



创新、商业化和国际化

——2026年医药行业投资策略报告

分析师：谭国超(S0010521120002)，邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李 婵(S0010523120002)，邮箱：lichan@hazq.com

分析师：钱 琪(S0010524110002)，邮箱：qiankun@hazq.com

分析师：杨馥瑗(S0010524080001)，邮箱：[yangfuyuan@hazq.com](mailto.yangfuyuan@hazq.com)

分析师：任婉莹(S0010525060003)，邮箱：renwanying@hazq.com

分析师：李雨涵(S0010525070005)，邮箱：liyuh@hazq.com

2025年12月16日

华安证券研究所



目 录

1. 25年概览及26年投资思路框架：整体业绩较24年同期略微承压，创新和国际化趋势逐步显现
2. 创新药：药品行业25Q1整体承压，二三季度逐步恢复
3. 创新产业链：行业需求回暖，业绩已显著改善
4. 医疗器械：关注具备全球竞争力的成长型公司
5. 风险提示



投资思路展望：国际化、商业化放量和医药创新

投资思路：历经了2025年BD的大放异彩，考虑到医药产业链CXO的业绩持续性、出海的惯性和部分医疗耗材/设备/医疗消费的低迷，兼顾趋势的情况，同时兼顾低位可能反转带来投资机会。关注的标的如下：

- ◆ **创新药：**短期我们关注具有确定性的靶点赛道，如**IO+ADC**，聚焦出海的医药白马股；中长期布局新的具有大药潜力的技术领域，如小核酸、**CAR-T**等，建议关注：映恩生物（DB1303、DB1311等）、科伦博泰（sac-TMT等）、三生制药（SSGJ707等）、康方生物（AK112等）、信达生物（IBI363等）、百利天恒（Izalontamab等）、恒瑞医药、和铂医药、石药集团、英矽智能、君实生物（IO+ADC）、泽璟制药（TCE+多抗）、博安生物（PD-1/IL-2）、基石药业（三抗+双抗ADC）、康宁杰瑞（双抗ADC）、荃信生物（自免双抗）、艾迪药业（HIV）、信立泰（CKM）、热景生物（CKM）、绿叶制药（CNS）。
- ◆ **医药产业链：**行业需求回暖，供给端逐步出清，价格端有望进一步提升。**ADC**、小核酸、多肽等高景气赛道值得关注。建议关注：药明合联、药明康德、康龙化成、凯莱英、阳光诺和、泰格医药、诺思格、药康生物、纳微科技、皓元医药等。
- ◆ **建议医疗器械：**我们建议从创新设备（技术壁垒高）、出海强竞争力、科技前沿方向三个维度去选具备全球竞争力的成长型公司。建议关注：脑机接口（麦澜德*、美好医疗*、翔宇医疗*、伟思医疗*等）；硬设备（迈瑞医疗*、联影医疗*、开立医疗*、海泰新光*、华大智造*等）、硬耗材（惠泰医疗*、微电生理*、归创通桥*、亚辉龙*、新产业*、南微医学、安杰思等）。

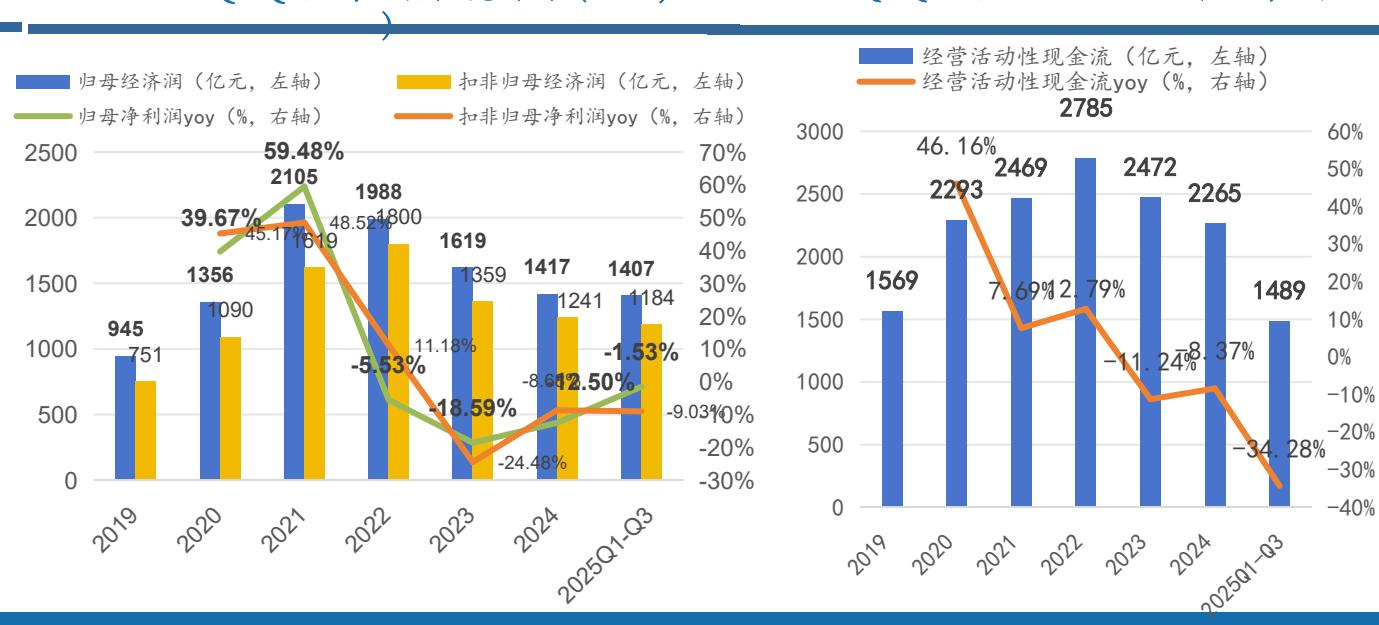
医药生物板块：整体业绩较24年同期略微承压，创新和国际化趋势逐步显现

- 根据申万行业分类，2025年Q1-Q3医药生物板块，营业总收入为18556亿元，同比下降1.40%，归母净利润为1407亿元，同比下降1.53%，扣非归母净利润为1184亿元，同比下降9.03%，经营活动性现金流1489亿元，同比下降34.28%。

2019-2025Q1-Q3医药生物板块收入（亿元，%）



2019-2025Q1-Q3医药生物板块利润（亿元，%） 2019-2025Q1-Q3经营活动性现金流（亿元，%）



资料来源：iFinD，华安证券研究所

注：文字描述中利润均指归母净利润（下同）

华安证券研究所

细分板块：医疗服务业绩较24年同期有所改善，其余板块有所回调

- 从申万医药生物二级分类细分板块来看，医疗服务业绩较24年同期有所改善，25Q1-Q3收入为1375亿元，同比增长+3.88%，25Q3为485亿元，同比增长4.09%，维持增长；利润端，25Q1-Q3归母净利润为210亿元，同比增长38.14%，25Q3为70亿元，同比增长29.78%。
- 其余板块：收入端，25Q1-Q3来看，医药商业(+0.64%)较24年基本持平；化学制药(-1.69%)、中药II(-4.33%)、生物制品(-13.60%)和医疗器械(-2.24%)均有回调；利润端，25Q1-Q3归母净利润医疗商业(+5.19%)维持增长，化学制药(-0.33%)、生物制品(-28.21%)、医疗器械(-13.87%)较24年回调较多，中药II(-1.53%)有所回调。

| 总市值 | 营业总收入(亿元) | | | | 归母净利润(亿元) | | | | 扣非归母净利润(亿元) | | | | |
|------|-----------|---------|---------|---------|-----------|---------|---------|---------|-------------|---------|---------|---------|---------|
| | 2025Q1-Q3 | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025Q1-Q3 | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025Q1-Q3 | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | |
| 医药生物 | 71457 | 18556 | 6174 | 6198 | 6178 | 1407 | 490 | 503 | 415 | 1184 | 428 | 400 | 357 |
| 增速 | | -1.40% | -4.16% | -1.09% | 1.15% | -1.53% | -8.92% | 1.73% | 4.15% | -9.03% | -14.97% | -11.20% | 1.63% |
| 化学制药 | 27626 | 4056 | 1345 | 1369 | 1342 | 371 | 124 | 133 | 115 | 326 | 111 | 115 | 101 |
| 增速 | | -1.69% | -5.20% | -1.20% | 1.56% | -0.33% | -20.85% | 9.86% | 20.46% | -2.41% | -23.90% | 7.88% | 23.37% |
| 中药II | 8985 | 2591 | 928 | 858 | 805 | 295 | 122 | 101 | 72 | 250 | 114 | 77 | 58 |
| 增速 | | -4.33% | -8.22% | -2.37% | -1.64% | -1.53% | -4.87% | 6.23% | -5.63% | -9.07% | -5.75% | -14.04% | -8.36% |
| 生物制品 | 8753 | 868 | 260 | 298 | 310 | 99 | 32 | 31 | 37 | 78 | 26 | 27 | 24 |
| 增速 | | -13.60% | -24.48% | -10.35% | -5.47% | -28.21% | -36.97% | -25.20% | -21.46% | -40.46% | -43.49% | -31.46% | -45.40% |
| 医药商业 | 3566 | 7872 | 2639 | 2601 | 2632 | 163 | 57 | 65 | 41 | 127 | 49 | 40 | 37 |
| 增速 | | 0.64% | -0.79% | 0.82% | 1.92% | 5.19% | -3.08% | 18.90% | -1.09% | -12.09% | -10.82% | -20.87% | -4.71% |
| 医疗器械 | 13594 | 1794 | 576 | 614 | 604 | 268 | 95 | 93 | 81 | 235 | 83 | 81 | 71 |
| 增速 | | -2.24% | -3.78% | -4.76% | 2.04% | -13.87% | -9.66% | -23.63% | -5.08% | -15.44% | -14.15% | -27.04% | -1.98% |
| 医疗服务 | 8932 | 1375 | 425 | 459 | 485 | 210 | 60 | 80 | 70 | 169 | 44 | 59 | 66 |
| 增速 | | 3.88% | 4.14% | 2.98% | 4.09% | 38.14% | 55.08% | 32.66% | 29.78% | 20.54% | 16.57% | 13.87% | 30.36% |

资料来源：iFinD，华安证券研究所

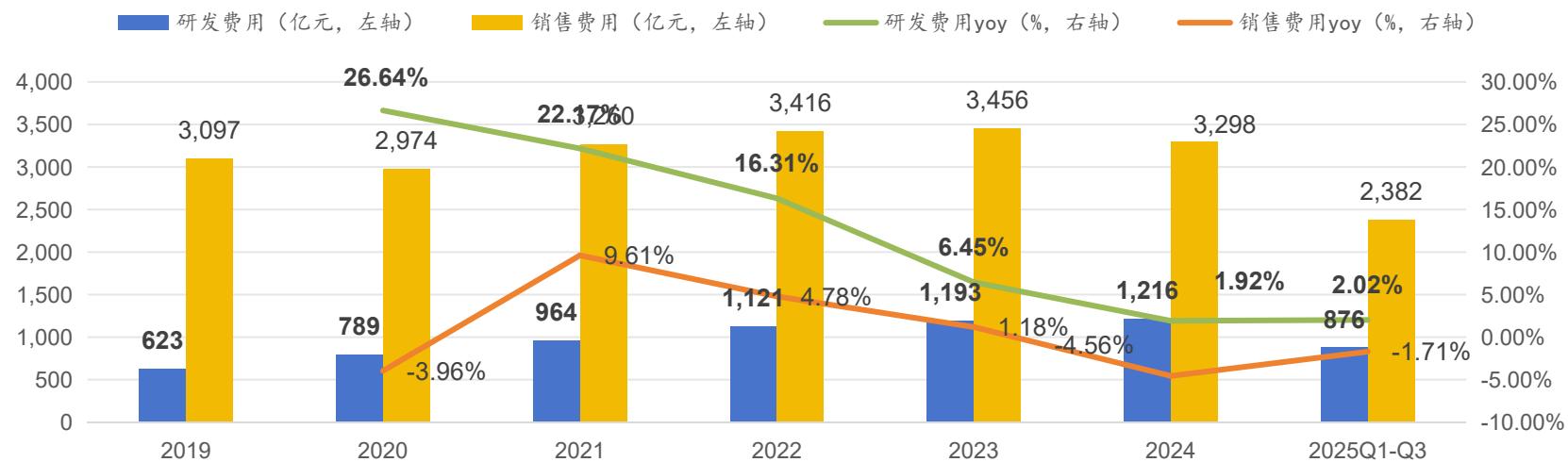
总市值选取2025年12月11日收盘

华安证券研究所

医药生物板块：25年Q1-Q3研发费用和销售费用投放减少

- 医药生物板块销售费用和研发费用：2025年Q1-Q3研发费用和销售费用投放均有减少。
- 根据申万行业分类，2025年Q1-Q3医药生物板块，研发费用为876亿元，同比增长2.02%，销售费用为2382亿元，同比下降1.71%。

2019-2025Q1-Q3医药生物板块销售费用和研发费用（亿元，%）

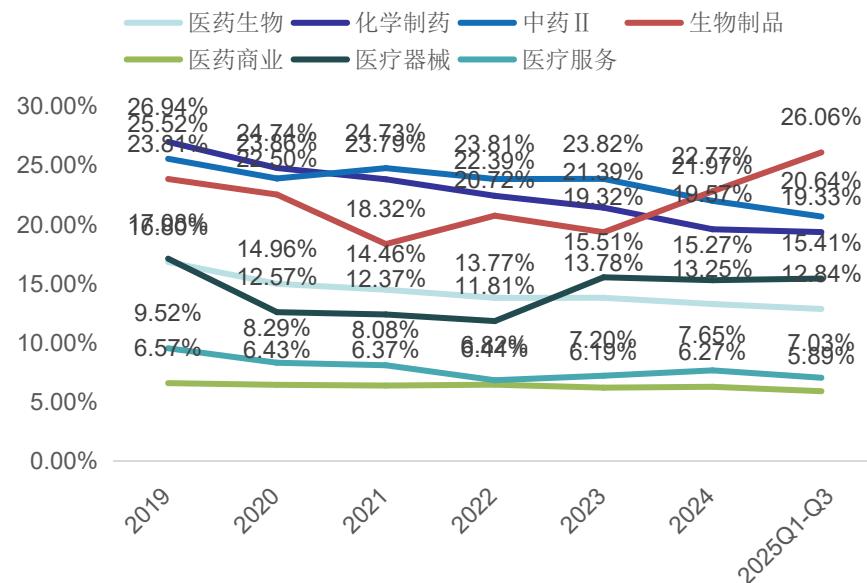


医药生物板块销售费用率优化显著，化学制药板块持续下降

- 2010-2025Q1-Q3医药生物板块整体销售费用率呈现下降趋势，从2020年的14.96%下降至2025Q1-Q3的12.84%，下降了2.12个百分点。细分板块来看，化学制药、中药II和生物制品，销售费用率较高，均处于15%-30%区间波动，化学制药和中药II费用持续优化，化学制药板块从20年24.74%下降至25Q1-Q3的19.33%，下降了5.43个百分点；中药II从20年的23.86%下降至25Q1-Q3的20.64%，下降了3.21个百分点，生物制品板块费用率持续波动，2025Q1-Q3持续回升至26.06%。

2020-2025Q1-Q3 医药生物板块销售费用率

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025Q1-Q3 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 医药生物 | 14.96% | 14.46% | 13.77% | 13.78% | 13.25% | 12.84% |
| 化学制药 | 24.74% | 23.79% | 22.39% | 21.39% | 19.57% | 19.33% |
| 中药II | 23.86% | 24.73% | 23.81% | 23.82% | 21.97% | 20.64% |
| 生物制品 | 22.50% | 18.32% | 20.72% | 19.32% | 22.77% | 26.06% |
| 医药商业 | 6.43% | 6.37% | 6.44% | 6.19% | 6.27% | 5.89% |
| 医疗器械 | 12.57% | 12.37% | 11.81% | 15.51% | 15.27% | 15.41% |
| 医疗服务 | 8.29% | 8.08% | 6.82% | 7.20% | 7.65% | 7.03% |

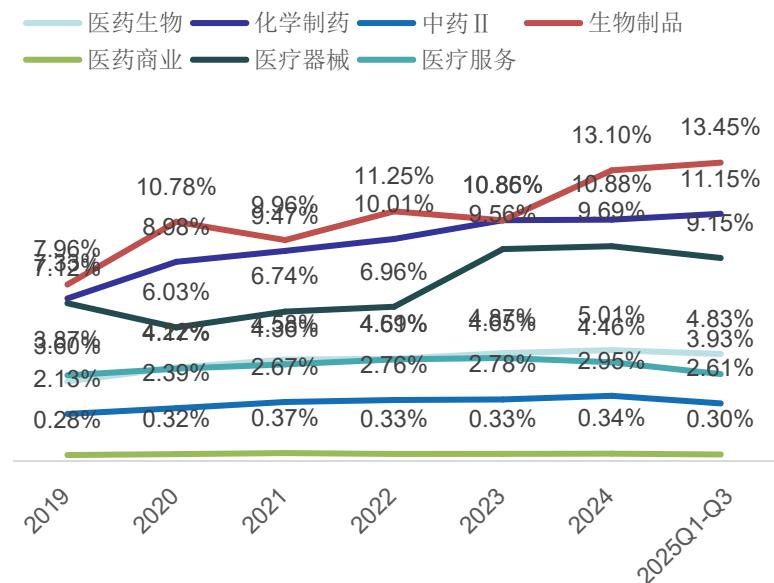


医药生物板块研发费用率有所下降，生物制品研发投入加大

- 2020-2025Q1-Q3医药生物板块整体研发费用率呈现上升趋势，但2025年Q1-Q3有所下降，2025Q1-Q3研发费用率为4.83%，较2024年下降了0.18个百分点。细分板块来看，化学制药2025年Q1-Q3持续增长，化学制药研发费用率从2024年的10.88%增长到2025Q1-Q3的11.15%，增长了0.27个百分点；生物制品研发投入持续增长，从2020年的10.78%增长到2025Q1-Q3的13.45%，增长了2.67个百分点。

2019-2025Q1-Q3 医药生物板块研发费用率

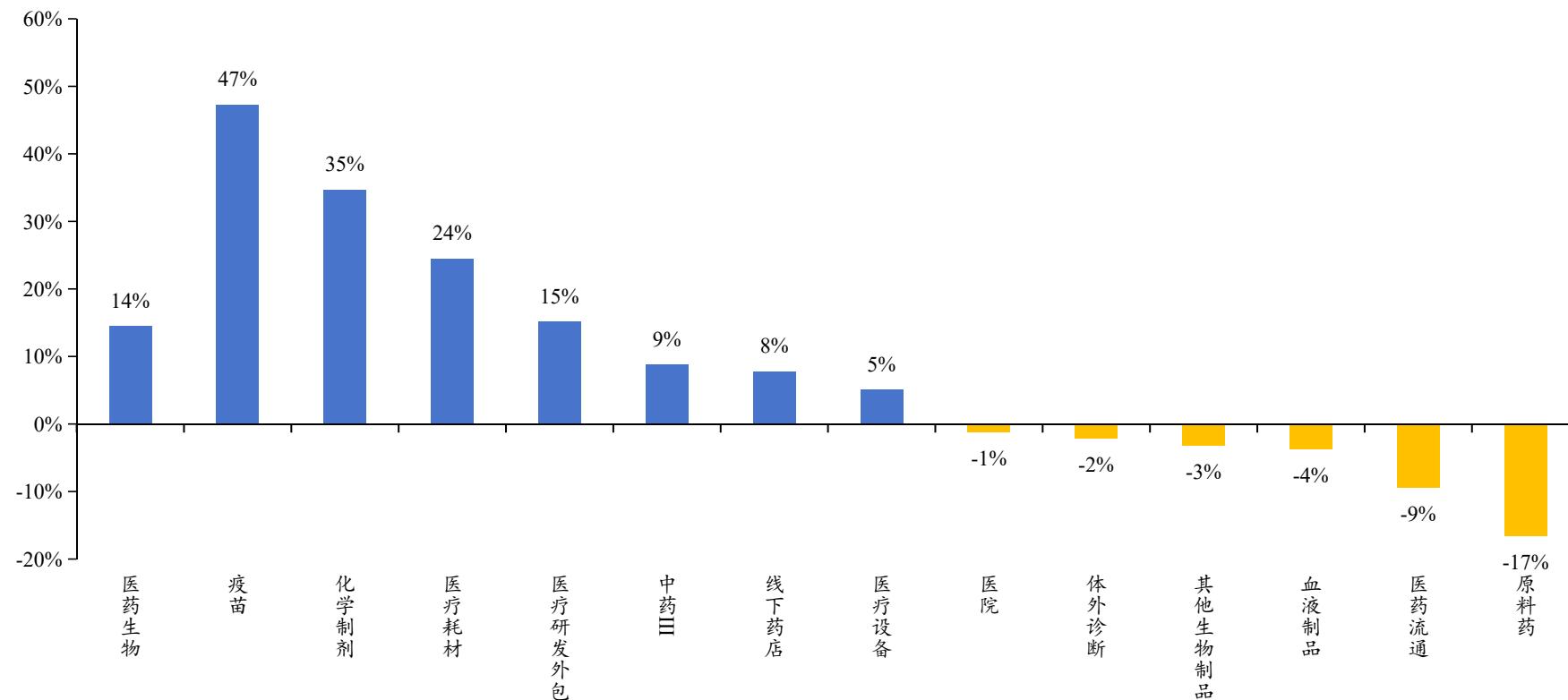
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025Q1-Q3 |
|------|--------|-------|--------|--------|--------|-----------|
| 医药生物 | 4.22% | 4.58% | 4.61% | 4.87% | 5.01% | 4.83% |
| 化学制药 | 8.98% | 9.47% | 10.01% | 10.86% | 10.88% | 11.15% |
| 中药II | 2.39% | 2.67% | 2.76% | 2.78% | 2.95% | 2.61% |
| 生物制品 | 10.78% | 9.96% | 11.25% | 10.85% | 13.10% | 13.45% |
| 医药商业 | 0.32% | 0.37% | 0.33% | 0.33% | 0.34% | 0.30% |
| 医疗器械 | 6.03% | 6.74% | 6.96% | 9.56% | 9.69% | 9.15% |
| 医疗服务 | 4.17% | 4.36% | 4.59% | 4.65% | 4.46% | 3.93% |



行情回顾：年初至今申万行业涨跌幅情况

- 截止2025年12月11日，年初至今申万行业分类（三级）中有7个行业上涨，分别是疫苗、化学制剂、医疗耗材、医疗研发外包、中药、线下药店和医疗设备。

年初至今申万行业涨跌幅情况



资料来源：wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

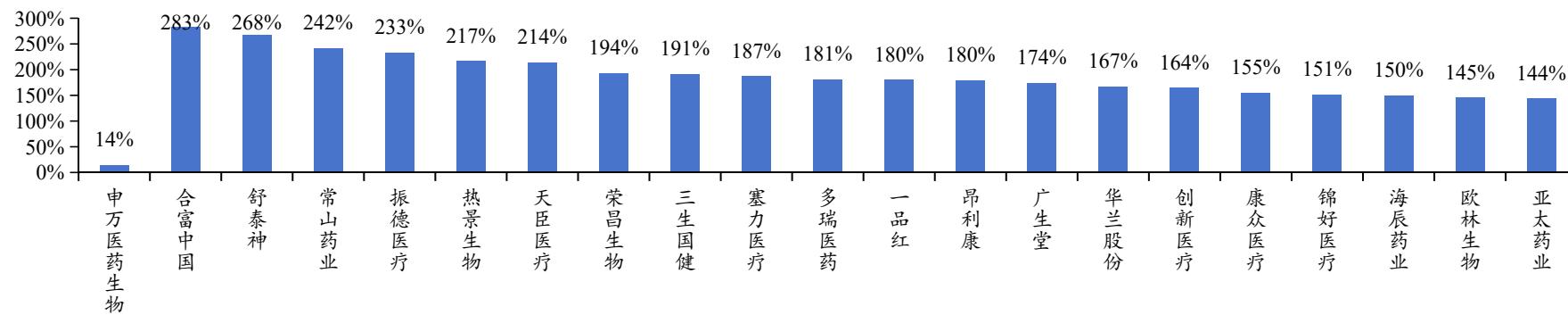


华安研究•拓展投资价值

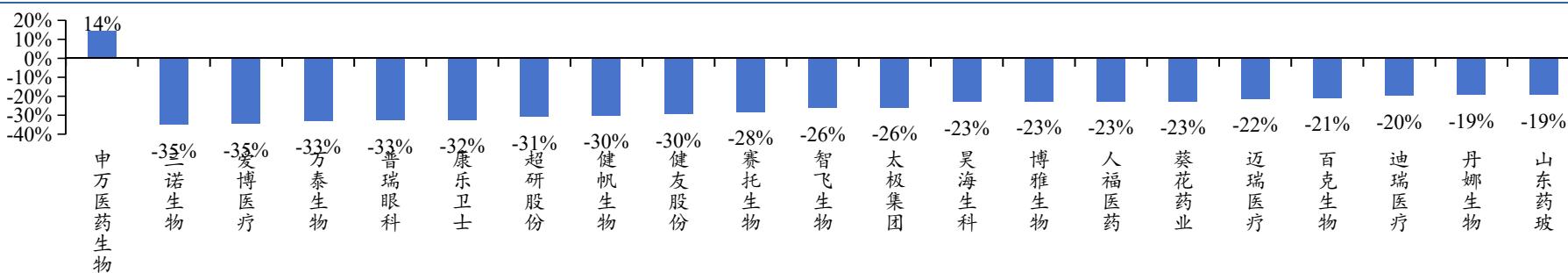
行情回顾：年初至今A股医药公司涨幅、跌幅Top20

- 截止2025年12月11日，年初至今A股医药公司涨幅TOP5分别是：合富中国、舒泰神、常山药业、振德医疗、热景生物。

年初至今A股医药公司涨幅TOP20



年初至今A股医药公司跌幅TOP20



资料来源：wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

注：涨幅、跌幅区间为2025年1月2日至2025年12月12日；统计已去除ST公司

华安证券研究所

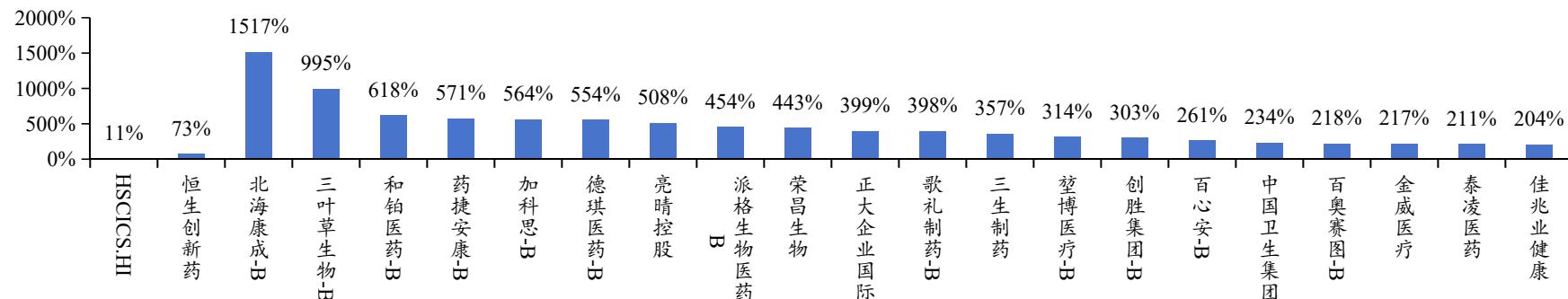


华安研究• 拓展投资价值

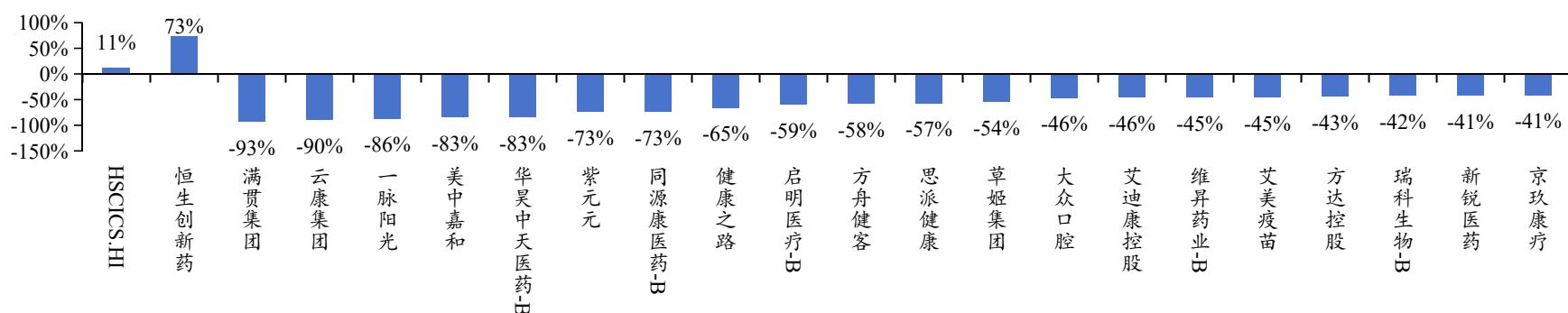
行情回顾：年初至今港股医药公司涨幅、跌幅Top20

- 截止2025年11月5日，年初至今港股医药公司涨幅TOP5分别是：北海康成-B、三叶草生物-B、和铂医药-B、药捷安康-B、加科思-B。

年初至今港股医药公司涨幅TOP20



年初至今港股医药公司跌幅TOP20



资料来源：wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

注：涨幅、跌幅区间为2025年1月2日至2025年12月12日；统计已去除ST公司

华安证券研究所



华安研究•拓展投资价值

目 录

1. 业绩总结：整体业绩较24年同期略微承压
2. 创新药：药品行业25Q1整体承压，二三季度逐步恢复
3. 创新产业链：行业需求回暖，业绩已显著改善
4. 医疗器械：关注具备全球竞争力的成长型公司
5. 风险提示



创新药进入Post BD时间段，海外大临床持续增加管线价值

■ 2025年围绕BD的创新药大行情使biotech白马股陆续回到甚至超过21年高点，由海外跨国药企专利悬崖引出ADC靶向化疗、IO2.0双抗、小核酸、减肥多肽及小分子等多技术路径下的大额交易频出——

从3月的和铂医药与阿斯利康的战略合作、到5月三生制药与辉瑞制药的双抗高含金量交易、再到10月信达生物与武田制药114亿美金巨额交易落地，中国创新药企经历折戟沉沙，创新能力获得全球认可。

■ 国内，医保与集采政策显著回暖，商保首次接入医保，丙类医保目录允许高价创新药成为用药选择，合源生物的CAR-T产品接入商业保险。

■ 短期我们选择具有确定性的靶点赛道，如IO+ADC，聚焦出海的医药白马股；中长期布局新的具有大药潜力的技术领域，如小核酸、CAR-T等：

聚焦白马，去弱留强，摒弃流动性风险项

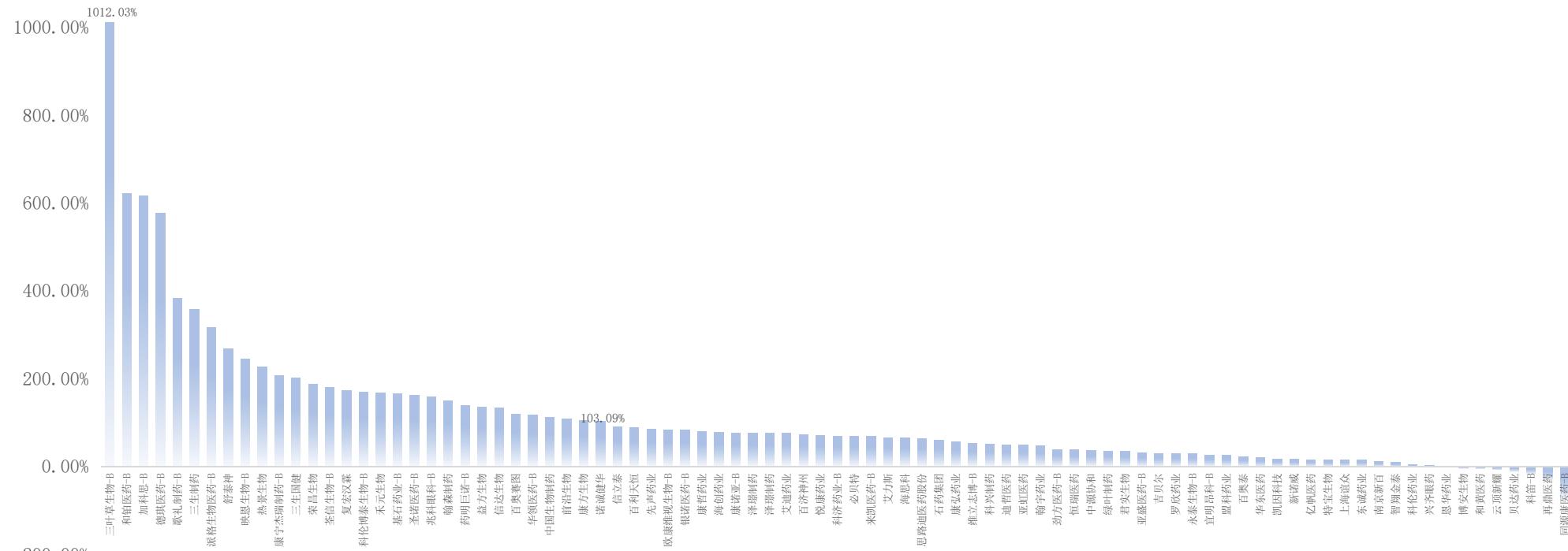
- “已合资出海”大药白马：映恩生物（DB1303、DB1311等）、科伦博泰（sac-TMT等）、三生制药（SSGJ707等）、康方生物（AK112等）、信达生物（IBI363等）、百利天恒（Izalontamab等）；
- 常态化BD平台常青树：恒瑞医药、和铂医药、石药集团、英矽智能；
- 均衡发展多点开花：君实生物（IO+ADC）、泽璟制药（TCE+多抗）；
- 技术茅小而美：博安生物（PD-1/IL-2）、基石药业（三抗+双抗ADC）、康宁杰瑞（双抗ADC）、荃信生物（自免双抗）；
- 特色疾病赛道：艾迪药业（HIV）、信立泰（CKM）、热景生物（CKM）、绿叶制药（CNS）。



华安研究•拓展投资价值

2025年至今药品公司股价涨幅仍高，次新股表现亮眼

- 年初至今医药股总体涨幅较高，A股医药生物指数涨幅22.31%，A股医药股中，舒泰神、热景生物、三生国健、荣昌生物涨幅超过200%，港股恒生医疗保健指数73.37%，港股18A生物医药公司三叶草生物、和铂医药、加科思、德琪医药涨幅超500%；今年上市的次新股中，派格生物、映恩生物、禾元生物涨幅亮眼。



资料来源：同花顺iFinD（更新至2025/12/12收盘价），华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



华安研究• 拓展投资价值

药品行业业绩每季度环比增速逐步恢复

- 化学制药公司以成熟或综合制药企业、仿制药企业为主。2025年Q1化学制药公司整体营收增速为-5.19%，由于去年同期高基数，同时DRG及集采影响使一季度暂时承压。二三季度下滑幅度有所改善，25Q2整体营收同比-1.28%，25Q3整体营收同比-0.87%，逐渐恢复收入增长。
- 其他生物制品公司以生物制药、创新药企、产业链上游试剂为主。24年受上游行业整体营收利润下滑影响，生物药创新药企形成规模收入的公司数量不多，板块整体下滑严重，25年前三季度每季度环比有所改善。

化学制药行业历年单季度成长指标

| (单位：%) | 2023 | | | | 2024 | | | | 2025 | | |
|---------------------|------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 |
| 801151.SL 营业收入增速 | 5.54 | 3.85 | -5.08 | -3.49 | 4.22 | 5.68 | 5.24 | 1.53 | -5.19 | -1.28 | -0.87 |
| 归母净利润增速 | 2.40 | -2.05 | -3.05 | -20.30 | 49.64 | 60.67 | 35.77 | 51.66 | -20.91 | -7.52 | -12.78 |

其他生物制品行业历年单季度成长指标

| (单位：%) | 2023 | | | | 2024 | | | | 2025 | | |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 |
| 801152.SL 营业收入增速 | 5.46 | 1.02 | 22.79 | 16.63 | 2.04 | -16.59 | -27.72 | -31.45 | -24.62 | -10.49 | -5.48 |
| 归母净利润增速 | -4.29 | -4.86 | 42.61 | 33.09 | -33.56 | -33.68 | -32.06 | -36.43 | -36.00 | -31.15 | -27.59 |

资料来源：同花顺iFinD（更新至2025/11/5收盘价），华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

A股pharma 经营状况有所分化，信立泰、兴齐眼药Q3亮眼

| 单位：百万元 | | 总市值(亿元) | 2025预测PE | 2025预测净利润 | 25YTD营收 | yoY (%) | 25YTD归母 | yoY (%) | 研发投入占营收比 (%) | 销售费用占营收比 (%) | 25Q3营收 | yoY (%) | 25Q3归母 | yoY (%) |
|-----------|------|---------|----------|-----------|----------|---------|---------|----------|--------------|--------------|----------|---------|---------|----------|
| 600276.SH | 恒瑞医药 | 4118.09 | 47 | 8708.55 | 23188.08 | -14.85 | 5751.17 | -24.50 | 21.3270 | 29.24 | 7426.89 | -12.72 | 1301.06 | -9.53 |
| 000963.SZ | 华东医药 | 717.04 | 18 | 3975.66 | 32664.14 | -3.77 | 2747.92 | -7.24 | 4.62 | 14.67 | 10989.21 | -4.53 | 933.09 | -7.71 |
| 600196.SH | 复星医药 | 713.37 | 23 | 3324.24 | 29393.39 | -4.91 | 2523.29 | -25.50 | 9.29 | 21.33 | 9878.95 | -5.46 | 821.33 | -4.52 |
| 002294.SZ | 信立泰 | 640.46 | 92 | 699.33 | 3241.30 | -8.01 | 580.71 | -13.93 | 11.20 | 38.68 | 1110.33 | -15.85 | 215.63 | -30.19 |
| 002653.SZ | 海思科 | 603.52 | 123 | 489.28 | 3300.14 | -19.95 | 295.30 | -22.66 | 16.44 | 36.04 | 1299.29 | -22.05 | 166.48 | -23.32 |
| 002422.SZ | 科伦药业 | 542.70 | 20 | 2675.62 | 13276.73 | -20.92 | 1200.67 | -51.41 | 12.30 | 16.19 | 4193.40 | -15.48 | 200.04 | -70.18 |
| 300255.SZ | 常山药业 | 513.20 | 0 | 0.00 | 681.22 | -13.11 | -44.82 | -714.77 | 3.61 | 2.26 | 189.61 | -12.32 | -15.73 | -129.02 |
| 300765.SZ | 新诺威 | 468.01 | 703 | 66.58 | 1593.01 | -7.71 | -24.05 | -17.26 | 42.90 | 12.68 | 543.46 | -7.18 | -21.30 | -1025.45 |
| 688578.SH | 艾力斯 | 458.46 | 24 | 1905.90 | 3733.02 | -47.35 | 1615.78 | -52.01 | 11.27 | 39.50 | 1359.26 | -42.03 | 564.54 | -39.77 |
| 600079.SH | 人福医药 | 332.81 | 15 | 2166.21 | 17883.35 | -6.58 | 1688.58 | -6.22 | 5.87 | 18.40 | 5819.43 | -7.36 | 533.91 | -11.56 |
| 000513.SZ | 丽珠集团 | 306.08 | 15 | 2259.48 | 9115.91 | 0.38 | 1754.10 | 4.86 | 7.50 | 28.57 | 2844.00 | 1.60 | 473.01 | -5.73 |
| 688278.SH | 特宝生物 | 299.41 | 28 | 1074.13 | 2479.55 | -26.85 | 666.12 | -20.21 | 12.58 | 40.70 | 968.93 | -26.68 | 238.23 | -4.63 |
| 002773.SZ | 康弘药业 | 284.41 | 21 | 1358.43 | 3623.87 | -6.23 | 1032.91 | -6.08 | 9.22 | 38.51 | 1170.20 | -4.75 | 303.21 | -7.71 |
| 002262.SZ | 恩华药业 | 245.52 | 19 | 1302.23 | 4470.99 | -7.85 | 1106.05 | -8.42 | 11.47 | 31.62 | 1460.87 | -5.70 | 405.55 | -3.67 |
| 300558.SZ | 贝达药业 | 235.19 | 40 | 589.54 | 2717.34 | -15.90 | 316.93 | -23.86 | 13.73 | 34.19 | 985.93 | -16.83 | 177.04 | -7.93 |
| 600380.SH | 健康元 | 220.27 | 15 | 1434.11 | 11477.81 | -3.54 | 1091.21 | -1.83 | 8.11 | 26.43 | 3579.48 | -2.31 | 306.27 | -8.61 |
| 300573.SZ | 兴齐眼药 | 188.43 | 22 | 841.06 | 1903.73 | -32.27 | 598.91 | -105.98 | 8.15 | 29.18 | 740.99 | -35.34 | 264.08 | -11.45 |
| 600867.SH | 通化东宝 | 178.62 | 24 | 756.93 | 2179.59 | -50.55 | 1202.23 | -1911.35 | 5.34 | 38.03 | 806.10 | -13.90 | 984.48 | -499.86 |
| 002399.SZ | 海普瑞 | 162.12 | 0 | 0.00 | 4194.46 | -3.09 | 553.58 | -29.04 | 4.19 | 7.08 | 1377.12 | -11.82 | 131.73 | -13.14 |
| 603707.SH | 健友股份 | 160.43 | 17 | 942.02 | 2925.74 | -5.25 | 429.47 | -29.11 | 8.92 | 9.76 | 945.90 | 0.06 | 143.20 | -28.67 |
| 002020.SZ | 京新药业 | 156.36 | 19 | 815.02 | 3048.19 | -5.00 | 575.61 | -0.10 | 9.00 | 15.83 | 1031.65 | -2.57 | 187.73 | -8.59 |
| 002019.SZ | 亿帆医药 | 155.21 | 26 | 599.54 | 3922.71 | -1.67 | 387.79 | -5.84 | 4.89 | 23.23 | 1287.60 | -5.01 | 84.14 | -25.64 |
| 002675.SZ | 东诚药业 | 126.91 | 53 | 239.94 | 2043.09 | -5.52 | 149.12 | -0.64 | 7.95 | 15.82 | 659.38 | -11.10 | 60.46 | -9.78 |
| 688513.SH | 苑东生物 | 99.05 | 37 | 270.29 | 1019.13 | -2.00 | 220.16 | -1.45 | 19.10 | 31.45 | 364.69 | -1.55 | 83.59 | -18.52 |
| 688658.SH | 悦康药业 | 92.39 | 165 | 56.00 | 1759.11 | -41.20 | -147.98 | -170.56 | 18.73 | 28.64 | 591.72 | -43.20 | -49.15 | -15.91 |
| 300158.SZ | 振东制药 | 69.67 | 0 | 0.00 | 2214.51 | -2.42 | 20.36 | -19.25 | 5.18 | 37.16 | 757.57 | -0.69 | 12.43 | -31.34 |

资料来源：同花顺iFinD（更新至2025/11/4收盘价），蓝色为华安医药覆盖，华安证券研究所



华安研究• 拓展投资价值

A股biotech多家改善显著，科兴制药、上海谊众等利润大增

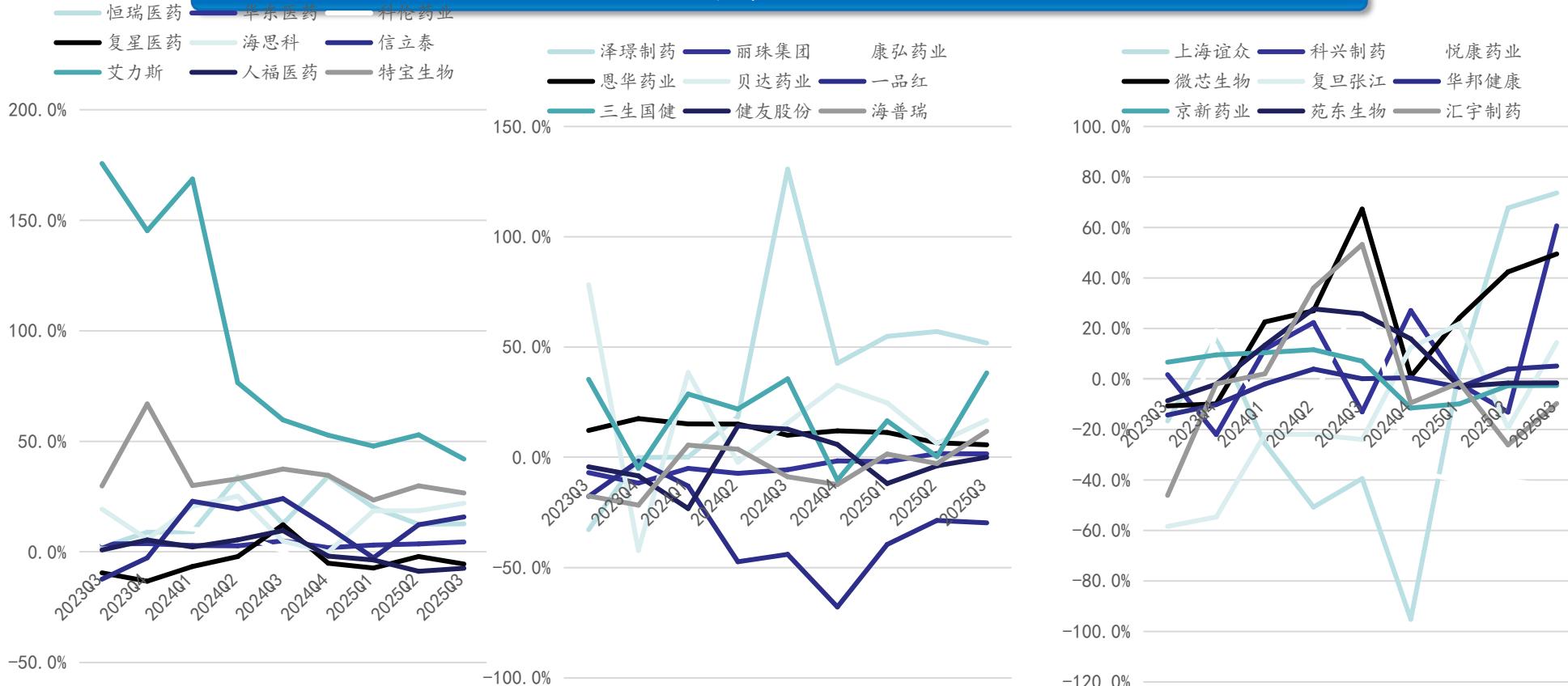
| 单位：百万元 | 总市值(亿元) | 2025预测PE | 2025预测净利润 | 25YTD营收 | yoY (%) | 25YTD归母 | yoY (%) | 研发投入 占营收比 (%) | 销售费用 占营收比 (%) | 25Q3营收 | yoY (%) | 25Q3归母 | yoY (%) |
|----------------|---------|----------|-----------|---------|----------|---------|---------|------------------|------------------|---------|---------|---------|---------|
| 688235.SH 百济神州 | 4198.50 | 382 | 1099.55 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 688506.SH 百利天恒 | 1494.60 | -348 | -429.61 | 2065.90 | -63.52 | -494.52 | -112.16 | 85.79 | 7.62 | 1894.70 | 1625.08 | 623.44 | 203.74 |
| 688331.SH 荣昌生物 | 545.23 | -74 | -738.77 | 1719.83 | 42.27 | -550.70 | 48.60 | 51.78 | 47.83 | 621.88 | 33.13 | -101.13 | 65.24 |
| 688336.SH 三生国健 | 472.40 | 22 | 2145.18 | 1116.00 | 18.80 | 398.86 | 71.15 | 32.98 | 12.41 | 473.98 | 38.27 | 208.54 | 101.41 |
| 688428.SH 诺诚健华 | 427.75 | -131 | -325.66 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 688180.SH 君实生物 | 361.35 | -52 | -778.05 | 1805.88 | 42.06 | -595.70 | 35.72 | 54.39 | 42.54 | 637.50 | 31.40 | -183.00 | 35.06 |
| 688192.SH 迪哲医药 | 290.99 | -44 | -657.81 | 586.30 | 73.23 | -579.95 | -3.85 | 109.88 | 72.27 | 231.30 | 71.46 | -202.59 | 5.20 |
| 688266.SH 泽璟制药 | 274.45 | -323 | -84.86 | 593.44 | 54.49 | -93.42 | 4.58 | 51.02 | 55.95 | 217.79 | 51.85 | -20.61 | 34.29 |
| 688520.SH 神州细胞 | 228.23 | 176 | 129.71 | 1311.88 | -32.27 | -250.67 | -267.17 | 45.12 | 47.91 | 339.86 | -46.25 | -216.90 | -994.50 |
| 688062.SH 迈威生物 | 183.82 | -28 | -651.60 | 565.84 | 301.03 | -597.66 | 13.89 | 125.86 | 27.09 | 464.67 | 1717.41 | -46.34 | 81.40 |
| 300204.SZ 舒泰神 | 181.79 | -396 | -45.95 | 180.54 | -30.83 | -30.69 | -227.71 | 32.18 | 49.30 | 54.94 | -30.10 | -6.05 | -1.89 |
| 300436.SZ 广生堂 | 178.19 | -361 | -49.37 | 315.84 | -3.21 | -111.58 | -57.96 | 8.72 | 48.61 | 106.98 | -1.07 | -44.90 | -29.75 |
| 002755.SZ 奥赛康 | 177.37 | 81 | 220.12 | 1433.89 | 3.57 | 223.31 | 75.81 | 8.04 | 52.11 | 426.48 | -7.67 | 63.33 | 23.15 |
| 688382.SH 益方生物 | 166.62 | -70 | -236.80 | 30.89 | 61.27 | -181.39 | 40.59 | 613.88 | 0.00 | 11.73 | 173.86 | -61.95 | 31.99 |
| 688321.SH 微芯生物 | 125.20 | 218 | 57.43 | 674.16 | 40.12 | 70.77 | 238.53 | 33.86 | 38.61 | 267.56 | 49.51 | 41.18 | 508.54 |
| 688091.SH 上海谊众 | 111.12 | 93 | 119.67 | 243.13 | 43.35 | 50.66 | 46.12 | 22.42 | 36.30 | 82.82 | 73.68 | 12.65 | 7751.84 |
| 688177.SH 百奥泰 | 109.90 | -27 | -406.33 | 683.59 | 17.57 | -223.86 | 38.72 | 81.44 | 29.76 | 241.70 | 34.92 | -98.93 | 23.00 |
| 688505.SH 复旦张江 | 94.95 | 0 | 0.00 | 551.08 | 0.41 | -15.94 | -118.43 | 44.28 | 49.96 | 160.99 | 14.40 | -21.65 | -235.36 |
| 688136.SH 科兴制药 | 77.50 | 62 | 124.62 | 1147.64 | 10.54 | 111.26 | 547.70 | 14.47 | 36.66 | 447.17 | 60.65 | 30.92 | 483.27 |
| 688566.SH 吉贝尔 | 65.41 | 24 | 274.00 | 704.43 | 9.52 | 196.90 | 12.80 | 7.43 | 51.62 | 249.52 | 19.08 | 47.59 | -9.45 |
| 688488.SH 艾迪药业 | 62.53 | 849 | 7.37 | 552.40 | 84.83 | -6.84 | 88.78 | 12.39 | 33.98 | 189.92 | 61.21 | -16.03 | -3.38 |
| 688197.SH 首药控股 | 59.25 | -29 | -207.43 | 2.00 | -47.37 | -154.77 | 3.26 | 7763.48 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | -50.40 | 11.78 |
| 002793.SZ 罗欣药业 | 58.84 | 0 | 0.00 | 1723.42 | -8.37 | 22.93 | 108.64 | 3.67 | 34.62 | 646.17 | 3.94 | 5.23 | 102.96 |
| 688221.SH 前沿生物 | 57.39 | -28 | -204.67 | 103.37 | 12.80 | -159.81 | 17.39 | 81.13 | 63.71 | 44.73 | 10.22 | -62.46 | -89.27 |
| 688176.SH 亚虹医药 | 57.06 | -15 | -376.64 | 216.41 | 55.74 | -248.95 | 8.08 | 78.49 | 88.32 | 86.17 | 47.41 | -86.73 | 0.14 |
| 003020.SZ 立方制药 | 54.73 | 27 | 200.33 | 1080.69 | -3.95 | 120.94 | 1.65 | 6.57 | 42.43 | 348.25 | -2.12 | 30.71 | -26.08 |
| 688687.SH 凯因科技 | 48.24 | 28 | 169.51 | 926.86 | -8.29 | 102.51 | -5.14 | 9.99 | 47.50 | 360.40 | -12.95 | 55.12 | -16.05 |
| 688302.SH 海创药业 | 47.73 | -26 | -186.79 | 23.35 | 21180.28 | -99.15 | 35.65 | 380.12 | 110.00 | 10.18 | 0.00 | -37.29 | 30.50 |
| 688373.SH 盟科药业 | 47.27 | -14 | -350.00 | 103.99 | 6.58 | -193.54 | 33.56 | 166.13 | 65.19 | 37.02 | 0.52 | -54.86 | 39.04 |

资料来源：同花顺iFinD（更新至2025/11/4收盘价），截至报告期百济神州、诺诚健华还未出25Q3业绩，华安证券研究所敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

头部市值药企收入增速趋缓，腰部市值药企单品放量收入高增

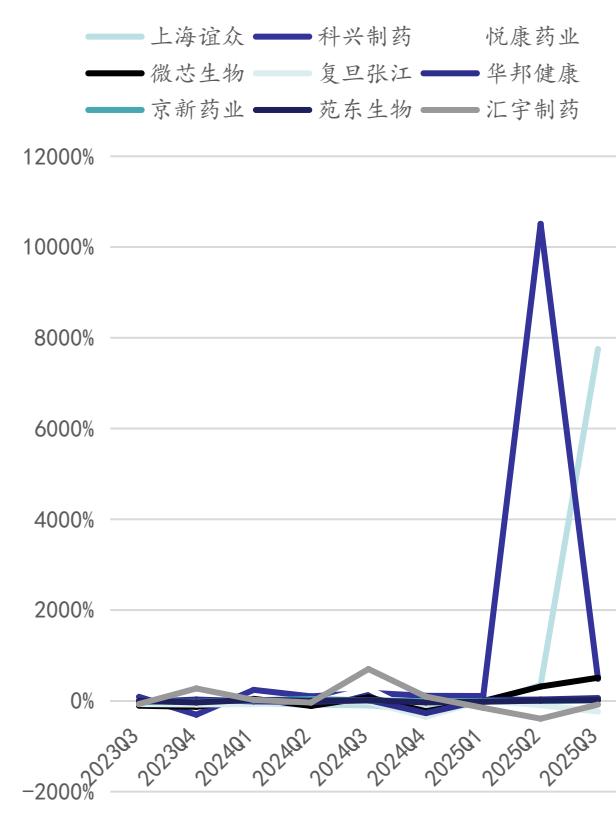
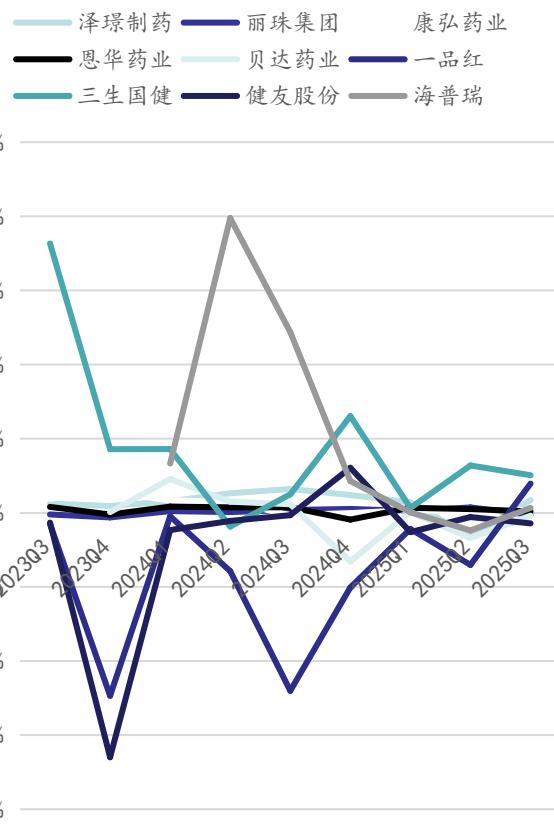
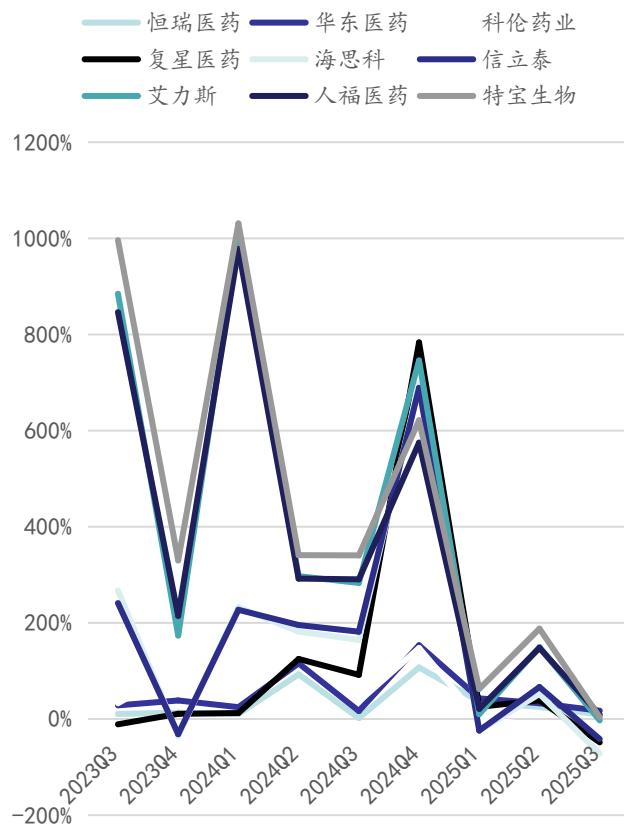
制药公司9个季度营收增速变化



资料来源：同花顺iFinD（更新至25Q3报表），华安证券研究所

头部市值药企利润增速趋缓，腰部市值药企亏损继续减少

制药公司9个季度利润增速变化



资料来源：同花顺iFinD（更新至25Q3报表），华安证券研究所



华安研究• 拓展投资价值

超10亿元销售额国产新药增速仍高，PD-1仍为主力

| 名称 | 公司 | 靶点 | 上市时间 | 2024 年销售额 | 同比增速 | 2025 年上半年销售额 |
|--------|-------------------|-------------|---------------------------|----------------------------|----------------|--|
| 泽布替尼 | 百济神州 | BTK | 2019 年（中国）、 2020 年（美国） | 26.44 亿美元 (约 190.22 亿元) | 106.46% | 17.42 亿美元（ 约 126.06 亿元） |
| 西达基奥仑赛 | 传奇生物和强生 | BCMA | 2022 年（美国）、 2024 年（中国） | 69.28 亿元 | 95.51% | 8.08 亿美元 (约 58.81 亿元) |
| 替雷利珠单抗 | 百济神州 | PD-1 | 2019 年 | 44.68 亿元 | 17.48% | 26.43 亿元 |
| 信迪利单抗 | 信达生物 | PD-1 | 2018 年 | 37.84 亿元 | 35.73% | 未明确披露 |
| 特比澳 | 三生制药 | 血小板生成素受体 | 2005 年 | 50.62 亿元 | 20.40% | 未明确披露 |
| 伏美替尼 | 艾力斯 | EGFR | 2021 年 | 35.06 亿元 | 77.27% | 23.60 亿元 |
| 派格宾 | 特宝生物 | IFNAR | 2016 年 | 24.47 亿元 | 36.72% | 未明确披露，2025 年上半年 公司实现收入 15.1 亿元，派 格宾为核心产品 |
| 卡度尼利单抗 | 康方生物 | PD-1/CTLA-4 | 2022 年 | 约 16 亿元（预估） | 16.5% (2024H1) | 未明确披露，2025 年上半年 公司营业收入 14.12 亿元， 卡度尼利单抗为核心产品之 一 |
| 特瑞普利单抗 | 君实生物 | PD-1 | 2018 年 | 15.01 亿元 | 66% | 9.42 亿元 |
| 亿立舒 | 正大天晴（与亿 一生物合作） | G-CSF | 2023 年（中国） | 约 6.45 亿元 | / | 未明确披露 |
| 奥布替尼 | 诺诚健华 | BTK | 2020 年 | 10.04 亿元 | 49.14% | 6.37 亿元 |

资料来源：同花顺iFinD（更新至25Q3报表），华安证券研究所

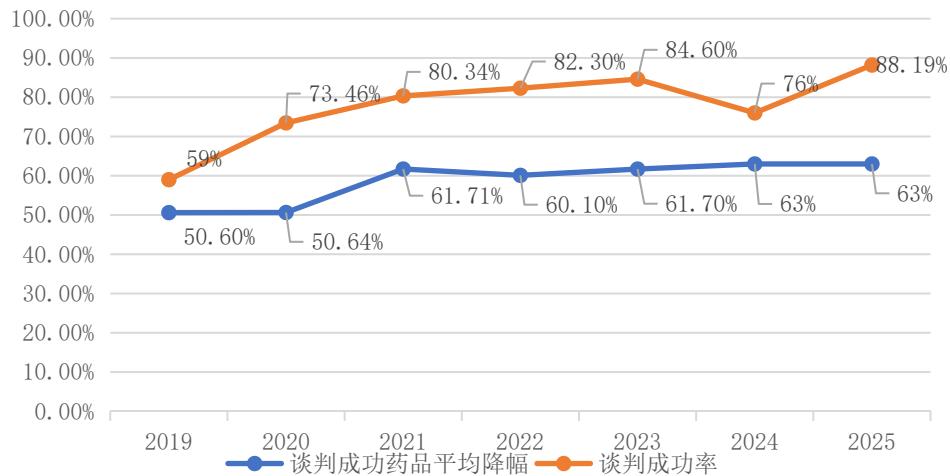
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

2025年医保谈判继续侧重真创新，首次发布商保目录

- 2025年国家医保药品目录成功新增114种药品，其中50种1类创新药，总体成功率88%，较去年76%大幅提高。总体成功率88%，历年之最；简易续约价格维持品种较多；首入新药降幅或较理想，助力次年销售放量。
- 在往年基本医保目录基础上增设商业保险创新药品目录，“保基本”+“弹性选择”为患者提供多样用药选择，支付政策向创新倾斜，支持创新药高质量发展已成大趋势。商业保险创新药品目录18家创新药企业的19个药品成功纳入，包括5款百万元CAR-T注射液及2款阿尔茨海默症进口药。

历年医保谈判成功率及平均价格降幅



首个商业保险创新药目录内药品

| 企业名称 | 药品名称 |
|---------|-----------|
| BMS | 伊匹木单抗 |
| 天津红日健达康 | 甲苯磺酰胺注射液 |
| 和黄医药 | 氢溴酸他泽司他片 |
| 绿叶制药 | 注射用芦比替定 |
| 赛生医药 | 那西妥单抗注射液 |
| 山东新时代药业 | 盐酸沙丙蝶呤片 |
| 卫材 | 仑卡奈单抗注射液 |
| 礼来 | 多奈单抗注射液 |
| 百济神州 | 注射用泽尼达妥单抗 |
| 百济神州 | 达妥昔单抗注射液 |
| 武田 | 注射用替度格鲁肽 |
| 药明巨诺 | 瑞基奥仑赛注射液 |
| 驯鹿生物 | 伊基奥仑赛注射液 |
| 科济药业 | 泽沃基奥仑赛注射液 |
| 合源生物 | 纳基奥仑赛注射液 |
| 辉瑞 | 埃纳妥单抗注射液 |
| 复星凯瑞 | 阿基仑赛注射液 |
| 强生 | 塔奎妥单抗注射液 |
| 北海康成 | 注射用维拉昔酶 β |

资料来源：国家医保局，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



华安研究• 拓展投资价值

关注公司2025年医保谈判情况，次年销售大幅增长可期

- 我们关注到有较多创新药企业在本次医保谈判中通过简易续约，以较低的降幅续约成功，甚至达成不降价续约，而多数企业的新上市创新药均纳入了本次医保目录。其中绿叶制药、科伦博泰、信立泰有多款产品谈判成功，泽璟制药、艾迪药业、信立泰、华领医药的主力产品均获得原价续约，有望在明年继续通过医保获得销售放量。

| 企业名称 | 谈判药品 | 谈判 / 纽约结果 | 价格信息 |
|------|-------------------------|-----------|------------------|
| 泽璟制药 | 吉卡昔替尼 | 谈判成功 | / |
| | 重组人凝血酶 | 原价续约 | 373 元 / 支 |
| 科伦博泰 | 芦康沙妥珠单抗、西妥昔单抗 N01、塔戈利单抗 | 谈判成功 | / |
| 信立泰 | 信超妥、复立妥 | 谈判成功 | / |
| | 恩那罗 | 原价续约 | 4mg 规格 181 元 / 盒 |
| 亿帆医药 | 易尼康 | 原价续约 | 980 元 / 支 |
| | 亿立舒 | 成功续约 | / |
| 君实生物 | 昂戈瑞西单抗 | 谈判成功 | / |
| 众生药业 | 昂拉地韦片 | 谈判成功 | / |
| 艾迪药业 | 艾诺米替 | 原价续约 | 734 元 / 盒 |
| | 艾诺韦林 | 原价续约 | 515 元 / 盒 |
| 华领医药 | 华堂宁 | 原价续约 | 151 元 / 盒 |
| | 羟考酮纳洛酮缓释片 | 谈判成功 | / |
| 绿叶制药 | 棕榈酸帕利哌酮注射液 | 谈判成功 | / |
| | 若欣林 | 成功续约 | / |
| | 赞比佳 | 谈判成功 (商保) | / |
| | 布西珠单抗 | 谈判成功 | / |
| 康哲药业 | 替瑞奇珠单抗 | 成功续约 | / |
| | 普拉替尼、艾伏尼布 | 谈判成功 | / |

资料来源：国家医保局，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



华安研究•拓展投资价值

2025创新药主要BD交易：前十大交易里程碑总额超20亿美元

| 时间 | 交易方（授权方/受让方） | 交易首付款 | 交易总金额 | 交易资产及权益 |
|-------------|--------------------------------------|---------------------------------------|--|--|
| 2025年7月28日 | 恒瑞医药与GSK | 5亿美元 | 潜在总金额约120亿美元的选择权行使费和里程碑付款，以及相应分梯度的销售分成 | 恒瑞医药将HRS-9821项目的全球独家权利（不包括中国大陆、香港特别行政区、澳门特别行政区及台湾地区）和至多11个项目的全球独家许可的独家选择权（不包括中国大陆、香港特别行政区、澳门特别行政区及台湾地区）有偿许可给GSK。HRS-9821是一款处于临床开发阶段的PDE3/4抑制剂，其他11个项目涉及肿瘤、呼吸、自免和炎症等多个治疗领域，均处于非临床研究阶段 |
| 2025年10月22日 | 信达生物与武田制药 | 12亿美元（含1亿美元战略股权投资） | 最高114亿美元 | 两款后期在研药物IBI363和IBI343，以及早期研发项目IBI3001(EGFR/B7H3双抗ADC)的优先选择权 |
| 2025年6月13日 | 石药集团与阿斯利康 | 1.1亿美元 | 最高53.3亿美元 | 石药集团将利用其AI引擎双轮驱动的高效药物发现平台，为阿斯利康所选定的多个靶点发现具有多适应症疾病治疗潜力的临床前候选药物(PCC)，包括一种用于免疫疾病的临床前小分子口服疗法。阿斯利康将有权行使选择权，以获得在全球范围内开发和商业化候选药物的独家授权 |
| 2025年9月3日 | 舶望制药与诺华 | 1.6亿美元 | 总潜在里程碑价值高达52亿美元（包括期权付款、临床研究和销售里程碑付款） | ANGPTL3 siRNA候选药物(BW-00112)、两个早期研发阶段分子、一款临床前siRNA候选药物 |
| 2025年5月20日 | 三生制药、三生国健与辉瑞 | 12.5亿美元+1.5亿美元 | 最高48亿美元，另加销售分成 | PD-1/VEGF双特异性抗体SSGJ-707在全球（不包括中国内地）的独家开发、生产、商业化权利；后于7月24日补充内地权益协议 |
| 2025年3月 | 和铂医药与阿斯利康 | 1.75亿美元 | 最高44亿美元，外加基于未来产品净销售额的分级特许权使用费 | 共同研发针对免疫性疾病、肿瘤及其他多种疾病的新一代多特异性抗体，阿斯利康获得两项临床前免疫学项目的授权许可选择权，并可提名更多靶点由和铂医药开发新一代多特异性抗体疗法 |
| 2025年6月25日 | 荣昌生物与Vor Biopharma | 1.25亿美元（包括4500万美元的首付款和价值8000万美元的认股权证） | 最高42.3亿美元（含里程碑付款和销售提成款） | 泰它西普在除大中华区以外的全球范围内开发、生产和商业化的独家权利 |
| 2025年12月11日 | 翱路生物与Zealand | 2000万美元 | 25亿美元以及全球净销售额的阶梯式个位数比例特许权使用费 | 代谢疾病领域多个靶点口服小分子全球战略合作 |
| 2025年7月30日 | 石药集团与Madrigal | 1.2亿美元 | 最高20.75亿美元 | 石药集团将其口服小分子激活胰高血糖素样肽-1(GLP-1)受体激动剂SYH2086在全球范围内（不包括中国）的开发、生产及商业化独家授权给Madrigal Pharmaceuticals。 |
| 2025年10月8日 | 诺诚健华在美国的全资附属公司InnoCare与美国生物制药公司Zenas | 1亿美元 | 超过20亿美元 | 奥布替尼在多发性硬化领域的全球开发和商业化权益，以及奥布替尼在非肿瘤的其他治疗领域的开发与商业化权益，还有两款临床前分子，即一款新型口服IL-17 AA/AF抑制剂和一款透脑性口服TYK2抑制剂的相关权益 |

资料来源：各公司官网及公告，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



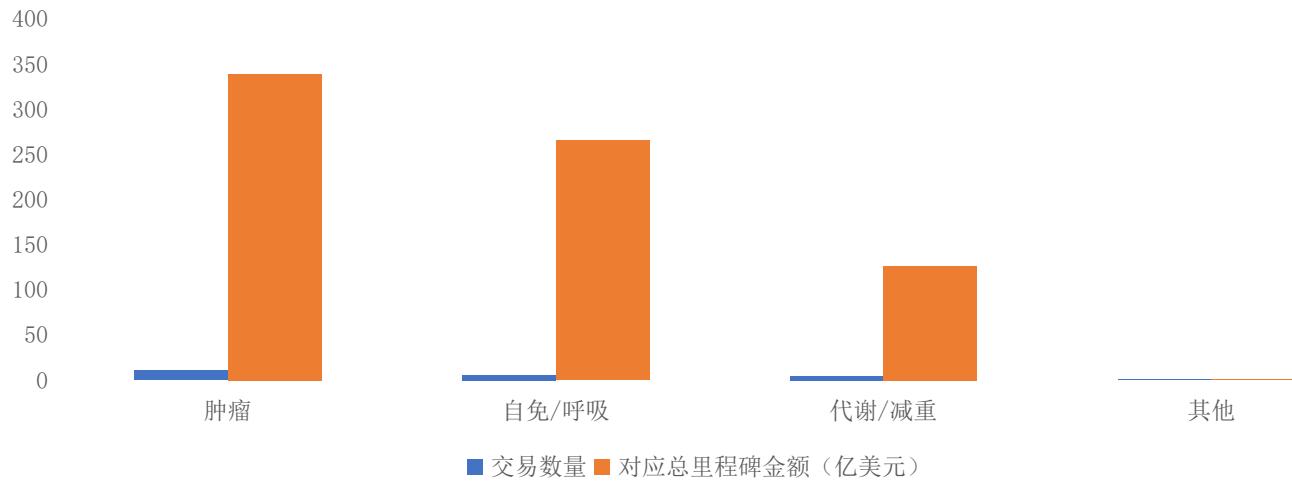
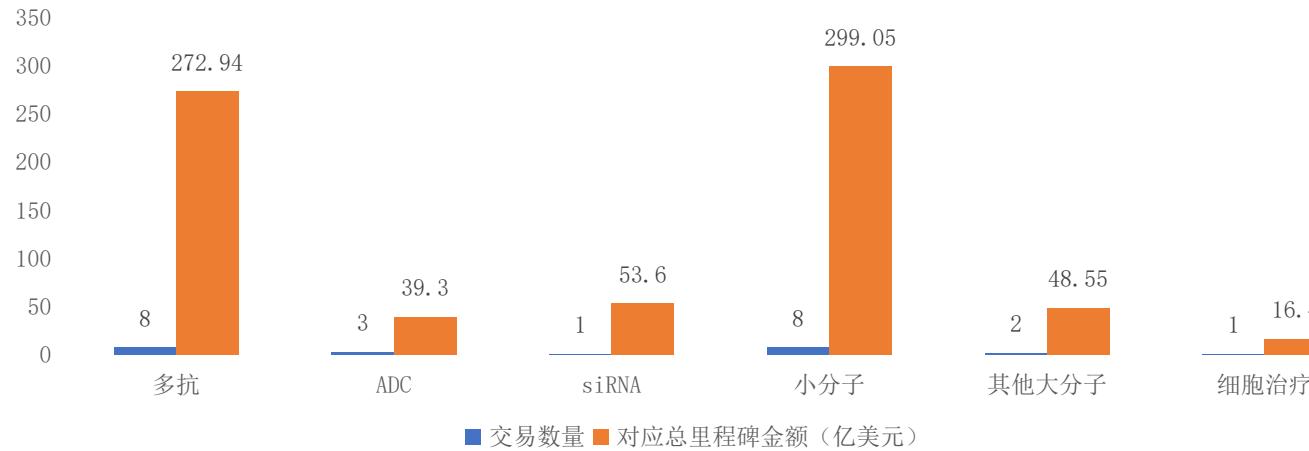
华安研究• 拓展投资价值

2025创新药主要BD交易:肿瘤大小分子仍是主要领域

| 时间 | 交易方（授权方/受让方） | 交易首付款 | 交易总金额 | 交易资产及权益 |
|--------------|-----------------------------------|--|----------------------------|--|
| 2025年12月9日 | 复星医药子公司与辉瑞 | 1.5亿美元 | 3.5亿美元开发里程碑及至多15.85亿元销售里程碑 | YP05002 (GLP-1口服小分子激动剂) 全球独家开发生产商业化权利 |
| 2025年5月19日 | 石药集团与百济神州 | 1.5亿美元 | 最高 18.35 亿美元 | MAT2A 抑制剂 SYH2039 全球权益 |
| 2025年10月17日 | 普瑞金与吉利德旗下 Kite Pharma | 1.2 亿美元 | 16.4 亿美元 | 一款体内原位 CAR-T 编辑疗法的全球权益 |
| 2025年10月17日 | 翰森制药与罗氏 | 8000 万美元 | 15.3 亿美元 | CDH17 靶向抗体药物偶联物 (ADC) HS-20110 在大中华区以外的全球市场开发、生产及商业化独家许可权 |
| 2025年2月19日 | 石药集团与 Radiance Biopharma | 1500 万美元 | 最高 12.25 亿美元 | ROR1 ADC 药物 SYS6005 在欧美等 13 个国家和地区的开发及商业化权益 |
| 2025年10月28日 | 荃信生物与罗氏 | 7500 万美元 | 最高 10.7 亿美元 | 抗 TS LP 和 IL-33 双特异性抗体 QX031N 的全球权益 |
| 2025年5月15日 | 石药集团与 Cipla | 1500 万美元 | 最高 10.65 亿美元 | 伊立替康脂质体注射液美国商业化权益 |
| 2025年10月17日 | 维立志博与美国诺华旗下 Dianthus Therapeutics | 最高 3800 万美元 (其中 2000 万美元为首付, 2025 年第四季度支付 500 万美元, 潜在近期里程碑付款最高 1300 万美元) | 最高 10 亿美元 | 抗 BDCA2-TACI 双特异性融合蛋白 LBL-047 在大中华区外的全球权益 |
| 2025年1月2日 | 信达生物与罗氏 | 8000 万美元 | 最高 10 亿美元 | DLL3 ADC 新药 IBI3009 全球权益 |
| 2025年1月10日 | 和铂医药、科伦博泰与 Windward Bio | 4500 万美元 (包括现金付款及 Windward Bio 母公司股权) | 9.7 亿美元 | 超长效 TS LP 抗体 HBM9378/SKB378 在全球范围内 (除大中华地区及部分东南亚和西亚国家) 的授权 |
| 2025年6月23日 | 和铂医药与大冢制药 | 4700 万美元 | 最高 6.7 亿美元 | BCMA/CD3 双特异性 T 细胞衔接器 HBM7020 在全球范围内 (不包括大中华区) 的开发权益 |
| 2025年10月17日 | 甘李药业与德国默克 | 1500 万美元 | 最高 4.85 亿美元 | 胰岛素甘精注射液产品 GLY1001 在中国大陆及港澳台地区以外的全球范围内的独家开发、生产和商业化权利 |
| 2025年10月17日 | 奥赛康控股子公司 AskGene Pharma 与 Visara | 700 万美元 | 约 9600 万美元 | 1 类创新药 ASKG712 项目在许可区域内的权益 |
| Total | | 47.5亿美元 (部分股权) | 668.7亿美元+部分销售分成 | |

资料来源：各公司官网及公告，华安证券研究所

2025年创新药行业主要BD交易分布领域



信立泰：布局 CKM 全周期，全面创新出海新征程

我们预计，公司 2025~2027 年收入分别 46.4/56.0/62.9 亿元，分别同比增长 15.8%/20.5%/12.3%，归母净利润分别为 6.7/8.1/9.6 亿元，分别同比增长 10.7%/22.1%/18.5%，对应估值为 94X/77X/65X。我们看好公司创新布局完成，CKM 领域持续深耕。维持“买入”评级。



| ● 重要财务指标 | 单位:百万元 | | | |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 主要财务指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 营业收入 | 4012 | 4645 | 5598 | 6285 |
| 收入同比 (%) | 19.2% | 15.8% | 20.5% | 12.3% |
| 归属母公司净利润 | 602 | 666 | 813 | 963 |
| 净利润同比 (%) | 3.7% | 10.7% | 22.1% | 18.5% |
| 毛利率 (%) | 72.6% | 73.3% | 74.0% | 74.4% |
| ROE (%) | 6.9% | 7.6% | 9.2% | 10.8% |
| 每股收益 (元) | 0.54 | 0.60 | 0.73 | 0.86 |
| P/E | 57.28 | 93.87 | 76.90 | 64.91 |
| P/B | 3.96 | 7.15 | 7.10 | 7.04 |
| EV/EBITDA | 29.55 | 56.64 | 48.65 | 42.79 |

资料来源：Wind，华安证券研究所

资料来源：Wind、华安证券研究所，摘自《【华安医药】公司点评信立泰（002294.SZ）：布局 CKM 全周期，全面创新出海新征程 2025-10-29》

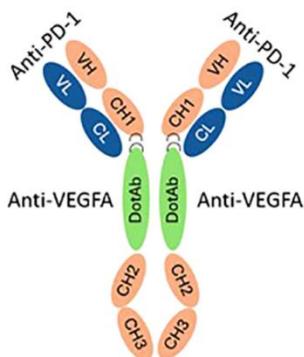
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

君实生物：IO2.0进展靠前，高潜赛道全面布局

- 公司产品管线囊括了单克隆抗体、小分子药物、多肽类药物、抗体药物偶联物（ADCs）、融合蛋白、核酸类药物等多种药物类型，以及双特异性或多特异性抗体药物、双特异性抗体偶联药物等高潜赛道。公司正在积极推进多条优势管线，不断丰富免疫联合治疗证据，包括PD-1×VEGF双抗JS207、抗CLDN18.2 ADC JS107、抗DKK1单抗JS015、CD20×CD3双抗JS203及PI3K- α 抑制剂JS105等，并尽快推动更多优势产品和适应症进入关键临床试验阶段；持续加码前沿研发资产及高潜赛道产品：EGFR×HER3双抗ADC JS212、抗PD-1和IL-2双功能抗体融合蛋白JS213、抗VEGF和TGF- β 双功能抗体融合蛋白JS214等处于早期临床阶段，期待其研究结果读出。
- JS213（AWT020）是君实生物研发的抗PD-1和IL-2双功能抗体融合蛋白，IL-2部分通过工程化改造为无IL-2受体 α 亚基（IL-2R α ）结合活性，且对IL-2R $\beta\gamma$ 复合体亲和力降低的IL-2变体（IL-2c），并通过抗PD-1抗体阻断PD-1/PD-L1信号的同时将IL-2c靶向到肿瘤浸润T细胞发挥免疫激活作用，从而增强抗肿瘤免疫，降低系统毒性。临床前结果显示3：JS213优先刺激肿瘤浸润CD8+T细胞的扩增，对外周血中T细胞和自然杀伤（NK）细胞影响较小，在抗PD-1单抗敏感或耐药小鼠肿瘤模型中均显示出良好的疗效和安全性。

JS207结构示意图及结合亲和力



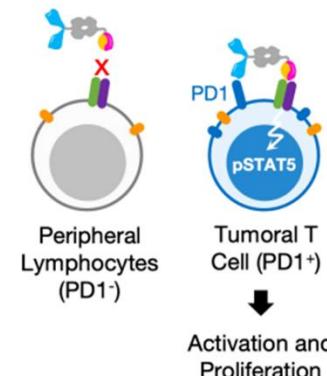
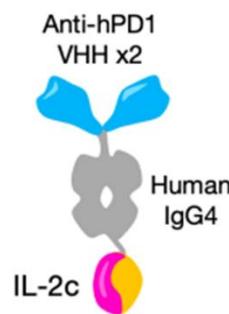
| Binding to Human PD-1 | | | | |
|-----------------------|-------------|--------------|-------------|-----------|
| Antigen | Sample | k_a (1/Ms) | k_d (1/s) | K_D (M) |
| Human PD-1 | JS207 | 4.37E+04 | 2.01E-05 | 4.60E-10 |
| | AK112 | 3.40E+04 | 1.72E-04 | 5.05E-09 |
| | Toripalimab | 3.75E+04 | 2.08E-05 | 5.55E-10 |

Binding to Human VEGFA

| Antigen | Sample | k_a (1/Ms) | k_d (1/s) | K_D (M) |
|-------------|------------|--------------|-------------|-----------|
| Human VEGFA | JS207 | 1.12E+06 | 1.01E-05 | 9.00E-12 |
| | AK112 | 3.86E+05 | <1.00E-05 | <2.59E-11 |
| | VEGF-DotAb | 1.40E+06 | <1.00E-05 | <7.14E-12 |

JS213结构示意图及结合亲和力

AWT020



资料来源：公司官网，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

君实生物：IO2.0进展靠前，高潜赛道全面布局

我们预计，公司2025~2027年收入分别25.5/32.5/38.4亿元，分别同比增长31.0%/27.5%/17.9%，归母净利润分别为-7.3/0.1/2.8亿元。我们看好特瑞普利单抗销售国内高增速，公司国际化进程，IO2.0及ADC管线推进，维持“买入”评级。



| 主要财务指标 | 单位:百万元 | | | |
|-----------|--------|---------|---------|---------|
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 营业收入 | 1948 | 2552 | 3253 | 3836 |
| 收入同比(%) | 29.7% | 31.0% | 27.5% | 17.9% |
| 归属母公司净利润 | -1281 | -730 | 9 | 283 |
| 净利润同比(%) | 43.9% | 43.0% | 101.2% | 3065.8% |
| 毛利率(%) | 78.9% | 80.5% | 81.2% | 81.8% |
| ROE(%) | -21.9% | -14.2% | 0.2% | 5.2% |
| 每股收益(元) | -1.30 | -0.71 | 0.01 | 0.28 |
| P/E | — | — | 4377.52 | 138.28 |
| P/B | 4.60 | 7.65 | 7.64 | 7.24 |
| EV/EBITDA | -27.98 | -103.13 | 93.79 | 55.39 |

资料来源：Wind，华安证券研究所

资料来源：Wind、华安证券研究所，摘自《【华安医药】公司点评君实生物（688180.SH）：产品销售
维持高增，JS207开展美国2/3期临床》2025-10-31

敬请参阅末页重要声明及评级说明

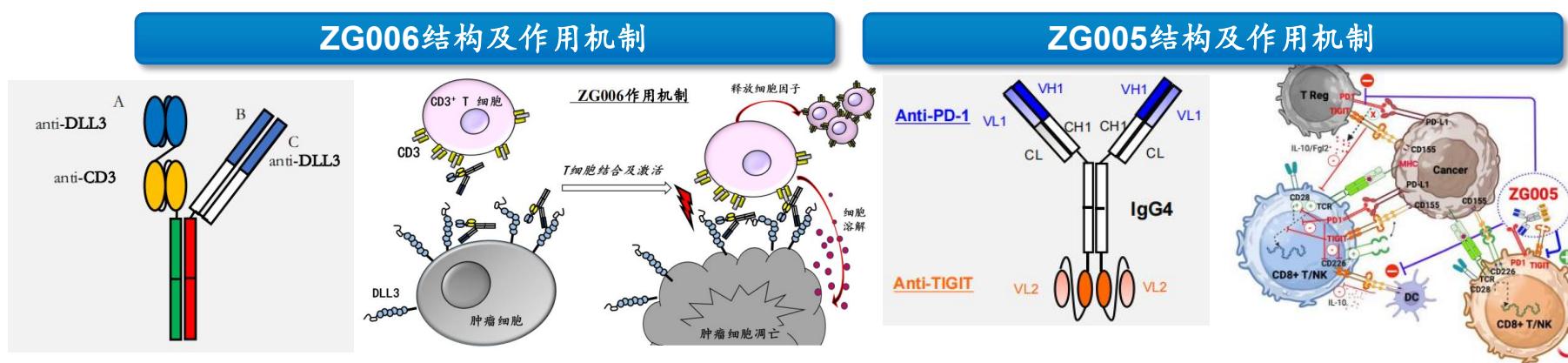


华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

泽璟制药：FIC多抗平台逐步验证，产品密集获批注册

- 多特异性抗体平台，有望孵化多个全球FIC。ZG005 (PD-1/TIGIT) 是及子公司Gensun BiopharmaInc. 双/多特异性抗体研发平台下进展最快的双抗药物，目前正在中美开展二线及以上宫颈癌、多项联合一线治疗实体瘤（肝癌、宫颈癌、神经内分泌瘤）以及肺癌联合治疗的临床试验，已在2024年ASCO与CSCO会议上公布了I/II期安全性及初步疗效数据。随着行业内PD-1/TIGIT双抗靶点的成药性提高，公司ZG005应用前景有望取得进一步提升。
 - ZG006是公司开发的中美同步进展的三特异性抗体药物，已被美国FDA授予孤儿药资格认定 (ODD)。ZG006是全球第一个针对DLL3表达肿瘤的三特异性抗体 (CD3/DLL3/DLL3)，具有成为同类最佳 (Best-in-Class) 分子的潜力。ZG006率先应用于实体瘤，目前主要开展小细胞癌及神经内分泌癌适应症临床试验，ZG006用于治疗SCLC或神经内分泌癌症的I/II期临床试验已完成I期剂量递增阶段的入组，接受10mg或以上剂量的9例SCLC患者中6例达到PR，ORR为66.7%，DCR达88.9%。2025年4月，公司公告其联用PD-(L)1用于小细胞癌一线疗法的临床试验IND，向前线适应症进发，拓展其临床覆盖应用，公司的ZG006有望作为TCE抗体赛道中国产领先品种不断显现优势。
 - ZGGS18 (VEGF/TGF- β) 亦同时开展中美I/II期临床试验，公司围绕肿瘤微环境布局抗血管生成机制靶点，有望协同免疫疗法（如公司ZG005）提高肿瘤疾病覆盖及临床优势。



资料来源：公司官网、华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

泽璟制药：FIC多抗平台逐步验证，产品密集获批注册

我们预计，公司 2025~2027 年收入分别 8.3/14.7/22.0 亿元，分别同比增长 55.4%/77.4%/50.0%，归母净利润分别为 -1.1/1.9/5.6 亿元，对应 PE 为—/143X/49X。我们看好公司多抗平台的 First in class 潜力，泽普凝、吉卡昔替尼等商业化前景，公司有望成为下一代综合型创新药企。维持“买入”评级。

Zelgen 泽璟制药

| 主要财务指标 | 单位:百万元 | | | |
|-----------|---------|---------|--------|--------|
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 营业收入 | 533 | 828 | 1470 | 2204 |
| 收入同比 (%) | 37.9% | 55.4% | 77.4% | 50.0% |
| 归属母公司净利润 | -138 | -110 | 192 | 561 |
| 净利润同比 (%) | 50.5% | 20.5% | 274.9% | 192.7% |
| 毛利率 (%) | 93.1% | 89.5% | 91.2% | 92.1% |
| ROE (%) | -11.0% | -9.6% | 14.4% | 29.6% |
| 每股收益 (元) | -0.52 | -0.41 | 0.72 | 2.12 |
| P/E | — | — | 143.49 | 49.02 |
| P/B | 13.15 | 24.05 | 20.60 | 14.50 |
| EV/EBITDA | -118.53 | -432.47 | 93.98 | 39.44 |

资料来源：Wind，华安证券研究所

资料来源：Wind、华安证券研究所，摘自《【华安医药】公司点评泽璟制药（688266.SH）：吉卡昔替尼扩大自免适应症，多抗研究再登ESMO》2025-11-1

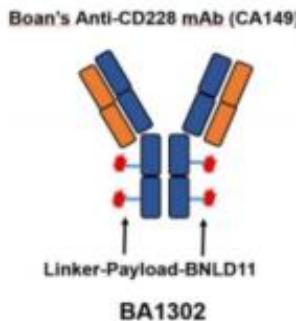
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

博安生物：潜在FIC黑马，抗体+ADC平台前途可期

盈利的三家小biotech之一，现金流+平台输出fic，双抗ADC+TCE布局一线实体瘤大适应症，主要催化25年中-Q3陆续开启，早期临床进展后可增加估值，今年主要BD预期CD228 ADC，肺鳞癌、胰腺癌FDA ODD认定。临床前自免双抗9月FDA IND值得期待。biosimilar主业盈利23H2已转正，全人源抗体平台+双抗ADC平台每年3-4款IND。

BA1302分子结构



公司临床前管线



靶点及作用机制

BA1304 是一种 EGFR/B7H3 双特异性抗体-药物偶联物，“1+1”结构设计，减少单靶结合效率，降低潜在的毒性风险；双靶协同结合，增强内吞活性，协同阻断信号通路；糖定点偶联，保留抗体ADCC活性，增强对肿瘤细胞的杀伤效果。

适应症

实体瘤



靶点及作用机制

PR201具有免疫抑制和免疫激动协同作用的机制，PD-1抗体阻断PD-1/PD-L1信号通路，并能特异将IL-2导向肿瘤组织，IL-2进行遮蔽和肿瘤特异性激活设计，降低潜在的系统毒性风险；特异性激活肿瘤中的T细胞，增加对“冷肿瘤”的抗肿瘤效果。

适应症

对PD-1低应答或无应答的肿瘤



靶点及作用机制

PR203是一种双特异性抗体，可同时靶向TL1A和IL23，并阻断Th17和Th1炎症通路。

适应症

炎症性肠道(IBD) 及其它自身免疫性疾病

进度和计划

博安生物：潜在FIC黑马，抗体+ADC平台前途可期

我们预计 2025-2027 年博安生物营业收入分别为 8.57 亿元、9.49 亿元、12.85 亿元，同比增长分别为 18%、11%、35%；预计2025-2027年归母净利润为 1.10 亿元、1.09 亿元、1.90 亿元，同比增长分别为50%、-1%、74%，对应估值分别为 89X、89X、51X 。我们看好公司生物制药平台全链条能力，FIC 创新管线的大市场潜力。维持“买入”评级。



● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 726 | 857 | 949 | 1285 |
| 收入同比 (%) | 18% | 18% | 11% | 35% |
| 归属母公司净利润 | 73 | 110 | 109 | 190 |
| 净利润同比 (%) | 161% | 50% | -1% | 74% |
| 毛利率 (%) | 74.71% | 75.50% | 74.00% | 75.10% |
| ROE (%) | 4.45% | 6.28% | 5.87% | 9.25% |
| 每股收益 (元) | 0.14 | 0.18 | 0.18 | 0.31 |
| P/E | 66.64 | 88.85 | 89.44 | 51.48 |
| P/B | 3.04 | 5.58 | 5.25 | 4.76 |
| EV/EBITDA | 30.66 | 41.46 | 40.96 | 30.22 |

资料来源：Wind，华安证券研究所

资料来源：Wind、华安证券研究所，摘自《【华安医药】博安生物（6955.HK）首次覆盖报告：生物类似药稳健出海，步入创新抗体新纪元》2025-8-28

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

康哲药业：产研销综合能力，海内外平台布局，创新价值亟待重估

- 创新药连年上市，5款产品陆续贡献收入近年公司加大自研创新力度，2023年以来已推动益路取（首款IL-23单抗）、维图可（首款地西洋鼻喷）等5款创新药上市，同时已布局30余款创新产品，包含10余款自主研发全球权益的创新药。公司合作Incyte获得FDA批准的首家且唯一的白癜风复色产品芦可替尼乳膏，其NDA上市申请已获CDE受理；
- VEGFA+ANG2四价双特异性抗体，拟用于新生血管性年龄相关黄斑变性，中国2期临床；CMS-D001（高选择性TYK2抑制剂）拟用于银屑病、AD适应症，即将开展1期临床；CMS-D005（GLP-1R/GCGR双激动剂）拟用于肥胖/超重及代谢相关脂肪性肝炎、T2DM等，正在筹备1期临床。自研新增4款合作开发创新产品，Povorcitinib（JAK1抑制剂）、ABP-671（URAT1抑制剂）、ZUNVEYL和MG-K10（长效IL-4Ra）；
- 东南亚业务一体化架构，产业内强强联合公司扎根本土，积极向海外拓展，近年来通过与康龙化成、君实生物等产业同仁以及君联资本等经验深厚的资方在东南亚合作，构建了“产品引进、开发、生产、制剂CDMO、商业化”为一体的系统化、平台化业务运营架构，在具有潜力的东南亚新兴市场建立桥头堡。

| | | 公司皮肤健康产品覆盖 | | | | | | | | | |
|----|----------|------------|----------|--------------|-----|------|--------------|--------------|--------------|------|-------------|
| | | 银屑病 | 特应性皮炎 | 白癜风 | 静脉炎 | 静脉曲张 | 结节性痒疹 | 化脓性汗腺炎 | 自发性荨麻疹 | 痤疮丘疹 | |
| 治疗 | 局部外用制剂 | | 磷酸芦可替尼乳膏 | 磷酸芦可替尼乳膏 | 喜辽妥 | | | | | | |
| | 口服小分子靶向药 | CMS-D001 | CMS-D001 | povorcitinib | | | povorcitinib | povorcitinib | povorcitinib | | |
| | 注射用生物制剂 | 益路取 | MG-K10 | | | | MG-K10 | | | | |
| | 局部注射液 | | | | | 安索喜 | | | | | |
| 护理 | 皮肤学级护肤品 | | 禾零舒缓产品系列 | | | | | | | | 喜辽妥®壬二酸产品系列 |

■ 在售 ■ 在研

资料来源：公司官网，华安证券研究所

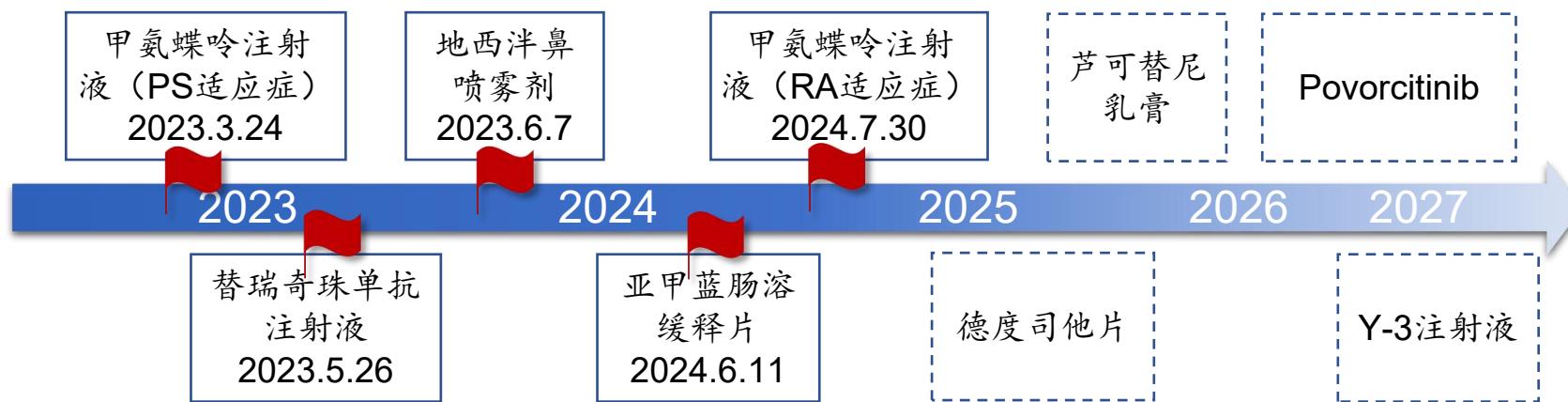
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

康哲药业：产研销综合能力，海内外平台布局，创新价值亟待重估

- 截至2024年8月，公司已布局30款创新产品，且以全球首创（FIC）、同类最优（BIC）为主，覆盖包含心脑血管、中枢神经、消化、眼科、皮肤医美等多专科疾病领域。创新产品中，其中5款已于中国获批上市，1款处于中国上市审评中，还有超过10个正在进行的临床研究。

公司近年获批新产品时间线



资料来源：Wind、华安证券研究所

康哲药业：产研销综合能力，海内外平台布局，创新价值亟待重估

我们预计 2025-2027 年康哲药业营业收入分别为 83.20/94.54/110.43 亿元，同比增长分别为 11%/14%/17%；预计 2025-2027 年归母净利润为 16.28/18.92/22.52 亿元，同比增长分别为 0%/16%/19%，对应估值分别为 20X/17X/15X。我们看好公司作为老牌商业化 pharma 长期稳固的商业化平台，创新产品集中上市后业绩修复有望带来价值重估，海外东南亚业务多年积累即将收获。维持“买入”评级。



| 主要财务指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 单位:百万元 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 7469 | 8320 | 9454 | 11043 | |
| 收入同比 (%) | -7% | 11% | 14% | 17% | |
| 归属母公司净利润 | 1620 | 1628 | 1892 | 2252 | |
| 净利润同比 (%) | -33% | 0% | 16% | 19% | |
| 毛利率 (%) | 72.60% | 73.00% | 74.00% | 74.50% | |
| ROE (%) | 9.93% | 9.07% | 9.54% | 10.20% | |
| 每股收益 (元) | 0.67 | 0.67 | 0.78 | 0.92 | |
| P/E | 11.31 | 20.14 | 17.33 | 14.56 | |
| P/B | 1.13 | 1.83 | 1.65 | 1.48 | |
| EV/EBITDA | 6.73 | 14.31 | 12.07 | 9.91 | |

资料来源：Wind，华安证券研究所

资料来源：Wind、华安证券研究所，摘自《【华安医药】公司点评康哲药业（0867.HK）：蛰伏两年
利润企稳转正，静待下半年密集催化》2025-8-24

敬请参阅末页重要声明及评级说明



华安研究• 拓展投资价值

亿帆医药：亿立舒销售继续高速增长，IL-15双融合蛋白IND

我们预计，公司 2025~2027 年收入分别 58.4/64.4/70.3 亿元，分别同比增长 13.1%/10.3%/9.2%，归母净利润分别为 6.0/7.1/8.4 亿元，分别同比增长 55.1%/18.0%/18.3%，对应 PE 为 27X/23X/19X。看好公司创新药的全球化发展、多个独家品种的市场优势。维持“买入”评级。



● 重要财务指标 单位:百万元

| 主要财务指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 5160 | 5836 | 6439 | 7029 |
| 收入同比 (%) | 26.8% | 13.1% | 10.3% | 9.2% |
| 归属母公司净利润 | 386 | 599 | 706 | 835 |
| 净利润同比 (%) | 170.0% | 55.1% | 18.0% | 18.3% |
| 毛利率 (%) | 47.4% | 47.2% | 46.9% | 47.8% |
| ROE (%) | 4.5% | 6.8% | 7.8% | 8.9% |
| 每股收益 (元) | 0.32 | 0.49 | 0.58 | 0.69 |
| P/E | 33.50 | 26.76 | 22.68 | 19.17 |
| P/B | 1.53 | 1.82 | 1.77 | 1.71 |
| EV/EBITDA | 16.83 | 14.29 | 12.86 | 11.12 |

资料来源：Wind，华安证券研究所

资料来源：Wind，华安证券研究所，摘自《【华安医药】公司点评亿帆医药（002019.SZ）：亿立舒
敬请参阅末页重要声明及评级说明

销售继续高速增长，IL-15双融合蛋白IND》2025-11-1

华安证券研究所

艾迪药业：HIV全病程覆盖，长效预防针剂即将IND

□ HIV国产独家领先地位，多靶点多剂型布局

公司HIV领域布局完善，已上市的艾诺韦林片ACC007及改良品种艾诺米替ACC008（三联单片复方制剂）是国产首款抗HIV创新药，ACC008的组合方案及药物选择符合国际趋势，HIV患者每天仅需服用1片，无需再服用其它抗艾滋病药物，有助于减轻患者服药负担，临床三期头对头数据显示，相较吉利德的三合一产品捷夫康，公司产品抗病毒率相当（98% vs 98%）而在心血管方面具有稳定血脂、不引起肥胖的优势。公司HIV产品组合已覆盖国内1500家公立医院及DTP药房。公司在研管线聚焦HIV领域，自研整合酶抑制剂ACC017正在进行1/2期临床，入组顺利；自研长效针剂ACC027有望即将申报IND，公司管线增厚，解决HIV潜在耐药问题，覆盖不同患者用药需求。

□ 人源蛋白原料业务向制剂升级，获得更大市场有望增利

公司在研发上延伸人源蛋白产业链，向下游制剂品种拓展，围绕抗炎及脑卒中领域打造人源蛋白研发管线。公司控股南大药业拥有尿激酶品种的核心技术及产能，南大药业尿激酶市占率50%，公司进行制剂升级有望扩大适应症，从原料商向尿激酶制剂公司转变，有望孵化10亿级别产品。



资料来源：公司官网，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

艾迪药业：HIV全病程覆盖，长效预防针剂即将IND

我们看好核心产品的市场稀缺性，以及公司在艾滋病领域全面的产品布局。预计公司2025~2027年收入分别为7.5/9.8/12.9亿元，分别同比增长79.1%/30.4%/32.4%，归母净利润分别为0.1/1.1/2.7亿元，分别同比扭亏为盈/+1045.2%/+144.4%，对应估值为644X/56X/23X。维持“买入”评级。



| ● 重要财务指标 | | 单位:百万元 | | | |
|-----------|--|--------|--------|---------|--------|
| 主要财务指标 | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 营业收入 | | 418 | 748 | 976 | 1292 |
| 收入同比 (%) | | 1.6% | 79.1% | 30.4% | 32.4% |
| 归属母公司净利润 | | -141 | 10 | 112 | 273 |
| 净利润同比 (%) | | -85.6% | — | 1045.2% | 144.4% |
| 毛利率 (%) | | 54.9% | 60.7% | 65.5% | 70.3% |
| ROE (%) | | -14.4% | 1.0% | 10.1% | 19.9% |
| 每股收益 (元) | | -0.34 | 0.02 | 0.27 | 0.65 |
| P/E | | — | 644.21 | 56.25 | 23.01 |
| P/B | | 3.37 | 6.35 | 5.70 | 4.57 |
| EV/EBITDA | | -41.40 | 81.35 | 31.17 | 15.63 |

资料来源：Wind, 华安证券研究所

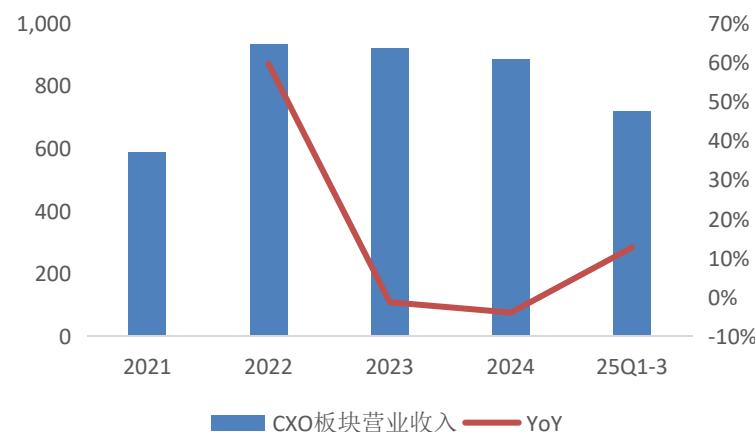
目 录

1. 业绩总结：整体业绩较24年同期略微承压
2. 创新药：药品行业25Q1整体承压，二三季度逐步恢复
3. 创新产业链：行业需求回暖，业绩已显著改善
4. 医疗器械：关注具备全球竞争力的成长型公司
5. 风险提示

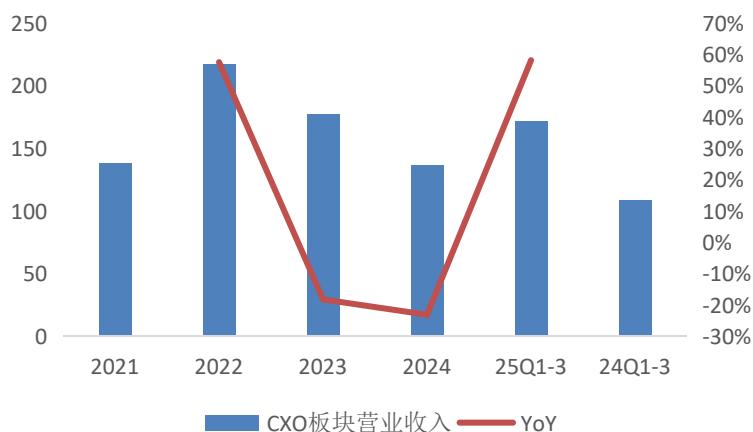
行业需求回暖，业绩已显著改善

- 我们以21家CXO公司为例（具体样本公司见下页），2025Q1-3年板块整体实现营业收入717.60亿元，同比上涨13%；归母净利润171.35亿元，同比上涨58%。表观增速已有所恢复，随着全球生物医药投融资的逐步恢复，多数CXO公司订单已出现较为强劲的恢复。充裕的订单也为CXO公司后续几年的稳健增长提供坚实基础。同时，随着产能利用率的陆续提升，利润率也有望进一步提升。

CXO板块公司收入表现（亿元）



CXO板块公司利润表现（亿元）



资料来源：iFind，华安证券研究所

行业需求回暖，业绩已显著改善

- 具体细分板块来看，以CDMO业务为主的公司收入相较于24前三季度整体已有所改善；以临床CRO业务为主的公司收入整体处于持平或弱增长；临床前CRO公司表现有所差异，如昭衍新药等因订单交付周期等短期业绩仍有压力，如美迪西等收入端已实现正增长。

CXO公司业绩增速情况

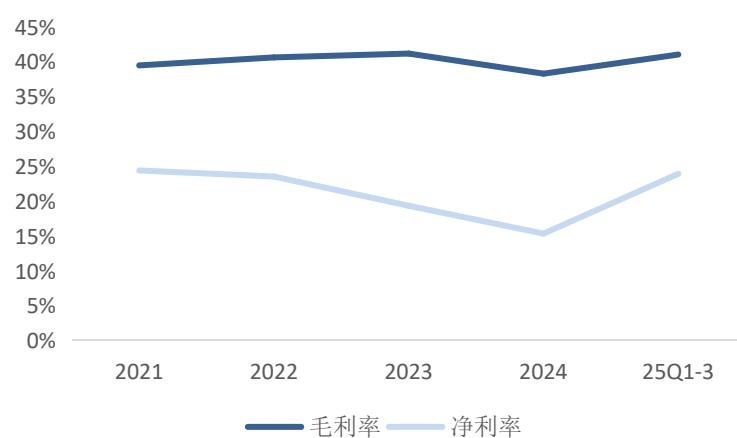
| | | 营业收入同比增速 | | | | | 归母净利润单季度同比增速 | | | | |
|-----------|------|----------|------|------|--------|----------|--------------|-------|-------|--------|----------|
| | | 2022 | 2023 | 2024 | 25Q1-3 | 25Q1-3方向 | 2022 | 2023 | 2024 | 25Q1-3 | 25Q1-3方向 |
| 603259.SH | 药明康德 | 72% | 3% | -3% | 19% | ↑ | 73% | 9% | -2% | 85% | ↑ |
| 300759.SZ | 康龙化成 | 38% | 12% | 6% | 14% | ↑ | -17% | 16% | 12% | -20% | ↓ |
| 002821.SZ | 凯莱英 | 121% | -24% | -26% | 12% | ↑ | 209% | -31% | -58% | 13% | ↑ |
| 300347.SZ | 泰格医药 | 36% | 4% | -11% | -1% | ↓ | -30% | 1% | -80% | 25% | ↑ |
| 603456.SH | 九洲药业 | 34% | 1% | -7% | 5% | ↑ | 45% | 12% | -41% | 19% | ↑ |
| 300363.SZ | 博腾股份 | 127% | -48% | -18% | 20% | ↑ | 283% | -87% | -208% | -139% | ↓ |
| 688202.SH | 美迪西 | 42% | -18% | -24% | 5% | ↑ | 20% | -110% | 896% | -77% | ↓ |
| 688131.SH | 皓元医药 | 40% | 38% | 21% | 27% | ↑ | 1% | -34% | 58% | 65% | ↑ |
| 300725.SZ | 药石科技 | 33% | 8% | -2% | 26% | ↑ | -35% | -37% | 11% | -14% | ↓ |
| 603127.SH | 昭衍新药 | 50% | 5% | -15% | -26% | ↓ | 93% | -63% | -81% | -215% | ↓ |
| 300149.SZ | 睿智医药 | -22% | -14% | -15% | 14% | ↑ | -190% | -353% | -75% | -111% | ↓ |
| 688621.SH | 阳光诺和 | 37% | 38% | 16% | -7% | ↓ | 48% | 18% | -4% | -21% | ↓ |
| 688076.SH | 诺泰生物 | 1% | 59% | 57% | 22% | ↑ | 12% | 26% | 148% | 27% | ↑ |
| 301333.SZ | 诺思格 | 5% | 13% | 3% | 8% | ↑ | 14% | 43% | -14% | 13% | ↑ |
| 301096.SZ | 百诚医药 | 62% | 68% | -21% | -29% | ↓ | 75% | 40% | -119% | -96% | ↓ |
| 301257.SZ | 普蕊斯 | 17% | 30% | 6% | 3% | ↑ | 25% | 86% | -21% | 21% | ↑ |
| 300404.SZ | 博济医药 | 31% | 31% | 33% | 5% | ↑ | -29% | -12% | 18% | -49% | ↓ |
| 688222.SH | 成都先导 | 6% | 13% | 15% | 24% | ↑ | -60% | 61% | 26% | 208% | ↑ |
| 688238.SH | 和元生物 | 14% | -30% | 21% | -2% | ↓ | -28% | -428% | 152% | -15% | ↓ |
| 688117.SH | 圣诺生物 | 2% | 10% | 5% | 54% | ↑ | 5% | 9% | -29% | 123% | ↑ |
| 688710.SH | 益诺思 | 48% | 20% | 10% | -35% | ↓ | 56% | 44% | -24% | -111% | ↓ |

资料来源：iFind，华安证券研究所

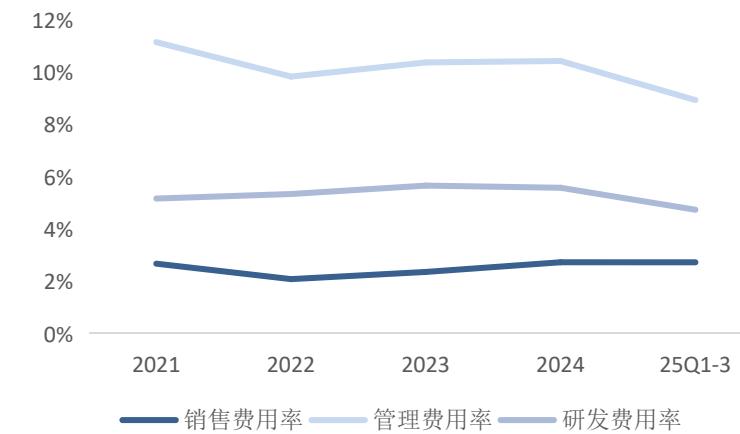
利润端已逐步修复，期待进一步提升

- 整体看，2025年CXO板块公司毛利率与净利率水平已有所恢复。我们认为由多方面因素共同影响：1) 下游客户需求端有所恢复，订单价格压力有所缓解。2) 部分公司产能利用率持续提升。3) 过去几年许多公司采取降本增效措施，成本结构的优化具有持续性。

CXO板块盈利水平情况



CXO板块期间费用率情况



资料来源：iFind，华安证券研究所

利润端已逐步修复，期待进一步提升

- 具体看，较多公司毛利率与净利率较24年底已有所改善，其中多以CDMO为主。一方面得益于行业景气度有所恢复，订单价格压力有所缓解；另一方面随着公司降本增效的进行，费用端进行把控，盈利水平得以进一步优化。

CXO公司毛利率与净利率情况

| | | 毛利率(%) | | | | | | 净利率(%) | | | | | |
|-----------|------|--------|-------|-------|--------|--------|------|--------|-------|--------|---------|--------|------|
| | | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 25Q1-3 | 环比方向 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 25Q1-3 | 环比方向 |
| 603259.SH | 药明康德 | 36.29 | 37.30 | 41.18 | 41.48 | 46.62 | ↑ | 22.43 | 22.62 | 24.05 | 24.38 | 37.15 | ↑ |
| 2269.HK | 药明生物 | 46.93 | 44.04 | 40.08 | 40.97 | / | / | 34.10 | 29.80 | 20.96 | 21.13 | / | / |
| 2268.HK | 药明合联 | 36.48 | 26.36 | 26.35 | 30.60 | / | / | 17.65 | 15.72 | 13.35 | 26.40 | / | / |
| 300759.SZ | 康龙化成 | 35.99 | 36.71 | 35.75 | 34.24 | 34.22 | | 21.76 | 13.17 | 13.71 | 13.96 | 10.57 | |
| 002821.SZ | 凯莱英 | 44.33 | 47.37 | 51.16 | 42.36 | 42.44 | ↑ | 23.05 | 32.13 | 28.76 | 16.12 | 17.12 | ↑ |
| 300347.SZ | 泰格医药 | 43.55 | 39.64 | 38.58 | 33.95 | 29.16 | | 65.06 | 32.06 | 29.12 | 6.78 | 21.72 | ↑ |
| 603456.SH | 九洲药业 | 33.33 | 34.66 | 37.66 | 33.78 | 37.55 | ↑ | 15.61 | 16.91 | 18.67 | 11.76 | 17.99 | ↑ |
| 300363.SZ | 博腾股份 | 41.36 | 51.96 | 40.69 | 24.59 | 28.86 | ↑ | 15.32 | 27.53 | 4.79 | -12.15 | 0.96 | ↑ |
| 688202.SH | 美迪西 | 45.34 | 40.79 | 23.77 | 6.31 | 20.35 | ↑ | 24.39 | 20.39 | -2.43 | -31.88 | -3.52 | ↑ |
| 688131.SH | 皓元医药 | 54.12 | 51.44 | 45.17 | 47.97 | 49.74 | ↑ | 19.66 | 14.11 | 6.72 | 8.72 | 11.25 | ↑ |
| 300725.SZ | 药石科技 | 48.13 | 45.48 | 42.52 | 38.06 | 30.95 | | 41.92 | 20.44 | 11.44 | 13.00 | 7.99 | |
| 603127.SH | 昭衍新药 | 48.73 | 47.90 | 42.62 | 28.43 | 21.55 | | 36.69 | 47.32 | 16.48 | 3.46 | 8.19 | ↑ |
| 300149.SZ | 睿智医药 | 31.69 | 25.42 | 25.94 | 21.80 | 27.55 | ↑ | -23.78 | 27.32 | -80.55 | -23.35 | 0.88 | ↑ |
| 688621.SH | 阳光诺和 | 53.41 | 55.49 | 56.68 | 50.18 | 50.75 | ↑ | 22.04 | 23.36 | 19.62 | 15.67 | 19.20 | ↑ |
| 688076.SH | 诺泰生物 | 55.76 | 57.57 | 60.97 | 67.68 | 68.46 | ↑ | 16.90 | 18.85 | 16.01 | 24.61 | 29.22 | ↑ |
| 301333.SZ | 诺思格 | 38.32 | 36.85 | 39.79 | 37.09 | 35.61 | | 16.49 | 17.93 | 22.58 | 19.06 | 15.94 | |
| 301096.SZ | 百诚医药 | 67.26 | 67.37 | 65.53 | 51.98 | 48.98 | | 29.65 | 31.95 | 26.74 | -6.60 | 1.20 | ↑ |
| 301257.SZ | 普蕊斯 | 26.08 | 27.29 | 30.41 | 24.38 | 25.58 | ↑ | 11.49 | 12.35 | 17.73 | 13.24 | 14.35 | ↑ |
| 300404.SZ | 博济医药 | 43.22 | 37.93 | 33.34 | 30.38 | 28.83 | | 13.42 | 6.92 | 4.89 | 4.13 | 4.08 | |
| 688222.SH | 成都先导 | 47.02 | 47.67 | 49.25 | 51.86 | 54.85 | ↑ | 20.38 | 7.73 | 11.00 | 11.69 | 24.81 | ↑ |
| 688238.SH | 和元生物 | 51.34 | 44.41 | -6.55 | -37.81 | -16.75 | ↑ | 21.28 | 13.40 | -62.41 | -129.83 | -89.83 | ↑ |
| 688117.SH | 圣诺生物 | 71.97 | 65.47 | 63.76 | 57.97 | 56.67 | | 15.85 | 16.30 | 16.17 | 10.93 | 24.41 | ↑ |
| 301230.SZ | 泓博医药 | 38.69 | 36.87 | 30.88 | 23.86 | 28.05 | ↑ | 16.42 | 14.03 | 7.68 | 3.14 | 6.76 | ↑ |
| 688710.SH | 益诺思 | 38.38 | 40.25 | 43.62 | 33.62 | 28.34 | | 14.53 | 13.69 | 17.48 | 11.96 | 0.81 | |

资料来源：iFind，华安证券研究所

底部已过，合同负债持续回升

- 合同负债2024年与25前三季度整体略有回升。2024年CXO板块公司整体合同负债达68.55亿元，相较于2024年底上涨3.28%。25Q1-3整体合同负债81.31亿元，同比增长11%。
- 其中，合同负债体量较大的有药明康德（29.86亿）、泰格医药（7.90亿）、昭衍新药（9.72亿）。
- 增速较快的有成都先导（+86%）、药石科技（+66%）、博济医药（+39%）。



资料来源：iFind，华安证券研究所

| CXO公司合同负债（亿元） | | | | | | |
|---------------|------|-------|-------|-------|-------|--------|
| | | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 25Q1-3 |
| 603259.SH | 药明康德 | 29.86 | 24.97 | 19.55 | 22.51 | 29.86 |
| 300759.SZ | 康龙化成 | 6.80 | 8.32 | 7.41 | 8.35 | 6.80 |
| 002821.SZ | 凯莱英 | 1.31 | 2.77 | 2.21 | 2.70 | 1.31 |
| 300347.SZ | 泰格医药 | 7.90 | 9.40 | 6.80 | 7.91 | 7.90 |
| 603456.SH | 九洲药业 | 0.50 | 0.83 | 0.75 | 0.70 | 0.50 |
| 300363.SZ | 博腾股份 | 0.64 | 0.74 | 0.58 | 1.01 | 0.64 |
| 688202.SH | 美迪西 | 1.52 | 0.86 | 0.63 | 0.65 | 1.52 |
| 688131.SH | 皓元医药 | 0.23 | 0.59 | 0.65 | 0.71 | 0.23 |
| 300725.SZ | 药石科技 | 0.28 | 0.39 | 0.33 | 0.56 | 0.28 |
| 603127.SH | 昭衍新药 | 9.72 | 12.95 | 11.52 | 8.27 | 9.72 |
| 300149.SZ | 睿智医药 | 0.55 | 0.74 | 0.73 | 0.39 | 0.55 |
| 688621.SH | 阳光诺和 | 2.00 | 2.06 | 2.21 | 3.21 | 2.00 |
| 688076.SH | 诺泰生物 | 0.26 | 0.07 | 0.08 | 0.61 | 0.26 |
| 301333.SZ | 诺思格 | 1.51 | 1.83 | 2.00 | 2.35 | 1.51 |
| 301096.SZ | 百诚医药 | 0.71 | 0.63 | 0.74 | 1.12 | 0.71 |
| 301257.SZ | 普蕊斯 | 0.92 | 1.15 | 1.58 | 1.32 | 0.92 |
| 300404.SZ | 博济医药 | 1.53 | 1.60 | 1.74 | 1.93 | 1.53 |
| 688222.SH | 成都先导 | 0.25 | 0.18 | 0.31 | 0.17 | 0.25 |
| 688238.SH | 和元生物 | 0.38 | 0.20 | 0.35 | 0.30 | 0.38 |
| 688117.SH | 圣诺生物 | 0.15 | 0.18 | 0.10 | 0.27 | 0.15 |
| 688710.SH | 益诺思 | 5.34 | 7.22 | 6.07 | 3.47 | 5.34 |

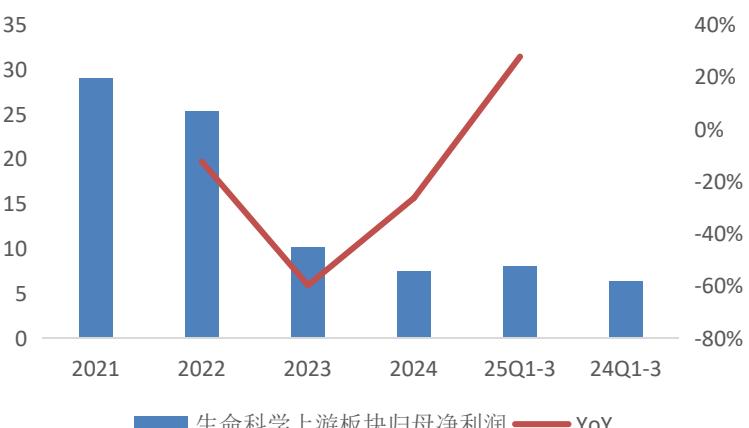
需求端回暖，生命科学上游企业最先受益

- 下游客户需求端回暖，生命科学上游企业订单、业绩已出现改善。2025Q1-3年板块整体实现营业收入109.2亿元，同比上涨7%；归母净利润8.0亿元，同比上涨27%。利润端恢复更为显著。

生命科学上游公司收入表现（亿元）



生命科学上游公司利润表现（亿元）



资料来源：iFind，华安证券研究所

行业需求回暖，业绩已显著改善

- 生命科学上游多数公司业绩端已出现改善，同时部分公司利润端修复更为显著，如纳微科技、奥浦迈、皓元医药等，利润端改善显著优于收入端。

生命科学上游公司业绩增速情况

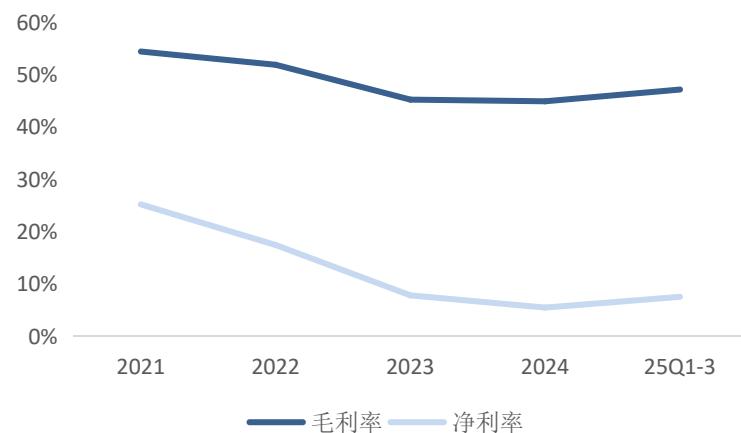
| | | 营业收入同比增速 | | | | | 归母净利润单季度同比增速 | | | | |
|-----------|------|----------|------|------|--------|----------|--------------|-------|------|--------|----------|
| | | 2022 | 2023 | 2024 | 25Q1-3 | 25Q1-3方向 | 2022 | 2023 | 2024 | 25Q1-3 | 25Q1-3方向 |
| 688426.SH | 康为世纪 | 54% | -67% | -27% | 42% | ↑ | 27% | -153% | 52% | 20% | ↑ |
| 301047.SZ | 义翘神州 | -40% | 12% | -5% | 10% | ↑ | -58% | -14% | -53% | 11% | ↑ |
| 688105.SH | 诺唯赞 | 91% | -64% | 7% | -3% | ↓ | -12% | -112% | 137% | -64% | ↓ |
| 688137.SH | 近岸蛋白 | -23% | -42% | -17% | 21% | ↑ | -39% | -86% | 47% | -58% | ↓ |
| 688073.SH | 毕得医药 | 38% | 31% | 1% | 21% | ↑ | 50% | -25% | 7% | 43% | ↑ |
| 301166.SZ | 优宁维 | 8% | 3% | -9% | -6% | ↓ | -2% | -62% | -75% | -207% | ↓ |
| 688315.SH | 诺禾致源 | 3% | 4% | 5% | 4% | ↑ | -21% | 0% | 11% | -16% | ↓ |
| 688133.SH | 泰坦科技 | 20% | 6% | 4% | -13% | ↓ | -13% | -42% | -82% | 15% | ↑ |
| 688046.SH | 药康生物 | 31% | 20% | 10% | 13% | ↑ | 32% | -3% | -31% | 12% | ↑ |
| 688179.SH | 阿拉丁 | 31% | 7% | 32% | 18% | ↑ | 3% | -7% | 15% | -20% | ↓ |
| 688131.SH | 皓元医药 | 40% | 38% | 21% | 27% | ↑ | 1% | -34% | 58% | 65% | ↑ |
| 688293.SH | 奥浦迈 | 38% | -17% | 22% | 26% | ↑ | 74% | -49% | -61% | 81% | ↑ |
| 688690.SH | 纳微科技 | 58% | -17% | 33% | 22% | ↑ | 46% | -75% | 21% | 157% | ↑ |

资料来源：iFind，华安证券研究所

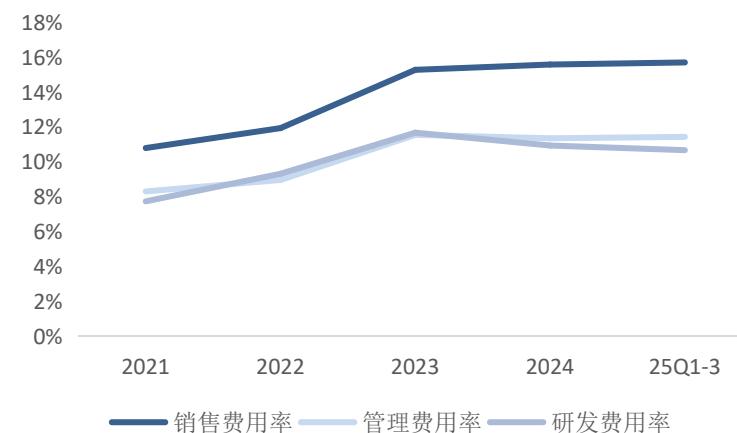
利润端已逐步修复，期待进一步提升

- 整体看，生命科学上游板块整体盈利水平持续恢复。我们认为由多方面因素共同影响：1) 下游客户需求端有所恢复，订单价格压力有所缓解。2) 过去几年许多公司采取降本增效措施，成本结构的优化具有持续性。同时销售费用、管理费用端已度过密集投入期。

生命科学上游板块盈利水平情况



生命科学上游板块期间费用率情况



资料来源：iFind，华安证券研究所

利润端已逐步修复，期待进一步提升

- 生命科学上游多数公司盈利水平相较于24年底持续提升，但整体和近几年高位水平仍有距离，预计随着下游客户需求端的持续回暖，毛利率与净利率水平仍有进一步提升空间。

生命科学上游公司毛利率情况

| | | 毛利率 | | | | | 净利率 | | | | |
|-----------|------|-------|-------|-------|--------|------|-------|--------|---------|--------|----------|
| | | 2022 | 2023 | 2024 | 25Q1-3 | 环比方向 | 2022 | 2023 | 2024 | 25Q1-3 | 25Q1-3方向 |
| 688426.SH | 康为世纪 | 69.91 | 64.62 | 55.93 | 49.78 | ↓ | 32.70 | -48.88 | -128.20 | -55.95 | ↑ |
| 301047.SZ | 义翘神州 | 85.03 | 82.06 | 73.29 | 73.95 | ↑ | 52.76 | 40.24 | 19.87 | 21.54 | ↑ |
| 688105.SH | 诺唯赞 | 68.88 | 71.03 | 69.93 | 69.56 | ↓ | 16.63 | -5.67 | -1.42 | 0.39 | ↑ |
| 688137.SH | 近岸蛋白 | 86.32 | 75.67 | 62.38 | 64.84 | ↑ | 34.18 | 8.38 | -42.66 | -25.80 | ↑ |
| 688073.SH | 毕得医药 | 44.38 | 40.00 | 41.33 | 44.45 | ↑ | 17.51 | 9.93 | 10.66 | 12.23 | ↑ |
| 301166.SZ | 优宁维 | 22.31 | 19.62 | 18.06 | 18.61 | ↑ | 8.91 | 3.29 | 0.91 | -1.94 | ↓ |
| 688315.SH | 诺禾致源 | 44.28 | 42.73 | 43.74 | 41.86 | ↓ | 9.43 | 9.15 | 9.65 | 7.31 | ↓ |
| 688133.SH | 泰坦科技 | 22.03 | 21.16 | 20.15 | 22.15 | ↑ | 5.05 | 2.72 | 0.27 | 0.15 | ↓ |
| 688046.SH | 药康生物 | 71.38 | 67.61 | 61.99 | 64.02 | ↑ | 31.87 | 25.54 | 15.99 | 19.09 | ↑ |
| 688179.SH | 阿拉丁 | 58.65 | 60.20 | 63.56 | 63.02 | ↓ | 24.42 | 21.30 | 21.69 | 17.38 | ↓ |
| 688131.SH | 皓元医药 | 51.44 | 45.17 | 47.97 | 49.74 | ↑ | 14.11 | 6.72 | 8.72 | 11.25 | ↑ |
| 688293.SH | 奥浦迈 | 63.97 | 58.85 | 53.03 | 54.57 | ↑ | 35.80 | 21.91 | 6.81 | 18.07 | ↑ |
| 688690.SH | 纳微科技 | 78.62 | 78.07 | 70.22 | 72.16 | ↑ | 39.22 | 9.95 | 10.60 | 16.75 | ↑ |

资料来源：iFind，华安证券研究所

CXO投资策略，预期拐点已至，待业绩拐点

- CXO行业内生动能的本质驱动是终端需求，随着产能与需求的动态协调推动周期变化。近两年行业需求仍有待修复，产能相对过剩，供需矛盾依旧存在，从周期角度看仍处于拐点待向上阶段。展望2025年及后续几年，1) 需求端随着全球步入降息周期，已逐步复苏，业绩端陆续兑现；2) 供给端因部分头部企业放缓扩产进程，中小企业部分关停，产能持续去化，行业整体趋向动态平衡发展；3) 业绩端，2025年部分企业大订单高基数影响已基本消化出清，CXO行业将进入平稳增长阶段。
- 外部宏观环境有所缓解。2025年初以来，总统备忘录、加征关税等消息对市场情绪影响较大，看后续地缘政治虽仍存在较多变数，但供应链的转移非一朝一夕能够落地的。目前看出海CXO仍然是增长确定性更强的，同时部分企业已积极采取措施以规避风险，如剥离美国受限业务，以欧洲、东南亚作为国际化产能新方向等。
- 关注内需修复及行业出清后集中度提升。国内创新药支持政策频出，行业需求已逐步回暖，CRO 行业订单量有所增加，价格压力有所缓解已企稳，部分高端客户价格有回升趋势。根据动脉网，1-11月国内医疗健康领域融资金额合计82.51亿美元，同比增长21.1%。同时国内CXO企业经历几年需求遇冷、价格竞争，倒逼企业降本增效，成本结构的改善具有持续性，部分企业部署AI已初见成效，企业利润率水平有望逐步回升。

全球医疗健康投融资企稳，国内有所改善

- 根据动脉橙，2024年全球医疗健康领域累计融资582亿美元，相较于2023年同比改善1%。2025年全球投融资保持稳定，2025年11月融资金额36.51亿美元，同比增长26.5%。
- 国内整体有所改善。2024年发生投融资73亿美元，同比下降33%，25年国内投融资有所回暖，11月国内医疗健康领域一级市场融资合计8.22亿美元，同比增长61%。1-11月国内医疗健康领域融资金额合计82.51亿美元，同比增长21.1%。

医疗健康领域投融资情况（亿美元，%）



资料来源：动脉网，华安证券研究所

海外CXO企业业绩指引梳理

➤ 海外CXO业绩向好，多上调全年业绩指引。

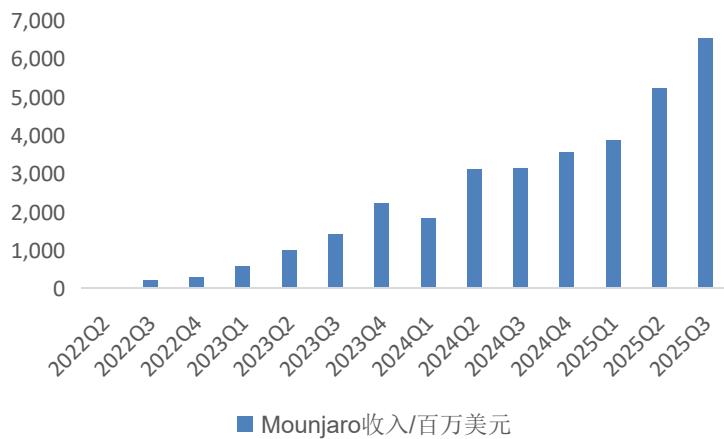
| 类型 | 公司 | 关键指标 | 2025FY业绩指引 | | | | 趋势 |
|-------------|---------|--------------------------|------------------------------|--------------------------------|----------------------------|-----------------|-------|
| | | | 2024年报所示 | 2025Q1所修改 | 25中报所修改 | 25Q3所修改 | |
| 药物发现及临床前CRO | CRL | 收入增速 | (7.0%)-(4.5)% | (5.5%)-(3.5)% | (2.5%)-(0.5)% | (1.5%)-(0.5)% | ↑↑ |
| | | GAAP EPS/\$ | \$4.30-\$4.80 | \$4.35-\$4.85 | \$4.25-\$4.65 | \$4.15 - \$4.35 | ↑ |
| CDMO | Lonza | CER sales growth | approaching 20% | / | 20-21% | / | ↑ |
| | | CORE EBITDA margin | approaching 30% | / | 30-31% | / | ↑ |
| 临床CRO | IQVIA | 收入/\$M (增速) | 15725-16125 (2%-5%) | 16,000-16,400 (4%-6%) | 16,100-16,300 | 16150-16250 | ↑收窄收窄 |
| | | Adjusted EBITDA/\$M (增速) | 3765-3885 (20%) | 3,765-3,885 (20%) | 3750-3825 | 3775-3800 | -↓收窄 |
| | | Adjusted EPS/\$ (增速) | 11.7-12.1 (5%-9%) | 11.7-12.1 (5%-9%) | 11.75-12.05 | 11.85-11.95 | 持平收窄 |
| | MEDPACE | 收入/\$M (增速) | 2110-2210 (0.0%-4.8%) | 2140-2240 (1.5%-6.2%) | 2420-2520 (14.7%-19.5%) | 17.6%-20% | ↑↑ |
| | | EBITDA/\$M (增速) | 462-492 ((3.8%)-2.5%) | 462-492 ((3.8%)-2.5%) | 515-545 (7.3%-13.5%) | 13.5% - 15.6% | 持平↑↑ |
| | | Net Income/\$M (增速) | 378-402 ((6.5%) - (0.6%)) | 378-402 ((6.5%) - (0.6%)) | 405-428 (0.2%-5.8%) | 6.6%-8.6% | 持平↑ |
| | ICON | 收入/\$M (增速) | 8050-8650 ((2.8%)- 4.4%) | 7,750-8,150 ((6.4%)-(1.6%)) | 7850-8150 | 8050-8100 | ↓↑ |
| | | Adjusted EPS/\$ (增速) | 13-15 ((7.1%) - 7.1%) | 12.75-14.25 ((8.9%)-1.8%) | 13-14 | 13.00-13.20 | ↓↑收窄 |
| | Labcorp | 收入/\$B (增速) | 13.88-14.05 (6.7%-8.0%) | 13.88-14.05 (6.7%-8.0%) | 7.5%-8.6% | 7.40%-8.0% | 持平↑ |
| | | Adjusted EPS/\$ (增速) | 15.6-16.4 (7.1%-12.6%) | 15.70-16.40 (7.7%-12.5%) | 16.05-16.50 | 16.15-16.50 | 持平↑↑ |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

GLP-1药物需求旺盛，助力礼来强劲增长

- 2025年，礼来公布2025三季报，其中25Q3单季度实现营业收入176.01亿美元，同比增长54%，前三季度累计营业收入458.87亿美元，同比增长46%。推动业绩增长的核心产品仍为Mounjaro（替尔泊肽，糖尿病药物）、Zepbound（替尔泊肽，肥胖适应症）等。
- Mounjaro（替尔泊肽）于2022年5月获批上市，改善2型糖尿病患者血糖控制。25Q3单季度销售额65.15亿美元，同比增长109%，前三季度累计销售额155.56亿美元，同比增长94%，持续保持高增长态势。
- Zepbound（替尔泊肽）于2023年11月上市，获批减肥减重适应症。25Q3单季度销售额35.88亿美元，同比增长185%，前三季度累计销售额92.81亿美元。
- 两款替尔泊肽产品前三季度合计贡献收入248.37亿美元，已超越去年“药王”K药同期销售额。

Mounjaro自上市起销售额情况



礼来25Q3上调全年业绩指引

| | Prior | Updated | Comments |
|---------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|---|
| REVENUE | \$60.0 – \$62.0 billion | \$63.0 – \$63.5 billion | Strong underlying business performance and updated foreign exchange rate expectations |
| PERFORMANCE MARGIN ¹ | | | |
| (GAAP) | 42.0% – 43.5% | 43.5% – 44.5% | |
| (NON-GAAP) | 43.0% – 44.5% | 45.0% – 46.0% | Increased to reflect updated revenue expectations |
| OTHER INCOME/(EXPENSE) | | | |
| (GAAP) | \$ (750) – \$ (650) million | \$ (700) – \$ (600) million | |
| (NON-GAAP) | \$ (700) – \$ (600) million | Unchanged | Decrease in net losses on investments in equity securities |
| TAX RATE | | | |
| (GAAP) | Approx. 19% | Unchanged | |
| (NON-GAAP) | Approx. 17% | Unchanged | |
| EARNINGS PER SHARE ² | | | |
| (GAAP) | \$20.85 – \$22.10 | \$21.80 – \$22.50 | |
| (NON-GAAP) | \$21.75 – \$23.00 | \$23.00 – \$23.70 | |

资料来源：Lilly公司官网，华安证券研究所

GLP-1药物需求旺盛，助力礼来强劲增长

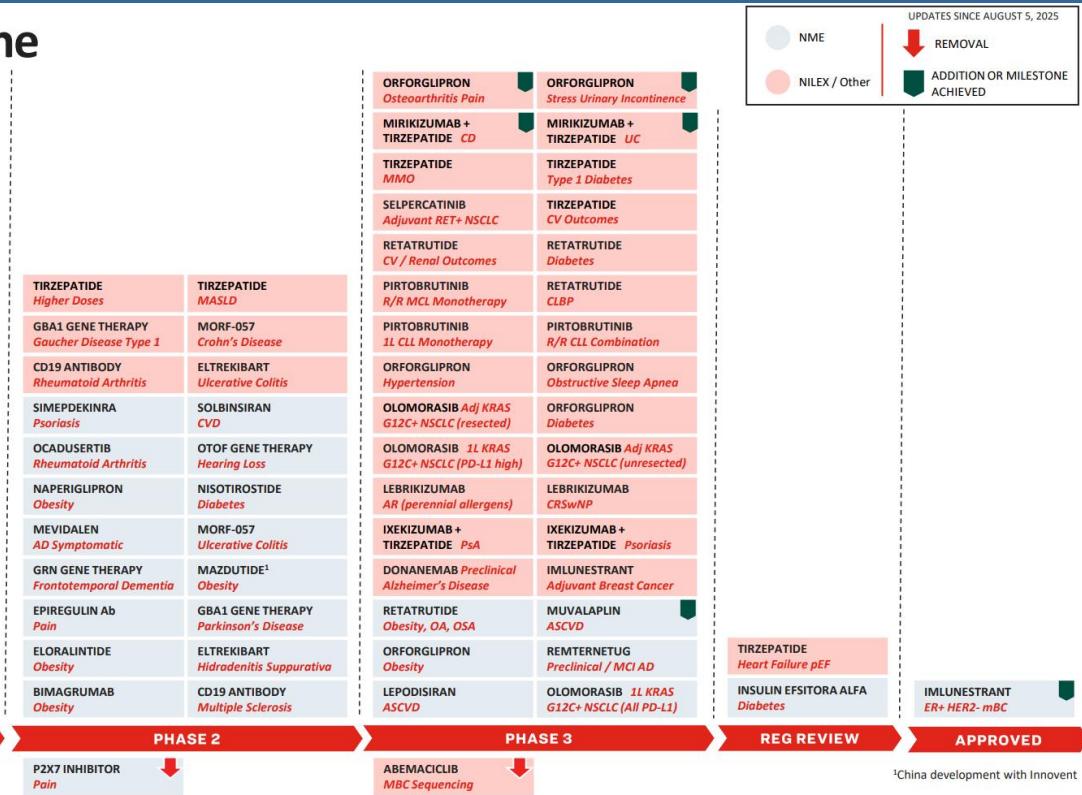
- 礼来持续拓展替尔泊肽适应症版图，除减肥和糖尿病还针对心血管疾病、慢性肾病、NASH等慢性病适应症进行布局。随着临床管线的推进及后续适应症的获批，替尔泊肽的市场空间有望进一步扩大。

礼来临床管线布局（截至3Q25）

Lilly Select Pipeline

October 28, 2025

| TARGETS UNDISCLOSED | UNC13A SSO (QRL-204) |
|---------------------------------|-----------------------------|
| Twelve Additional NMEs | ALS |
| SNCA siRNA | VEPUGRATINIB |
| <i>Neurodegeneration</i> | <i>Cancer</i> |
| SARM1 INHIBITOR | SMARCA2 (BRM) |
| <i>Neurodegeneration</i> | <i>Cancer</i> |
| PNPLA3 siRNA | PTK7 ADC |
| <i>MASLD</i> | <i>Cancer</i> |
| PCSK9 EDITOR | PI3K α INH (STX-478) |
| (VERVE-102) <i>ASCVD</i> | <i>Cancer</i> |
| NECTIN-4 ADC 2 | PAN KRAS |
| <i>Cancer</i> | <i>Cancer</i> |
| NAV 1.8 INH (SM) | NECTIN-4 ADC 1 |
| <i>Pain</i> | <i>Cancer</i> |
| MACUPATIDE | MAPT siRNA |
| <i>CMH</i> | <i>Neurodegeneration</i> |
| KRAS G12D | LA-ANP |
| <i>Cancer</i> | <i>Heart Failure</i> |
| GS INSULIN RECEPTOR AGONIST II | INTEGRIN $\alpha 5\beta 1$ |
| <i>Diabetes</i> | <i>CMH</i> |
| GIPR AGONIST LA | GS INSULIN RECEPTOR AGONIST |
| <i>CMH</i> | <i>Diabetes</i> |
| FXR AG (FXR314) | GGG TRI-AGONIST III |
| <i>Immunology</i> | <i>CMH</i> |
| BRENIPATIDE | FRa ADC |
| (GIP/GLP-1 COAG III) <i>CMH</i> | <i>Cancer</i> |
| ANTI-VEGF GENE THERAPY | AT2R ANTAGONIST |
| <i>Vestibular Schwannoma</i> | <i>Pain</i> |
| [Ac-225]-PSMA-62 | ANGPTL3 EDITOR |
| <i>Prostate Cancer</i> | (VERVE-201) <i>ASCVD</i> |

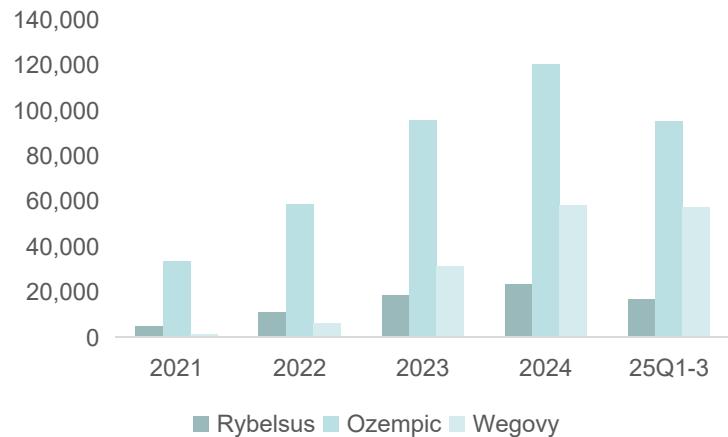


资料来源：Lilly公司官网，华安证券研究所

GLP-1药物需求旺盛，司美格鲁肽放量显著

- 2025年，诺和诺德公布2025三季报，25Q3单季度实现营业收入749.76亿DKK，按固定汇率计算同比增长11%，实现净利润200.06亿DKK，同比下降27%，前三季度累计营业收入2299.20亿DKK，按固定汇率计算同比增长15%。司美格鲁肽的持续放量仍是核心增长驱动力，其前三季度销售额已超越礼来替尔泊肽及默沙东K药，成为全球最畅销药物组合。
- 诺和诺德GLP-1类产品持续增长。**2025年前三季度GLP-1类药物销售额进一步增至1745.77亿DKK，在糖尿病与肥胖护理业务中的营收占比超八成。其中司美格鲁肽表现最为突出，旗下Rybelsus、Ozempic、Wegovy三个品牌前三季度合计销售额达1692.96亿DKK，同比增长24%。

诺和诺德GLP-1类产品销售情况 (mm DKK)



诺和诺德2025业绩指引

| | Expectations 5 November 2025 | Most recent expectations communicated |
|------------------------------------|----------------------------------|---|
| Sales growth - at CER | 8 to 11% | 8% to 14% ¹ |
| Sales growth - reported | Around 4 percentage points lower | Around 3 percentage points lower ¹ |
| Operating profit growth - at CER | 4% to 7% | 4% to 10% ² |
| Operating profit growth - reported | Around 6 percentage points lower | Around 5 percentage points lower ¹ |
| Financial items (net) | Gain of around DKK 2.6 billion | Gain of around DKK 1.6 billion ¹ |
| Effective tax rate | 21% to 23% | 21% to 23% ¹ |
| Capital Expenditure (CAPEX) | Around DKK 60 billion | Around DKK 65 billion ¹ |
| Free cash flow | DKK 20 to 30 billion | DKK 9 to 19 billion ³ |

资料来源：Novo Nordisk官网，华安证券研究所

多肽药物持续活跃，多肽产业链潜力突出

部分多肽产业链公司产能及订单情况梳理

| 业务类型 | 企业 | 备注 |
|------|------|---|
| CDMO | 药明康德 | <ul style="list-style-type: none"> TIDES 业务（主要为寡核苷酸和多肽）继续放量，成为驱动增长的核心引擎。 TIDES业务25Q3 单季度收入延续高增态势，前三季度累计收入达人民币 78.4 亿元，同比激增 121.1%； 订单方面，截至 2025 年 9 月末，TIDES 在手订单同比增长 17.1%，服务客户数增至 170 个（同比增长 12%），服务项目达 377 个（同比增长 34%），新增项目多来自 GLP-1 管线扩产需求。 产能方面，2024年末，多肽固相合成反应釜总体积增加至41,000L；泰兴多肽产能建设提前完成，截至 25Q3 末，多肽固相合成反应釜总体积已突破 100,000L，产能利用率维持高位。 |
| | 凯莱英 | <ul style="list-style-type: none"> 产能方面，加速多肽业务拓展和产能建设。2024年末多肽固相合成产能约21,000L，截至 2025 年上半年产能已达 30,000L，25Q3 持续爬坡，目前产能利用率随项目推进稳步提升，预计 2025 年底总产能将进一步增至 44,000L。同时，2025 年规划新增的一栋 OEB5 厂房和研发楼已进入收尾阶段，第三栋多肽专属厂房建设已启动，将重点匹配 GLP-1 等减重领域临床中后期项目的产能需求。 2025年前三季度相关业务延续高增态势，新兴业务整体收入达 12.81 亿元，同比增长 71.81%，毛利率进一步提升至 30.55%（同比 +10.57 pp），其中化学大分子业务收入同比增幅超 150%，盈利改善主要得益于交付规模扩大与产能利用率提升。 |
| | 九洲药业 | <ul style="list-style-type: none"> 2024上半年多肽偶联药物技术平台获得快速扩张，公司成立TIDES事业部。截至 2025Q3，TIDES 事业部已组建完成核心技术团队与商业化服务体系，累计承接多肽相关合作项目 12 项，其中 3 项进入临床 II 期工艺开发阶段，业务规模实现阶段性突破。 产能方面，未来五年内公司将建成6条多肽GMP生产线，最终成品的产能达到2-3吨/年多肽产品的生产。截至 2025Q3，首条多肽 GMP 生产线已完成设备调试并进入试生产阶段，预计 2025 年底可实现正式投产，年产能达 0.4 吨；投资 1.45 亿元启动的多肽产能二期建设进展顺利，主体工程已完工，正在进行工艺验证，同时 OEB5 级高活车间扩建已全部竣工，具备高活性多肽药物商业化生产条件。 |

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

多肽药物持续活跃，多肽产业链潜力突出

部分多肽产业链公司产能及订单情况梳理

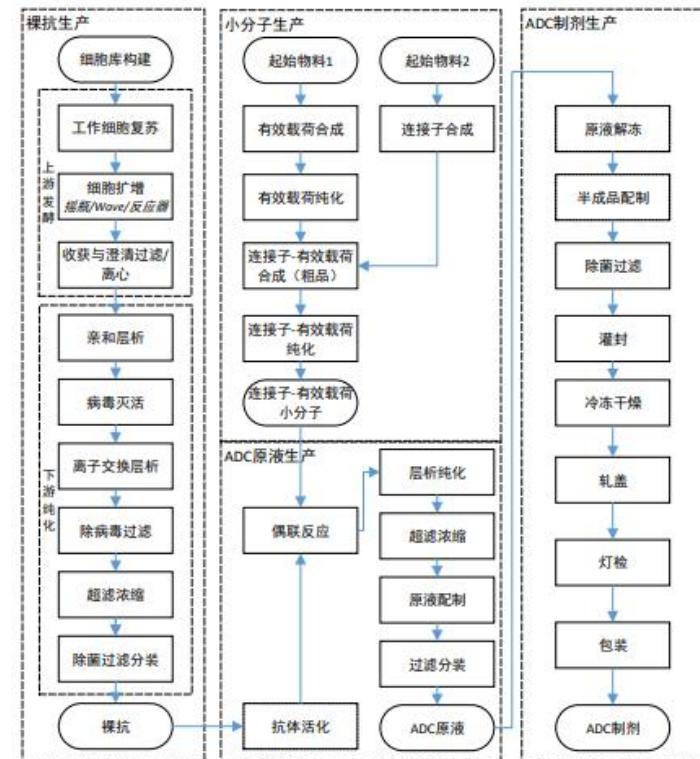
| 类型 | 企业 | 备注 |
|-----|------|---|
| 原料药 | 诺泰生物 | <ul style="list-style-type: none"> 产能方面，第四代规模化吨级多肽生产车间601车间正式投产，实现多肽产能5吨/年，602多肽车间将于2025年上半年完成建设；制剂工厂多条生产线通过药品GMP符合性检查；寡核苷酸吨级商业化生产车间于2024年底正式动工，预计2025年10月完成建设。替尔泊肽、利拉鲁肽原料药生产线通过欧盟GMP符合性检查；连云港工厂接受美国FDA的cGMP飞行检查并第四次顺利通过；子公司诺泰诺和在成立两年后接受美国FDA的cGMP现场检查并顺利通过。2024年12月，公司与美国斯普瑞喷雾系统公司战略签约，将静电喷雾干燥技术应用于多肽及寡核苷酸原料药的商业化生产，以缩短生产周期，大幅提高多肽及寡核苷酸的生产效率。 25年前三季度业绩延续增长态势，累计营业收入达15.3亿元，同比上升22.0%，其中多肽及CDMO业务贡献核心增量，归母净利润4.45亿元，同比增长26.9%，盈利水平稳步优化。 市场拓展：与头部企业建立深度合作，在拓展传统欧美市场的同时，已深度覆盖拉美、中东等新兴市场严肃医疗领域。2025年Q2新增北美利拉鲁肽制剂及原料药合作、印度头部药企利拉鲁肽全球上市原料药合作，同时与多家国际仿制药企业达成的替尔泊肽战略合作已启动样品交付，全球市场份额进一步提升。 |
| | 圣诺生物 | <ul style="list-style-type: none"> 多肽原料药与CDMO服务方面，业务规模与项目成熟度同步提升。截至2025Q3，公司已累计为派格生物、众生睿创、百奥泰制药等新药研发企业和科研机构提供40余个项目的多肽创新药药学CDMO服务，覆盖GLP-1RA、抗菌肽等多个热门领域。其中，2个服务品种已成功获批上市进入商业化阶段，为派格生物、普莱医药提供的维派那肽、抗菌肽PL-5共2个品种进入申报生产阶段，23个品种进入临床试验阶段（含众生睿创RAY1225注射液等临床III期项目），全流程研发与产业化能力得到市场充分验证。自主产品方面，司美格鲁肽原料药完成药学研究，已取得美国DMF备案并通过韩国MFDS认证，正积极筹备临床申报，有望快速切入全球仿制药市场。 |
| | 翰宇药业 | <ul style="list-style-type: none"> 2025年增长势头进一步强化，上半年国际业务收入达4.25亿元，同比激增272.76%，收入占比跃升至77.40%，前三季度延续高增态势，累计实现营业收入6.83亿元，同比增长82.06%，净利润7135.15万元，同比增幅达305.00%。目前国际业务已覆盖北美、南美、欧洲等全球90余个国家和地区，2025年8月醋酸阿托西班注射液新增越南上市许可，利拉鲁肽制剂借助合作方Hikma的渠道优势快速渗透美国市场，原料药出口也同步放量，“制剂+原料药”双轮驱动下海外业务利润率显著高于国内，推动整体盈利水平大幅提升。 |

ADC行业高景气，外包服务需求旺盛

- ADC药物的制备流程复杂，兼具大分子与小分子的双重特性，整体工艺大致可以分为三个步骤：裸抗生产、细胞毒素与连接子生产、ADC原液和制剂生产三大模块。ADC药物的生产主要包括裸抗生产、Payload合成、Linker合成、Payload-linker合成、ADC偶联反应及纯化、ADC制剂生产等步骤。
- 1) 裸抗生产：裸抗生产流程主要包括细胞库构建、上游发酵和下游纯化3个环节。抗体分子是ADC药物的核心组成部分，其活性对于药物的疗效至关重要。裸抗需要能够高度特异性地识别、结合肿瘤细胞表面的抗原，并可内化到细胞内，被转运至细胞内特定位置，进行细胞内加工释放有效载荷，需要具备高特异性和亲和力、低免疫原性和较长的半衰期等特征。目前，抗体偶联药物中主要的抗体免疫球蛋白G(IgG)包括IgG1、IgG2、IgG3和IgG4这4个亚型，现已获批的ADC药物中大多采用IgG1抗体，少数采用IgG4抗体。
- 2) 细胞毒素与连接子生产：该环节生产流程通常包括有效载荷制备、连接子生产、连接子-有效载荷小分子生产。有效载荷通常应具有较强的细胞毒性、适当的水溶解性、低免疫原性、高稳定性、可修饰的官能团、具有较小的分子结构，并可发挥旁观者效应，其靶点应在细胞内部（如针对微管蛋白丝、DNA或RNA）。连接子在体内循环中需要保证足够的稳定性，一旦进入肿瘤细胞内部后可快速高效释放出有效载荷，其具备合适的亲水性/亲脂性，进而增强有效载荷结合和降低免疫原性的特性。
- 3) ADC原液和制剂生产：ADC原液制备通常包括抗体活化、偶联反应、色谱纯化、超滤浓缩、过滤分装等生产工序。偶联反应是将小分子药物与抗体上的活性基团进行连接形成完整抗体偶联药物分子的过程，一般分为随机偶联和定点偶联两类，这决定DAR值和均一性，直接影响药物的活性、耐受性和稳定性。随机偶联即与天然氨基酸的随机结合，该类方式无需对抗体进行改造，直接利用其表面的赖氨酸残基或通过还原二硫键释放半胱氨酸残基作为结合位点与连接子相连。目前已获批的ADC药物多采用此类偶联技术

资料来源：CNKI，华安证券研究所

典型ADC药物生产工艺示意图



ADC行业高景气，外包服务需求旺盛

- 根据Frost & Sullivan数据，截至2022年底，全球ADC发现、开发及制造外包率已达到约70%，远高于其他生物药34%的外包率。
- 全球ADC CXO市场快速增长，预计2030年全球市场规模有望达110亿美元。根据Frost & Sullivan，2020年全球ADC外包服务市场规模达到15亿美元，同时近几年以较快速度增长，2018-2020年间CAGR约34.5%。预计2030年全球ADC CXO市场规模将快速增长至110亿美元，2022至2030年间CAGR约28.4%。
- 根据Frost & Sullivan数据，2022年药明合联位居全球ADC外包服务市场第二，市场份额约9.8%，预计该份额仍在较快提升中。

2018-2030E全球ADC外包服务市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

ADC行业高景气，外包服务需求旺盛

部分ADC产业链公司产能及订单情况梳理

| 企业 | 备注 |
|------|---|
| 药明合联 | <ul style="list-style-type: none"> 2025年6月末，ADC业务在手订单规模达13.29亿美元，同比增长57.9%；服务客户数新增64个；服务项目(iCMC项目)累计达225个，11个进入PPQ阶段、1个进入商业化阶段，新增项目多来自北美药企license-in后的临床试验推进需求。 产能方面，2024年末BCM2 L2车间正式投产，产能利用率加速提升；2025年7月无锡DP3车间成功完成GMP放行。公司预计至2029年累计资本开支超70亿元。 |
| 凯莱英 | <ul style="list-style-type: none"> ADC业务25年前三季度收入延续高增态势，作为化学大分子业务的核心组成部分，带动板块收入同比激增超150%。 订单方面，截至2025年9月末，ADC业务在手订单储备充足，服务客户覆盖国内外Biotech及跨国药企，主要受益于全球ADC研发管线的持续扩容；服务项目聚焦临床中后期阶段，多个项目已进入关键节点，为后续交付增长奠定基础。 产能方面，现有产能高效运转，上海金山生物大分子基地已处于饱和状态。产能扩张按计划推进，奉贤基地抗体产能于25年初顺利投产，配套的ADC新产能将于25年底正式落地。 |
| 博腾股份 | <ul style="list-style-type: none"> 2025年上半年，新分子业务线获得海外双载荷(Dual-Payload)ADC IND整包项目，实现40个项目的阶段性交付，涵盖RDC、AOC、APC等复杂项目类型。2025年6月，公司上海奉贤工厂及外高桥研发生产基地先后通过欧盟质量受权人(QP)审计，为新分子业务拓展全球市场奠定基础。 ADC配套的高活产能目前处于饱和的状态。小分子制剂产能以及上海外高桥ADC偶联和制剂产能，则还需更多的项目填充。 |
| 东曜药业 | <ul style="list-style-type: none"> 2025H1公司实现收入4.89亿元，同比下降6%，其中CDMO/CMO收入0.77亿元，同比下降32%，主要因为部分关键项目尚未达到交付节点。公司实现净利润406万元，同比下降87%，主要原因系部分项目未支付和折旧摊销增加所致。 CDMO业务方面，已累计服务85个客户，其中海外及港澳台客户15个，占比18%；累计项目数达169个，上半年新增16个项目，ADC项目达113个，占比67%；早期项目收入占比84%；已签约未交付订单2亿元。 |
| 皓元医药 | <ul style="list-style-type: none"> ADC业务作为后端CDMO板块的核心增长极，25年前三季度与小分子业务协同发力，截至三季度末，公司后端小分子业务在手订单超过6.3亿元，同比增长超50%，已连续4个季度实现环比正增长，为后续业绩的稳步提升奠定了坚实基础。其中，重庆ADC抗体偶联生产基地于3月投产后快速爬坡。 |

凯莱英：新兴业务强劲增长，期待第四季度加速交付

- 受订单交付节奏等因素影响单季度业绩波动，预计Q4将快速增长。公司25Q3业绩略有波动主要因季度间订单交付节奏影响，从下半年待交付的订单分布看，预计Q4交付规模将显著高于第三季度。公司仍维持全年业绩指引，预计全年营业收入将实现13%-15%增长。
- 新兴业务强劲增长，为公司后续增长提供坚实保障。25Q1-3公司小分子业务收入基本持平，新兴业务收入同比增长71.87%，其中化学大分子业务收入同比增长超过150%。毛利率方面，25Q1-3公司整体业务毛利率42.44%，其中小分子业务毛利率46.99%，同比基本持平；新兴业务毛利率30.55%，同比提升10.57pp。随着新兴业务规模效应的逐步显现及产能逐步爬坡，毛利率有望进一步提升。订单方面，25Q3公司新签订单保持双位数增长，并相较于上半年增速有所提升，其中新业务板块中的化学大分子业务、生物大分子业务新签订单均保持强劲增长势头。
- 行业需求回暖，加大资本开支。根据公司公告，公司将在未来一段时间加大资本开支力度，预计上调2025年资本开支金额至13-14亿，主要向新兴业务领域倾斜，26年资本开支预计将进一歩增加。

| 主要财务指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 5805 | 6589 | 7535 | 8681 |
| 收入同比（%） | -25.8% | 13.5% | 14.4% | 15.2% |
| 归属母公司净利润 | 949 | 1130 | 1315 | 1594 |
| 净利润同比（%） | -58.2% | 19.1% | 16.4% | 21.2% |
| 毛利率（%） | 42.4% | 42.3% | 43.2% | 44.5% |
| ROE（%） | 5.6% | 6.6% | 7.2% | 8.2% |
| 每股收益（元） | 2.69 | 3.13 | 3.65 | 4.42 |
| P/E | 28.29 | 31.31 | 26.90 | 22.19 |
| P/B | 1.66 | 2.07 | 1.95 | 1.81 |
| EV/EBITDA | 19.16 | 17.13 | 14.91 | 12.43 |

阳光诺和：业绩短期承压，创新管线进展顺利

- 研发持续加大投入，创新药管线进展顺利。**公司持续加大研发投入，25 前三季度研发费用占营业收入的比例为13.50%，创新药在研管线 20 多条，研发项目累计已超 460 项。多肽领域公司已有 3 个适应症管线进入临床，1) STC007 注射液：手术后镇痛适应症 II 期临床试验已圆满完成达成预期目标，III 期临床试验正按既定计划有序推进。STC007 注射液治疗尿毒症瘙痒适应症也已进入二期临床试验阶段。2) STC008 注射液：主要适应症为治疗晚期实体瘤的肿瘤恶液质，目前已进入一期临床试验阶段。
- 投资元码智药，快速切入体内 CAR-T 与核酸药物赛道。**2025 年 10 月 20 日，公司发布公告投资上海元码智药生物技术有限公司。公司拟以自有资金出资 1,500 万元，认缴元码智药新增注册资本 11.056 万元，增资完成后将持有其 8.20% 的股权。此次投资将进一步完善在细胞治疗与核酸药物板块的战略布局，依托公司全周期研发服务经验、产业化能力及产业链资源，可与元码智药形成技术互补，加速多靶点合作管线的临床转化与全球化推进。

| 主要财务指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1078 | 1179 | 1384 | 1539 |
| 收入同比（%） | 15.7% | 9.3% | 17.4% | 11.2% |
| 归属母公司净利润 | 177 | 201 | 253 | 276 |
| 净利润同比（%） | -4.0% | 13.5% | 25.5% | 9.1% |
| 毛利率（%） | 50.2% | 49.0% | 51.9% | 50.1% |
| ROE（%） | 16.1% | 16.7% | 17.4% | 15.9% |
| 每股收益（元） | 1.58 | 1.80 | 2.26 | 2.46 |
| P/E | 23.86 | 31.40 | 25.02 | 22.94 |
| P/B | 3.84 | 5.26 | 4.35 | 3.65 |
| EV/EBITDA | 15.91 | 17.07 | 17.85 | 15.57 |

圣诺生物：GLP-1原料药持续放量，业绩快速增长

- 2025年10月，圣诺生物发布2025年三季报：公司2025年前三季度实现营业收入5.20亿元，同比增长53.96%；归母净利润1.27亿元，同比增长123.03%。其中单三季度实现收入1.83亿元，同比增长31.43%；归母净利润0.38亿元，同比增长8.23%。
- **多肽原料药收入高速增长。**25上半年公司原料药实现收入1.89亿元，同比增长232.4%，毛利率65.36%，主要得益于司美格鲁肽与替尔泊肽的快速放量。截至25H1公司已拥有21个自主研发的多肽类原料药品种。公司募集资金投资项目“年产395千克多肽原料药生产线项目”达到预定可使用状态，新增多条多肽原料药生产线；公司自有资金建设项目中的“106车间”于2024年四季度投产，“107车间、108车间”在今年上半年陆续投入运营，上述产能的落地可有效满足多肽原料药快速增长的市场需求，保障公司业绩进一步增长。
- **CDMO客户陆续步入商业化阶段。**公司目前服务的CDMO客户项目中，已有2个品种获批上市进入商业化阶段，公司为客户“派格生物医药（杭州）股份有限公司”和“长春普莱医药生物技术有限公司/江苏普莱医药生物技术有限公司”提供多肽创新药药学CDMO服务的产品维派那肽和抗菌肽PL-5两个品种进入申报生产阶段；为客户“广东众生睿创生物科技有限公司”提供多肽创新药药学CDMO服务的产品RAY1225注射液项目研发进展较快，已经进入临床III期。
- **积极布局海外市场。**公司销售规模持续增长，海外BD团队的搭建也取得积极进展；同时，公司加快原料药国际注册、申报步伐，优化在美国、欧盟、韩国、俄罗斯等国家的产品布局，打造全球范围内有竞争优势的特色原料药产品，继而拓展原料药的国际销售渠道，带动公司国外业务量的突破。为完善公司海外战略布局，促进公司与海外市场的交流合作，进一步拓展海外业务，提高公司综合竞争力，公司与坦桑尼亚AfricaBioChemCo.Ltd签署了《投资合作协议》，以3000万元认购目标公司增资后22.78%的股权。目前，AfricaBioChemCo.Ltd在坦桑尼亚的工厂主体工程已完工，药品申报工作也在积极开展中。

诺思格：行业需求回暖，业绩稳健向上

- 临床业务已现回暖迹象，部分订单价格有所回暖。**得益于国内生物医药需求端的回暖，CRO 行业订单量有所增加，同时价格压力有所缓解已企稳，部分高端客户因公司科学性优势，价格有回升趋势。价格企稳回升叠加公司精细化管理与 AI 技术应用的布局，毛利率水平有望进一步提升。
- 费用端持续优化，业绩稳健改善。**费用端，公司 25Q1-3 销售费用率为 1.66%、管理费用率为 10.07%、研发费用率为 7.54%。单季度看，单三季度销售费用率 1.65%（环比+0.17pp）、管理费用率 8.45%（环比-2.14pp）、研发费用率 6.63%（环比-1.2pp）。公司费用率持续优化。

| 主要财务指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 744 | 782 | 873 | 972 |
| 收入同比（%） | 3.1% | 5.1% | 11.7% | 11.3% |
| 归属母公司净利润 | 140 | 151 | 174 | 200 |
| 净利润同比（%） | -13.7% | 7.5% | 15.6% | 14.7% |
| 毛利率（%） | 37.1% | 37.8% | 38.5% | 38.8% |
| ROE（%） | 7.7% | 7.6% | 8.1% | 8.5% |
| 每股收益（元） | 1.47 | 1.56 | 1.80 | 2.07 |
| P/E | 34.01 | 41.37 | 35.79 | 31.21 |
| P/B | 2.63 | 3.14 | 2.88 | 2.64 |
| EV/EBITDA | 23.81 | 31.17 | 25.85 | 24.72 |

仙琚制药：业务短期承压，新产品获批在即

- 原料药国内外市场价格有所下滑，业务短期承压。**目前甾体激素原料药行业竞争较为激烈，价格端承压。2025 前三季度原料药价格国内国外均呈现下降趋势，部分原料药产品处于盈亏平衡线附近。意大利 Newchem 加强与仙琚本部协同融合，25Q1-3 实现营业收入约 4.4 亿元，与去年同期基本持平。
- 部分制剂产品受集采影响收入有所下滑，优思悦等新产品快速增长。**2025 年公司部分制剂产品如黄体酮胶囊等受集采政策影响，收入端有所下滑。新产品方面，戊酸雌二醇片、庚酸炔诺酮针等新产品销量均有提升，特别是屈螺酮炔雌醇片（优思悦）增长较快。
- 研发管线进展顺利，新产品将陆续进入收获期。**截至 2025 年三季度，醋酸甲羟孕酮片、黄体酮注射液、炔雌醇环丙孕酮片、醋酸地塞米松片等多个一致性评价产品获批或获得受理，贝前列素钠片、去氧孕烯炔雌醇片、地屈孕酮片、黄体酮软胶囊、雌二醇片等多个新仿制产品获批生产，吸入制剂新产品噻托溴铵吸入喷雾剂于 2025 年 7 月申报受理。同时，部分创新/难仿品种也取得新进展，如 1) 奥美克松钠注射液于 24 年 9 月递交 NDA，目前已处于补充资料阶段；2) CZ1S 长效镇痛注射液在临床 III 期，预计 25Q4 完成 III 期，争取 26 年 Q1 申报；3) 新仿制黄体酮阴道缓释凝胶已于 25H1 重新申报受理；4) 呼吸类噻托溴铵吸入喷雾剂的复方制剂，目前处于 BE 阶段。

| 主要财务指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 4001 | 3936 | 4527 | 5156 |
| 收入同比 (%) | -3.0% | -1.6% | 15.0% | 13.9% |
| 归属母公司净利润 | 397 | 511 | 680 | 788 |
| 净利润同比 (%) | -29.5% | 28.5% | 33.1% | 15.9% |
| 毛利率 (%) | 57.5% | 57.7% | 59.7% | 60.1% |
| ROE (%) | 6.8% | 7.9% | 9.7% | 10.3% |
| 每股收益 (元) | 0.40 | 0.52 | 0.69 | 0.80 |
| P/E | 24.85 | 18.33 | 13.77 | 11.88 |
| P/B | 1.68 | 1.45 | 1.34 | 1.23 |
| EV/EBITDA | 9.67 | 8.72 | 6.55 | 5.36 |

目 录

1. 业绩总结：整体业绩较24年同期略微承压
2. 创新药：药品行业25Q1整体承压，二三季度逐步恢复
3. 创新产业链：行业需求回暖，业绩已显著改善
4. 医疗器械：关注具备全球竞争力的成长型公司
5. 风险提示

医疗器械：关注具备全球竞争力的成长型公司

- 从全球范围看，全球医疗器械市场近年来仍保持稳健增长态势。北美地区目前依然是该领域最大的单一市场，亚洲市场尤其是中国增长迅猛。预计未来全球医疗器械行业在人口老龄化、慢病管理需求等因素影响下，市场需求仍将保持稳步攀升。根据弗若斯特沙利文数据分析，2020-2024年，全球医疗器械总体市场规模已从7298亿元美元增至9417亿美元，CAGR为6.6%。整体器械的选股策略，我们建议从创新设备（技术壁垒高）、出海强竞争力、科技前沿方向三个维度去选具备全球竞争力的成长型公司。

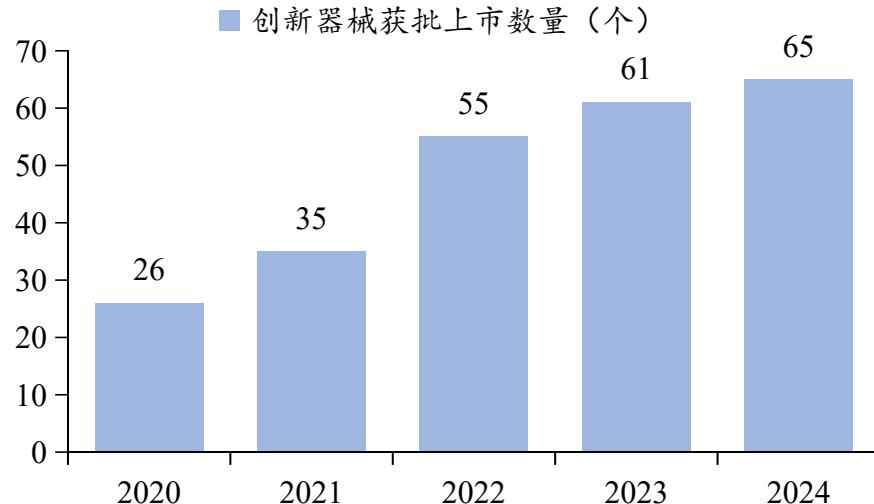
全球医疗器械市场规模及预测（2020-2035E）



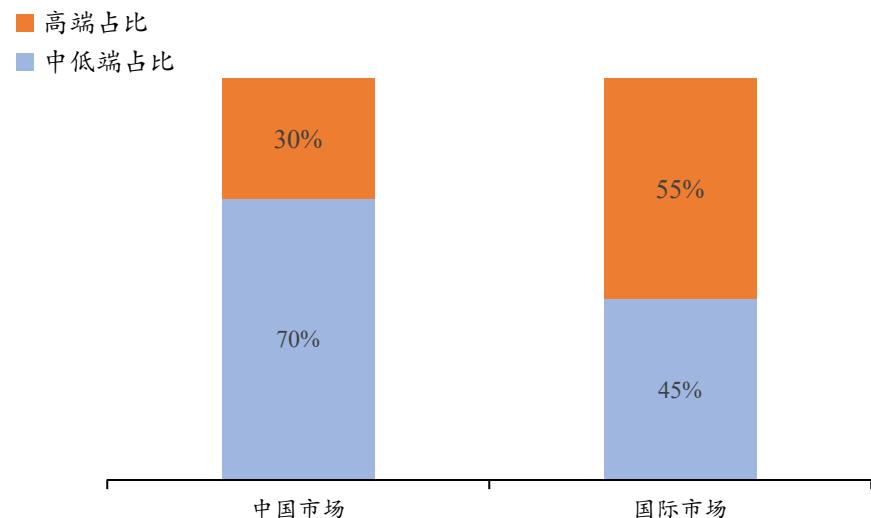
创新设备：高端医疗设备持续引领行业增长

- 政策支持高端医疗装备发展。2025年7月，NMPA发布《国家药监局关于发布优化全生命周期监管支持高端医疗器械创新发展有关举措的公告》，《公告》明确将医用机器人、高端医学影像设备、人工智能医疗器械和新型生物材料医疗器械等视为塑造医疗器械新质生产力的关键领域。
- 创新设备审批持续。2024年，国家药监局共批准创新医疗器械65个，优先审批医疗器械8个，创新医疗器械批准数量连续两年维持高位。支气管导航控制系统、体外心室辅助设备、肾动脉射频消融仪等多款高端医疗器械上市，覆盖手术机器人、心肺支持辅助系统、人工智能等多领域。其中，心脏内超声成像系统、融合超声和光声成像技术的双模态超声成像产品、基于多病种算法设计的眼底图像辅助诊断软件、小型化集成型单室质子治疗系统等产品在国内首次获批。

2020-2024年NMPA批准创新医疗器械情况



中国和国际市场医疗器械高端占比



资料来源：NMPA, 沙利文, 华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

资料来源：艾瑞咨询, 医疗器械创新网, 华安证券
研究所

华安证券研究所

创新设备：高端影像领域，国产品牌扬帆出海，引领行业

- 突破技术垄断，实现自主可控。当前全球高端医学影像设备市场仍由通用医疗（GE）、飞利浦医疗、西门子医疗三大跨国巨头主导，在CT、MRI、PET-CT等核心领域形成技术垄断。近年来，伴随国产设备企业持续突破探测器、球管、磁体等关键部件技术瓶颈，设备品质和临床认可度显著提升。以联影医疗为例，联影医疗自成立以来，依靠优秀的研发团队和充足的研发资源，在多个领域实现突破，不断推出行业领先产品，如国产首款光子计数CT、全球首台5.0T全身成像MR等，突破高端市场。



uMR Jupiter 5T：全球首款获得全身应用批准的超高场系统



uCT SiriusX：全球首创双宽体双源 CT 系统



uCT Ultima：中国首款光子计数能谱CT，突破西门子、GE

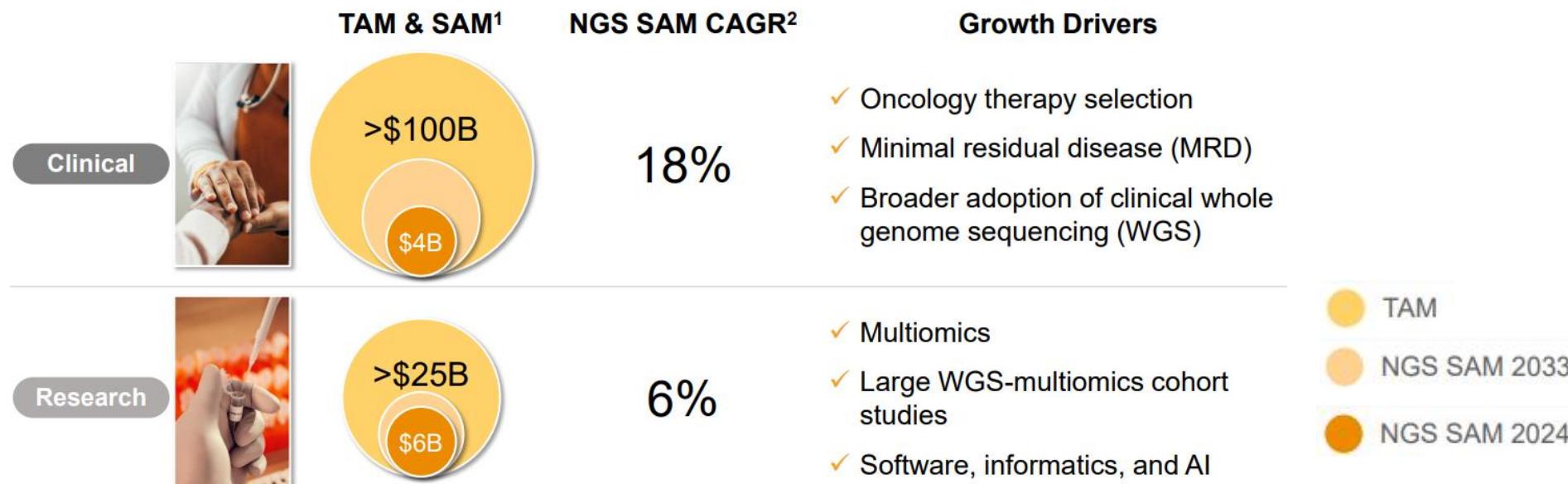
资料来源：联影医疗官网，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

创新设备：基因测序下游应用打开，测序仪设备+耗材模式优

- 基因测序下游应用空间广阔。下游既包括临床应用，又包括科研应用，临床领域，除感染和遗传领域外，肿瘤方面基因测序的应用市场正在被打开。癌症筛查和早期诊断面向健康或高风险人群，适用人群庞大，终局市场空间远期可超千亿美元。
- 美股对标公司走出大牛股。2025年，Grail、燃石医学走出了10倍股。精密科学（Exact Sciences）被雅培（Abbott）以每股105美元的现金收购，总价值约210亿美元。



资料来源：ILLUMINA投资者材料，华安证券研究所

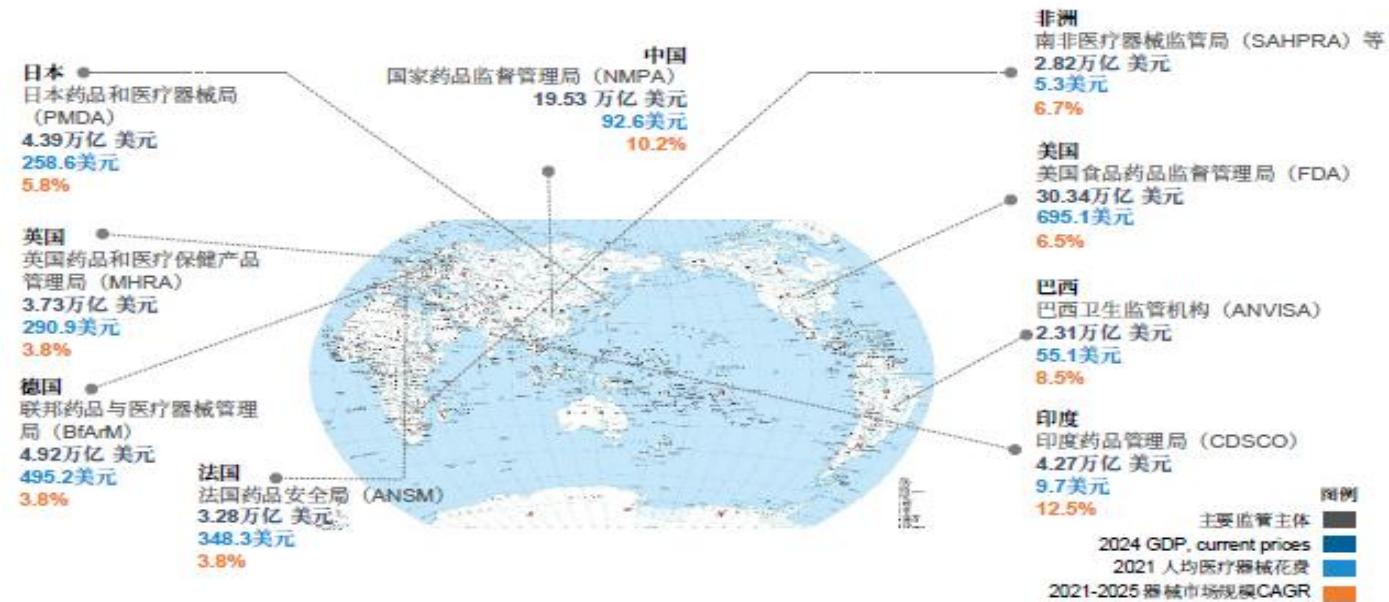
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

国际化：中国制造出海势在必行

- 内外因共同促进企业加速出海。 (1) 国内公司研发支出加大，产品性能提升，与进口品牌同台竞技。 (2) 国内政策也支持企业积极出海，如出口退税、“一带一路”倡议、跨境结算等金融支持政策。 (3) 国内产业配套完善，制造业成本优势较大。 (4) 全球医疗器械市场呈现稳步增长态势，市场规模持续扩大。从市场格局来看，全球医疗器械市场已形成以北美、欧洲和亚太地区为核心的三大区域，进入这些领域可提升公司的发展天花板，尤其是进入美国市场。

全球医疗器械市场规模分布情况



资料来源：沙立文，华安证券研究所

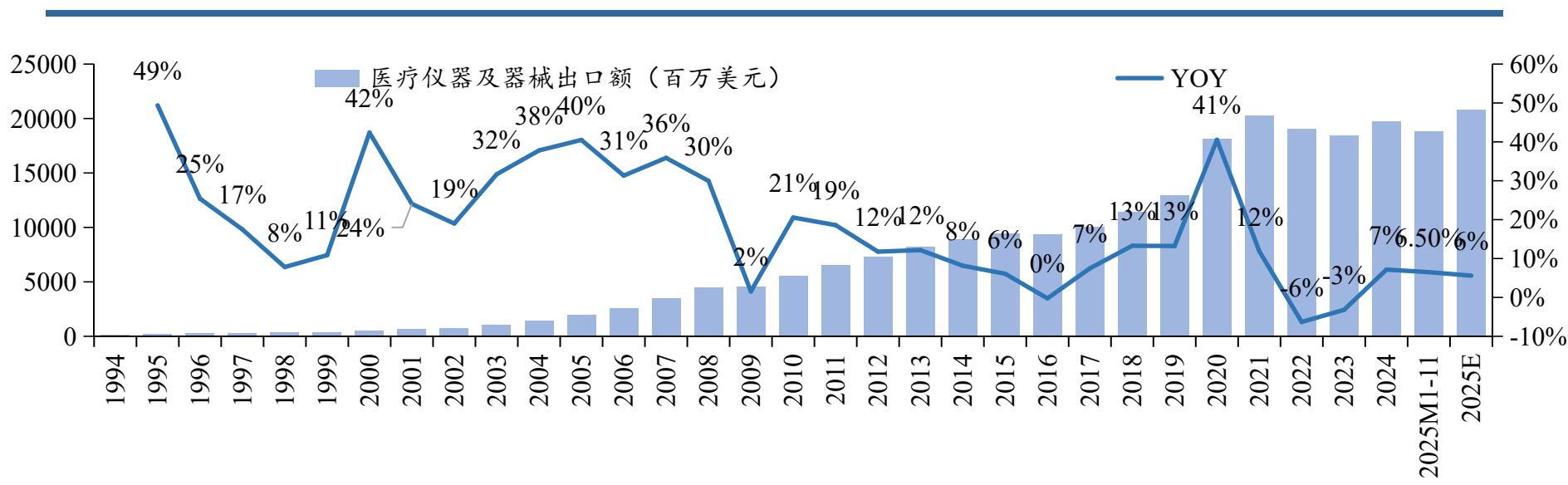
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

国际化：中国制造的品牌竞争力日益提升

- 中国企业出海的历史较早，2001年中国加入WTO后，医疗仪器及器械出口市场扩大，出口加速；出口主要以低值耗材、低端设备为主，该阶段，中国企业仍主要依靠成本优势，将低值医用耗材等产品出口至欧美市场。自2010年以来，越来越多企业加入到国际化进程中。这些企业在国内已积累了显著的技术与研发优势，同时，海外经销商体系也日趋成熟，市场竞争也趋于激烈，整体的出口增速有所放缓。2020年后受新冠疫情的全球蔓延影响，在全球经济普遍下行的背景下，中国区的业绩表现尤为承压，这迫使企业不断改进研发和生产工艺，从而提高产品在海外市场的合规性与竞争力，推动产品由中低端向中高端升级，整体增速回升。

中国医疗仪器及器械出口总额（1994-2025E）



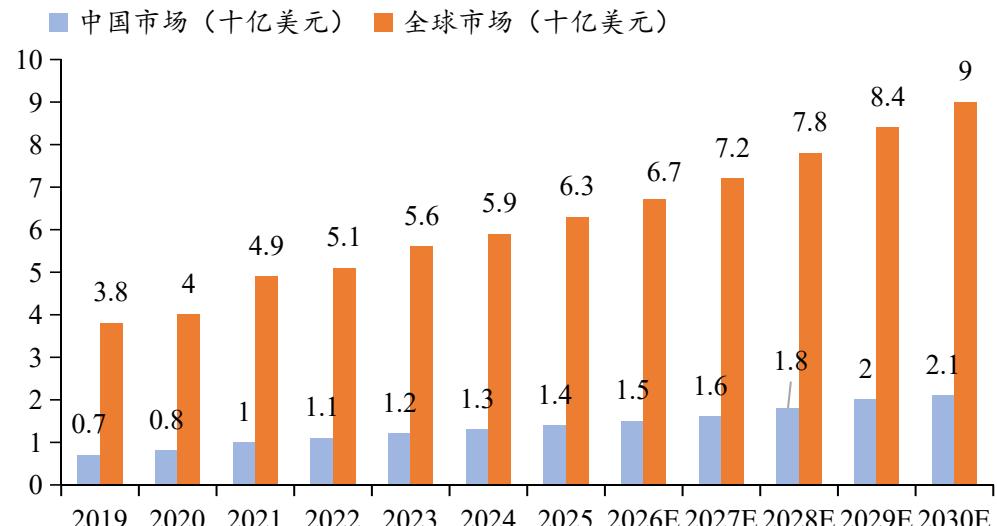
资料来源：海关总署，华安证券研究所

注：2025年数据为华安证券预测值

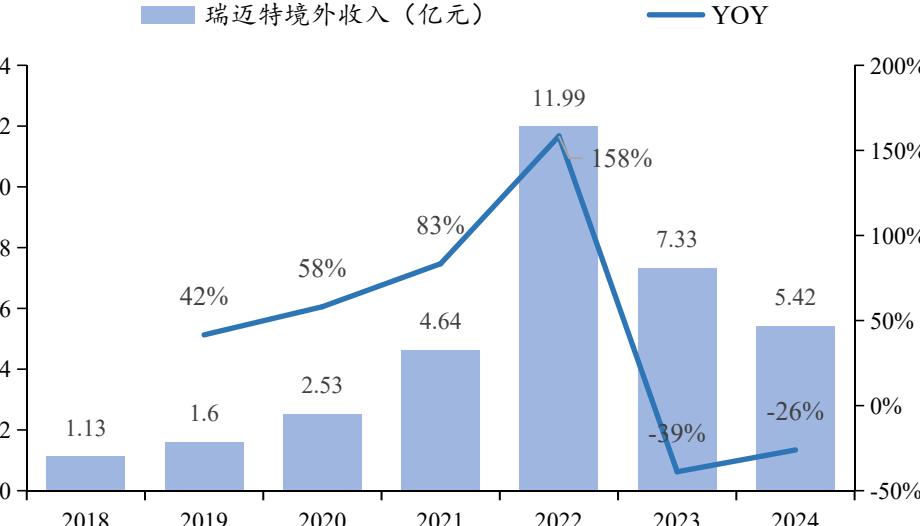
国际化：家用呼吸机站稳美国市场，中国公司借疫情后来居上

- 家用呼吸机行业：**家用呼吸机主要面向睡眠呼吸障碍的OSA和慢阻肺COPD患者，在发达国家均在医保报销范围，属于慢病用医疗器械，和患者绑定的周期久。全球有呼吸障碍的慢性病患者数量庞大，且并未充分就医治疗（美国市场OSA患者的诊断率也仅在20%），参考沙立文报告，2019年至2024年，全球家用呼吸支持类产品市场规模从38亿美元增长至59亿美元。预计该市场将以7.2%的复合年增长率持续增长，到2030年达到90亿美元，2024-2030年复合增速达7.2%。
- 疫情为中国企业提供契机。**COVID-19爆发叠加飞利浦产品召回事件，为中国企业在美占领市场提供契机。2021年前全球家用呼吸机市场主要由瑞思迈和飞利浦占据，2021年飞利浦召回事件导致其彻底退出美国市场，而同时由于中国疫情控制较好，产能能够充分释放，中国企业（瑞迈特）在美国市场跃身成为第二大品牌供应商，站稳美国市场。

全球和中国的家用呼机支持产品市场规模



瑞迈特海外收入增长情况

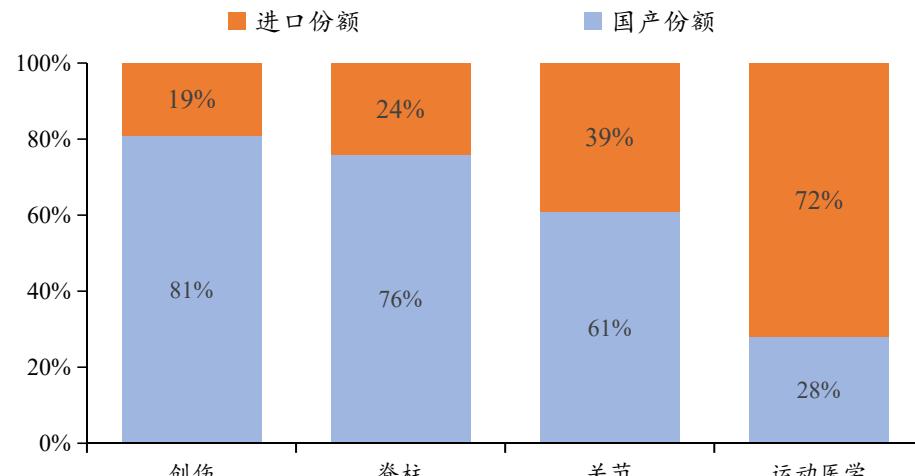


资料来源：沙立文，瑞迈特公告，华安证券研究所

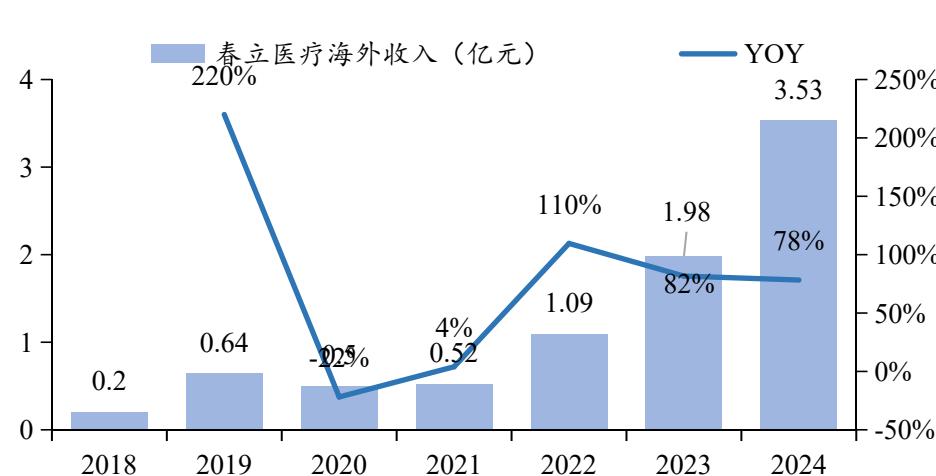
国际化：高性价赢得海外骨科耗材市场

- **骨科海外市场容量大，利润率高。**参考Research Nester预测，2025年全球骨科生物材料市场规模超过241.9亿美元，预计到2035年将超过503.2亿美元，2026年至2035年的复合年增长率将超过7.6%，预计到2026年，骨科生物材料的行业规模将达到258.4亿美元。其中，北美和欧洲预计占接近50%份额。而且海外市场的净利润率也高于国内市场，企业有动力去开拓海外市场。
- **骨科植入物在国内已经实现进口替代。**国内骨科公司经过过去10年追赶，又加上集采政策的催化，国内骨科耗材市场已经实现进口份额替代，创伤、脊柱、关节领域的国产份额占比已经远超过进口品牌，国产产品性能已经与进口相当。另一方面，国内成熟的供应链体系，相对低的人工成本组成的制造业成本优势，为高性价的中国骨科耗材在海外市场赢得生存空间。中国企业依靠在海外市场长期建立的渠道关系，厚积薄发，近年来海外市场实现大幅增长。

2023年国内骨科市场国产与进口份额情况



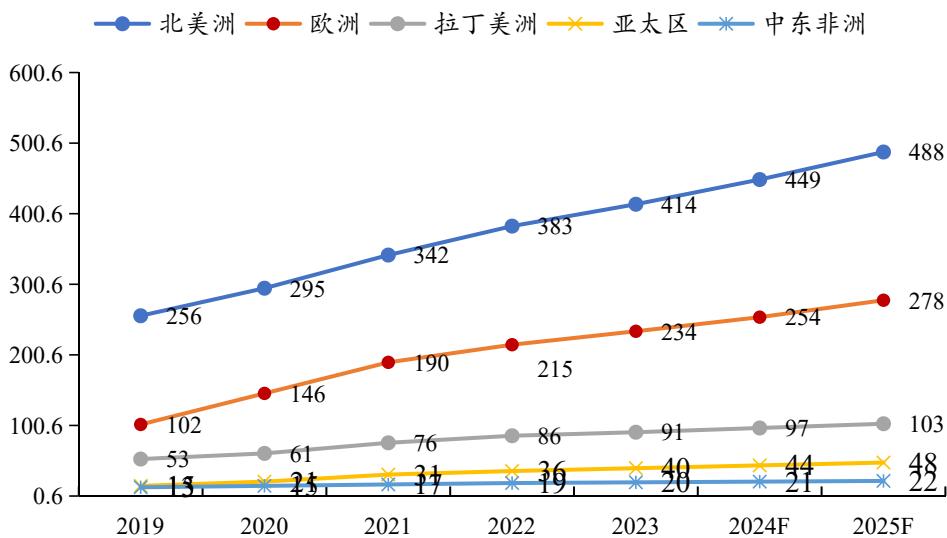
春立医疗海外收入增长情况



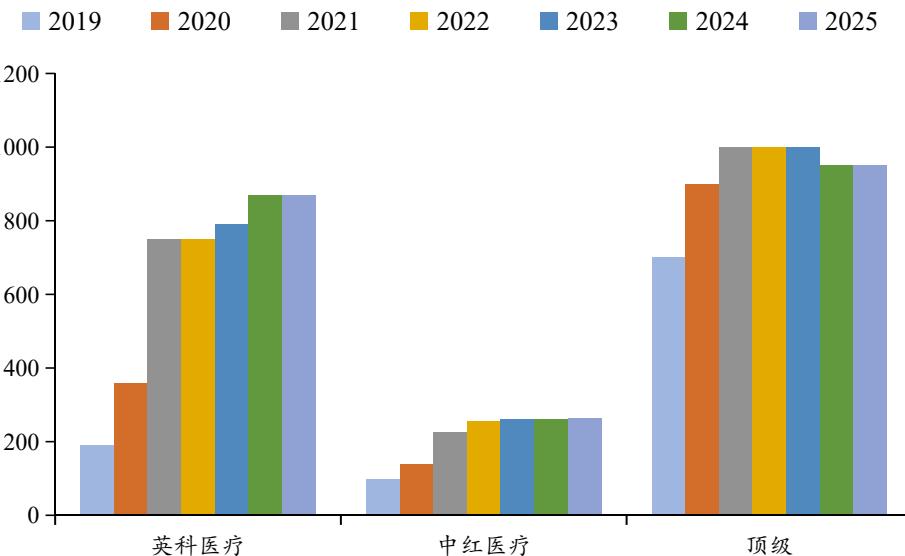
国际化：一次性手套供需格局持续改善，产能转移正当时

- 供给收缩，全球头部公司产能扩建减缓，中国企业寻求产能出海。COVID-19后，全球手套供过于求，行业内小厂产能由于成本被逐渐出清，头部大厂的产能扩建也在放缓，2023-2025年期间仅有少数公司产能有所增长。与此同时，中美关税导致的中国一次手套产能寻求出海，目前进展较快的为英科医疗。
- 需求量仍保持稳定增长，人均使用量以高个位数复合增长。参考Top Glove公告，预计北美洲的人均使用量在2025年为488支，远高于其他区域使用量，且逐年呈现出上升趋势，这各上升趋势也同样体现在其他各个区域。展望未来，我们预计这种需求增长持续性还会持续，亚太和拉美的人均手套使用量也会逐渐向北美、欧洲区域靠近。

分区域人均一次性手套使用量情况



部分代表性行业头部公司产能扩张情况



资料来源：头豹研究院，英科医疗公告，中红医疗公告，top glove公告，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

2025H1出口类公司业绩梳理：

- 从价值链位置来看，自有品牌的高值耗材、IVD、设备毛利率相对较高，供应链为主的毛利率依次为设备类、低耗类。2025H1增速来看，瑞迈特、海泰新光、鱼跃医疗设备类出口增速相对较快，部分耗材公司如南微医学出海也增速较好。

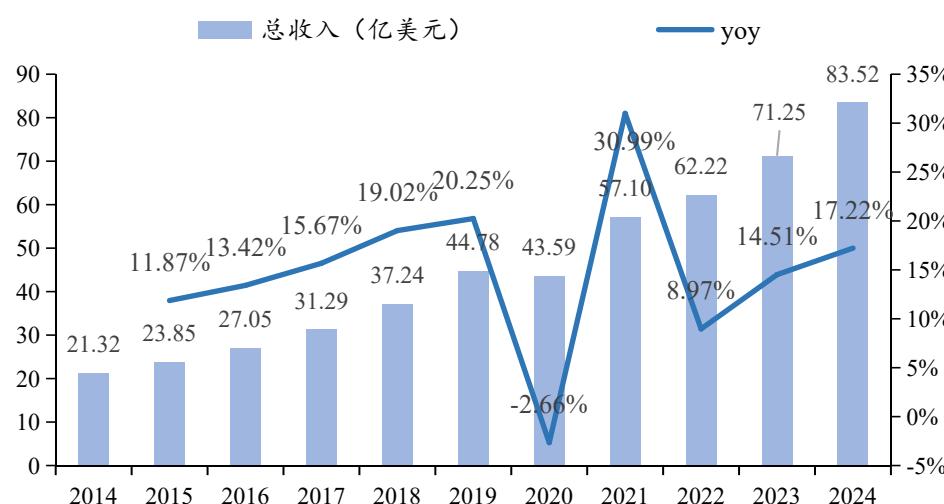
| 板块 | 证券代码 | 证券名称 | 2025H1国外收入(亿元) | 国外收入占比(%) | 国外毛利率(%) | 国内毛利率(%) | 国外收入增速 |
|-----|-----------|------|----------------|-----------|----------|----------|---------|
| IVD | 300832.SZ | 新产业 | 9.52 | 43.59 | 67.19 | 69.77 | 19.57% |
| IVD | 300760.SZ | 迈瑞医疗 | 83.32 | 49.77 | NA | NA | 5.39% |
| IVD | 300685.SZ | 艾德生物 | 1.06 | 18.29 | 86.47 | 83.45 | 3.70% |
| IVD | 002432.SZ | 九安医疗 | 6.54 | 85.47 | 74.12 | 19.50 | -48.41% |
| 耗材 | 605369.SH | 拱东医疗 | 3.42 | 61.47 | 29.13 | 34.78 | 5.62% |
| 耗材 | 688029.SH | 南微医学 | 8.98 | 57.37 | 65.07 | 65.07 | 43.81% |
| 耗材 | 002382.SZ | 蓝帆医疗 | 22.00 | 79.11 | 9.94 | 32.83 | -15.07% |
| 耗材 | 688581.SH | 安杰思 | 1.63 | 53.81 | 72.46 | 67.58 | 18.29% |
| 耗材 | 002950.SZ | 奥美医疗 | 14.03 | 83.72 | 30.61 | 24.63 | 6.36% |
| 耗材 | 002551.SZ | 尚荣医疗 | 3.87 | 73.30 | 11.92 | 28.96 | -11.33% |
| 设备 | 300562.SZ | 乐心医疗 | 4.27 | 81.96 | 38.29 | 17.41 | 4.87% |
| 设备 | 002223.SZ | 鱼跃医疗 | 6.07 | 13.03 | 32.61 | 53.14 | 26.63% |
| 设备 | 300049.SZ | 福瑞股份 | 4.57 | 63.99 | 88.31 | 52.08 | 14.41% |
| 设备 | 301363.SZ | 美好医疗 | 6.37 | 86.93 | 40.49 | 17.77 | 4.86% |
| 设备 | 688114.SH | 华大智造 | 3.57 | 32.10 | 65.69 | 46.78 | -12.40% |
| 设备 | 688677.SH | 海泰新光 | 1.98 | 74.64 | 71.19 | 50.07 | 28.58% |
| 设备 | 301367.SZ | 瑞迈特 | 3.53 | 64.89 | 51.89 | 52.68 | 61.33% |

资料来源：IFind，公司公告，华安证券研究所

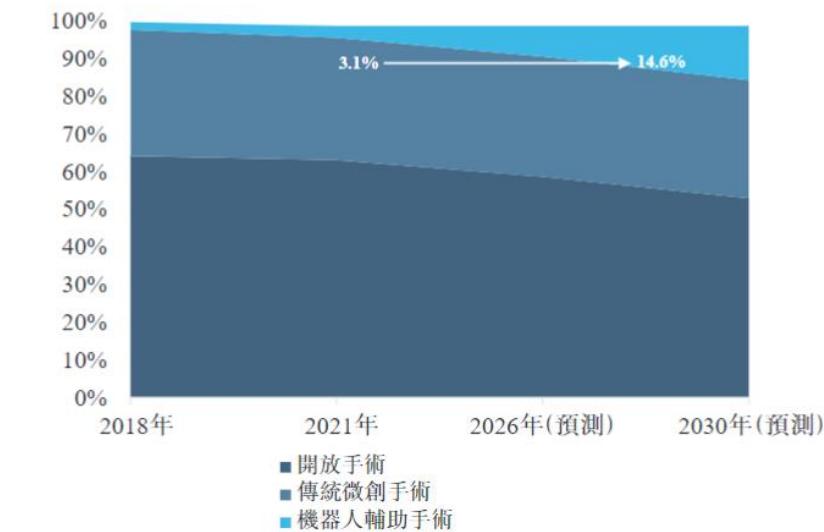
科技前沿：手术机器人普及之路已经开启

- 临床获益显著，商业模式走通，“设备+耗材+服务”搭建竞争壁垒。与开放手术的大切口相比，病人在机器人微创手术中一般仅有一个或几个小切口，用来放入手术器械，手术能以精准及微创的方式完成，大幅减少失血及术后并发症的风险，使得病人更快康复。从商业模式来看，直觉外科为行业打造了学习典范，整机销售的同时并配置专用的耗材和软件服务模块，与下游医院医生形成强粘性关系。
- 手术机器人收费约束或被解决。12月5日，国家医疗保障局正式发布《手术和治疗类辅助操作类立项指南（试行）（征求意见稿）》，首次从国家层面针对机器人手术等相关辅助操作构建起价格管理框架，手术机器人术式支付政策有望迎来改善。参考沙立文数据，2021年全球机器人辅助手术量占全球手术量的比例为3.1%，预计于2030年增长至14.6%。

直觉外科2014-2024年收入情况



全球手术类型分布情况



科技前沿：AI医疗技术平权大爆发，应用端未来可期

- 政策与需求的双轮驱动已成共识：**国家层面明确医疗AI落地方向，发布《卫生健康行业人工智能应用场景参考指引》，细化至84个具体场景（医疗服务管理、基层公卫、健康产业、医学教学科研四大领域），为院端采购与产品准入提供落地。
- 海外映射验证医疗数据价值重估：**Tempus AI 以“基因组诊断+数据服务（Insights/Trials）+AI应用（Time/Next/Olivia）”跑通多线收入；HIMS以“AI+订阅”实现高增；Doximity等医生平台验证ToB/ToD广告与工具订阅模式。
- 聚焦医学影像、AI制药、智慧诊疗与管理：**1) AI 在阅片速度和准确率上的提升已获临床验证；2) 解决传统药物研发周期长、成本高的痛点；3) 智能诊疗与管理覆盖病理检验、健康管理及医院管理全流程。

AI医疗三大方向梳理

➤ 医学影像

核心指标：AI 阅片时间比人工节省 53%，检出率提升 17.6%；

商业模式：软硬件结合（联影医疗等）、平台分成或按次收费；

代表公司：迈瑞医疗、联影医疗

➤ AI制药

核心指标：AI 辅助可将研发周期缩短近 40%，资金节省至少 10%；

商业模式：AI CRO、AI Biotech、AI SaaS；

代表公司：晶泰科技、英矽智能

➤ 智慧诊疗与管理

核心指标：病理切片分析、慢病管理、医保控费；

商业模式：从单一工具向“设备+AI服务”的订阅制模式演进；

推荐标的：润达医疗、美年健康

科技前沿：脑机接口是国家重大战略规划，政策端配套齐全

- 政策密集出台，脑机接口发展已进入产业落地阶段。2025年7月，工信部等七部委颁布《关于推动脑机接口产业创新发展的实施意见》，明确提出2027年和2030年的总体目标和发展路径，强调形成产业集群，拉动供给侧。
- 国家医保局为脑机接口单独立项收费。2025年3月，国家医保局发布《神经系统类医疗服务价格项目立项指南（试行）》，专门为脑机接口项目实施收费，湖北、浙江、江苏、广东和上海等地，构成支付端闭环。
- 脑机接口重要研究进展集中在中美，逐步形成全球第一梯队。全球来看，美国以Neuralink、Synchron、Precision Neuroscience等公司引领全球脑机接口产业，临床试验开展有序进行，FDA拿证数量和进度最为领先，Open AI和Meta也跨赛道进军脑机接口产业；中国以芯智达、博睿康科技、脑虎科技、强脑科技、阶梯医疗等企业持续突破，陆续开展首例临床植入。
- 运动康复、神经功能替代等脑机接口技术有望率先实现商业化。考虑到运动康复的临床需求明确，产品获证难度低、速度快（用于康复训练的脑机接口多采用非侵入式技术路线，相比侵入式的技术验证和注册审批时间更短），应用场景更加广泛（医院康复科、社区医院、居家场景）。

AI医疗重点公司梳理

- 2025Q1-3业绩层面：**AI医疗公司收入及利润端普遍出现负增长，个别公司同比下滑明显，如金域医学、迪安诊断、润达医疗等，主要系IVD政策影响+ICL业务量持续收缩导致；个别公司修复信号明显，如美年健康、成都先导等。PE(TTM) 估值来看，估值分化较大，多数公司为负数，不具备可比性，AI医疗核心驱动力是AI相关业务的同比增长情况，如美年健康前三季度AI相关收入2.5亿元，同比增长71.02%。

AI医疗公司25Q1-3经营概览（单位：%）

| 证券代码 | 证券简称 | 总市值(亿元) | PE(TTM) | 营业收入 | 归母净利润 | 扣非净利润 | 销售毛利率 | 销售净利率 | 销售费用率 | 管理费用率 | 研发费用率 |
|-----------|------|---------|---------|--------|---------|---------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 603882.SH | 金域医学 | 132.63 | -23.91 | -19.23 | -184.84 | -208.00 | 34.82 | -1.96 | 14.08 | 9.56 | 5.36 |
| 300244.SZ | 迪安诊断 | 96.00 | -22.25 | -18.28 | -56.67 | -73.50 | 29.07 | 2.41 | 10.98 | 6.85 | 2.24 |
| 002044.SZ | 美年健康 | 199.24 | 64.38 | -3.01 | 110.53 | 50.13 | 38.33 | 1.32 | 22.72 | 9.14 | 0.53 |
| 603108.SH | 润达医疗 | 92.36 | -58.52 | -14.70 | -422.64 | -647.82 | 21.52 | -2.40 | 10.67 | 5.75 | 1.57 |
| 300676.SZ | 华大基因 | 187.66 | -23.46 | -5.39 | 82.78 | 52.04 | 42.97 | -0.98 | 20.41 | 7.92 | 12.45 |
| 300253.SZ | 卫宁健康 | 183.81 | -59.66 | -32.27 | -256.10 | -259.86 | 29.07 | -19.12 | 15.87 | 9.15 | 18.59 |
| 000710.SZ | 贝瑞基因 | 40.20 | -15.74 | -16.65 | -606.13 | -519.85 | 47.75 | -7.35 | 22.79 | 16.26 | 11.48 |
| 600718.SH | 东软集团 | 119.35 | -312.17 | 8.72 | -66.47 | -145.87 | 25.47 | 0.73 | 5.21 | 7.52 | 10.92 |
| 688222.SH | 成都先导 | 96.08 | 84.20 | 23.98 | 208.34 | 420.30 | 54.85 | 24.81 | 4.08 | 15.25 | 11.74 |
| 301230.SZ | 泓博医药 | 42.89 | 117.23 | 31.43 | 127.96 | 353.43 | 28.05 | 6.76 | 1.90 | 13.65 | 5.60 |
| 688393.SH | 安必平 | 21.35 | -111.75 | -28.29 | -136.34 | -174.50 | 64.52 | -4.66 | 45.95 | 17.83 | 10.83 |

资料来源：IFIND，华安证券研究所

注：市值选自2025年12月10日收盘价对应市值

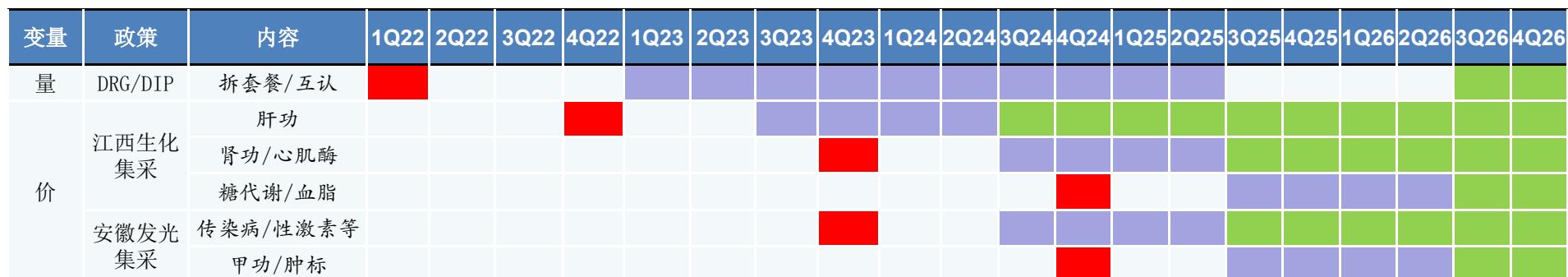
脑机接口：重点公司梳理

| 证券代码 | 证券名称 | 总市值(亿元) | 年初至今涨幅 | 技术路线 | 脑机接口布局及推荐逻辑 |
|-----------|------|---------|--------|------------|---|
| 688273.SH | 麦澜德 | 35 | 49% | 非侵入 | 和浙江大学在脑机接口项目有合作。公司软体手功能康复机器人作为脑机接口领域热门载体，已协同主流脑机接口设备开发脑机接口-手功能康复系统，并在临床得到验证和应用。目前脑机接口多应用于假肢等小众领域，公司聚焦更通用场景(如脑卒中、神经损伤康复)，结合脑电探测、中枢神经调控等技术形成闭环系统。公司目前采用非侵入式技术，聚焦神经退行性疾病(如阿尔茨海默、帕金森)、脑卒中及儿童脑瘫等。未来将通过闭环系统(意图识别+效果评估+中枢/外周调控)扩展应用场景 |
| 6609.HK | 心玮医疗 | 21 | 172% | 介入 | 和南开大学合作，国内首家介入式脑机接口公司，可通过血管介入方式在颅内大脑皮层壁植入芯片，采集到高质量脑电信号。目前已顺利完成羊、猴子的动物实验，预计26年开展人体试验；介入式脑机接口技术无侵入，且脑电信号采集稳定+高质量，有望成为未来消费娱乐级场景的首选 |
| 301363.SZ | 美好医疗 | 117 | -12% | 侵入式 | 是全球人工耳蜗植入领域龙头企业的战略合作伙伴及核心供应商，已承担人工耳蜗植入体产品中除PCBA与芯片制造外的全部生产环节，积累了丰富的技术经验，包括产品设计、材料应用、精密制造和医疗级质量管控。基于人工耳蜗与其他脑机接口产品的技术共性，公司具备将相关技术储备拓展至其他脑机接口产品(如侵入式脑机接口)研发设计与精密制造的能力。2025年，公司透露已与部分国内外客户展开脑机接口研发合作，但具体细节暂未披露。 |
| 300753.SZ | 爱朋医疗 | 34 | 51% | 侵入/半侵入/非侵入 | 参股常州瑞神安，国内少数掌握无创脑电信号采集、处理以及智能算法构建的企业之一，拥有一次性使用颅内脑电极(SEEG)、植入式迷走神经刺激器(VNS)及植入式可充电脊髓刺激器(SCS)等三类注册证；控股朋睿脑科学(持股55%)，研发基于非侵入式脑机接口技术、多模态传感器技术及人工智能算法用于注意缺陷与多动障碍(ADHD)的产品 |
| 002173.SZ | 创新医疗 | 93 | 166% | 非侵入 | 集团和浙江大学科研团队联合成立博灵医疗科技，聚焦脑科学研究与医疗健康领域的成果转化，专注于中风偏瘫人群康复训练与生活辅助器具的设计开发与应用 |
| 688626.SH | 翔宇医疗 | 77 | 64% | 非侵入 | 和天津大学和西安交通大学合作。以非侵入式康复设备为主要方向，产品以精神心理、脑电采集装置、主动训练等为主，预计下半年脑电采集装置、精神心理类产品将陆续取得医疗器械注册证 |
| 688580.SH | 伟思医疗 | 43 | 61% | 非侵入 | 双平台布局：1)无创神经调控平台(TMS)：现售王牌产品为MyNeural/MagNeuro ONE闭环神经调控机器人，将经颅磁与MRI导航结合，实现“定位精准、剂量精准、刺激精准”，已在上海精神卫生中心、北京大学第六医院等超过60家头部医院装机。2)非侵入式脑机融合平台(FreeMind新月)：在团体生物反馈基础上迭代为多模态脑机平台，采集EEG/EMG/眼动/血流量/HRV五大核心维度，支持AI解码与伪差适应算法，整机轻量化无线设计(<160g)，适配运动状态下的连续测量；可与功能性电刺激、主被动运动、认知/手功能设备联动，向卒中后运动/认知障碍等适应症扩展。上市三年装机超过1000套、覆盖800多家医院。 |
| 300003.SZ | 乐普医疗 | 288 | 35% | 非侵入 | 控股子公司深圳睿瀚医疗，主要专注于非侵入式(无创)脑机接口技术在医疗康复场景的应用，公司拥有脑电信号解码、智能机器控制、AI交互等核心专利算法，其中基于运动想象和镜像神经元的算法达到国际前沿水平，核心团队来自西安交通大学、清华大学，HandyBot手功能康复外骨骼系统已通过NMPA认证 |
| 688767.SH | 博拓生物 | 58 | 66% | 侵入 | 入股青石永隽并获5%股权，产品面向难治性重症抑郁症患者，已进入科研性临床试验阶段，预计注册临床会在2026年启动；青石永隽由浙江大学侵入式脑机接口核心团队创办成立，是南湖脑机交叉研究院孵化的首个脑机项目成果转化企业，已成果让瘫痪患者走路 |
| 300430.SZ | 诚益通 | 50 | 21% | 非侵入/侵入 | 和清华大学、华南理工大学等高校合作，子公司龙之杰的三款脑机接口产品已经进入了筹备注册阶段；孙公司北京脑连科技有限公司与大兴医药基地管委会联合成立“脑机接口植入式生物实验室”，主要做侵入式脑机接口研究 |
| 301367.SZ | 瑞迈特 | 79 | 40% | 非侵入 | 和强脑科技战略合作，共同研发睡眠仪。核心产品为呼吸机、睡眠仪等呼吸健康设备 |
| 301293.SZ | 三博脑科 | 111 | 25% | DBS脑深部电刺激 | 以神经专科为特色的医疗服务集团，与清华大学合作成立“清华-三博脑科脑机精准医学联合研究中心”，聚焦脑疾病精准诊疗与技术创新 |
| 301033.SZ | 迈普医学 | 43 | 54% | / | Neurolink临床试验脑膜供应商。从事神经外科手术耗材研发与销售，侵入式脑机接口手术相关耗材，产品包括人工硬脑膜补片、硬脑膜医用胶、氧化再生纤维素类止血材料等 |

体外诊断：紧密跟踪政策执行节奏，量价出清预计在3Q26

- 量的出清：**主要体现在拆套餐/检验项目互认的执行层面。国家层面已明确“最少够用”原则并设定明确时点——二级及以上医疗机构需在2025年6月底前完成不必要检验套餐拆除，紧密型医联体2025年底实现全部项目互认、省域2027年底互认项目>300项。我们认为，截至9M25各医疗机构会完成相关信息化系统的改造工作，3Q25起原有信息化套餐系统会出现断层下滑（归零），至少维持1年的出清时间，因此量的出清需要至少等到3Q26。
- 价的出清：**主要体现在江西、安徽两大联盟集采的落地执行程度。江西联盟IVD集采已经历肝功、肾功、糖代谢等三轮集采，安徽联盟集采也处于第二轮甲功/肿标执行的早期阶段，各省落地执行的时间窗口一般在开标后半年到一年，价格出清预计会处于江西最后一轮糖代谢集采+安徽化学发光甲功/肿标集采落地之后，因此价的出清需要至少等到2Q26。
- 量价全面出清：**3Q26开始有所显现，1H26是较好的抢跑时机。

政策对体外诊断试剂的量价影响及出清时间预测



■ : 启动

■ : 陆续执行

■ : 企稳出清

资料来源：国家及各省医保局，华安证券研究所整理

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



联影医疗：海外业务增长亮眼，高端产品全面突破

- (1) 国内医学影像设备先驱，产线齐全媲美GPS。公司各类设备三甲医院入驻率逐年提升，临床认可度高。
- (2) 自主研发，供应链自主可控。公司坚持自主生产模式，持续向内攻坚核心部件与底层技术，避免受关键零部件“卡脖子”的风险。目前公司已实现MR全部核心部件（磁体、梯度、射频和谱仪）、MI部分核心材料及部件（闪烁晶体、探测器）、CT部分核心部件（探测器、高压发生器）、RT部分核心部件（加速管、多叶光栅）的自研或自产。
- (3) 国内市场优势显著，海外拓展渐入佳境。国内市场，公司各产品线排名均处于国内行业前列，国产替代叠加设备以旧换新等利好政策，国内份额将进一步提升；海外市场有序扩张，海外业务收入为22.20亿元（YOY+33.81%），随着海外服务网络持续拓展以及高端产品在国际医疗机构覆盖率的提升，公司海外业务仍有较大增长潜力。

投资建议：预计2025-2027年归母净利润分别实现18.02亿元、24.07亿元和32.60亿元，维持“买入”评级。

| 单位：百万元 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 10300 | 12164 | 14488 | 17612 |
| 收入同比（%） | -9.7% | 18.1% | 19.1% | 21.6% |
| 归属母公司净利润 | 1262 | 1802 | 2407 | 3260 |
| 净利润同比（%） | -36.1% | 42.8% | 33.6% | 35.5% |
| 毛利率（%） | 48.5% | 50.2% | 51.3% | 52.3% |
| ROE（%） | 6.3% | 8.4% | 10.1% | 12.1% |
| 每股收益（元） | 1.54 | 2.19 | 2.92 | 3.96 |
| P/E | 82.08 | 58.98 | 44.16 | 32.61 |
| P/B | 5.23 | 4.93 | 4.46 | 3.95 |
| EV/EBITDA | 62.49 | 40.28 | 31.45 | 23.71 |

敬请参阅末页重要声明及评级说明

资料来源：wind、华安证券研究所，摘自【华安医药】联影医疗：2025Q2收入提速，市场竞争力持续提升

注：市值选取20251209收盘价测算



华大智造：基因测序业务稳步增长，全球化布局持续深化

投资亮点：

- (1) 公司基因测序产品矩阵完善，试剂逐步上量，盈利能力持续改善。公司2023年发布了多款新产品，包括超高通量测序仪DNBSEQ-T20×2，中低通量测序仪DNBSEQ-G99和小型化测序仪DNBSEQ-E25，进一步丰富了产品矩阵，增强了市场竞争力。2025年公司连续三个季度业绩实现大幅减亏，预计2026年实现盈亏转正。
- (2) 掌握底层技术，全球化布局。公司技术来源清晰，与ILLunina无专利纠纷，国际竞争中成本优势显著。公司与关联方华大研究院将CoolMPS测序技术/通用测序技术相关专利、技术秘密及商标在亚太及大中华区以外的全球独占许可/普通许可有偿授权给SwissRockets，借助SwissRockets实现CoolMPS技术及产品的海外市场开拓，加速公司全球化战略布局。

投资建议：

预计2025-2027年归母净利润有望实现-0.98亿元、1.60亿元、3.82亿元，考虑公司测序仪具备全球竞争力，测序仪是整个NGS方法学的核心设备，具有强稀缺性，未来下游市场爆发潜力大，维持“买入”评级。

| 单位：百万元 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|---------|-------|--------|--------|
| 营业收入 | 3013 | 2824 | 3341 | 3943 |
| 收入同比（%） | 3.5% | -6.3% | 18.3% | 18.0% |
| 归属母公司净利润 | -601 | -98 | 160 | 382 |
| 净利润同比（%） | 1.1% | 83.6% | 262.9% | 138.6% |
| 毛利率（%） | 55.5% | 57.3% | 58.2% | 59.0% |
| ROE（%） | -7.6% | -1.3% | 2.0% | 4.6% |
| 每股收益（元） | -1.46 | -0.24 | 0.38 | 0.92 |
| P/E | — | — | 156.61 | 65.63 |
| P/B | 2.47 | 3.22 | 3.15 | 3.01 |
| EV/EBITDA | -308.98 | 59.91 | 44.48 | 27.79 |



瑞迈特：家用呼吸机全球领导者，业绩逐季改善中

投资亮点：

- (1) 公司在美国市场站稳，美国市场份额持续提升：公司抓住飞利浦召回的机构，在壁垒高的美国市场站稳脚跟，已经成为美国第二大家用呼吸机品牌，同时，公司加大了在医生端和DME端的品牌投入，借助无消音棉的新产品打差异化战略，呼吸机设备的市场份额预计持续提升。另外，公司在美国市场加大耗材业务投入，设备保有量提升的背景下预计耗材业务增速更快。
- (2) 公司加快国内线上自营渠道建设，预计国内净利率回升：公司2025年开始收回经销商的线下电商经营权，转为公司自营模式，这一模式的变化，一方面公司在线上增加更多产品型号，价格带更宽，公司更易掌握终端定价，另一方面公司出厂价也会提升，包括给线下经销商定制特定机型的价格，综合来看，公司国内市场的盈利能力将大幅提升。

投资建议：

预计2025-2027年归母净利润分别实现2.67亿元、3.48亿元和4.55亿元，维持“买入”评级。

| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 843 | 1103 | 1378 | 1731 |
| 收入同比 (%) | -24.9% | 30.8% | 24.9% | 25.6% |
| 归属母公司净利润 | 155 | 267 | 348 | 455 |
| 净利润同比 (%) | -47.7% | 71.7% | 30.3% | 30.8% |
| 毛利率 (%) | 48.3% | 52.7% | 53.2% | 53.8% |
| ROE (%) | 5.5% | 8.6% | 10.1% | 11.7% |
| 每股收益 (元) | 1.74 | 2.98 | 3.88 | 5.08 |
| P/E | 36.21 | 29.58 | 22.70 | 17.35 |
| P/B | 2.00 | 2.55 | 2.29 | 2.03 |
| EV/EBITDA | 41.31 | 26.50 | 19.94 | 14.37 |

资料来源：wind、华安证券研究所，摘自【华安医药】瑞迈特：业绩符合预期，
收入结构持续改善

注：市值选取20251209收盘价测算

春立医疗：走出集采影响，海外市场成为新动能

- 春立医疗在关节领域发力较早，技术积累充足，产品丰富，是国产关节龙头企业，且其脊柱、运动医学等产品也快速增长，公司有望成长为一家全品类的综合型的骨科平台企业。
- 国内：2024年公司业务受集采影响持续，2025年二季度起，公司价格基数效应消除，同时其他业务如脊柱、运动医学、PRP等也逐渐放量，带动国内业务高速增长。参考行业增速预期，预计公司国内业务未来保持15%左右。
- 国外：2024年公司继续积极开拓国际市场业务，加大在国际市场投入力度，2024年境外业务实现收入3.53亿元，同比大幅增长78%，且毛利率提升2.10pp至65.90%。海外市场空间大，且利润率高，2025年公司海外市场增速持续，公司产品已经在南美、东南亚等区域有一定的品牌影响力，市场份额不断提升。展望未来，我们对公司海外市场保持乐观。

投资建议：

预计2025-2027年归母净利润分别实现2.41亿元、3.09亿元和3.90亿元，对应的PE估值分别为38x、30x和23x。维持“买入”评级。

| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 806 | 1139 | 1429 | 1775 |
| 收入同比（%） | -33.3% | 41.3% | 25.5% | 24.3% |
| 归属母公司净利润 | 125 | 241 | 309 | 390 |
| 净利润同比（%） | -55.0% | 92.8% | 28.3% | 26.1% |
| 毛利率（%） | 66.6% | 66.3% | 66.4% | 66.4% |
| ROE（%） | 4.4% | 7.9% | 9.2% | 10.4% |
| 每股收益（元） | 0.33 | 0.63 | 0.81 | 1.02 |
| P/E | 38.79 | 37.97 | 29.60 | 23.48 |
| P/B | 1.74 | 2.99 | 2.71 | 2.43 |
| EV/EBITDA | 26.14 | 28.02 | 21.67 | 16.90 |

资料来源：wind、华安证券研究所、摘自【华安医药】春立医疗：2025H1业绩高速增长，海外成为增长亮点

注：市值选取20251209收盘价测算

三友医疗：脊柱集采出清，超声骨刀+脊柱机器人打开空间

- 全国集采常态化，公司传统植入类耗材出清在即。2024年随着三大主要骨科植入类耗材全国/联盟集采落地，国内脊柱类、创伤类植入耗材终端价平均降幅80%以上，行业处于阶段性下行周期；国产公司头部集中趋势明显，进口替代进程加速。公司作为脊柱类耗材头部企业，国内市场占有率不断提升，我们认为公司传统植入类耗材即将出清，进入稳步增长阶段。公司在传统的骨科植入耗材领域内有很强的研发创新，推出了ADENA等核心产品，同类对比最优。
- “JAZZ脊柱耗材+超声骨刀+骨科机器人”构筑产品生态壁垒。公司积极拓宽JAZZ系列产品线，控股法国Implanet作为海外高端脊柱品牌的国际化中心；开发春风化雨手术机器人，围绕脊柱手术创新性探索高精度配准、高精度定位和超声骨刀的结合，解决临床手术难题。2024年，公司的水木天蓬超声骨刀和法国Implanet脊柱系统在北美脊柱年会（NASS）上联合展出，获得了市场的高度认可。“JAZZ脊柱耗材+超声骨刀+骨科机器人”，成为其强大的产品生态壁垒。

| 主要财务指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入 | 454 | 599 | 759 | 952 |
| 收入同比 (%) | -1.5% | 32.0% | 26.8% | 25.4% |
| 归属母公司净利润 | 11 | 90 | 154 | 238 |
| 净利润同比 (%) | -88.0% | 684.8% | 71.6% | 54.0% |
| 毛利率 (%) | 71.3% | 72.6% | 74.7% | 77.3% |
| ROE (%) | 0.6% | 3.7% | 6.1% | 8.6% |
| 每股收益 (元) | 0.05 | 0.27 | 0.46 | 0.71 |
| P/E | 423.80 | 67.24 | 39.19 | 25.45 |
| P/B | 2.75 | 2.51 | 2.37 | 2.19 |
| EV/EBITDA | 68.39 | 32.26 | 19.37 | 12.35 |

资料来源：ifind，华安证券研究所、摘自【华安医药】三友医疗：国际化业务加速放量，美国市场表现亮眼

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

迈普医学：再生医学领域航母，海外新品增速超预期

- 技术迭代显现，新产品拓适应症及获证，国内海外协同加速。1) 人工硬脑（脊）膜补片业务实现平稳增长，在集采影响出清后业务企稳；2) PEEK颅颌面修补材料在集采后依然实现稳健增长，对钛金属的替代逻辑持续得到验证；3) 可吸收止血纱、硬脑膜医用胶两大新产品放量迅猛，成为核心增长引擎，主要得益于止血纱于25年初拓展至普外科适应症，以及25Q1硬脑膜医用胶获批欧盟注册证（MDR），因此新产品国内海外协同增长。
- 并购易介医疗布局神经介入，代理业务打开新空间。公司积极进行战略布局，打造长期增长动力。1) 外延并购：报告期内，公司拟发行股份及支付现金收购广州易介医疗科技有限公司100%股权，正式进入高潜力的神经介入赛道，打造“神经外科+神经介入”一体化脑部疾病整体解决方案的关键布局，有望打开公司长期成长天花板，构建第二增长曲线。

| 主要财务指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 278 | 374 | 499 | 660 |
| 收入同比 (%) | 20.6% | 34.5% | 33.3% | 32.3% |
| 归属母公司净利润 | 79 | 110 | 157 | 230 |
| 净利润同比 (%) | 92.9% | 39.6% | 42.5% | 46.8% |
| 毛利率 (%) | 79.3% | 76.8% | 74.4% | 73.2% |
| ROE (%) | 11.3% | 14.6% | 18.8% | 24.3% |
| 每股收益 (元) | 1.20 | 1.64 | 2.34 | 3.43 |
| P/E | 35.04 | 39.12 | 27.45 | 18.70 |
| P/B | 4.00 | 5.71 | 5.17 | 4.55 |
| EV/EBITDA | 23.89 | 25.89 | 19.12 | 13.15 |

资料来源：ifind，华安证券研究所、摘自【华安医药】迈普医学：新产品海外加速放量，收购易介医疗打开上限

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



华安研究• 拓展投资价值

归创通桥：神经+外周介入龙头，无惧集采，迅猛增长

- 神经介入龙头，内生增长强劲。**公司于24年经历10次集采，36/47款产品获集采中选，仍能做到近50%增长，是内生韧性的表现，同期高耗公司更多持平甚至负增长；3) 公司神经+外周产品矩阵齐全，既抗风险又有较高的收入上限，集采后整体毛利率下降有限（25H1毛利率71.2%， -0.1pct）。创新型高值耗材是单一品种难以取胜的赛道，需要密集的产品网络产生协同效应，做到全产品规模效应+营销费用摊销，预计今年跻身10亿+营收俱乐部，仅次心脉、先健等高值耗材头部。
- 现金充沛，回购果断。**公司24年底账上25亿现金/交易性金融资产，首次开启分红（每港币0.108元），同时上调至不少于6.5亿港币的回购。公司账面现金充沛，完全具备收并购海外神经/外周标的能力。

| 主要财务指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入 | 782 | 1059 | 1390 | 1748 |
| 收入同比(%) | 48% | 35% | 31% | 26% |
| 归母净利润 | 100 | 200 | 303 | 463 |
| 归母净利润同比(%) | 227% | 99% | 52% | 53% |
| ROE (%) | 3.23% | 6.05% | 8.42% | 11.39% |
| 每股收益(元) | 0.31 | 0.58 | 0.88 | 1.35 |
| 市盈率(P/E) | 37.99 | 38.64 | 25.46 | 16.66 |

资料来源：ifind，华安证券研究所、摘自【华安医药】归创通桥：政策拐点已至，利润增速超预期，迎来戴维斯双击

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



华安研究• 拓展投资价值

先健科技：结构心+外周介入领军企业，国际化业务加速

- **结构心+外周介入领军企业，有望合作多个外延BD。**公司目前主营业务呈现“3+N”业务布局，分3大产品线和N个战略合作业务：三大产品线分别是结构性心脏病业务，外周血管介入和起搏电生理业务，战略合作业务是指公司未来2-3年有望战略合作及增资多个BD项目，以此拓展公司产品版图（剑虎科技带来电生理国际化收入增量，以及其他后续神经/外周BD）。
- **铁基支架平台有望颠覆现有治疗格局。**降解支架可以避免患者终生服用抗凝药，是支架技术的巨大突破；然而，以聚乳酸或镁基的可降解支架存在支撑力较差、支架内壁较厚、适应症窄的临床痛点。元心科技（孙公司）作为全球唯一从事铁基可吸收材料研发的企业，自2006年起研发铁基可吸收材料，通过在高纯铁中渗入约0.05wt.%的氮，使得仅50微米壁厚的铁合金支架可同时获得足够的支撑力，并在2年后降解，临床3期结果证明其性能与雅培Xience Primes相当，有望颠覆冠脉支架现有治疗格局。目前，IBS Angle已获得马来西亚注册证及欧盟CE认证，并在美国获得同情使用；IBS Titan也获得美国同情使用；IBS可吸收药物洗脱冠脉支架系统国内完成三期临床入组，并在国内和欧洲地区分别递交NMPA和CE注册申请，有望于25-26年获批。

| 主要财务指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入 | 1304 | 1403 | 1528 | 1736 |
| 收入同比(%) | 3% | 8% | 9% | 14% |
| 归母净利润 | 222 | 316 | 388 | 526 |
| 归母净利润同比(%) | -16% | 42% | 23% | 35% |
| ROE (%) | 6.36% | 8.30% | 9.25% | 11.14% |
| 每股收益(元) | 0.05 | 0.07 | 0.08 | 0.11 |
| 市盈率(P/E) | 27.25 | 23.30 | 18.96 | 14.00 |

资料来源：ifind，华安证券研究所、摘自【华安医药】先健科技：结构心+外周介入领军企业，国际化业务加速

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



新产业：国际化平台型IVD，海外收入迈向高质量发展

- 海外带动整体进入拐点，盈利结构持续优化。2025年前三季度，公司整体业绩承压，但Q3呈现明显恢复趋势。国内主营业务不及预期，主要受集采降价及DRG/DIP支付改革导致部分检测项目检测量降低等因素影响；海外业务实现量质齐升，前三季度海外主营业务收入同比增长21.07%，其中试剂业务在仪器装机带动下同比增长37.23%。海外收入占比提升至43%，“仪器+试剂”协同效应日益凸显。得益于高毛利产品在海外占比提升，前三季度海外综合毛利率达69.49%，首次超过国内，带动公司整体毛利率水平企稳回升。
- 高端产品矩阵获市场验证，X8+T8联合拓展全球市场。公司持续推进高端产品布局，大客户战略成效显著。高速化学发光免疫分析仪X8销量稳定增长，截至3Q25累计装机/销售已达4545台；T8流水线截至3Q25累计实现全球装机/销售245条，其中2025年前三季度实现全球装机/销售158条。看好公司高速机和流水线对海外现有市场的迭代替换。

| 主要财务指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 4535 | 4567 | 5211 | 5873 |
| 收入同比 (%) | 15.4% | 0.7% | 14.1% | 12.7% |
| 归属母公司净利润 | 1828 | 1761 | 2001 | 2397 |
| 净利润同比 (%) | 10.6% | -3.7% | 13.6% | 19.8% |
| 毛利率 (%) | 72.1% | 71.4% | 71.8% | 73.3% |
| ROE (%) | 21.3% | 17.1% | 16.2% | 16.3% |
| 每股收益 (元) | 2.33 | 2.24 | 2.55 | 3.05 |
| P/E | 30.45 | 25.92 | 22.82 | 19.05 |
| P/B | 6.49 | 4.42 | 3.70 | 3.10 |
| EV/EBITDA | 25.15 | 19.60 | 16.65 | 13.41 |

资料来源：ifind，华安证券研究所、摘自【华安医药】新产业：公司点评
新产业：海外延续高增，流水线业务表现亮眼

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



亚辉龙：海外业务维持高增，“AI+IVD”带来新赋能

- 国内业务短期承压，海外业务维持高增。公司3Q25自产主营业务实现营业收入4.03亿元（同比+14%，环比+24%），其中自产化学发光业务收入3.64亿元（同比+14%），国内业务在经历短期调整后已出现明显复苏拐点。前三季度，公司自产主营业务收入为10.74亿元（-5.93%），其中海外自产主营业务收入2.08亿元（+39%），海外业务持续高增长，成为业绩核心驱动力。
- “AI+IVD”战略持续落地，特色管线研发顺利。1) 公司开发基于transformer架构的ANA智能研判系统，加入视觉注意力模型，已发表论文，读图准确率从70%提升至91.3%，10亿市场规模；2) 糖尿病领域。和江苏省人民医院合作开发胰岛功能标准化指数（PIFI）数智平台；3) 智慧实验室。iTLA MAX部署deepseek，搭建专属知识库，智能调度+更进一步自动化。3) hs-cTnI成功入选IFCC官网更新的hs-cTn试剂分析性能参考表，肾病检测领域获得国家发明专利授权，近期密集获批特色试剂（抗gp210/抗磷脂酶A2/sST2/抗Nephrin/CD146）。

| 主要财务指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|--------|--------|--------|-------|
| 营业收入 | 2012 | 1851 | 2167 | 2542 |
| 收入同比 (%) | -2.0% | -8.0% | 17.1% | 17.3% |
| 归属母公司净利润 | 302 | 114 | 300 | 415 |
| 净利润同比 (%) | -15.1% | -62.1% | 163.0% | 38.2% |
| 毛利率 (%) | 65.3% | 61.8% | 62.6% | 63.2% |
| ROE (%) | 10.9% | 4.0% | 9.5% | 11.6% |
| 每股收益 (元) | 0.53 | 0.20 | 0.53 | 0.73 |
| P/E | 29.81 | 71.34 | 27.13 | 19.63 |
| P/B | 3.27 | 2.85 | 2.58 | 2.28 |
| EV/EBITDA | 15.24 | 16.93 | 11.03 | 8.40 |

资料来源：ifind，华安证券研究所、摘自【华安医药】亚辉龙：国内业务拐点已现，海外业务持续高增

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



美年健康：业绩短期承压，“All in AI”战略成果显著

- **进入经营旺季，公司经营进入拐点。**公司前三季度收入同比略有下滑，主要受上半年传统淡季及宏观环境影响。进入第三季度体检旺季，公司经营情况有所改善，重点客户签单占比与到检份额均有所提升。截至报告期末，公司分院总数561家，其中控股体检分院300家。公司持续推进“团检公域引流，个检私域沉淀”的流量转化路径，客户结构持续优化，根据半年报数据，个人客户占收入比已提升至33%。从盈利能力看，公司第三季度归母净利润实现正增长，得益于科学的降本增效措施。
- **“All in AI”战略成果显著，创新业务打开成长新空间。**公司贯彻“All in AI”战略，AI已经成为业绩增长核心动力。2025年前三季度，AI相关收入为2.50亿元，同比增长71.02%，主要包括心肺联筛、AI-MDT报告、肺结宁、脑睿佳等产品带来的收入。公司持续丰富“专精特新”产品矩阵，一方面加速推进肺结宁、脑睿佳等重点项目，另一方面强化心血管、精准营养等创新产品力。在AI赋能运营方面，公司AI数智健管师“健康小美”的智能主检应用已上线217家体检中心，累计审核并生成300万份体检报告。

| 主要财务指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 10702 | 10601 | 11220 | 12095 |
| 收入同比 (%) | -1.8% | -0.9% | 5.8% | 7.8% |
| 归属母公司净利润 | 282 | 390 | 526 | 701 |
| 净利润同比 (%) | -44.2% | 38.1% | 35.0% | 33.3% |
| 毛利率 (%) | 42.8% | 42.5% | 42.7% | 42.9% |
| ROE (%) | 3.6% | 4.7% | 6.0% | 7.4% |
| 每股收益(元) | 0.07 | 0.10 | 0.13 | 0.18 |
| P/E | 65.57 | 56.04 | 41.51 | 31.14 |
| P/B | 2.27 | 2.64 | 2.48 | 2.30 |
| EV/EBITDA | 9.17 | 16.16 | 13.56 | 11.23 |

资料来源：ifind，华安证券研究所、摘自【华安医药】美年健康：旺季经营改善，AI赋能成效显著

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



润达医疗：传统业务承压，AI医疗业务加速落地

- 25Q3亏损持续收窄，主营业务逐步筑底企稳。**业绩整体承压主要系IVD行业持续受集采降价等政策影响，产品入院价格下滑，而设备折旧、人员薪酬等成本费用相对刚性，导致综合毛利总额下降。公司管理层判断，目前大部分检验项目及地区的集采降价已执行完毕，政策影响正逐步消化，随着检验量恢复及新检测项目入院，主营业务有望逐步筑底回升。公司正积极通过调整业务结构、加强精细化管理等措施降本增效，以稳定主业发展。
- AI医疗商业化提速，打造B&C&G策略。**截至25Q3，AI解决方案已累计落地超150家医院，其中2025年新增约70-80家。目前在手意向客户数百家，意向合同金额约10亿元，四季度在招标金额约1亿元，订单储备充足。为打破高昂算力成本导致的商业化瓶颈，公司联合华为算力先遣队、华鲲振宇推出新一代高性价比“智慧医院AI一体机解决方案”，旨在以极具吸引力的初始投入和1-2周的快速部署周期，加速AI产品在二级以上医院的普及。AI产品出海亦取得实质性突破，与某拉美国家的合作已进入合同流程，并正与阿联酋、埃及等国积极接洽。C端业务方面，公司坚持B2B2C模式，与中国人寿合作的院外健康管理服务已开始执行。

| 主要财务指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入 | 8312 | 8085 | 8703 | 9456 |
| 收入同比 (%) | -9.1% | -2.7% | 7.6% | 8.7% |
| 归属母公司净利润 | 55 | 199 | 238 | 275 |
| 净利润同比 (%) | -79.8% | 260.0% | 19.8% | 15.2% |
| 毛利率 (%) | 25.4% | 25.6% | 26.3% | 27.2% |
| ROE (%) | 1.3% | 4.4% | 5.0% | 5.4% |
| 每股收益 (元) | 0.09 | 0.33 | 0.40 | 0.46 |
| P/E | 177.00 | 46.42 | 38.73 | 33.61 |
| P/B | 2.21 | 2.03 | 1.93 | 1.82 |
| EV/EBITDA | 15.36 | 12.88 | 11.02 | 9.63 |

资料来源：ifind，华安证券研究所、摘自【华安医药】润达医疗：传统业务承压，AI医疗业务加速落地

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

目 录

1. 业绩总结：整体业绩较24年同期略微承压
2. 创新药：药品行业25Q1整体承压，二三季度逐步恢复
3. 创新产业链：行业需求回暖，业绩已显著改善
4. 医疗器械：关注具备全球竞争力的成长型公司
5. 风险提示

风险提示

- **政策风险：**政策变化，例如带量采购和医保报销等，可能对公司发展带来影响；
- **新产品获批情况不及预期：**可能存在因研发技术路线出现偏差、临床试验结果不及预期等导致新产品获批不及预期；
- **新产品放量不及预期：**新产品推进需要完善进院并建设销售团队，销售推进可能不及预期；
- **行业竞争加剧风险：**新产品和替代产品推出市场可能导致竞争加剧；
- **全球地缘政治因素影响：**现阶段全球地缘政治对海外市场及供应链的影响超出预期。

重要声明

分析师声明

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

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

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

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持：未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性：未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性：未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。

谢谢！