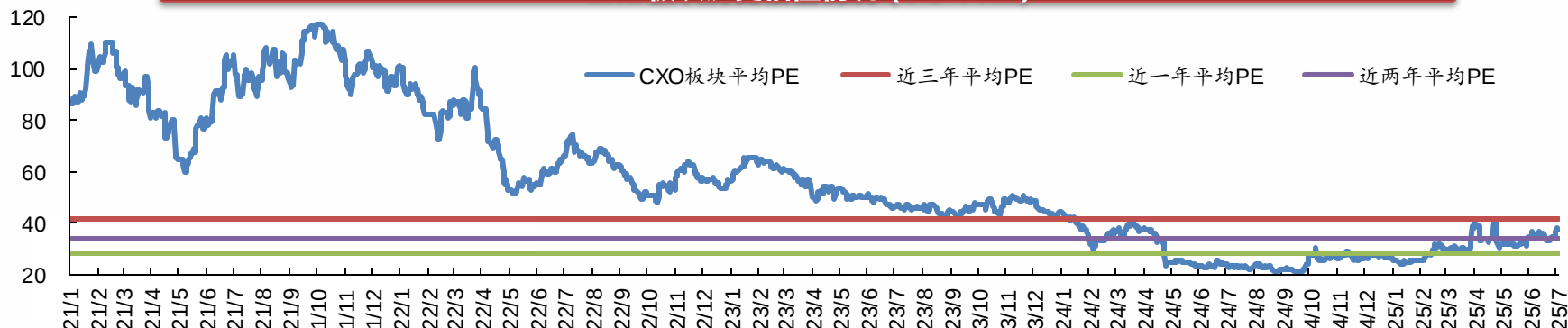
CXO板块股价复盘与估值

板块估值仍低于近三年平均水平。2024年上半年，CXO板块估值在美国生物安全法案事件催化、各企业业绩增速预期调整等因素的影响下继续走低；2024年9月下旬，国内股市出现政策驱动性牛市，CXO板块股价同步上涨；2025年3月，部分CXO头部上市公司业绩数据、订单数据超预期，二级市场Price in；2025年4月后，特朗普政府关税政策的频繁变化对股市带来了短期扰动；2025年5月-6月随短期扰动出清、下游创新药结构牛拉动，CXO板块整体上行。截至7月3日，CXO板块样本公司平均估值37倍，低于近两年平均估值41倍，仍处相对低位。

部分CXO公司股价复盘



CXO板块历史估值情况 (PE-TTM)



www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券整理

CXO板块业绩表现：重回增长轨道

2024Q4-2025Q1CXO板块重回增长轨道。CXO板块20家样本公司2024年实现收入870.0亿元（-4.3%）；实现归母净利润133.3亿元（-23.9%）；实现扣非净利润总额132.4亿元（-20.1%）。分季度看，板块24Q4实现收入241.6亿元（+7.1%）；实现归母净利润26.4亿元（+94.6%）；实现扣非归母净利润32.6亿元（+73.5%）。板块25Q1实现收入217.4亿元（+13.2%）；实现归母净利润49.9亿元（+78.6%）；实现扣非归母净利润增速34.7亿元（+23.0%）。2023年新冠大订单交付进入尾声，2024年前三季度表现业绩仍受基数影响，2024年四季度至2025年一季度板块收入重回增长轨道、利润快速回升。

CXO板块盈利能力调整。2024年板块整体毛利率为38.1%（-2.8pp）、净利率为15.3%（-4.1pp）；销售费用率（2.8%，+0.4pp）、管理费用率（10.1%，+0.3pp）、研发费用率（5.6%，+0.3pp）小幅提升，财务费用率基本持平（维持在-1.2%），由部分企业高利润大订单完成后回归持续经营业务、部分赛道/细分市场竞争加剧、整体销售/研发投入增加等因素综合导致。

CXO板块23Q1-25Q1业绩速览

（亿元）	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
单季度收入	220.4	232.8	230.2	225.5	192.1	210.2	226.1	241.6	217.4
同比增速	10.5%	-1.6%	-4.1%	-9.1%	-12.8%	-9.7%	-1.8%	7.1%	13.2%
归母净利润	48.4	62.8	50.4	13.6	27.9	43.0	35.9	26.4	49.9
同比增速	20.7%	-21.4%	-15.5%	-62.8%	-42.3%	-31.4%	-28.8%	94.6%	78.6%
扣非归母净利润	42.7	54.2	50.0	18.8	28.2	37.4	34.2	32.6	34.7
同比增速	8.1%	-6.3%	-10.2%	-52.1%	-33.9%	-31.0%	-31.6%	73.5%	23.0%

CXO板块23Q1-25Q1盈利能力指标概览

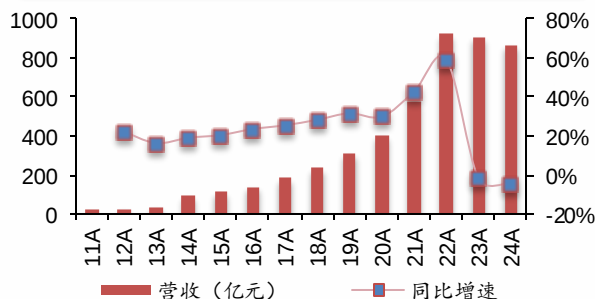
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
毛利率	41.2%	42.5%	42.4%	37.6%	36.8%	38.8%	39.6%	37.3%	38.7%
净利率	22.0%	27.0%	21.9%	6.0%	14.5%	20.5%	15.9%	10.9%	23.0%
销售费率	2.2%	2.3%	2.3%	2.6%	2.8%	2.8%	2.7%	2.8%	2.7%
管理费率	9.7%	9.1%	9.6%	10.5%	10.5%	10.1%	9.1%	10.5%	9.4%
财务费率	1.1%	-4.5%	-0.8%	1.1%	-2.5%	-1.6%	3.4%	-3.9%	0.6%
研发费率	5.5%	5.2%	5.7%	5.9%	6.1%	5.9%	5.5%	5.0%	4.8%

CXO板块业绩表现：重回增长轨道

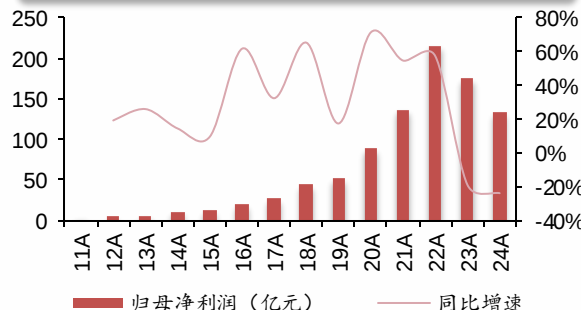
累计季度表现

2024年表现收入小幅减少，利润端整体调整。在2023年高利润商业化订单完全消化后，2024年CXO板块表现收入小幅下降并逐步企稳、叠加部分市场行业竞争等因素，利润端持续调整，全年20家样本企业共实现营业收入870.0亿元（-4.3%）；共实现归母净利润133.3亿元（-23.9%）；共实现扣非净利润132.4亿元（-20.1%）。扣除商业化大订单高基数后，药明康德、凯莱英、博腾股份持续经营业务收入增速分别为5.2%/7.4%/14%。

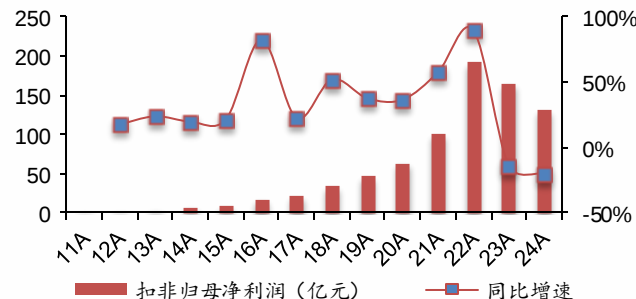
2011年~2024年收入及增速



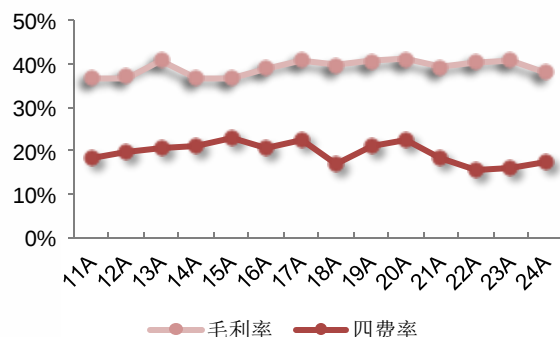
2011年~2024年归母净利润及增速



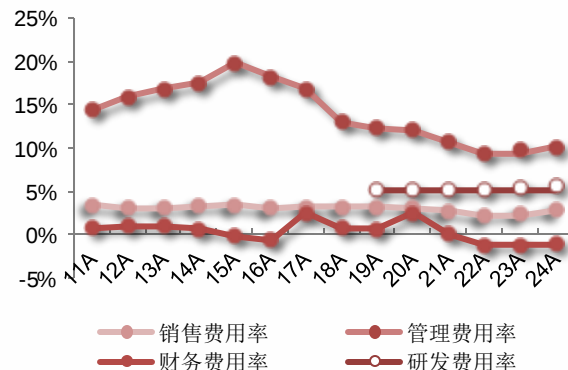
2011年~2024年扣非归母净利润收入及增速



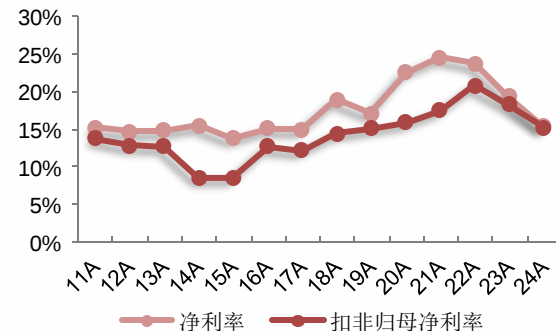
2011年~2024年毛利率与四费率变化趋势



2011年~2024年期间费用率变化趋势



2011年~2024年净利率变化趋势



CXO板块业绩表现：重回增长轨道

单季度表现

2024年四季度至2025年一季度，行业重回向上态势。分季度看，在新冠商业化订单完全消化、生物安全法案及地缘博弈落地、投融资额改善的传导、新分子的加速起量，CXO板块2024年4季度恢复向上态势，20家样本企业24Q4共实现营业收入241.6亿元（+7.1%）；共实现归母净利润26.4亿元（+94.6%）；共实现扣非归母净利润32.6亿元（+73.5%）。25Q1共实现营业收入217.4亿元（+13.2%）；共实现归母净利润49.9亿元（+78.6%）；共实现扣非归母净利润增速34.7亿元（+23.0%）。

20Q1~25Q1收入及增速（单季度）



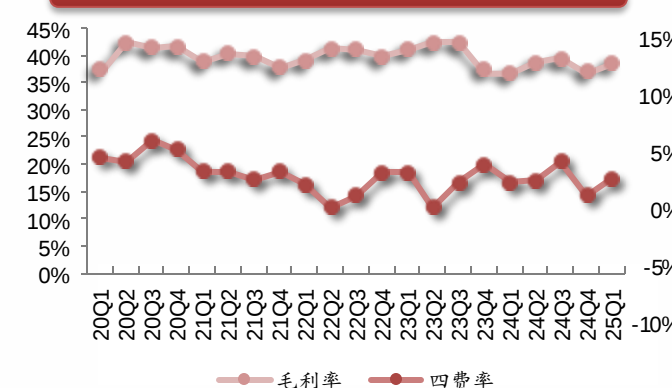
20Q1~25Q1归母净利润及增速（单季度）



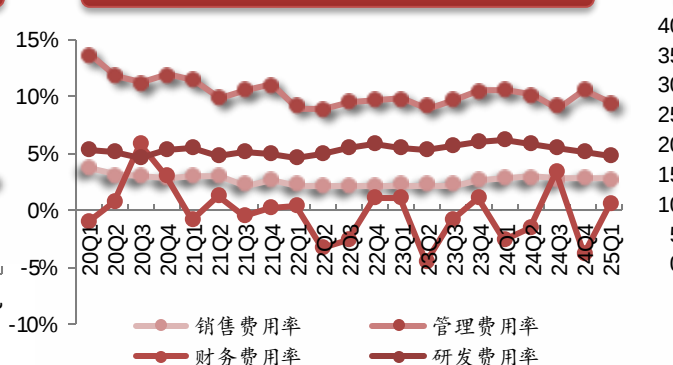
20Q1~25Q1扣非归母净利润及增速（单季度）



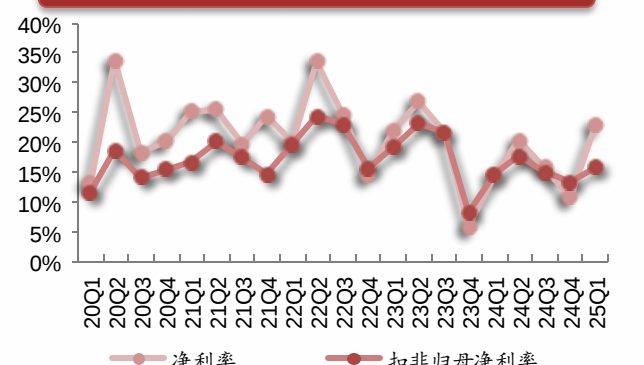
20Q1~25Q1毛利率与四费率变化趋势



20Q1~25Q1期间费用率变化趋势



20Q1~25Q1净利率变化趋势



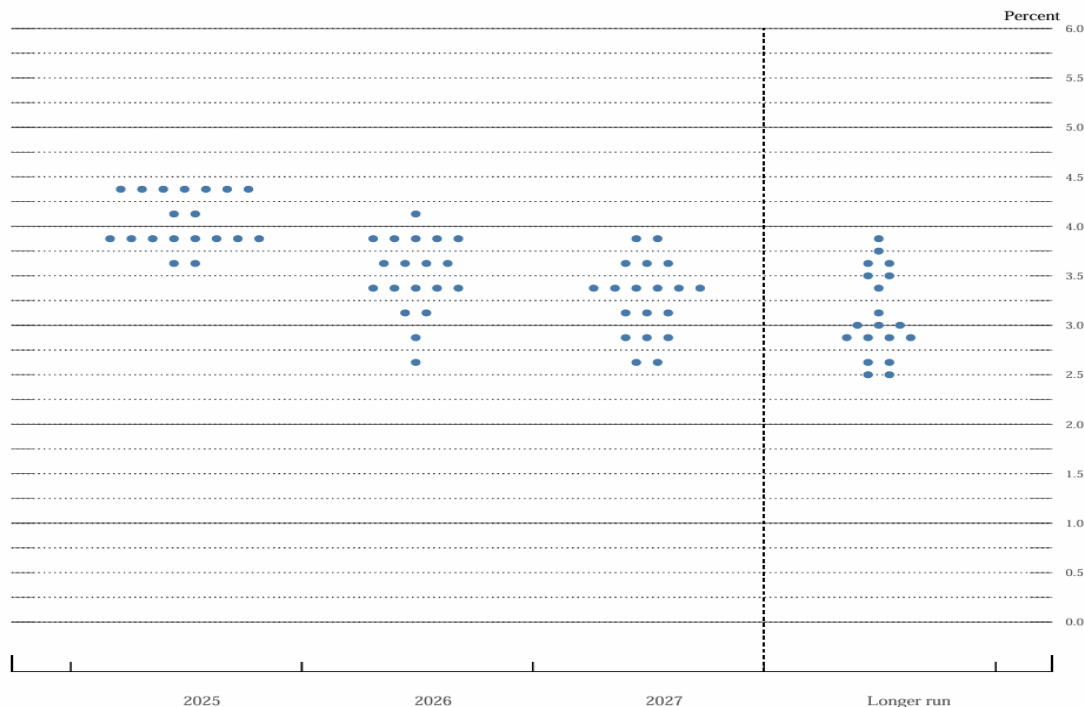
宏观维度：降息周期下医药生物投融资环境、药企外包需求向好

宏观维度：降息周期下医药生物投融资环境、药企外包需求向好

美联储在2022年3月至2023年7月进行了总共11次、总计5.25个百分点的加息后，货币政策转向宽松，2024年两次降息后，目前联邦基金利率区间为4.25%-4.5%。美联储6月18日点阵图显示，美联储官员2025年联邦基金利率预测中值为3.75%-4.0%、2026年预测中值为3.5%-3.75%、2027年预测中值在3.25%-3.5%。较3月点阵图有所上调，整体上目前仍处于降息周期，医药生物一级市场投融资环境或向好，biotech医疗外包服务需求有望改善。

美联储官员目标联邦基金利率点阵图（%）

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



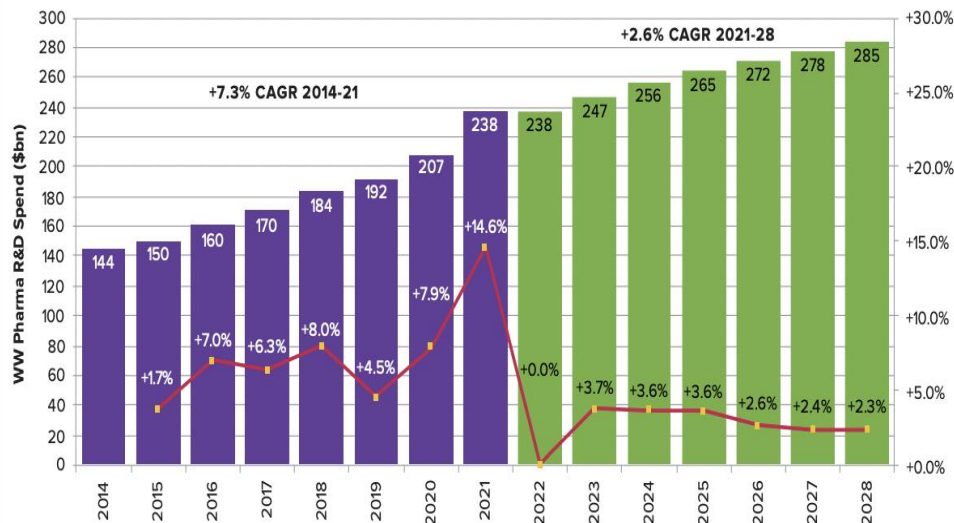
行业维度：医药研发投入持续增长，2025H1国内医药投融资强度回暖

行业维度：

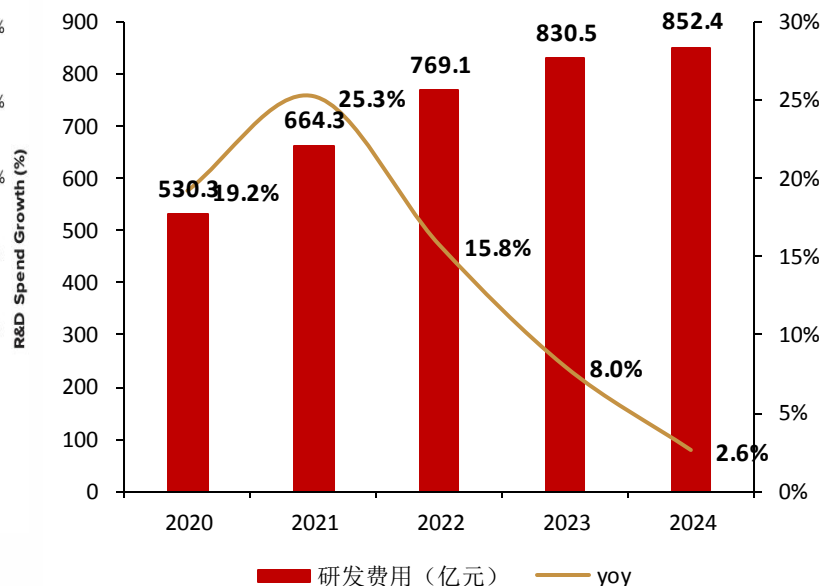
全球医药生物企业研发投入稳步增长。2008年金融危机对全球医药研发造成较大冲击，研发投入增速降至1%；2011年开始增速逐步企稳回升，根据Evaluate Pharma统计，2021年全球医药研发投入同比增速接近14.6%。从绝对值来看，全球医药研发投入从2014年的1440亿美元增至2021年的2380亿美元，复合增长率为7.3%，预计2021-2028年全球医药研发仍将以2.6%的增速稳步增长。

我国医药生物企业研发费用持续增长。我国A股医药生物企业研发投入持续增长，2024年355家医药生物样本上市公司研发费用总额达852.4亿元，同比增长2.6%，2020年-2024年CAGR约12.6%。

全球医药生物研发投入及预测（十亿美元）



医药生物上市公司研发费用合计额



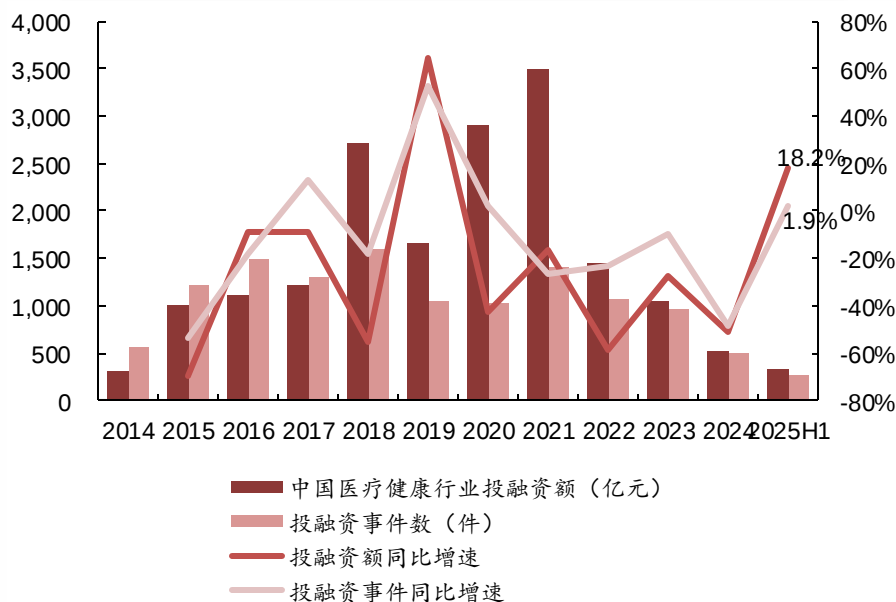
行业维度：医药研发投入持续增长，2025H1国内医药投融资强度回暖

行业维度：2025H1中国医疗健康投融资强度回暖

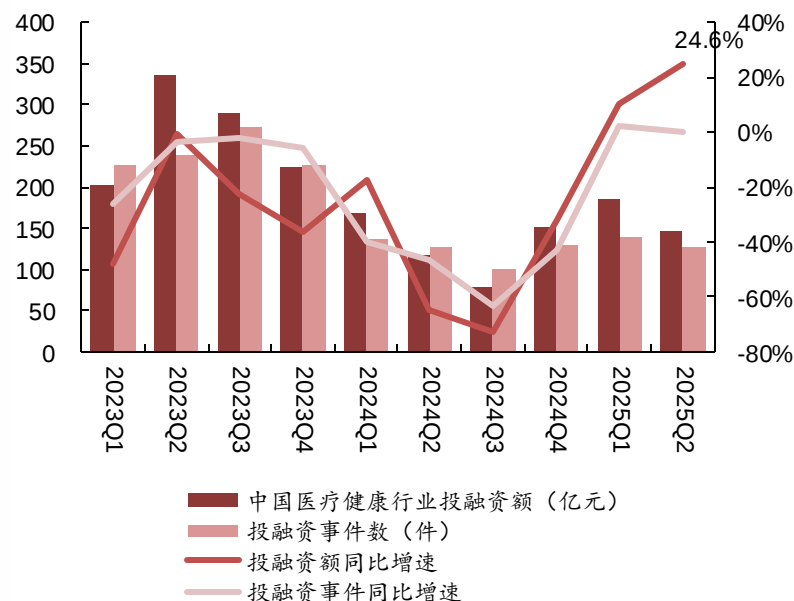
2021年以来中国医疗健康领域投融资总额持续收缩，2024投融资金额、事件数均下降至近十年底部位置。

2025年上半年中国医疗健康领域投融资金额、事件数均同比增长，投融资总金额为333.6亿元（+18.2%）、投融资事件数267件（+1.9%）。**分季度看**，2024Q4-2025Q2国内医疗健康行业投融资活动回暖，2024Q4、2025Q1、2025Q2投融资总额分别为151.7亿元、186.5亿元、147.0亿元，分别同比-32.3%、+10.5%、+24.6%，分别环比+93.7%、+23.0%、-21.2%；投融资事件数分别为129件、140件、127件，分别同比-43.2%、2.0%、同比持平，分别环比+27.7%、+8.5%、-9.3%，国内创新药研发景气度与外包需求回暖。

中国年度医疗健康投融资额及事件数



中国季度医疗健康投融资额及事件数



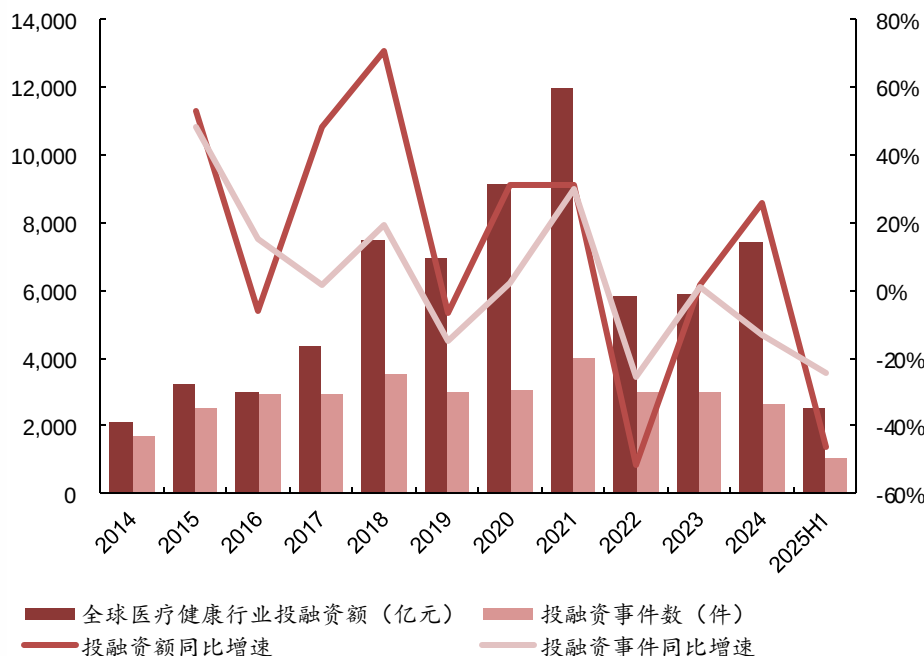
行业维度：医药研发投入持续增长，2025H1国内医药投融资强度回暖

行业维度：2025H1全球医药投融资额在高基数下同比下降

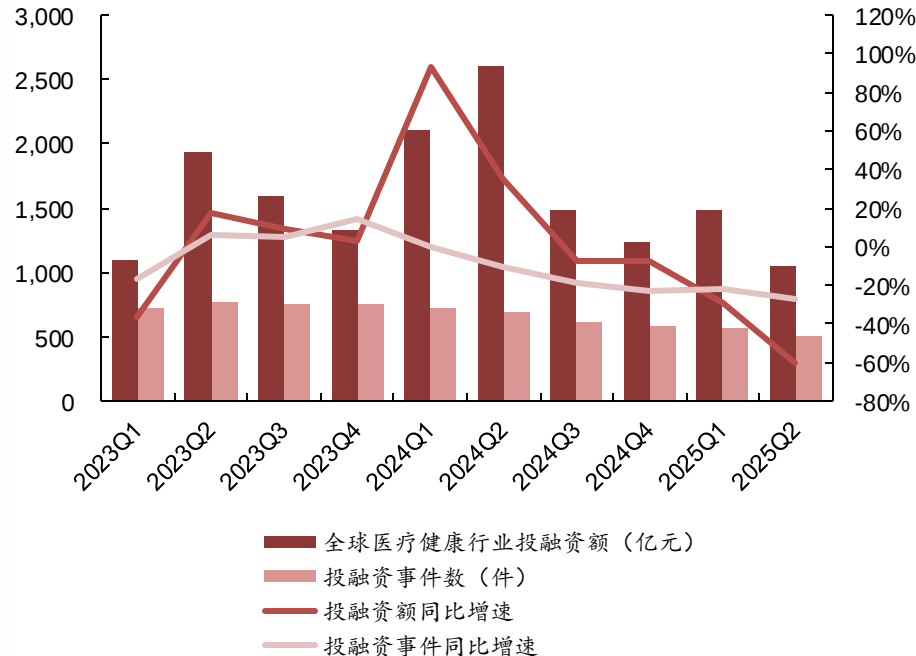
全球医疗健康领域投融资活动2016-2018年快速爆发，2019年短暂放缓，2020年-2021年高增长。2022年-2023年全球趋于冷静，投融资活动强度较2021年显著下降，2024年上半年融资额迎来21年后的小高峰。

2025H1全球投融资强度收缩，在高基数下同比下降。2025年上半年全球医疗健康投融资总额为2529.85亿元，同比-46.2%；投融资事件数共计1072件，同比-24.5%。其中，2025年二季度全球医疗健康投融资总额为1045.16亿元，同比-59.9%，环比-29.6%；投融资事件数共计508件，同比-26.7%，环比-9.9%。

全球年度医疗健康投融资额及事件数



全球季度医疗健康投融资额及事件数



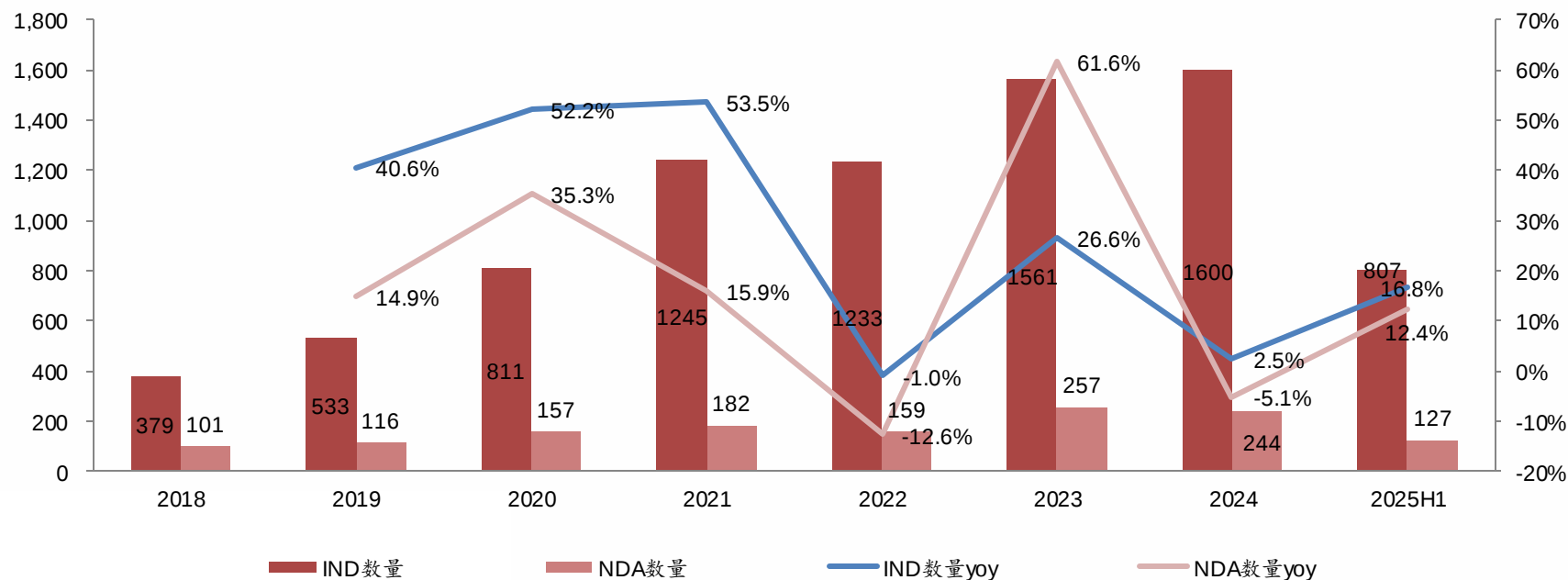
行业维度：医药研发投入持续增长，2025H1国内医药投融资强度回暖

行业维度：2025H1中国创新药IND、NDA数量均实现双位数增加

近年来，我国创新药IND、NDA数量稳步提升，创新药IND数量从2018年的379个增至2024年的1600个；创新药NDA数量从2018年的101个增至2024年的244个。

2025年H1我国创新药新增IND数量807个（+16.8%）、新增NDA数量127个（+12.4%），稳步增加。

中国创新药IND与NDA受理情况

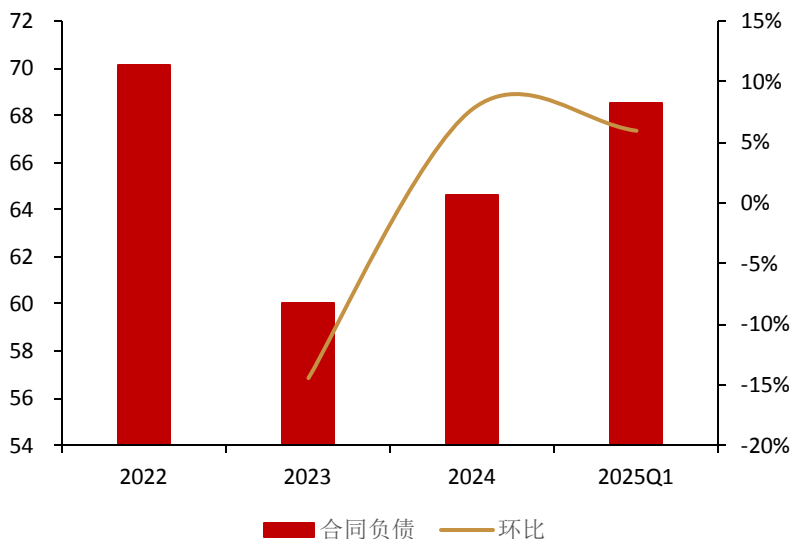


企业维度：合同负债整体向好、订单增速分化

从合同负债与预收账款来看，截至2025Q1，20家CXO样本企业合同负债合计约68.5亿元，较2024年年末增长6.0%，基本恢复至2022年水平，侧面反映了下游需求的复苏。

从在手订单来看，根据各公司2024年年报，CRDMO龙头药明康德持续经营业务在手订单达493.1亿元，同比+47%；小分子CDMO龙头凯莱英截至2024年年报披露日在手订单约10.52亿美元，较同期增幅超20%；CRDMO龙头、实验室服务领军企业康龙化成新签订单同比增长超20%；临床CRO龙头泰格医药净新增合同金额84.2亿元，同比+7.3%；生物药CRDMO龙头药明生物在手未完成订单184.9亿元，剔除默沙东疫苗项目后同比增长约5.1%；安评龙头昭衍新药在手订单22亿元。CXO板块头部企业在手订单整体向好，订单增速出现分化。

CXO板块合同负债（亿元）



部分A股CXO企业在手订单情况

公司	2021	2022	2023	2024
药明康德	291亿元 (+83%)	351亿元 (2022H1, +77%)	在手订单+18% (剔除新冠后)	493.1 (持续经营业务, 同比+47%)
药明生物	136亿美元 (+20%)	205.7亿美元 (+51%)	205.9亿美元	184.9亿元 (剔除默沙东疫苗后, 约同比+5.1%)
泰格医药	114亿元 (+57%)	138亿元 (+21%)	78.5亿元 (-18.8%)	84.2亿元 (净新增金额, +7.3%)
凯莱英	19亿美元	11.5亿美元	8.74亿美元	10.52 亿美元 (截至年报发布日, 较上年同期增长20%+)
昭衍新药	29亿元 (+71%)	44亿元 (+52%)	33亿元	22亿元
康龙化成	/	新签订单同比增长30%+	/	新签订单同比增长20%+
阳光诺和	15.7亿元 (+39%)	19.9亿元 (+27%)	25.7亿元, +28.7% (新签15亿元, +36.5%)	32.7亿元, +27.6% (新签17.9亿元, +18.7%)

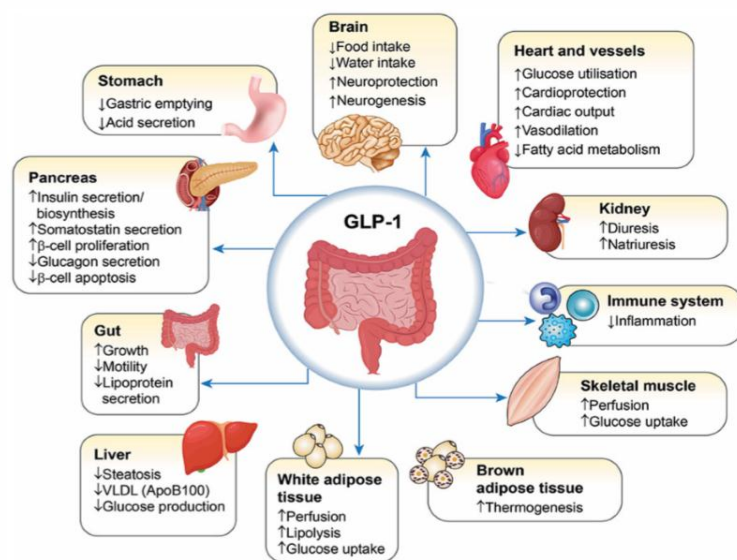
中期展望：关注GLP-1RA等方向需求增长

GLP-1RA：减肥药起量时，CDMO需求空间广阔

胰高血糖素样肽（GLP-1）是人在进食过程中由肠黏膜内分泌细胞L细胞分泌的肠源性激素。人体多个组织中有GLP-1受体的表达，包括胰腺（ α 细胞、 β 细胞）、中枢神经系统、胃肠道及心血管等。**胰高血糖素样肽受体激动剂（GLP-1RA）**是一种人工合成的GLP-1类似物，GLP-1RA与各个组织、器官中的GLP-1受体结合，通过增强葡萄糖依赖性胰岛素分泌、抑制胰高血糖素分泌、增加饱腹感、延缓胃排空与葡萄糖吸收等多重机制实现稳定血糖、降低体重等作用。

目前已有十余款GLP-1RA全球上市，向多靶点、新剂型、新适应症、长效化等方向更新迭代。自2005年首款GLP-1RA艾塞那肽上市至今，已有超15款产品先后在全球及国内上市。GLP-1RA药品的给药频率由每日两次减少至每周一次，向长效化发展；适应症由二型糖尿病延申至肥胖与减重，并向NASH等疾病领域研发拓展；作用靶点方面，首个GLP-1R/GIPR双靶点药品替尔泊肽于2022年成功获批上市，GLP-1R+GIPR/GCGR等双靶点/多靶点药品研发持续推进；给药方式与剂型方面，首个口服片剂产品Rybelsus（口服司美格鲁肽）于2019年上市，小分子口服药品也已进入临床三期。

GLP-1的多重表达



目前已上市的GLP-1RA

药品名称	商品名	公司	给药频率	FDA	NMPA	EMA	适应症	分子结构	给药方式
艾塞那肽	Byetta百泌达	AZ	BID	2005	2009	2006	2型糖尿病	Exendin-4	SC
利拉鲁肽	Victoza诺和力	诺和诺德	QD	2010	2011	2009	2型糖尿病	脂肪酸链修饰的GLP-1结构	SC
	Saxenda		QD	2014	\	2015	肥胖、超重		SC
艾塞那肽微球	Byduron百达扬	AZ	Qw	2012	2018	2011	2型糖尿病	PEG微球+Exendin-4	SC
利司那肽	Adly xin、Lyxumia利时敏	赛诺菲	QD	2016	2018	2013	2型糖尿病	Exendin-4基础上进行氨基酸修饰	SC
阿必鲁泰	Tanzeum、Eperzan	GSK	Qw	2014	\	2014	2型糖尿病	融合白蛋白的GLP-1结构（已撤市）	SC
度拉糖肽	Trulicity度易达	礼来	Qw	2014	2019	2014	2型糖尿病	融合Fc片段的GLP-1结构	SC
司美格鲁肽	贝那鲁肽	谊生肽	TID	\	2016	\	2型糖尿病；肥胖	重组GLP-1	SC
	Ozempic 诺和泰	诺和诺德	Qw	2017	2021	2018	2型糖尿病	脂肪酸链修饰的GLP-1结构	SC
	Wegovy 诺和盈		Qw	2021	2024	2022	肥胖、超重		SC
	Rybelsus 诺和忻		QD	2019	2024	2020	2型糖尿病；肥胖	SNAC+脂肪酸链修饰的GLP-1结构	ORAL
PEG洛塞那肽	孚来美	豪森药业	Qw	\	2019	\	2型糖尿病	脂肪酸链修饰的GLP-1结构	SC
利拉鲁肽	利鲁平	华东制药	QD	\	2023	\	2型糖尿病；肥胖	脂肪酸链修饰的GLP-1结构	SC
替尔泊肽	Mounjaro穆峰达	礼来	Qw	2022	2024	2022	2型糖尿病；肥胖	PEG修饰的Exendin-4	SC
	Zepbound			2023	2024	\	肥胖、超重	脂肪酸链修饰的GLP-1/GIP结构	SC
依苏帕格鲁肽 α	怡诺轻	银诺医药	Qw	\	2025	\	2型糖尿病	GLP-1与人免疫球蛋白G2（IgG2）的Fc片段融合	SC

中期展望：关注GLP-1RA等方向需求增长

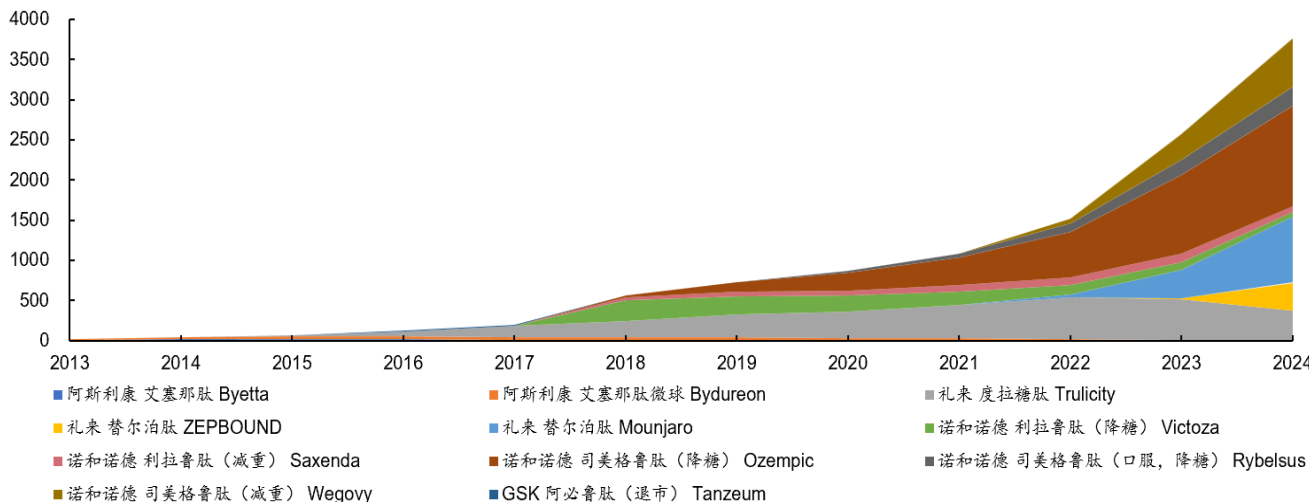
GLP-1RA：减重药起量时，CDMO需求空间广阔

GLP-1RA降糖药渗透率持续提升、减肥药快速放量，市场加速扩容：

- ✓ 在二型糖尿病领域，根据诺和诺德年报，2018-2023年全球SGLT-2i及GLP-1RA市场规模CAGR分别为26%、26%，DPP-4i、胰岛素市场规模呈下降趋势，全球GLP-1RA糖尿病诊疗处方占比由2019年的1.9%提升至2024年的6.7%，渗透率持续提升。2024年GLP-1RA降糖药核心品种销售额合计达380亿+美元。
- ✓ 在减重/肥胖领域，此前缺乏有效且安全的药物治疗方式，随着司美格鲁肽、替尔泊肽减重适应症在全球各个市场的先后获批上市，GLP-1RA减肥药进入快速放量阶段。2024年GLP-1RA减重药核心品种销售额合计达140亿+美元。2025Q1替尔泊肽Zepbound（礼来）、司美格鲁肽Wegovy（诺和诺德）分别实现销售收入23.1亿美元、24.5亿美元（173.6亿DKK），分别同比增长347%、83%。

截至2024年，全球GLP-1RA核心大单品销售总额超已超500亿美元（3500亿元+）。

GLP-1RA核心品种销售额（亿元）



长期展望：AI技术在新药研发各阶段、多疾病领域广泛应用

长期展望：AI平台主要在临床前CRO阶段发挥效用

- ❑ **AI制药应用场景主要包括药物研发、用药安全、供应链管理、商业拓展、个性化诊疗及监管审批等方面**，其中药物研发及用药安全是AI技术在制药环节的主要内容。传统新药研发周期长、资金投入高、研发失败率高。将AI技术应用于药物研发各环节，较传统新药研发可显著缩短研发周期、降低研发成本，同时提升研发成功率和投资回报率。
- ❑ **目前，AI平台主要在临床前CRO阶段发挥效用。**礼来研究院论文统计显示，一款新药研发成本需要8.7亿美元，其中临床前研发成本占整体药物研发成本的30%左右，药物研发的效率提升面临挑战。其中，临床前包括疾病机理研究、靶点发现、化合物筛选、ADMET预测等多个环节。通过海量药化数据库针对特定靶点药物进行设计、合成和优化相对较为成熟，目前国内临床前CRO靶点发现场景有巨大的市场想象空间，但较少AI企业拥有新靶点和验证能力，技术上面临更多挑战。

AI助力高级药物研发过程



原料药：业绩显著改善，关注产业能力升级

- ❑ **业绩显著改善、盈利能力修复。**2024年原料药板块样本公司实现收入1047.6亿元（+7.0%）；实现归母净利润121.5亿元（+43.9%）；扣非归母净利润114.4亿元（+48.7%）。分季度看，板块2024Q4实现收入253.7亿元（+7.2%）；归母净利润14.4亿元（扭亏为盈）；扣非归母净利润15.5亿元（扭亏为盈）。2025Q1实现收入264.6亿元（+2%），归母净利润42.7亿元（+44.0%），扣非归母净利润40.9亿元（+43.9%）。行业去库存周期后需求修复、终端产品价格企稳，收入端恢复增长，利润端显著改善。从盈利水平看，原料药板块利润率持续修复，2024年原料药板块毛利率（35.6%，+2.3pp）、净利率（11.1%，+2.7pp）企稳回升，管理费用率（6.6%，-1.1pp）、销售费用率（6.8%，-0.3pp）同比下降，研发费用率（6.6%，+0.6pp）、财务费用率（0.1%，+0.2pp）同比提高。2025Q1实现毛利率36.0%（+2.0pp）、净利率16.2%（+4.8pp）。随着外部环境压力缓解、去库存后需求修复、原料采购成本压力减小、行业竞争格局优化、企业产品结构调整、经营效率提升、规模效应扩大，板块盈利能力持续修复。
- ❑ 展望2025年，原料药板块预计将进一步延续整体平稳增长的趋势，我们认为此前对板块业绩造成的扰动因素逐步出清，原料药板块进入新的增长阶段。
- ❑ **优质公司产业能力升级，打开特色原料药长期成长空间。**1）“原料药+制剂”一体化巩固制造优势，制剂出口加速+集采放量打开成长空间：海外出口加速：2018年起，获批ANDA的本土药企数量显著提升；国内集采放量：带量采购模式为原料药企业省去销售环节，具备成本与质量优势的光脚品种借助集采有望以量换价，加速国内市场放量。2）基于创新技术平台的高稀缺性、高壁垒业务有望打破周期属性，长期成长确定性高：博瑞医药为例，凭借核心药物研发技术平台实现“仿+创”双轮驱动。高稀缺性、高壁垒的创新赛道有望打破周期属性，长期成长确定性高。
- ❑ **相关标的：**博瑞医药、健友股份、海普瑞等。
- ❑ **风险提示：**原料药价格不及预期；产品销量不及预期；原料药行业政策变动等风险。

原料药：业绩显著改善，关注产业能力升级

原料药板块业绩显著改善

原料药板块37家样本公司2024年实现收入1047.6亿元（+7.0%）；实现归母净利润121.5亿元（+43.9%）；扣非归母净利润114.4亿元（+48.7%）。分季度看，板块2024Q4实现收入253.7亿元（+7.2%）；归母净利润14.4亿元（扭亏为盈）；扣非归母净利润15.5亿元（扭亏为盈）。2025Q1实现收入264.6亿元（+2%），归母净利润42.7亿元（+44.0%），扣非归母净利润40.9亿元（+43.9%）。行业去库存周期后需求修复、终端产品价格企稳，收入端恢复增长，利润端显著改善。

从盈利水平看，原料药板块利润率持续修复，2024年原料药板块毛利率（35.6%，+2.3pp）、净利率（11.1%，+2.7pp）企稳回升，管理费用率（6.6%，-1.1pp）、销售费用率（6.8%，-0.3pp）同比下降，研发费用率（6.6%，+0.6pp）、财务费用率（0.1%，+0.2pp）同比提高。2025Q1实现毛利率36.0%（+2.0pp）、净利率16.2%（+4.8pp）。随着外部环境压力缓解、去库存后需求修复、行业竞争格局优化、企业产品结构调整、经营效率提升、规模效应扩大，盈利能力持续修复。

原料药板块23Q1-25Q1业绩速览

（亿元）	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
单季度收入	265.3	248.8	228.4	236.6	259.3	269.7	264.8	253.7	264.6
同比增速	6.5%	-3.3%	-5.4%	-11.5%	-2.2%	8.4%	16.0%	7.2%	2.0%
归母净利润	31.4	31.2	22.2	-0.4	29.7	38.9	38.5	14.4	42.7
同比增速	-19.2%	-19.2%	-20.5%	/	-5.4%	24.7%	73.2%	/	44.0%
扣非归母净利润	28.7	30.6	20.4	-2.8	28.4	33.8	36.6	15.5	40.9
同比增速	-20.3%	-17.7%	-26.8%	/	-1.0%	10.6%	79.1%	/	43.9%

原料药板块23Q1-25Q1盈利能力指标概览

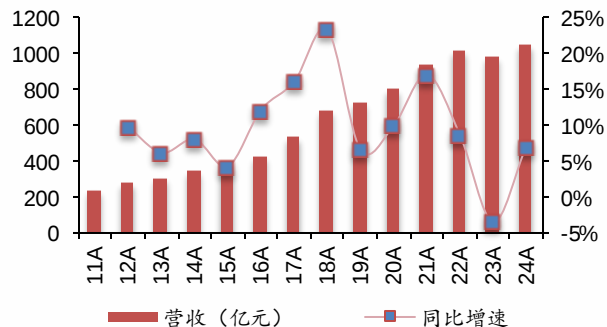
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
毛利率	34.7%	34.0%	33.9%	30.6%	34.0%	34.6%	36.4%	37.5%	36.0%
净利率	11.8%	12.5%	9.7%	-0.2%	11.4%	14.4%	14.5%	5.7%	16.2%
销售费率	7.7%	7.2%	7.5%	8.5%	7.0%	6.3%	6.0%	7.3%	5.6%
管理费用率	6.3%	6.7%	7.5%	8.0%	6.3%	6.3%	6.8%	7.8%	6.2%
财务费率	1.1%	-2.7%	0.9%	0.5%	0.3%	-0.4%	0.9%	-0.4%	-0.5%
研发费率	5.0%	6.3%	6.3%	6.9%	5.8%	6.1%	6.4%	8.4%	6.3%

原料药：业绩显著改善，关注产业能力升级

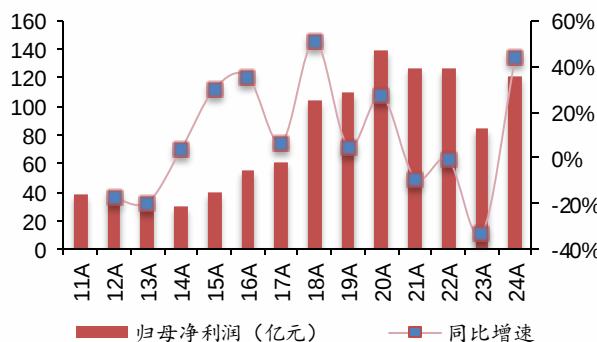
累计季度表现

2024年收入恢复增长，利润端显著修复。2024年原料药板块实现收入1047.6亿元（+7.0%）；实现归母净利润121.5亿元（+43.9%）；扣非归母净利润114.4亿元（+48.7%）。行业去库存周期后需求修复、有望进入新一轮补库周期，供需格局改善下终端产品价格企稳，原料采购价格向好，收入端恢复增长，盈利能力企稳回升，利润端显著改善。

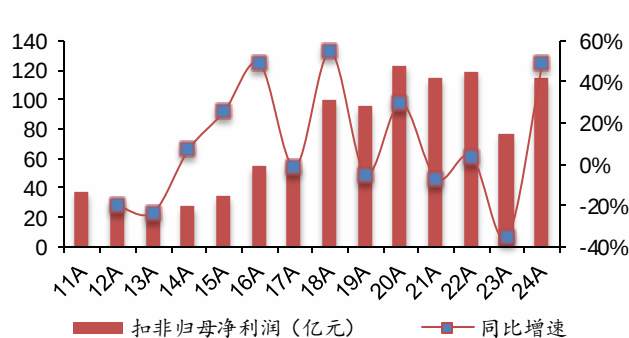
2011年~2024年收入及增速



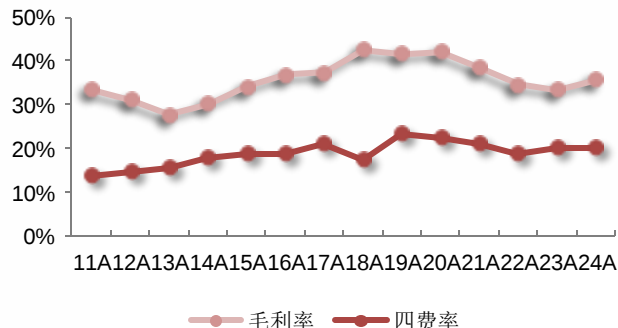
2011年~2024年归母净利润及增速



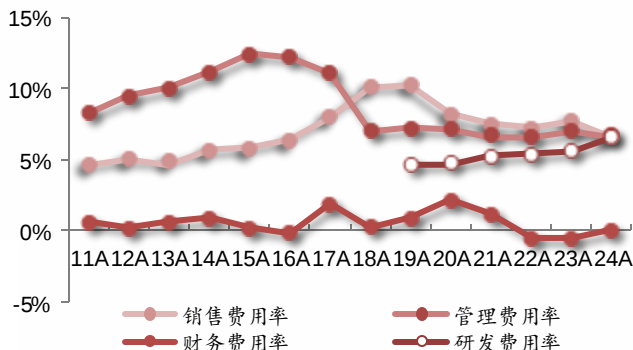
2011年~2024年扣非归母净利润收入及增速



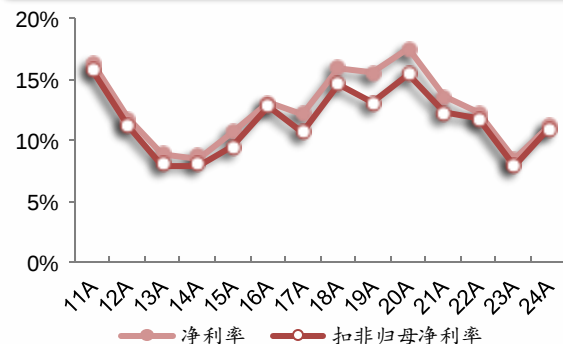
2011年~2024年毛利率与四费率变化趋势



2011年~2024年期间费用率变化趋势



2011年~2024年净利率变化趋势



原料药：业绩显著改善，关注产业能力升级

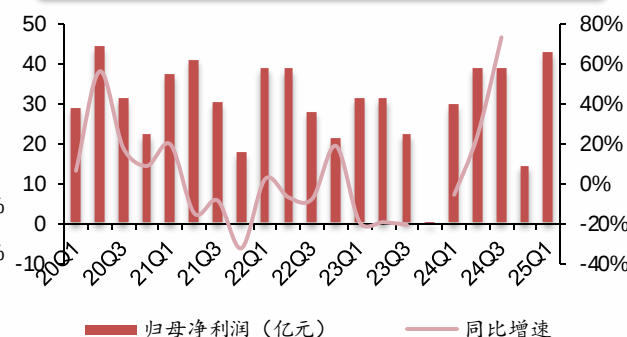
单季度表现

业绩逐季回暖。原料药板块2024Q4实现收入253.7亿元（+7.2%）、实现归母净利润14.4亿元（扭亏为盈）。2025Q1实现收入264.6亿元（+2%），实现归母净利润42.7亿元（+44.0%）。原料药板块业绩自2024年二季度起持续改善，未来将进一步延续增长的趋势，我们认为此前对板块业绩造成的扰动因素逐步出清，原料药板块进入新的增长阶段。

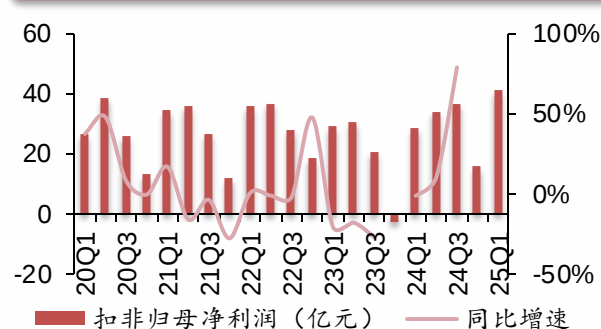
20Q1~25Q1收入及增速（单季度）



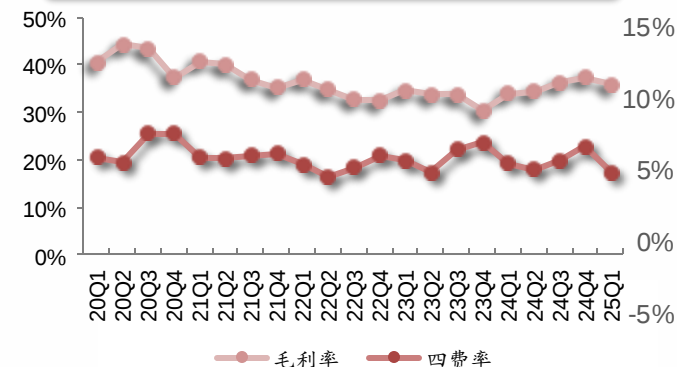
20Q1~25Q1归母净利润及增速（单季度）



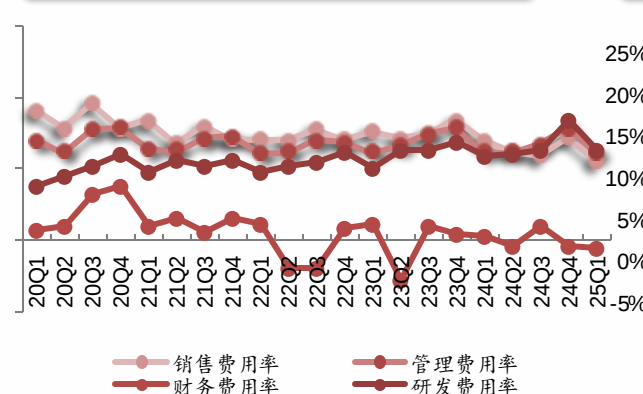
20Q1~25Q1扣非归母净利润及增速（单季度）



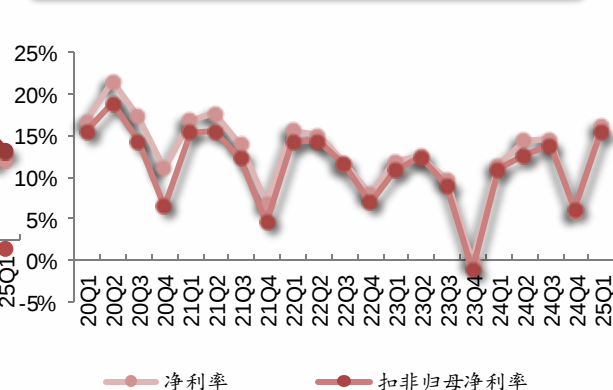
20Q1~25Q1毛利率与四费率变化趋势



20Q1~25Q1期间费用率变化趋势



20Q1~25Q1净利率变化趋势



原料药：业绩显著改善，关注产业能力升级

多重因素共同驱动，原料药行业集中度有望持续提升

- 带量采购+一致性评价+关联审评+环保政策等多重因素共同驱动下，过剩产能逐步出清，原料药行业集中度有望持续提升。1) 带量采购大幅降低仿制药价格，快速提升药品可及性，带动原料药需求快速提升；2) 持续推进的一致性评价提高了药品质量标准，加强了制剂和原料药的绑定，提升更换原料药成本，原料药企业议价权不断加强；3) 关联审评使得原料药和制剂企业能够事前互相遴选，从而建立起更加牢固、长期的合作关系，制剂企业更换原料药供应商的成本和难度明显增加，与上游供应商绑定更深；4) 环保政策持续趋严，技术落后、环保不达标中小原料药企业低成本优势不再，被迫退出市场，行业供给减少，特色原料药和大宗原料药均出现明显涨价趋势。

带量采购常态化全面推进

一致性评价准备

一致性评价执行

带量采购从试点到全面推广

集采常态化

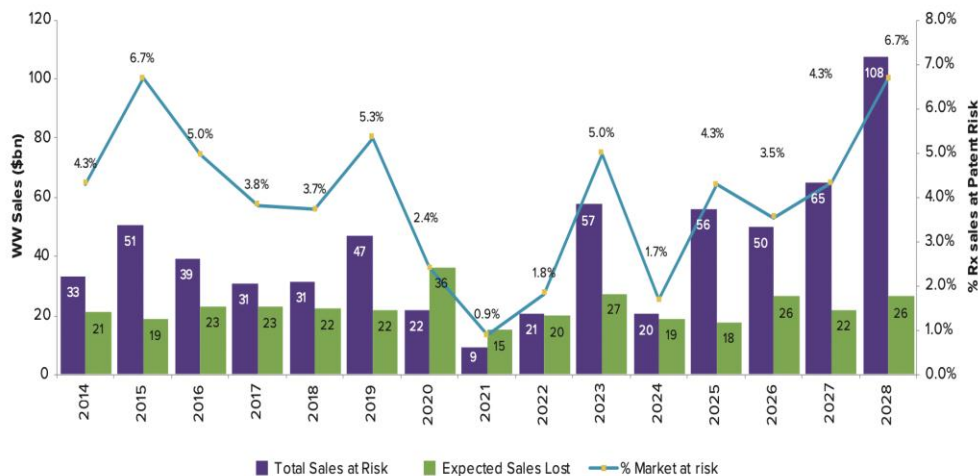


原料药：业绩显著改善，关注产业能力升级

全球专利悬崖+国产替代加速，原料药发展空间广阔

- 全球范围的专利药到期叠加我国仿制药国产替代持续加速，我国原料药行业发展空间广阔。据Evaluate Pharma统计，2022-2028年全球将有近3770亿美元专利药到期，预计因此损失的销售额将达1580亿美元，到期专利药市场约有41.9%将被仿制药占领。美媒Fierce Pharma统计了未来10年内专利即将到期的15款重磅炸弹药物，其中包括2020年最畅销的四款药品Humira（阿达木单抗）、Keytruda（帕博利珠单抗）、Revlimid（来那度胺）和Eliquis（阿哌沙班）。目前，中国及其他发展中国家在全球仿制药市场中份额逐步提升，且带量采购等政策推行加速了我国原料药企业的国产替代步伐，我国特色原料药市场或将持续扩容。

专利到期影响原研药物销售情况（十亿美元）



未来十年即将面临专利悬崖的重磅原研品种



原料药：业绩显著改善，关注产业能力升级

制剂出口加速+集采放量打开成长空间

- ❑ “原料药+制剂”一体化巩固制造优势，制剂出口加速+集采放量打开成长空间。《“十四五”医药工业发展规划》鼓励原料药企业向下游延伸，加速推进“原料药+制剂”一体化，巩固先进制造优势。
- ❑ 海外出口加速：我国药企国际化业务正在迭代升级，海外制剂市场表现尤其亮眼，企业加速探索海外市场。健友股份2024年海外收入30.1亿元（+4.6%），占公司总营业收入76.6%；普洛药业2024年海外收入53.9亿元（+9.5%），占公司总营收的44.8%。
- ❑ 国内集采放量：带量采购模式为原料药企业省去销售环节，具备成本与质量优势的光脚品种借助集采有望以量换价，加速国内市场放量。

2022-2024部分原料药及制剂企业海外收入占比

企业		2022（亿元）	2023（亿元）	2024（亿元）
健友股份	国内	11.59	10.47	9.17
	海外	25.48	28.75	30.07
普洛药业	国内	59.58	65.55	66.33
	海外	45.48	49.19	53.89
海普瑞	国内	6.49	4.11	3.60
	海外	65.09	50.33	49.20

原料药：业绩显著改善，关注产业能力升级

创新驱动的高稀缺性、高壁垒业务值得关注

- ❑ 基于创新技术平台的高稀缺性、高壁垒业务有望打破周期属性，长期成长确定性高。以博瑞医药为例，凭借核心药物研发技术平台实现“仿+创”双轮驱动：1）仿制药：发力稀缺性高、技术难度高的药物仿制，目前已掌握恩替卡韦、卡泊芬净、米卡芬净钠等40余种高端药物的生产核心技术；2）创新药：孵化高度差异化、较大临床获益产品。截至2024年年报披露日，公司自主多肽类药物BGM0504注射液2型糖尿病治疗和减重两项适应症已获得国内Ⅲ期临床试验伦理批件、在美国开展的I期临床试验已完成最后一例参与者出组。高稀缺性、高壁垒创新赛道有望打破周期属性，长期成长确定性高。

博瑞医药主要在研项目

药（产）品名称	注册分类	适应症或功能主治	是否处方药	是否属于中药保护品种（如涉及）	研发（注册）所处阶段
BGM0504注射液	化学药品1类	减重和2型糖尿病	是	否	临床Ⅲ期
羧基麦芽糖铁注射液及原料药	化学药品4类	治疗缺铁性贫血（IDA）	是	否	已申报
吸入用布地奈德混悬液	化学药品4类	哮喘等	是	否	已申报
噻托溴铵奥达特罗吸入喷雾剂	化学药品4类	COPD的维持治疗	是	否	已申报
噻托溴铵吸入喷雾剂	化学药品4类	COPD的维持治疗	是	否	已申报
沙美特罗替卡松吸入粉雾剂	化学药品4类	哮喘、慢性阻塞性肺病	是	否	50μg/250μg规格：临床阶段 50μg/500μg规格：工艺验证阶段
噻托溴铵吸入粉雾剂	化学药品4类	COPD维持治疗	是	否	BE阶段

生命科学产品及服务：期待国内需求端复苏，国产替代大趋势未改变

- **业绩短期承压。**生命科学上游板块2024年收入82亿元（+4.8%），归母净利润4.7亿元（-31.5%），扣非归母净利润2.2亿元（-33.2%）。2025Q1收入18.4亿元（-2%），归母净利润1.2亿元（-3%）。分季度看，板块2024Q1/Q2/Q3/Q4收入分别为18.7/20.8/20.6/22.2亿元（+1.9%/+12.3%/+2.7%/+2.8%），归母净利润分别为1.2/1.6/1亿元（-22.1%/-13.2%/-46.4%/-44.1%）。收入端受益于需求逐渐恢复、产品品类逐渐拓宽等因素有所增长。利润端下滑主要系费用端持续投放所致。2025Q1持续略微有所下滑。从盈利能力看，2024年板块毛利率为45.2%（-0.4pp），净利率为5.7%（-2.8pp），四费率为40.3%（+2pp），板块盈利能力下降主要系各家企业加大研发投入所致。
- **科研端经费投入保持平稳，工业端需求受行业大环境影响期待景气度恢复。**2023年我国研究与试验发展（R&D）经费投入总量为33357.1亿元，比上年增长8.4%，保持稳定增长趋势。我们认为科研端经费投入的需求作为生命科学上游行业主要需求来源之一，有望保持稳定增长态势。从A股药品板块上市公司研发费用来看，近年来研发费用绝对金额保持增长态势，但增速有所放缓，工业端需求受行业大环境影响期待景气度恢复。
- **生命科学试剂行业受益于生物药市场快速扩容、政策支持，市场规模达百亿级别。**1）国内生命科学领域资金投入增速迅猛，预计CAGR为18.8%，将从2019年的866亿元增长到2025年的2434亿元。由此将会带动研发端、生产端生命科学试剂行业快速扩容。2）政策导向下，创新是药企发展壮大的必要条件。生命科学试剂行业的卖水人属性突显，有望在行业发展路径中持续受益。3）市场规模全球千亿，国内百亿。根据Frost&Sullivan数据，全球生物科研试剂市场2019年达到175亿美元，预计2024年将达到246亿美元，CAGR为7.1%。中国市场增速较快，预计2024年将达到260亿元。
- **生命科学领域行业扩容大格局仍将持续，国产替代势在必行。**国产企业项目数逐渐拓展。如奥浦迈公司服务了近600家国内外生物制药企业和科研院所。虽然种种因素影响了部分客户项目的临床进度，但伴随着公司已有客户管线的逐步推进，加上新一代高性能目录培养基产品和定制化培养基开发服务的优异表现，以及新增客户的持续拓展，使用公司培养基产品的客户数量及管线均快速增加。截至25Q1，共有258个已确定中试工艺的药品研发管线使用公司的细胞培养基产品，其中处于临床前阶段147个、临床I期阶段44个、临床II期阶段26个、临床III期阶段32个、商业化生产阶段9个。
- **相关标的：**百普赛斯、奥浦迈、诺唯赞、阿拉丁、纳微科技、优宁维、药康生物、南模生物、近岸蛋白、义翘神州、皓元医药、泰坦科技等。
- **风险提示：**业绩不及预期的风险；市场竞争格局恶化的风险；行业景气度下降的风险。

生命科学产品及服务：期待国内需求端复苏，国产替代大趋势未改变

- 生命科学上游板块2024年收入82亿元（+4.8%），归母净利润4.7亿元（-31.5%），扣非归母净利润2.2亿元（-33.2%）。2025Q1收入18.4亿元（-2%），归母净利润1.2亿元（-3%）。分季度看，板块2024Q1/Q2/Q3/Q4收入分别为18.7/20.8/20.6/22.2亿元（+1.9%/+12.3%/+2.7%/+2.8%），归母净利润分别为1.2/1.6/1亿元（-22.1%/-13.2%/-46.4%/-44.1%）。收入端受益于需求逐渐恢复、产品品类逐渐拓宽等因素有所增长。利润端下滑主要系费用端持续投放所致。2025Q1持续略微有所下滑。从盈利能力看，2024年板块毛利率为45.2%（-0.4pp），净利率为5.7%（-2.8pp），四费率为40.3%（+2pp），板块盈利能力下降主要系各家企业加大研发投入所致。

生命科学上游板块23Q1-25Q1业绩速览

（亿元）	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
单季度收入	18.4	18.6	20.1	21.6	18.7	20.8	20.6	22.2	18.4
同比增速	-22.4%	-8.0%	-15.5%	-24.4%	1.9%	12.3%	2.7%	2.8%	-2.0%
归母净利润	1.6	1.8	1.9	1.5	1.2	1.6	1.0	0.9	1.2
同比增速	-78.3%	-56.5%	-55.5%	552.9%	-22.1%	-13.2%	-46.4%	-44.1%	-3.0%
扣非归母净利润	0.7	1.1	1.3	0.2	0.6	1.0	0.5	0.2	0.6
同比增速	-88.7%	-68.8%	-59.4%	-64.6%	-20.8%	-9.8%	-60.7%	-31.3%	1.5%

生命科学上游板块20-24年盈利能力指标概览

	20A	21A	22A	23A	24A
营收（亿元）	63.3	74.5	96.2	78.6	82.4
同比增速	108.3%	17.6%	29.1%	-18.3%	4.8%
归母净利润（亿元）	24.4	21.0	15.8	6.8	4.7
同比增速	646.0%	-13.9%	-24.6%	-57.1%	-31.5%
毛利率	65.4%	55.5%	51.4%	45.6%	45.2%
四费率	19.5%	25.1%	28.3%	38.3%	40.3%
净利率	38.5%	28.2%	16.5%	8.6%	5.7%
扣非归母净利率	37.7%	24.8%	14.3%	4.2%	2.7%
销售费用率	8.3%	10.4%	12.1%	16.6%	16.9%
管理费用率	5.2%	7.3%	8.3%	10.8%	11.8%
财务费用率	0.7%	-0.1%	-1.6%	-1.5%	-0.5%
研发费用率	5.3%	7.5%	9.5%	12.4%	12.0%

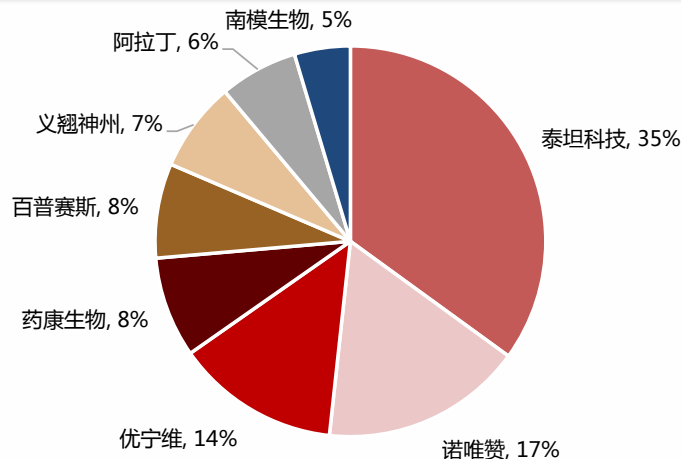
生命科学产品及服务：期待国内需求端复苏，国产替代大趋势未改变

泰坦科技/诺唯赞为板块收入主要贡献者

2024年生命科学板块实现收入82亿元，6家样本公司收入实现正增长，0家公司收入增速均超过50%增长，2家公司净利润增速超过50%增长。

从2024年生命科学上游板块收入占比看，泰坦科技占比35%；从归母净利润占比看，百普赛斯占比25%；其次是义翘神州占比24%，药康生物占比22%。

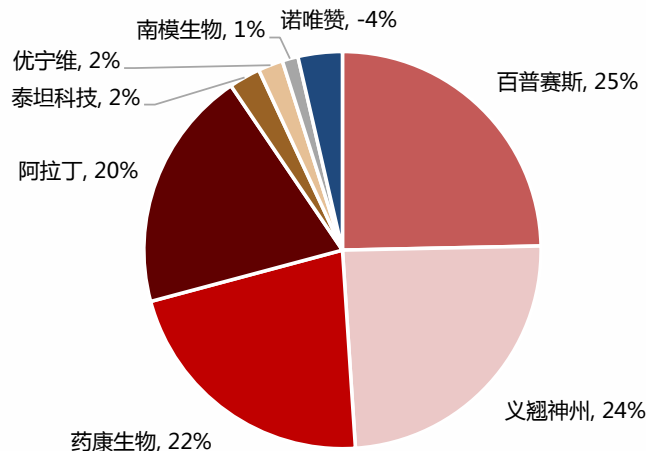
2024年板块收入占比



板块2024年度业绩速览

收入增速	全行业	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	4.8%	0	1	6	2
占比		0%	13%	75%	25%
归母净利润增速	全行业	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-31.5%	2	2	3	5
占比		25%	25%	38%	63%

2024年板块归母净利润占比



生命科学产品及服务：期待国内需求端复苏，国产替代大趋势未改变

生命科学领域行业扩容大格局仍将持续，国产替代势在必行

- 行业目前仍然以国外厂商为主，国产化率普遍在10%~30%之间，未来替代空间较大。

细分领域		市场规模（ 2021 ）		市场规模复合增速（ 19-24E ）		行业壁垒	国产化率	代表公司	
		全球（ 亿美元 ）	中国（ 亿元 ）	全球	中国			国外	国内
蛋白类	重组蛋白	10	12	13.6%	17.9%	较高	CR5占比50%，其中国产3家占比10%	R&D Systems 、PeproTech	百普赛斯、义翘神州、金斯瑞、近岸蛋白等
	抗体	29	36	5.1%	10%	较高	10%	Abcam、Merck、R&D Systems	百普赛斯、义翘神州、金斯瑞、优宁维等
	核酸类	-	90	-	12.3%	较高	29%	赛默飞、凯杰、Takara、BioRad	诺唯赞、全式金、康为世纪、爱博泰克、翊圣生物等
	细胞类	46.5（ 2020 ）	44	7.4%（ 2020-2028 ）	29%（ 2020-2025 ）	一般	23%	赛默飞、丹纳赫、默克	奥浦迈、澳斯康等
	模式动物	178	48	9.2%	24.2%	较高	20%~30%	Jackson Laboratory、维通利华（ 查尔斯河 ）等	南模生物、药康生物、百奥赛图

生命科学产品及服务：期待国内需求端复苏，国产替代大趋势未改变

生命科学领域行业扩容大格局仍将持续，国产替代势在必行

- **国产企业项目数逐渐拓展。** 国产企业项目数逐渐拓展。如奥浦迈公司服务了近600家国内外生物制药企业和科研院所。虽然种种因素影响了部分客户项目的临床进度，但伴随着公司已有客户管线的逐步推进，加上新一代高性能目录培养基产品和定制化培养基开发服务的优异表现，以及新增客户的持续拓展，使用公司培养基产品的客户数量及管线均快速增加。截至25Q1，共有258个已确定中试工艺的药品研发管线使用公司的细胞培养基产品，其中处于临床前阶段147个、临床期阶段44个、临床I期阶段26个、临床II期阶段32个、商业化生产阶段9个。
- **外延并购正当时。** 在当前市场环境下，IPO政策的收紧和生命科学上游行业需求的疲软，许多优质企业因市场情绪等因素影响，其估值正处于相对较低水平。上市公司在此阶段有低成本扩张机会，我们认为企业可以考虑外延与现有业务存在协同效应，能够通过资源共享、市场互补或技术整合，提升整体的运营效率和市场竞争力。如阿拉丁1.8亿元，以9.6倍PE收购源叶生物51%股权；泰坦科技3200万元投资润度生物拓展动物/微生物细胞培养仪器设备及耗材，2400万元投资迈皋仪器拓展离心机业务。

奥浦迈细胞培养基产品项目进展（2025.3.31）

时间	临床前	临床I期	临床II期	临床III期	商业化	合计
2022.12.31	70	19	7	14	1	111
2023.12.31	96	32	20	19	3	170
2024.12.31	141	41	28	29	8	247
2025.3.31	147	44	26	32	9	258
25Q1变动数量	6	3	-2	3	1	11

疫苗：传统品种边际改善，建议关注创新+出海两条主线

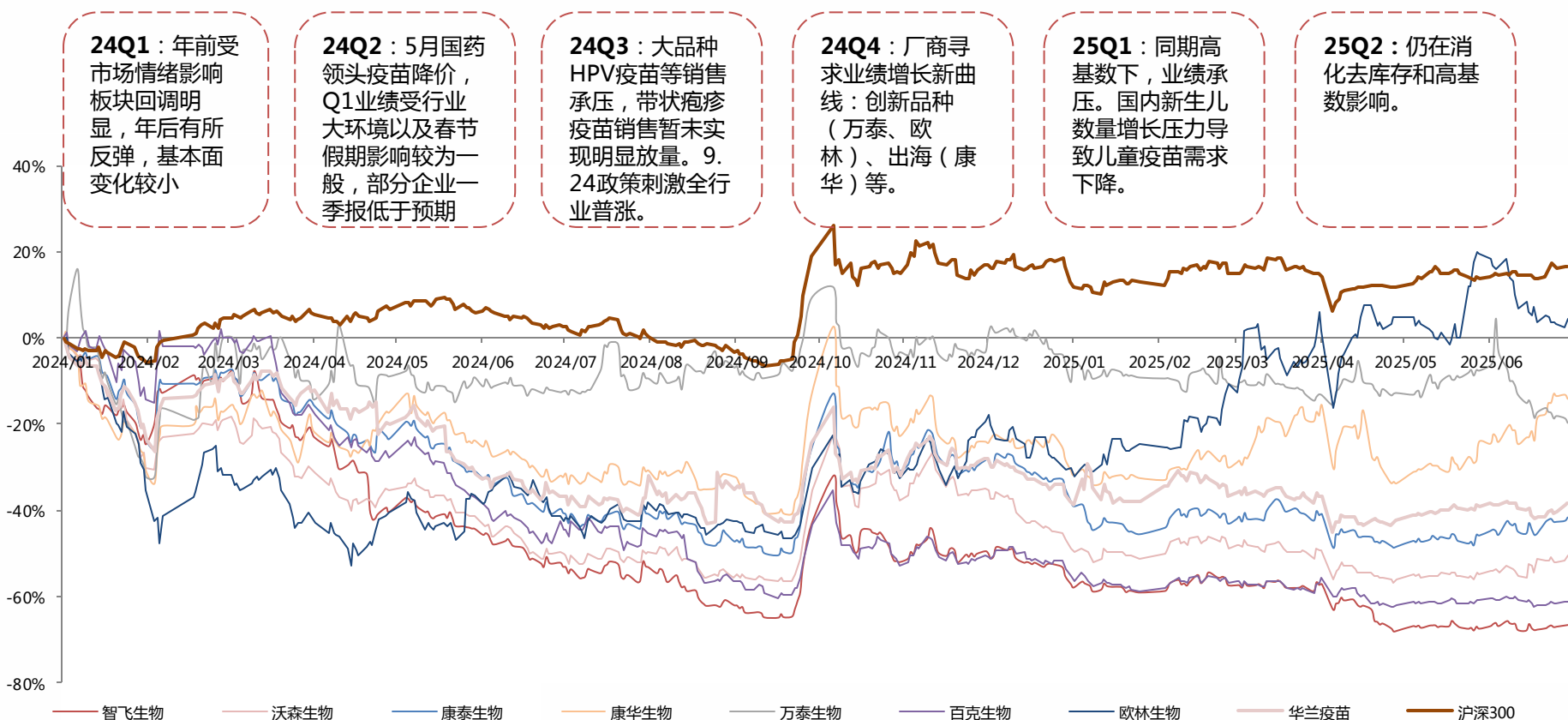
- **疫苗板块2024年业绩表现承压，“降价”为24年度关键词。**2024年疫苗板块(10家样本公司)实现收入399亿元(-46.2%)，归母净利润36亿元(-72.2%)。单季度看，24Q1/Q2/Q3/Q4/25Q1单季度收入同比增速分别为-15%/-42.6%/-56.7%/-66.3%/-67.3%，归母净利润同比增速分别为-52.1%/-59.6%/-78.6%/-143.8%/-111.9%。收入端来看，主要贡献仍然为HPV疫苗，以智飞生物代理的9价HPV疫苗为主，24年受行业政策调整、竞争格局加剧，以及市场推广销售工作不及预期等因素，行业整体业绩承压。利润端下滑主要因智飞、万泰HPV疫苗以及其他部分厂商新生儿疫苗销售下滑所致。2024H1，国药集团打响流感疫苗自费市场的降价第一枪，四价流感疫苗降至百元以下，随后部分竞争格局较为充分的二类苗开始降价。疫苗行业进入价格调整期，核心原因包括医疗反腐、医保控费和市场竞争加剧。
- **传统品种边际改善，建议关注创新+出海两条主线。**传统品种狂苗与破苗均涉及院内渠道接种，所以受医疗反腐影响，短期发货周期有所递延，主要消化渠道库存为主，随着反腐进入常态化，我们认为此类刚需品种基本面有望改善。国内价格竞争加速背景下，新品类疫苗研发节奏和出海进度将成为疫苗板块2025年主线。
- ✓ **关注独家和新品上市节奏催化。****独家品种：**康希诺MCV4结合疫苗作为独家产品有望实现较快放量。**新品：**2025年康泰生物人二倍体狂苗、万泰生物九价HPV苗和康希诺13价肺炎疫苗均将实现商业化销售，有望实现较快增长。**在研产品：**HPV疫苗目前已有10余款品种在研，随着首款国产九价HPV疫苗在25.6上市，后续新品将在未来三年进入密集兑现期。肺炎球菌疫苗中，15价肺炎疫苗智飞生物进展最快，康希诺的PBPV疫苗目前已完成临床I期。欧林生物全球创新品种金黄色葡萄球菌疫苗目前已经进入三期临床，预计2026年获批上市。随着国产替代和创新品种陆续上市，有望重塑竞争格局。
- ✓ **加速寻求海外增长空间。**在国内市场竞争加剧的背景下，国产疫苗企业凭借产能优势、技术突破和政策鼓励等，已在海外发展中市场崭露头角。主要出海品种包括HPV疫苗（万泰、沃森、康乐卫士）、肺炎疫苗（沃森、康泰、科兴）、流感及新冠疫苗（科兴）、流脑疫苗（康希诺）。
- **主要标的：**康希诺、康泰生物、欧林生物、百克生物、康华生物、华兰疫苗、金迪克、华北制药、智飞生物、万泰生物、成大生物等。
- **风险提示：**疫苗销售不及预期；疫情反复导致发货、接种资源限制；竞争格局加剧；关税风险。

疫苗：传统品种边际改善，建议关注创新+出海两条主线

2024-25H1疫苗板块行情复盘：陷入价格战+业绩承压，整体呈现下跌态势，表现弱于沪深300指数

1) 业绩承压：疫苗板块主要贡献为HPV疫苗，24年受行业整体+竞争格局日益加剧影响，24年主要品类批签发和价格双跌。叠加新冠苗的计提减值，厂商业绩承压。

2) 个股表现有所分化：① 万泰HPV九价疫苗25.6上市（全球第二款）；② 欧林金葡菌25H1完成3期临床入组，进度全球领先。③ 康华重组六价诺如病毒疫苗实现License-out技术出海，以2.7亿美元将海外权益授权美国HilleVax公司。



疫苗：传统品种边际改善，建议关注创新+出海两条主线

受行业大环境和降价影响，24年业绩继续承压

- 2024年疫苗板块(10家样本公司)实现收入399亿元(-46.2%)，归母净利润36亿元(-72.2%)。单季度看，24Q1/Q2/Q3/Q4/25Q1单季度收入同比增速分别为-15%/-42.6%/-56.7%/-66.3%/-67.3%，归母净利润同比增速分别为-52.1%/-59.6%/-78.6%/-143.8%/-111.9%。收入端来看，主要贡献仍然为HPV疫苗，以智飞生物代理的9价HPV疫苗为主，24年受行业整体以及竞争格局日益加剧影响，以及市场推广销售工作不及预期等因素，行业整体业绩承压。利润端下滑主要因智飞、万泰HPV疫苗以及其他部分厂商新生儿疫苗销售下滑所致。
- 从盈利能力来看，2024年板块毛利率为46% (+1.9pp)，四费率为33.3% (+11.4pp)，净利率为9.0% (-8.5pp)。2025Q1板块毛利率为53.3% (+15.9pp)，净利率为-5.0% (-18.5pp)，四费率为52.5% (+33.7pp)，25Q1板块净利率同比下降主要因智飞生物利润转亏及费用率提高所致。

疫苗板块2020-25Q1关键财务数据(累计)

(亿元)	20A	21A	22A	23A	24A	25Q1
营收	306	508	647	742	399	47
yoy	58%	66%	27%	15%	-46%	-67%
归母净利润	85	167	150	129	36	-2
yoy	80%	96%	-10%	-14%	-72%	-112%
毛利率	63%	63%	56%	44%	46%	53%
净利率	29%	33%	24%	17%	9%	-5%
销售费用率	21%	15%	17%	13%	18%	25%
管理费用率	4%	3%	3%	3%	6%	10%
财务费用率	0%	0%	0%	0%	0%	1%
研发费用率	5%	6%	7%	6%	10%	16%

疫苗板块24Q1-25Q1关键财务数据(单季度)

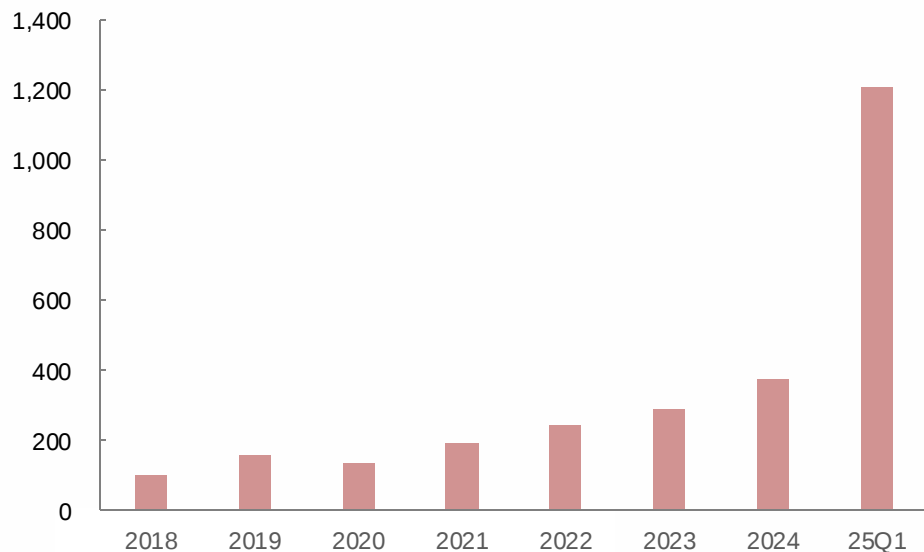
(亿元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
营收	143	105	89	63	47
yoy	-15%	-43%	-57%	-66%	-67%
归母净利润	19	15	8	-6	-2
yoy	-52%	-60%	-79%	-144%	-112%
毛利率	37%	47%	55%	52%	53%
净利率	14%	14%	9%	-10%	-5%
销售费用率	10%	16%	26%	30%	25%
管理费用率	4%	5%	6%	11%	10%
财务费用率	0%	0%	0%	0%	1%
研发费用率	6%	10%	10%	17%	16%

疫苗：传统品种边际改善，建议关注创新+出海两条主线

受行业大环境和降价影响，24年短期板块营运能力有所下降

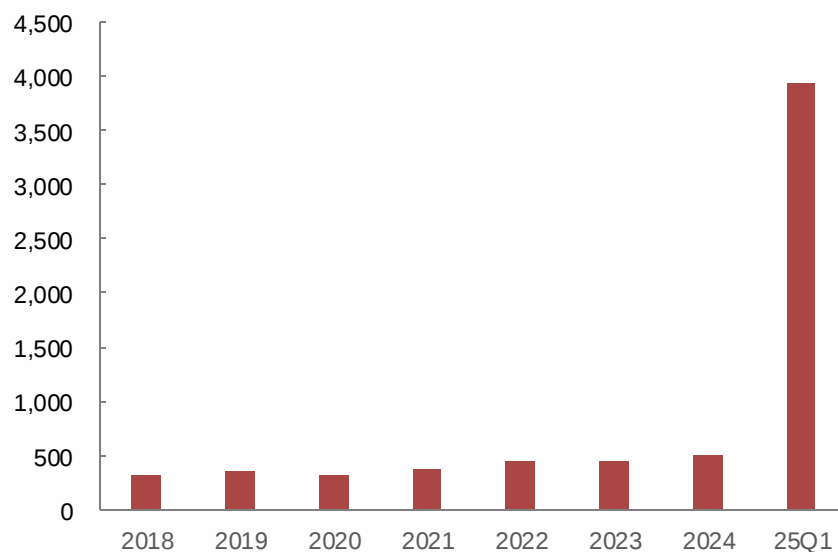
从应收账款周转天数以及存货周转天数看，疫苗板块营运能力受行业大环境影响整体呈现下降趋势。剔除金迪克和华兰疫苗（主营产品流感疫苗降价）后，25Q1应收账款周转天数以及存货周转天数分别为541天、926天。我们认为在渠道库存持续消化，企业渠道营销管理持续推进过程中，板块营运能力有望迎来边际改善。

疫苗板块2018-2025Q1应收账款平均周转天数



■ 疫苗板块应收账款平均周转天数（天）

疫苗板块2018-2025Q1存货平均周转天数



■ 疫苗板块存货平均周转天数（天）

疫苗：传统品种边际改善，建议关注创新+出海两条主线

国药集团旗下产品部分二类苗价格下降，带动行业价格调整，厂商业绩承压

- **国药集团旗下流感疫苗价格下降，带动行业价格调整。**2024H1，国药集团打响流感疫苗自费市场的降价第一枪，四价流感疫苗降至百元以下，随后部分竞争格局较为充分的二类苗开始降价。疫苗行业进入价格调整期，核心原因包括医疗反腐、医保控费 and 市场竞争加剧。我们认为降价行为短期会造成疫苗厂商业绩承压，但中长期利于厂商的合规化运营和行业集中度提升。

黑龙江省部分疫苗品种价格变化情况

品种	厂商	包装	剂型	规格	降价前（元）	降价后（元）	降幅%
HIB疫苗	兰州所	西林瓶	液体	0.5ml/支	68	43	37%
轮状病毒疫苗	兰州所	西林瓶	液体	3.0ml/支	172	138	20%
麻腮风疫苗	上海所	西林瓶	冻干	0.5ml/支	76	53	30%
吸附破伤风疫苗	武汉所	西林	液体	0.5ml/支	178	142	20%
水痘减毒活疫苗	上海所	预充	冻干	0.5ml/支	155	124	20%
	上海所	西林瓶	冻干	0.5ml/支	136	109	20%
	长春祈健	预充	冻干	0.5ml/支	155	124	20%
	长春祈健	西林瓶	冻干	0.5ml/支	136	109	20%
流感病毒裂解疫苗	上海所	预充	液体	0.5ml/支	128	88	31%
四价流感病毒裂解疫苗	武汉所	预充型	注射剂	0.5ml/支	128	88	31%
	长春所	预充	液体	0.5ml/支	128	88	31%
	华兰疫苗	预充	液体	0.5ml/支	128	88	31%
	华兰疫苗	西林	液体	0.5ml/支	125	85	32%
	华兰疫苗	预填充	注射剂	0.25ml/支	166	128	23%

疫苗：传统品种边际改善，建议关注创新+出海两条主线

25Q1多数品种批签发有所下滑——期待后续独家产品及新产品放量

品种		公司		2021	2022	2023	2024	25q1	2025年基本展望
成人疫苗	HPV疫苗	默沙东/智飞生物	九价批签发	41	67	149	104	15	• HPV疫苗：从批签发数据来看，四价HPV未来基本退出市场，九价HPV疫苗占比持续提升，主要系九价HPV疫苗扩龄至9-45岁，以及2025年男性适应症有望获批或带来新增量，预计2025年将保持平稳。全球第二款九价HPV疫苗25.6获批（万泰生物）格局有望重塑。 • 带状疱疹疫苗：受行业环境、企业营销不及预期以及去库存影响，2024年销售较差，预计2025年在企业持续教育推广过程中，有望实现增长。
			yoy		63%	122%	-30%	-38%	
		万泰生物(25.6)	九价批签发	-	-	-	-	-	
			yoy						
		万泰生物	二价批签发	163	284	317	60	42	
			yoy		74%	12%	-81%	740%	
	带状疱疹疫苗	沃森生物	二价批签发		30	27	15	0	
			yoy			-10%	-44%	-	
		百克生物	批签发			25	39	0	
			yoy				56%	-	
儿童疫苗	13价肺炎疫苗	沃森生物	批签发	43	70.2	64.4	22	9	• 13价肺炎疫苗：受新生儿数量变化以及竞争加剧影响，预计保持平稳增长。 • MCV4结合疫苗：独家产品有望较快放量
			yoy		63%	-8%	-66%	125%	
		康泰生物	批签发	3	36.72	14.72	22	6	
			yoy		1124%	-60%	49%	-40%	
	MCV4结合疫苗	康希诺	批签发		20	24	25	4	
			yoy			20%	4%	-	
较刚需品种	狂犬疫苗	康华生物	批签发	56	116	78	42	0	• 因狂苗与破苗均涉及院内渠道接种，2024年主要消化渠道库存为主，因此我们认为此类较刚需品种明年基本有望改善。
			yoy		107%	-33%	-46%	-	
	狂犬疫苗	康泰生物	批签发			1	50	0	
			yoy				4900%	-	
	破伤风疫苗	欧林生物	批签发	44	57	27	21	7	
			yoy		30%	-53%	-22%	250%	
其他复购属性品种	流感疫苗	华兰疫苗	四价流感批签发批次	94	91	88	67	0	• 24H1起价格持续下降，短期业绩承压，长期看在政策+企业推广多重带动下，流感疫苗渗透率和集中度有望提升
			yoy		-3%	-3%	-24%	-	

主线1 创新：重磅品种即将进入密集收获期，竞争格局有望重塑

在研管线——短期关注重磅品种上市催化，长期看国内企业存在fic/me-better弯道超车可能

HPV疫苗：国产首家，全球第二款九价HPV疫苗25.6获批，2025年后其他在研九价苗将陆续上市。

肺炎球菌疫苗：康希诺13价肺炎疫苗已于25.2获批上市，智飞15价肺炎预计2025年后上市

带状疱疹疫苗：百克生物已于2023年初获批上市。

金葡菌疫苗：欧林生物预计2026年上市

其他创新品种如RSV疫苗、诺如疫苗国内企业也在持续布局。

公司名称	技术路线	临床进展	预计获批时间
百克生物	减毒活疫苗	已上市	
上海所	减毒活疫苗	II期	---
中慧元通/怡道生物	重组蛋白（CHO细胞）	I期	---
长春祈健	减毒活疫苗	临床批件取得	---
智飞生物	重组蛋白（CHO细胞）	临床批件取得	---
康希诺	重组蛋白	临床前	---
沃森生物/艾博生物	mRNA	临床前	---

公司	产品	临床进展	最新进展日期	预计获批时间
万泰生物	九价HPV（大肠埃希菌）	已上市	2024/08	2025.6获批
	二价HPV	已上市	2020/05	
沃森生物	二价HPV	已上市	2022/3/24	
	九价HPV(毕赤酵母)	I期	2020/12/3	2026-2027
上海博唯	四价HPV（汉逊酵母）	III期	2021/11/4	
	九价HPV（汉逊酵母）	III期	2021/6/2	2026
中生集团	四价HPV（汉逊酵母）	III期	2019/4/30	
	11价HPV（汉逊酵母）	II期	2020/7/8	
康乐卫士	三价HPV（大肠杆菌）	III期	2020/12/3	
	九价HPV（大肠埃希菌）	III期	2021/9/14	
瑞科生物	重组九价HPV（汉逊酵母）	III期	2021/7/28	2025-2026
	重组二价（16/18）HPV疫苗	I期	2022/5/4	
	重组二价（6/11）HPV疫苗	I期	2022/5/4	
	第二代重组四价HPV疫苗	临床前	2022/5/4	
	第二代重组九价HPV疫苗	临床前	2022/5/4	
诺宁生物/神州细胞	14价HPV（昆虫细胞）	II期	2021/10/29	
上海所	四价HPV（毕赤酵母）	II期	2021/9/24	

产品	公司	临床进展	最新进展日期	预计获批时间
13价肺炎球菌结合疫苗	康希诺	III期	2021/4/13	已获批，25.2
	兰州所	III期	2019/9/19	
	科兴中维	I期	2018/4/10	
	成都安特金	I期	2020/4/21	
	江苏坤力	I期	2021/7/27	
	艾美卫信	I期	2021/1/26	
	康泰生物	已上市	2021/10	
	沃森生物	已上市	2020/3/30	
15价肺炎球菌结合疫苗	辉瑞	已上市	2016国内获批	
	智飞生物	III期	2021/7/16	2025年后
23价肺炎球菌多糖疫苗	智飞生物	完成临床	2017/12/20	
	康泰生物	已上市	2014/5/9	
	科兴中维	IV期	2021/7/5	
	华安科创	I期	2020/9/8	

主线2 出海：抓住出海机遇，国际化进展有望加速

抓住机遇，国际化进展有望加速

■ 未来出海的方式：

1) 创新型品种license out。2024年1月，康华生物与HilleVax签署独家许可协议，授权HilleVax在除中国以外地区对重组六价诺如病毒疫苗及其衍生物进行开发、生产与商业化，交易金额包括首付款1500万美元，最高2.6亿美元的里程碑款项。康希诺腺病毒新冠疫苗纳入WHO的EUL；欧林生物金葡菌疫苗有望成为全球创新品种。

2) 针对低收入国家，提供产能供给。如万泰生物二价HPV疫苗成功于摩洛哥上市；国产新冠灭活疫苗；康泰生物乙肝品种、13价肺炎疫苗；成大生物狂犬品种；沃森生物13肺炎疫苗等。



部分疫苗企业2019-2024年海外收入占比

公司	2019	2020	2021	2022	2023	2024
智飞生物	0.1%	0.1%	0.8%	0%	0.02%	0.07%
康泰生物		0.1%	26.2%	0%	0%	0.4%
康希诺			71.1%	21.1%	0.9%	3.5%
成大生物	28.7%	26.0%	23.3%	33.9%	7.5%	11.7%
万泰生物	4.7%	15.5%	7.7%	4.0%	2.8%	9.6%
康华生物		0.3%	0.03%	0.06%	0.1%	7.4%

目 录

◆ 医药行业2025年上半年二级市场表现回顾

◆ 医药子行业2025年中期投资逻辑

◆ 医药全行业2025年中期投资策略及标的

核心观点

组合推荐：

- **稳健组合：**恒瑞医药(600276)、百济神州(688235)、联影医疗(688271)、美年健康(002044)、上海莱士(002252)、贝达药业(300558)。
- **港股组合：**云顶新耀(1952)、再鼎医药(9688)、君实生物（1877）、和黄医药（0013）、康方生物（9926）、信达生物（1801）、科伦博泰（6990）、诺诚健华（9969）、亚盛医药（6855）。

风险提示：医药产品研发与商业化进展不及预期的风险、医药行业政策不确定性的风险、业绩不及预期风险等。

恒瑞医药（600276）：出海佳绩不断，BD收入稳定增厚业绩

公司2024年实现营业收入279.8亿元(+22.6%)，归属于上市公司股东的净利润为63.4亿元(+47.3%)，扣非后归属于上市公司股东净利润为61.8亿元(+49.2%)。2025年一季度实现收入72.1亿元（+20.1%），归母净利润18.7亿元（+36.9%），扣非归母净利润18.6亿元（+29.4%）。

创新药收入持续快速增长，BD合作款增厚业绩。2024年公司创新药收入达138.9亿元（含税，不含对外许可收入），同比增速超过30%。产品出海许可收入确认27亿元。公司于2024收到的Merck 1.6亿欧元BD首付款、Kailera公司1亿美元对外许可首付款。全年毛利率86.3%（+1.7pp）；净利率22.6%（+3.9pp），利润率稳步提升。费用率管控良好，研发费用率23.5%（+1.8pp），销售费用率29.8%（-3.4pp），管理费用率9.1%（-1.5pp）。

公司与默沙东就Lp（a）小分子药物达成重磅合作。近日公司公告将脂蛋白（a）口服小分子项目（HRS-5346）在大中华地区以外的开发权利有偿许可默沙东。默沙东将向恒瑞支付2 亿美元的首付款，恒瑞有资格获得与开发、监管和商业化相关的里程碑付款，最高可达17.7亿美元。根据HRS-5346在大中华地区以外的销售情况，默沙东将向恒瑞支付相应的销售提成。**2025年11个品种有望获批。**2024年内公司2款1类创新药（富马酸泰吉利定、夫那奇珠单抗）获批上市。公司创新转型已迈入收获期。公司预计2025年将有望迎来11个项目（新药上市或新适应症获批）收获，包括HER2 ADC项目SHR-A1811、JAK1i艾玛昔替尼两项适应症、泰吉利定疼痛管理适应症等。预计2026-2027年分别有13/23个项目有望获批。

盈利预测：预计公司2025-2027年归母净利润分别为68.9/76.2/91.3亿元。

风险提示：仿制药集中采购降价、药品研发进度不达预期、里程碑付款金额存在不确定性等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	27984.61	31394.50	35798.86	41112.69
增长率	22.63%	12.18%	14.03%	14.84%
归属母公司净利润（百万元）	6336.53	6889.38	7624.92	9131.96
增长率	47.28%	8.72%	10.68%	19.76%
每股收益EPS（元）	0.99	1.08	1.20	1.43
净资产收益率ROE	13.75%	13.29%	13.15%	13.92%

百济神州（688235）：生物科技出海明星，2025年迎来蝶变

投资逻辑：1) 泽布替尼出海标杆，2024年收入26亿美元(+105%)，预计全球销售额有望持续增长。2) 在研Bcl-2i和BTK CDAC于2025年迎来多项催化事件，未来依托泽布替尼全球商业化渠道，拓宽加深血液瘤市场覆盖。3) 早期管线陆续迎来概念验证。在研CDK4i目标百亿市场，全球进度前二，有望于2025年上半年首次读出概念验证数据。此外PanKRASi、EGFR CDAC、CDK2i、多项ADC有望于2025年下半年首次读出概念验证数据。

百济神州国内药企出海标杆，预计公司25年有望盈利。百济神州于2010年创立，是美股+H股+A股三地上市的创新药企业。2024年百济神州实现收入38亿美元(约合人民币272亿元，+56%)，核心产品泽布替尼实现收入26亿美元(+105%)，推动公司亏损额持续收窄。公司于2025年JPM大会宣布当年目标实现营运利润为正。

泽布替尼问鼎百亿市场，全球快速放量。全球BTKi市场规模超百亿美元。公司的BTK抑制剂泽布替尼是第一个获美国FDA批准的中国自主研发的抗癌药。泽布替尼用于一线治疗CLL的5年PFS率为79%，较竞品优势显著，此外其在MCL、WM等适应症亦取得优秀数据，较伊布替尼展现优势。目前泽布替尼美国CLL新患占比第一，有望逐步替代伊布替尼，借助患者留存效应逐步扩大市场份额。全球处在研发阶段的BTK抑制剂（血液瘤适应症）包括礼来匹妥布替尼和默沙东nemtabrutinib，均尚未获批一线CLL适应症。我们预计泽布替尼美国市场地位稳固，销售增长空间广阔。

血液瘤梯队完整，有望基于泽布替尼渠道拓展市场。公司长期布局Bcl-2i和BTK CDAC两大品种。2025年公司Bcl2iSonrotoclax有望完成首个注册临床研究。2024年公司于多个血液瘤会议披露BTK CDAC多项1期研究亮眼数据，已于2025年初启动注册3期研究。公司依托泽布替尼全球商业化渠道，拓宽加深血液瘤市场覆盖。**早期管线陆续迎来概念验证。**2024年全球CDK4/6i销售超过100亿美元。CDK4i提升血液学安全性的确定性高，有希望将其相对CDK4/6i安全性优势转化为用药时长和有效性优势。公司预计在研CDK4i有望于2025年上半年首次读出概念验证数据，并于2025年内启动注册三期研究。PanKRASi、EGFR CDAC、CDK2i、多项ADC有望于2025年下半年首次读出概念验证数据。

盈利预测：预计公司2025-2027年收入分别为359亿元、441亿元、520亿元。

风险提示：临床数据不及预期、海外市场拓展不及预期、竞争格局恶化等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	27213.96	35858.83	44055.70	52016.00
增长率	56.19%	31.77%	22.86%	18.07%
归属母公司净利润（百万元）	-4978.29	389.21	2353.27	6179.55
增长率	25.87%	107.82%	504.63%	162.59%
每股收益EPS（元）	-3.23	0.25	1.53	4.01
净资产收益率ROE	-20.59%	1.63%	8.99%	19.39%

联影医疗（688271）：创新药收入快速增长，出海贡献业绩新增量

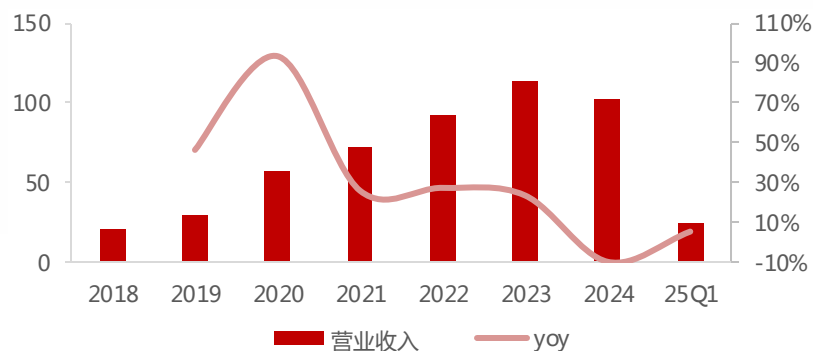
以旧换新叠加新版配置证，政策利好有望持续释放。2024年3月，国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，以旧换新政策自2024Q4起开始大规模落地，对相关公司业绩端的利好预计持续到2027年，从产品维度来看，医学影像类设备为现阶段主要采购品类。另外叠加新版配置证发放，中高端影像设备采购需求有望加速。公司产品线基本覆盖盖高端医学影像诊断产品和放射治疗产品，公司作为国内医学影像设备龙头有望持续获得政策利好的影响。2025年6月，公司发布2025年股权激励计划：以2024年营收为基准，2025~2027年营业收入增长目标值分别为20%/20%/20%，触发值为16%/16%/16%。

海外市场持续拓展。公司在深耕国内市场同时，也积极拓展海外新兴市场。2024年公司海外业务覆盖超85个国家和地区，海外实现收入达22.2亿元（+33.81%），其中1）美国市场PET/CT累计装机超100台；2）欧洲：实现英法德意西全面破冰，累计覆盖超50%的国家；3）亚太：进入印度市场5年以来，已覆盖印度超70%的地区，当地新增市场占有率位居前三。

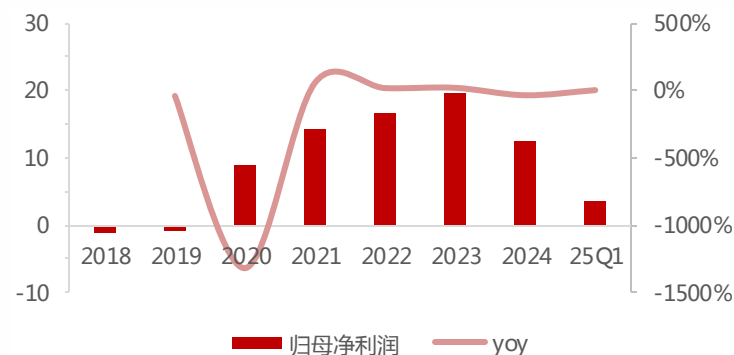
产品不断丰富，AI赋能开启医学影像新纪元。2024年度公司相继推出uLinacHalosTx精准放疗系统、uMR Max新一代3.0T磁共振、uAngio AVIVA智能悬吊DSA等重磅新品，产品矩阵不断完善。公司通过平台化创新、临床化产品开发以及智能化技术应用，在AI赋能医学影像和放射治疗领域构建差异化优势。根据FDA数据显示，放射学是全球AI赋能设备的最集中领域，联影AI赋能设备获批数量超过20个，位居行业领先地位。

风险提示：市场竞争加剧风险、研发失败风险、海外市场开拓不及预期风险、政策波动风险。

公司营业收入（亿元）



公司归母净利润（亿元）



美年健康（002044）：深耕AI健康管理强化预防医学壁垒

体检行业需求稳健，公司客单价持续提升、经营质量有望边际企稳。2024年，公司团体客户和个人客户占收入比分别为75.9%和 24.1%，整体体检客单价 672 元，较2023年提升52元。

从体检龙头向健康管理领域切入，AI产品业务增长可期。健康管理覆盖面更广，需求更加旺盛，从市场规模来看，中国健康管理市场规模数万亿，2024年预计规模为2万亿，同比+12%，其中健康体检仅占17%。公司响应国家号召，从体检向健康管理迈进，结合AI应用推出血糖健康、肝健康、胃肠道健康、肺结宁、HPV E6/E7蛋白检测、脑睿佳、胶囊胃镜等明星产品。根据2024年年报，公司结合AI技术取得的收入为2.2亿元。

强化AI辅助诊断技术，提升公司实力。AI辅助诊断高度契合体检行业，可提高疾病早筛发现率，5月22日公司与达摩院战略合作，推动多癌筛查AI技术在体检领域加速落地。达摩院开发的“一扫多查”AI技术目前已用于胰腺癌、食管癌、胃癌、脂肪肝等癌症及慢性病筛查。我们认为伴随后期多癌筛查技术在公司体检业务中加大布局，公司AI收入有望打开新增长极。

盈利预测：预计公司公司2025-2027年实现收入109.5/116.3/129.4亿元，同比+2.3%/6.3%/11.3%，实现归母净利润4.3/5.1/6.0亿元，同比+52.4%/+18.1%/+18.8%。

风险提示：市场竞争风险，AI技术进展不及预期风险，AI政策风险，商誉减值风险，消费复苏不及预期风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	10701.99	10948.73	11634.32	12943.92
增长率	-1.76%	2.31%	6.26%	11.26%
归属母公司((百万元)	282.24	430.14	507.85	603.52
增长率	-44.18%	52.41%	18.07%	18.84%
每股收益EPS（元）	0.07	0.11	0.13	0.15
净资产收益率ROE	6.87%	7.14%	7.18%	7.46%

上海莱士（002252）：自营血制消化高基数，利润快速增长

2024年公司实现收入81.8亿元，同比+2.7%，实现归母净利润21.9亿元，同比+23.3%，扣非归母净利润20.6亿元，同比+13.5%。

收入端稳健，利润端受基数效应影响快速增长。 2024 公司各季度收入分别为 20.6/22/20.6/18.6 亿元 (-0.3%/+19.5%/+1.3%/-8.2%)，收入基本保持平稳增长。全年自营血制收入44.3亿元(+2.5%)，代理人白收入36.3亿元(+3.5%)。归母净利润分别为7.6/4.8/6/3.6亿元(+5.3%/-7%/+8.8%/不适用)。2024年公司实现投资收益5.1亿元，其中GDS投资收益贡献3.3亿元，处置万丰奥威股票贡献1.8亿元。2023年公司计提GDS投资收益-1.7亿元。费用方面，2024年销售费用率5%，同比+0.8pp，管理费用率5.6%，同比+0.9pp，研发费用率3.1%，同比+0.9%，管理费用率上升主要系股权激励成本和合并广西莱士影响，研发费用率提升主要系公司研发投入增加。2024年公司计提信用减值损失4298万元，主要系应收账款坏账损失。

采浆量创新高，持续推进凝血领域研发创新。 2024年公司血浆采集突破1600吨，2025年3月公司收购南岳生物预计新增9个在采浆站，除并购事项涉及的浆站，公司及子公司有共计分布于11个省(自治区)的44家单采血浆站。公司深耕凝血领域，临床转化加速。2024年3月5日公司在研药物SR604注射液的“血友病及凝血因子Ⅶ缺乏症出血预防”适应症获批临床。

盈利预测与投资建议：预计公司2025-2027年收入分别为89、97、108亿元，公司并购+研发战略有望逐步落地，维持“买入”评级。

风险提示：采浆量不达预期的风险；行业竞争加剧的风险；汇率波动风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	8176.46	8894.97	9698.22	10819.43
增长率	2.67%	8.79%	9.03%	11.56%
归属母公司净利润（百万元）	2193.29	2387.09	2549.35	2820.83
增长率	23.25%	8.84%	6.80%	10.65%
每股收益EPS（元）	0.33	0.36	0.38	0.42
净资产收益率ROE	6.87%	7.14%	7.18%	7.46%

贝达药业（300558）：净利润快速增长，创新成果持续兑现

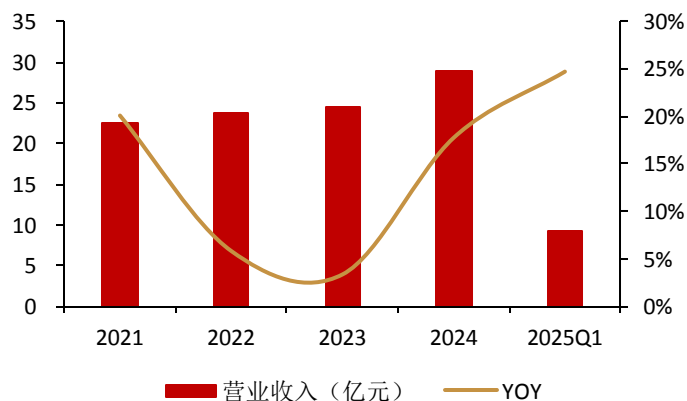
利润高增主要系公司加强期间费用开支管理，降本增效。公司注重投入产出效率，重视研发项目质量，通过预算管理、招投标管理、费用考核、系统控制等机制，合理管理期间费用开支，稳步实现降本增效。

已有五款新药上市，在研品种值得期待：截至 2024 年年报，包括公司首款创新药一代表皮生长因子受体酪氨酸激酶抑制剂（EGFR-TKI）盐酸埃克替尼（商品名：凯美纳）、ALK 抑制剂盐酸恩沙替尼胶囊（商品名：贝美纳）、三代EGFR抑制剂甲磺酸贝福替尼（BPI-D0316）、肾癌靶向药伏罗尼布片（CM082）等。同时，公司乳腺癌新药BPI-16350（酒石酸泰瑞西利胶囊）、战略合作产品植物源重组人血清白蛋白注射液的上市申请正在审评审批中，未来有望贡献新的营收增量。

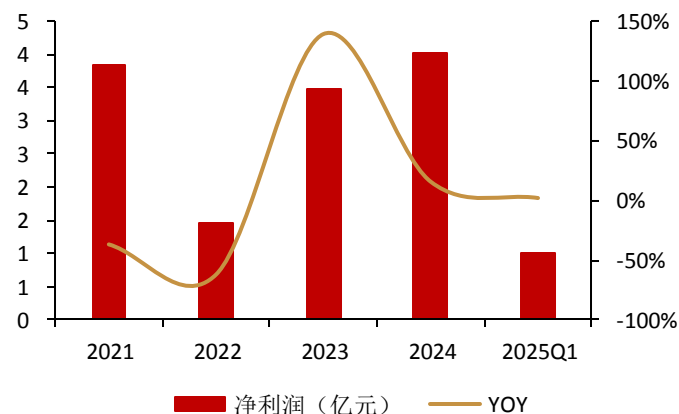
国际化战略加速落地。截至2024年年报，公司贝美纳一线适应症上市申请于2024年12月获美国食品药品监督管理局（美国FDA）批准上市，欧洲药品管理局（EMA）上市申报程序也已正式启动；EyePoint Pharmaceuticals, Inc. 主持的EYP-1901玻璃体内植入剂（DURAVYU）III期临床研究已开始入组，公司加速融入全球创新药产业链。

风险提示：产品研发进展低于预期、已上市产品销售低于预期等风险。

公司营业收入



公司归母净利润



云顶新耀（1952.HK）：商业化拐点，耐赋康销售峰值剑指50亿元

推荐逻辑：1）耐赋康是中国首个且唯一获批的IgA肾病治疗药物，上市后放量明显，销售峰值剑指50亿元；2）伊曲莫德为新一代口服治疗溃疡性结肠炎药物，有望于2025年底前获批上市；3）EVER001为共价可逆BTK抑制剂，潜在同类最佳产品，授权潜力大。

耐赋康是中国首个且唯一获批的IgA肾病治疗药物，销售峰值剑指50亿元。耐赋康于2023年11月获国家药监局批准上市，成为中国首个且唯一获批的IgA肾病治疗药物，填补了临床治疗的空白。我国IgA肾病患者群体达400-500万人，耐赋康上市后放量明显，2024年实现收入3.5亿元，我们预计耐赋康峰值有望达50亿元。

伊曲莫德为新一代口服治疗溃疡性结肠炎药物，销售峰值有望达20亿元。我国溃疡性结肠炎近几年发病率有上升趋势，到2030年我国溃疡性结肠炎患者人数预计将达到91.8万人。伊曲莫德为新一代口服治疗溃疡性结肠炎药物，其亚洲多中心Ⅲ期临床研究完整维持期数据在第20届欧洲克罗恩病和结肠炎组织年会（ECCO 2025）公布，结果显示，伊曲莫德组有89.6%的患者完成了40周维持期，显著高于安慰剂组的51.9%。在所有疗效终点上，伊曲莫德组均显著优于安慰剂组，包括临床缓解、临床反应、内镜改善、内镜恢复正常、黏膜愈合和症状缓解（ $p<0.0001$ ）。我们预计伊曲莫德峰值销售额有望达20亿元。

EVER001凸显BIC潜力，出海潜力大。EVER001胶囊是新一代共价可逆的布鲁顿酪氨酸激酶（BTK）抑制剂。与共价和不可逆BTK抑制剂相比，EVER001作为一款潜在的同类最佳产品，在保持高效的同时具有高选择性。2024年12月，云顶新耀宣布治疗原发性膜性肾病的EVER001在1b/2a期临床试验阶段性数据中取得积极结果，展现出BIC的治疗潜力。目前全球没有获批原发性膜性肾病适应症的药物，到2032年中国原发性膜性肾病患者人数预计达270万人，巨大未满足的临床需求有望催化EVER001出海授权，鉴于EVER001优异的临床数据，我们预计EVER001出海潜力巨大。

盈利预测：预计公司2025-2027年营业收入分别为14.7、30.7和42亿元。

风险提示：研发不及预期风险，商业化不及预期风险，市场竞争加剧风险，药品降价风险，医药行业政策风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	706.68	1466.36	3069.08	4201.58
增长率	461.16%	107.50%	109.30%	36.90%
归属母公司净利润（百万元）	-1041.38	-457.05	513.69	1178.82
增长率	-23.32%	56.11%	212.39%	129.48%
每股收益EPS（元）	-3.19	-1.4	1.57	3.61
净资产收益率ROE	-25.57%	-12.64%	12.44%	22.21%

再鼎医药（9688.HK）：艾加莫德预充式皮下注射剂型获FDA批准，多项里程碑事件催化在即

艾加莫德预充式皮下注射剂型获FDA批准，再鼎医药将于2025年在国内递交艾加莫德预充式皮下注射剂型的上市申请。艾加莫德预充式皮下注射剂型获FDA批准，用于治疗gMG和CIDP。艾加莫德目前已有包括预充式皮下注射（PFS），皮下注射（SC）和静脉输注（IV）三种给药方式。艾加莫德预充式皮下注射剂型每次注射20-30秒，患者在接受皮下注射的指导后可自我给药，再鼎医药将于2025年在国内递交艾加莫德预充式皮下注射剂型的上市申请。

ADAPT NXT与ADAPT-SC+研究为艾加莫德的临床个体化用药增添了新数据。艾加莫德多项数据在美国神经病学会（AAN）年会公布，包括ADAPT NXT（B阶段数据）与ADAPT-SC+这两项研究的长期数据。ADAPT NXT研究评估艾加莫德静脉注射（IV）在第一周期每周一次输注后的维持期，采用两种不同的给药方案的疗效与安全性，此次B阶段数据显示，56.5%的患者在126周内达到最小症状表达（MSE，MG-ADL $\leq$ 1），64.1%的患者在 $\geq$ 75%的访视中实现MG-ADL总分改善 $\geq$ 3分，长期MG-ADL评分维持稳定控制。ADAPT-SC+研究结果表明，77.7%患者在首个周期实现症状有临床意义的改善（CMI，MG-ADL降幅 $\geq$ 2分），至第9周期，该比例上升至86.1%。

2025年重要里程碑事件众多，潜力管线快速推进。预计将于2025年上半年公布贝玛妥珠单抗用于胃癌一线治疗的III期结果并有望BLA；有望向NMPA提交TTFields用于二线及以上NSCLC及一线胰腺癌的上市许可申请；公布ZL-1310（DLL3 ADC）用于二线及以上SCLC和一线SCLC的临床数据；KARXT有望于2025H2读出阿兹海默症引起的精神障碍(ADP)全球3期数据；Povetacicept治疗IgA肾病的三期研究快速推进中。

盈利预测：预计公司2025-2027年收入分别为5.7、8.6、12.9亿美元。

风险提示：在研管线研发进展或不及预期；海外上市进度或不及预期；未来上市产品不能进入医保的风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万美元）	398.99	574.06	863.78	1290.84
增长率	49.59%	43.88%	50.47%	49.44%
归属母公司净利润（百万美元）	-257.10	-147.51	50.28	352.12
增长率	23.17%	42.62%	134.09%	600.30%
每股收益EPS（美元）	-0.23	-0.13	0.05	0.32
净资产收益率ROE	-30.57%	-21.27%	6.76%	32.13%

君实生物（1877.HK）：PD-1单抗快速增长，创新和国际化持续推进

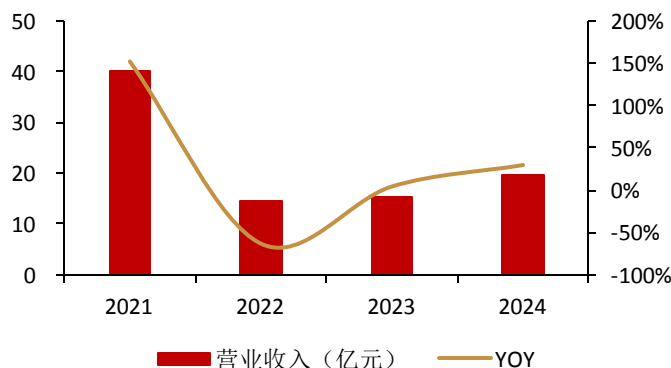
核心产品特瑞普利单抗销售收入快速增长。公司2024年全年拓益实现国内市场销售收入人民币15.0亿元，同比增长约66%。拓益已累计在全国超过六千家医疗机构及超过三千家专业药房及社会药房销售。截至2024年拓益已有11项适应症中国获批，目前共有10项适应症纳入国家医保目录，是国家医保目录中唯一用于治疗黑色素瘤的抗PD-1单抗药物。

特瑞普利单抗在海外多个国家/地区的上市申请稳步推进。国际化方面，特瑞普利单抗于2023年10月获得美国FDA批准上市，2024年1月，特瑞普利单抗已可以在美国获取及使用，在多个国家/地区稳步推进

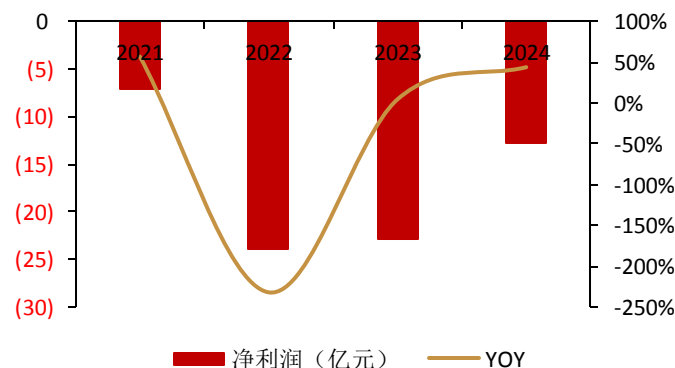
研发管线高效推进，后续增长动力强劲。2024年4月，昂戈瑞西单抗的两项sNDA获得NMPA受理，用于治疗：（一）杂合子型家族性高胆固醇血症。（二）他汀类药物不耐受或禁忌使用的原发性高胆固醇血症和混合型血脂异常。2024年10月，昂戈瑞西单抗获得NMPA批准上市，用于治疗原发性高胆固醇血症（非家族性）和混合型血脂异常成人患者。加快推进抗肿瘤抗BTLA单抗tifcemalimab（代号：TAB004/JS004）、抗IL-17A单抗（代号：JS005）、PD-1/VEGF双特异性抗体（代号：JS207）等处于临床后期阶段管线的研发和上市申请等工作。

风险提示：在研管线研发进展或不及预期；海外上市进度或不及预期；未来上市产品不能进入医保的风险。

公司营业收入



公司归母净利润



和黄医药（0013.HK）：业绩符合预期，综合收入25年全年指引为3.5-4.5亿美元

2024年总收入达6.3亿美元，利润达3773万美元，肿瘤产品市场销售额达5亿美元（+134%）。呋喹替尼美国市场销售额为2.9亿美元（+1825%），呋喹替尼中国市场销售额为1.15亿美元（+9%），索凡替尼市场销售额4900万美元（+14%），赛沃替尼市场销售额4550万美元。业绩符合预期，肿瘤/免疫业务综合收入的2025年全年指引为3.5至4.5亿美元。

赛沃替尼SAVANNAH研究取得积极顶线结果。赛沃替尼联合奥希替尼二线治疗伴有MET扩增及/或过表达的EGFR突变非小细胞肺癌患者的SAVANNAH全球关键II期取得积极的顶线结果。SACHI中国III期研究中期分析达到主要终点。多项研究持续入组中，包括SAFRRON全球III期研究，以及用于一线治疗伴有MET过表达的EGFR突变非小细胞肺癌的SANOVO中国III期研究。

呋喹替尼二线治疗肾细胞癌取得积极结果，索乐匹尼布有望2025年底上市。呋喹替尼联合信迪利单抗用于治疗经治的pMMR子宫内膜癌于2024年12月获国家药监局批准。用于二线治疗肾细胞癌的FRUSICA-2中国III期取得积极结果。索乐匹尼布用于治疗ITP的ESLIM-01中国III期研究结果显示持续应答率达48.4%，治疗温抗体型自身免疫性溶血性贫血症的中国II期研究于EHA年会公布，整体应答率达66.7%。索乐匹尼布有望于2025年底上市。索凡替尼有望于2025年底公布胰腺癌的II期研究数据。

出售非核心合资企业，聚焦创新药物研发。上海和黄药业主要负责在中国生产、销售及分销其自有品牌处方药物，其主要产品为心血管疾病药物。上海和黄药业是由和黄医药和上海医药于2001年以50:50的比例成立的合资企业。和黄医药以6.08亿美元(人民币44.78亿元) 现金向金浦健服投资管理和上海医药出售上海和黄药业的45%的股权，和黄医药计划将上述交易所得的款项用于进一步开发其内部产品管线，并推动发展其核心业务战略，该产品管线和战略包括其新一代的ATTC平台。。

盈利预测：随着多款创新药的逐步落地和全球市场的放量，我们预计公司2025-2027年营业收入分别为6.9、7.8和9.6亿美元。

风险提示：研发不及预期风险，商业化不及预期风险，市场竞争加剧风险，药品降价风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万美元）	630.2	686.92	782.88	961.85
增长率	-24.80%	9.00%	13.97%	22.86%
归属母公司净利润（百万美元）	37.73	11.96	26.03	130.42
增长率	-62.56%	-68.29%	117.61%	400.95%
每股收益EPS（美元）	0.04	0.01	0.03	0.15
净资产收益率ROE	4.96%	1.55%	3.26%	14.05%

康方生物（9926.HK）：收入符合预期，两款核心品种顺利纳入国家医保目录

2024年度综合收入21.2亿元，产品市场销售额达20亿元。收入符合预期。

卡度尼利成功纳入国家医保药品目录，一线胃癌适应症顺利上市。卡度尼利于2024年11月成功纳入国家医保药品目录，适应症为既往接受含铂化疗治疗失败的复发或转移性宫颈癌患者。卡度尼利联合化疗一线治疗不可手术切除的局部晚期、复发或转移性胃或胃食管结合部腺癌于2024年9月获NMPA批准。卡度尼利联合化疗联合或不联合贝伐珠单抗一线治疗持续、复发或转移性宫颈癌的sNDA正在NMPA最后审评状态。公司持续推进卡度尼利在多个适应症的III期临床试验，包括肺癌、胃癌、肝癌等。

依沃西上市并纳入国家医保药品目录，全球多项肺癌II期临床推进中。2024年5月，伊沃西联合化疗用于治疗EGFR-TKI治疗后进展的EGFR突变的局部晚期或转移性非鳞状NSCLC获NMPA批准上市。2024年11月，伊沃西单抗纳入国家医保药品目录。依沃西单抗对比帕博利珠单抗单药一线治疗PD-L1表达阳性的NSCLC的III期临床试验于2024年5月获得阳性结果，并于2024年7月递交上市申请。AK112覆盖6大癌种的七个III期临床高效推进中，包括肺癌、胆道癌、头颈鳞癌、乳腺癌、结直肠癌、胰腺癌。AK112全球多项肺癌III期临床推进中，与辉瑞公司共同探索“IO+ADC”联合疗法的协同潜力和商业价值。

非肿瘤板块进入收获期，剑指自免大市场。伊努西单抗（PCSK9）于2024年9月获NMPA批准上市，用于治疗原发性高胆固醇血症和混合型高脂血症，及杂合子型家族性高胆固醇血症。依若奇单抗（AK101，IL-12/IL-23）的新药上市申请已于2023年8月获得CDE受理，用于治疗中重度斑块状银屑病。古莫奇单抗治疗中重度斑块状银屑病的NDA于2025年1月获NMPA受理，治疗强直性脊柱炎的III期临床试验入组完成。

盈利预测：我们预计公司2025-2027年收入分别为31.1、45.9和60.7亿元。

风险提示：研发进展或不及预期、核心品种商业化进展或不及预期、政策风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2123.94	3111.58	4592.33	6073.08
增长率	-53.08%	46.50%	47.59%	32.24%
归属母公司净利润（百万元）	-514.52	-175.71	531.29	1349.11
增长率	-125.37%	65.85%	402.36%	153.93%
每股收益EPS（元）	-0.57	-0.2	0.59	1.5
净资产收益率ROE	-7.55%	-2.65%	7.41%	15.84%

信达生物（1801.HK）：业绩符合预期，首次实现Non-IFRS盈利

公司2024年收入达94.2亿元（+51.8%），其中产品收入82.3亿元（+43.6%），授权费收入11亿元，业绩符合预期。

首次实现Non-IFRS盈利，毛利率提升至84%。2024年公司的亏损为人民币9463万元，较2023年10.3亿元大幅减少9.3亿元。亏损缩窄主要源于收入快速增长、财务状况持续改善及营运效率提升。2024年毛利率为84%，较2023年的81.7%提升2.3个百分点，毛利率改善主要得益于产量增加及成本持续优化。2024年研发开支为26.8亿元，销售及市场推广开支为43.5亿元。2024年，非国际财务报告准则（Non-IFRS）利润转正，达3.3亿元，2023年为亏损5.1亿元。2024年Non-IFRS计入利息、税项、折旧及摊销前之盈利（‘EBITDA’）为4.1亿元，2023年为亏损6亿元。

新增五款上市药物，托莱西单抗纳入国家医保药品目录。公司商业化产品组合扩大至15款，新增五款获批药物，包括三款肺癌靶向药——达伯特®（氟泽雷塞片，KRAS G12C抑制剂）、达伯乐®（己二酸他雷替尼胶囊，ROS1抑制剂）及奥壹新®（利厄替尼片，EGFR TKI），血液瘤领域全球首款非共价BTK抑制剂捷帕力®（匹妥布替尼片）在中国上市。此外，信必敏®（替妥尤单抗N01注射液）获批，为中国首款抗胰岛素样生长因子-1受体（‘IGF-1R’）单克隆抗体。首款心血管及代谢产品信必乐®（托莱西单抗注射液，PCSK9抑制剂）成功获纳入国家医保药品目录。

三款药物上市在即，创新研发兑现。三款药物递交上市申请，包括玛仕度肽用于肥胖或超重成人患者的长期体重控制和2型糖尿病（‘T2D’）成人患者的血糖控制，匹康奇拜单抗用于治疗中重度斑块状银屑病，以及IBI310（伊匹木单抗）联合信迪利单抗用于MSI-H/dMMR结肠癌患者的新辅助治疗。IBI363（PD-1/IL-2）用于治疗IO经治黑色素瘤和IO经治鳞状NSCLC获FDA授予两项快速审评通道认定（FTD）。IBI343（CLDN18.2 ADC）治疗三线GC和二线PDAC获NMPA授予突破性疗法认定（BTD），以及FDA授予FTD用于治疗二线PDAC。IBI3009与罗氏达成全球独家授权及合作协议。

盈利预测：公司研发及商业化实力强劲，我们预计公司2025-2027年营业收入分别为114.4、149.7和201.1亿元。

风险提示：研发进展或不及预期、核心品种商业化进展或不及预期、海外合作或不及预期、政策风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	9421.89	11438.17	14972.57	20108.16
增长率	51.82%	21.40%	30.90%	34.30%
归属母公司净利润（百万元）	-94.63	280.78	1715.94	4451.49
增长率	90.79%	396.71%	511.13%	159.42%
每股收益EPS（元）	-0.06	0.17	1.04	2.7
净资产收益率ROE	-0.72%	2.10%	11.35%	22.75%

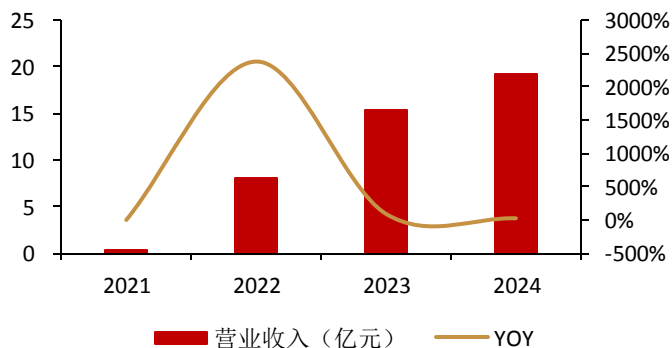
科伦博泰（6990.HK）：Trop2 ADC肺癌适应症全球首个获批

Trop2 ADC肺癌适应症全球首个获批。2025年，芦康沙妥珠单抗治疗3线EGFR突变NSCLC获批上市，系全球Trop2 ADC首个获批的肺癌适应症，适应症顺利扩展，利好中国商业化。芦康沙妥珠单抗于2024年11月获批，肺癌适应症拓展有利于该品种的市场推广。公司有望携肺癌适应症参加2025年国家医保谈判。

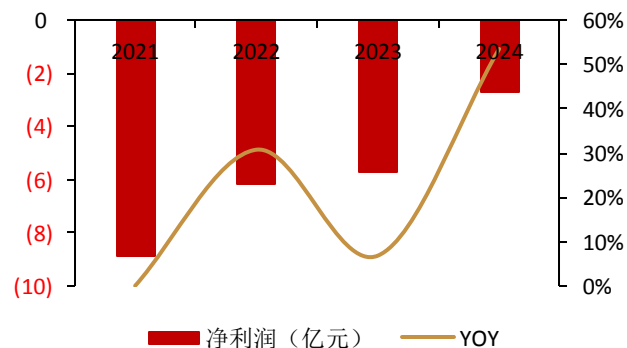
截至2024年年报，科伦博泰已有10+款药物处于临床阶段，30余款创新线。SKB264、A167、N01等产品陆续获批上市，2025年是公司产品商业化元年，持续关注科伦博泰的成长性。

风险提示：研发进展或不及预期，商业化进展或不及预期，市场竞争风险，医保控费力度超出预期风险。

公司营业收入



公司归母净利润



诺诚健华（9969.HK）：业绩符合预期，奥布替尼销售强劲增长

2024年营业收入为10.1亿元（+36.7%），其中奥布替尼实现强劲增长，销售额为10亿元（+49.1%），业绩符合预期。

奥布替尼销售强劲增长，血液瘤和自身免疫病推进顺利。奥布替尼2024年销售额为10亿元（+49.1%）。奥布替尼肿瘤适应症持续扩增中，一线治疗CLL/SLL的NDA申请于2024年8月获CDE受理，针对复发/难治性MCL的注册性II期临床试验已经完成，并向澳大利亚治疗用品管理局递交NDA。自免适应症上，目标在2025年中实现PPMS的FPI，并在2025年内实现SPMS的FPI；ITP的中国注册性III期临床试验正在进行中，计划2026年上半年NDA；SLE的Iib期临床试验预计2025年Q4读出数据。

TYK2抑制剂国内研发第一梯队，两款产品研发进展顺利。公司拥有两款TYK2抑制剂，ICP-332正开发特应性皮炎等免疫炎症性疾病，于2024年第四季度启动ADIII期临床，白癜风II/III期临床试验的IND申请已在中国获得批准，即将开始患者入组。在美国，公司已完成ICP-332的I期临床试验，并将与FDA沟通后续临床开发计划。ICP-448是一种强效的高选择性的TYK2变构抑制剂，斑块性银屑病III期临床试验的患者招募于2025年3月启动，并成功实现FPI。

坦昔妥单抗有望于2025年上市，ICP-248步入II期临床试验。坦昔妥单抗/Tafasitamab是一款靶向CD19的Fc结构域优化的人源化单克隆抗体，2024年6月，坦昔妥单抗联合来那度胺治疗复发/难治DLBCL的上市申请在中国获受理，预计将于2025年上半年获得批准。ICP-248是一款Bcl-2抑制剂，2025年2月，CDE同意在中国启动ICP-248联合奥布替尼一线治疗CLL/SLL的注册性III期临床试验，此外，ICP-248已获得监管部门批准在中国和澳大利亚开展AML临床试验，目前剂量递增和扩展研究正在进行中。

盈利预测：诺诚健华业绩成长确定性强，管线落地在即，我们预计2025-2027年营业收入分别13.8、19.0、23.4亿元。

风险提示：研发不及预期风险，商业化不及预期风险，市场竞争加剧风险，药品降价风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1009.45	1379.27	1900.36	2340.68
增长率	36.68%	36.64%	37.78%	23.17%
归属母公司净利润（百万元）	-440.63	-289.4	-28.73	195.75
增长率	30.20%	34.32%	90.07%	781.40%
每股收益EPS（元）	-0.25	-0.16	-0.02	0.11
净资产收益率ROE	-6.55%	-4.50%	-0.45%	2.96%

亚盛医药（6855.HK）：业绩符合预期，迈入全球创新新阶段

2024年收入9.8亿元（+342%），其中奥雷巴替尼收入达2.4亿元（+52%）。公司现金和银行存款余额12.6亿元（截止2024年底，尚未算入2025年1月纳斯达克上市融资金额），业绩符合预期。

APG-2575成功NDA，国际化进程提速。2024年11月，Lisafoclax（APG-2575）单药治疗R/R CLL/SLL的NDA获CDE受理，并被纳入优先审评。APG-2575正在开展多项注册III期临床试验，分别为联合BTKi治疗经治CLL/SLL患者的全球注册III期临床试验（由美国FDA许可）；联合阿可替尼一线治疗初治CLL/SLL患者的全球注册III期临床试验；联合阿扎胞苷（AZA）一线治疗新诊断老年或不耐受标准化疗的急性髓系白血病（AML）患者的全球注册III期临床试验；联合AZA一线治疗新诊断中高危骨髓增生异常综合征（MDS）患者的全球注册III期临床试验。此外，公司正在中国和美国开展APG-2575联合治疗多发性骨髓瘤（MM）患者的Ib/II期临床研究。

耐立克新适应症纳入国家医保目录，多项III期临床研究快速推进中。耐立克商业化快速推进，实现销售收入2.4亿元（+52%）。截至2024年12月31日，耐立克的全国准入医院和DTP药房达到734家，其中准入医院数量较2023年底增长达86%。2024年11月，耐立克新适应症通过简易续约程序成功纳入国家医保药品目录。耐立克多项III期临床快速推进中，2024年5月启动POLARIS-3的患者招募工作，POLARIS-3为耐立克®针对系统性全身治疗失败的琥珀酸脱氢酶（SDH）缺陷型胃肠间质瘤（GIST）患者的注册III期临床研究；2024年2月启动POLARIS-2的患者招募工作，POLARIS-2为由FDA许可的耐立克®治疗伴有或不伴有T315I突变的经治CML-CP成年患者的注册III期临床研究。

三箭齐发，耐立克授权、收到股权投资并完成美国首次公开发售。2024年6月14日，亚盛医药与武田就第三代BCR-ABL抑制剂奥雷巴替尼全球许可签署独家选择权协议。将奥雷巴替尼除中国和其他一些地区之外的全球权利在全球范围内进行许可。2024年6月，亚盛医药收到武田7500万美元股权投资款项。2024年7月，亚盛医药收到武田1亿美元的选择权付款。2025年1月，亚盛医药完成在美国的首次公开发售，募资净额为人民币9.67亿元。

盈利预测：亚盛医药研发实力强劲，管线持续落地，我们预计公司2025-2027年营业收入分别为5.5、8.5和14.9亿元。

风险提示：新药研发进展不及预期等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	980.65	550.14	850.22	1490.39
增长率	341.77%	-43.90%	54.55%	75.29%
归属母公司净利润（百万元）	-405.43	-1221.32	-1010.76	-576.3
增长率	56.20%	-201.24%	17.24%	42.98%
每股收益EPS（元）	-1.16	-3.51	-2.9	-1.65
净资产收益率ROE	-153.46%	127.60%	51.36%	22.65%

推荐组合估值表

	代码	公司	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			归母净利润同比增速			PE（倍）			投资评级
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
稳健组合	600276.SH	恒瑞医药	3825	63.37	68.89	76.25	47%	9%	11%	60.36	55.52	50.16	买入
	688235.SH	百济神州	2239	-49.78	3.89	23.53	26%	108%	505%	-44.97	575.49	95.14	买入
	688271.SH	联影医疗	1029	12.62			-36%			81.54			-
	002044.SZ	美年健康	195	2.82	4.30	5.08	-44%	52%	18%	68.93	45.23	38.31	-
	002252.SZ	上海莱士	458	21.93	23.87	25.49	23%	9%	7%	20.88	19.19	17.97	买入
	300558.SZ	贝达药业	245	4.03			16%			60.75			持有
港股组合	1952.HK	云顶新耀	214	-10.41	-4.57	5.14	-23%	56%	212%	-20.58	-46.89	41.72	-
	9688.HK	再鼎医药	38	-2.57	-1.48	0.50	23%	43%	134%	-14.65	-25.54	74.92	-
	1877.HK	君实生物	347	-12.82			44%			-27.03			-
	0013.HK	和黄医药	28	0.38	0.12	0.26	-63%	-68%	118%	75.31	237.57	109.16	买入
	9926.HK	康方生物	966	-5.15	-1.76	5.31	-125%	66%	402%	-187.79	-549.90	181.87	-
	1801.HK	信达生物	1277	-0.95	2.81	17.16	91%	397%	511%	-1349.02	454.66	74.40	-
	6990.HK	科伦博泰生物-B	728	-2.67			54%			-272.90			买入
	9969.HK	诺诚健华-U	300	-4.41	-2.89	-0.29	30%	34%	90%	-68.00	-103.68	-1042.95	-
	6855.HK	亚盛医药-B	237	-4.05	-12.21	-10.11	56%	-201%	17%	-58.50	-19.42	-23.47	-

注：市值数据截至2025. 7. 14收盘；再鼎医药及和黄医药盈利预测数值、市值数值单位为美元，选取目前美元/人民币汇率7.17折算

数据来源：Wind，西南证券

风险提示

- ✓ 医药产品研发与商业化进展不及预期的风险
- ✓ 医药行业政策不确定性的风险
- ✓ 业绩不及预期风险等



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

首席分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
邮箱：duxu@swsc.com.cn

分析师：汤泰萌
执业证号：S1250522120001
ttm@swsc.com.cn

分析师：陈辰
执业证号：S1250524120002
邮箱：chch@swsc.com.cn

分析师：汪翌雯
执业证号：S1250522120002
邮箱：wangyw@swsc.com.cn

联系人：雷瑞
邮箱：leir@swsc.com.cn

联系人：伍云道
邮箱：wyxiao@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究院

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部 经理、上海销售主管	18621310081	jsf@swsc.com.cn	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售岗	15905851569	jjj@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyyf@swsc.com.cn	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn	张鑫	销售岗	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	yangju@swsc.com.cn				