

医药行业2024年及2025Q1总结报告： 药店、医药流通增长较好，CXO环比持续改善

证券分析师：朱国广

执业证书编号：S0600520070004

联系邮箱：zhugg@dwzq.com.cn

二零二五年五月五日

- **医药行业：**405家医药上市公司2024同比2023的销售收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速分别为-0.46%、-6.73%、-11.97%。2024年Q4收入增长最快的三个细分领域依次为CXO、医疗器械、医药流通；2025Q1收入增长最快的三个细分领域依次为CXO、药店、医药流通。
- **中药：**62家中药上市公司2024年同比2023年的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速为-3.9%、-14.6%、-0.2%；2025Q1同比2024Q1的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速分别为-6.4%、-3.2%、-4.35%。客观经济环境变化、疾病发病率的变化叠加医药院内外政策影响，24年及25Q1增速明显放缓。建议关注：东阿阿胶、佐力药业、健民集团等。
- **化学制剂：**96家化学制剂公司2024年同比2023年的收入、归母净利润、扣非归母净利润增速分别为1.2%、15.7%、27.4%；2025年Q1同比2024Q1的收入、归母净利润、扣非归母净利润增速分别为0.3%、5.8%、4.5%。建议关注恒瑞医药、科伦药业、百济神州等。
- **科研服务：**16家科研服务公司2024年同比2023年的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速为6.56%、-20.07%、-16.19%；2025Q1同比2024Q1的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速分别为4.72%、9.09%、13.33%。环比有所改善，主要系2024年仍有新冠相关基数，同时受到投融资形式等整体市场环境的影响，2025年来看，整体海内外投融资形势企稳，趋势有所复苏。科研服务公司需求具备前置性，叠加国产替代自主可控契机，我们认为Q1初见业绩拐点，毛利率有所改善，盈利情况好转，且赛道高成长逻辑不变，长期前景乐观。建议关注：百普赛斯、奥浦迈、百奥赛图-B、阿拉丁、泰坦科技、诺唯赞、华大智造等。
- **医疗服务：**11家医疗服务上市公司（剔除三方检测）2024年同比2023年的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速为1.4%、-12.8%、-22.8%；2025Q1同比2024Q1的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速分别为6.51%、21.90%、12.19%。2024年面对宏观环境压力、市场竞争加剧、医保政策控费、高基数等，收入增长放缓，2025Q1收入增长恢复提升，利润增长更快。长期维度，社会老龄化及医疗保健意识提升带来医疗需求增长，医疗服务赛道在持续性强，行业竞争加速优胜劣汰。建议关注：爱尔眼科、普瑞眼科、固生堂、海吉亚等。
- **医疗器械：**97家医疗器械上市公司2024年同比2023年的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速为+1.16%、-8.91%、-9.50%；2025Q1同比2024Q1的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速分别为+0.31%、-13.94%、-14.62%。建议关注惠泰医疗、联影医疗等。

- **生物药&生物制品：**54家生物药公司2024年同比于2023的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速分别为-6.9%、-18.0%、-16.3%；2025Q1同比2024Q1的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速分别为-51.2%、-63.8%、-67.2%。血制品和疫苗板块受需求下降、供给增加、竞争加剧和价格承压等影响，净利润下滑明显；生物药受入院加快，医保放量等影响，业绩保持稳健增长。
- **CXO：**22家CXO上市公司2024年同比2023年的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速为-4.14%、-23.61%、-19.72%；受生物医药投融资不景气影响，Biotech企业面临较大融资困难，影响新药管线推进，继而导致上游的CXO板块业绩小幅下降。2025Q1同比于2024Q1的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速分别为13.1%、78.2%、23.2%。短期看，经过几个季度的调整，2025Q1开始收入利润均呈现修复趋势；中长期看，一方面我国仍是CDMO行业重要生产国，在成本低、效率高、质量优三重优势下竞争优势突出，另一方面监管趋严、新药研发向差异化发展导致新药研发难度和成本增加，CRO企业凭借项目经验优势和资源优势或成为药企的重要合作伙伴，因此我们认为CXO长期需求向上，看好管线结构合理的平台型企业、细分赛道竞争优势明显的龙头企业和业务差异化发展的创新企业。
- **原料药：**50家原料药上市公司2024同比2023的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速为2.48%、-0.67%、-4.78%；原料药板块受到下游去库存、行业竞争加剧的影响，需求和价格总体受损；随着去库存尾声与富余产能出清，预计在2025年逐季度恢复。2025Q1同比2024Q1的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速分别为-3.8%、8.67%、4.95%。2025Q1开始需求企稳，企业盈利提升。短期看，1) 需求端：2023年底开始全球原料药去库存导致需求萎靡，2024Q4起需求端已逐渐企稳，品种价格稳住，2025有望逐季度恢复。2) 成本端：粮食价格下行，发酵类原料药成本下降；石化价格保持较低位置，2025年板块盈利能力总体有望提升。3) 供给端：过剩的小企业产能逐步出清，行业产能向头部优质公司集中，加大全球市占率。中长期看，且我国在中间体和原料药行业有非常强的成本、产业链等优势，无惧竞争，叠加大量沙班、列汀、列净等慢病品种化合物专利到期，逐步放量。GLP-1多肽产业链整体高景气，利拉鲁肽专利到期，司美格鲁肽在大部分地区将于2026年专利到期，GLP-1多肽原料药企业有望受益。
- **药店：**7家药房上市公司2024年同比2023年的收入、归母净利润、扣非归母净利润增速分别为4.9%、-33.2%、-32.4%。2025年Q1同比2024Q1的收入、归母净利润、扣非归母净利润增速分别为-0.38%、-2.59%、-3.47%。建议关注大参林、益丰药房、老百姓等。
- **医药流通：**22家医药流通上市公司2024年同比2023年的收入、归母净利润、扣非归母净利润增速分别为0.27%、-5.88%、-9.64%。2025年Q1同比2024Q1的收入、归母净利润、扣非归母净利润增速分别为-1.01%、-3.23%、-14.35%。建议关注：九州通、上海医药。
- **风险提示：**药品和耗材降价超预期风险、新产品研发不及预期、市场竞争加剧、新冠疫情反复影响海内外业务拓展、政策性风险。

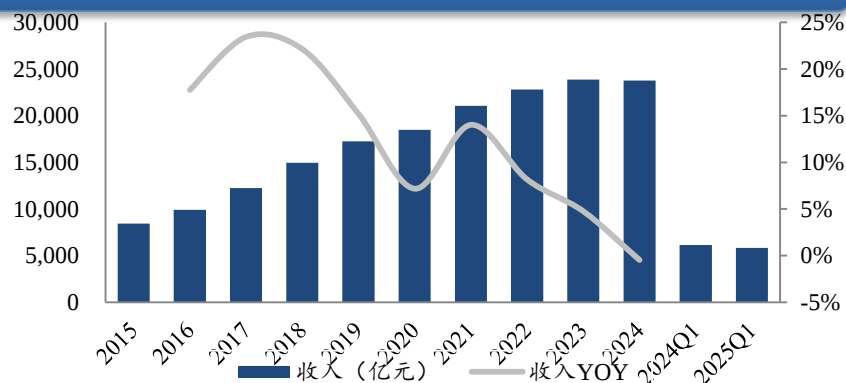


- 1 医药行业：2023年受反腐影响，2024年见底回升
- 2 中药：业绩表现有所分化，整体在高基数下业绩有所承压
- 3 化学制剂：创新药进入收获期，盈利能力逐步增强
- 4 科研服务：国内工业端初见复苏，国产替代加速业绩放量
- 5 医疗服务：2024年业绩承压，2025Q1增长提速
- 6 医疗器械：业绩见底，看好逐季改善
- 7 生物药：集采政策优化，全链条支持创新药发展
- 8 CXO：25Q1修复明显，看好未来长期向上需求
- 9 原料药：需求企稳，盈利能力提升，GLP-1多肽原料药高景气
- 10 药店：2024受政策影响业绩承压，25Q1恢复增长
- 11 药品流通：业绩逐季改善，行业集中度进一步提升
- 12 风险提示

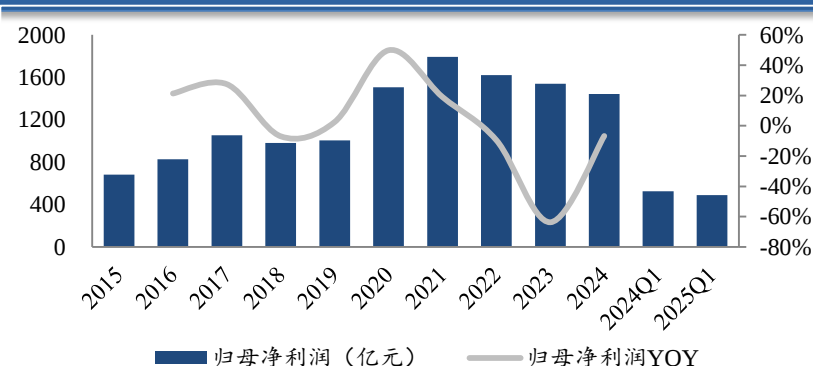
1 医药行业：2023年受反腐影响，2024年见底回升

- 2024年，405家医药上市公司收入总额同比增速为-0.46%、归母净利润总额同比增速-6.73%、扣非归母净利润总额同比增速达-11.97%。
- 2025Q1季度405家医药上市公司收入总额同比下降-5.2%、归母净利润总额同比下降-6.7%、扣非归母净利润总额同比下滑-12%，我们判断主要仍受反腐影响较大，后续反腐力度持续减弱，恢复力度将明显增加。

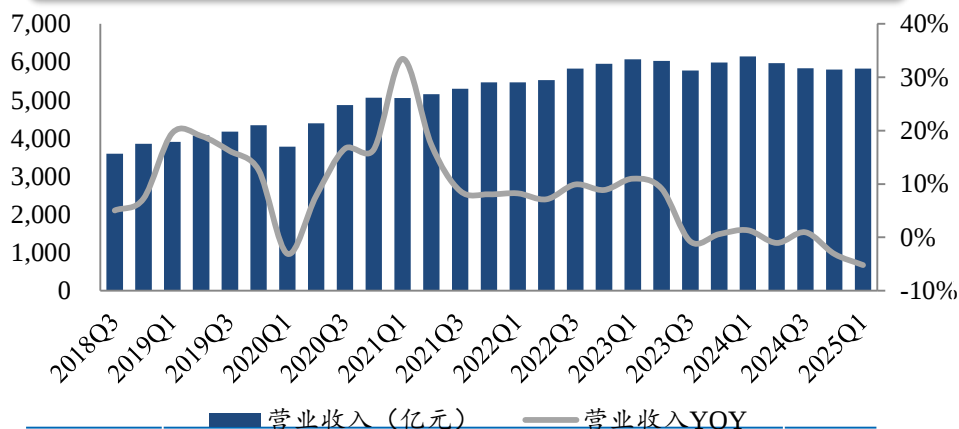
上市公司收入总额及增速



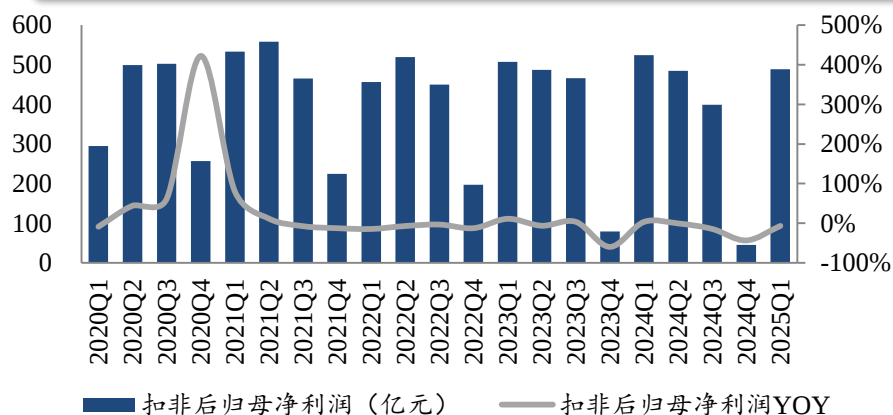
上市公司扣非归母净利润总额及增速



上市公司收入总额及增速（单季度）



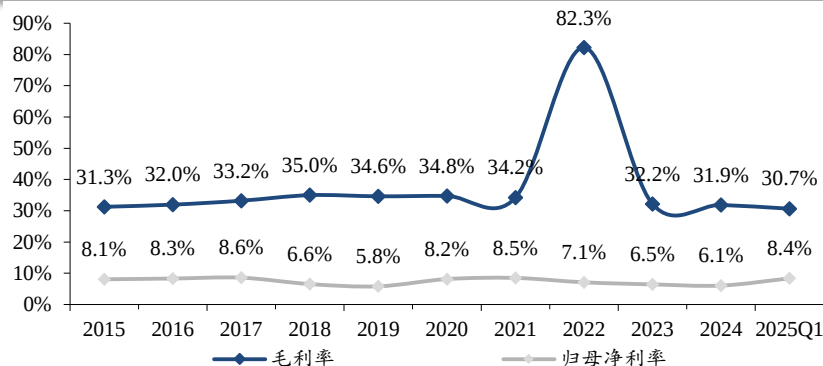
上市公司扣非归母净利润总额及增速（单季度）



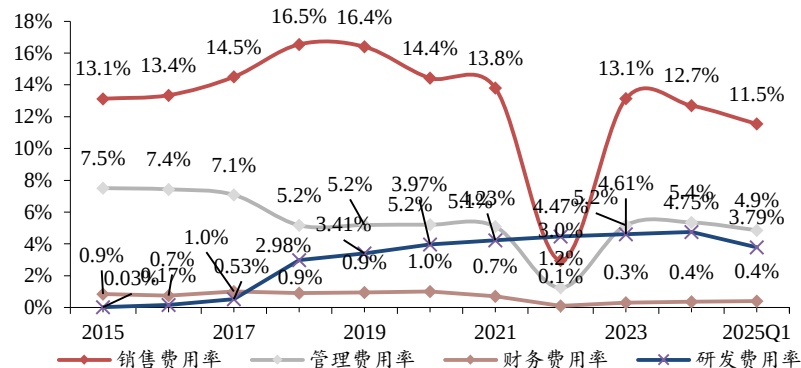
医药行业：2023年受反腐影响，24年保持平稳

- 盈利能力方面，医药行业上市公司2025年Q1净利率较2024年有小幅上涨，主要是上市公司降本增效、规模效应显著等因素提高上市公司盈利能力；
- 研发投入方面，医药行业上市公司2025年Q1研发费用同比有小幅度减小，研发费用率24Q4达到高位后25Q1有所回落。

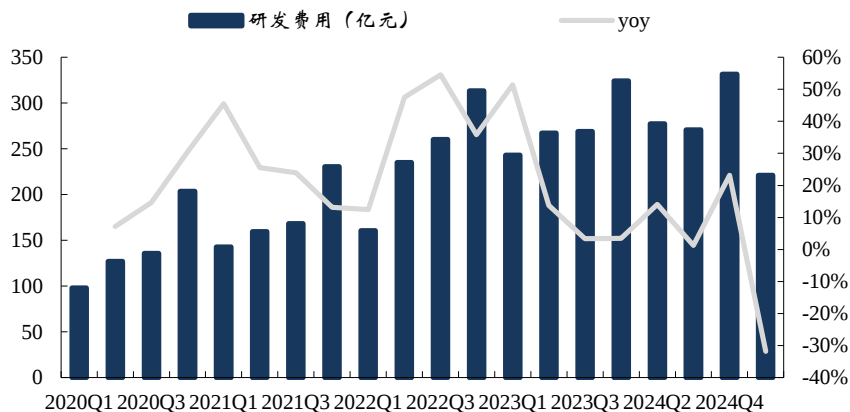
医药上市公司毛利率及归母净利率（整体法）



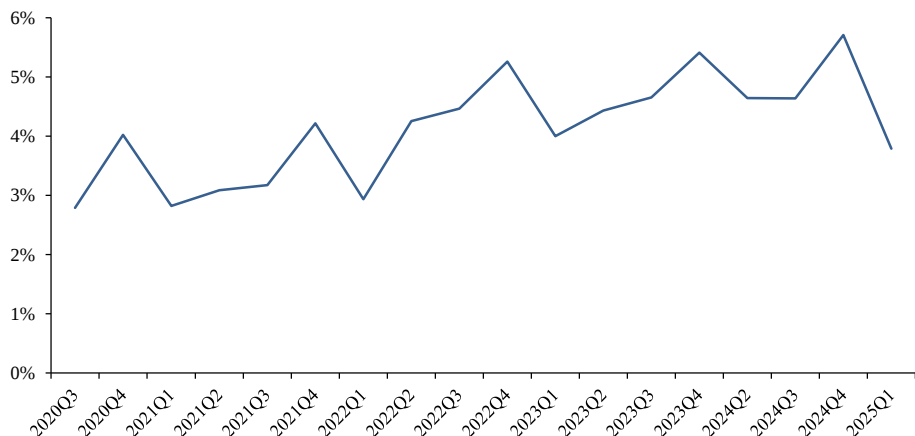
医药上市公司期间费用率（整体法）



单季度医药行业上市公司研发总费用及增长率



单季度医药行业上市公司研发总费用率



- **2024年Q4**：收入增长最快的三个细分领域依次为CXO、医疗器械、医疗服务；利润下降最小的三个细分领域依次为CXO、原料药、医疗器械。
- **2025年Q1**：收入增长最快的三个细分领域依次为医疗服务、CXO、药店；利润增长最快的三个细分领域依次为医疗服务、CXO、原料药。

2023Q3-25Q1医药行业各细分领域收入及净利润增速情况

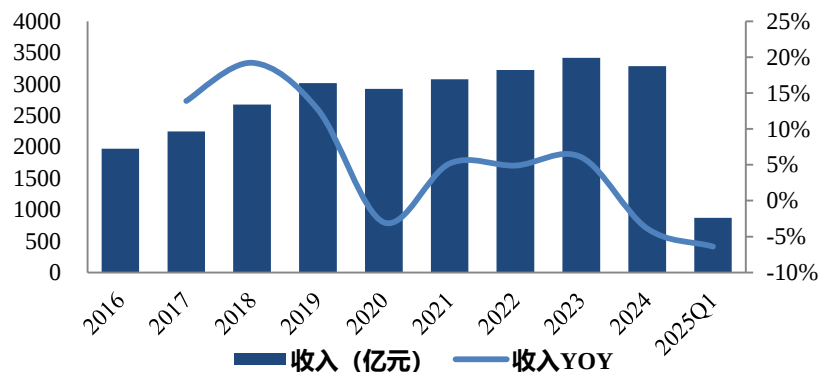
细分行业	2023Q3		2023Q4		2024Q1		2024Q2		2024Q3		2024Q4		2025Q1	
	收入yoy	净利润yoy	收入yoy	净利润yoy	收入yoy	净利润yoy	收入yoy	净利润yoy	收入yoy	净利润yoy	收入yoy	净利润yoy	收入yoy	净利润yoy
上市公司合计	-0.7%	3.95%	0.5%	-58.98%	0.3%	6.77%	-1.1%	-7.5%	-0.3%	-15.77%	-3.1%	-43.3%	-5.2%	-6.73%
化药制剂	-4.71%	-16.85%	-1.56%	-141.67%	1.14%	9.84%	3.70%	54.47%	4.03%	49.61%	-1.90%	-	-3.48%	4.19%
化药原料药	-6.3%	-27.3%	-12.3%	-103.2%	-3.9%	-14.8%	7.5%	-0.38%	7.0%	-5.33%	-0.5%	-11%	-3.8%	8.7%
中药	0.4%	2.1%	-1.6%	75%	-0.6%	-7.0%	-5.0%	-3.8%	-2.7%	-17.4%	-7.5%	-141.5%	-6.4%	-4.4%
生物药	28.6%	347.7%	24.5%	2.6%	8.2%	264.6%	-7.7%	9.6%	-34.6%	-31.0%	-24.1%	14.5%	-51.2%	-63.8%
医疗器械	-5.48%	-22.21%	-8.70%	-32.66%	-2.48%	-8.79%	2.85%	-2.39%	2.50%	-14.75%	1.32%	-21.50%	-4.73%	-14.89%
CXO	-3.8%	-10.5%	-8.7%	-64.8%	-12.4%	-33.5%	-9.6%	-31.7%	-4.6%	55.2%	7.0%	76.9%	13.1%	23.2%
医药流通	-2.15%	-11.4%	4.66%	-7.6%	0.09%	-1.0%	-2.10%	-0.8%	4.70%	-2.2%	-1.39%	-223.4%	-1.01%	-14.3%
药店	11.93%	6.3%	-1.13%	-46.0%	11.63%	-3.1%	4.80%	-33.9%	5.33%	-34.4%	-1.24%	-85.6%	-0.38%	-3.5%
医疗服务	14.09%	23.38%	37.47%	160.22%	1.84%	-10.15%	3.74%	-13.75%	0.00%	-11.44%	0.27%	-118.05%	6.51%	27.99%

2 中药：业绩表现有所分化，整体在高基数下业绩有所承压

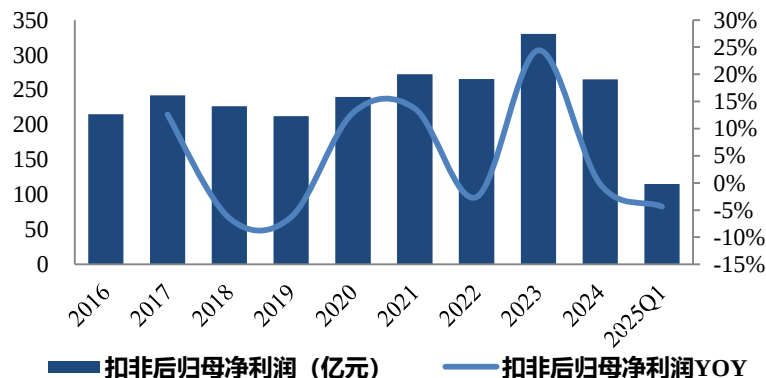
中药：承压前行，多方因素叠加下增速放缓

- 62家中药上市公司2024年同比2023年的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速为-3.9%、-14.6%、-0.2%；2025Q1同比于2024Q1的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速分别为-6.4%、-3.2%、-4.35%，业绩有所承压。客观经济环境变化、疾病发病率的变化叠加医药院内外政策影响，24年及25Q1增速明显放缓。

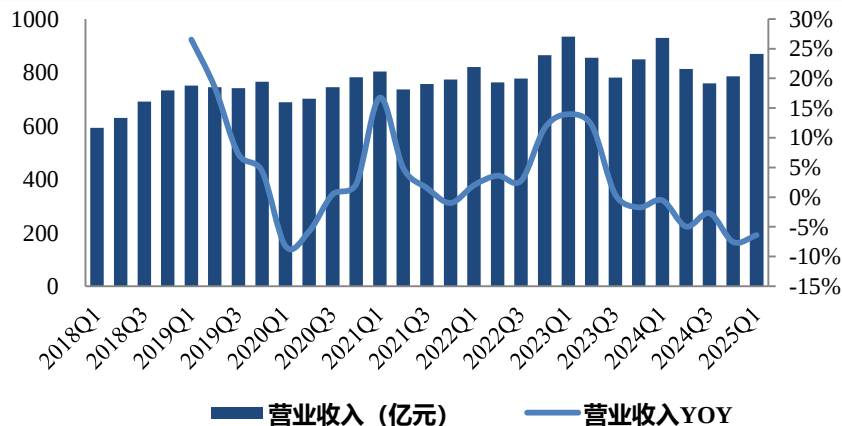
中药上市公司收入总额及增速



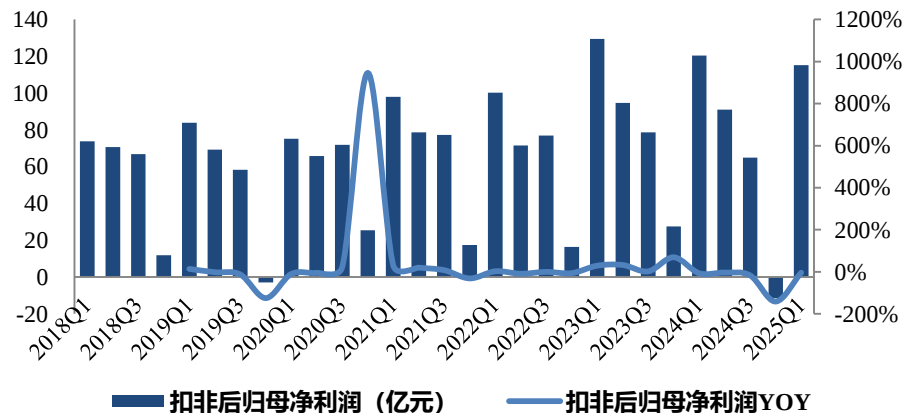
中药上市公司扣非后归母净利润总额及增速



中药上市收入总额及增速（单季度）



中药上市公司扣非后归母净利润总额及增速（单季度）

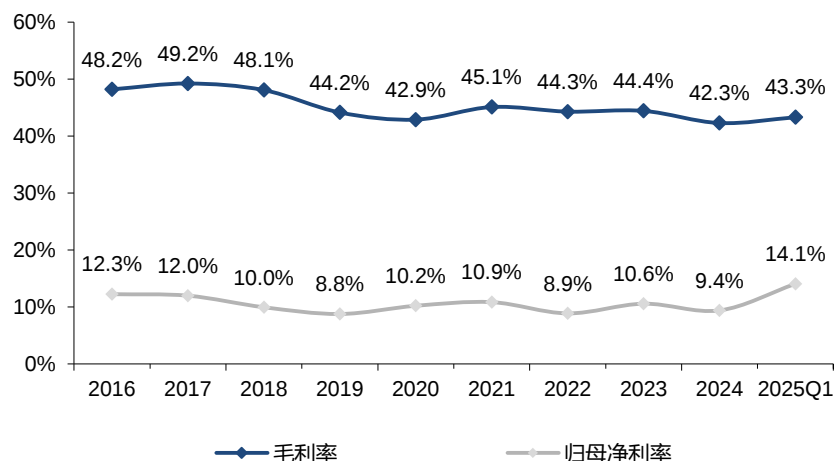


中药：前期高基数背景下增速放缓

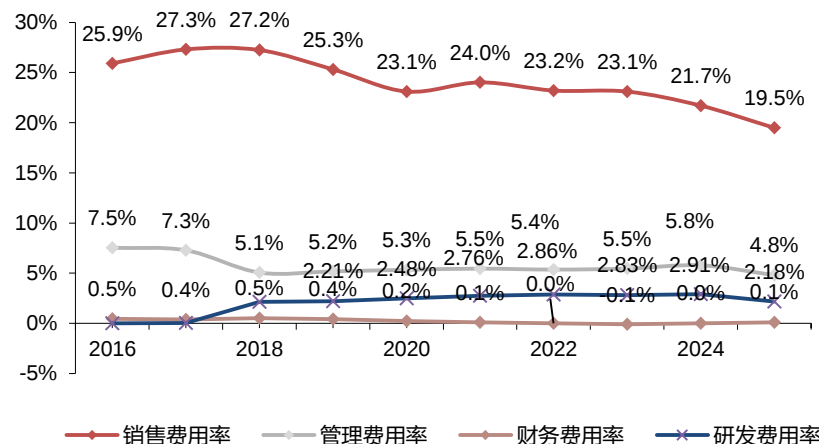
- 盈利能力方面，中药上市公司2024年毛利率、净利率有所下滑，2025Q1毛利率、净利率有所上升，其中：
- 24年毛利率下滑主要系：1) 上游中药原材料的涨价；2) 中成药集采后产品价格下滑；
- 销售费用率24年下滑明显：主要系中成药集采后销售费用下降；
- 管理费用率24年有所下降，主要系销售规模下滑；25年Q1管理费用率有所回落，多家企业提质增效，精细化管理；
- 研发费用率、财务费用率保持平稳。

➤ 东吴证券医药团队行业观点：1) 24年到25Q1消化高基数，药店行业加速出清，OTC渠道库存多已处于较良性状态，二季度有望边际改善。2) 上游中药材降价，成本端压力减轻。3) 消费回暖有望带动OTC部分品类增长，鼓励生育政策利好儿科OTC等。4) 板块估值调整后具有性价比，且中药板块分红在医药子版块中位居前列。建议关注：1) 低估值、高分红：佐力药业、济川药业等；2) 强品牌力企业：华润三九、云南白药、东阿阿胶等；3) 中药创新药企业：天士力、方盛制药等；4) 改革效果值得期待的标的：昆药集团、健民集团等。

中药上市公司毛利率及归母净利率（整体法）



中药上市公司期间费用率（整体法）



附录：中成药板块样本标的营业收入和归母净利润情况

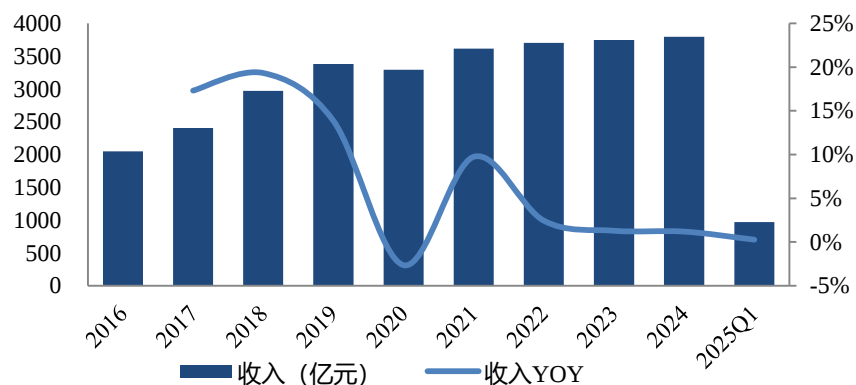
代码	公司名称	分类	营业收入同比增速（分季度，%）									扣非后归母净利润同比增速（分季度，%）								
			2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
000423.SZ	东阿阿胶	中药	20	17	3	29	36	18	25	24	18	132	58	14	54	55	34	75	-2	27
000538.SZ	云南白药	中药	11	14	5	-2	2	-1	1	7	1	6	299	6	-117	21	8	1	388	12
000590.SZ	启迪药业	中药	11	39	4	14	-24	-22	-18	-2	-15	-53	74	-119	-306	-288	-948	-1286	-1701	-83
000623.SZ	吉林敖东	中药	24	30	16	15	9	-31	-35	-36	-28	73	-7	13	-74	-38	8	68	160	76
000650.SZ	仁和药业	中药	3	6	-12	-7	-9	-15	-31	-24	-20	23	2	6	-128	-42	10	-67	241	1
000790.SZ	华神科技	中药	6	31	-5	24	-19	6	8	-39	-29	-69	52	1	0	-31	-35	-123	-371	-878
000999.SZ	华润三九	中药	49	64	47	3	15	0	3	28	-6	42	30	6	-7	17	41	-7	-10	-8
002082.SZ	万邦德	中药	16	-11	-38	-13	11	-8	15	-30	-27	17	-123	-159	3931	-43	168	65	-82	-156
002107.SZ	沃华医药	中药	-9	5	-10	-26	-8	-30	-19	-3	1	-7	-63	-13	-94	-67	-85	-41	665	168
002198.SZ	嘉应制药	中药	7	2	-29	-36	-27	-33	-34	-25	29	311	-6	-57	-62	-66	-146	-152	101	315
002275.SZ	桂林三金	中药	39	0	-1	4	-33	22	16	15	-3	43	15	-34	107	-47	-8	657	706	12
002287.SZ	奇正藏药	中药	-27	9	-20	27	23	21	11	8	10	-73	45	-64	59	77	-8	-4	46	16
002317.SZ	众生药业	中药	11	13	-11	-21	-14	-2	-8	4	-1	1	64	-11	-86	-44	0	-79	-9629	9
002349.SZ	精华制药	中药	2	-1	-15	-1	-12	-7	0	-9	-1	38	11	8	147	-23	-4	-28	-17	-8
002390.SZ	信邦制药	中药	2	6	2	-2	-1	-11	-3	-10	-9	-29	101	16	1	15	-46	-34	-148	-30
002412.SZ	汉森制药	中药	1	4	-3	16	2	2	1	14	6	2	42	-65	139	5	18	65	-14	-83
002566.SZ	益盛药业	中药	11	8	-7	-2	-20	-33	-13	-20	-21	8	19	-49	74	-15	-86	-101	-78	-53
002603.SZ	以岭药业	中药	45	0	-25	-62	-36	-27	-1	-92	-7	140	-35	-73	-141	-75	-41	-97	-246	11
002644.SZ	佛慈制药	中药	30	34	6	-12	-14	-27	-19	-3	-21	29	0	25	-72	-38	-50	-41	156	0
002728.SZ	特一药业	中药	57	23	5	6	-46	-36	-31	-28	79	131	314	2	-22	-91	-118	-95	-74	255
002737.SZ	葵花药业	中药	47	21	23	-21	-14	-20	-63	-72	-56	92	25	108	-40	-39	15	-100	-155	-83
002864.SZ	盘龙药业	中药	13	18	-18	-6	-7	-11	21	-3	19	-7	26	5	8	20	-15	-13	35	19
002873.SZ	新天药业	中药	-16	15	-28	-18	-15	-17	-12	10	9	-19	-28	-11	-1818	-39	-20	-69	13	-81
002907.SZ	红森制药	中药	-8	5	-20	-21	22	10	27	-9	5	3	-49	-91	-175	30	-41	1076	47	1
300026.SZ	华日药业	中药	-4	12	-6	-32	-12	-13	-4	13	-5	-23	51	22	-140	-65	-49	-83	-157	1
300039.SZ	上海凯宝	中药	34	97	19	38	4	-9	-5	-20	-16	30	127	75	64	17	2	14	38	-6
300147.SZ	香雪制药	中药	-4	6	-5	29	-3	-14	-17	-43	-26	103	41	37	2	-993	-21	-35	-193	-179
300181.SZ	佐力药业	中药	13	13	1	4	36	46	36	12	23	42	55	30	38	50	52	41	0	26
300391.SZ	长药控股	中药	-75	-24	27	-9	-57	-96	-95	-94	75	-265	-34	-236	-338	-98	-37	69	12	-37
300519.SZ	新光药业	中药	-9	-17	-27	-39	9	-20	4	-5	-7	-29	-62	-32	-74	-28	-80	-39	126	9
300534.SZ	陇神戎发	中药	154	85	77	-33	-14	0	16	-13	14	8701	1008	349	-44	11	-99	-79	221	27
300878.SZ	维康药业	中药	7	8	-35	51	2	-20	-36	-122	-65	12	46	-81	-49	-11	-133	-912	-112	-153
301111.SZ	粤万年青	中药	32	-9	-18	12	-10	20	29	-42	-1	49	-25	-95	6	-24	-95	-3128	-275	-157
301331.SZ	恩威医药	中药	27	10	18	3	-9	5	-1	17	7	0	0	105	-25	-74	-69	-31	13	119
600080.SH	金花股份	中药	-9	5	-10	4	7	-12	17	2	-7	-80	84	-73	37	80	-62	131	80	152
600085.SH	同仁堂	中药	30	30	17	-7	2	-3	2	15	0	31	36	57	-32	10	-8	-18	-42	2
600211.SH	西藏药业	中药	38	33	-11	28	-22	0	2	-18	1	60	218	-15	164	-20	0	8	228	8
600222.SH	太龙药业	中药	33	-2	4	-5	-11	-1	-8	-4	-35	41	-147	154	380	449	115	-137	-69	-98
600252.SH	中恒集团	中药	5	47	-2	13	20	-25	-25	-63	-8	-98	3104	899	4	1461	-128	-165	-342	-40
600285.SH	羚锐制药	中药	16	11	4	11	15	9	6	-8	12	32	22	9	123	32	30	5	9	12
600329.SH	达仁堂	中药	14	3	-5	-10	-3	-3	-3	-30	-30	99	19	-30	-9	-5	-19	2	-118	0
600332.SH	白云山	中药	5	10	4	8	6	-1	-1	-8	-2	4	44	1	6	0	-34	-39	-354	-9
600351.SH	亚宝药业	中药	15	22	-2	-5	-4	-8	2	-21	-20	45	151	855	-72	2	2	47	90	-3
600422.SH	昆药集团	中药	-19	0	-6	0	-3	-9	3	4	-17	-3	94	16	389	9	-36	-3	428	-36
600436.SH	片仔癀	中药	12	16	16	18	21	3	10	-5	-1	14	26	16	0	28	-5	12	-21	2
600479.SH	千金药业	中药	1	-1	-12	-10	4	-3	-9	0	0	1	13	14	5	21	-11	-34	-50	10
600535.SH	天士力	中药	11	7	4	-16	-2	1	-4	-3	0	20	85	15	368	5	7	-32	-58	-20
600557.SH	康缘药业	中药	25	18	-8	12	0	-25	-10	-42	-35	31	29	-10	38	0	-34	18	-57	-41
600566.SH	济川药业	中药	10	33	-6	0	1	-27	-7	-29	-37	21	61	6	48	20	-29	-11	-34	-46
600572.SH	康恩贝	中药	25	18	1	2	-14	-1	3	-8	36	27	-27	8	-24	-11	-7	111	-19	-19
600594.SH	益佰制药	中药	-1	5	1	7	-16	-25	-17	-33	-12	-33	2	8	88	-323	-156	-275	-90	78
600750.SH	江中药业	中药	41	1	-13	24	-9	-7	-9	11	-7	30	3	56	156	18	9	-1	-8	-1
600771.SH	广誉远	中药	62	27	-19	1	-11	3	-16	5	21	270	930	147	104	76	-71	-65	-63	31
600976.SH	健民集团	中药	10	25	-2	32	-4	-9	-9	-43	-8	13	58	1	1	0	-27	-36	-62	14
600993.SH	马应龙	中药	-12	-17	-6	-8	15	20	7	36	1	3	-40	-2	-116	36	43	2	884	1
603139.SH	康惠制药	中药	5	16	54	72	3	-5	-32	-22	-5	2	64	-898	51	-101	-472	-323	41	-15361
603439.SH	贵州三力	中药	120	4	21	35	21	77	55	5	-3	154	8	65	-7	5	31	32	-13	-32
603567.SH	珍宝岛	中药	26	-81	-41	21	-12	89	-26	-38	-58	68	-554	187	108	28	121	-106	51	-74
603858.SH	步长制药	中药	10	-12	-28	-11	-25	-19	2	-24	5	35	-36	-56	81	-73	-48	-28	-67	197
603896.SH	寿仙谷	中药	1	13	8	-25	7	-20	-30	-9	-23	5	69	-8	-24	22	-22	-71	-58	-43
603998.SH	方盛制药	中药	3	-7	-26	-5	0	13	22	4	-5	101	148	8	-66	10	48	53	155	31
605199.SH	胡芦娃	中药	32	16	13	13	-11	8	-61	-26	-28	25	-23	-12	-792	-33	-221	-1648	-129	-28

3 化学制剂：创新药进入收获期，盈利能力逐步增强

化学制剂：创新药进入收获期，盈利能力逐步增强

- 96家化学制剂公司2024年收入、归母净利润、扣非归母净利润增速分别为1.2%、15.7%、27.4%；2025年Q1收入、归母净利润、扣非归母净利润增速分别为0.3%、5.8%、4.5%。建议关注恒瑞医药、科伦药业、百济神州等。

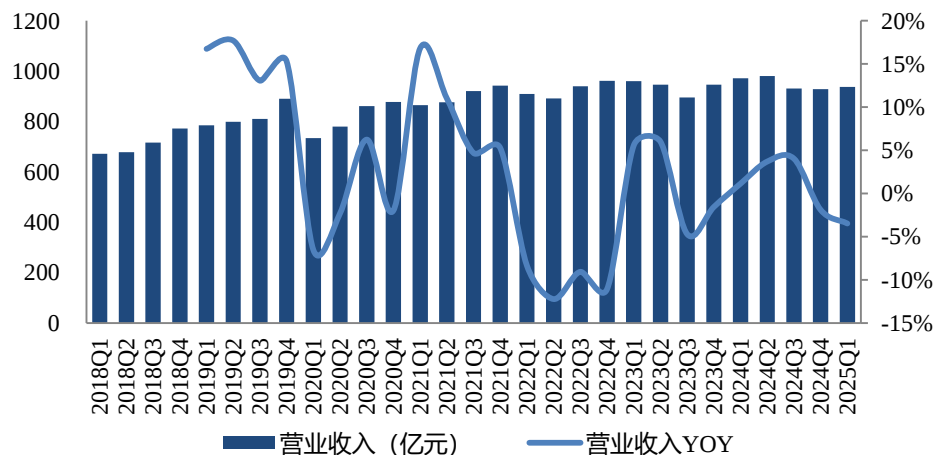
化学制剂上市公司收入总额及增速



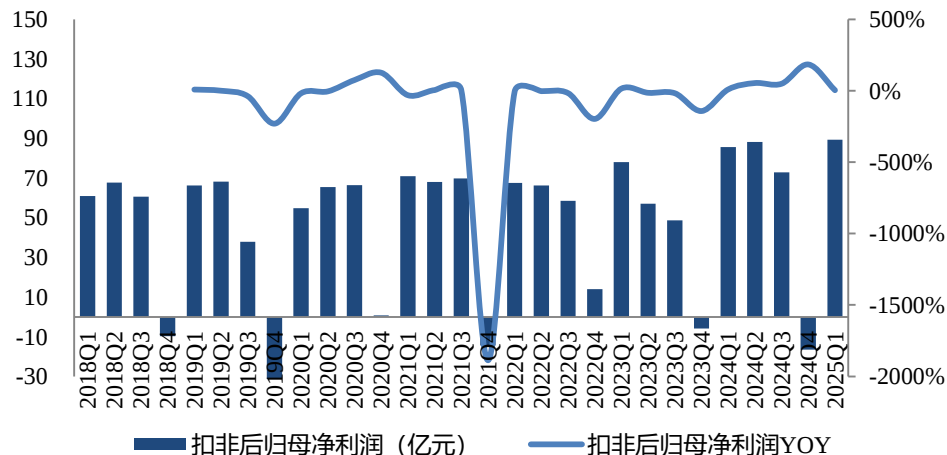
化学制剂上市公司扣非归母净利润总额及增速



化学制剂上市公司收入总额及增速（单季度）



化学制剂上市公司扣非归母净利润总额及增速（单季度）



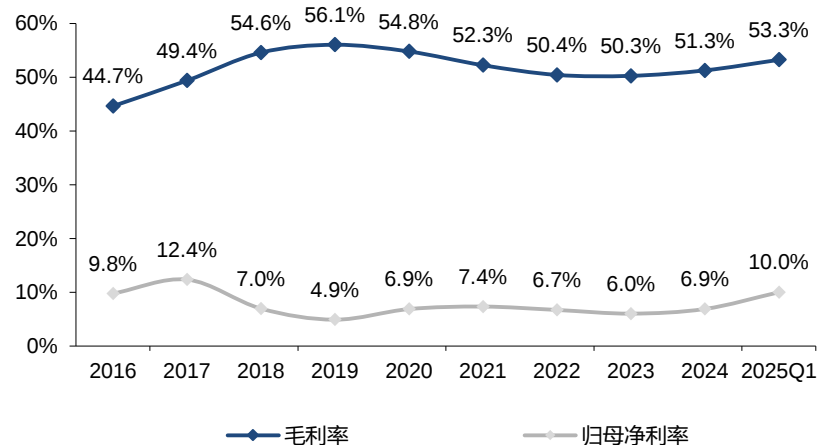
化学制剂：创新药进入收获期，盈利能力逐步增强

盈利能力方面，化学制剂上市公司2024年毛利率和归母净利率分别提升到51.3%和6.9%，2025Q1毛利率和归母净利率提升到53.3%和10.0%，其中：

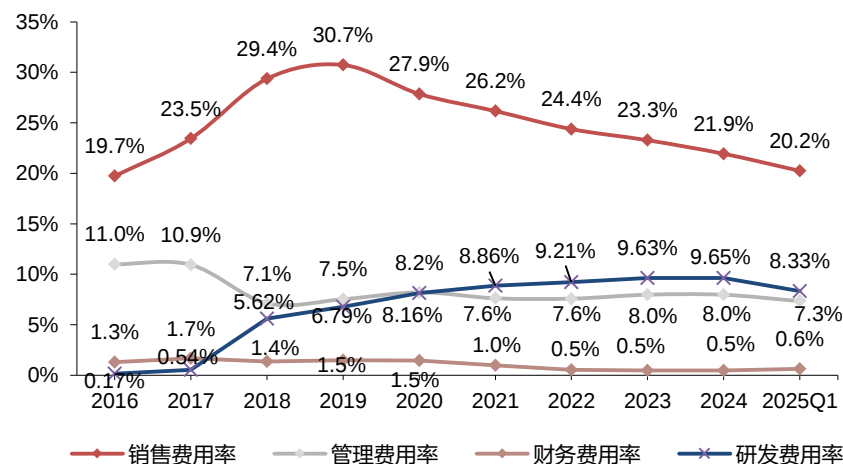
- ✓销售费用率2024年和2025Q1持续下降。
- ✓管理费用率保持平稳。
- ✓财务费用率保持平稳。
- ✓研发费用率2024年略有提升，2025Q1有所下降。

东吴证券医药团队观点：一方面，集采政策有望优化，对传统制药企业边际影响减弱；另一方面，创新药逐步迎来收获期，创新收入占比越来越高，带动化学制剂板块盈利结构发生变化，销售费用率持续下降，毛利率和净利率开始明显提升。随着国内创新研发进程的不断推进，化学制剂板块仍将不断分化，创新药研发企业仍将成为化学制剂板块业绩增长的核心催化剂，建议持续关注创新药公司。

化学制剂上市公司毛利率及归母净利率（整体法）



化学制剂上市公司期间费用率（整体法）



附录：化学制剂板块标的营业收入和归母净利润情况

代码	公司名称	分类	营业收入同比增速（分季度，%）					扣非后归母净利润同比增速（分季度，%）				
			2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
600624.SH	复旦复华	化学制剂	-8.54	-9.08	-5.86	3.91	3.50	-2389.56	-283.31	-221.94	-56.64	14.28
600664.SH	哈药股份	化学制剂	5.36	6.05	8.54	-1.09	0.78	43.11	252.41	73.86	45.20	28.06
600673.SH	东阳光	化学制剂	5.31	27.86	-2.22	20.91	18.28	3.94	128.07	279.02	125.47	191.51
000513.SZ	丽珠集团	化学制剂	-4.99	-7.24	-5.59	-1.60	-1.92	3.57	7.91	-1.36	13.94	4.82
600851.SH	海欣股份	化学制剂	-26.13	-42.27	-38.14	-19.24	-3.02	17.69	-12.27	33.83	-66.30	1.16
000566.SZ	海南医药	化学制剂	-26.67	-50.40	-27.91	-17.68	-43.09	-12.40	-80.69	-79.71	-257.00	-288.68
600789.SH	鲁抗医药	化学制剂	7.72	-2.35	-10.24	10.69	-6.95	28.99	2.75	-22.62	78.11	21.14
600062.SH	华润双鹤	化学制剂	2.26	0.75	0.55	-6.93	-2.10	10.55	44.48	14.84	-19.86	22.16
600079.SH	人福医药	化学制剂	2.28	5.47	9.66	-1.89	-3.61	-8.68	11.03	0.04	-219.77	14.35
000813.SZ	德展健康	化学制剂	-25.09	71.71	-7.15	-31.26	-11.82	-1270.79	348.97	70.35	39.55	-33.53
600196.SH	复星医药	化学制剂	-6.56	-2.08	12.30	-5.09	-7.26	-33.81	42.41	474.77	-10.92	-32.56
000908.SZ	景峰医药	化学制剂	-42.87	-50.11	-46.85	17.73	-0.46	-537.80	-64.45	351.01	53.67	-287.49
600200.SH	江苏吴中	化学制剂	14.97	2.92	9.46	-106.62	-25.44	-132.62	418.51	197.31	129.15	-3682.68
000915.SZ	华特达因	化学制剂	1.85	-1.55	-60.47	-1.16	7.78	4.99	5.58	-80.16	8.67	10.79
000931.SZ	中关村	化学制剂	3.06	20.37	22.41	0.74	1.63	-1.66	63.37	-8.08	-436.74	124.92
000963.SZ	华东医药	化学制剂	2.93	2.76	5.03	1.94	3.12	10.66	17.46	16.93	50.88	7.04
600227.SH	圣济堂	化学制剂	-11.77	6.61	9.26	17.28	29.09	-14.85	92.09	98.03	41.95	-14.96
600267.SH	海正药业	化学制剂	-11.00	-16.01	-0.37	14.36	-3.48	-21.32	12.14	139.82	118.45	36.94
000153.SZ	丰原药业	化学制剂	-7.08	10.00	1.59	-2.68	-16.05	4.96	-9.01	-24.07	-252.41	-19.55
600276.SH	恒瑞医药	化学制剂	9.20	33.95	12.72	34.26	20.14	18.06	100.32	0.84	99.94	29.35
600380.SH	健康元	化学制剂	-4.81	-6.39	-6.80	-6.87	-5.77	-4.26	-0.24	16.45	-24.30	-0.93
600385.SH	*ST金泰	化学制剂	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
600521.SH	华海药业	化学制剂	21.36	17.65	10.76	9.45	-5.21	67.29	3.72	82.14	-19.15	-9.80
600513.SH	联环药业	化学制剂	17.00	18.87	-1.99	-25.31	18.78	5.31	13.22	7.89	-224.90	-27.95
600420.SH	国药现代	化学制剂	-8.60	-6.30	-3.10	-19.39	-16.54	91.04	135.86	17.14	-24.02	6.24
002004.SZ	华邦健康	化学制剂	-2.02	3.92	0.12	0.49	-3.24	-11.79	-29.64	32.20	-221.69	14.34
002020.SZ	京新药业	化学制剂	10.44	11.59	7.06	-11.51	-9.86	14.30	15.98	9.14	58.67	-6.45
002262.SZ	恩华药业	化学制剂	15.16	15.09	10.07	12.03	11.29	16.62	16.02	16.47	-11.25	12.18
002294.SZ	信立泰	化学制剂	22.92	19.44	24.15	11.23	-2.64	5.87	17.69	33.55	-27.62	-4.64
300006.SZ	莱美药业	化学制剂	-20.09	-11.70	17.29	-24.27	9.54	16.11	-94.46	-225.92	-96.95	-92.25
300016.SZ	北陆药业	化学制剂	10.35	6.57	20.77	5.37	36.23	32.95	179.94	145.62	79.84	14.34
002332.SZ	仙琚制药	化学制剂	8.42	-5.25	-1.80	-13.80	-2.86	9.83	13.35	14.68	-63.03	-0.76
002370.SZ	亚太药业	化学制剂	-8.80	11.96	5.18	-17.21	-42.73	62.17	79.93	39.35	48.57	-242.05
002393.SZ	力生制药	化学制剂	8.71	17.99	9.86	29.37	1.37	29.71	-7.09	-85.27	-126.59	-9.45
300086.SZ	康芝药业	化学制剂	-40.01	-27.12	21.00	-62.13	7.33	-440.51	-5229.07	4.02	-284.59	76.99
002422.SZ	科伦药业	化学制剂	10.32	8.66	0.35	-12.03	-29.42	25.68	35.91	21.16	2.53	-43.10
002435.SZ	长江健康	化学制剂	-24.42	-34.87	0.00	0.00	0.00	-145.34	-4790.90	0.00	0.00	0.00
300110.SZ	华仁药业	化学制剂	0.86	-14.34	-21.90	-33.49	-25.38	21.32	-44.91	-56.84	-3726.65	-74.87
300199.SZ	翰宇药业	化学制剂	-14.73	-29.25	56.67	620.69	106.29	34.90	46.56	73.90	58.83	507.78
300254.SZ	仟源医药	化学制剂	3.44	16.02	0.65	4.59	-4.09	248.95	116.47	18.01	-119.17	-82.48
300255.SZ	常山药业	化学制剂	-41.36	-14.13	-32.26	-8.88	-12.10	-1034.07	105.13	110.92	69.85	104.86
002653.SZ	海思科	化学制剂	20.60	25.26	4.96	-0.11	18.60	14.28	9.39	93.56	-181.57	69.25
002675.SZ	东诚药业	化学制剂	-23.90	-17.23	-7.32	2.35	6.13	29.40	-61.16	-42.32	-85.90	-65.10
603168.SH	莎普爱思	化学制剂	-15.02	-44.79	-22.06	-14.79	-26.19	-82.06	-182.20	-474.80	5.41	-126.25
002728.SZ	特一药业	化学制剂	-45.88	-36.33	-31.44	-27.87	79.29	-91.47	-118.10	-94.94	-74.41	255.28
603222.SH	济民医疗	化学制剂	4.92	4.67	-6.97	-57.09	-22.49	-58.05	152.65	-13.91	20.47	-198.83
300436.SZ	广生堂	化学制剂	36.06	9.94	5.81	-19.49	-18.69	72.15	65.20	-1.50	31.21	-76.07

附录：化学制剂板块标的营业收入和归母净利润情况

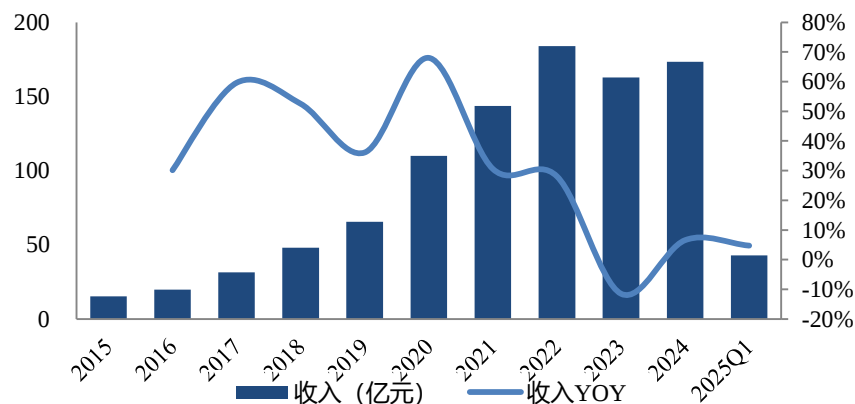
代码	公司名称	分类	营业收入同比增速（分季度，%）					扣非后归母净利润同比增速（分季度，%）				
			2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
300434.SZ	金石亚药	化学制剂	-13.58	-25.61	21.40	-9.53	-19.65	-37.10	-592.02	184.20	271.00	-34.13
002755.SZ	奥赛康	化学制剂	32.47	27.00	13.23	21.46	13.39	126.54	133.31	216.37	781.96	86.93
603669.SH	灵康药业	化学制剂	4.85	63.10	137.26	222.21	-34.79	10.67	32.45	23.90	-47.00	12.27
002793.SZ	罗欣药业	化学制剂	3.97	-3.80	8.87	42.63	-29.91	59.54	-35.39	-70.14	-24.69	101.72
300558.SZ	贝达药业	化学制剂	38.40	-2.21	15.65	32.63	24.71	390.39	81.06	-4.88	119.52	83.59
300573.SZ	兴齐眼药	化学制剂	22.10	35.85	30.54	38.98	53.24	126.46	89.92	32.18	-8.27	285.96
002826.SZ	易明医药	化学制剂	-6.42	-6.56	-0.62	8.00	-7.41	-77.30	122.96	337.92	121.46	475.03
300584.SZ	海辰药业	化学制剂	-10.78	-8.57	6.50	2.84	36.43	6.53	92.05	37.32	-25.47	12.07
603811.SH	诚意药业	化学制剂	3.54	17.17	18.85	-8.63	21.26	-20.40	-16.38	59.19	-55.43	46.74
300630.SZ	普利制药	化学制剂	42.69	-48.71	22.90	0.00	0.00	13.05	-2190.83	-145.33	0.00	0.00
603676.SH	卫信康	化学制剂	-9.29	-20.96	15.83	16.98	-6.93	-3.09	-18.55	109.39	170.22	31.10
002898.SZ	赛隆药业	化学制剂	-12.52	11.92	-8.62	-47.42	-22.16	-8.28	125.62	-390.06	-11042.15	-228.58
002900.SZ	哈三联	化学制剂	-27.86	-6.25	10.46	11.21	-16.93	-75.21	242.38	75.96	1559.13	-676.84
603367.SH	辰欣药业	化学制剂	1.28	-15.09	-5.90	-21.81	-19.91	-4.97	-12.15	9.52	-20.53	-19.66
300705.SZ	九典制药	化学制剂	17.74	8.31	15.47	-1.85	17.79	53.90	36.52	47.37	10.69	16.54
002907.SZ	华森制药	化学制剂	21.78	9.57	26.85	-8.90	4.62	30.41	-40.80	1075.67	47.08	1.08
300723.SZ	一品红	化学制剂	-13.01	-47.31	-43.97	-67.81	-39.48	5.16	-218.91	-142.86	-195.55	-84.50
002923.SZ	润都股份	化学制剂	-14.82	-1.69	-3.49	-11.87	-16.79	-29.80	-69.87	34.36	65.45	-108.85
002940.SZ	昂利康	化学制剂	-3.89	4.93	-20.23	-5.14	-15.31	-32.33	-26.83	-670.29	-56.39	-59.39
688321.SH	微芯生物	化学制剂	22.60	27.01	67.27	0.98	24.24	42.54	76.96	78.27	-596.70	-11.86
688166.SH	博瑞医药	化学制剂	11.54	12.39	-2.52	15.53	-26.81	-7.89	16.34	-17.34	594.30	-87.49
688266.SH	泽璟制药-U	化学制剂	0.12	18.45	130.67	42.65	54.87	33.51	54.81	71.59	36.85	-17.83
688189.SH	南新制药	化学制剂	-55.03	-62.50	-25.93	-92.30	-70.21	10.86	-144.86	-135.14	-3097.79	-146.27
688566.SH	吉贝尔	化学制剂	17.47	-5.54	5.74	3.84	3.90	37.25	19.04	-12.62	-20.49	-4.78
688505.SH	复旦张江	化学制剂	-21.94	-21.94	-23.99	12.46	21.85	-292.19	-8.30	-34.74	-2996.48	26.82
688513.SH	苑东生物	化学制剂	13.37	27.75	25.81	15.89	-2.97	12.44	15.51	16.72	-39.77	-10.79
688221.SH	前泊生物-U	化学制剂	106.93	-13.50	36.30	-10.00	14.93	23.55	-7.77	26.03	-4.45	15.22
688578.SH	艾力斯-U	化学制剂	168.65	76.56	59.73	52.82	47.86	1423.83	110.76	85.44	54.86	31.45
688658.SH	悦康药业	化学制剂	-14.24	-8.33	37.47	-36.29	-40.35	-22.22	-55.38	238.13	-1410.28	-182.71
688117.SH	圣诺生物	化学制剂	27.65	2.78	18.32	-17.78	77.15	143.49	28.71	144.80	-121.83	213.63
688799.SH	华纳药厂	化学制剂	4.38	0.52	-1.19	-8.86	-9.83	0.28	-17.90	-9.18	-91.68	-19.14
688091.SH	上海道众-U	化学制剂	-25.65	-50.74	-39.46	-95.16	3.39	-41.10	-87.93	-108.93	-156.08	-46.38
301075.SZ	多瑞医药	化学制剂	0.48	-22.08	-33.91	-54.44	-36.98	-1.40	-121.36	-1688.25	-7099.98	-353.64
688553.SH	汇宇制药-W	化学制剂	2.05	36.05	53.26	-9.48	-1.46	110.53	-53.09	386.67	-133.04	-8.27
301111.SZ	粤万年青	化学制剂	-10.22	20.20	28.99	-42.22	-0.54	-23.95	-94.70	-3127.97	-274.94	-156.56
688192.SH	迪哲医药-U	化学制剂	0.00	0.00	236.39	-58.09	96.32	-1.60	55.75	31.66	1.88	13.84
688176.SH	亚虹医药-U	化学制剂	106217.71	102223.06	1903.16	482.03	151.24	-25.86	21.85	-2.36	11.18	4.16
688062.SH	迈威生物-U	化学制剂	1572.42	-44.17	167.73	107.19	-33.70	10.13	-40.30	3.15	7.13	-34.69
301130.SZ	西点药业	化学制剂	20.32	6.17	12.77	16.05	-21.72	90.22	1.56	0.66	8.85	-37.26
688197.SH	首药控股-U	化学制剂	0.00	-24.00	0.00	-38.02	0.00	-19.03	-12.58	-35.00	-7.65	1.47
301263.SZ	泰恩康	化学制剂	-2.41	-2.36	0.53	-17.27	-2.35	-7.20	-25.09	-2.56	-137.85	-27.58
688302.SH	海创药业-U	化学制剂	-	-	-	-	-	36.18	42.50	27.85	20.77	28.94
601089.SH	福元医药	化学制剂	-2.01	5.20	7.02	2.49	3.46	11.86	13.87	-15.54	-27.11	-1.16
688382.SH	益方生物-U	化学制剂	0.00	-92.17	-90.92	156.41	-4.85	30.58	-148.14	-31.11	237.96	30.01
688373.SH	盟科药业-U	化学制剂	91.10	11.63	40.75	45.35	0.61	-62.81	-35.76	26.31	16.55	41.17
688247.SH	宣泰医药	化学制剂	162.65	55.94	40.95	72.25	-2.23	304.66	110.95	93.77	173.59	-12.33
301331.SZ	恩威医药	化学制剂	-8.63	5.26	-1.40	16.94	7.10	-74.10	-69.21	-30.65	13.34	118.93
688428.SH	诺诚健华-U	化学制剂	-12.44	34.94	73.96	54.94	0.00	-666.54	71.93	86.57	-122.69	0.00
688073.SH	毕得医药	化学制剂	4.05	-0.23	-1.14	1.32	12.83	-34.74	-56.85	-17.19	2005.91	10.40

4 科研服务：国内工业端初见复苏，国产替代加速业绩放量

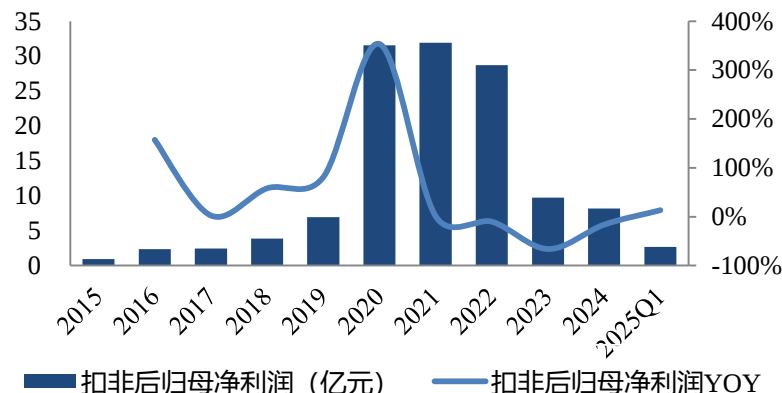
科研服务：国内工业端初见复苏，叠加国产替代加速业绩放量

➤16家科研服务公司2024年同比2023年的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速为6.56%、-20.07%、-16.19%；2025Q1单季度同比2024Q1的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速分别为4.72%、9.09%、13.33%。环比有所改善，主要系2024年仍有新冠相关基数，同时受到投融资形式等整体市场环境的影响，2025年来看，整体海内外投融资形势企稳，趋势有所复苏。

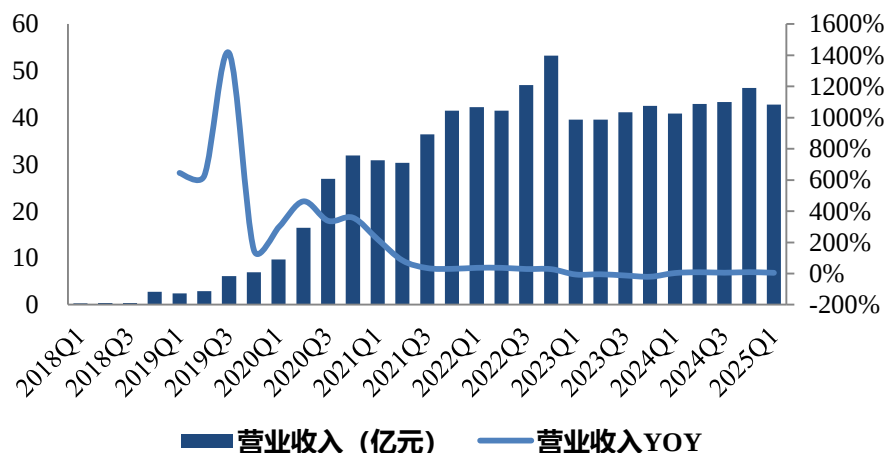
科研服务上市公司收入总额及增速



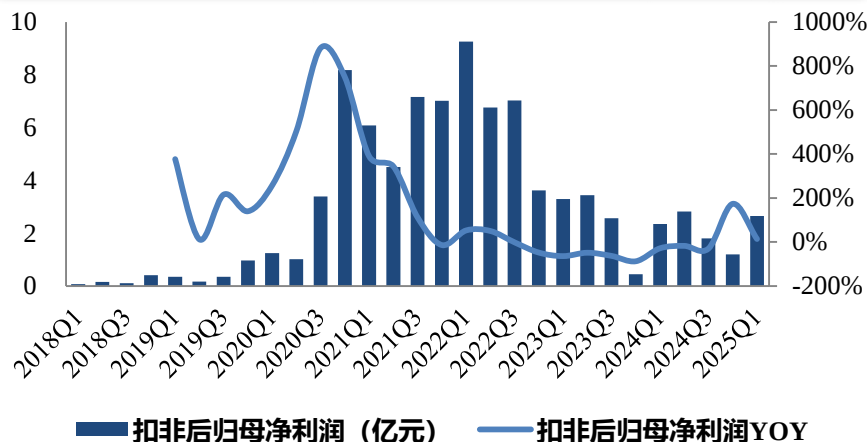
科研服务上市公司扣非后归母净利润总额及增速



科研服务上市收入总额及增速（单季度）



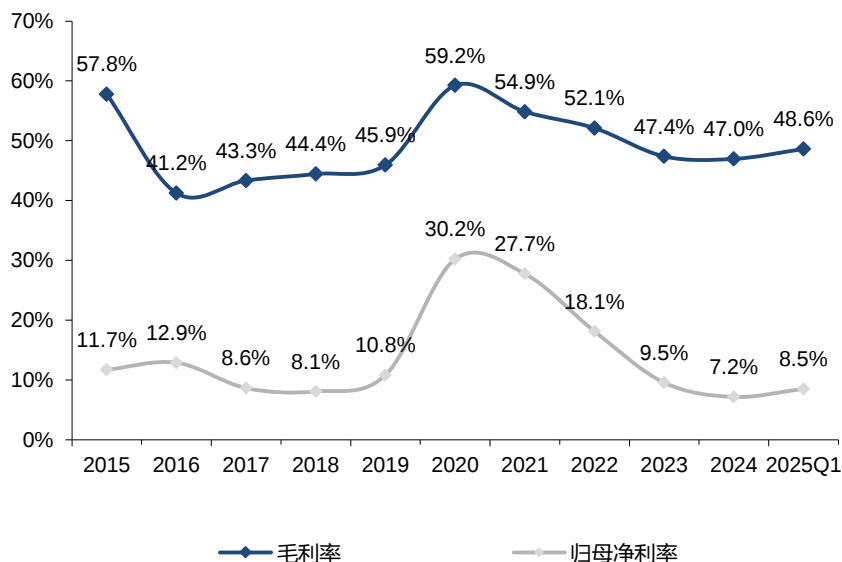
科研服务上市公司扣非后归母净利润总额及增速（单季度）



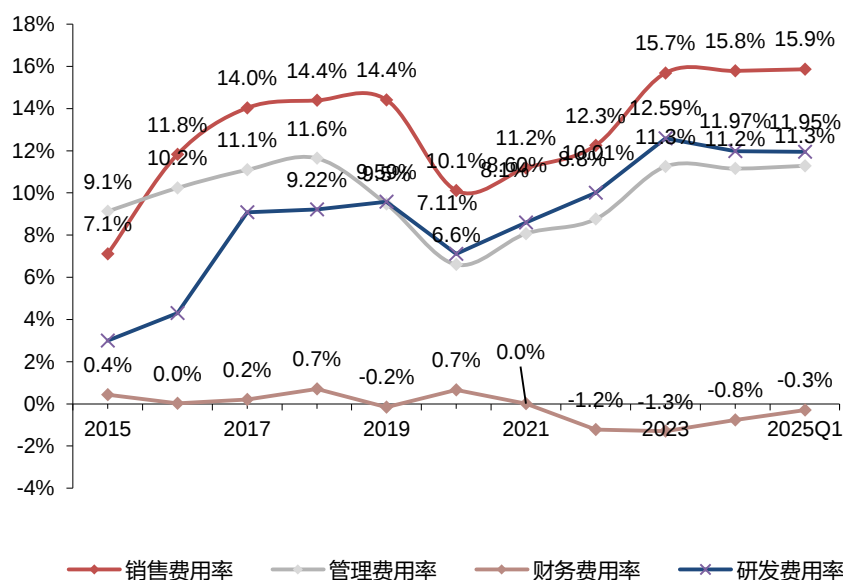
科研服务：国内工业端初见复苏，叠加国产替代加速业绩放量

- 盈利能力方面，科研服务上市公司2024年毛利率与净利率处于低点，其中：
- 毛利率与净利率下滑：部分公司高毛利新冠业务营收下滑，且受投融资及宏观环境恢复慢于预期、中美地缘政治因素影响，部分企业全年业绩增长与年初较大投入不匹配，对利润有所影响；
- 销售费用率：生命科学服务企业大多处于快速发展的业务拓展初期，因而销售投入较大，然而已经有所控制；
- 管理费用率：部分企业股权激励费用过往较多，大多股权激励费用已经同比出清；
- 研发费用率：保持增长，主要系科研服务行业壁垒较高，需持续投入较高研发费用保持企业竞争力；
- **东吴证券医药团队行业观点：**①受投融资情况、宏观环境及地缘政治影响，大部分公司业绩不及预期，同时公司下游客户需求具备前置性，即高校科研活动与药物研发管线受阻，将使相应公司需求端受阻；②我们认为高校科研经费稳定投入，医药市场投融资也终将回暖，2025Q1起从海外至国内，部分科研服务企业逐步度过业绩拐点。③此外，长期来看科研服务市场扩容叠加国产替代，赛道高速成长逻辑不变，经过近2-3个季度市场调整，部分个股估值已具备吸引力，随着下游需求恢复，业绩有望迎来较大增长。

科研服务上市公司毛利率及归母净利率（整体法）



科研服务上市公司期间费用率（整体法）



附录：科研服务的营业收入和归母净利润情况

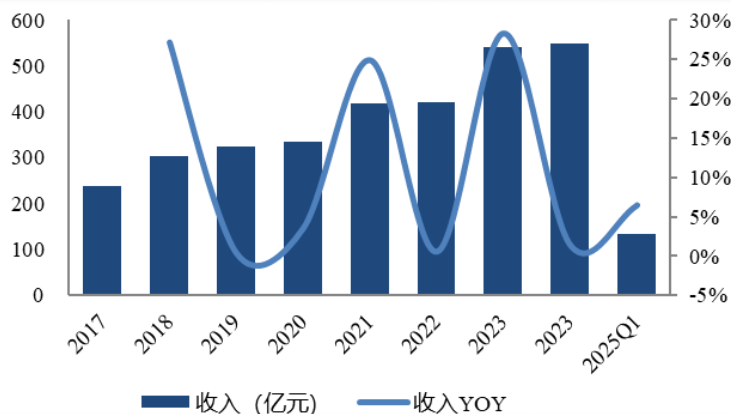
代码	公司名称	分类	营业收入同比增速（分季度，%）										扣非后归母净利润同比增速（分季度，%）									
			2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1		
688139.SH	海尔生物	创新药产业链	21.87	-17.13	-31.15	-42.37	0.04	-8.12	0.51	10.40	0.30	23.10	-38.93	-52.68	-69.61	6.64	-24.44	0.09	20.34	-25.38		
688315.SH	诺禾致源	创新药产业链	13.96	5.66	-3.10	2.18	6.32	7.94	4.68	3.33	7.16	60.88	11.37	-20.45	-27.22	6.85	16.06	0.03	64.63	17.80		
301047.SZ	义翘神州	创新药产业链	-10.67	9.59	40.23	18.02	-3.02	13.32	-13.28	-12.68	1.94	-46.73	-46.84	35.14	-37.95	-58.64	-85.81	-81.27	-96.72	-58.82		
301080.SZ	百普赛斯	创新药产业链	19.79	15.02	16.31	7.57	6.67	16.62	13.81	38.50	27.73	-17.63	-17.15	-19.64	-49.26	-32.12	-39.85	-24.46	122.31	25.99		
688105.SH	诺唯赞	创新药产业链	-69.02	-58.28	-56.48	-67.03	-0.21	29.33	12.87	-5.93	-5.50	-118.21	-126.33	-117.24	47.31	78.77	101.52	30.88	0.02	-36.62		
688265.SH	南模生物	创新药产业链	20.08	63.13	2.08	12.61	-5.01	0.48	0.90	18.09	6.59	-302.52	140.35	-32.74	-12.41	-1.45	-132.20	30.56	252.49	60.36		
688046.SH	药康生物	创新药产业链	20.82	15.88	16.76	28.68	11.96	17.83	6.70	5.67	8.76	2.35	-16.54	38.60	4.37	2.74	17.24	-47.17	-84.59	9.80		
688133.SH	泰坦科技	创新药产业链	12.68	12.60	-5.26	8.00	1.36	8.81	0.48	5.90	-9.07	39.49	5.14	-61.23	-143.68	-90.70	-78.56	-85.88	67.83	8.86		
688179.SH	阿拉丁	创新药产业链	-5.93	15.90	10.22	6.79	13.79	41.55	42.96	29.85	32.20	-38.88	-28.79	50.75	24.58	-2.84	134.90	13.60	-17.27	41.86		
301166.SZ	优宁维	创新药产业链	13.48	15.16	-13.28	1.88	-0.91	-6.57	-11.64	-14.60	-20.34	-49.75	-39.11	-98.95	-134.19	-96.66	-90.33	-1803.45	-54.84	-2696.56		
688293.SH	奥浦迈	创新药产业链	-6.53	-27.98	-33.97	0.25	17.36	19.82	43.23	13.93	4.98	0.00	0.00	-91.72	-80.25	-23.38	-92.96	-83.52	-446.72	-33.06		
688137.SH	近岸蛋白	创新药产业链	-51.05	-59.63	-22.20	-18.18	-39.34	5.94	-9.98	-16.50	28.20	-83.12	-123.85	-104.03	30.64	-273.62	-61.82	-1282.43	-522.47	-5.97		
688426.SH	康为世纪	创新药产业链	-37.35	-68.75	-77.42	-83.92	-62.57	-14.06	4.15	38.74	49.31	0.00	0.00	-178.74	-723.35	-830.27	-45.24	-43.96	-9.86	19.87		
688690.SH	纳微科技	创新药产业链	-6.21	6.59	-11.54	-42.41	16.64	13.88	34.61	71.47	22.39	-89.35	-71.24	-95.85	-79.76	126.08	72.22	-644.37	272.35	85.28		
688073.SH	毕得医药	创新药产业链	42.58	41.00	28.44	16.94	4.05	-0.23	-1.14	1.32	12.83	0.00	0.00	-21.48	-96.35	-34.74	-56.85	-17.19	2005.91	10.40		
688131.SH	皓元医药	创新药产业链	39.46	43.95	41.95	29.92	20.68	19.05	13.80	29.21	20.05	-28.64	-14.58	-33.16	-78.58	-66.82	20.42	194.47	1497.89	323.19		

5 医疗服务：2024年业绩承压，2025Q1增长提速

医疗服务：2024年业绩承压，2025Q1增长提速

- 11家医疗服务上市公司（剔除三方检测）2024年同比2023年的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速为1.4%、-12.8%、-22.8%；面对宏观环境压力、市场竞争加剧、医保政策控费、高基数等，收入增长放缓。
- 2025Q1同比于2024Q1单季度的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速分别为6.51%、21.90%、12.19%。宏观环境、政策环境与消费预期稳定，收入增长恢复提升，利润增长更快。

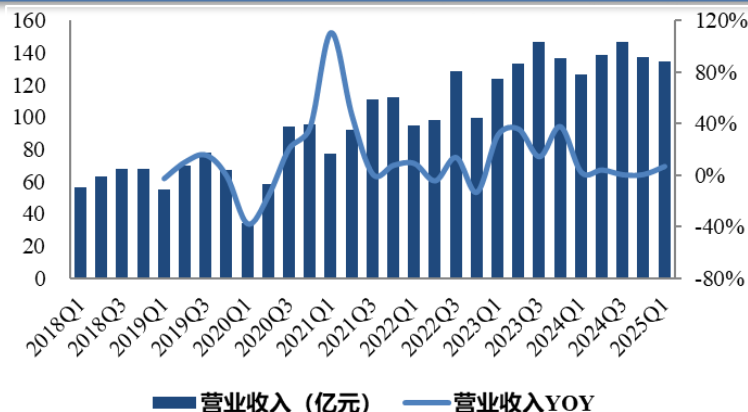
医疗服务上市公司收入总额及增速



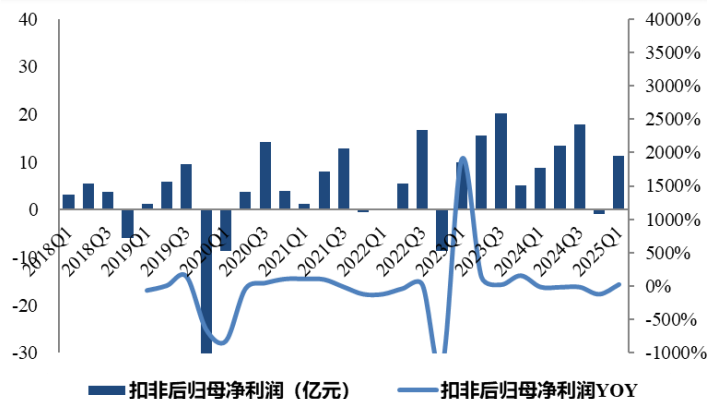
医疗服务上市公司扣非归母净利润总额及增速



医疗服务上市公司收入总额及增速（单季度）



医疗服务上市公司扣非归母净利润总额及增速（单季度）



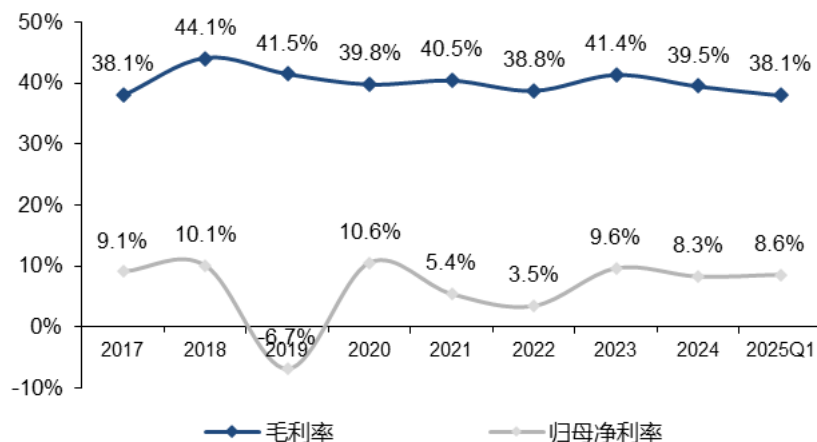
医疗服务：2024年业绩承压，2025Q1增长提速

盈利能力方面，医疗服务上市公司2024年毛利率和净利率均有下降，2025Q1净利率有所回升，其中：

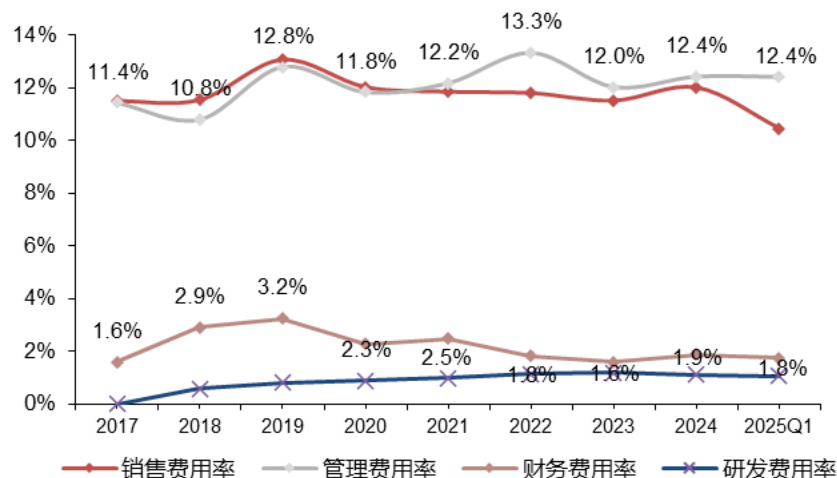
- ✓ 销售费用率下降：2025Q1明显下降，主要2024年收入增长降速与降本控费；2025Q1淡季投入相对较少；
- ✓ 管理费用率下降：基本稳定，在收入规模增长放缓的情况下，体现管理费用管控效率。
- ✓ 财务费用率基本稳定；
- ✓ 研发费用率稳中缓升：体现医疗服务公司对提升专业服务能力的投入加大，特别是当前在AI医疗积极投入。

东吴证券医药团队观点：2024年医疗服务板块面对宏观环境压力、市场竞争加剧、医保政策控费、高基数等，收入规模增长放缓，但是在2025Q1季度宏观环境稳定、消费预期向好的情况下，收入加速增长，体现医疗服务增长韧性。我们认为依然看好医疗服务赛道发展：1) 随着社会人口老龄化，各类疾病患病率提高与健康意识提升，医疗服务需求的日益增长的底层逻辑不变，医疗服务行业具备长期增长基石。2) 政策及行业竞争加剧催化下，优胜劣汰加速，头部优质民营医院有望在差异化竞争中胜出。

医疗服务上市公司毛利率及归母净利率（整体法）



医疗服务上市公司期间费用率（整体法）



医疗服务： 2024年业绩承压，2025Q1增长提速

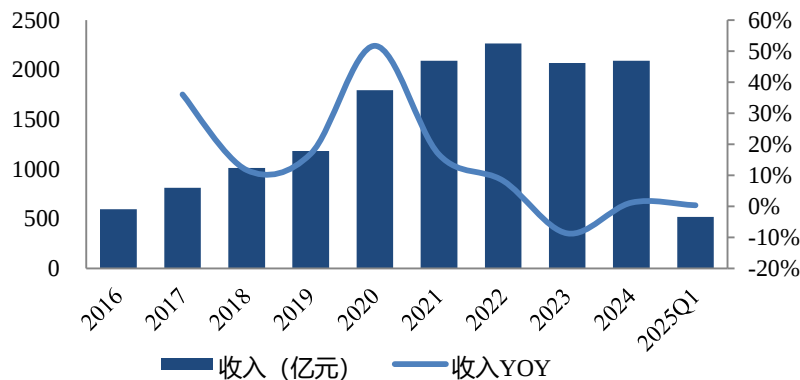


代码	公司名称	分类	营业收入同比增速（分季度，%）					扣非后归母净利润同比增速（分季度，%）				
			2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
000516.SZ	国际医学	综合医院	10.75	8.42	4.58	-5.10	-14.99	13.05	67.63	14.85	54.90	-33.27
300143.SZ	盈康生命	综合医院	15.17	12.32	6.55	-9.76	-1.73	-38.55	-4.95	6.05	-41.23	25.77
002219.SZ	新里程	综合医院	9.85	14.41	-2.74	-20.53	-16.49	23.55	15.39	45.08	23094.88	5.38
300015.SZ	爱尔眼科	专科连锁	3.50	2.25	-0.68	8.37	15.97	12.04	-6.42	-1.34	-103.56	25.78
002524.SZ	光正眼科	专科医院	-7.78	-14.44	-22.66	-21.77	4.32	-163.85	23.54	-1681.65	-1828.18	92.76
301103.SZ	何氏眼科	专科医院	-7.18	-4.53	-13.32	-4.28	2.35	-48.62	-120.78	-144.47	-7.47	10.04
301239.SZ	普瑞眼科	专科医院	4.01	2.24	-9.11	-1.84	9.82	-73.28	-65.99	-133.17	-222.00	48.37
301267.SZ	华夏眼科	专科医院	5.09	0.89	2.00	-7.16	11.74	6.89	-47.15	-30.70	-108.65	-11.12
002044.SZ	美年健康	专科医院	-14.91	2.98	3.63	-1.34	-2.62	-71.58	-56.80	3.68	3.76	6.52
600763.SH	通策医疗	专科医院	5.03	2.04	0.05	-3.18	5.11	4.20	4.49	-7.37	115.18	7.04
301293.SZ	三博脑科	专科医院	7.89	11.83	9.67	6.10	16.78	32.23	63.86	-19.82	-73.49	19.40

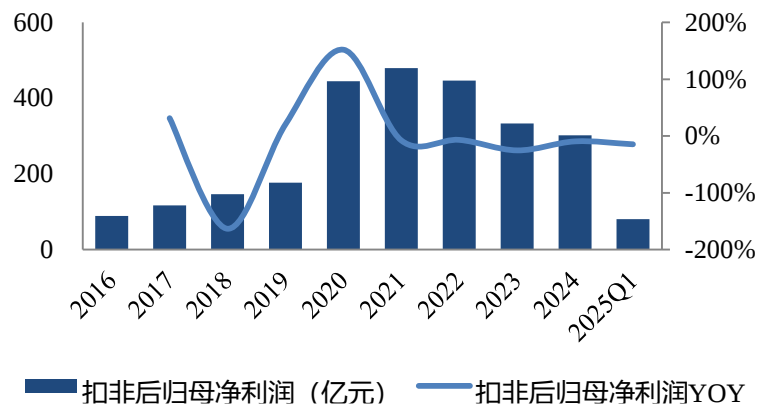
6 医疗器械：业绩见底，看好逐季改善

- 97家医疗器械上市公司2024年同比2023年的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速为+1.16%、-8.91%、-9.50%；2025Q1同比于2024Q1的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速分别为+0.31%、-13.94%、-14.62%，收入端有所恢复，但利润端仍承压。主要是部分公司新产品上市，短期费用投入较大，规模效应预计逐步体现。

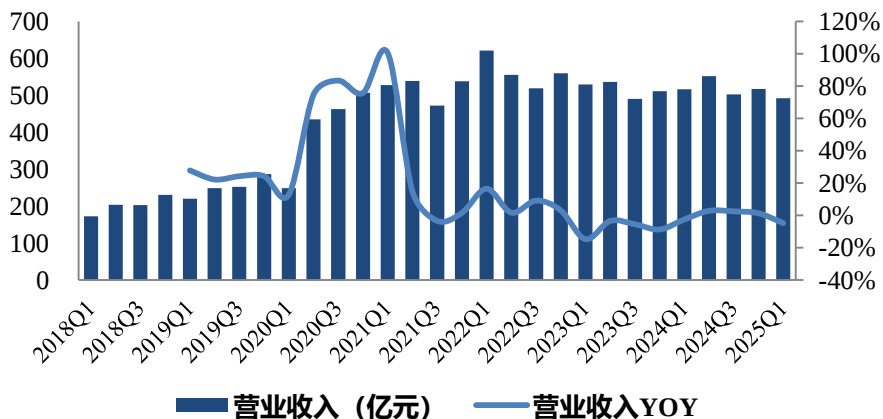
医疗器械上市公司收入总额及增速



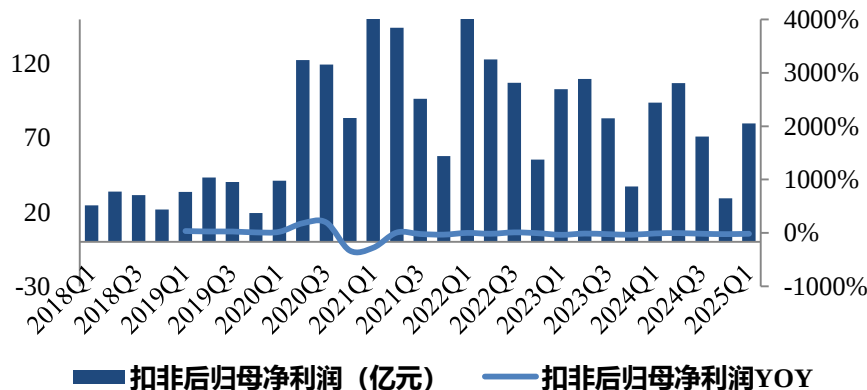
医疗器械上市公司扣非后归母净利润总额及增速



医疗器械上市收入总额及增速（单季度）



医疗器械上市公司扣非后归母净利润总额及增速（单季度）



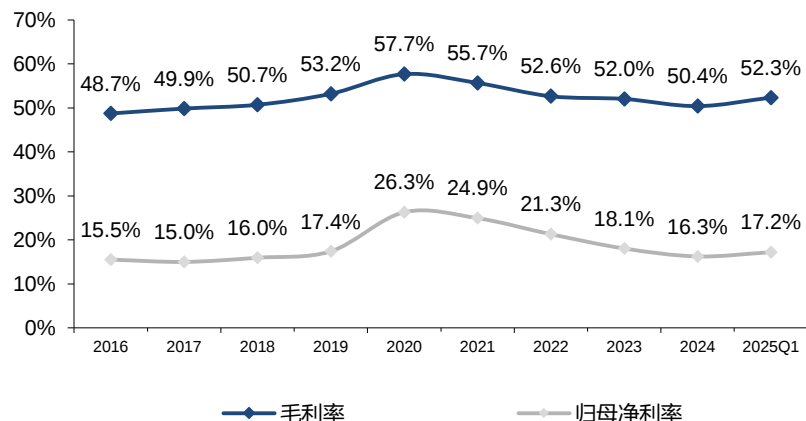
医疗器械：业绩见底，看好逐季改善

- 盈利能力方面，医疗器械上市公司2024年毛利率、净利率有所下滑，2025Q1毛利率、净利率有所上升，其中：
- 24年毛利率下滑主要系：1) 医疗器械集采后出厂价下滑；
- 销售费用率24年下滑明显：主要系集采后销售费用下降；
- 管理费用率24年有所下降，主要系销售规模下滑；25年Q1管理费用率有所回落，多家企业提质增效，精细化管理；
- 研发费用率、财务费用率保持平稳。

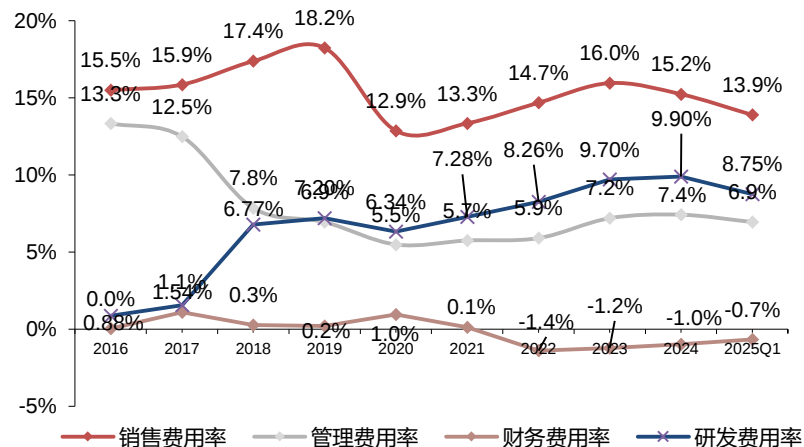
➢ **东吴证券医药团队观点：器械关税影响较小，看好内需国产替代+自主可控。**关税对器械公司影响有限，建议关注国产替代空间大的惠泰医疗、爱博医疗、联影医疗、华大智造等。目前国内美国业务占比较大的上市公司多在美国有产能，如海泰新光、奕瑞科技、三诺生物等；其他与美国有业务合作或核心零部件采购的公司，美国收入占比或核心零部件采购占比较小，对公司整体收入影响有限，如迈瑞医疗、联影医疗已备足货品，且国内国产替代空间较大（如IVD、大型影像设备可替代外资如GE、罗氏诊断、雅培等）。

➢ **投资逻辑：**从器械中国市场国产替代空间大角度，建议关注惠泰医疗、微电生理、爱博医疗，港股归创通桥-B、爱康医疗、春立医疗等；稳健内需线建议关注鱼跃医疗、可孚医疗等；自主可控线建议关注聚光科技、联影医疗、迈瑞医疗、华大智造、奕瑞科技等。

医疗器械上市公司毛利率及归母净利率（整体法）



医疗器械上市公司期间费用率（整体法）



附录：医疗器械的营业收入和归母净利润情况

代码	公司名称	分类	营业收入同比增速（分季度，%）										扣非后归母净利润同比增速（分季度，%）									
			2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1		
600055.SH	万东医疗	医疗器械	21.12	37.95	20.04	-19.99	20.94	15.43	18.57	38.73	21.00	24.34	34.25	-13.29	-50.68	7.06	21.66	-13.71	1.36	-25.77		
600529.SH	山东药玻	医疗器械	18.66	26.91	23.63	9.16	2.50	11.19	-0.99	-0.62	-1.97	1.67	29.47	35.21	24.69	36.14	15.73	4.28	41.89	1.82		
600587.SH	新华医疗	医疗器械	15.42	13.43	1.29	2.42	3.68	0.91	-0.32	-3.63	-8.74	23.75	11.64	76.04	-9.74	13.77	16.19	-7.10	-74.94	-24.53		
002223.SZ	鱼跃医疗	医疗器械	48.41	31.51	7.65	-34.08	-17.44	-8.82	2.21	17.51	9.17	78.98	123.52	29.87	-43.19	-21.69	-25.11	-25.38	-28.01	-6.91		
300003.SZ	乐普医疗	医疗器械	-4.39	-33.05	-19.38	-39.58	-21.14	-21.58	-28.41	-23.41	-9.67	2.78	-52.19	-29.60	-148.21	-18.85	-44.31	-77.19	-214.87	-26.08		
300030.SZ	阳普医疗	医疗器械	-11.69	-6.75	-13.82	-4.96	-10.98	-5.70	-15.94	-7.18	-18.15	132.23	-2280.34	48.81	48.07	-130.24	-17.66	60.87	20.27	292.15		
300049.SZ	福瑞股份	医疗器械	15.75	17.71	4.65	19.68	33.35	13.24	19.37	6.47	2.35	107.88	16.90	14.95	-49.53	126.24	16.42	-31.38	8.38	-28.05		
002382.SZ	蓝帆医疗	医疗器械	-15.70	-8.49	11.93	17.27	32.96	32.80	24.68	19.07	1.59	-121.46	-9.69	37.75	19.24	26.51	56.92	51.00	-16.70	51.02		
300171.SZ	东富龙	医疗器械	14.99	28.43	-1.13	-20.32	-22.07	-22.63	-12.78	15.49	2.58	13.85	-3.56	-24.92	-91.58	-73.44	-76.51	-77.52	-196.20	-71.40		
002551.SZ	尚荣医疗	医疗器械	-36.08	102.40	2.06	-18.35	-10.75	22.28	16.42	62.56	1.30	-16.15	100.96	141.72	39.71	3.80	-825.95	-40.78	105.06	84.75		
300206.SZ	理邦仪器	医疗器械	64.21	-3.81	12.93	-17.25	-30.65	6.27	6.07	9.14	-5.25	312.28	-41.13	-27.87	-156.19	-75.66	46.53	77.83	33.95	80.59		
300238.SZ	冠昊生物	医疗器械	-8.33	22.74	7.71	14.32	-18.85	0.13	-9.88	4.32	3.67	-2.17	102.86	40.47	91.20	-29.18	-36.74	-87.55	93.09	-0.73		
300246.SZ	宝莱特	医疗器械	18.09	20.46	-7.62	-23.23	-22.55	-15.92	-5.40	4.41	-7.17	80.71	337.23	-449.07	-980.86	-126.75	-143.38	-391.64	46.66	105.49		
300289.SZ	利德曼	医疗器械	-43.55	-34.97	-32.50	-25.98	-12.51	-21.11	-17.42	-27.19	-16.61	-44.05	-26.09	-6.34	78.75	-176.41	-82.35	-135.53	-607.00	32.46		
300298.SZ	三诺生物	医疗器械	6.15	9.68	2.69	-7.06	14.92	-0.53	2.05	23.22	2.76	6.36	57.36	-7.09	-184.70	21.48	-25.42	-62.06	235.25	-13.84		
300314.SZ	戴维医疗	医疗器械	61.55	43.27	0.62	1.98	-1.61	-30.70	-3.21	-22.11	-22.00	1658.88	67.68	-35.22	24.94	-11.14	-87.33	-38.57	-128.46	-55.82		
300326.SZ	凯利泰	医疗器械	-7.29	-19.80	-34.44	-7.55	-16.37	0.61	28.29	6.63	7.56	-36.25	-56.85	-77.01	90.43	-82.13	-27.43	62.25	-458.64	141.84		
300358.SZ	楚天科技	医疗器械	13.49	20.05	9.44	-11.86	-10.39	-20.30	-24.49	-3.55	-22.19	3.67	-19.71	-90.89	-69.09	-117.26	-160.53	-874.01	-1154.53	-11.11		
300396.SZ	迪瑞医疗	医疗器械	46.54	25.92	22.99	-21.12	99.60	-40.57	-15.97	-87.14	-72.47	34.12	16.16	23.78	-48.04	55.53	-46.51	-63.86	-262.43	-88.30		
300406.SZ	九强生物	医疗器械	0.22	30.49	1.74	30.69	5.49	-3.41	-0.40	-17.01	-18.81	13.08	119.17	21.20	15.78	10.91	-2.20	-5.18	5.30	-32.02		
603309.SH	维力医疗	医疗器械	20.16	-11.79	-13.14	14.41	-14.49	26.39	18.16	9.32	12.60	36.35	-10.18	-4.27	136.86	-0.68	52.50	19.66	5.18	20.49		
300439.SZ	美康生物	医疗器械	-14.99	-31.87	-19.11	-29.37	-1.91	-3.77	-7.34	-19.15	-22.32	7.17	10.48	-21.82	235.12	14.37	7.81	-3.20	78.11	-68.11		
300453.SZ	三鑫医疗	医疗器械	-15.11	-8.82	7.36	5.31	21.34	15.05	13.69	12.97	8.88	-22.21	-18.68	40.20	61.15	28.61	13.37	16.29	9.25	7.93		
300463.SZ	迈克生物	医疗器械	-26.85	-17.82	-21.58	-12.29	-8.88	-5.93	-8.94	-23.00	-17.22	-40.10	-70.85	-52.35	-61.64	-2.00	39.45	-3.95	-477.20	-66.17		
300482.SZ	万孚生物	医疗器械	-68.32	-53.35	-22.18	-22.72	3.54	8.70	17.51	16.17	-7.06	-78.26	-57.94	-0.31	205.35	6.78	16.06	49.89	41.70	-17.57		
300529.SZ	健帆生物	医疗器械	-17.90	-48.70	0.51	-6.31	30.00	70.91	47.74	10.37	-26.40	-41.18	-80.54	17.26	57.42	42.74	248.33	61.34	419.23	-32.15		
603658.SH	安图生物	医疗器械	0.52	3.12	-6.33	3.54	5.09	4.33	3.38	-9.16	-8.56	1.61	6.54	-2.68	20.61	33.15	-2.08	-3.99	-46.25	-18.19		
002817.SZ	黄山胶囊	医疗器械	41.37	5.88	6.59	-15.63	-17.33	3.92	11.41	18.40	0.53	78.84	16.48	13.01	-6.98	-18.57	-19.41	-34.64	-24.70	27.65		
300562.SZ	乐心医疗	医疗器械	-37.55	-20.89	-25.27	22.70	52.93	12.56	15.37	-17.58	9.90	-1835.68	42109.99	415.74	134.20	193.70	-0.38	640.41	-51.16	73.28		
603987.SH	康德莱	医疗器械	-20.82	-23.18	-21.63	-19.79	-17.03	-6.77	-2.10	-3.73	-3.82	31.22	-56.77	-16.59	-27.30	-28.07	-5.31	20.16	7.42	1.73		
300595.SZ	欧普康视	医疗器械	8.17	20.88	2.41	32.92	15.71	10.56	1.55	-8.38	2.95	8.43	14.67	-8.53	5.86	11.59	0.45	-7.74	-81.87	-11.59		
300633.SZ	开立医疗	医疗器械	27.63	22.67	2.10	27.58	1.33	-6.48	-9.18	-5.63	-10.29	157.67	29.59	-22.05	3.43	-26.55	-57.49	-242.34	-80.00	-93.49		
300642.SZ	透景生命	医疗器械	-16.03	-12.17	-36.73	-28.29	-23.61	-20.48	-15.92	-18.19	-19.53	207.79	-35.87	-95.36	13.92	-159.54	-46.93	491.28	-67.73	60.60		
300653.SZ	正海生物	医疗器械	-7.35	1.51	-11.44	-0.08	-17.83	-6.10	-4.06	-21.76	8.68	-2.71	15.90	-22.42	0.72	-33.93	-27.90	-14.75	-75.72	-32.13		
603387.SH	基蛋生物	医疗器械	-32.66	-20.73	-26.33	-17.20	-16.32	-7.20	-11.91	-22.60	-24.08	-54.32	-58.73	-59.45	3549.67	-17.71	10.44	-65.47	23.02	-26.86		
300677.SZ	英科医疗	医疗器械	-31.25	18.55	18.70	33.90	40.06	34.08	48.04	29.21	13.20	-282.87	25.33	-107.89	20.66	194.63	-4.37	890.84	919.83	53.22		
300685.SZ	艾德生物	医疗器械	-5.28	41.34	20.38	38.28	19.53	17.53	22.53	-22.31	16.63	-8.17	133.03	0.30	137.24	26.44	16.71	79.42	-75.32	53.07		
603976.SH	正川股份	医疗器械	0.41	19.55	22.34	13.11	8.94	-3.20	-32.36	-17.75	-34.24	-50.71	-18.60	278.03	-84.94	88.96	75.91	64.50	-58.97	-55.68		
002901.SZ	大博医疗	医疗器械	-9.21	-9.74	-7.63	104.61	9.17	49.85	50.38	48.72	28.80	-51.11	-62.97	-114.43	68.22	4.48	313.61	862.68	274.87	96.76		

附录：医疗器械的营业收入和归母净利润情况

代码	公司名称	分类	营业收入同比增速（分季度，%）									扣非后归母净利润同比增速（分季度，%）									
			2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	
603301.SH	振德医疗	医疗器械	2.82	-33.06	-36.87	-52.69	-25.88	7.25	19.92	24.04	2.87	40.80	-55.11	-64.59	-137.62	-46.99	5.75	5.19	197.25	-36.34	
300760.SZ	迈瑞医疗	医疗器械	20.47	20.20	11.18	7.90	12.06	10.35	1.43	-5.08	-12.12	22.05	20.05	21.35	14.88	20.08	13.94	-8.62	-42.49	-16.68	
300753.SZ	爱朋医疗	医疗器械	29.22	35.38	49.42	15.47	-6.71	-3.08	-11.04	2.13	-26.13	108.91	104.05	105.77	105.89	76.41	516.99	-383.76	269.98	-1143.48	
002950.SZ	奥美医疗	医疗器械	-17.96	-46.37	-36.58	-35.42	-8.38	36.46	46.80	18.67	1.64	-20.54	-64.94	-18.55	-122.87	-24.48	47.04	74.33	271.28	-11.39	
688016.SH	心脉医疗	医疗器械	10.75	67.25	29.88	28.63	25.38	27.69	-31.65	-20.75	-7.23	1.58	61.71	48.24	100.91	48.91	48.34	9.56	-209.78	-31.27	
688029.SH	南微医学	医疗器械	24.26	15.35	8.41	42.33	12.72	19.55	13.44	11.54	12.75	131.00	108.93	22.29	3.16	42.21	3.35	17.82	14.67	14.20	
688068.SH	热景生物	医疗器械	-85.13	-84.73	-89.63	-75.46	-42.78	27.50	37.48	-11.48	-19.71	-91.68	-98.69	-114.97	50.58	-167.83	-1703.41	40.82	-84.48	-20.24	
688366.SH	昊海生科	医疗器械	29.06	41.99	8.80	22.74	5.68	8.10	0.22	-7.35	-4.25	21.13	2072.58	33.84	330.78	33.05	16.26	-22.02	-26.83	-7.08	
688389.SH	普门科技	医疗器械	32.29	18.48	10.64	8.71	10.06	1.27	6.45	-13.47	-29.70	29.33	48.18	23.36	39.68	24.60	37.86	29.01	-32.14	-51.63	
688358.SH	祥生医疗	医疗器械	64.55	2.56	-16.22	207.49	-14.87	-18.49	8.79	29.77	-9.16	113.75	16.73	-49.74	108.28	-13.17	-49.86	-39.13	1704.45	-13.38	
688198.SH	佰仁医疗	医疗器械	-1.69	37.13	12.46	52.16	17.53	11.35	13.25	85.04	31.30	-17.30	39.54	30.54	42.86	-29.26	-9.29	-5.83	110.28	261.55	
688085.SH	三友医疗	医疗器械	24.19	-27.38	-58.51	-39.47	-46.26	3.51	57.30	19.12	34.72	0.34	-57.28	-98.43	-58.25	-109.63	-93.55	675.10	-161.94	487.31	
603392.SH	万泰生物	医疗器械	-8.98	-53.71	-70.40	-78.62	-73.93	-51.96	-27.72	-45.14	-46.76	-8.59	-68.46	-95.89	-189.21	-95.90	-96.62	-145.72	61.73	-313.18	
300832.SZ	新产业	医疗器械	17.91	46.77	18.55	36.16	16.62	20.23	15.38	9.75	10.12	11.12	55.46	25.88	14.98	25.49	27.11	11.62	-12.58	4.39	
688580.SH	伟思医疗	医疗器械	76.57	55.29	35.80	24.19	-8.24	-16.38	-10.54	-16.98	9.40	190.81	116.64	21.92	7.91	-27.42	-37.64	-2.88	-51.65	58.96	
688050.SH	爱博医疗	医疗器械	44.55	53.20	55.20	104.86	63.55	72.91	49.11	18.26	15.07	43.88	30.48	23.30	89.92	31.70	28.26	22.88	71.75	-12.83	
688338.SH	赛科希德	医疗器械	35.22	31.43	8.22	10.29	13.56	11.37	7.49	11.42	-9.47	45.81	21.95	-10.81	12.39	14.23	-4.73	-23.73	-2.05	-26.61	
688393.SH	安必平	医疗器械	-24.44	-1.82	8.92	7.31	11.82	5.32	-13.20	-17.28	-28.51	-85.35	-15.60	125.66	50.99	78.59	-49.22	-43.15	-5869.33	-370.16	
300869.SZ	康泰医学	医疗器械	101.21	-15.52	-5.62	-48.12	-73.10	-10.47	-0.53	12.53	12.77	126.14	-78.57	-82.75	-22.26	-102.02	-106.15	-125.79	-167.30	515.19	
605369.SH	拱东医疗	医疗器械	-34.96	-48.58	-33.15	-9.21	20.22	21.46	10.94	6.39	-2.74	-74.75	-72.96	-72.36	61.63	85.73	65.19	63.28	11.26	-20.03	
688301.SH	奕瑞科技	医疗器械	34.77	31.22	14.71	4.87	11.48	3.56	-24.94	1.78	-1.92	31.44	22.04	11.59	-10.47	6.00	-9.72	-65.53	-46.91	-9.19	
688013.SH	天臣医疗	医疗器械	17.45	22.56	-12.76	12.83	1.26	6.61	27.94	-2.31	9.34	51.01	14.12	-53.80	55.92	22.24	20.50	166.34	-28.45	0.50	
688617.SH	惠泰医疗	医疗器械	31.71	51.05	28.36	32.80	30.20	24.50	23.05	23.93	23.93	49.08	89.49	27.77	21.78	51.59	25.51	53.18	24.69	32.23	
688656.SH	浩欧博	医疗器械	6.16	45.98	6.09	43.26	5.97	6.79	-4.92	1.12	-9.33	-71.74	73.63	-13.23	400.86	-29.62	15.37	-61.13	15.32	-90.69	
688317.SH	之江生物	医疗器械	-89.59	-90.65	-85.55	-84.41	-39.27	-30.69	-26.25	-40.59	-37.27	-97.45	-91.66	-99.18	-300.69	267.98	-113.53	-3698.99	39.55	-165.05	
688607.SH	康众医疗	医疗器械	31.58	-2.85	65.52	50.63	5.69	24.82	-5.46	11.11	10.33	4.88	154.23	133.53	184.00	78.02	36.59	147.62	-71.72	-113.36	
300942.SZ	易瑞生物	医疗器械	-79.35	-71.55	-45.61	-22.47	-39.92	30.68	2.66	-25.62	35.28	-127.53	-229.78	-234.79	-25.28	71.77	106.90	85.93	109.46	39.34	

附录：医疗器械的营业收入和归母净利润情况

代码	公司名称	分类	营业收入同比增速（分季度，%）										扣非后归母净利润同比增速（分季度，%）									
			2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1		
688677.SH	海泰新光	医疗器械	58.76	16.19	-24.40	-31.20	-20.74	-13.91	-9.39	31.59	24.86	38.45	-0.58	-55.15	-35.62	-21.40	-28.25	-2.79	57.44	26.89		
688606.SH	奥泰生物	医疗器械	-88.75	-75.71	-39.94	-48.54	-15.34	29.58	28.72	27.62	4.28	-97.24	-81.54	-28.28	134.05	30.83	34.64	130.57	65.31	54.45		
688626.SH	翔宇医疗	医疗器械	68.25	41.09	52.70	53.73	18.12	-11.92	-18.51	16.74	10.02	549.98	201.35	131.70	79.21	12.07	-72.75	-84.27	-35.06	-48.72		
688468.SH	科美诊断	医疗器械	-16.50	15.23	-7.58	-5.01	10.36	-3.46	-6.23	-7.56	-27.01	-12.54	32.53	6.63	-19.79	13.56	15.58	-42.01	-65.55	-68.00		
300981.SZ	中红医疗	医疗器械	-24.62	61.76	96.03	48.77	26.22	6.42	18.35	18.12	15.45	-248.65	42.05	94.48	-453.43	56.49	343.03	228.71	13.88	164.39		
688217.SH	睿昂基因	医疗器械	17.84	-43.20	-28.53	-60.90	12.84	-0.11	-23.04	-11.31	-14.72	137.17	-38.34	-86.42	-805.80	-142.08	-58.34	-319.05	-52.90	-11.93		
688575.SH	亚辉龙	医疗器械	-51.82	-57.09	-40.66	-40.34	-34.65	27.41	-7.69	21.57	-3.13	-83.67	-55.12	-78.14	-66.12	-31.29	131.58	0.08	76.60	-35.44		
688314.SH	康拓医疗	医疗器械	20.82	13.88	13.30	11.32	8.16	18.36	21.41	19.59	17.98	5.80	-6.37	-0.83	10.01	0.57	14.11	18.96	-4.67	25.09		
688613.SH	奥精医疗	医疗器械	4.18	20.10	-8.43	-38.16	-0.94	-24.67	-26.71	34.61	-10.35	113.97	-40.82	-50.05	-170.86	-77.11	-117.64	-166.08	-23.29	-168.21		
688067.SH	爱威科技	医疗器械	-11.24	13.50	-1.65	7.02	14.46	-6.36	-0.24	1.31	13.85	-138.65	124.28	16.33	63.86	314.51	-13.46	-3.04	-17.17	48.77		
688161.SH	威高骨科	医疗器械	0.57	-49.44	-17.68	-60.72	-10.74	-3.12	20.06	83.78	-16.59	-4.96	-94.52	-78.31	-108.46	-62.03	237.38	675.53	714.75	41.95		
301033.SZ	迈普医学	医疗器械	19.35	-28.61	35.81	51.95	28.59	57.27	14.70	2.83	28.84	49.54	-71.83	77.32	679.19	87.05	426.60	44.96	45.73	89.89		
688767.SH	博拓生物	医疗器械	-89.81	-78.61	-56.96	-10.11	30.81	21.35	21.42	31.38	-35.20	-98.13	-82.27	-83.10	103.20	335.55	-30.66	-51.08	968.45	-83.84		
301087.SZ	可孚医疗	医疗器械	42.38	-4.51	3.92	-33.61	-5.64	13.21	14.09	0.62	-8.59	158.53	11.51	18.58	-95.04	-26.55	62.14	123.78	724.73	-25.34		
301093.SZ	华兰股份	医疗器械	19.42	6.74	8.51	-4.36	-19.05	7.24	-7.81	-3.28	15.03	-8.31	-4.64	-10.44	45.94	-81.33	35.39	-11.20	-83.00	273.62		
688212.SH	澳华内镜	医疗器械	53.77	90.80	23.00	51.68	34.91	12.61	5.39	-0.20	-26.92	806.55	9023.91	40.39	35.74	-101.54	-106.32	309.81	-392.07	-12523.77		
688075.SH	安旭生物	医疗器械	-97.78	-81.80	-43.16	376.74	6.53	43.25	38.78	-26.59	-10.90	-99.69	-46.66	-100.00	60.94	134.82	-100.82	4408.83	139.59	15.95		
688236.SH	春立医疗	医疗器械	-4.18	-6.34	33.34	-5.72	-9.95	-46.23	-49.03	-28.53	3.60	-33.36	-26.17	106.11	-0.23	-1.46	-71.95	-142.69	-45.25	7.81		
301122.SZ	采纳股份	医疗器械	-52.79	-16.82	12.84	32.66	65.52	-24.01	-16.14	-18.06	-34.28	-78.76	-43.33	9.13	-24.13	114.87	-87.32	-45.02	-167.90	-78.81		
301235.SZ	华康医疗	医疗器械	82.92	71.29	18.00	11.31	-4.37	-28.40	16.28	37.63	28.54	-187.01	89.06	-5.02	-2.70	-48.16	-58.75	-16.74	19.55	10.20		
688193.SH	仁度生物	医疗器械	-58.44	-45.98	-47.37	-25.79	15.60	1.46	18.60	-1.28	-9.22	-161.33	-562.54	102.80	154.93	110.99	73.76	-2415.56	-497.18	-301.23		
301097.SZ	天益医疗	医疗器械	8.87	-0.73	-9.52	-12.32	9.39	18.02	12.34	1.44	1.65	41.62	-18.92	-95.76	-66.45	-77.09	-77.68	-794.82	-514.49	-123.38		
301234.SZ	五洲医疗	医疗器械	-2.60	24.30	-6.35	-21.23	-23.28	-23.35	-5.48	13.28	15.59	5.63	25.28	-10.46	-73.96	-27.50	-57.34	-48.20	160.99	-44.82		
688253.SH	英诺特	医疗器械	93.55	-50.60	-9.69	46.66	109.36	56.57	81.86	-49.61	-26.51	197.43	-79.76	-81.25	382.98	198.41	224.86	869.88	-107.40	-35.58		
688273.SH	麦澜德	医疗器械	46.34	-12.24	-25.29	-35.89	-4.39	30.20	18.75	86.57	13.36	33.22	7.81	-40.43	-104.42	24.67	42.47	0.46	-1305.01	11.60		
688271.SH	联影医疗	医疗器械	33.42	21.69	28.14	17.72	6.22	-2.47	-25.00	-15.90	5.42	3.14	21.66	29.46	37.55	8.52	-2.47	-899.46	-34.67	26.09		
688351.SH	微电生理-U	医疗器械	-6.33	35.83	34.21	36.11	71.01	21.36	-1.54	31.33	16.77	0.00	0.00	-308.23	-67.02	91.18	-22.77	67.09	132.37	1029.84		
301363.SZ	美好医疗	医疗器械	29.24	-0.75	-26.53	-15.37	-23.34	9.83	55.68	48.71	5.05	52.16	5.16	-60.05	-82.96	-44.38	-13.55	55.51	725.79	-11.67		
301367.SZ	怡和嘉业	医疗器械	131.85	-25.26	-55.93	-55.82	-60.02	-28.50	10.51	36.29	38.11	201.98	-30.66	-86.20	-89.24	-71.54	-63.69	24.67	-40.22	43.18		
301290.SZ	东星医疗	医疗器械	-8.98	-1.56	3.37	-1.42	9.27	3.36	-6.27	-2.59	-14.84	0.00	0.00	-10.37	-30.38	-5.20	-8.36	-31.13	34.48	-49.10		
688410.SH	山外山	医疗器械	187.14	133.75	71.08	-6.73	-16.03	-42.75	-22.39	30.42	16.77	0.00	0.00	226.61	-92.13	-59.20	-84.06	-71.73	274.90	20.52		

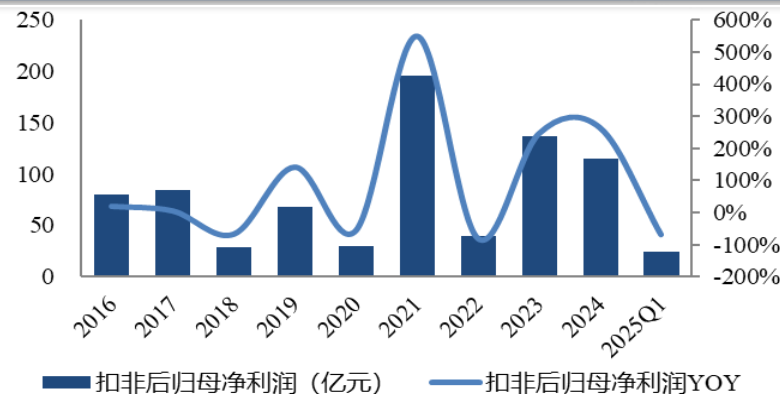
7 生物药&生物制品：集采政策优化，全链条支持创新药发展

- 生物药&生物制品：54家生物药公司2024年同比于2023的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速分别为-6.9%、-18.0%、-16.3%；2025Q1同比于2024Q1单季度的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速分别为-51.2%、-63.8%、-67.2%。血制品和疫苗板块受需求下降、供给增加、竞争加剧和价格承压等影响，净利润下滑明显；生物药受入院加快，医保放量等影响，业绩保持稳健增长。

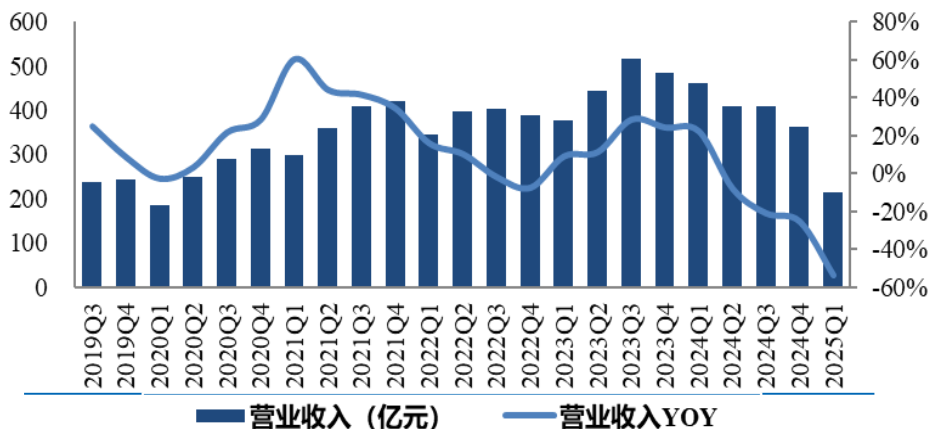
生物药上市公司收入总额及增速



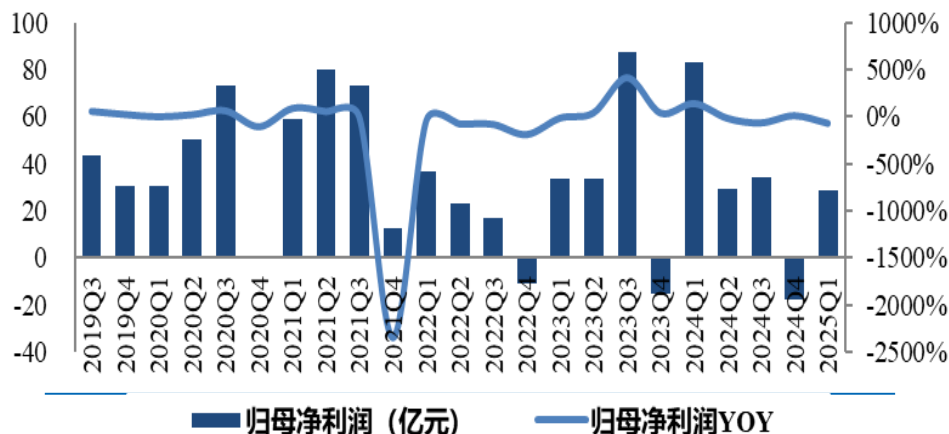
生物药上市公司扣非后归母净利润总额及增速



生物药上市公司收入总额及增速（单季度）



生物药上市公司归母净利润总额及增速（单季度）



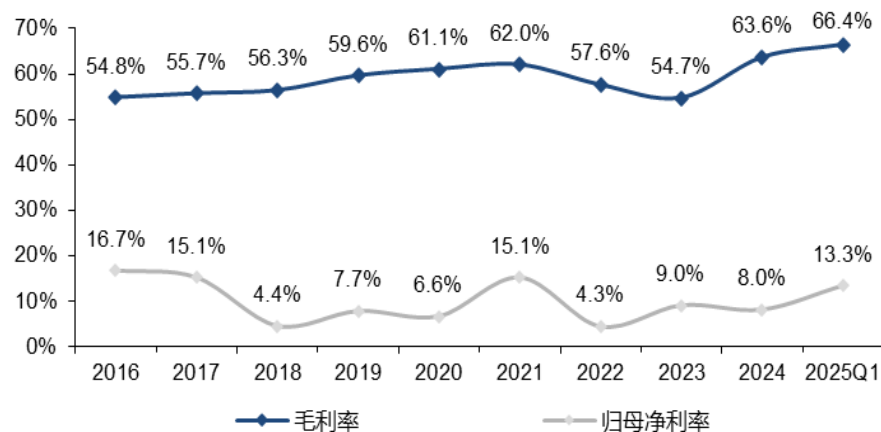
生物药：集采政策优化，全链条支持创新药发展

盈利能力方面，生物药&生物制品板块的上市公司2024年毛利率明显提升，25Q1归母净利率上升，其中：

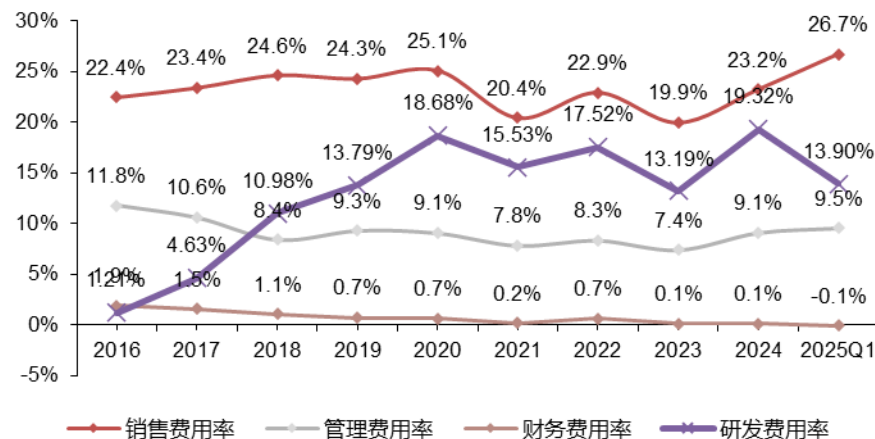
- ✓销售费用率上升。
- ✓管理费用率略上升。
- ✓研发费用率上升。
- ✓财务费用率平稳。

东吴证券医药团队观点：生物药是目前全球发展最快的领域之一，国内在鼓励创新的大政策推动下，以抗体和ADC药物为代表的新品正加速上市，上市后有望通过医保价格谈判纳入医保放量，我们认为行业高景气度将中长期延续。后续以GLP1类多肽药物为代表的减肥药有望带来板块利润的持续上涨。

生物药上市公司毛利率及归母净利率（整体法）



生物药上市公司期间费用率（整体法）



疫苗：新冠疫苗影响进入尾声，业绩触底

- 11家疫苗公司2024年同比2023年的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速为-27.6%、-68.2%、-68.3%；2024Q4同比于2023Q4的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速分别为-56.5%、-197.3%、-185.1%；2025Q1同比于2024Q1的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速分别为-111.0%、-41.6%、-118.1%。疫苗板块受新冠业务的影响进入尾声，业绩触底，后续有望靠常规疫苗品种维持业绩持续增长。

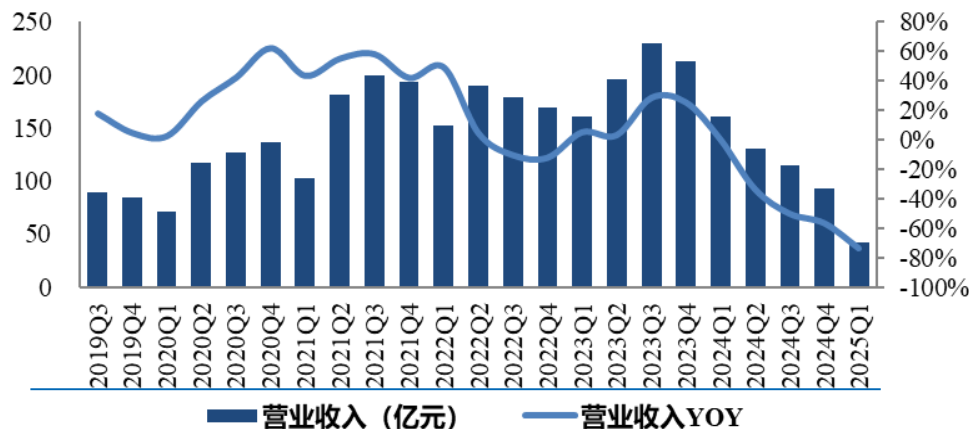
疫苗上市公司收入总额及增速



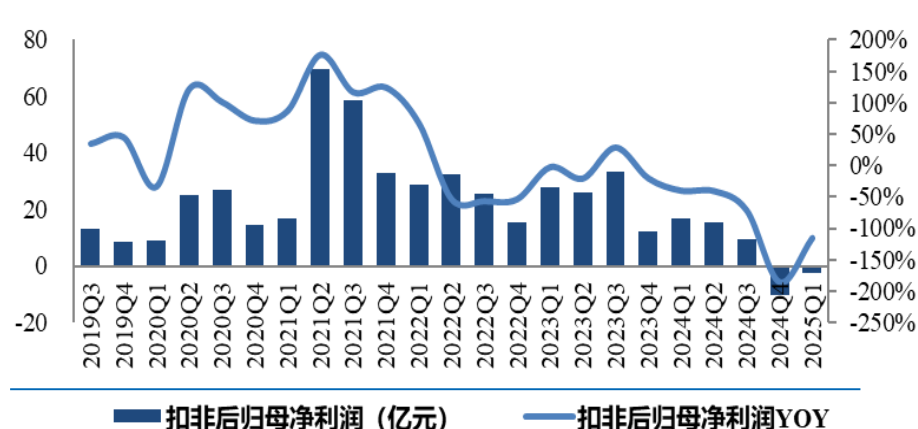
疫苗上市公司扣非后归母净利润总额及增速



疫苗上市公司收入总额及增速（单季度）



疫苗上市公司扣非后归母净利润总额及增速（单季度）



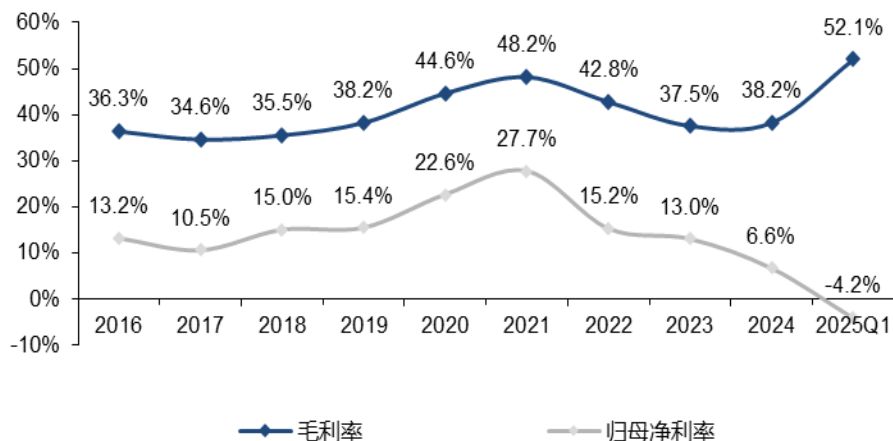
疫苗：新冠疫苗影响进入尾声，业绩触底

盈利能力方面，疫苗上市公司2024年毛利率略上升，归母净利润下降，其中：

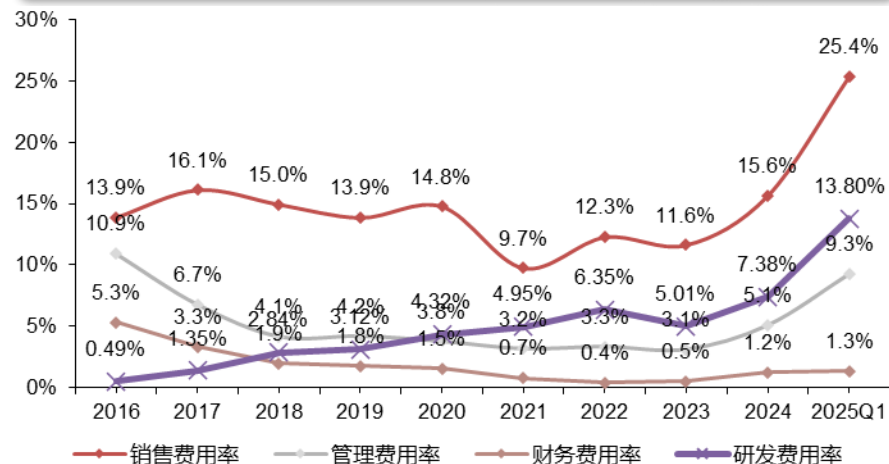
- ✓销售费用率上升。
- ✓管理费用率上升。
- ✓研发费用率上升。
- ✓财务费用率上升。

东吴证券医药团队观点：疫苗为国家战略性行业，疫苗管理法出台后，国家将进一步加强对疫苗审评、生产、流通和使用全过程管控，行业将向真正优秀的企业集中，并购整合加速。考虑到国内疫苗行业正处于重磅产品陆续上市（RSV疫苗、带状疱疹疫苗）的阶段，虽然新冠疫苗存在需求不确定性，但常规品种恢复放量，行业仍为刚需。

疫苗上市公司毛利率及归母净利率（整体法）



疫苗上市公司期间费用率（整体法）



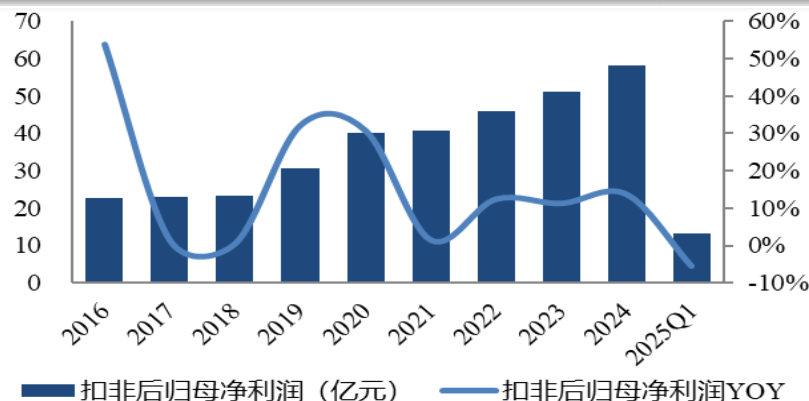
血制品：收入增速稳健，利润受高基数影响

- 6家血制品公司2024年同比2023年的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速为-1.4%、14.5%、13.8%；2025Q1同比于2024Q1的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速分别为2.9%、-15.7%、-5.4%。

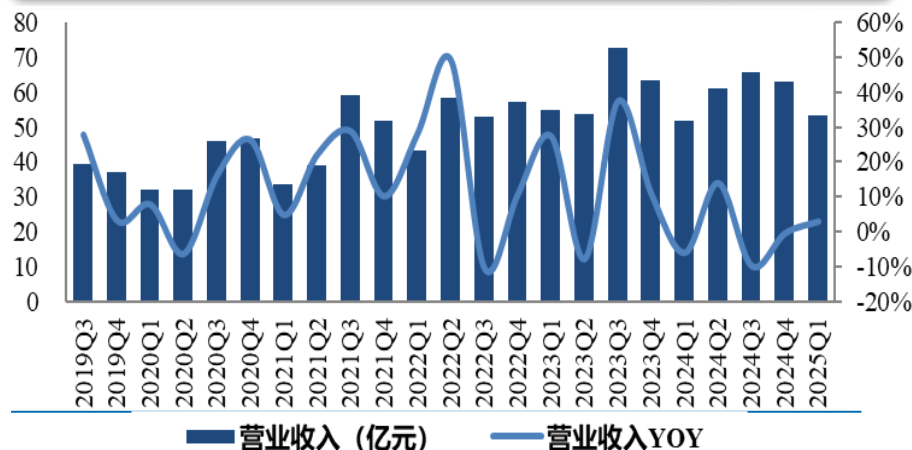
血制品上市公司收入总额及增速



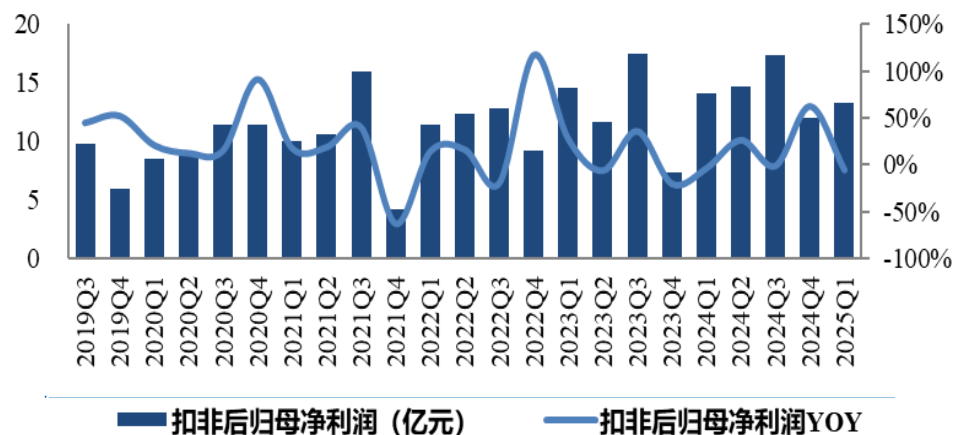
血制品上市公司扣非后归母净利润总额及增速



血制品上市公司收入总额及增速（单季度）



血制品上市公司扣非后归母净利润总额及增速（单季度）



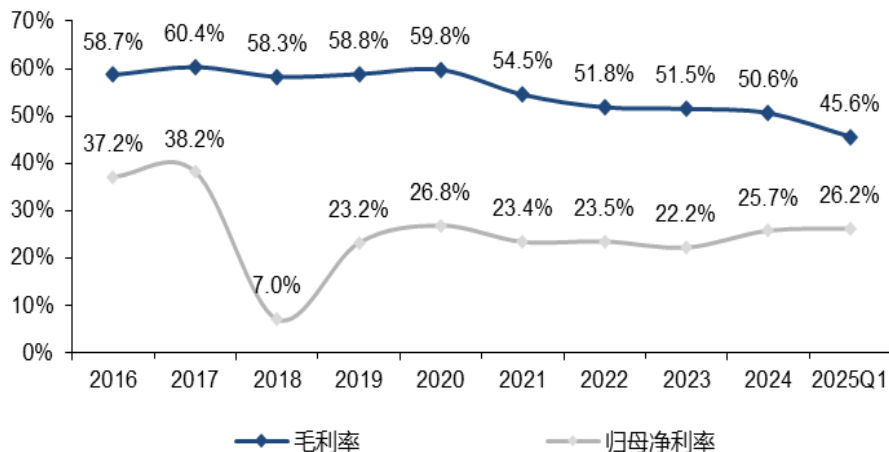
血制品：利润端增速平稳，销售费用率下降明显

盈利能力方面，血制品公司2024年毛利率略有下滑，归母净利率略上升，其中：

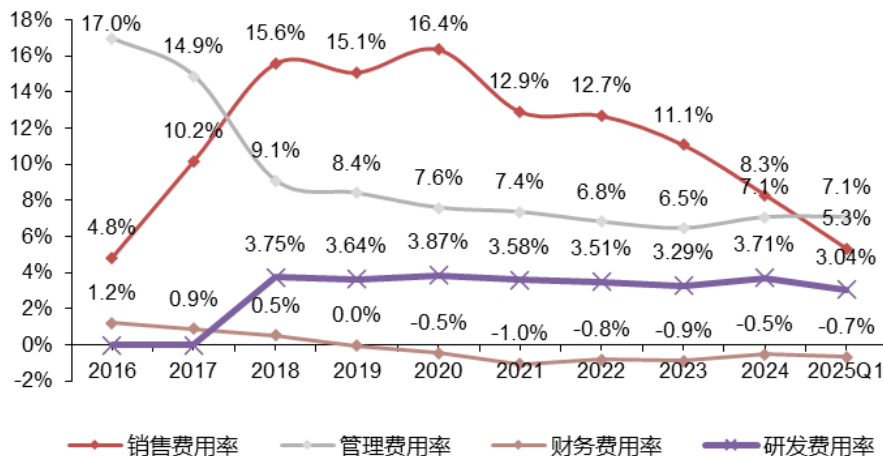
- ✓销售费用率下降。
- ✓研发费用率略升。
- ✓财务费用率平稳。
- ✓管理费用率略升。

东吴证券医药团队观点：不可或缺的国家战略性资源性行业，准入门槛高，公司集中度高，产品远期有出海逻辑。我们认为疫情期间随着医生对静丙和白蛋白的认识加深，血制品渗透率会逐渐提升，集采对行业影响较小。我们看好血制品行业的长期景气度。

血制品上市公司毛利率及归母净利率（整体法）



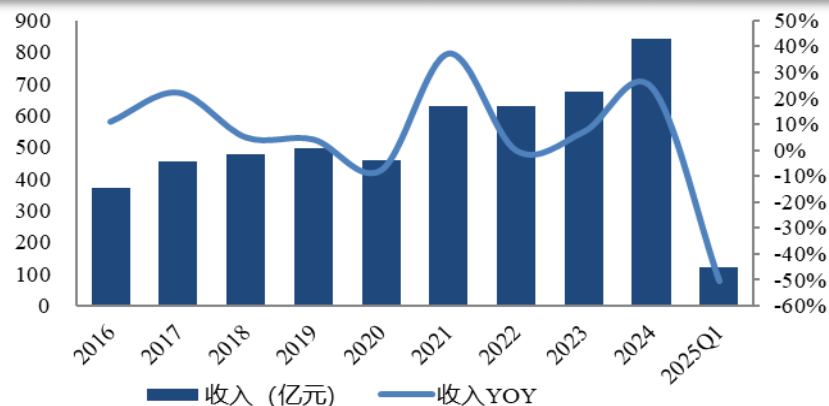
血制品上市公司期间费用率（整体法）



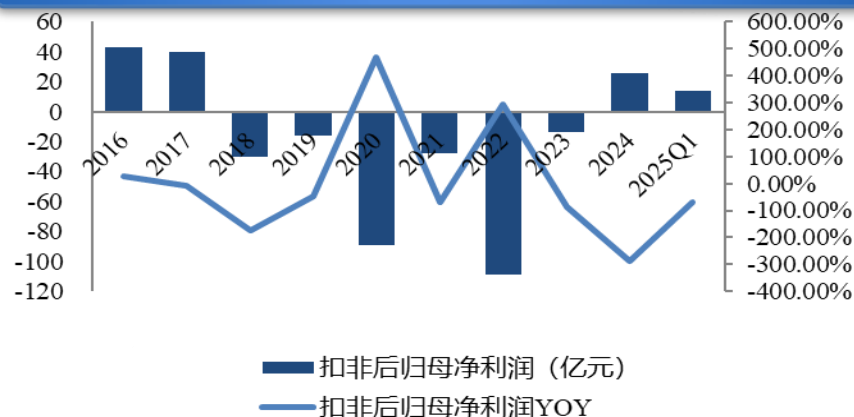
其他生物药：高基数影响，业绩成长性高

- 37家其他生物药公司2024年同比2023年的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速为27.3%、-851.9%、-289%；2025Q1同比于2024Q1的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速分别为-47.7%、-74.5%、-68.5%。

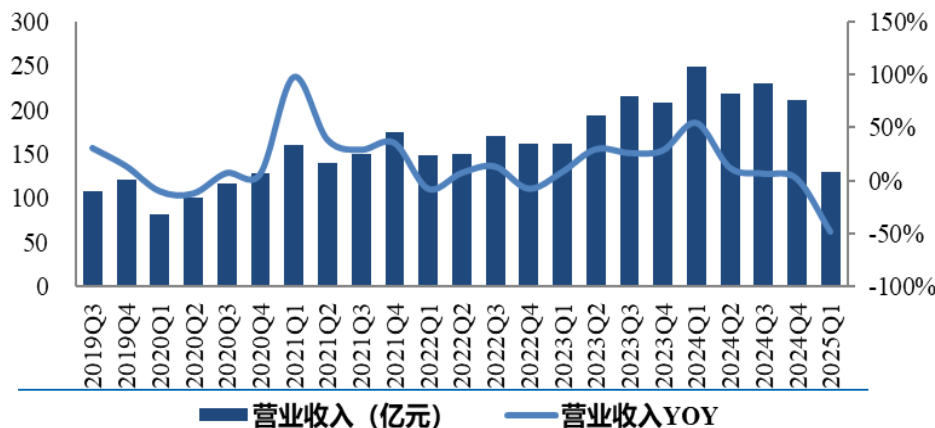
其他生物药上市公司收入总额及增速



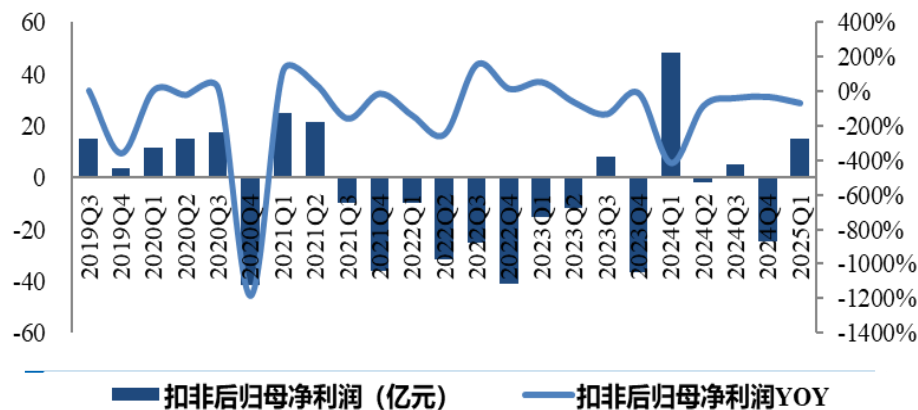
其他生物药上市公司扣非后归母净利润总额及增速



其他生物药上市公司收入总额及增速（单季度）



其他生物药上市公司扣非后归母净利润总额及增速（单季度）



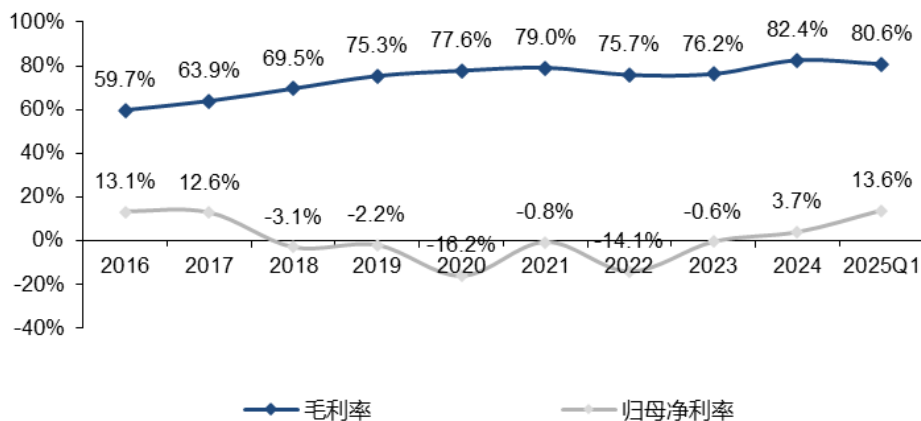
其他生物药：高基数影响，业绩成长性高

盈利能力方面，37家其他生物药上市公司2024年毛利率略有上升，归母净利率明显增长，主要系费用率同比下降所致。其中：

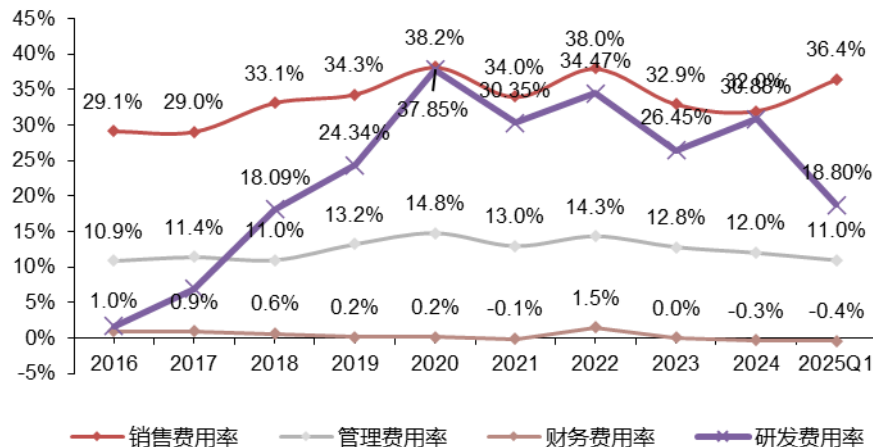
- ✓销售费用率平稳。
- ✓管理费用率略有下降。
- ✓研发费用率上升。
- ✓财务费用率略有下降。

东吴证券医药团队观点：考虑到中国较大的消费需求，我们判断抗体药物、ADC等大分子药物中长期仍将保持高景气度。

其他生物药上市公司毛利率及归母净利率（整体法）



其他生物药上市公司期间费用率（整体法）



附录：生物药&生物制品标的营收和扣非归母净利润情况



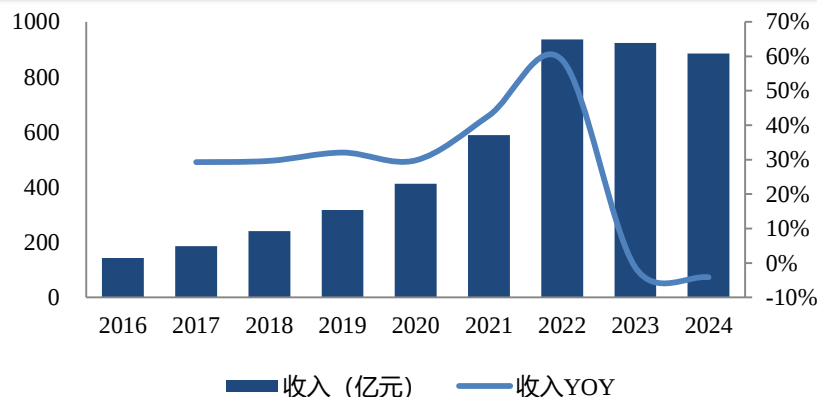
			2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30	2022-12-31	2023-03-31	2023-06-30	2023-09-30	2023-12-31	2024-03-31	2024-06-30	2024-09-30	2024-12-31	2025-03-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30	2022-12-31	2023-03-31	2023-06-30	2023-09-30	2023-12-31	2024-03-31	2024-06-30	2024-09-30	2024-12-31	2025-03-31	
营业收入同比增速（分季度，%）																扣非归母净利润同比增速（分季度，%）													
代码	公司名称	分类	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	
000403.SZ	源林生物	血制品	75.7	(3.0)	(8.9)	44.8	(47.9)	(8.6)	32.5	4.6	67.0	56.3	13.3	(19.9)	(14.0)	103.8	(1.8)	(4.2)	80120.9	(59.7)	(33.3)	54.4	34.9	196.8	178.1	21.8	(37.3)	(28.9)	
600161.SH	天坛生物	血制品	(16.8)	23.0	1.5	4.2	83.3	18.0	30.2	(14.1)	(5.4)	15.8	(7.4)	69.1	7.8	(22.8)	42.5	(5.2)	32.6	118.2	18.5	53.6	(17.1)	23.8	33.9	0.0	111.2	(23.7)	
002007.SZ	华兰生物	血制品	2.8	156.9	(39.5)	(14.9)	37.5	(58.8)	85.8	56.2	(10.6)	22.8	(21.0)	(37.8)	10.2	(0.0)	37.3	(48.9)	(40.4)	27.4	(50.5)	71.9	167.0	(19.7)	16.0	(10.5)	(54.7)	35.3	
300294.SZ	博瑞生物	血制品	4.9	10.9	(4.6)	5.8	23.1	(1.2)	(5.0)	(31.7)	(44.4)	(39.1)	(46.2)	6.1	19.5	9.6	45.6	(12.9)	241.8	27.2	(14.1)	(4.2)	(703.7)	(7.6)	10.0	(25.6)	84.2	(19.7)	
002880.SZ	卫光生物	血制品	(0.6)	(52.3)	(36.1)	(11.8)	51.3	164.3	54.9	22.1	8.5	19.3	19.0	11.5	(0.6)	(5.8)	(53.1)	(62.8)	(48.4)	88.0	187.0	97.8	81.7	1.2	14.2	45.5	39.2	(5.7)	
002252.SZ	上海莱士	血制品	97.3	78.4	28.4	30.2	22.4	14.3	22.7	25.6	(0.3)	19.5	1.3	(8.2)	(2.5)	27.1	2.2	9.9	565.0	20.8	4.3	11.4	(95.2)	(16.6)	9.2	1.1	2893.8	(3.5)	
300122.SZ	智飞生物	疫苗	125.2	2.9	9.4	18.3	26.4	39.5	56.6	30.7	2.0	(48.3)	(69.5)	(75.9)	(79.2)	101.2	(60.2)	(35.5)	8.7	7.1	20.2	15.3	(20.0)	(28.4)	(64.4)	(104.0)	(109.9)	(122.0)	
300142.SZ	沃森生物	疫苗	51.3	84.7	74.2	3.5	27.0	(2.1)	(27.1)	(30.8)	(28.0)	(37.5)	(28.5)	(28.8)	(22.9)	29.9	132.6	35.8	(12.0)	37.6	(25.0)	(30.9)	(91.2)	(37.4)	(78.5)	(42.6)	(822.7)	(113.7)	
300601.SZ	康泰生物	疫苗	214.6	23.4	(44.4)	(53.5)	(14.1)	2.7	(0.5)	71.0	(39.6)	(23.6)	11.2	(37.5)	42.9	2763.8	(156.4)	(91.8)	(262.2)	(23.6)	248.3	195.0	137.8	(92.4)	(55.3)	7.8	(146.7)	17.6	
300841.SZ	康华生物	疫苗	12.5	24.8	73.3	(23.5)	4.3	(9.3)	(9.9)	49.8	12.0	20.6	(10.2)	(36.7)	(55.7)	24.6	22.9	63.6	(61.9)	(23.9)	(21.3)	(22.4)	126.4	58.0	14.9	(18.2)	(75.4)	(86.5)	
301207.SZ	华兰疫苗	疫苗	32.7	1255583.3	(63.9)	(39.2)	893.0	(99.5)	214.2	160.4	(76.4)	(73.0)	(41.2)	(75.4)	(29.0)	0.0	0.0	(65.8)	(103.1)	1991.5	(103.8)	164.0	87553.3	(79.2)	(249.4)	(56.2)	(137.3)	8.9	
688185.SH	康希诺	疫苗	7.0	(91.8)	(92.4)	(73.0)	(79.9)	(157.2)	92.9	(44.5)	13.7	353.4	76.1	53.9	0.0	511.5	(115.1)	(240.1)	(186.3)	(317.8)	(413.6)	64.5	(18.0)	0.2	89.4	96.4	66.1	0.0	
688276.SH	百克生物	疫苗	(44.3)	(9.5)	17.1	(19.9)	30.2	25.4	60.9	182.6	50.6	(8.4)	(40.4)	(65.1)	(40.0)	(69.1)	(33.6)	37.2	(1089.3)	8.3	61.6	70.6	604.0	228.9	(14.4)	(50.1)	(109.0)	(105.7)	
688319.SH	欧林生物	疫苗	(15.6)	69.5	19.4	(12.7)	24.9	(7.2)	(13.7)	(18.6)	5.9	(6.5)	34.7	40.6	23.6	(134.5)	84.2	(70.6)	(220.5)	142.8	(47.8)	(113.0)	54.6	(1047.2)	(123.8)	2803.5	174.1	60.4	
688670.SH	金迪克	疫苗	(58.5)	91.6	(35.6)	126.0	751.9	432.7	(103.1)	(86.0)	(95.3)	(108.3)	665.3	204.8	(31.0)	(3.2)	(13.6)	(42.5)	37.7	577.3	88.0	(172.5)	(192.3)	(174.7)	(763.2)	71.4	14.7	19.5	
688739.SH	成大生物	疫苗	(38.5)	(10.8)	(14.9)	28.8	(3.5)	0.5	(3.2)	(8.7)	3.2	(0.3)	(8.9)	(10.1)	(1.7)	0.0	0.0	(29.3)	346.6	(12.7)	(4.0)	(38.7)	(111.2)	(41.1)	(26.3)	(14.7)	176.9	(8.5)	
600739.SH	辽宁成大	疫苗	(10.4)	(0.7)	(21.3)	(46.2)	(41.9)	(38.7)	(25.1)	15.0	19.0	12.2	(6.5)	(0.2)	0.0	(46.9)	(17.4)	(62.5)	(67.3)	4.6	(71.3)	(43.6)	(517.2)	(72.9)	100.3	112.9	(28.4)	0.0	
000504.SZ	南华生物	其他生物药	95.6	31.2	32.4	(18.6)	(46.4)	(20.6)	(26.4)	(27.1)	(25.2)	(15.0)	5.1	31.2	(13.6)	(112.1)	44.1	60.3	5.2	(3374.9)	(81.3)	(125.6)	(60.0)	(9.7)	(0.1)	55.5	40.9	9.8	
000518.SZ	四环生物	其他生物药	(29.0)	(13.7)	(9.5)	(35.9)	13.2	(5.4)	(25.2)	(24.5)	(1.1)	(23.3)	(14.2)	(14.3)	(22.3)	(75.2)	33.8	(192.1)	(22.6)	16.5	(92.1)	(121.5)	(117.9)	84.5	63.3	(16.9)	(108.4)	(517.8)	
000534.SZ	万泽股份	其他生物药	(1.8)	68.7	9.2	13.7	106.4	(18.5)	21.7	19.7	3.2	9.4	9.2	18.6	15.3	40.9	375.3	12.5	(73.4)	151.6	(45.3)	96.7	(258.7)	154.1	0.1	6.7	1083.2	9.2	
000661.SZ	长春高新	其他生物药	30.4	6.5	16.5	18.8	(6.6)	18.7	18.3	30.3	14.4	2.1	(16.9)	(20.8)	(5.7)	28.7	(7.0)	7.6	18.2	(23.9)	34.2	9.0	30.7	(0.9)	(32.0)	(24.0)	(101.1)	(41.9)	
002038.SZ	双成药业	其他生物药	8.6	(24.8)	(5.6)	(26.0)	8.0	2.6	(29.2)	8.3	(17.4)	(48.8)	(23.1)	(50.4)	(31.1)	10.8	(17.9)	(39.4)	(10474.4)	29.4	45.8	(83.8)	170.6	6.6	(80.9)	(663.1)	(86.4)	(79.2)	
002581.SZ	未名医药	其他生物药	5.8	(29.3)	(3.9)	(6.2)	(13.5)	33.2	47.0	12.1	10.8	(4.9)	(19.5)	(50.0)	(57.8)	(102.5)	(82.3)	(80.1)	20.0	(3642.5)	(235.3)	94.3	(409.9)	(28.2)	105.1	46.0	63.5	(31.9)	
002693.SZ	双成药业	其他生物药	(12.6)	(40.4)	(7.9)	10.7	11.3	7.4	(39.1)	(30.2)	(47.5)	(9.4)	(25.8)	(12.0)	(14.2)	4.0	(260.3)	67.7	26.5	125.7	77.4	(275.2)	29.8	68.8	(665.9)	(179.5)	(67.1)	(239.7)	(22.5)
002773.SZ	康弘药业	其他生物药	(2.1)	(11.9)	(8.1)	(0.4)	(1.2)	19.3	24.2	26.6	23.5	16.0	3.6	8.6	9.7	27.8	30.6	3.1	142.5	(4.6)	10.3	43.0	75.2	36.2	29.7	(4.0)	5.9	7.6	
300009.SZ	安科生物	其他生物药	30.0	13.0	8.3	0.5	11.4	26.6	17.3	35.2	10.4	(7.3)	(15.2)	(27.2)	(4.2)	34.0	48.9	34.3	131.1	12.7	25.1	2.2	129.5	15.0	(9.6)	(33.3)	(48.7)	(3.9)	
300204.SZ	致泰神	其他生物药	6.8	(21.2)	(11.7)	5.1	(47.3)	(15.7)	(22.6)	(46.0)	46.1	(16.2)	(25.2)	(28.9)	(33.4)	(20.8)	(48.0)	(11.7)	(274.5)	(96.9)	73.6	54.7	(385.1)	91.0	98.2	79.5	35.6	23.9	
300239.SZ	东宝生物	其他生物药	65.1	79.2	69.4	18.7	14.5	4.5	(6.8)	1.0	(7.5)	(21.9)	(11.7)	5.0	(22.2)	891.0	6072.1	479.5	(12.5)	33.2	(0.8)	(2.0)	13.8	(21.6)	(31.0)	(51.6)	(2.2)	(24.8)	
300318.SZ	博晖创新	其他生物药	10.2	9.7	16.8	8.6	44.2	31.8	30.4	20.6	3.6	(17.9)	(43.0)	(14.1)	(23.0)	(25.7)	45.4	(54.3)	81.6	132.0	112.1	135.9	27.9	330.1	735.3	(255.0)	91.6	(126.9)	
300357.SZ	药康生物	其他生物药	20.0	4.6	14.4	4.2	(7.3)	6.2	(7.6)	(10.9)	18.1	4.8	4.7	11.9	5.7	27.7	6.3	10.7	(62.6)	(11.5)	(3.5)	(13.4)	64.2	6.8	(7.5)	1.5	20.6	1.5	
300485.SZ	美升药业	其他生物药	(17.6)	(33.8)	(24.9)	(43.9)	(30.9)	(27.1)	(43.6)	(38.8)	(17.5)	(24.4)	(11.3)	13.1	(15.5)	(39.0)	(29.9)	(70.1)	(359.8)	(79.8)	(9.7)	(75.6)	(45.7)	383.8	(82.3)	(120.8)	91.0	(92.1)	
300683.SZ	海特生物	其他生物药	5.3	226.4	(4.4)	(36.1)	(16.6)	(33.1)	(4.7)	15.4	(4.9)	3.3	9.5	20.8	18.8	(100.3)	198.5	(203.5)	(961.7)	(20297.3)	(324.6)	(165.2)	(107.0)	(186.7)	(32.9)	(22.6)	66.9	24.5	
301166.SZ	佐力维	其他生物药	2.4	(4.2)	26.2	5.3	13.5	15.2	(13.3)	1.9	(0.9)	(6.6)	(11.6)	(14.6)	(20.3)	0.0	0.0	2.6	(21.2)	(49.7)	(39.1)	(99.0)	(134.2)	(96.7)	(90.3)	(1803.5)	(54.8)	(2696.6)	
430047.BJ	诺根兰德	其他生物药	86.5	44.4	58.8	(60.6)	(15.8)	(23.8)	(4.6)	40.0	30.2	20.7	(2.7)	48.9	1.9	(47.1)	(8.8)	(51.1)	(2.6)	(45.8)	14.1	27.0	63.3	(0.4)	16.9	41.6	(166.8)	50.0	
600211.SH	西藏药业	其他生物药	32.7	26.4	17.4	3.4	38.2	32.9	(10.9)	28.5	(22.4)	(0.3)	2.4	(17.6)	1.1	27.7	(39.5)	43.9	76.5	60.3	218.3	(15.1)	164.0	(19.8)	0.2	7.7	227.9	7.9	
600645.SH	中源协和	其他生物药	7.5	(6.7)	4.0	0.8	(4.2)	12.9	(0.8)	2.3	5.4	(3.8)	(0.2)	(2.0)	(11.9)	5.8	(51.8)	111.6	114.9	2.8	125.2	5.2	(72.4)	5.2	7.9	(0.1)	(740.9)	(25.9)	
600682.SH	南京百	其他生物药	(5.3)	4.2	7.5	(3.2)	4.6	10.2	(7.9)	2.6	(1.0)	1.7	6.7	0.0	0.0	(26.5)	(57.2)	(15.1)	(19.3)	(18.1)	(3.8)	(68.7)	(87.3)						

8 CXO：25Q1修复明显，看好未来长期向上需求

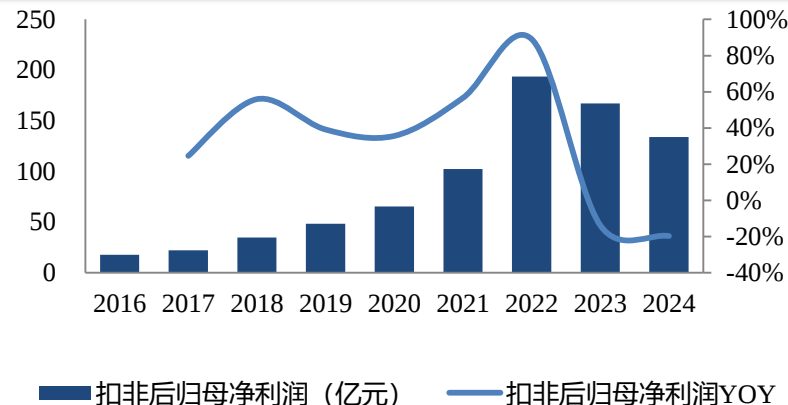
CXO：需求价格开始企稳，Q1收入利润环比恢复

- 22家CXO上市公司2024年同比2023年的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速为-4.14%、-23.61%、-19.72%；受生物医药投融资不景气影响，Biotech企业面临较大融资困难，影响新药管线推进，继而导致上游的CXO板块业绩小幅下降。
- 2025Q1同比于2024Q1的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速分别为13.1%、78.2%、23.2%。板块上升主要因为：生物医药投融资景气度回升；2024年基数较低。我们认为订单价格有望企稳，中长期看创新药发展持续向好，有望带动国内CXO产业持续增长。

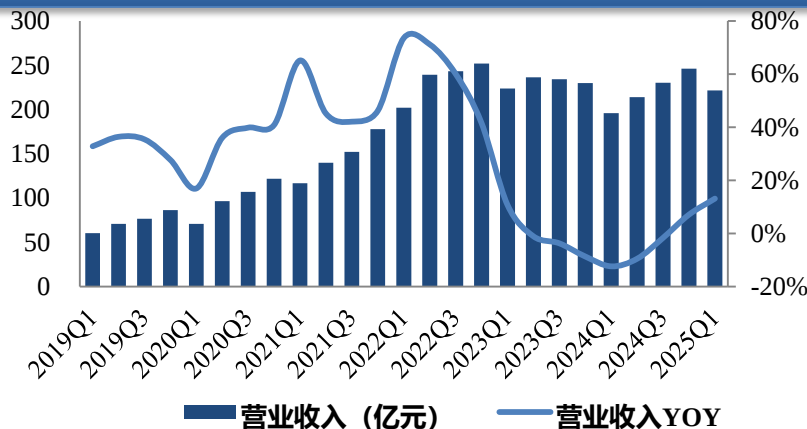
CXO上市公司收入总额及同比增速



CXO上市公司扣非归母净利润总额及同比增速



CXO上市公司收入总额及同比增速（单季度）

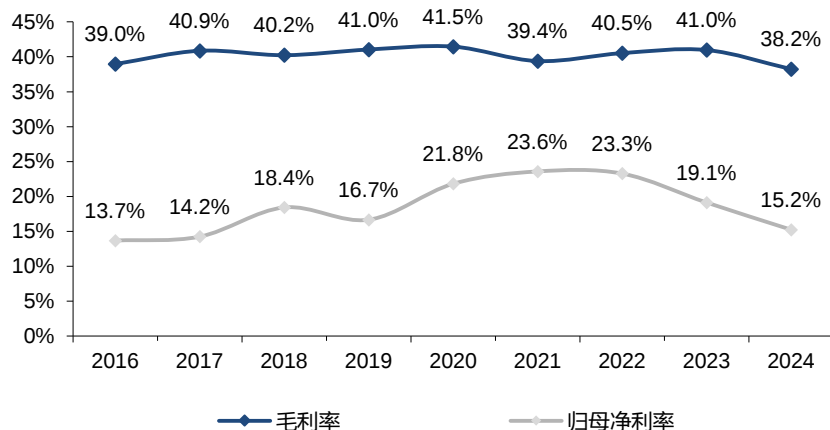


CXO上市公司扣非归母净利润总额及同比增速（单季度）

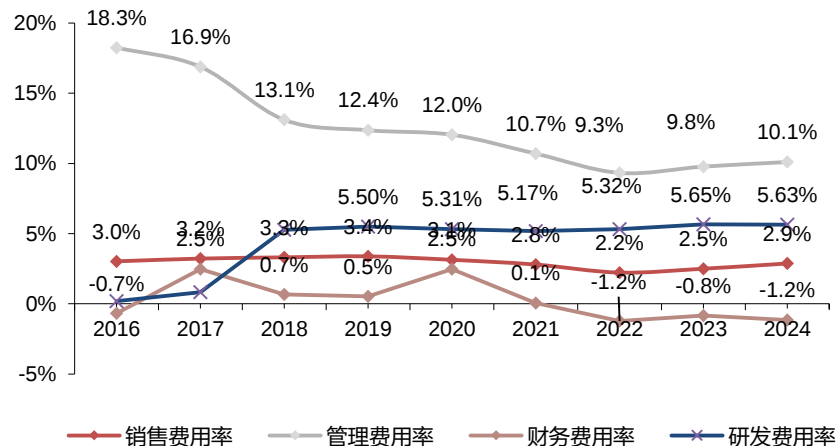


- 盈利能力方面，CXO上市公司毛利率受到降价影响，出现下滑；净利率下滑，其中：
 - 管理费用总体稳定：随着收入受到影响而小幅提升；
 - 销售费用率、研发费用率总体保持平稳；和业务拓展同频；
 - 财务费用率改善：CXO企业海外收入占比高，随着人民币贬值，汇兑损失压力有所缓解，部分企业利息收入增加。
- **东吴证券医药团队行业观点：**短期看，经过几个季度的调整，2025Q1开始收入利润均呈现修复趋势；中长期看，一方面我国仍是CDMO行业重要生产国，在成本低、效率高、质量优三重优势下竞争优势突出，另一方面监管趋严、新药研发向差异化发展导致新药研发难度和成本增加，CRO企业凭借项目经验优势和资源优势或成为药企的重要合作伙伴，因此我们认为CXO长期需求向上，看好管线结构合理的平台型企业、细分赛道竞争优势明显的龙头企业和业务差异化发展的创新企业。

CXO上市公司毛利率及归母净利率（整体法）



CXO上市公司期间费用率（整体法）



附录：CXO板块样本标的营业收入和归母净利润情况

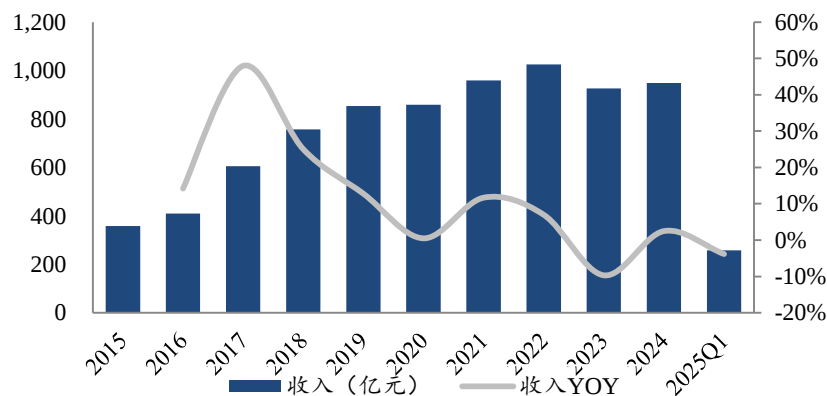
代码	公司名称	分类	营业收入同比增速（分季度，%）									扣非后归母净利润同比增速（分季度，%）								
			2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
300149.SZ	睿智医药	CXO	-30	-4	-16	-1	-13	-20	-12	-14	11	-457	116	-126	-35	4	-611	70	81	94
300347.SZ	泰格医药	CXO	-1	7	7	3	-8	-11	-12	-11	-6	1	5	-4	-20	-21	-18	-38	-113	-66
300363.SZ	博腾股份	CXO	-5	-61	-46	-65	-51	-30	11	41	18	-22	-89	-91	-144	-132	-186	-216	67	89
603456.SH	九洲药业	CXO	27	-5	-7	-12	-16	-14	-9	26	1	40	24	15	-56	-15	-31	-56	-134	7
300404.SZ	博济医药	CXO	39	28	22	36	62	35	70	-6	-17	99	1112	-16	-176	103	332	135	-329	-88
002821.SZ	凯莱英	CXO	9	-20	-36	-41	-38	-45	-18	15	10	27	-22	-52	-87	-59	-80	-54	171	20
603127.SH	昭衍新药	CXO	36	27	15	-20	-12	-18	-16	-13	-12	40	-151	-10	-94	-252	176	-64	418	109
300725.SZ	药石科技	CXO	14	15	-1	6	-2	-20	-14	29	21	-36	-22	-48	-15	-1	-61	-58	334	-26
603259.SH	药明康德	CXO	6	7	0	-1	-11	-7	-2	7	21	9	35	24	0	9	-18	-23	62	14
300759.SZ	康龙化成	CXO	30	15	5	4	-2	1	10	16	16	12	10	-13	18	-46	-32	-3	-25	56
688202.SH	美迪西	CXO	27	9	-38	-56	-43	-38	-10	29	3	32	-28	-152	-458	-141	-169	-11	-31	52
688222.SH	成都先导	CXO	-4	30	13	13	54	1	15	2	-1	1	662	-100	-70	179	-158	39114	1153	114
688076.SH	诺泰生物	CXO	55	44	171	20	71	147	36	15	59	84	1668	7746	12	180	736	176	-33	132
688131.SH	皓元医药	CXO	39	44	42	30	21	19	14	29	20	-29	-15	-33	-79	-67	20	194	1498	323
688621.SH	阳光诺和	CXO	57	30	35	32	9	36	53	-33	-8	51	34	37	-42	42	13	11	-399	-70
301096.SZ	百诚医药	CXO	68	75	66	63	34	18	-32	-74	-40	115	47	38	58	41	-12	-98	-441	-174
301201.SZ	诚达药业	CXO	-6	-41	6	46	-1	-2	-15	-42	-24	-43	-92	31	215	-27	-459	-43	-502	-157
688238.SH	和元生物	CXO	-58	-14	-34	-11	93	1	33	-5	-11	-403	-357	-355	-2728	-42	-340	-178	-147	-27
301257.SZ	普蕊斯	CXO	30	54	25	17	17	10	2	-3	-4	114	252	104	-11	8	-9	-61	-25	-75
301333.SZ	诺思格	CXO	-5	29	14	16	10	0	12	-7	-3	-19	53	31	35	-18	-40	-28	56	23
301230.SZ	泓博医药	CXO	16	14	3	-17	8	16	-3	25	30	41	104	-46	-152	-95	-55	-135	92	1448
688073.SH	毕得医药	CXO	43	41	28	17	4	0	-1	1	13	0	0	-21	-96	-35	-57	-17	2006	10

9 原料药：需求企稳，盈利能力提升，GLP-1多肽原料药高景气

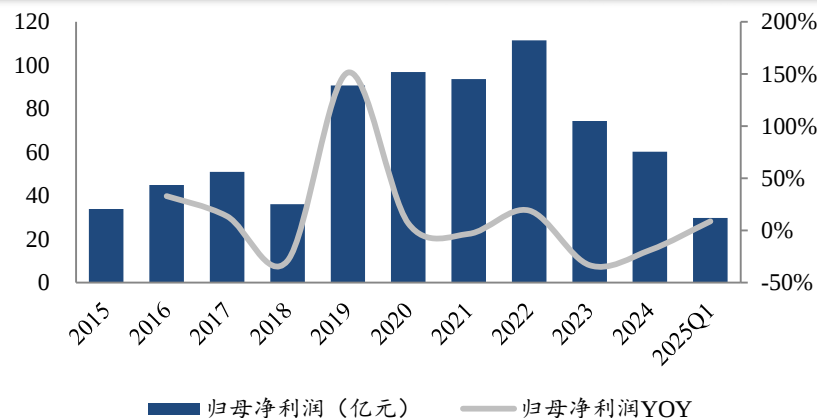
原料药：需求企稳，盈利能力提升，GLP-1多肽原料药高景气

- 50家原料药上市公司2024同比2023的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速为2.48%、-0.67%、-4.78%；原料药板块受到下游去库存、行业竞争加剧的影响，需求和价格总体受损；随着去库存尾声与富余产能出清，预计在2025年逐季度恢复。
- 2024Q4同比于2023Q4的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速分别为-0.5%、-11%、+58.64%。
- 2025Q1同比于2024Q1的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速分别为-3.8%、8.67%、4.95%。2025Q1开始需求企稳，企业盈利提升。

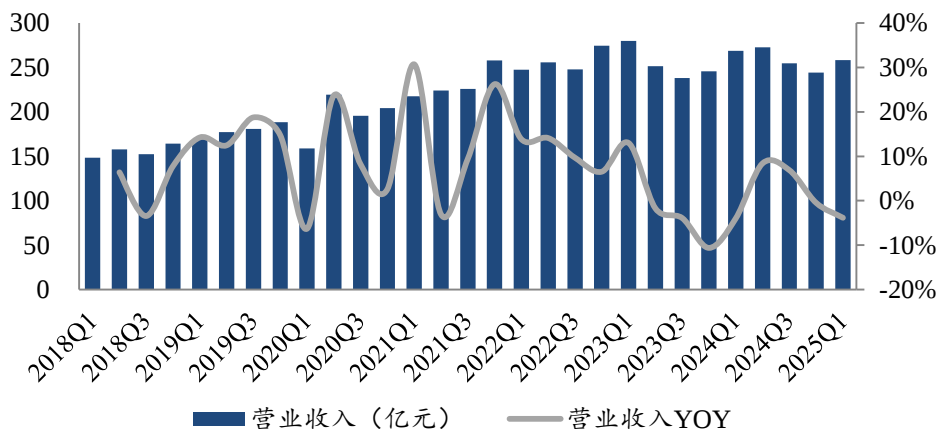
原料药上市公司收入总额及同比增速



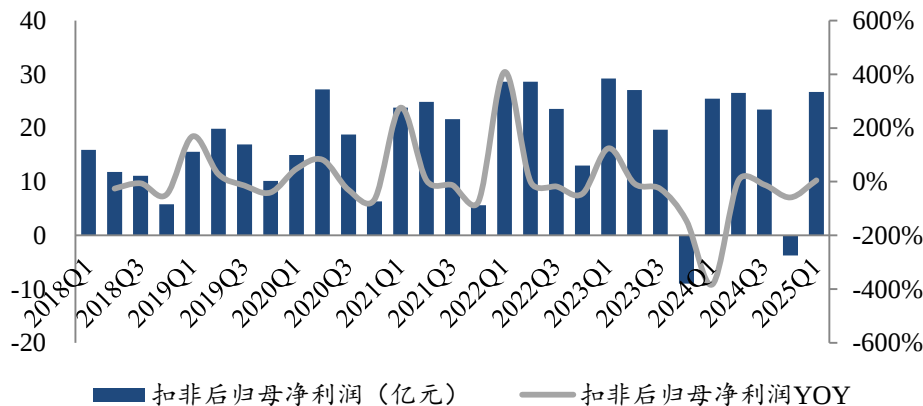
原料药上市公司扣非归母净利润总额及同比增速



原料药上市公司收入总额及同比增速（单季度）

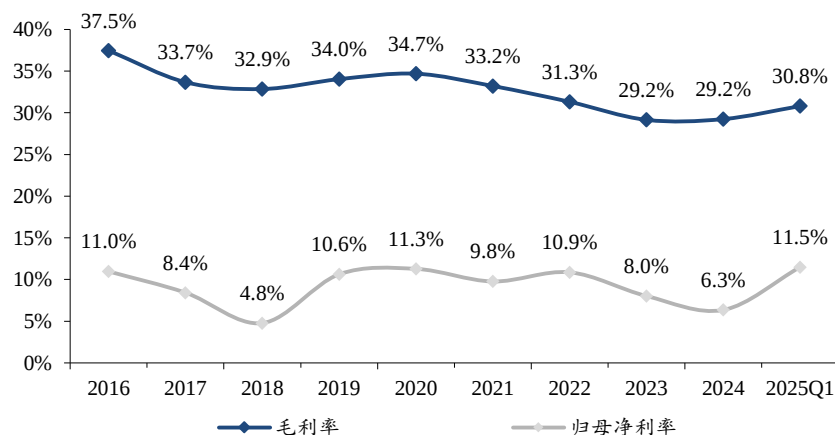


原料药上市公司扣非归母净利润总额及同比增速（单季度）

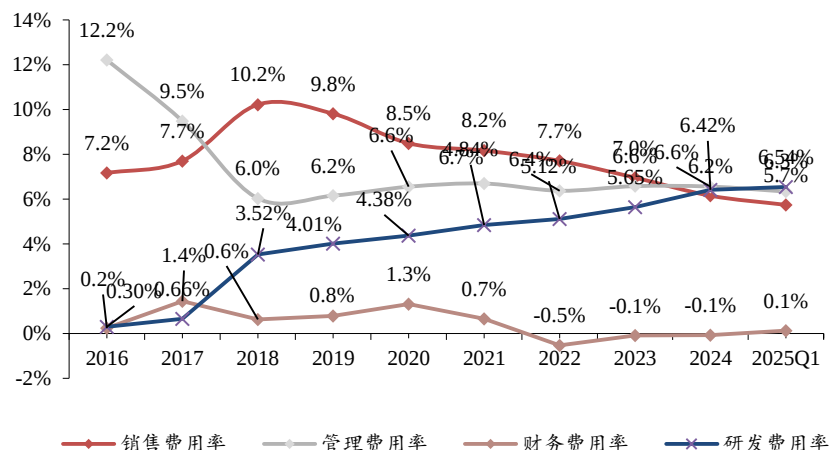


- 盈利能力方面，原料药上市公司2024年毛利率同比+0.09pp，主要因为成本端略有下降；2025Q1毛利率略有下滑，同比-0.2pp，净利率显著提升，同比+1.32pct，其中：
 - 销售费用率下降，主要受益于集采和控费举措；
 - 财务费用率略有提升，主要由于美元汇率波动；
 - 研发费用率提升，主要系企业逐渐转型，加大研发。
- **东吴证券医药团队行业观点：**短期看，1) 需求端：2023年底开始全球原料药去库存导致需求萎靡，2024Q4起需求端已逐渐企稳，品种价格稳住，2025有望逐季度恢复。2) 成本端：粮食价格下行，发酵类原料药成本下降；石化价格保持较低位置，2025年板块盈利能力总体有望提升。3) 供给端：过剩的小企业产能逐步出清，行业产能向头部优质公司集中，加大全球市占率。中长期看，且我国在中间体和原料药行业有非常强的成本、产业链等优势，无惧竞争，叠加大量沙班、列汀、列净等慢病品种化合物专利到期，逐步放量。GLP-1多肽产业链整体高景气，利拉鲁肽专利到期，司美格鲁肽在大部分地区将于2026年专利到期，GLP-1多肽原料药企业有望受益。

原料药上市公司毛利率及归母净利率（整体法）



原料药上市公司期间费用率（整体法）



附录：原料药板块样本标的营业收入和归母净利润情况

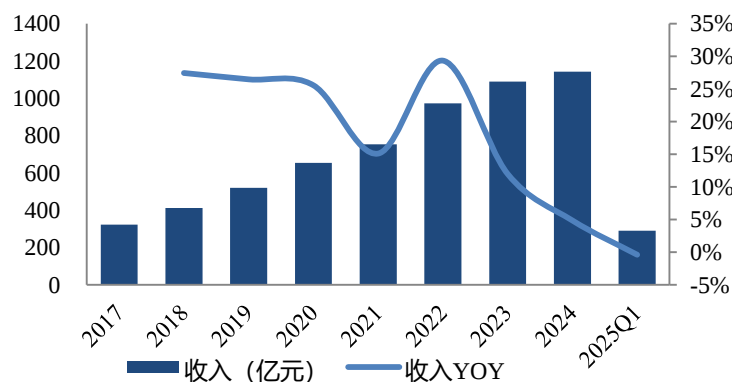
代码	公司名称	分类	营业收入同比增速（分季度，%）								扣非归母净利润同比增速（分季度，%）									
			2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
301301.SZ	川宁生物	原料药	27.34	16.28	21.81	40.96	19.96	45.73	8.31	4.83	(14.85)	74.56	58.90	85.01	289.93	101.87	89.54	25.40	9.05	(19.55)
000739.SZ	普洛药业	原料药	46.83	(0.53)	(0.76)	(0.67)	3.65	12.61	12.41	(8.15)	(14.63)	71.90	27.96	(4.91)	14.71	2.42	0.48	(1.75)	(22.81)	(14.05)
300765.SZ	新诺威	原料药	26.43	(10.72)	(9.08)	(18.20)	(27.08)	(28.42)	(14.48)	(16.57)	(9.94)	60.88	12.83	16.15	(15.82)	(56.44)	(73.76)	(98.76)	(156.26)	(139.19)
605507.SH	国邦医药	原料药	19.90	(8.37)	(11.78)	(19.38)	(5.07)	11.01	22.68	13.64	7.57	(2.67)	(43.16)	(42.75)	(45.18)	0.48	21.99	35.19	81.05	5.60
002332.SZ	仙琚制药	原料药	(8.75)	(1.54)	(8.62)	(4.41)	8.42	(5.25)	(1.80)	(13.80)	(2.86)	4.75	(10.63)	(12.17)	(33.34)	9.83	13.35	14.68	(63.03)	(0.76)
000756.SZ	新华制药	原料药	44.15	10.89	2.03	(21.78)	(6.25)	11.08	9.67	8.04	(1.81)	40.08	54.95	15.79	(10.50)	(6.41)	5.97	(34.63)	28.12	(23.74)
605116.SH	奥锐特	原料药	38.07	(13.65)	42.25	42.19	11.08	57.69	(3.30)	13.95	19.78	13.43	(32.34)	44.52	175.92	87.43	108.73	(6.24)	4.26	37.51
603229.SH	奥翔药业	原料药	28.00	16.98	3.25	(22.25)	14.61	(7.12)	(2.57)	(27.53)	1.90	30.18	31.43	23.58	(50.17)	17.69	4.52	(31.86)	(209.74)	2.81
688166.SH	博瑞医药	原料药	22.77	12.13	20.38	8.01	11.54	12.39	(2.52)	15.53	(26.81)	15.58	1.85	(4.09)	(104.29)	(7.89)	16.34	(17.34)	594.30	(87.49)
301211.SZ	亨迪药业	原料药	50.72	89.49	29.83	(28.76)	(28.57)	(51.14)	(32.60)	(7.22)	(17.10)	61.23	171.12	45.57	(38.84)	(8.83)	(58.86)	(104.89)	(67.87)	(93.03)
300401.SZ	花园生物	原料药	(17.97)	(17.96)	(13.21)	(41.97)	4.15	(20.53)	39.99	55.27	(1.18)	(67.37)	(51.03)	(49.68)	(57.38)	41.29	(23.37)	243.53	268.96	44.42
600216.SH	浙江医药	原料药	(8.07)	(0.18)	(3.37)	(3.73)	12.01	11.73	39.66	17.98	0.28	(61.55)	12.19	(65.40)	(238.67)	8.07	49.62	2564.26	397.67	279.23
301277.SZ	新天地	原料药	7.54	(13.50)	54.37	(9.90)	6.98	31.30	(9.92)	17.26	19.07	0.00	0.00	120.28	(53.66)	22.37	22.32	(30.84)	48.78	0.29
300452.SZ	山河药辅	原料药	29.42	21.75	13.43	10.91	(4.05)	3.41	3.74	19.77	4.28	52.60	23.10	13.21	(22.86)	(7.56)	4.28	(13.05)	(113.75)	5.66
603351.SH	威尔药业	原料药	(15.19)	(7.06)	16.30	25.81	33.84	29.58	2.13	(9.41)	6.03	(5.09)	(19.34)	52.36	115.58	31.85	30.03	36.69	0.96	5.02
830946.BJ	森萱医药	原料药	(4.08)	(15.60)	(13.42)	15.61	(21.40)	(5.64)	(8.85)	3.02	(8.80)	(1.87)	(31.39)	(37.72)	34.53	(25.51)	14.99	(16.82)	(1.49)	(13.51)
001367.SZ	海森药业	原料药	14.87	(26.91)	(14.34)	7.20	8.27	9.75	21.83	32.54	2.32	0.00	0.00	0.00	0.00	30.49	22.30	15.82	(2.50)	(7.64)
605177.SH	东亚药业	原料药	45.00	8.60	3.49	8.28	(4.63)	(2.90)	(4.70)	(33.17)	(45.85)	5.52	94.75	66.05	(28.06)	(9.58)	(59.39)	(559.86)	(151.56)	
300636.SZ	同和药业	原料药	22.79	3.08	(7.48)	(15.21)	(6.47)	9.06	5.61	16.30	(9.47)	23.54	16.33	(29.85)	6.01	23.31	61.19	15.94	(75.26)	(56.33)
600488.SH	津药药业	原料药	11.33	13.16	(10.44)	(3.28)	(12.80)	(9.25)	(5.31)	(31.95)	(9.03)	214.97	48.22	332.91	(154.26)	(13.80)	58.52	67.86	(27.86)	1.35
688356.SH	键凯科技	原料药	(7.95)	(31.00)	(31.40)	(44.53)	(30.20)	(18.84)	(21.56)	(13.53)	6.66	0.73	(56.05)	(51.65)	(22.77)	(73.46)	(56.31)	(86.44)	(139.28)	(19.51)
870656.BJ	海昇药业	原料药	(10.45)	(6.08)	(34.80)	(25.87)	(27.50)	(57.86)	15.46	1.62	0.17	0.00	0.00	0.00	0.00	(21.16)	(79.64)	(22.27)	(40.49)	(28.53)
301065.SZ	本立科技	原料药	(14.56)	(23.43)	5.26	7.39	10.42	10.50	(11.87)	(1.96)	(13.95)	(23.29)	(28.38)	90.19	59.26	40.94	47.15	(50.02)	6.26	(9.10)
002817.SZ	黄山胶囊	原料药	41.37	5.88	6.59	(15.63)	(17.33)	3.92	11.41	18.40	0.53	78.84	16.48	13.01	(6.98)	(18.57)	(19.41)	(34.64)	(24.70)	27.65
301281.SZ	科源制药	原料药	9.52	(9.47)	5.37	(1.40)	17.75	(9.36)	(19.33)	24.26	(23.98)	0.00	0.00	0.00	0.00	(36.35)	(66.10)	(90.50)	204.15	(4.90)
301258.SZ	富士莱	原料药	10.38	7.86	(27.34)	(40.87)	(38.47)	(14.56)	5.01	16.21	17.44	34.31	(23.67)	(86.89)	(100.18)	(92.87)	(122.26)	(237.94)	4429.08	(39.17)
688690.SH	纳微科技	原料药	(6.21)	6.59	(11.54)	(42.41)	16.64	13.88	34.61	71.47	22.39	(89.35)	(71.24)	(95.85)	(79.76)	126.08	72.22	(644.37)	272.35	85.28
603520.SH	司太立	原料药	9.40	21.83	25.87	(25.07)	13.50	32.86	(13.34)	(3.43)	6.79	(89.80)	188.94	101.55	108.31	31.85	(44.90)	(2278.37)	(787.98)	13.63
430478.BJ	哈一药业	原料药	(5.91)	(15.36)	(34.21)	8.13	5.04	19.20	37.17	23.27	14.73	(29.64)	(25.04)	(35.91)	(51.69)	(8.50)	32.35	175.71	59.82	59.70
873167.BJ	新赣江	原料药	25.39	13.52	(11.40)	(15.80)	(42.43)	(34.53)	(9.08)	(20.68)	(14.34)	0.00	0.00	(64.15)	(58.50)	(93.89)	(19.21)	(71.23)	(30.12)	
300966.SZ	共同药业	原料药	(0.85)	0.34	(34.32)	14.97	2.35	(24.80)	12.24	(5.60)	13.90	(99.09)	(0.98)	(69.48)	1005.34	2911.68	(165.30)	(399.98)	(385.19)	(61.42)
300702.SZ	天宇股份	原料药	3.64	(21.39)	(15.05)	13.74	(11.29)	1.19	28.59	5.48	10.13	36.92	(44.53)	175.48	57.96	(42.72)	(51.55)	51.32	65.25	56.79
603538.SH	美诺华	原料药	(50.76)	(15.40)	3.87	27.25	6.68	2.73	(1.46)	47.16	5.22	(89.08)	(77.72)	(32.89)	(318.68)	72.63	(106.29)	20.04	92.84	(19.02)
301246.SZ	安源药业	原料药	11.69	9.68	29.53	(31.96)	(15.45)	(4.39)	(24.41)	(9.61)	1.73	(71.23)	(110.32)	(63.51)	(125.91)	(62.26)	59.98	(138.36)	125.47	(96.26)
833230.BJ	欧康医药	原料药	(32.79)	(19.34)	3.48	21.58	15.81	20.20	59.01	18.37	(14.46)	(65.84)	(62.22)	(3.92)	(35.91)	58.02	23.68	161.86	(10.83)	(85.61)
300583.SZ	赛托生物	原料药	31.99	(14.04)	(12.52)	(5.96)	(27.00)	(2.01)	(23.57)	(42.35)	6.32	20.98	20.57	(93.40)	(362.74)	(89.80)	(84.16)	(18.97)	(727.21)	(1952.52)
300381.SZ	溢多利	原料药	(57.30)	(38.97)	8.97	(11.22)	9.94	(1.60)	(3.52)	11.89	1.79	79.86	312.40	(48.09)	36.50	296.35	(73.22)	(272.20)	75.37	(39.31)
000953.SZ	河化股份	原料药	41.10	1.41	4.85	25.96	7.11	23.72	(3.67)	23.88	(34.05)	25.58	229.08	33.29	91.01	11.77	95.43	63.10	131.89	202.32
002102.SZ	能特科技	原料药	5.36	(15.40)	(24.32)	(0.47)	2.62	33.83	17.96	(6.21)	(5.38)	(14.38)	(21.96)	(86.61)	22.94	(51.84)	(77.34)	660.91	(325.34)	548.22
002365.SZ	永安药业	原料药	(24.51)	(35.55)	(24.25)	(49.88)	(36.80)	(14.25)	(14.03)	29.42	(12.96)	(87.49)	(89.79)	(161.45)	(203.34)	247.61	149.32	106.94	83.83	(133.39)
301089.SZ	拓新药业	原料药	325.33	(9.50)	(49.42)	(75.30)	(80.34)	4.21	20.02	7.34	(10.46)	1042.87	(92.42)	(99.77)	(140.60)	(100.21)	(549.50)	(2132.47)	76.61	(828.02)
000952.SZ	广济药业	原料药	(13.49)	(5.82)	11.43	(17.61)	56.27	(49.13)	(7.19)	(17.98)	(17.58)	(1252.62)	6.76	(586.16)	(436.66)	(26.98)	(434.58)	(30.86)	(73.00)	34.71
300497.SZ	富祥药业	原料药	(1.10)	6.74	7.41	(22.12)	(14.45)	(25.29)	(31.65)	(37.82)	(31.35)	(224.67)	(314.52)	(761.49)	(8.81)	68.07	(34.90)	(99.78)	(83.49)	(125.95)
300267.SZ	尔康制药	原料药	28.28	13.29	(11.55)	(38.94)	(49.57)	(31.33)	(41.06)	(15.52)	28.19	16.88	18.15	(1382.73)	(78932.23)	(117.40)	18.25	(67.83)	(43.22)	839.24
002099.SZ	海翔药业	原料药	(21.19)	(15.21)	(20.40)	(21.77)	(16.65)	(9.25)	(15.53)	(0.26)	(7.95)	(104.29)	(14.49)	(150.06)	(149.81)	1110.86	(103.41)	66.21	3.31	(80.41)
688076.SH	诺泰生物	原料药	54.98	43.76	170.92	20.45	71.02	146.82	36.31	14.96	58.96	84.35	1668.28	7746.20	12.20	179.69	735.89	176.27	(33.37)	131.79
688117.SH	圣诺生物	原料药	0.96	6.40	26.34	6.29	27.65	2.78	18.32	(17.78)	77.15	(48.25)	4.78	(26.26)	63.81	143.49	28.71	144.80	(121.83)	213.63
002940.SZ	昂利康	原料药	25.52	14.55	(4.35)	(13.15)	(3.89)	4.93	(20.23)	(5.14)	(15.31)	(15.22)	36.39	(88.17)	27.32	(32.33)	(26.83)	(670.29)	(56.39)	(59.39)
002550.SZ	千红制药	原料药	10.14	(23.28)	(20.07)	(46.80)	(24.19)	(12.05)	(13.97)	(8.52)	(2.22)	12.09	(63.12)	(15.28)	(147.24)	19.11	196.88	(9.80)	282.69	4.84
603707.SH	健友股份	原料药	11.13	24.72	(4.28)	(8.38)	(23.19)	14.27	12.79	5.84	(11.85)	1.30	(2.78)	(25.49)	(648.45)	(48.12)	(29.79)	(15.29)	123.60	(56.05)

10 药店：2024受政策影响业绩承压，25Q1恢复增长

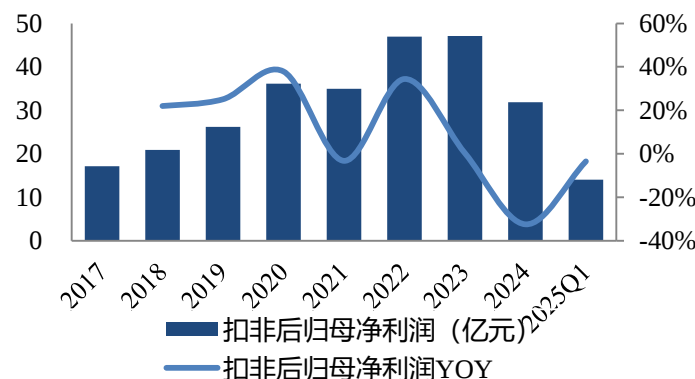
药店：2024受政策影响业绩承压，25Q1恢复增长

- 7家药房上市公司2024年收入、归母净利润、扣非归母净利润增速分别为4.9%、-33.2%、-32.4%。2025年Q1收入、归母净利润、扣非归母净利润增速分别为-0.38%、-2.59%、-3.47%。

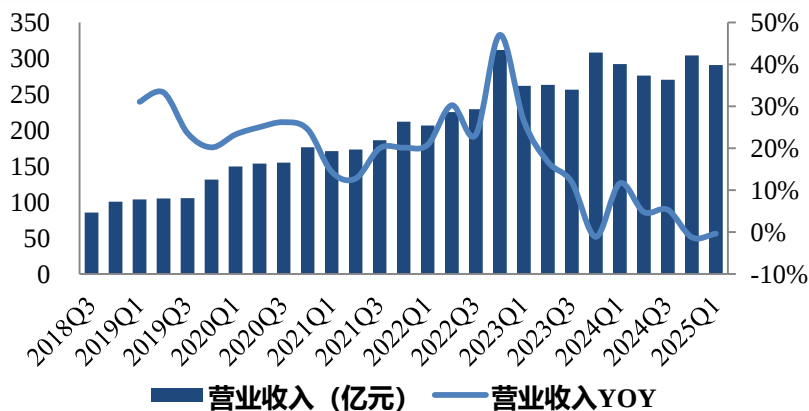
药店上市公司收入总额及增速



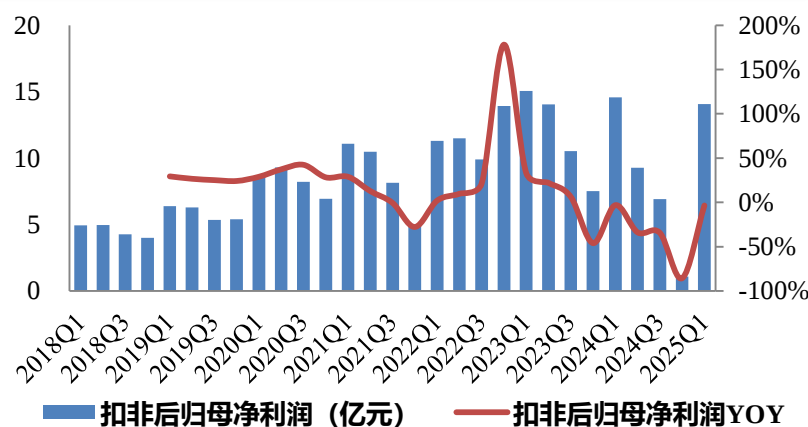
药店上市公司扣非归母净利润总额及增速



药店上市公司收入总额及增速（单季度）



药店上市公司扣非归母净利润总额及增速（单季度）



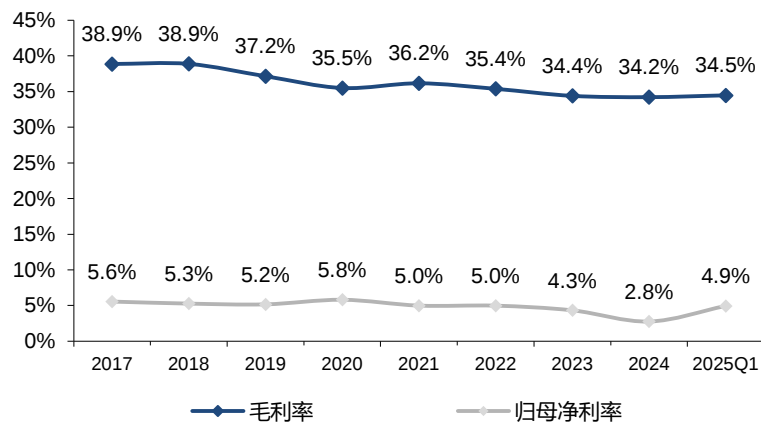
药店：2024受政策影响业绩承压，25Q1恢复增长

盈利能力方面，药店上市公司2024年毛利率及净利率略有下滑，其中：

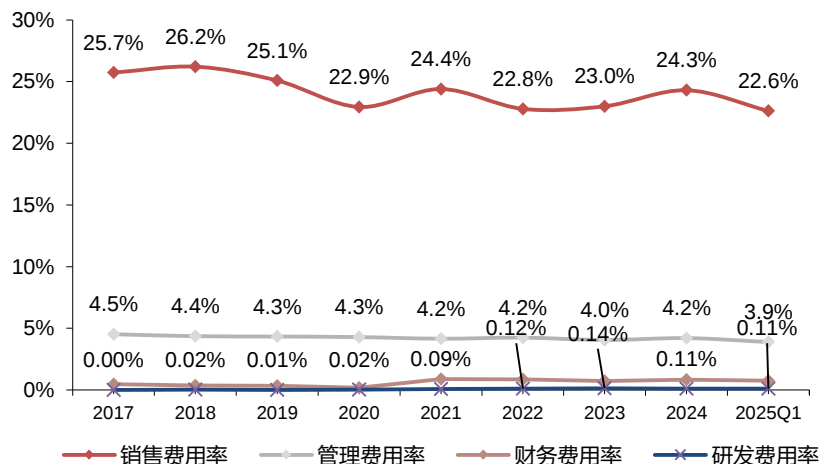
- ✓ 净利率下滑：医保相关政策及新店爬坡影响；
- ✓ 销售费用率提升：行业竞争加剧导致销售投入增加；

东吴证券医药团队观点：2023H1疫情管控放开，24H1消化前一年同期高基数，且24Q2-3各地药品比价政策实施，对各药房整体毛利率有所影响，带来药店板块增收不增利，但未来处方外流与药店内生外延扩张仍将推动行业稳健增长。展望2025全年，我们认为药店板块将继续保持较快增长，主要原因包括：1) 疫后复苏，线下店常规药品及药事服务需求释放，常态化客流量恢复增长；2) 行业出清加速，头部连锁药店公司稳中有进，通过适量自建、并购及加盟稳步扩张；3) 头部连锁药店企业精细化管理不断加深，内生性增长逐渐加快；4) 医保门诊统筹政策推进，处方外流加速，药店业务量不断增长，头部药店因此受益。

药店上市公司毛利率及归母净利率（整体法）



药店上市公司期间费用率（整体法）

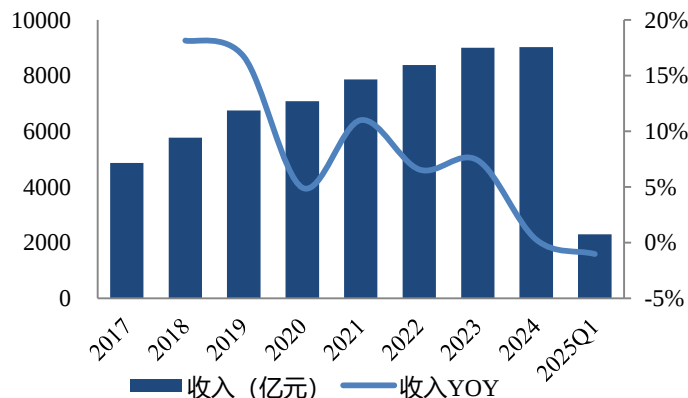


代码	公司名称	分类	营业收入同比增速（分季度，%）									扣非后归母净利润同比增速（分季度，%）								
			2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
603233.SH	大参林	药店	27.16	19.85	12.44	5.87	13.54	9.07	11.42	(0.63)	3.02	25.66	29.82	25.02	(125.11)	(20.40)	(34.43)	(27.12)	240.71	14.82
603883.SH	老百姓	药店	31.39	10.72	9.31	(0.05)	1.81	0.56	1.18	(4.23)	(1.88)	30.20	2.57	5.04	17.89	10.35	(18.13)	(19.10)	(155.87)	(21.59)
002727.SZ	一心堂	药店	11.02	6.81	1.89	(15.51)	14.96	(0.81)	3.55	(3.43)	(6.53)	46.83	12.98	(30.33)	(84.34)	2.14	(80.29)	(74.00)	(273.97)	(36.27)
603939.SH	益丰药房	药店	26.94	18.23	12.70	2.47	13.39	6.45	5.31	2.14	0.64	20.80	21.86	22.13	(9.25)	24.26	8.12	6.51	2.49	9.65
605266.SH	健之佳	药店	49.41	39.52	26.96	(8.00)	6.79	0.01	4.08	(1.30)	(0.85)	112.68	43.20	12.63	(23.27)	(32.32)	(81.17)	(73.06)	(78.62)	(38.55)
301017.SZ	漱玉平民	药店	30.56	21.44	22.36	3.15	17.69	8.71	(0.60)	(6.19)	(2.48)	14.28	34.68	65.82	(134.44)	(84.25)	(78.09)	(247.29)	(446.21)	144.60
301408.SZ	华人健康	药店	24.91	20.84	14.45	9.15	30.60	20.07	16.31	12.83	14.71	0.00	0.00	6.42	(64.42)	60.39	31.58	12.70	(10.44)	31.11

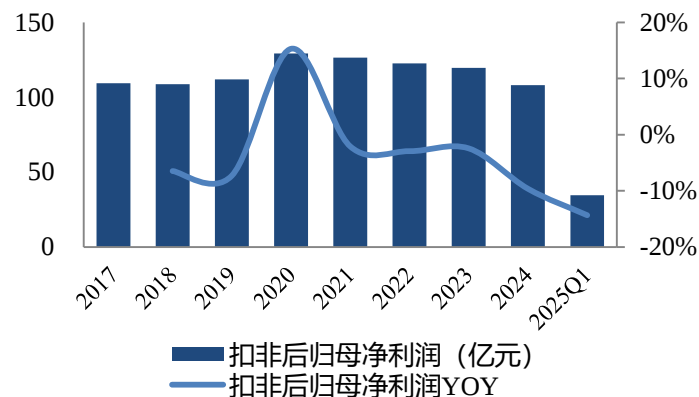
11 医药流通：行业集中度进一步提升，新业务贡献增量

- 22家医药流通上市公司2024年收入、归母净利润、扣非归母净利润增速分别为0.27%、-5.88%、-9.64%。2025年Q1收入、归母净利润、扣非归母净利润增速分别为-1.01%、-3.23%、-14.35%。

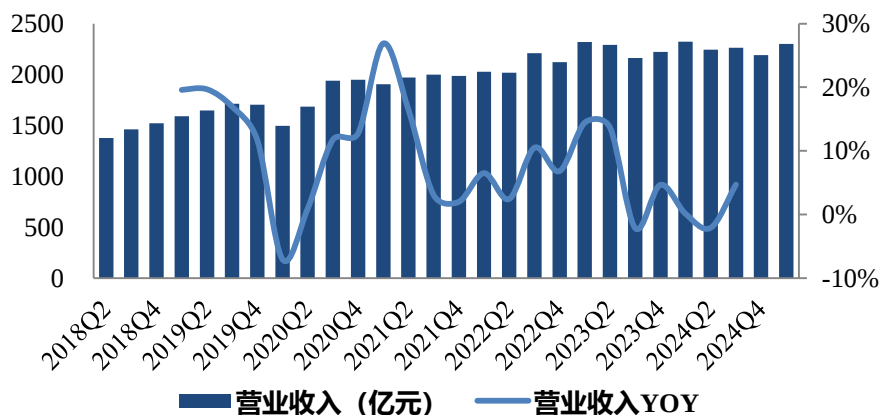
医药商业上市公司收入总额及增速



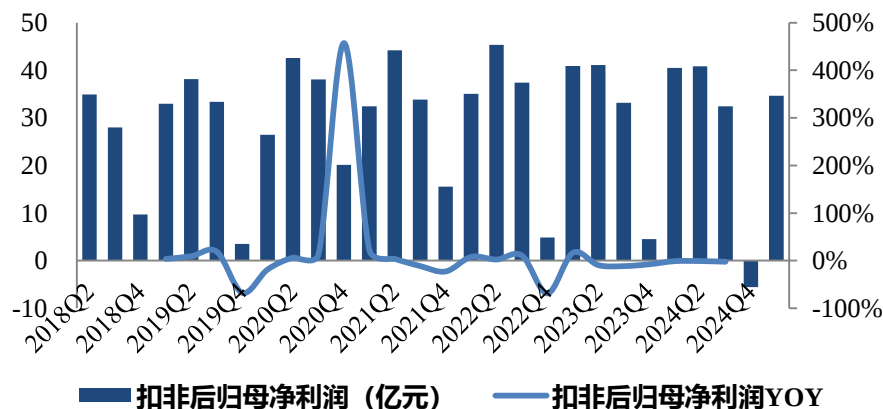
医药商业上市公司扣非归母净利润总额及增速



医药商业上市公司收入总额及增速（单季度）



医药商业上市公司扣非归母净利润总额及增速（单季度）

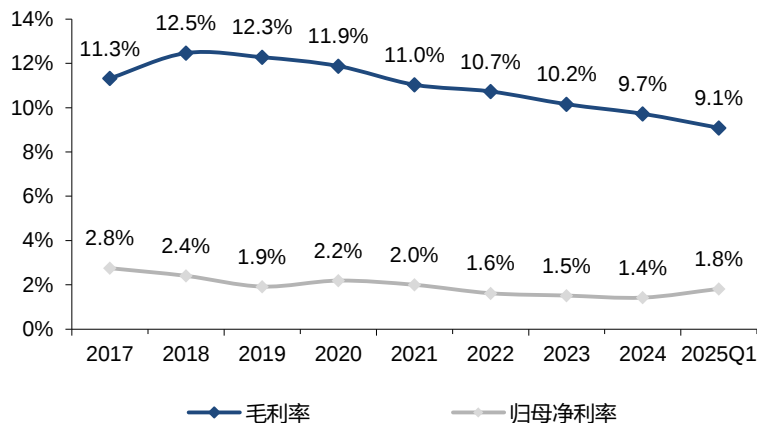


盈利能力方面，医药商业上市公司2024年相较2023年毛利率及净利率略有下降，其中：

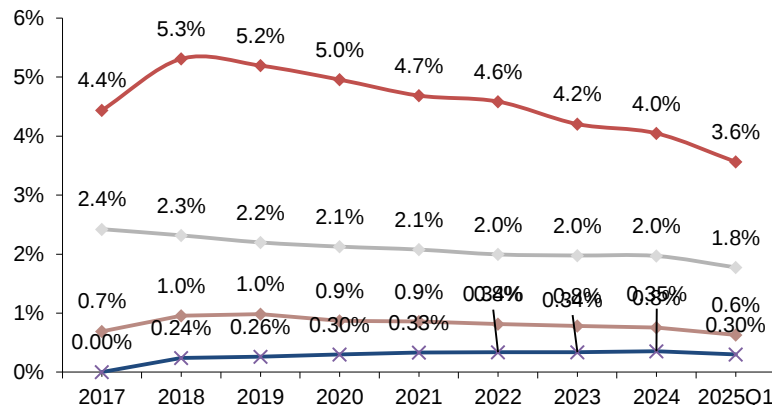
- ✓ 毛利率下降：医疗反腐及院外药品比价政策影响；
- ✓ 销售费用率下降：疫情影响商业活动、带量采购不断落地、行业集中度提升带来销售费用的进一步降低；
- ✓ 管理费用率持平：规模效应不断显现，数字物流和供应链解决方案带来管理效率提升；
- ✓ 财务费用率与研发费用率基本持平；

东吴证券医药团队观点：我们认为，随着国内带量采购不断推进，零售药店和基层医疗终端份额占比逐步上升，商业配送规模持续增长。同时随着行业集中度不断提升、数字化供应方案应用、总代业务不断增长等，龙头商业企业价值进一步凸显，强者更强。

医药商业上市公司毛利率及归母净利率（整体法）



医药商业上市公司期间费用率（整体法）



医药流通：业绩逐季改善，行业集中度进一步提升

代码	公司名称	分类	营业收入同比增速（分季度，%）							扣非归母净利润同比增速（分季度，%）						
			2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
000028.SZ	国药一致	医药流通	(1.57)	0.35	2.16	(5.10)	2.65	(5.18)	(4.17)	(2.04)	(6.38)	5.10	(22.85)	(10.17)	(213.58)	(14.14)
000078.SZ	海王生物	医药流通	(19.82)	(12.40)	(18.78)	(14.53)	(8.81)	(25.89)	(8.81)	(178.31)	(47.07)	6.48	(187.99)	(67.03)	29.46	(257.78)
000411.SZ	英特集团	医药流通	3.31	(2.08)	8.81	(1.08)	3.16	5.42	(1.87)	61.54	167.05	57.45	4.57	33.49	28.24	(4.54)
000705.SZ	浙江震元	医药流通	(8.98)	(8.14)	(4.87)	(10.17)	(11.13)	(9.83)	(28.05)	87.00	(54.54)	2.16	(38.55)	(107.54)	(177.50)	(33.25)
000950.SZ	重药控股	医药流通	(1.05)	25.65	0.02	(4.46)	12.70	4.27	5.03	(101.23)	(29.02)	(37.94)	(61.17)	1342.83	(166.26)	31.83
002462.SZ	嘉事堂	医药流通	(8.77)	38.21	10.17	(33.56)	(18.22)	(32.65)	(37.15)	5.92	(77.51)	7.89	(56.05)	(21.77)	(937.75)	(34.35)
002589.SZ	瑞康医药	医药流通	(39.47)	36.39	(2.62)	0.30	(0.03)	(0.99)	(12.98)	105.57	86.62	526.70	89.03	(74.89)	(30.35)	(44.75)
002788.SZ	鹭燕医药	医药流通	(4.66)	(1.33)	6.08	(0.24)	7.51	(0.26)	0.74	(10.61)	0.44	5.21	2.59	0.30	(6.19)	(14.33)
600056.SH	中国医药	医药流通	(11.81)	(15.44)	(29.97)	(0.79)	1.60	(10.84)	(5.84)	(73.83)	149.21	(44.25)	(44.47)	207.22	(248.38)	14.70
600713.SH	南京医药	医药流通	(2.16)	2.01	(0.92)	0.14	3.81	(2.18)	2.11	(1.78)	19.44	3.24	(0.23)	(1.87)	(1.69)	9.86
600829.SH	人民同泰	医药流通	(3.85)	7.55	(2.09)	(8.94)	5.60	(7.60)	2.65	(5.01)	(22.16)	8.80	(42.73)	(14.51)	(88.99)	(41.50)
600833.SH	第一医药	医药流通	(47.38)	(44.83)	0.65	(1.83)	8.72	12.94	9.07	(93.30)	(123.39)	(43.55)	(82.10)	(79.08)	93.88	1.13
600998.SH	九州通	医药流通	0.13	(4.54)	(3.85)	(1.52)	3.57	7.28	3.82	5.70	6.41	(9.01)	(8.81)	3.97	(20.79)	(2.76)
601607.SH	上海医药	医药流通	3.20	9.44	5.93	4.36	8.16	4.52	0.87	8.66	(51.30)	1.30	57.97	(11.20)	29.74	(8.10)
603368.SH	柳药股份	医药流通	5.02	7.55	8.25	(2.83)	1.49	(0.11)	(7.93)	12.37	34.35	14.94	(11.10)	6.96	(20.57)	(8.26)
300937.SZ	药易购	医药流通	8.99	(5.32)	10.29	(8.77)	0.26	(5.97)	(8.06)	(59.42)	(75.22)	(80.65)	(81.16)	(69.25)	(57.01)	(41.49)
301015.SZ	百洋医药	医药流通	4.03	3.92	(1.50)	(0.76)	8.46	(14.11)	(0.38)	32.47	11.52	30.71	24.50	24.76	(69.78)	(39.46)
600511.SH	国药股份	医药流通	(1.17)	20.17	7.98	(2.16)	7.12	(4.54)	4.87	(15.36)	35.46	11.00	1.22	1.22	(23.37)	(2.57)
603716.SH	塞力医疗	医药流通	(15.34)	(12.72)	9.24	(13.45)	(14.31)	(18.06)	(40.75)	44.40	9.26	105.37	(163.30)	(290.65)	27.04	(3228.81)
301126.SZ	达嘉维康	医药流通	19.34	7.02	46.06	47.83	37.26	10.99	1.51	(67.62)	342.18	31.45	631.76	(7.11)	(172.54)	(94.84)
603122.SH	合富中国	医药流通	(19.30)	(19.76)	(10.69)	(18.74)	(14.09)	(12.05)	(26.35)	(42.88)	(65.11)	(32.21)	(28.34)	(89.43)	(44.74)	(191.02)
603108.SH	润达医疗	医药流通	(17.55)	(21.09)	(4.85)	(11.97)	(13.85)	(5.39)	(19.81)	(78.60)	(136.23)	(74.27)	(28.32)	(254.16)	97.12	(508.21)

- **药品和耗材降价超预期风险：**国家加大集采范围，药品和耗材的集采带来了药品和耗材的大幅降价，随着国内医药和器材市场的竞争加剧，集采对降价的推动作用将会更加明显，未来药品和耗材集采降价幅度可能会超预期，对企业的利润造成较大影响；
- **新产品研发不及预期：**医药行业多学科交叉，高技术壁垒，国内企业新产品研发可能存在瓶颈或新产品品质与进口品牌存在较大差距；
- **市场竞争加剧：**赛道高景气，一级市场融资活跃，虽然国内企业现在主要在抢占进口份额，但在低附加值的产品上面临竞争加剧的风险；
- **新冠疫情反复影响海内外业务拓展：**新冠疫情在全球范围内还未得到有效控制，疫情反复将一定程度影响公司海内外业务的拓展。
- **政策性风险：**国际环境政策不稳定，对于产品出海的政策具有不确定性。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券财富家园