



医药健康行业研究

买入（维持评级）
行业专题研究报告

证券研究报告

医药组

分析师：甘坛焕（执业 S1130525060003） 分析师：姜铸轩（执业 S1130525070015） 分析师：唐玉青（执业 S1130525080003）
 gantanhuan@gjzq.com.cn jiangzhuxuan@gjzq.com.cn tangyuqing@gjzq.com.cn

分析师：马居东（执业 S1130525070004） 联系人：刘创
 majudong@gjzq.com.cn liuchuang@gjzq.com.cn

制药板块中报总结：赛道分化，创新药迎来收获期

投资逻辑

药品板块：整体业绩稳健，增长动能从仿制药向创新药切换。药品板块企业（据申万行业分类共选取 132 家样本企业）2025 上半年整体营业收入/归母净利润增速为-2%/-4%，整体业绩稳健；2025Q2 营业收入/归母净利润增速为+1%/+20%，板块利润端得益于创新药 License out 出海、企业运营增效等因素，迎来较大提振。板块销售费用率/管理费用率于 2025H1 增速分别为-1%/+1%，2025Q2 增速分别为+1%/+1%，运营费用整体平稳；研发费用于 2025H1、2025Q2 增速分别为+5%、+3%，增速高于收入增速，创新研发投入力度持续提高。

Pharma 重点个股：业绩分化，创新转型进度靠前的企业表现较好。代表性 Pharma 企业（选取 22 家）2025 上半年整体营业收入/归母净利润增速为-0.7%/+7.3%，平均净利润率约为 17%（同比增长 1.3pct），其中 2025 年上半年收入规模百亿元以上的 6 家 Pharma 增速为-0.2%/+11.5%，平均净利润率约为 15%（同比增长 1.6pct），业绩稳健增长；年收入规模不足百亿元的 16 家 Pharma 增速为-1.4%/2.2%，平均净利润率约为 20%（同比增长 0.7pct），收入有所承压、利润端有所放缓，主要为科伦药业、海思科、京新药业、泰恩康、石药集团、绿叶制药等部分企业短期利润承压所致。因此，从个股来看，创新转型及产品具有高壁垒属性的头部 Pharma 业绩表现更佳。

Biotech 重点个股：仍处于快速放量期，盈亏平衡点渐近。Biotech 公司仍处快速放量期，22 家代表性 Biotech 2025H1 累计营收（含里程碑收入）同比增速仍近 30%。多因素催化 Biotech 公司核心大单品及整体收入快速提升。以 2025H1 同比增速较高的几家 biotech 为例，我们认为产品收入快速放量得益于以下几点催化：①出海：百济神州 25H1 产品收入 173.6 亿元，其中百悦泽收入 125.3 亿元，而其在美国销售额 89.6 亿元（+52%）、欧洲销售额 19.2 亿元（+81%），海外的强劲增长拉动业绩快速放量。②疗效优势及支付端倾斜：艾力斯的第三代 EGFR- TKI 伏美替尼较一代吉非替尼显著延长 NSCLC 患者 PFS，进入医保后快速放量，2025H1 快速放量拉动业绩增长，总产品收入增速达 51。③独家适应症：诺诚健华核心产品奥布替尼作为国内首个且唯一获批针对复发或难治性 MZL 适应症的 BTK 抑制剂，25H1 收入 6.39 亿元（+53%），独家产品优势明显。当前，国内创新药企临床管线全球竞争力持续提升、医保政策及商保对创新药加速倾斜，国内多家创新药企有望持续步入业绩收获期。

生物制品：板块表现分化，疫苗、血制品板块持续承压。代表性生物制品企业（选取 14 家）2025 年上半年整体营业收入/归母净利润增速为-31%/-52%，业绩持续承压；其中疫苗板块多数企业上半年转亏，血制品板块除华兰生物外整体利润端呈下滑态势。分季度看，板块整体 2025Q1 收入/归母净利润增速为-41%/-57%，2025Q2 收入/归母净利润增速为-18%/-45%，二季度业绩下滑趋势稍微减缓。从个股来看，竞争格局佳、壁垒高的细分赛道龙头业绩表现亮眼。

投资建议与估值

我们继续对医药板块在 2025 年走出反转行情抱有强烈信心，创新药主线和左侧板块困境反转依旧是 2025 年医药板块的最大投资机会。创新药建议关注泛癌种潜力的双/多抗药物，解决未满足临床需求的慢病药，持续关注 ADC、双抗/多抗、小核酸赛道等的投资机会。

风险提示

汇率风险；国内外政策风险；临床试验进展不及预期风险；产品上市审评进展不及预期风险。



药品板块：整体业绩稳健，增长动能从仿制药向创新药切换

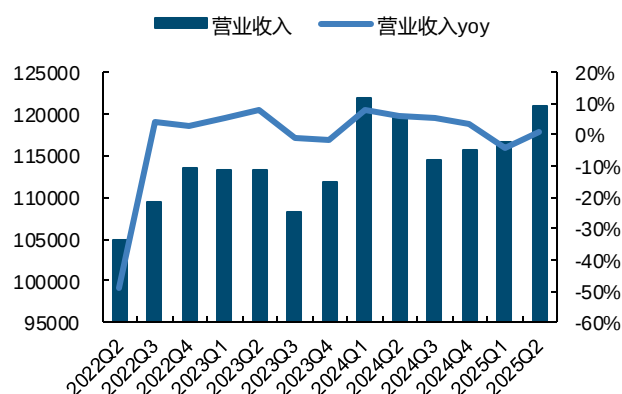
药品板块企业（据申万行业分类共选取 132 家样本企业）2025 上半年整体营业收入/归母净利润增速为-2%/-4%，整体业绩稳健；2025Q2 营业收入/归母净利润增速为+1%/+20%，板块利润端得益于创新药 License out 出海、企业运营增效等因素，迎来较大提振。板块销售费用率/管理费用率于 2025H1 增速分别为-1%/+1%，2025Q2 增速分别为+1%/+1%，运营费用整体平稳；研发费用于 2025H1、2025Q2 增速分别为+5%、+3%，增速高于收入增速，创新研发投入力度持续提高。

图表1：1H25 板块整体业绩稳健，Q2 利润端迎来较大提振（百万元）

	2024H1	2025H1	25H1增速	2024Q2	2025Q2	25Q2增速
营业收入	241622	237549	-2%	119742	120857	1%
毛利润	134592	133032	-1%	66377	68652	3%
销售费用	55218	54472	-1%	27917	28315	1%
管理费用	19570	19739	1%	9840	10028	2%
研发费用	28278	29636	5%	15018	15455	3%
财务费用	752	768	2%	-12	-7	-38%
所得税	5689	5810	2%	2803	2852	2%
归母净利润	23100	22152	-4%	9772	11685	20%
扣非净利润	20860	18841	-10%	8292	9693	17%
应收账款	99591	104246	5%	-	-	-
存货	83925	82438	-2%	-	-	-
固定资产净值	181525	198275	9%	-	-	-
在建工程	49737	39756	-20%	-	-	-
长期股权投资	55342	54837	-1%	-	-	-
经营性现金流	31202	30276	-3%	-	-	-

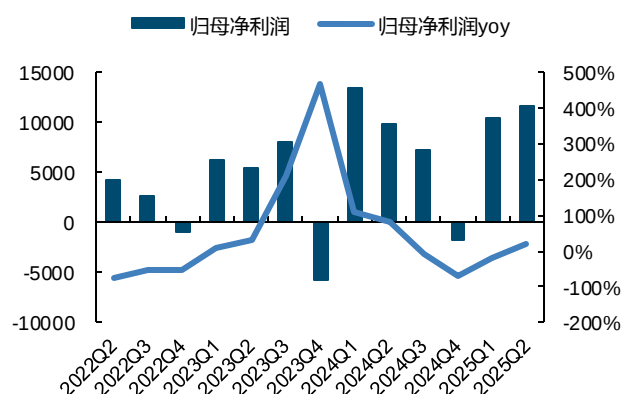
来源：iFind，国金证券研究所

图表2：25H1 营业收入表现稳健（百万元）



来源：iFind，国金证券研究所

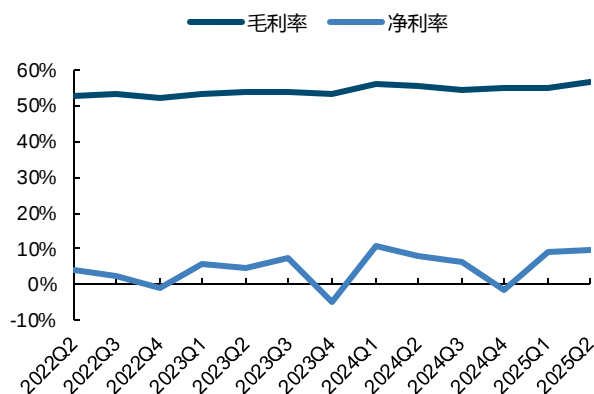
图表3：25H1 利润水平维持高位区间（百万元）



来源：iFind，国金证券研究所

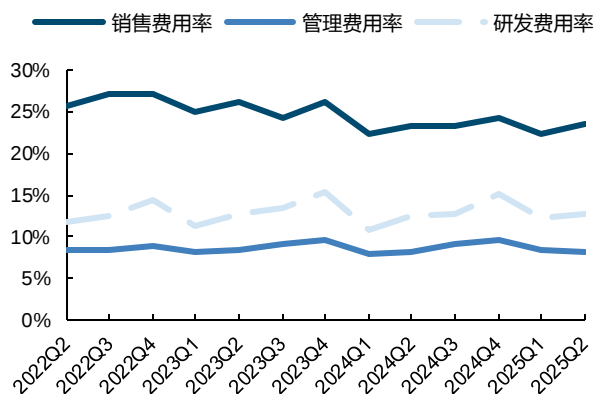


图表4：板块毛利率稳定，利润率同比改善



来源：iFind，国金证券研究所

图表5：板块费用率整体稳定



来源：iFind，国金证券研究所

重点个股分析——Pharma：业绩分化，创新转型进度靠前的大型企业表现较好

代表性 Pharma 企业（选取 22 家）2025 上半年整体营业收入/归母净利润增速为-0.7%/+7.3%，平均净利润率约为 17%（同比增长 1.3pct），其中 2025 年上半年收入规模百亿元以上的 6 家 Pharma 增速为-0.2%/+11.5%，平均净利润率约为 15%（同比增长 1.6pct），业绩稳健增长；年收入规模不足百亿元的 16 家 Pharma 增速为-1.4%/2.2%，平均净利润率约为 20%（同比增长 0.7pct），收入有所承压、利润端有所放缓，主要为科伦药业、海思科、京新药业、泰恩康、石药集团、绿叶制药等部分企业短期利润承压所致。因此，从个股来看，创新转型及产品具有高壁垒属性的头部 Pharma 业绩表现更佳。

图表6：1H25 年利润增速高于收入，创新转型及产品具有高壁垒属性的头部 Pharma 业绩表现更佳

股票代码	公司名称	市值规模 (亿元)	营业收入 (亿元)	营业收入YOY (%)	毛利率 (%)	毛利率变动 (pct, %)	归母净利润 (亿元)	归母净利润YOY (%)
A股								
600276	恒瑞医药	4,404.16	157.61	16%	86.58	0.35	44.50	30%
000963	华东医药	777.06	216.75	3%	33.90	1.20	18.15	7%
600196	复星医药	720.35	195.14	-5%	48.12	-0.74	17.02	39%
002653	海思科	621.11	20.01	19%	72.96	1.01	1.29	-22%
002422	科伦药业	582.65	90.83	-23%	49.76	-4.08	10.01	-44%
002294	信立泰	561.31	21.31	4%	75.31	4.19	3.65	6%
002773	康弘药业	370.92	24.54	7%	89.95	0.15	7.30	5%
000513	丽珠集团	340.99	62.72	0%	66.02	0.06	12.81	9%
600079	人福医药	332.97	120.64	-6%	48.18	1.40	11.55	4%
002262	恩华药业	251.31	30.10	9%	75.24	2.74	7.00	11%
600380	健康元	227.22	78.98	-4%	62.21	-1.11	7.85	1%
002755	奥赛康	223.22	10.07	9%	81.69	-0.02	1.60	112%
002019	亿帆医药	186.47	26.35	0%	48.57	0.81	3.04	20%
002020	京新药业	162.39	20.17	-6%	49.57	-2.01	3.88	-4%
301263	泰恩康	156.24	3.47	-12%	54.14	-7.49	0.37	-57%
603590	康辰药业	89.51	4.61	14%	90.18	0.65	0.91	15%
H股								
03692	翰森制药	1,988.19	74.34	14%	91.11	0.01	31.35	15%
01177	中国生物制药	1,386.95	175.75	10%	82.47	0.33	33.89	12%
01093	石药集团	1,057.66	132.73	-18%	65.62	-5.95	25.48	-16%
01530	三生制药	646.53	43.55	-1%	85.31	-1.20	13.58	25%
02096	先声药业	318.53	35.85	15%	80.72	1.65	6.04	32%
02186	绿叶制药	127.61	31.81	3%	67.83	0.22	3.13	-19%

来源：iFind，国金证券研究所

- **恒瑞医药：业绩高速增长，出海成效显著。**公司 25H1 实现收入 157.61 亿元，同比 +15.88%；归母净利润 44.50 亿元，同比 +29.67%；经营性现金流净额 43.00 亿元，同比 +41.80%。创新药销售及许可收入 95.61 亿元，占营业收入比重 60.66%，其中创新



药销售收入 75.70 亿元。瑞维鲁胺、达尔西利、恒格列净等医保新药持续高速放量，艾瑞昔布、瑞马唑仑、吡咯替尼、氟唑帕利持续扩面，阿帕替尼、硫培非格司亭、海曲泊帕稳健增长。公司 25H1 收到 MSD 公司 2 亿美元及 IDEAYA 公司 7500 万美元的对外许可首付款，显著增厚业绩；2025 年至今公司陆续达成多项重磅合作，包括口服 GnRH 受体拮抗剂与德国默克达成合作（首付款 1500 万欧元）、Lp(a)抑制剂与 MSD 达成合作（首付款 2 亿美元+最高 17.7 亿美元里程碑付款+销售提成）、PDE3/4 等 12 款新药与 GSK 达成合作（首付款 5 亿美元+潜在约 120 亿美元选择权行使费和里程碑付款+销售提成）。创新药对外许可已成为公司常态化业务。

- **翰森制药：创新管线驱动，业绩稳健增长。**公司 25H1 实现收入 74.34 亿元，同比+14.3%，其中创新药与合作产品实现收入 61.45 亿元，同比+22.1%，占总收入 82.7%；净利润为 31.35 亿元，同比+15.0%。公司 25H1 抗肿瘤板块实现收入 45.31 亿元，占总收入 60.9%，核心产品阿美替尼持续放量。公司研发管线充沛，围绕 40 余款创新药开展 70 余项临床试验，B7-H3 ADC、B7-H4 ADC、GLP-1/GIP 双受体激动剂、TYK2 抑制剂、IL-23p19 等新药陆续开启 III 期临床试验。BD 合作持续发力，GLP-1/GIP 双受体激动剂 HS-20094 的开发、生产及商业化全球独占许可（不含中国内地、香港及澳门）授予 Regeneron 公司，全球合作布局持续拓展。
- **石药集团：创新加码，pharma 转型成果渐显。**8 月 22 日，公司宣布，上半年营收 132.73 亿元，同比减少 18.5%；公司股东应占溢利 24.48 亿元，同比减少 15.6%。1) 2025 年上半年研发费用达人民币 26.83 亿元，同比增加 5.5%、约占成药业务收入 26.2%。目前近 90 个产品在临床试验的不同阶段，其中 12 个已递交上市申请，超 30 个重点产品处于注册临床阶段。2) 海外临床加速推进，截至 2025 年年中，公司有 9 款创新药获美国 FDA 临床试验，包括：JMT108(PD-1/IL15)、SYH2059 片(PDE4B 抑制剂)、SYH2051 片(选择性 ATM 抑制剂)、JMT203(GFRAL)、SYS6040(ADC)等均获得 FDA 的临床批件。3) BD 出海捷报频传。2025 年 2、5、6、7 月，公司与 Radiance Biopharma, Inc.、CiplaUSA, Inc.、AZ、MadrigalPharma-ceuticals, Inc.达成多项 BD 合作协议，其中与 AZ 及 MadrigalPharma 的交易公司将收取 1.1 及 1.2 亿美金首付款，以及 52.2 亿美元和 19.55 亿美金的里程碑付款。我们认为公司体内管线丰富、技术领先，因此公司仍有较多的潜在 BD 亮点。
- **复星医药：公司上半年实现营业收入 195.14 亿元，同比-4.63%；归母净利润 17.02 亿元，同比+38.96%，扣非净利润 9.61 亿元，同比-23.39%。**加速聚焦主业，处置非核心资产，25H1 出售所持 Unicorn II Holdings Limited（主要资产为“和睦家”医院和诊所）的剩余股权及其他非核心资产。持续推进创新研发，2025H1 创新药品收入超过 43 亿元，同比+14.26%，占制药业务收入的较 2024 年同期提升 5.8pct，同时加速推进内部研发创新平台建设，通过自主研发、合作开发、许可引进、基金孵化、产业投资等多元化方式，持续丰富创新产品管线，加速创新技术与产品的转化落地，驱动创新转型。25 年 8 月发布股权激励计划，未来三年归母净利润、创新药产品收入增速指引 CAGR 约 20%。
- **三生制药：2025 年上半年实现营收 43.55 亿元，同比下降 1.1%；实现归母净利润 13.58 亿元，同比增长 24.6%；经调整 EBITDA 约人民币 16.10 亿元，同比下降 3.2%。**主业表现稳健，奠定业绩稳健基石。PD-1/VEGF 双抗 SSGJ-707 授权辉瑞，目前于国内开展 1L NSCLC III 期及多瘤种 II 期临床，辉瑞也将加速推进多瘤种全球 III 期临床。707 具备全球 BIC 潜力，此次授权充分印证公司自主研发能力，707 上市后有望持续带来业绩增量。多款在研管线稳步推进，后备力量充足。肿瘤管线持续探索双抗/多抗临床潜力、自免管线逐步进入收获期。主业稳健，创新转型持续推进，增长潜力持续释放。
- **丽珠集团：丽珠集团 2025 年上半年，公司实现营业收入 62.72 亿（同比-0.17%），归母净利润 12.81 亿（同比+9.40%），扣非归母净利润 12.58 亿（同比+8.91%）。**业绩整体相对稳健，“研发创新+国际化”双引擎引领长期可持续增长。25H1 注射用阿立哌唑微球及黄体酮注射液获批 NDA；重组人促卵泡激素注射液、棕榈酸帕利哌酮注射液及注射用阿立哌唑两款长效微晶等主要产品已递交 NDA。25H1 JP-1366 片已提交 NDA；重组抗人 IL-17A/F 人源化单抗基本完成中重度银屑病□期临床、司美格鲁肽注射液减重适应症推进到□期临床后期；复达那非片、抗癫痫药物 NS-041 片、抗感染药物 SG1001 片均从□期临床推进到□期临床，小核酸痛风药物 LZHN2408、注射用 JP-1366 获得临床批件并推进至□期临床创新研发持续加码，创新转型加速中。
- **健康元：2025 年上半年实现营业收入 78.98 亿元，同比下降 4.08%。**主要受化学制剂板块集采影响及市场竞争加剧所致，实现归母净利润 7.85 亿元，同比增长 1.10%；扣非归母净利润 7.70 亿元，同比增长 1.04%，利润端表现优于收入端，显示出较强的盈



利韧性。持续布局创新研发，针对流感治疗的玛帕西沙韦已申报 NDA，针对儿童群体的玛帕西沙韦干混悬剂 I 期临床正有序推进，两款药物的梯度布局有望覆盖全人群流感治疗需求；在呼吸慢病领域，TSLP 单抗针对 COPD 适应症 II 期临床按计划稳步推进，进度位居国内前列；全球首创（FIC）的 PREP 抑制剂已顺利完成 I 期临床，正稳步进入 II 期研究。呼吸领域多款创新产品加速推进，后续有望借助公司在呼吸领域强大的销售能力上市后快速放量。

- **信立泰**：2025 年上半年实现营业收入 21.31 亿元，同比增长 4.32%；归属于上市公司股东的净利润 3.65 亿元，同比增长 6.10%；扣非归母净利润 3.47 亿元，同比增长 3.93%。重磅品种信超妥、复立安已通过医保初审目录，预计 2025 年有望参与医保谈判，谈判成功后 2026 年有望快速放量贡献业绩增长点。多款产品处于临床研发阶段，后续增长力量充足。
- **恩华药业**：7 月 29 日，公司宣布，2025 年上半年，公司实现营业收入 30.10 亿元，同比增长 8.93%；归母净利润为 7.00 亿元，同比增长 11.38%。1) 麻醉类：2025 年上半年实现收入 16.34 亿元，收入占比 54.29%，同比增长 7.32%，麻醉镇痛新产品快速放量，麻醉板块有望继续保持稳定增长。2) 精神类：2025 年上半年实现收入 6.21 亿元，收入占比 20.63%，同比增长 4.29%，主要产品集采风险出清，精神板块有望继续稳健增长。3) 神经类：2025 年上半年实现收入 1.66 亿元，收入占比 5.51%，同比快速增长 107.33%，新产品氘丁苯那嗪继续快速放量，神经板块有望保持高速增长。
- **人福医药**：麻醉业务稳健，多科室临床应用工作顺利推广。8 月 28 日，公司宣布，2025 年上半年，公司实现营业收入 120.6 亿（同比-6.2%），归母净利润 11.55 亿元（同比+3.92%）；2025Q2，公司实现营业收入 59.3 亿（同比-8.7%），归母净利润 6.1 亿元（同比-1.7%）。核心资产宜昌人福收入 44.2 亿元（同比-1.75%），净利润 14.3 亿元（同比+0.5%），净利率为 32.38%（同比+0.73pct），其中麻醉收入约 39 亿元，同比增长约 4%。宜昌人福继续推进多科室临床应用工作，报告期内神经系统用药实现营业收入约 39 亿元，较上年同期增长约 4%，其中注射用盐酸瑞芬太尼、注射用苯磺酸瑞马唑仑、盐酸羟考酮缓释片等产品的销售额较上年同期增长超过 10%。

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

图表7：运营提效，部分企业研发费用率有增强趋势

股票代码	公司名称	营业收入 (亿元)	销售费用 (亿元)	销售费用 率 (%)	研发费用率 YOY (%)	研发费用 (亿元)	研发费用 率 (%)	研发费用率 YOY (%)	管理费用 (亿元)	管理费用 率 (%)	管理费用率 YOY (%)
A股											
600276	恒瑞医药	157.61	43.89	28%	-1%	32.28	20%	-2%	12.85	8%	0%
000963	华东医药	216.75	32.29	15%	-1%	10.00	5%	2%	7.25	3%	0%
600196	复星医药	195.14	42.11	22%	1%	17.17	9%	0%	20.28	10%	0%
002653	海思科	20.01	7.27	36%	1%	3.42	17%	4%	1.96	10%	-1%
002422	科伦药业	90.83	14.37	16%	0%	10.48	12%	2%	6.16	7%	2%
002294	信立泰	21.31	8.36	39%	3%	2.35	11%	1%	1.40	7%	0%
002773	康弘药业	24.54	9.25	38%	0%	2.15	9%	0%	2.32	9%	-1%
000513	丽珠集团	62.72	17.37	28%	0%	4.32	7%	-1%	2.99	5%	0%
600079	人福医药	120.64	22.13	18%	0%	7.43	6%	1%	8.53	7%	0%
002262	恩华药业	30.10	9.71	32%	2%	3.36	11%	0%	1.49	5%	1%
600380	健康元	78.98	20.17	26%	0%	6.11	8%	-1%	4.22	5%	0%
002755	奥赛康	10.07	5.32	53%	-4%	0.90	9%	-4%	0.58	6%	-1%
002019	亿帆医药	26.35	6.21	24%	-1%	1.19	5%	0%	1.81	7%	0%
002020	京新药业	20.17	3.11	15%	-2%	1.85	9%	0%	0.90	4%	-1%
301263	泰恩康	3.47	0.79	23%	7%	0.34	10%	0%	0.40	12%	2%
603590	康辰药业	4.61	2.04	44%	-3%	0.20	4%	-1%	0.67	14%	1%
H股											
03692	翰森制药	74.34	18.18	24%	-2%	14.41	19%	1%	17.84	24%	13%
01177	中国生物制药	175.75	64.50	37%	0%	31.88	18%	2%	10.94	6%	1%
01093	石药集团	132.73	30.49	23%	-6%	26.83	20%	5%	30.84	23%	8%
01530	三生制药	43.55	16.16	37%	1%	5.48	13%	2%	8.31	19%	-21%
02096	先声药业	35.85	13.51	38%	1%	6.32	18%	-1%	6.32	18%	13%
02186	绿叶制药	31.81	10.19	32%	4%	1.93	6%	-3%	3.15	10%	-4%

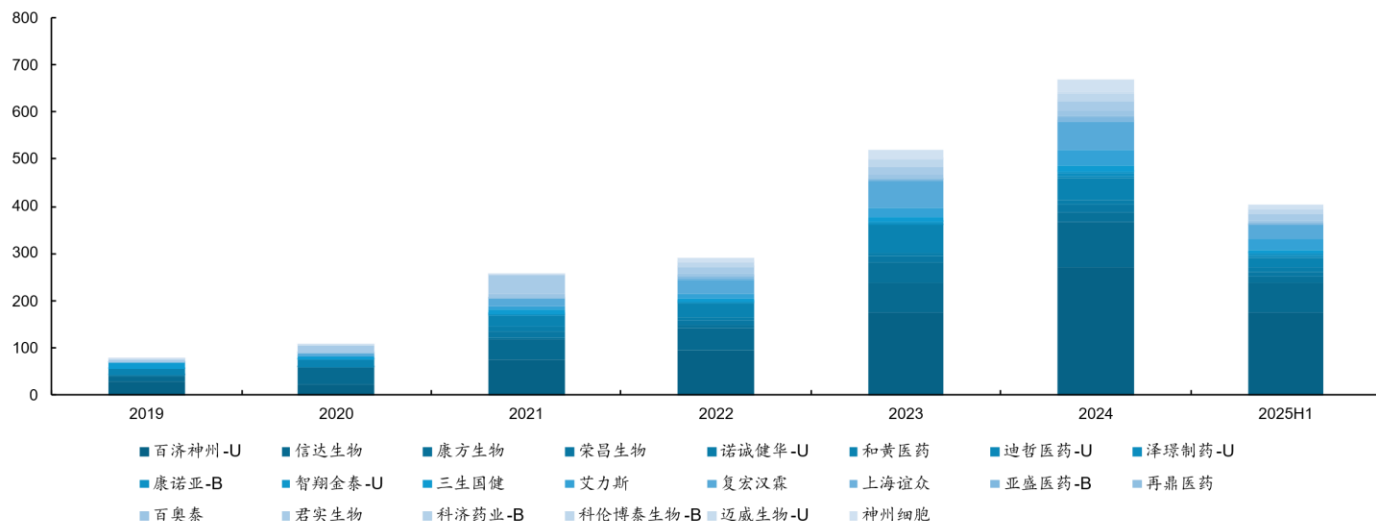
来源：iFind，国金证券研究所



重点个股分析——Biotech：仍处于快速放量期，盈亏平衡点渐近

Biotech 公司仍处快速放量期，22 家代表性 Biotech 2025H1 累计营收（含里程碑收入）同比增速仍近 30%：22 家代表性 Biotech 累计营收从 2019 年的 77 亿元快速增长至 2024 年的 668 亿元，年复合增速达 54%，2025 年上半年收入 389 亿元，在基数体量相对较大的基础上累计收入同比增长 29%，仍处于快速放量阶段。剔除里程碑收入，累计营收从 2019 年 72 亿元快速增长至 2024 年的 640 亿元，年复合增速达 55%，2025 年上半年同比增速达 39%。Biotech 仍处于快速放量期。

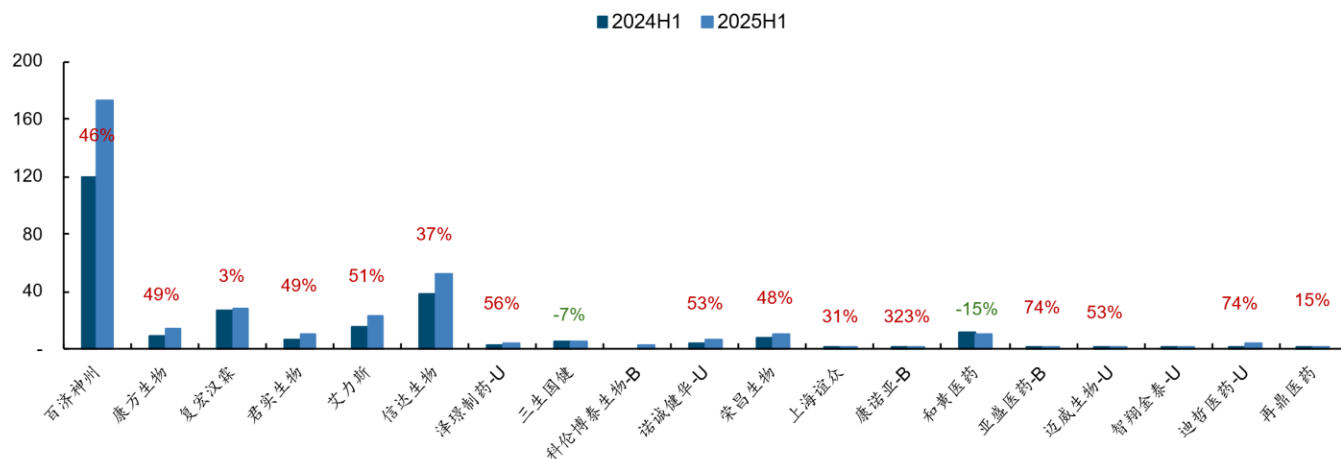
图表8：22 家代表性 Biotech 累计营收 2019-2024 年 CAGR 超 50%，2025H1 增速近 30%，仍处于快速放量期（亿元）



来源：wind，各公司公告，国金证券研究所。

多因素催化 Biotech 公司核心大单品及整体收入快速提升。以 2025H1 同比增速较高的几家 biotech 为例，我们认为产品收入快速放量得益于以下几点催化：①出海：百济神州 25H1 产品收入 173.6 亿元，其中百悦泽收入 125.3 亿元，而其在美销售额 89.6 亿元（+52%）、欧洲销售额 19.2 亿元（+81%），海外的强劲增长拉动业绩快速放量。②疗效优势及支付端倾斜：艾力斯的第三代 EGFR- TKI 伏美替尼较一代吉非替尼显著延长 NSCLC 患者 PFS，进入医保后快速放量，2025H1 快速放量拉动业绩增长，总产品收入增速达 51%。③独家适应症：诺诚健华核心产品奥布替尼作为国内首个且唯一获批针对复发或难治性 MZL 适应症的 BTK 抑制剂，25H1 收入 6.39 亿元（+53%），独家产品优势明显。当前，国内创新药企临床管线全球竞争力持续提升、医保政策及商保对创新药加速倾斜，国内多家创新药企有望持续步入业绩收获期。

图表9：Biotech 个股整体产品收入呈现快速放量趋势（亿元）

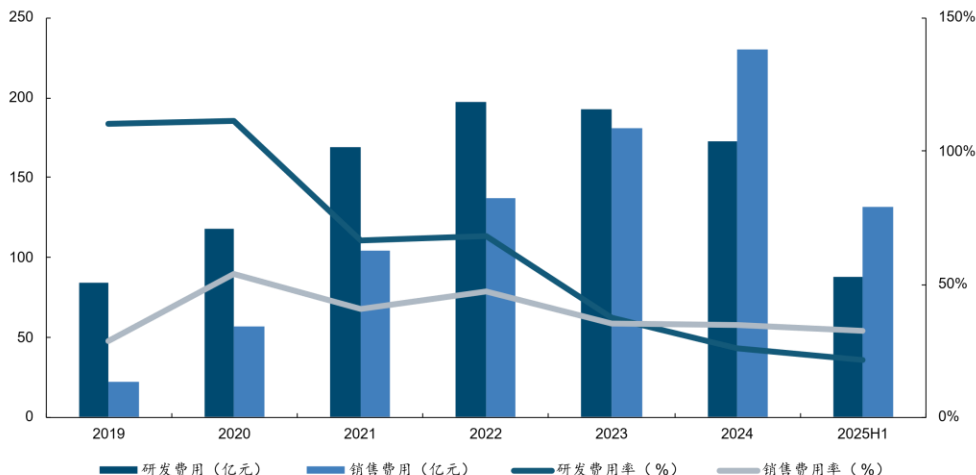




来源：wind，各公司公告，国金证券研究所。

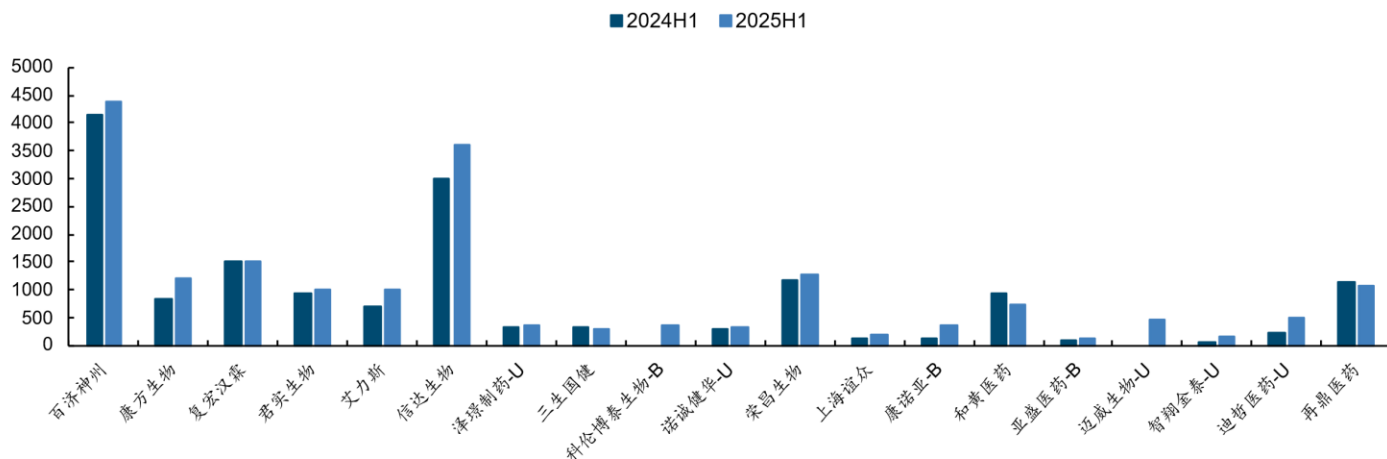
商业化效率持续提升，费用率优化趋势明显。随着国内 Biotech 多款产品上市，头部、产品上市时间相对较早的 Biotech 已具备相对成熟的商业化团队，销售费用率一方面随着营收增加而下滑，另一方面也得益于商业化能力的成熟，整体费用率持续优化。此外，销售人员除了少数近期产品新上市的企业外，整体变动幅度也相对平缓。人均单产持续提升，多家企业销售人均单产已超 300 万/人·年。随着商业化能力的持续提升、人均单产持续增加，有望助力 Biotech 企业增厚利润、加速扭亏为盈。

图表10: Biotech 研发、销售费用率持续优化



来源：wind，国金证券研究所

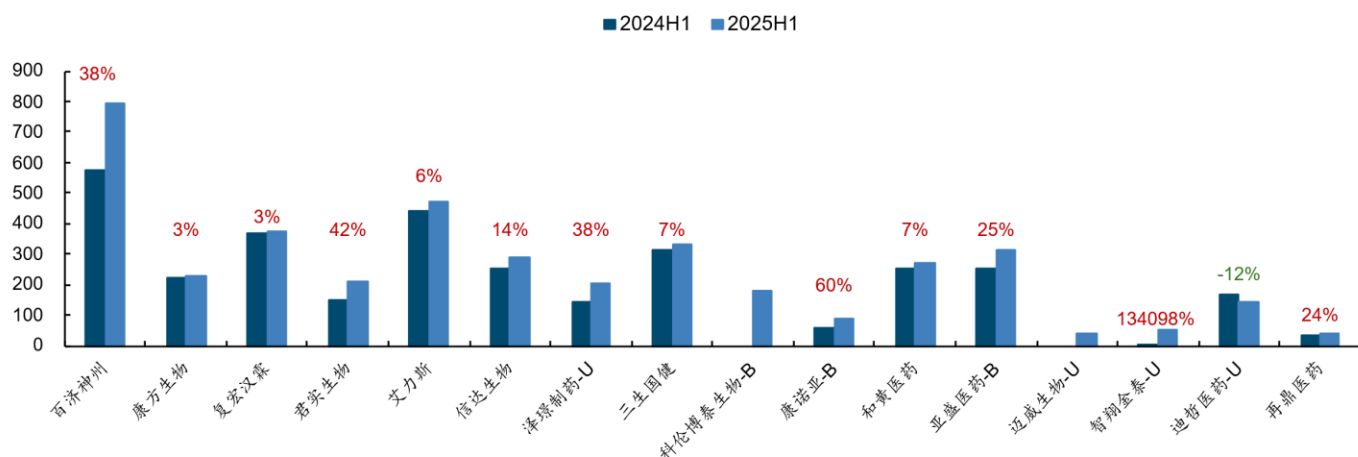
图表11: 大部分 Biotech 已经具备成熟的商业化团队，部分产品新上市企业销售人员有所增加（单位：人数）



来源：wind，国金证券研究所



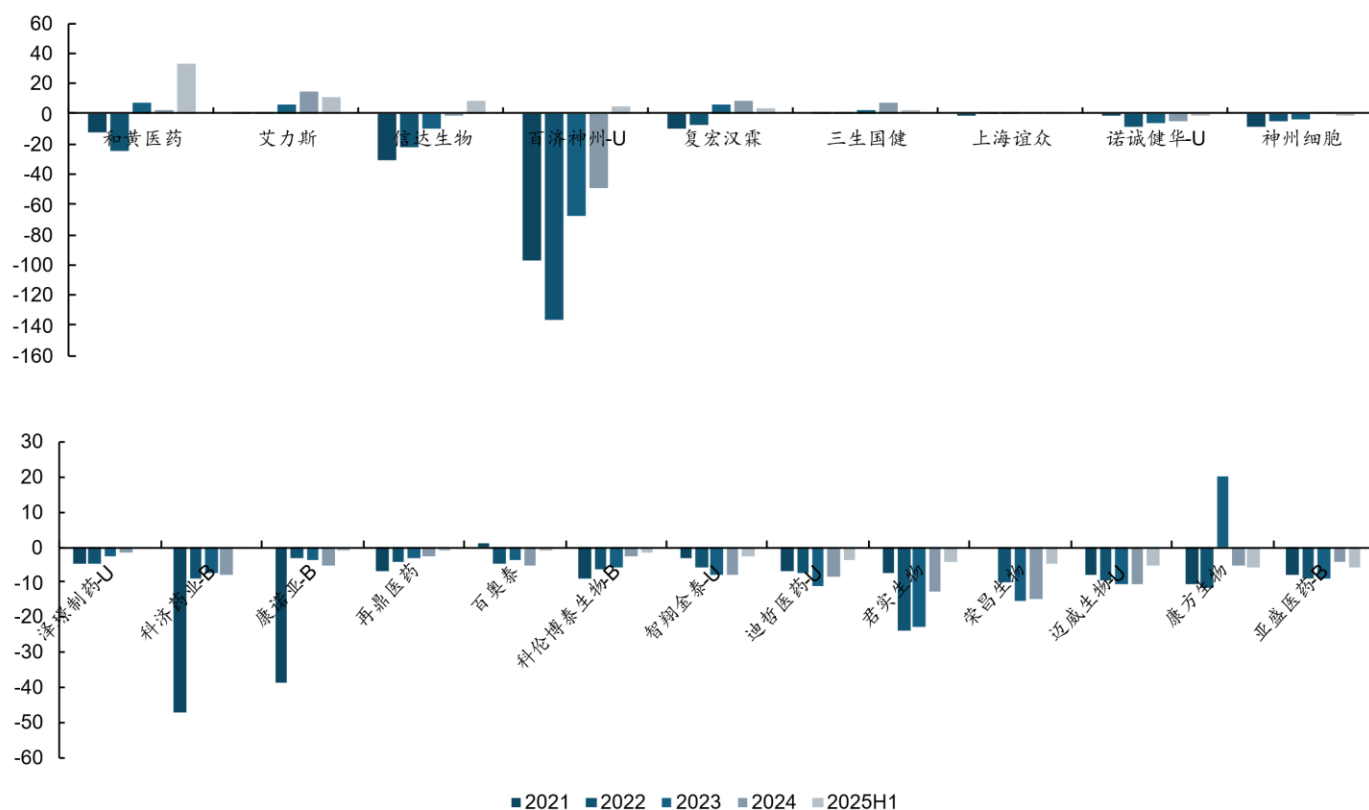
图表12: Biotech 人均单产 (万元) 持续提升, 销售团队逐渐成熟, 效率 (销售费用率) 得到明显优化



来源: wind, 各公司年报, 国金证券研究所

得益于产品快速放量 and 商业化团队的逐步成熟, 扭亏为盈节点渐近。当前, 大部分 Biotech 仍处于尚未盈利阶段, 2025H1 百济神州、信达生物已实现扭亏为盈, 主要得益于产品的快速放量以及研发和销售费用投入效率提升、持续优化。近几年诺诚健华、泽璟制药等多家 Biotech 企业亏损持续缩窄, 预计未来三年内多家企业有望实现扭亏为盈。

图表13: 部分 Biotech 近两年逐步扭亏, 2025H1 百济神州、信达生物等多家公司首次扭亏 (亿元)



来源: wind, 各公司年报, 国金证券研究所



生物制品：板块表现分化，疫苗、血制品板块持续承压

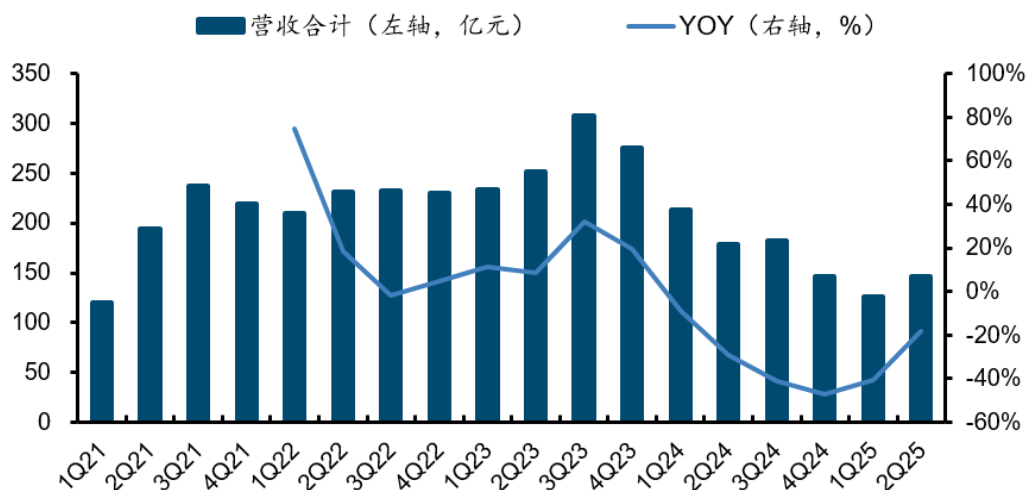
代表性生物制品企业(选取 14 家)2025 年上半年整体营业收入/归母净利润增速为-31%/-52%，业绩持续承压；其中疫苗板块多数企业上半年转亏，血制品板块除华兰生物外整体利润端呈下滑态势。分季度看，板块整体 2025Q1 收入/归母净利润增速为-41%/-57%，2025Q2 收入/归母净利润增速为-18%/-45%，二季度业绩下滑趋势稍微减缓。从个股来看，竞争格局佳、壁垒高的细分赛道龙头业绩表现亮眼。

图表14：板块表现分化、疫苗/血制品整体持续承压，高成长性个股业绩表现亮眼

股票代码	公司名称	市值规模 (亿元)	营业收入 (亿元)	营业收入YOY (%)	毛利率 (%)	毛利率变动 (pct, %)	归母净利润 (亿元)	归母净利润YOY (%)
A股								
300122	智飞生物	538.84	49.19	-73%	28.34	1.69	-5.97	-127%
603392	万泰生物	741.87	8.44	-38%	60.35	-1.82	-1.44	-155%
688276	百克生物	98.86	2.85	-54%	78.37	-0.74	-0.74	-153%
300601	康泰生物	208.98	13.92	16%	75.95	-7.83	0.38	-77%
301207	华兰疫苗	108.00	0.60	69%	75.26	-0.17	0.21	-18%
600161	天坛生物	396.46	31.10	9%	45.40	-10.27	6.33	-13%
002007	华兰生物	312.50	17.98	9%	52.58	1.89	5.16	17%
000403	派林生物	168.22	9.86	-13%	47.63	-2.57	2.36	-28%
300294	博雅生物	134.18	10.08	13%	53.01	-1.02	2.25	-29%
603087	甘李药业	438.36	20.67	57%	76.25	2.80	6.04	102%
600867	通化东宝	164.71	13.73	86%	71.45	-1.50	2.18	-194%
000661	长春高新	420.42	66.03	-1%	83.35	-1.27	9.83	-43%
300009	安科生物	187.66	12.92	-1%	76.45	-1.80	3.67	-12%
688278	特宝生物	337.97	15.11	27%	92.98	-0.38	4.28	41%

来源：iFind，国金证券研究所

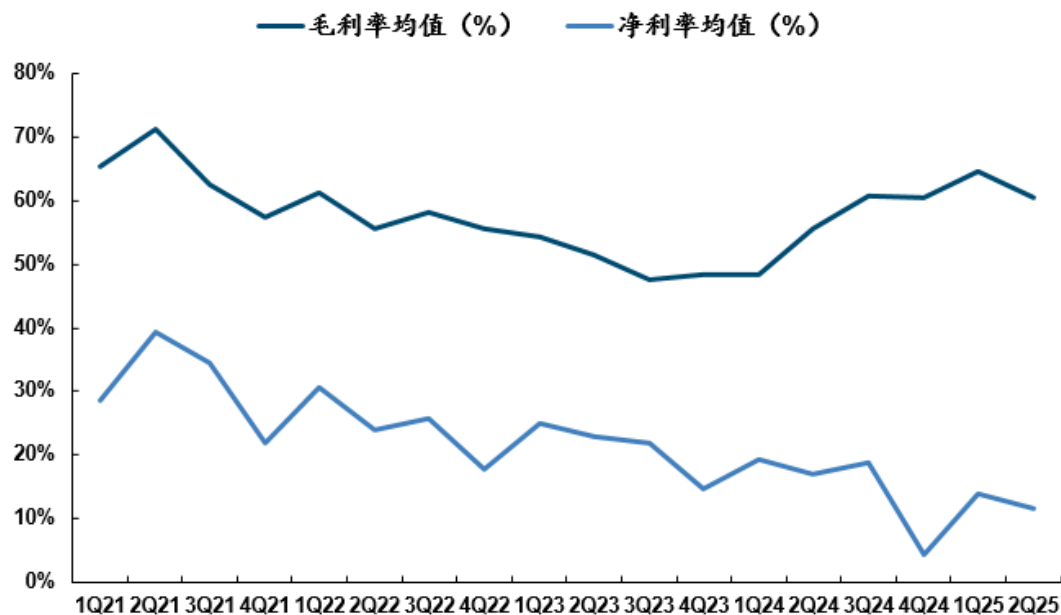
图表15：分季度看，生物制品板块自 23Q4 起持续承压



来源：iFind，国金证券研究所



图表16：供给端格局未见改善趋势，板块毛利率/净利率整体持续下行



来源：ifind，国金证券研究所

代表性生物制品企业整体 2025 年上半年费用率同比上升 16.9 pct，主要系疫苗板块企业收入端同比出现较大幅度下滑导致。

图表17：除个别公司因收入波动导致费用率出现较大变化，生物制品板块整体费用率保持稳定

股票代码	公司名称	营业收入 (亿元)	销售费用 (亿元)	销售费用率 (%)	销售费用率 YOY (%)	研发费用 (亿元)	研发费用率 (%)	研发费用率 YOY (%)	管理费用 (亿元)	管理费用率 (%)	管理费用率 YOY (%)
300122	智飞生物	49.19	10.44	21%	15%	4.19	9%	6%	1.79	4%	3%
603392	万泰生物	8.44	2.17	26%	3%	2.76	33%	-2%	1.93	23%	12%
688276	百克生物	2.85	1.66	58%	20%	0.93	33%	19%	0.58	20%	10%
300601	康泰生物	13.92	4.70	34%	1%	2.97	21%	3%	1.59	11%	-3%
301207	华兰疫苗	0.60	0.29	48%	-14%	0.82	137%	5%	0.35	58%	-78%
600161	天坛生物	31.10	0.60	2%	-2%	0.57	2%	-1%	2.33	7%	-1%
002007	华兰生物	17.98	1.51	8%	1%	1.61	9%	0%	1.26	7%	-3%
000403	派林生物	9.86	0.94	10%	1%	0.19	2%	-1%	0.93	9%	2%
300294	博雅生物	10.08	1.96	19%	-2%	0.23	2%	-1%	1.13	11%	2%
603087	甘李药业	20.67	6.56	32%	6%	2.65	13%	-7%	1.34	6%	-1%
600867	通化东宝	13.73	5.54	40%	-20%	0.81	6%	0%	1.15	8%	-3%
000661	长春高新	66.03	23.86	36%	7%	11.55	17%	4%	7.24	11%	3%
300009	安科生物	12.92	3.95	31%	1%	0.96	7%	1%	0.76	6%	-1%
688278	特宝生物	15.11	5.99	40%	-2%	1.75	12%	2%	1.40	9%	-1%

来源：iFind，国金证券研究所

疫苗：板块业绩持续承压，多数企业由盈转亏。二类疫苗兼具医疗和消费属性，成人二类疫苗核心品种 HPV 疫苗销售已达峰，存量市场已趋饱和，带状疱疹疫苗、流感疫苗、肺炎疫苗等品种仍需市场教育进一步深化，当前渗透率增长乏力。此外随着国产创新疫苗近年来逐步获批上市，各品种竞争格局愈发激烈，同质化竞争较为严重，价格端压力显著。

血制品：板块收入端整体稳定，但因近年来原料血浆浆端供给持续快速增长，同时院内需求增速相对平缓，白蛋白、静丙主要产品院外价格中枢下行，企业毛利率/净利率走低，上半年利润端整体呈负增长态势。

其他生物制品：胰岛素、长效干扰素赛道不乏高成长性个股，甘李药业、特宝生物等公司上半年业绩表现亮眼。

天坛生物：上半年公司实现营业收入 31.10 亿元，同比增长 9.47%，实现归母净利润 6.33 亿元，同比减少 12.88%。分产品看，上半年公司人血白蛋白实现收入 13.45 亿元，同比增长 20.79%，毛利率为 41.02%，同比减少 11.61 个百分点；静注人免疫球蛋白（含层析）实现收入 14.27 亿元，同比增长 6.56%，毛利率为 49.82%，同比减少 7.67 个百分点；其他血液制品实现收入 3.28 亿元，同比减少 13.16%，毛利率为 43.29%，同比减少 14.78 个百分点。截至目前，公司下属单采血浆站分布于全国 16 个省/自治区，单采血浆站总数达



107 家，其中在营单采血浆站数量达 85 家。报告期内，公司下属 85 家营业单采血浆站实现血浆采集 1,361 吨，保持国内行业占比约 20%。

华兰生物：上半年公司实现营业收入 17.98 亿元，同比增长 8.80%，实现归母净利润 5.16 亿元，同比增长 17.19%。公司上半年血液制品业务实现营业收入 17.38 亿元，同比增长 7.49%，实现净利润 5.02 亿元，同比增长 18.51%。分产品看，公司人血白蛋白实现收入 6.95 亿元，同比增长 7.95%，毛利率为 52.53%，同比增加 3.27 个百分点；静丙实现收入 4.53 亿元，同比减少 1.36%，毛利率为 40.62%，同比减少 10.51 个百分点；其他血液制品实现收入 5.88 亿元，同比增长 0%，毛利率为 59.21%，同比增加 8.98 个百分点。公司多措并举、积极推进血浆采集工作，促进采集量持续提升，2025 年上半年，公司采集量共计 803.66 吨，较上年同期增长 5.23%。

甘李药业：上半年公司实现营业总收入 20.67 亿元，同比增长 57.18%，实现归母净利润 6.04 亿元，同比增长 101.96%。2025 年上半年公司国内制剂销售收入为 18.02 亿元，同比增长 57.09%；随着新一轮胰岛素集采政策的深度执行，公司借助集采获得的市场覆盖优势，深耕各层级市场，量价齐升的协同效应充分释放，为收入增长提供了有力支撑，销量增长对收入增长的影响和价格增长对收入增长的影响分别为 3.85 亿元、2.70 亿元。公司国内制剂整体销量同比增长 33.55%，各制剂产品均呈现积极增长态势。上半年公司国际销售收入达 2.19 亿元，同比增长 74.68%。报告期内公司签署合作的巴西 PDP 项目进一步稳固了公司在巴西这一重要新兴市场的地位，拓宽了公司长期收入来源。另一方面，公司近两年在海外市场新完成注册的门冬胰岛素 30 注射液等产品，已顺利实现市场放量，为国际业务贡献了新增量。

特宝生物：上半年公司实现营业收入 15.11 亿元，同比增长 26.96%，实现归母净利润 4.28 亿元，同比增长 40.60%。公司开展的以临床治愈为治疗目标的确证性临床试验——慢性乙型肝炎临床治愈研究项目处于技术审评阶段；围绕乙肝全人群临床治愈和肝癌预防，公司持续参与和支持包括“珠峰”、“绿洲”、“未名”、“萌芽”、“星光”、“领航”、“赢领”、“广愈”、“幸福一生”、“强盾”等一系列公益或科研项目，携手中国专家及社会各界力量共同为乙肝感染者全人群探索更优治疗方案。随着慢乙肝防治指南的不断升级和临床治愈科学证据的不断积累，公司核心产品派格宾在提高乙肝临床治愈率、显著降低肝癌发生风险方面的研究证据进一步得到专家和患者的认可，产品持续放量，驱动收入和利润双增长。

长春高新：上半年公司实现收入 66.03 亿元，同比减少 0.54%，实现归母净利润 9.83 亿元，同比减少 42.85%。上半年核心子公司金赛药业实现收入 54.69 亿元，较上年同期增长 6.17%；实现归属于母公司所有者的净利润 11.08 亿元，较上年同期降低 37.35%。上半年公司研发投入 13.35 亿元，较上年同期增加 17.32%，研发投入占营业收入比例提升至 20.21%；其中研发费用 11.55 亿元，较上年同期增加 30.22%。研发投入及费用的增加，主要是子公司金赛药业加快推进新产品研发工作，持续加强高端人才引进力度，并持续优化提升人员效率，从而使得人员人工及研究开发投入增加所致。

安科生物：上半年公司实现收入 12.92 亿元，同比-0.51%，实现归母净利润 3.67 亿元，同比-11.92%。上半年母公司实现营业收入 9.10 亿元，同比增长 5.13%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.67 亿元，同比下降 11.92%。公司主营业务生物制品扭转去年下滑趋势，同比增长 7.49%，其中注射用曲妥珠单抗“安赛汀”销售收入同比增长 298%。2025 年 7 月，公司获得宝济药业重组人卵泡刺激素-CTP 融合蛋白注射液在中国大陆及港澳台地区的独家商业化权利；同月公司与维昇药业签订战略合作框架协议，就维昇药业即将获批的隆培促生长素产品达成合作意向。

投资建议

我们继续对医药板块在 2025 年走出反转行情抱有强烈信心，创新药主线和左侧板块困境反转依旧是 2025 年医药板块的最大投资机会。创新药建议关注泛癌种潜力的双/多抗药物，解决未满足临床需求的慢病药，持续关注 ADC、双抗/多抗、小核酸赛道等的投资机会。

风险提示

汇兑风险：部分公司存在海外业务，人民币汇率的大幅波动可能会对公司利润产生明显影响。其程度依赖于汇率本身的波动，同时也取决于公司套期保值相关工具的使用和实施。

国内外政策风险：若海外贸易摩擦导致产品出口出现障碍或海外原材料采购价格提升，将



可能对部分公司业绩增长产生影响。

临床试验进展不及预期风险：药品的临床开发耗时耗资庞大，且其过程及结果具有高度不确定性。若新药出现不利的临床试验结果，将可能导致产品开发进展延缓甚至开发失败。

产品上市审评进展不及预期风险：若制药产品无法及时获得各国家和地区监管机构批准，将可能导致相应公司业绩的增长收到影响。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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

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

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

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

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究