

行业评级：看好（维持）

证券研究报告 | 行业专题报告

医药生物

2025年5月8日



业绩持续探底，Q2有望企稳回升

--医药行业：2024年&2025Q1总结

证券分析师

姓名：刘闯

资格编号：S1350524030002

邮箱：liuchuang@huayuanstock.com

姓名：李强

资格编号：S1350524040001

邮箱：liqiang01@huayuanstock.com

证券分析师

姓名：林海霖

资格编号：S1350524050002

邮箱：linhaillin@huayuanstock.com

姓名：孙洁玲

资格编号：S1350524120004

邮箱：sunjieling@huayuanstock.com

联系人

姓名：陶宸冉

邮箱：taochenran@huayuanstock.com

姓名：梁裕

邮箱：liangyu@huayuanstock.com

总结：行业持续分化，创新药+原料药+CXO表现较好

行业总结：2024年及2025Q1医药业绩承压、分化显著，消费类疲弱，创新药+原料药+CXO表现较好

- **行业整体：**2024年，453家医药公司实现营收2.46万亿元，同比下滑0.55%；共实现归母净利润1486.5亿元，同比下降8.8%；2025Q1，实现营收6017亿元，同比下降5.3%；实现归母净利润505亿元，同比下降6.4%。
- **创新药：**2024年创新药公司共实现营收475.3亿元，同比增长68.4%，势头强劲。国内创新药企业已大面积走过研发周期，核心品种正处在商业化高速放量阶段。A股中有产品商业化的Biotech创新药收入显著加速增长，同时费用相对平缓渐增，因此利润端表现更好，盈利信号清晰积极。此外，出海授权已成为Biotech业绩第二增长曲线，高额首付款的确认提供可持续研发的资金动力支持。
- **化药：**2024年化药公司共实现营收3996.4亿元，同比增长0.73%；共实现归母净利润322.5亿元，同比增长13.25%。2025Q1实现收入981.18亿元，同比下滑4.47%；归母净利润为108.50亿元，同比持平。细分领域表现不同，传统仿转创药企表现较好，如恒瑞医药、海思科、信立泰等。化药板块或进一步加速分化，有持续创新能力的药企有望中长期受益、脱颖而出。
- **医疗器械：**2024年实现营收2215.1亿元，同比增长1.32%，2024年共实现归母净利润312.0亿元，同比下滑13.22%，25Q1实现收入517.0亿元，同比下滑4.89%，归母净利润为89.0亿元，同比下滑10.90%。2024年医疗行业整顿持续对设备入院、终端采购影响，DRGs拆套餐、集采等政策对试剂、耗材快速增长造成干扰，随着政策端影响逐步出清，设备更新利好兑现有望使器械板块迎来拐点，前沿技术的落地，或带动板块景气度提升。
- **生物制品：**1) 血制品：2024年，实现营收241.8亿元，同比下滑1.4%；共实现归母净利润62.3亿元，同比增长14.47%，25Q1实现营收53.3亿元，同比增长2.9%；实现归母净利润14.0亿元，同比下滑15.7%，白蛋白周期向下或已经见底，静待行业反转；2) 疫苗公司：2024年，实现营收407.7亿元，同比下滑45.3%；共实现归母净利润32.0亿元，同比下滑72.0%，25Q1实现营收47.9亿元，同比下降66.6%；实现归母净利润-2.4亿元，同比下滑113.7%，行业受宏观环境影响承压较为明显。
- **中药：**2024年实现营收3437.5亿元，同比下降4.1%；实现归母净利润302.9亿元，同比下降18.8%。2025Q1延续调整，实现营收904.2亿元，同比下滑7.3%，实现归母净利润121.8亿元，同比下滑4.0%。盈利能力方面，2024年整体毛利率为41.6%（同比-2.5pct），销售费用率为21.6%（同比-1.9pct）。细分领域呈现显著结构性分化，华润三九、东阿阿胶、马应龙等品牌龙头实现业绩快速增长，佐力药业、方盛制药等公司在核心产品放量驱动下业绩亮眼，以岭药业、太极集团、健民集团、葵花药业等受大单品渠道去库存及呼吸用药高基数影响，阶段性业绩承压。
- **原料药：**2024年实现营收1225.8亿元，同比+7.9%；实现归母净利润126.8亿元，同比+38.33%。2025Q1实现营收306.6亿元，同比+0.34%；实现归母净利润46.7亿元，同比+39.8%。板块分化明显，高景气赛道如多肽链、VE/VA表现亮眼，如诺泰生物、新和成；纵向延伸原料药制剂一体化的部分个股业绩亦表现亮眼，如天宇股份。

总结：行业持续分化，创新药+原料药+CXO表现较好

- **医药商业：**2024年医药商业公司共实现营收10253.1亿元，同比增长0.8%；共实现归母净利润160.5亿元，同比下滑13%。其中，24Q4线下药店实现营收309.9亿元（同比-1.0%），实现归母净利润0.8亿元（同比-87.2%）；25Q1线下药店实现营收296.1亿元（同比-0.2%），实现归母净利润14.5亿元（同比-4.6%）。24Q4医药流通实现营收2208.4亿元（同比-1.3%），实现归母净利润5.4亿元（同比-39.1%）；25Q1医药流通实现营收2315.5亿元（同比-1.0%），实现归母净利润41.8亿元（同比-3.3%）。由于减值等因素影响，24Q4利润下滑幅度较大，25Q1业绩增速环比有所改善，降幅有所收窄。2024年医药商业板块中，医药流通表现相对稳健，药店利润下滑较大，25Q1药店内部业绩出现较大分化。
- **医疗服务：**2024年医疗服务公司实现营收 776.6 亿元，同比下滑2.0%；实现归母净利润35.7亿元，同比下滑39.5%；单季度看，25Q1实现营收179.7亿元，同比下滑1.5%；归母净利润为10.7亿元，同比增长13.4%。其中5家眼科公司2024年共实现营收296.8亿元，同比增长1.1%；共实现归母净利润36.8亿元，同比下滑15.7%；单季度看，25Q1实现营收83.6亿元，同比增长14%；归母净利润为12.6亿元，同比增长16.4%，增长亮眼主因一季度高毛利的屈光手术和视光业务需求较好。
- **CXO&科研服务上游：**2024年共实现营收966.2亿元，同比下降3.92%；共实现归母净利润138.2亿元，同比下降25.6%。2025Q1CXO&科研服务产业链共实现营收239.0亿元，同比增长11.5%；实现归母净利润51.1亿元，同比增长70.5%。结构看，科研上游持续低迷，CXO板块边际改善，其中，CRO业绩相对亮眼，龙头韧性较强，业绩持续高增。
- **风险提示：**行业竞争加剧风险、政策变化风险、行业需求不及预期风险。

一、二级市场表现：

- 医药已较长时间内处于历史底部，部分赛道基本面好，近期关注度提升。2023年至今，医药指数震荡向下，显著跑输沪深300。2023年至今指数下跌约21%，2024年至今指数下跌约14%，医药板块深度回调，但2025年以来（截至2025.4.30）医药指数上涨约0.18%，跑赢沪深300约4.35%，以创新药+AI医疗为代表的细分赛道表现亮眼，我们认为从整体板块来看，医药板块调整多年、且细分赛道基本面确定性向好或正在改善（如创新药/CXO等），全市场对医药关注度显著提升，医药行业有望迎来企稳回升。
- 细分子板块：化学制剂和原料药板块表现相对抗跌。**生物医药各子板块来看，2024年至今（2025年4月30日），化学制剂和化学原料药板块回调较小，涨跌幅分别为4.4%和-0.3%；生物制品和医疗服务板块回调较多，涨跌幅分别为-30.4%和-24.0%。各子板块估值：生物制品、医疗器械和医疗服务估值均超过30倍PE，医药商业、中药估值相对较低。

二、资产配置：

- 2025Q1公募基金持仓医药占比环比开始提升。**截至2025Q1，全市场主动公募基金的医药重仓合计市值为1661亿元，占公募基金总重仓占比9.97%，环比增长0.56pct，全市场主动基金（剔除医药基金）医药重仓合计市值为808亿元，占其全市场总重仓占比5.1%，环比提升0.24pct，非医药主动基金对医药的持仓有所增加。医药主题基金医药重仓合计市值为854亿元，占全市场主动基金持有医药市值的比例为51.4%，环比上升0.66pct。
- 医药基金和非医药基金均首选重仓创新药：**对于医药主题基金，近几个季度对创新药的持仓比例持续提高，2025Q1占比达到了55%，其次CXO持仓占比近几个季度提升较为明显，2025Q1达到21%。对于非医药主动基金，近几个季度对创新药的持仓比例最高，2025Q1占比达到了30%，其次是医疗器械，2025Q1达到27%，CXO的持仓25Q1达到12%。
- 个股持仓方面：**2025Q1，医药主题基金持仓增加的前五大个股分别是：泽璟制药-U、百济神州-U、新诺威、科伦博泰生物-B、科伦药业。减少前五大个股：华润三九、迈瑞医疗、同仁堂、东阿阿胶、昆药集团。非医药主动基金持仓增加的前五大个股分别是：药明康德、百济神州-U、泽璟制药-U、信达生物、科伦药业。减少前五大个股：迈瑞医疗、人福医药、新产业、恩华药业、羚锐制药。

三、医疗活动及医保情况：

- 2024年诊疗人次复苏显著。**2024年1-8月，全国医疗卫生机构总诊疗人次50.1亿人次（不包含诊所、医务室、村卫生室数据），同比增长10.7%。全国医疗卫生机构出院人次21170.3万，同比增长6.5%。全国2024年总诊疗人次101.1亿人次，同比增长约6%，出院人次3.1亿人次，同比增长约2.7%。
- 医保结余持续增长：**2024年，基本医疗保险基金（含生育保险）总收入、总支出分别为34809.95亿元、29675.92亿元，增速分别为4.4%和5.5%。随着2024年医疗活动明显复苏，医保支出增速大于收入增速，但从绝对额看医保收入依然高出支出较多，全国医保统筹基金2024年当期结余0.47万亿元，其中职工医保结余4164亿元，居民519亿元；统筹基金累计结存3.87万亿元，其中职工医保3.05万亿元，居民医保0.82万亿元。

四、宏观数据：

- 行业数据：**2024年，中国医药制造业累计收入达2.53万亿，同比基本持平；医药制造业累计利润总额为3421亿元，同比下降1.1%，我们判断主要是2024年行业整顿的延续产生了一定影响。2025年一季度，中国医药制造业累计收入达5989亿，同比下滑2.2%；医药制造业累计利润总额为845亿元，同比增长0.7%，利润端开始企稳回升。

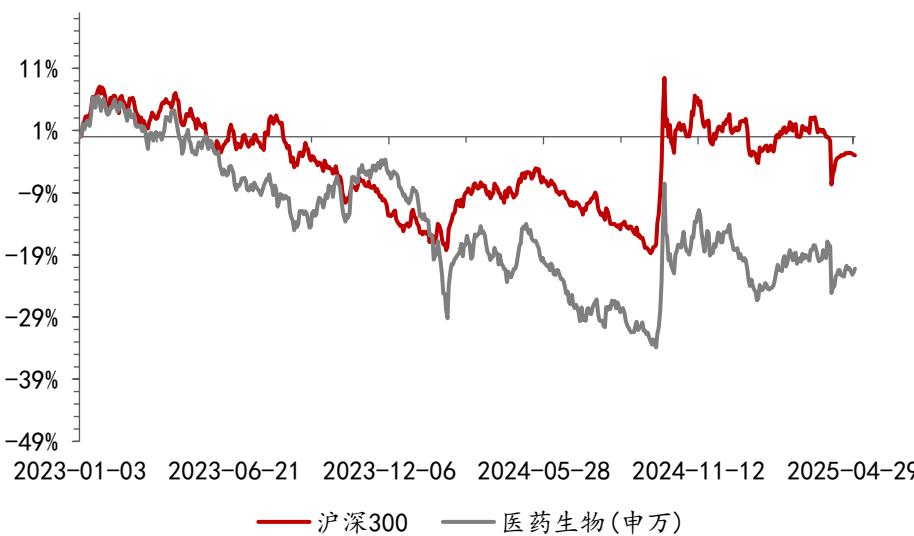
主要内容

1. 医药行业：行业持续分化，创新药+原料药+CXO表现较好
2. 创新药：商业化新周期，创新品种快速放量，盈利信号积极
3. 化药：化药板块内部分化显著，仿转创业绩呈向上趋势
4. 医疗器械：耗材业务回暖显著，重点关注政策赋能、前沿技术落地
5. 生物制品：血制品短期或向下见底，中长期持续看好
6. 中药：短期营收利润承压，业绩拐点可期
7. 原料药：高景气细分表现好，纵向延伸制剂一体化显著贡献增量
8. 医药商业：25Q1业绩环比降幅收窄，期待全年利润改善
9. 医疗服务：业绩边际改善，行业持续回暖
10. CXO&科研服务产业链： CXO边际改善，科研上游持续低迷
11. 风险提示

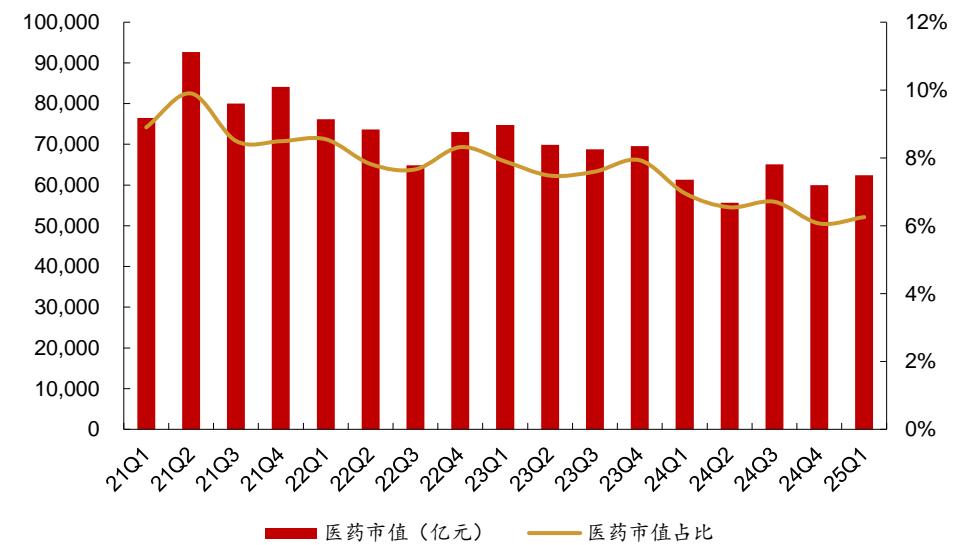
二级市场：医药深度回调，目前处于历史底部

- 医药指数：**2023年至今，医药指数震荡向下，显著跑输沪深300。2023年至今指数下跌约21%，2024年至今指数下跌约14%，医药板块深度回调，但2025年以来（截至2025.4.30）医药指数上涨约0.18%，跑赢沪深300约4.35%，以创新药+AI医疗为代表的细分赛道表现亮眼，我们认为从整体板块来看，全市场对医药关注度显著提升，医药行业有望迎来企稳回升。
- 医药市值：**截至2025Q1，A股医药公司总市值为6.2万亿元，占A股总市值6.3%，板块市值占比较24Q4环比增加0.19pct，但医药行业整体市值占比处于历史相对低位水平。

图：2023年初至今申万医药板块与沪深300指数行情



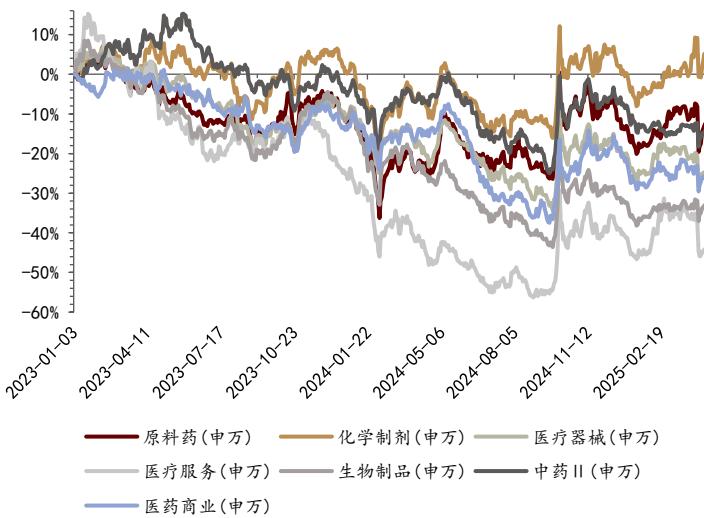
图：A股医药市值及占比变化情况



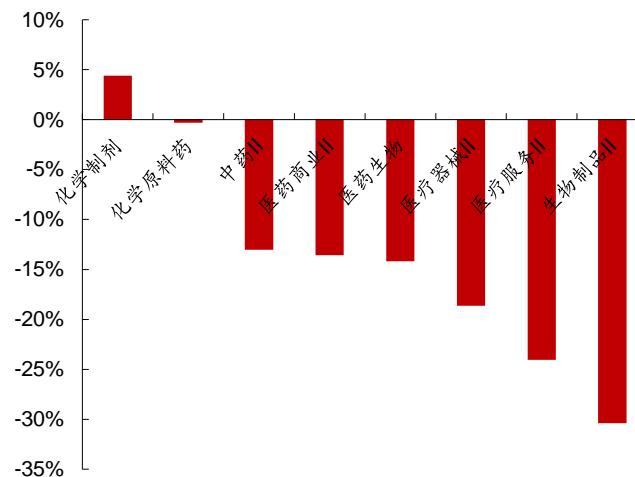
二级市场：医药深度回调，化学制剂和原料药板块相对抗跌

- **细分赛道：**生物医药各子板块来看，2024年初至今（2025年4月30日），化学制剂和化学原料药板块回调较小，涨跌幅分别为4.4%和-0.3%；生物制品和医疗服务板块回调较多，涨跌幅分别为-30.4%和-24.0%。
- **各子板块估值：**目前化学原料药板块估值相对较高，达到38倍PE，化学制剂板块估值为37倍PE，生物制品、医疗器械和医疗服务估值均超过30倍PE，医药商业、中药估值相对较低。

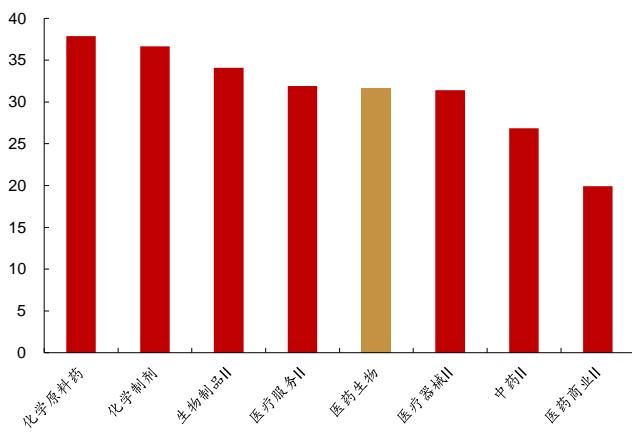
图：2023年初至今申万医药细分赛道走势情况



图：2024年至今医药细分赛道涨跌幅情况



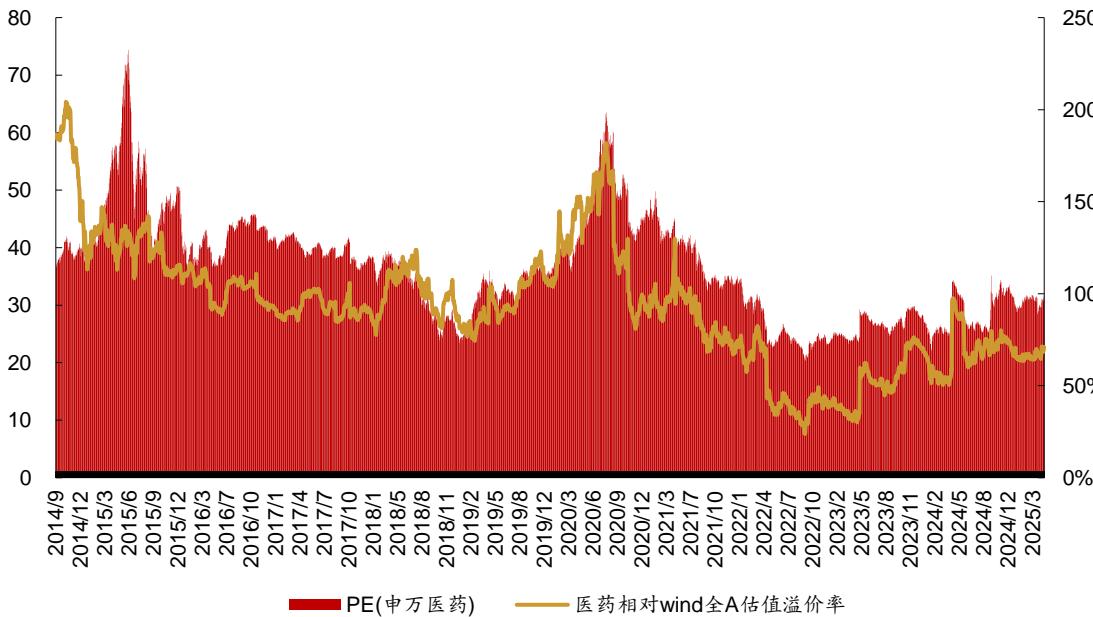
图：医药细分赛道目前估值情况 (TTM)



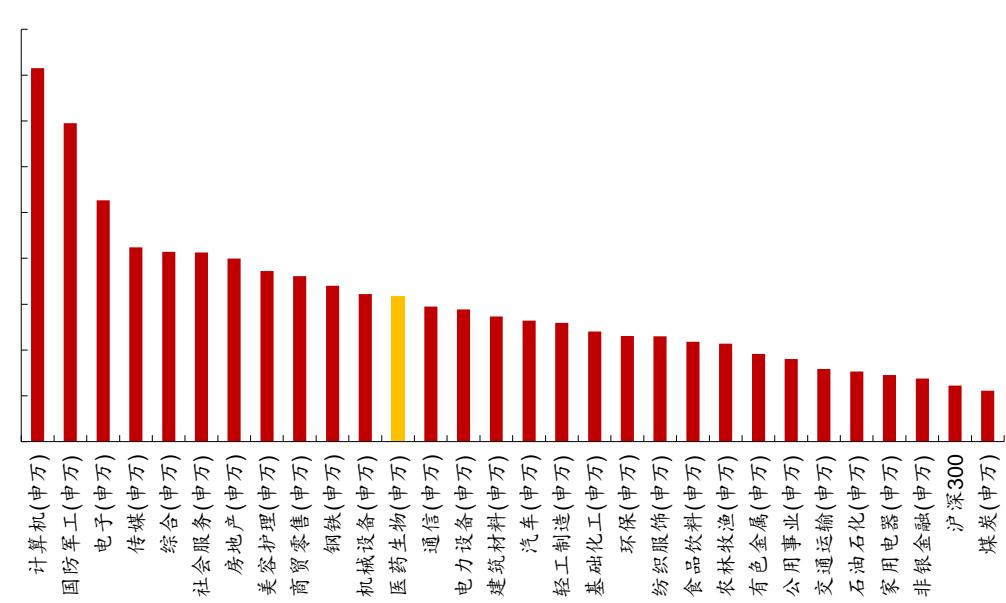
二级市场：A股医药估值处于近十年相对低位

- 医药行业估值：**我们选取近十年医药生物行业PE(TTM)估值，以申万全A为基数，分析医药生物行业估值溢价情况，2020年医药行情由新冠疫情影
响，医药整体估值大幅提升，医药生物相对wind全A估值溢价接近2倍，开启新一轮牛市。随后一直回调，近期虽略有回升、但依然处于近十年相
对低位。
- 板块估值：**截至2025年4月30日，申万医药板块整体PE估值为31.67X，在申万一级分类中排第12。

图：过去十年行业PE估值溢价倍数 (SW医药生物/SW全A)

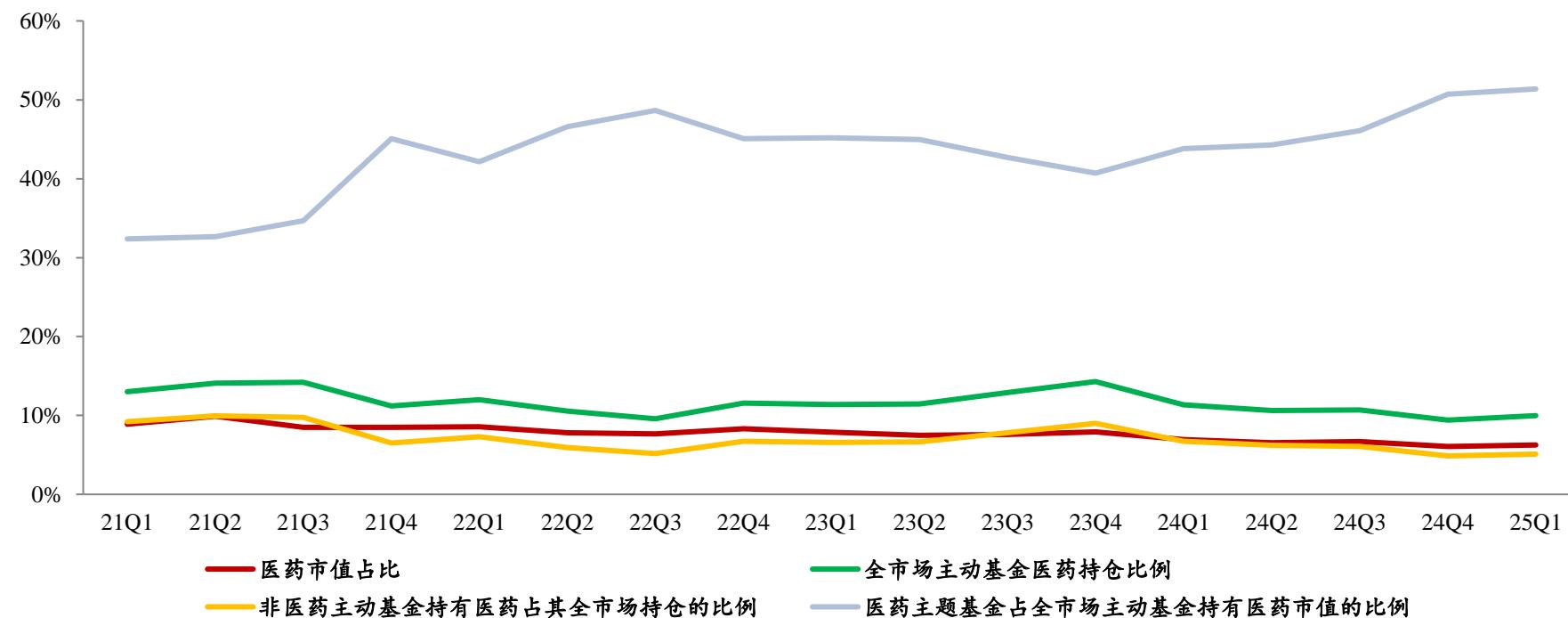


图：申万各板块PE估值情况
(截至2025年4月30日，整体TTM法)



■ 2025Q1公募基金持仓医药占比环比提升：截至2025Q1，全市场主动公募基金的医药重仓合计市值为1661亿元，占公募基金总重仓占比9.97%，环比增长0.56pct，非医药全基对医药的持仓有所增加（环比提升0.24pct）。

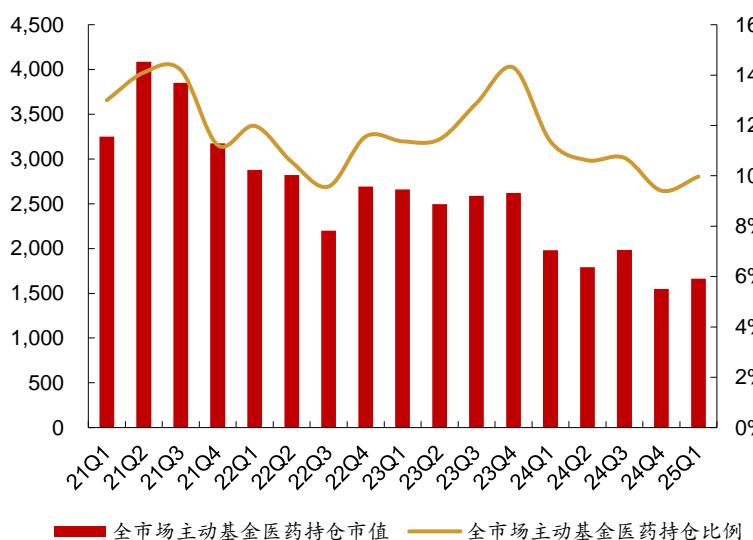
图：公募基金、医药主题基金对医药的持仓情况



二级市场：2025Q1非医药主动基金持仓医药占比环比有所上升

- 2025Q1公募主动基金持仓医药占比依然相对较低、但25Q1持仓环比明显提升：剔除被动基金后，截至2025Q1，全市场主动基金医药重仓合计市值为1661亿元，占其全市场总重仓占比9.97%，环比提升0.56pct，但也处于过去3-4年相对较低水平。
- 全市场主动基金（剔除医药基金）医药重仓合计市值为808亿元，占其全市场总重仓占比5.1%，环比提升0.24pct，非医药主动基金对医药的持仓有所增加。
- 医药主题基金医药重仓合计市值为854亿元，占全市场主动基金持有医药市值的比例为51.4%，环比上升0.66pct。

图：全市场主动基金对医药的持仓情况（亿元）



图：非医药主动基金对医药的持仓情况（亿元）



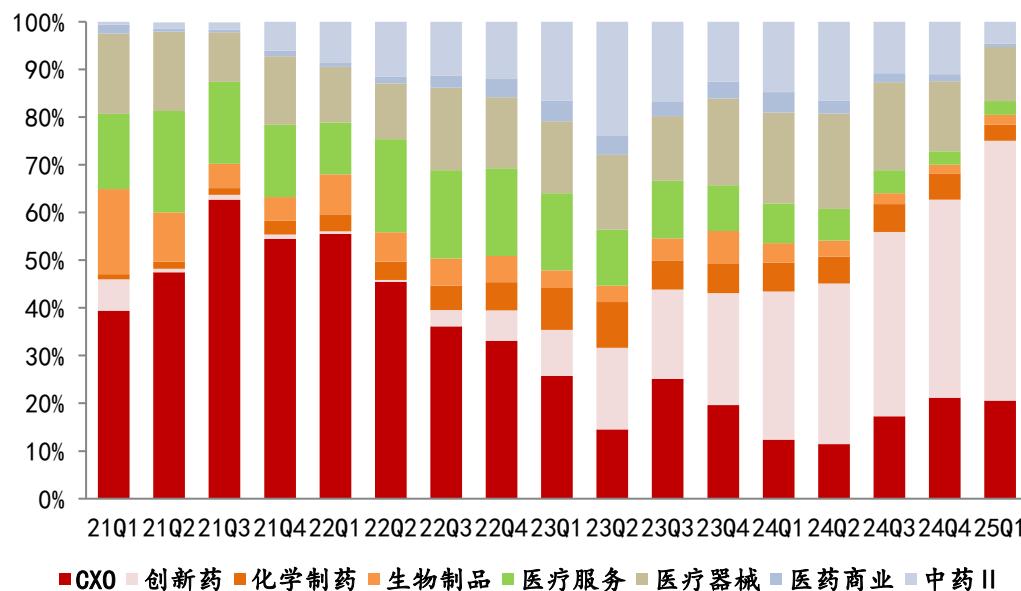
图：医药主题基金对医药的持仓情况（亿元）



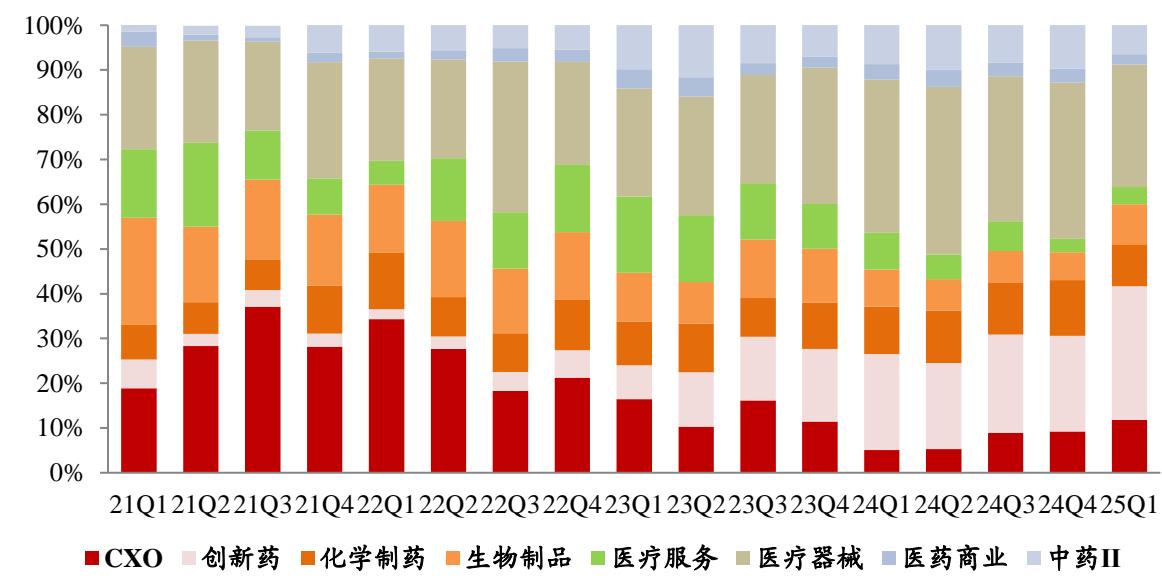
■ 医药基金和非医药基金重仓创新药：

- 对于医药主题基金，近几个季度对创新药的持仓比例持续提高，2025Q1占比达到了55%，其次CXO持仓占比近几个季度提升较为明显，2025Q1达到21%。
- 对于非医药主动基金，近几个季度对创新药的持仓比例最高，2025Q1占比达到了30%，其次是医疗器械，2025Q1达到27%，CXO的持仓25Q1达到12%。

图：医药主题基金医药子行业公募重仓占比变化



图：非医药主动基金医药子行业公募重仓占比变化



二级市场：25Q1医药基金和非医药基金主要以增持创新药为主

- 2025Q1，医药主题基金持仓增加的前五大个股分别是：泽璟制药-U、百济神州-U、新诺威、科伦博泰生物-B、科伦药业。减少前五大个股：华润三九、迈瑞医疗、同仁堂、东阿阿胶、昆药集团。
- 2025Q1，非医药主动基金持仓增加的前五大个股分别是：药明康德、百济神州-U、泽璟制药-U、信达生物、科伦药业。减少前五大个股：迈瑞医疗、人福医药、新产业、恩华药业、羚锐制药。

图：医药主题基金增/减市值前10大医药个股

项目		名称	期间涨跌幅 (%)	持仓市值(亿)		
				2025Q1	2024Q4	变动
医药主题基金增 持市值前十大大医 药个股	688266.SH	泽璟制药-U	57.00	45	19	26
	688235.SH	百济神州-U	48.87	40	20	19
	300765.SZ	新诺威	39.96	24	6	18
	6990.HK	科伦博泰生物-B	72.27	32	14	18
	002422.SZ	科伦药业	6.30	46	31	15
	688506.SH	百利天恒	20.55	32	22	10
	603259.SH	药明康德	20.00	69	62	8
	002653.SZ	海思科	11.66	28	22	7
	9926.HK	康方生物	28.07	17	12	5
	688428.SH	诺诚健华-U	47.44	13	8	5
项目		名称	期间涨跌幅 (%)	持仓市值(亿)		
				2025Q1	2024Q4	变动
医药主题基金减 持市值前十大大医 药个股	000999.SZ	华润三九	-6.65	12	26	-14
	300760.SZ	迈瑞医疗	-9.58	19	33	-13
	600085.SH	同仁堂	-11.75	1	12	-12
	000423.SZ	东阿阿胶	-4.35	17	24	-7
	600422.SH	昆药集团	5.64	1	6	-6
	300347.SZ	泰格医药	-9.61	27	31	-4
	688289.SH	圣湘生物	-6.82	0	4	-4
	002262.SZ	恩华药业	-10.18	1	4	-4
	600521.SH	华海药业	-15.68	1	5	-3
	300832.SZ	新产业	-19.04	4	7	-3

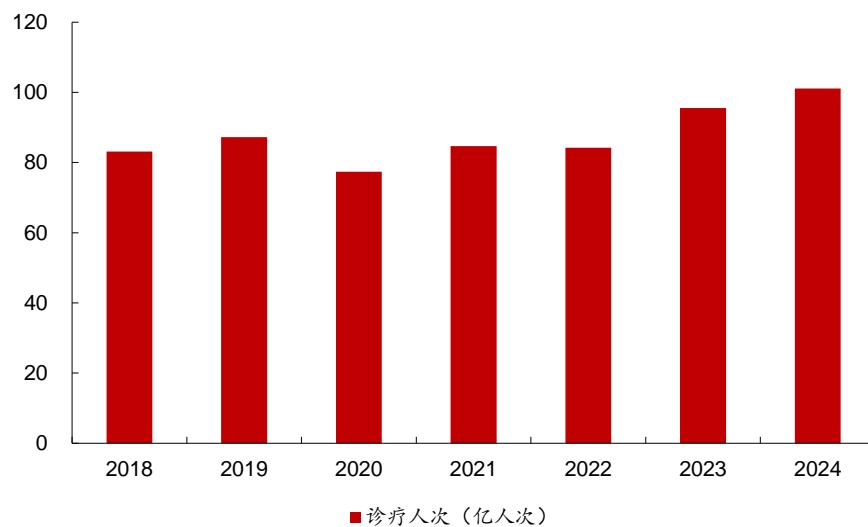
图：非医药主动基金增/减市值前10大医药个股

项目		名称	期间涨跌幅(%)	持仓市值(亿)		
				2025Q1	2024Q4	变动
非医药主题基金 增持市值前十大大医 药个股	603259.SH	药明康德	20.00	60	41	19
	688235.SH	百济神州-U	48.87	28	16	12
	688266.SH	泽璟制药-U	57.00	23	12	11
	1801.HK	信达生物	29.09	25	15	10
	002422.SZ	科伦药业	6.30	21	12	9
	002044.SZ	美年健康	20.51	13	5	8
	1530.HK	三生制药	96.39	8	0	8
	6990.HK	科伦博泰生物-B	72.27	12	5	7
	002773.SZ	康弘药业	24.44	12	5	7
	6160.HK	百济神州	52.20	7	2	6
项目		名称	期间涨跌幅(%)	持仓市值(亿)		
				2025Q1	2024Q4	变动
非医药主题基金 减持市值前十大大医 药个股	300760.SZ	迈瑞医疗	-9.58	66	90	-23
	600079.SH	人福医药	-14.02	30	40	-10
	300832.SZ	新产业	-19.04	9	15	-5
	002262.SZ	恩华药业	-10.18	4	9	-5
	600285.SH	羚锐制药	-4.87	6	11	-5
	300705.SZ	九典制药	-11.27	0	5	-5
	002252.SZ	上海莱士	-4.99	3	7	-5
	000999.SZ	华润三九	-6.65	0	5	-5
	300298.SZ	三诺生物	-6.34	13	18	-4
	688271.SH	联影医疗	-3.37	2	6	-4

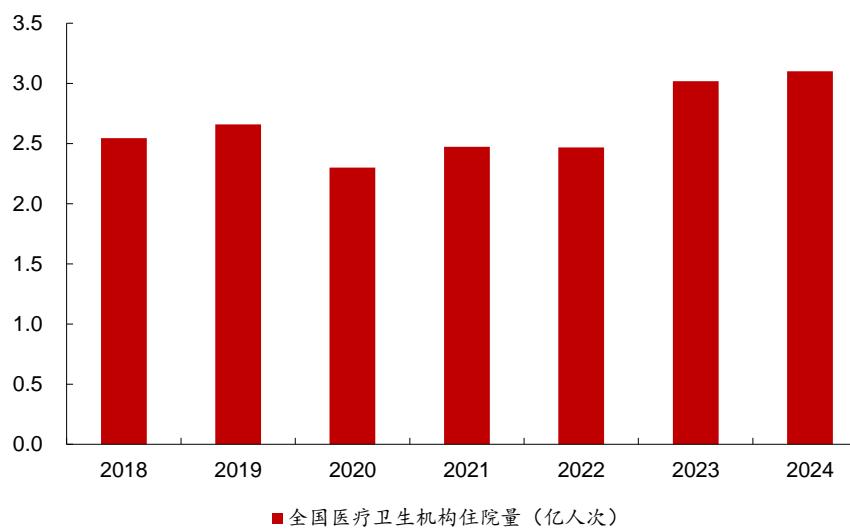
诊疗人次：2024年医疗活动明显增加

- 诊疗人次及入院人次2024年显著提升：
- 根据中国统计信息中心数据，2024年1-8月，全国医疗卫生机构总诊疗人次50.1亿人次（不包含诊所、医务室、村卫生室数据），同比增长10.7%。全国医疗卫生机构出院人次21170.3万，同比增长6.5%。
- 根据《2024年国民经济和社会发展统计公报》，全国2024年总诊疗人次101.1亿人次，同比增长约6%，出院人次3.1亿人次，同比增长约2.7%。

图：2018-2024年全国医疗机构诊疗人次



图：2018-2024年全国医疗机构住院人次

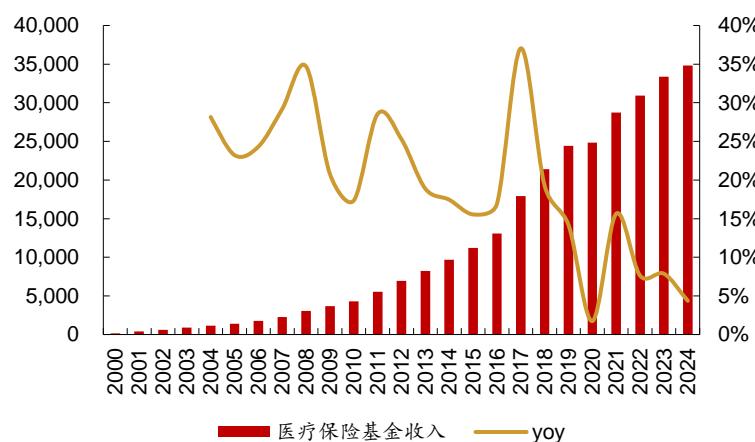


数据来源：卫健委，国家统计局，华源证券研究所，注：2024年住院量为出院人数数据

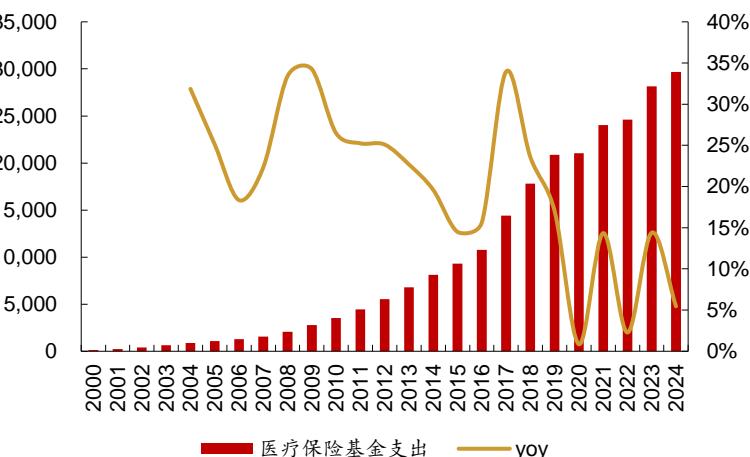
医保收支：2024年支出增速超过收入增速，但结余稳步增长

- 2024年医保支出增速超过收入增速，但总量稳步增长：2024年，基本医疗保险基金（含生育保险）总收入、总支出分别为34809.95亿元、29675.92亿元，增速分别为4.4%和5.5%。
- 随着2024年医疗活动明显复苏，医保支出增速大于收入增速，但从绝对额看医保收入依然高出支出较多，全国医保统筹基金2024年当期结余0.47万亿元，其中职工医保结余4164亿元，居民519亿元；统筹基金累计结存3.87万亿元，其中职工医保3.05万亿元，居民医保0.82万亿元。

图：2000-2024年医保收入情况（亿元）

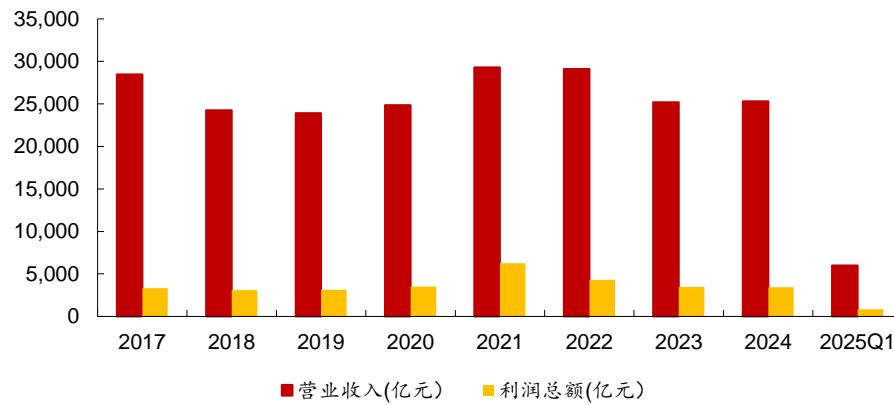


图：2000-2024年医保支出情况（亿元）

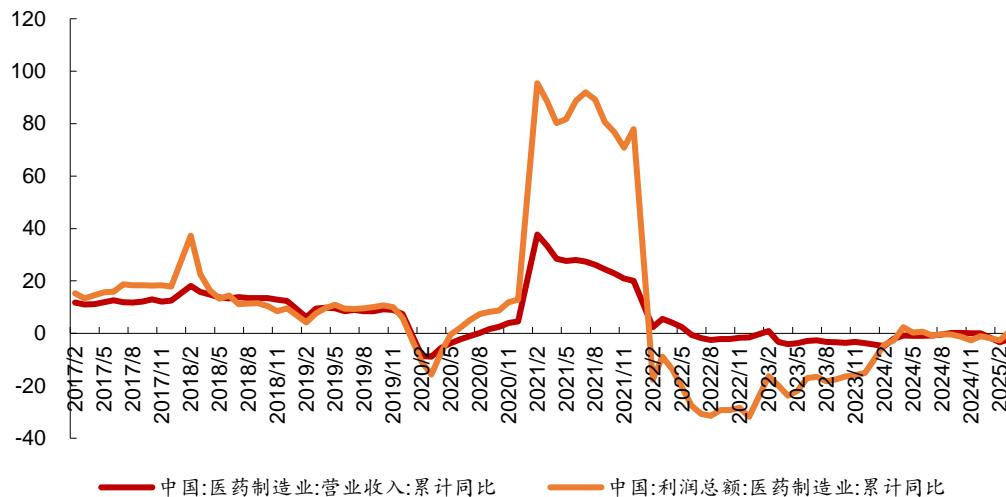


- 医药制造业累计收入及利润：2024年，中国医药制造业累计收入达2.53万亿，同比基本持平；医药制造业累计利润总额为3421亿元，同比下降1.1%，我们判断主要是2024年行业整顿的延续产生了一定影响。
- 2025年一季度，中国医药制造业累计收入达5989亿，同比下滑2.2%；医药制造业累计利润总额为845亿元，同比增长0.7%，利润端开始企稳回升。

图：2017-2025Q1医药制造业累计收入及利润



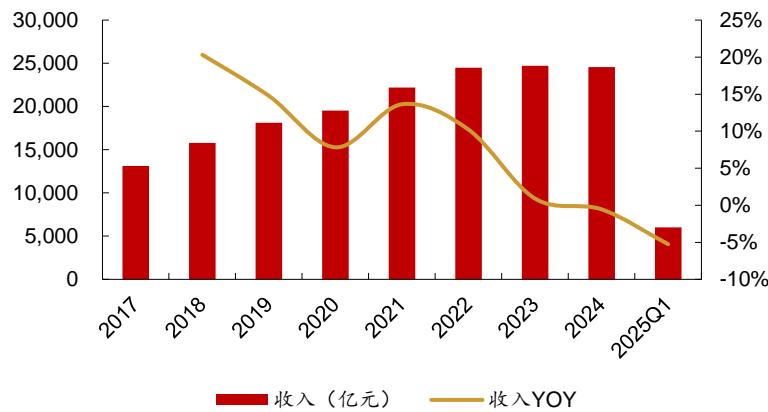
图：2017-2025.3医药制造业收入及利润累计同比(%)



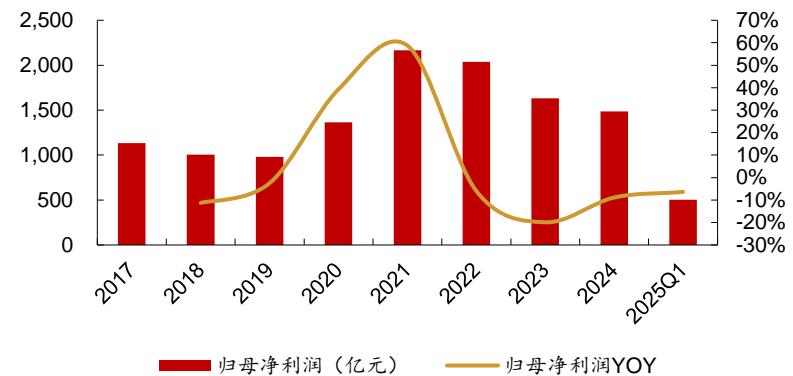
■ 医药：行业持续承压，25Q1利润下滑幅度较2024年收窄

- 2024年，453家医药公司实现营收2.46万亿元，同比下滑0.55%；共实现归母净利润1486.5亿元，同比下降8.8%，创新药整体趋势表现亮眼，CXO和科研服务产业链25Q1收入和利润触底回升，化药板块仍受集采影响较同期收入和利润增速放缓，医疗器械中医疗耗材增长较为稳健，原料药景气度较高，生物制品、医疗服务下滑趋势显著，药店表现亦有下行趋势。
- 2025Q1，实现营收6017亿元，同比下降5.3%；实现归母净利润505亿元，同比下降6.4%。

图：2017-2025Q1医药公司收入及增速情况



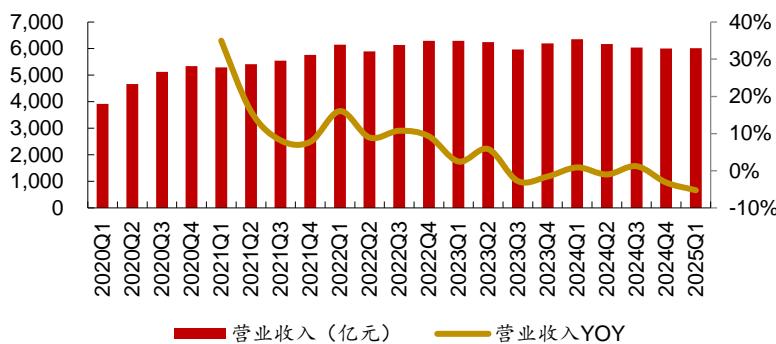
图：2017-2025Q1医药公司归母净利润及增速情况



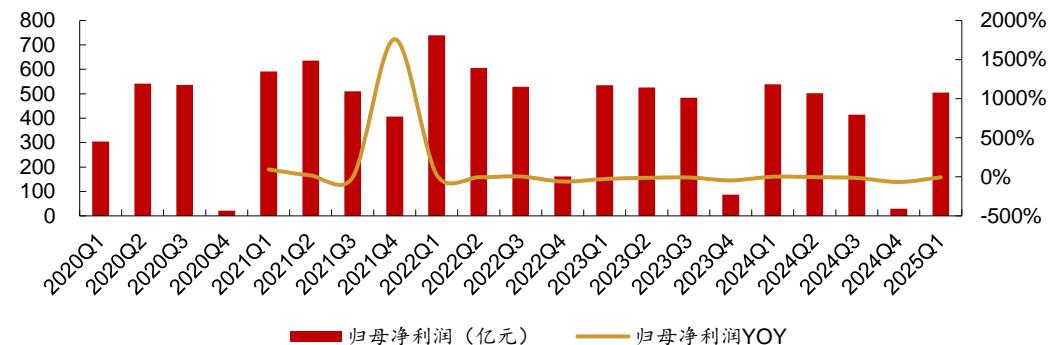
资料来源：wind，华源证券研究所

■ 医药：行业持续承压，25Q1利润下滑幅度较2024年收窄

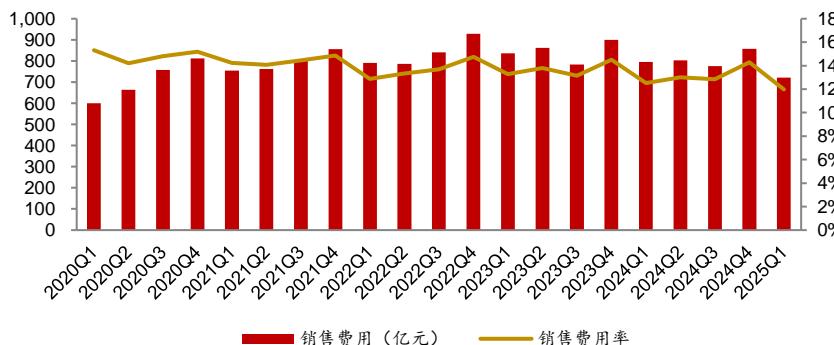
图：2020Q1-2025Q1医药公司收入及同比增速情况（分季度）



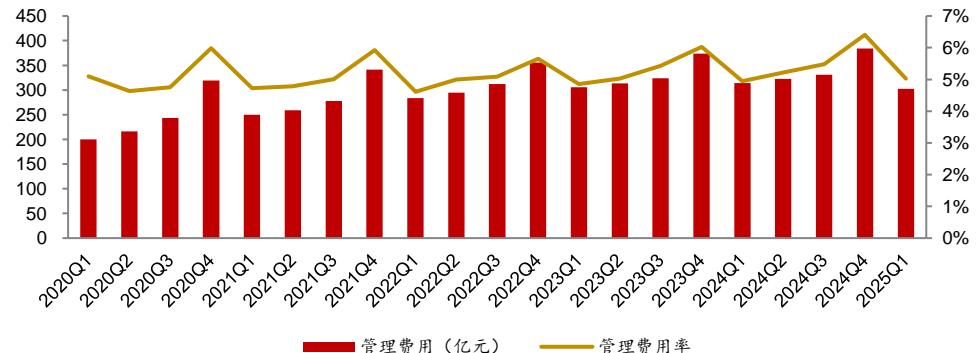
图：2020Q1-2025Q1医药公司归母净利润及同比增速情况（分季度）



图：2020Q1-2025Q1医药公司销售费用及费用率情况（分季度）



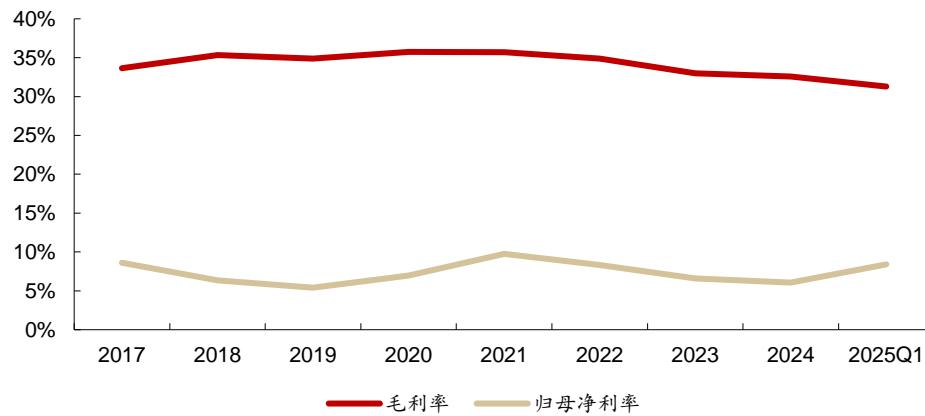
图：2020Q1-2025Q1医药公司管理费用及费用率情况（分季度）



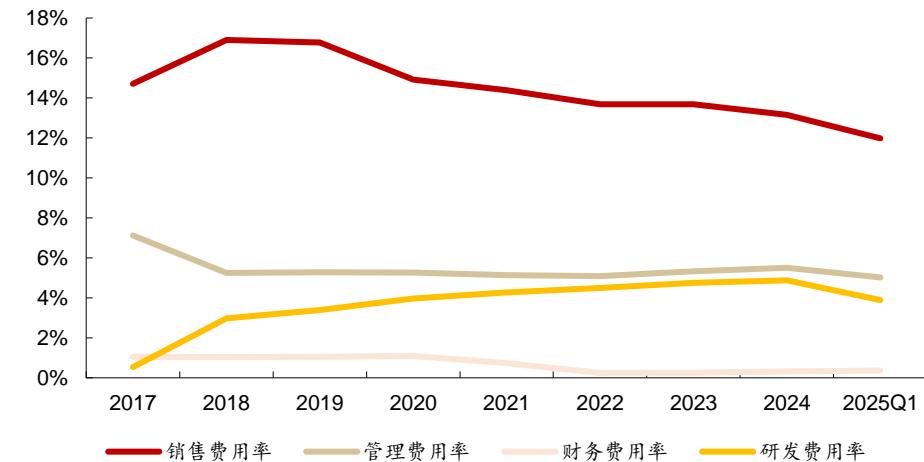
■ 医药：25Q1盈利能力有所下降

- 盈利能力方面，2024年整体毛利率为32.57%，2025Q1毛利率为31.29%，较2024Q1下降1.47pct；2024年整体净利率为6.05%，2025Q1净利率为8.39%，较2024Q1下降0.1pct。
- 费用率方面，2025Q1销售费用率为11.98%，较2024年同期下降0.53pct；管理费用率为5.02%，较2024年同期基本持平；研发费用率为3.89%，较2024年同期下降0.31pct。

图：2017-2025Q1医药公司盈利水平情况



图：2017-2025Q1医药公司费用率情况



■ 医药：板块内部景气度分化，建议关注创新药+CXO+原料药等细分领域

- 2024年及2025Q1，医药细分领域增速表现分化较大，创新药整体趋势表现亮眼，CXO和科研服务产业链25Q1收入和利润触底回升，化药板块仍受集采影响较同期收入和利润增速放缓，医疗器械中医疗耗材增长较为稳健，原料药景气度较高，生物制品、医疗服务下滑趋势显著，药店表现亦有下行趋势。
- 我们认为，过去三年医药内部子领域均有一定表现，但景气度阶段有较大不同，建议关注创新药、CXO、原料药等细分领域。

表：医药板块和细分领域收入和归母净利润同比增速情况

	收入增速			归母净利润增速		
	2023	2024	2025Q1	2023	2024	2025Q1
创新药	58.3%	68.4%	-	-	-	-
化药	0.6%	0.7%	-4.5%	-7.9%	13.3%	-0.03%
医疗器械	-28.31%	1.32%	-4.89%	-54.40%	-13.22%	-10.90%
医疗设备	10.42%	-1.09%	-4.94%	-0.53%	-16.83%	-13.51%
体外诊断	-66.26%	-5.01%	-15.09%	-84.21%	-36.61%	-22.96%
医疗耗材	-5.65%	9.21%	1.53%	-18.23%	18.34%	2.33%
医药商业	7.9%	0.8%	-0.9%	-0.8%	-13.0%	-3.7%
药店	10.8%	4.9%	-0.2%	-3.7%	-31.0%	-4.6%
CXO&科研上游	-3.98%	-3.92%	11.5%	-23.2%	-25.6%	70.5%
原料药	-2.64%	7.93%	0.34%	-30.78%	38.33%	39.76%
生物制品	10.61%	-23.41%	-29.03%	-6.40%	-39.09%	-38.37%
血制品	15.76%	-1.37%	2.91%	9.35%	14.47%	-15.72%
疫苗	13.41%	-45.33%	-66.64%	-18.83%	-71.96%	-113.73%
中药	6.28%	-4.10%	-7.26%	41.48%	-18.75%	-4.05%
医疗服务	-4.83%	-2.04%	-1.50%	-0.90%	-39.49%	13.38%

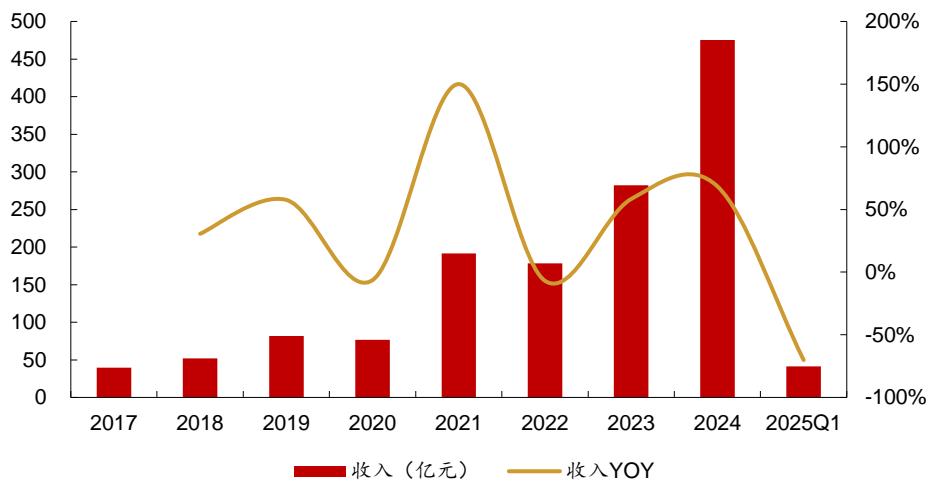
主要内容

1. 医药行业：行业持续分化，创新药+原料药+CXO表现较好
2. 创新药：商业化新周期，创新品种快速放量，盈利信号积极
3. 化药：化药板块内部分化显著，仿转创业绩呈向上趋势
4. 医疗器械：耗材业务回暖显著，重点关注政策赋能、前沿技术落地
5. 生物制品：血制品短期或向下见底，中长期持续看好
6. 中药：短期营收利润承压，业绩拐点可期
7. 原料药：高景气细分表现好，纵向延伸制剂一体化显著贡献增量
8. 医药商业：25Q1业绩环比降幅收窄，期待全年利润改善
9. 医疗服务：业绩边际改善，行业持续回暖
10. CXO&科研服务产业链： CXO边际改善，科研上游持续低迷
11. 风险提示

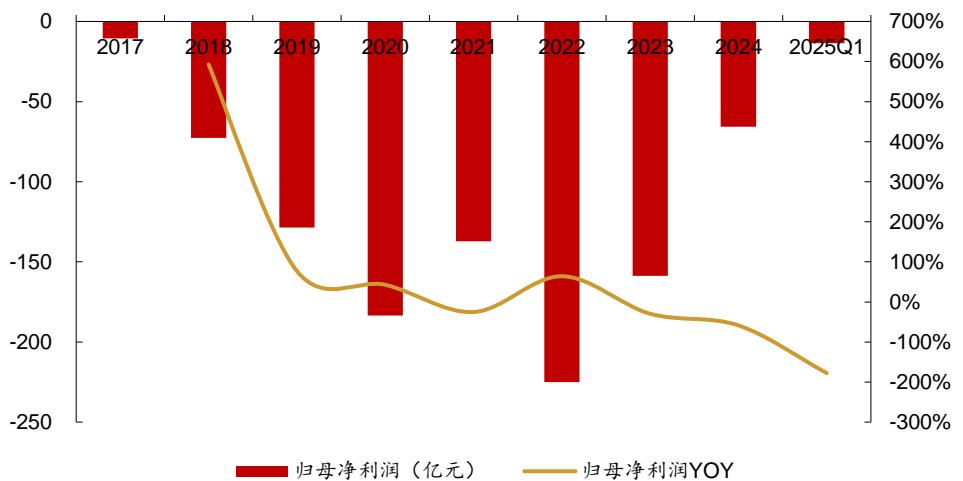
■ 创新药：2024全年收入强势增长，费用渐趋平缓，整体行业大幅减亏

- 收入端：2024全年创新药公司共实现营收475.3亿元，同比增长68.4%，增长势头强劲。主要原因：1) 核心品种持续放量，如百济神州、荣昌生物、艾力斯等；2) 新上市品种提供增量，如迪哲医药、智翔金泰等；3) 出海授权增厚业绩，如百利天恒。2025年一季度创新药公司共实现营收41.44亿元（未包括百济神州和诺诚健华），若排除百利天恒24Q1首付款影响，整体行业收入预计继续保持高速增长。
- 利润端：2024全年创新药公司总归母净利润-65.7亿元，同比实现大幅减亏（2023年总归母净利润-158.7亿元）的主要原因：一是创新药收入显著加速增长，费用相对平缓渐增，利润端表现更好，如泽璟制药等。二是得益于百利天恒收到BMS的8亿美元首付款，利润大幅增长。

图：2017-2025Q1创新药公司收入及增速情况



图：2017-2025Q1创新药公司归母净利润及增速情况



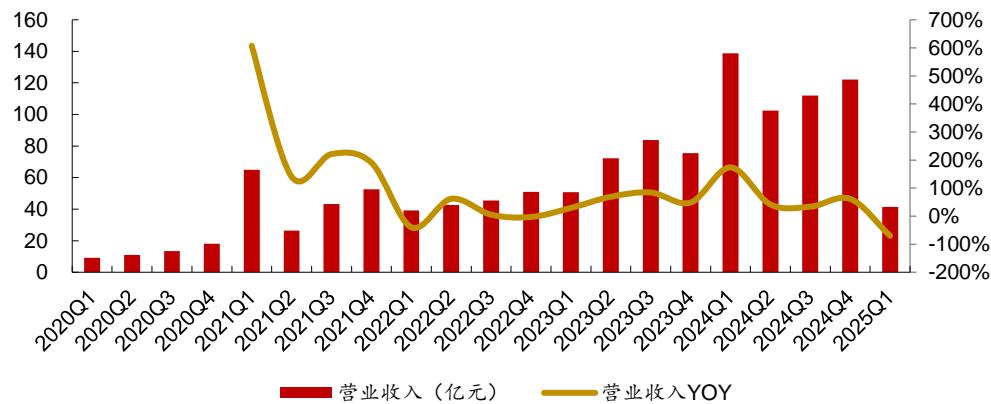
数据来源：Wind，华源证券研究所。

注：由于百济神州和诺诚健华暂未披露2025一季度业绩，因此未包含在内。

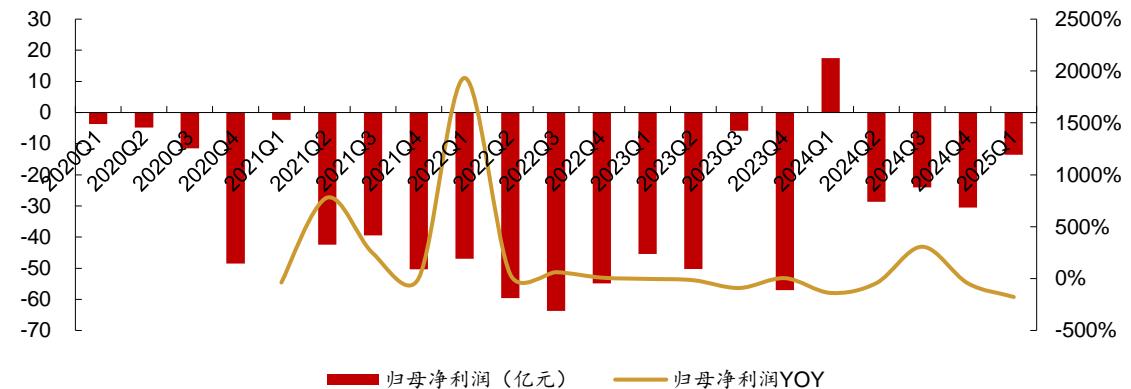
■ 创新药：2024全年收入强势增长，费用渐趋平缓，整体行业大幅减亏

■ 研发/销售费用端：2024全年创新药公司共计销售费用157.43亿元，同比增长26%，主要由于核心品种处于商业化进院放量阶段，销售费用持续增加。共计研发费用245.68亿元，同比增长5%，由于大多数创新药公司已度过研发高速增长期，因此研发费用逐渐趋于平稳。

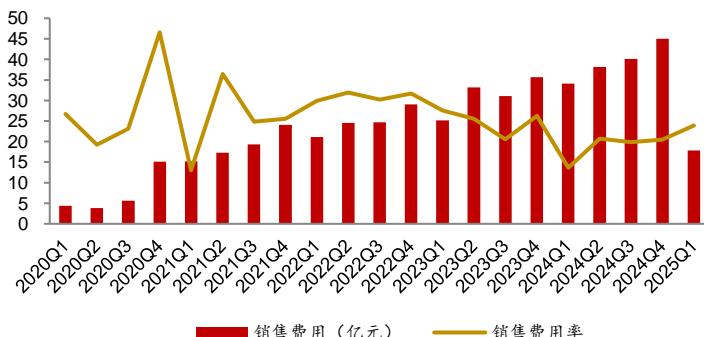
图：2020Q1–2025Q1创新药公司收入及增速情况（分季度）



图：2020Q1–2025Q1创新药公司归母净利润及增速情况（分季度）



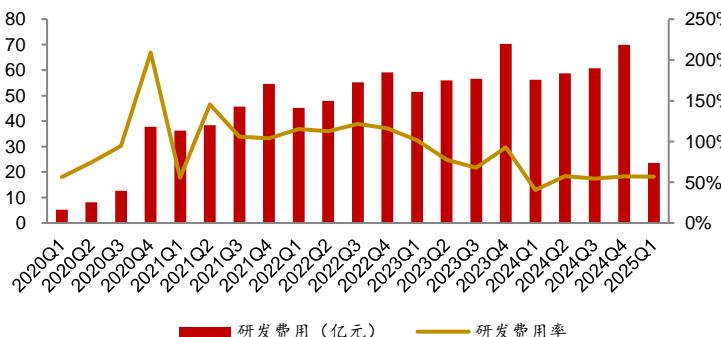
图：2020Q1–2025Q1创新药公司销售费用及费用率情况（分季度）



图：2020Q1–2025Q1创新药公司管理费用及费用率情况（分季度）



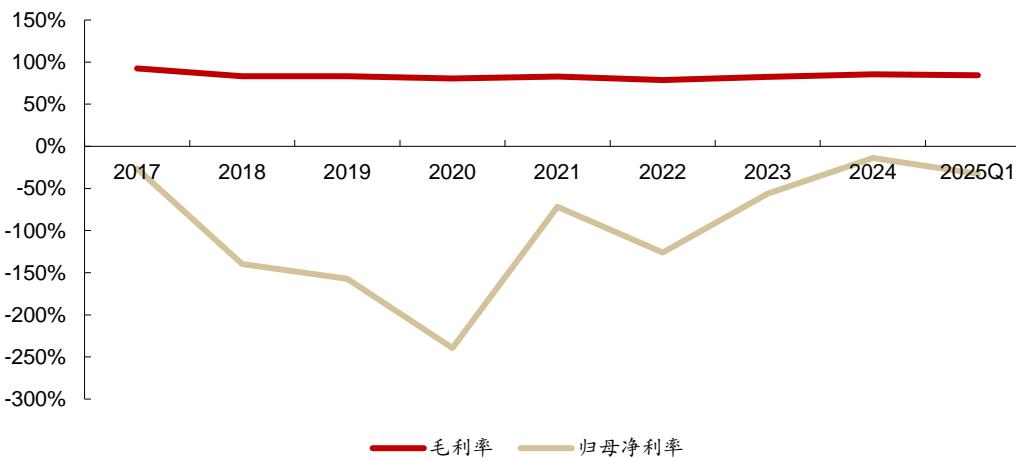
图：2020Q1–2025Q1创新药公司研发费用及费用率情况（分季度）



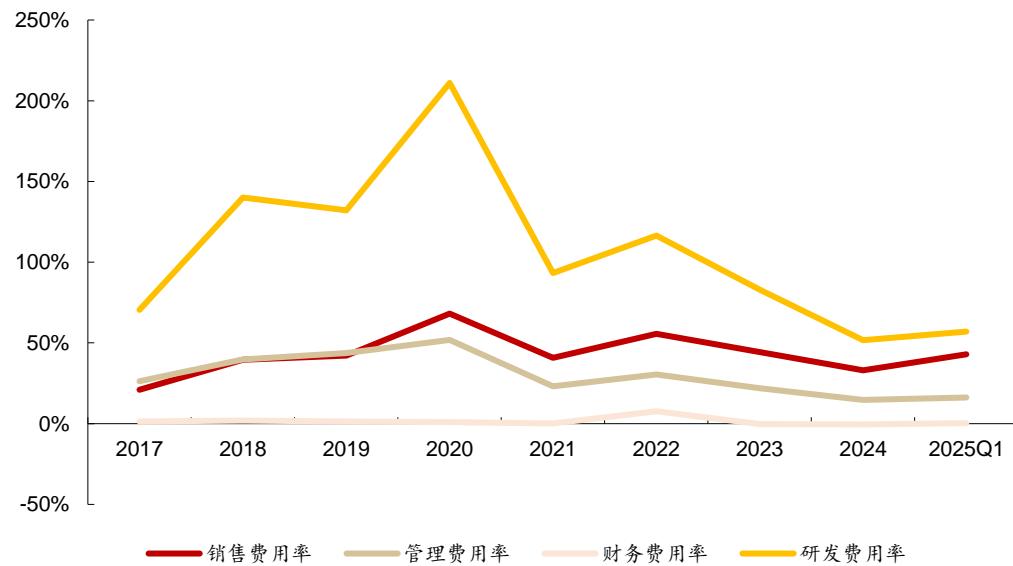
■ 创新药：2024全年收入强势增长，费用渐趋平缓，整体行业大幅减亏

- 盈利能力方面，随着价格体系维护较好、成本控制效率提升、自建工厂生产逐渐成熟，叠加海外收入占比提升，近年毛利率不断提高。毛利率从2020年的80.40%提升至2024年的85.69%。
- 费用率方面，头部创新企业的核心品种收入显著加速增长，同时费用相对平缓增长，因此费用率情况逐渐下降，其中研发费用率从2020年的211.03%降至2024年的51.69%，销售费用率从2020年的68.16%降至2024年的33.12%。

图：2017-2025Q1创新药公司毛利率和净利率



图：2017-2025Q1创新药公司费用率情况



■ 创新药：2024全年收入强势增长，费用渐趋平缓，整体行业大幅减亏

我们认为，目前绝大多数创新药企已走过研发周期，核心品种正处在高速放量阶段，叠加强监管环境下，真正具备临床价值的产品有望快速放量，并且有持续创新能力的药企有望中长期受益、脱颖而出。

表：2023、2024、2025Q1创新药公司收入和归母净利润同比增速情况

代码	公司名称	收入增速			归母净利润增速		
		2023	2024	2025Q1	2023	2024	2025Q1
688488.SH	艾迪药业	68.4%	1.6%	113.0%	38.7%	-85.6%	214.5%
688235.SH	百济神州-U	82.1%	56.2%	0.0%	50.8%	25.9%	0.0%
688180.SH	君实生物-U	3.4%	29.7%	31.5%	4.4%	43.9%	17.0%
688331.SH	荣昌生物	40.3%	58.5%	59.2%	-51.3%	2.8%	27.2%
688336.SH	三生国健	22.8%	17.7%	16.6%	497.6%	139.2%	13.0%
688443.SH	智翔金泰-U	154.9%	2384.1%	318303.8%	-39.0%	0.5%	26.3%
688578.SH	艾力斯	155.1%	76.3%	47.9%	393.5%	122.0%	34.1%
688506.SH	百利天恒-U	-20.1%	936.3%	-98.8%	-176.4%	575.0%	-110.6%
300558.SZ	贝达药业	3.3%	17.7%	24.7%	139.3%	15.7%	2.0%
688192.SH	迪哲医药-U	0.0%	294.2%	96.3%	-50.5%	23.6%	14.1%
688302.SH	海创药业-U	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	32.2%	32.0%
688062.SH	迈威生物-U	361.0%	56.3%	-33.7%	-10.3%	0.9%	-41.9%
688373.SH	盟科药业-U	88.3%	43.5%	0.6%	-91.2%	-4.7%	39.7%
688428.SH	诺诚健华-U	18.1%	36.7%	0.0%	28.8%	30.2%	0.0%
688221.SH	前沿生物-U	34.8%	13.3%	14.9%	7.8%	38.8%	20.8%
688197.SH	首药控股-U	186.2%	-24.6%	0.0%	-6.8%	-14.2%	4.8%
688176.SH	亚虹医药-U	52604.3%	1365.6%	151.2%	-62.4%	4.1%	-0.8%
688382.SH	益方生物-U	0.0%	-9.0%	-4.8%	41.3%	15.4%	30.9%
688266.SH	泽璟制药-U	27.8%	37.9%	54.9%	39.1%	50.5%	28.4%

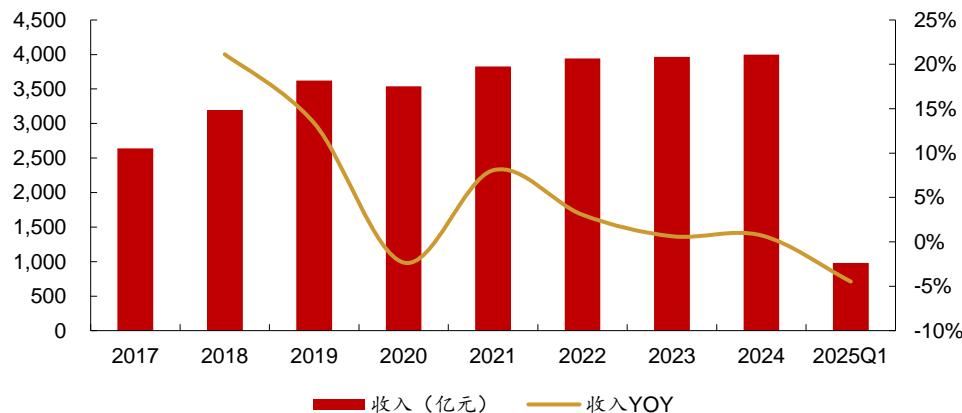
主要内容

1. 医药行业：行业持续分化，创新药+原料药+CXO表现较好
2. 创新药：商业化新周期，创新品种快速放量，盈利信号积极
3. 化药：化药板块内部分化显著，仿转创业绩呈向上趋势
4. 医疗器械：耗材业务回暖显著，重点关注政策赋能、前沿技术落地
5. 生物制品：血制品短期或向下见底，中长期持续看好
6. 中药：短期营收利润承压，业绩拐点可期
7. 原料药：高景气细分表现好，纵向延伸制剂一体化显著贡献增量
8. 医药商业：25Q1业绩环比降幅收窄，期待全年利润改善
9. 医疗服务：业绩边际改善，行业持续回暖
10. CXO&科研服务产业链： CXO边际改善，科研上游持续低迷
11. 风险提示

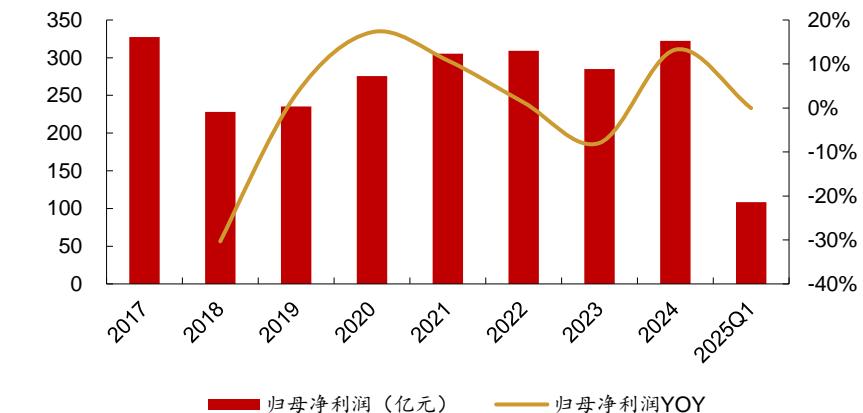
■ 化药：板块内部分化显著，传统仿转创提供向上增量，行业企稳

- 2024年化药公司共实现营收3996.4亿元，同比增长0.73%；2024年共实现归母净利润322.5亿元，同比增长13.25%。其中，恒瑞医药对整体业绩贡献较大。
- 单季度看，2025Q1实现收入981.18亿元，同比下滑4.47%；归母净利润为108.50亿元，同比持平。

图：2017-2025Q1化药公司收入及增速情况



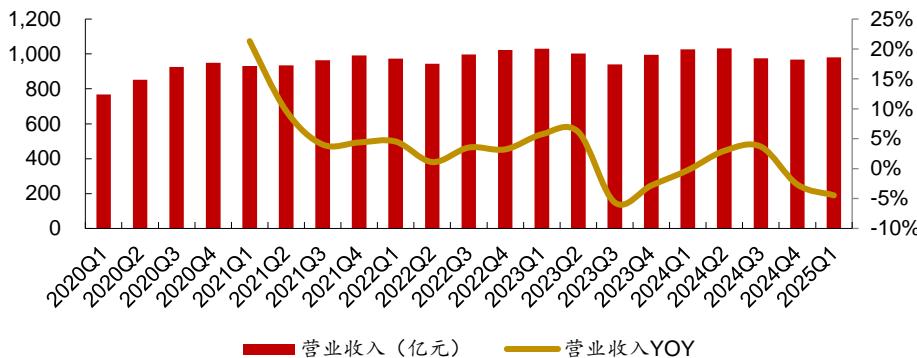
图：2017-2025Q1化药公司归母净利润及增速情况



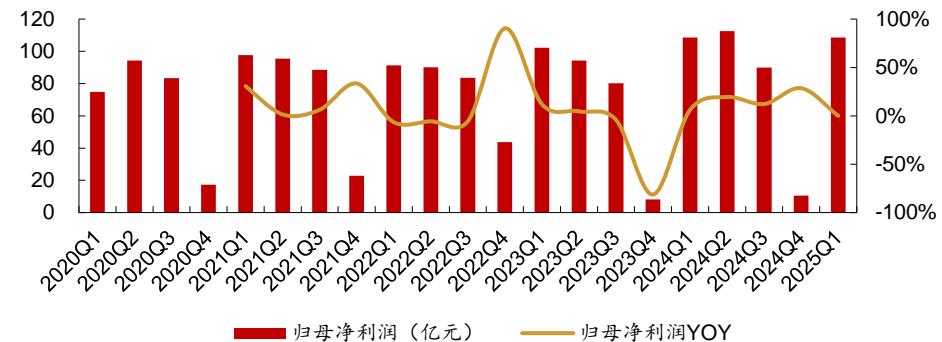
数据来源：Wind，华源证券研究所

■ 化药：板块内部分化显著，传统仿转创提供向上增量，整体行业仍受集采影响

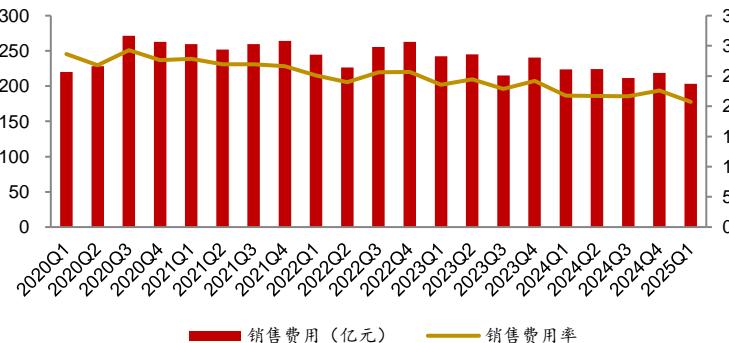
图：2020Q1–2025Q1化药公司收入及增速情况（分季度）



图：2020Q1–2025Q1化药公司归母净利润及增速情况（分季度）



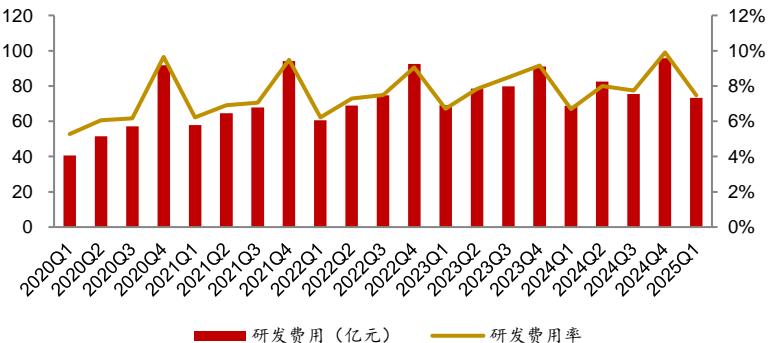
图：2020Q1–2025Q1化药公司销售费用及费用率情况（分季度）



图：2020Q1–2025Q1化药公司管理费用及费用率情况（分季度）



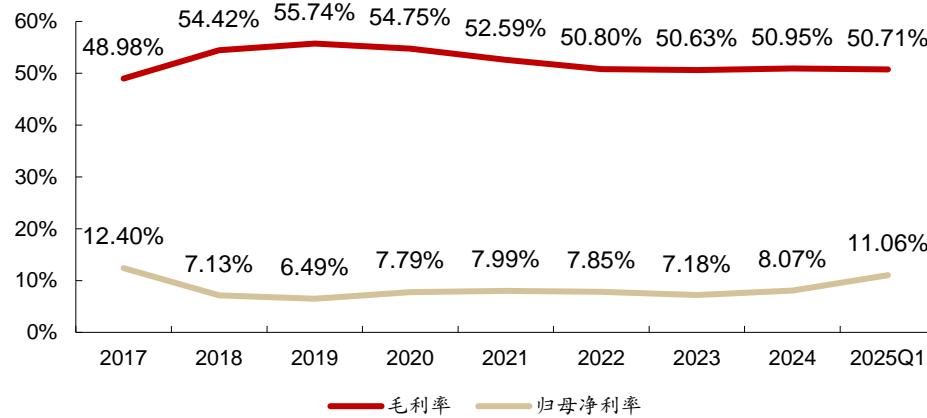
图：2020Q1–2025Q1化药公司研发费用及费用率情况（分季度）



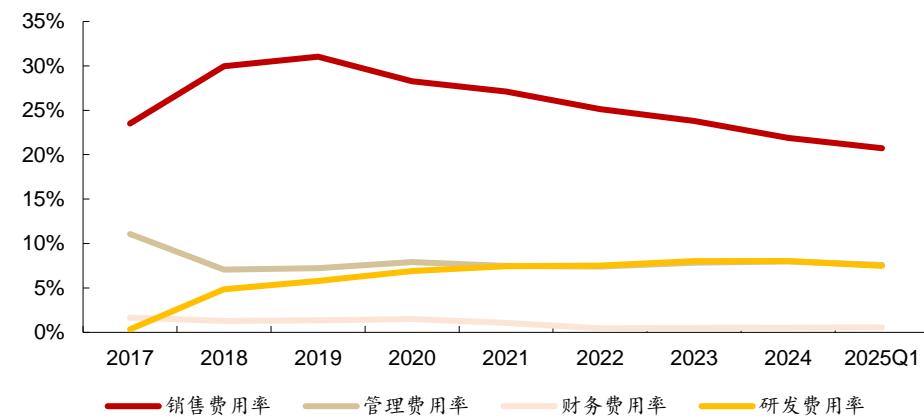
■ 化药：板块内部分化显著，传统仿转创提供向上增量，整体行业仍受集采影响

- 盈利能力方面，2024年整体毛利率为50.95%，较去年同期50.63%略有增加；归母净利率为8.07%，较去年同期提升0.89pct。
- 费用率方面，受药品集采、医疗改革、支持创新等政策影响，化药板块销售费用率持续下降，2024年销售费用率为21.89%，较23同期减少1.89pct；管理费用率为7.97%，较23年同期提升0.11pct。研发支出方面，近几年行业研发支出率趋于平缓，2024年研发费用率为8.03%，较23年基本持平。

图：2017-2025Q1化药公司毛利率和归母净利率



图：2017-2025Q1化药公司费用率情况



■ 化药：板块内部分化显著，传统仿转创提供向上增量，整体行业仍受集采影响

- 从细分领域看，仿转创逻辑的创新药企表现较好，恒瑞医药创新转型显著，得益于首付款确认，24年收入同比增长22.6%。海思科、信立泰均有不错表现。
- 我们认为，化药板块内部分化显著，在集采影响、医药销售合规监管趋严的大环境下，化药板块或进一步加速分化，真正具备临床价值的优质性价比产品有望在合规的销售模式下胜出，有持续创新能力的药企有望中长期受益、脱颖而出。

表：2023、2024、2025Q1化药公司收入和归母净利润同比增速情况

代码	公司名称	收入增速			归母净利润增速		
		2023	2024	2025Q1	2023	2024	2025Q1
600276.SH	恒瑞医药	7.3%	22.6%	20.1%	10.1%	47.3%	36.9%
002422.SZ	科伦药业	12.7%	1.7%	-29.4%	44.0%	19.5%	-43.1%
002653.SZ	海思科	11.3%	10.9%	18.6%	6.5%	34.0%	-49.3%
002294.SZ	信立泰	-3.4%	19.2%	-2.6%	-9.0%	3.7%	0.0%
002262.SZ	恩华药业	17.3%	13.0%	11.3%	15.1%	10.3%	13.4%
600079.SH	人福医药	9.8%	3.7%	-3.6%	-14.1%	-37.7%	11.1%
600062.SH	华润双鹤	6.2%	-0.9%	-2.1%	13.0%	-2.6%	-1.3%
688566.SH	吉贝尔	31.5%	4.1%	3.9%	41.7%	0.1%	-5.7%
600380.SH	健康元	-2.9%	-6.2%	-5.8%	-4.0%	-3.9%	-0.9%
002020.SZ	京新药业	5.8%	4.0%	-9.9%	-6.5%	15.0%	-4.6%
300705.SZ	九典制药	15.7%	8.8%	17.8%	36.5%	39.1%	0.1%
002773.SZ	康弘药业	16.8%	12.5%	9.7%	16.5%	14.0%	7.1%
000513.SZ	丽珠集团	-1.6%	-5.0%	-1.9%	2.3%	5.5%	4.8%
002793.SZ	罗欣药业	-34.1%	12.0%	-29.9%	46.0%	-46.0%	115.4%
603676.SH	卫信康	-5.4%	-1.7%	-6.9%	20.9%	15.0%	-10.9%

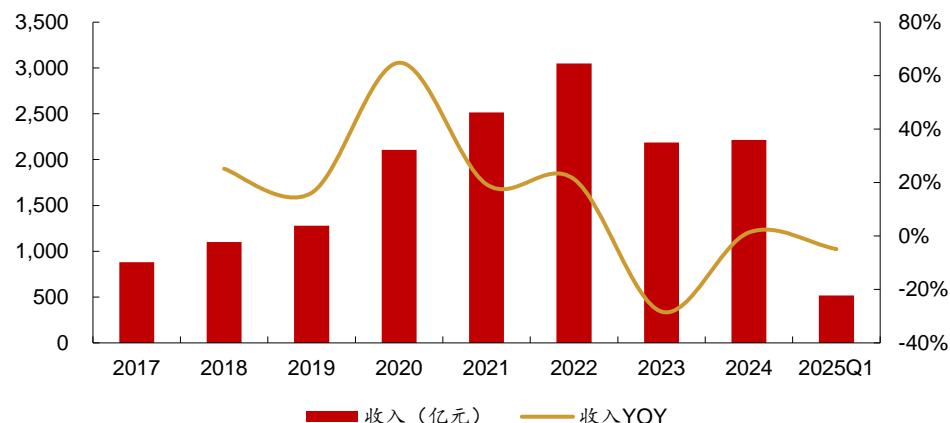
主要内容

1. 医药行业：行业持续分化，创新药+原料药+CXO表现较好
2. 创新药：商业化新周期，创新品种快速放量，盈利信号积极
3. 化药：化药板块内部分化显著，仿转创业绩呈向上趋势
4. 医疗器械：耗材业务回暖显著，重点关注政策赋能、前沿技术落地
5. 生物制品：血制品短期或向下见底，中长期持续看好
6. 中药：短期营收利润承压，业绩拐点可期
7. 原料药：高景气细分表现好，纵向延伸制剂一体化显著贡献增量
8. 医药商业：25Q1业绩环比降幅收窄，期待全年利润改善
9. 医疗服务：业绩边际改善，行业持续回暖
10. CXO&科研服务产业链： CXO边际改善，科研上游持续低迷
11. 风险提示

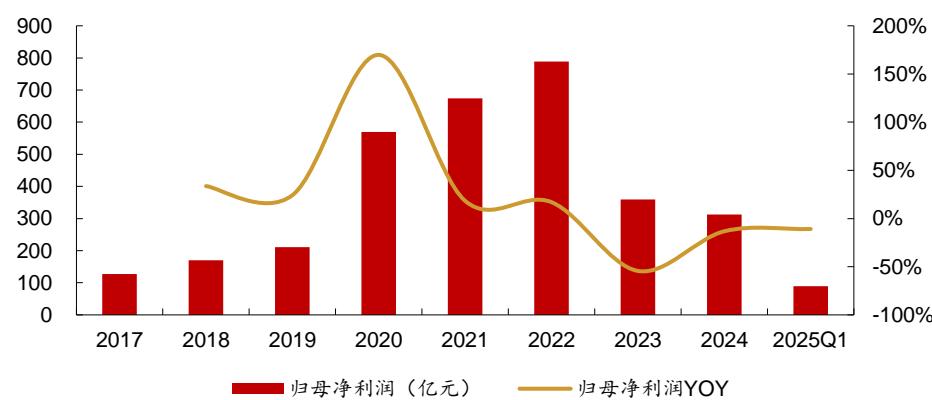
■ 医疗器械：24&25Q1利润两位数下滑，持续关注设备更新进展、前沿技术落地利好

- 2024年医疗器械公司共实现营收2215.1亿元，同比增长1.32%，2024年共实现归母净利润312.0亿元，同比下滑13.22%，医疗设备在器械中占比较大，受医疗行业整顿持续对设备入院、终端采购影响，设备细分赛道增速影响较大，另外DRGs拆分套餐、集采等因素对试剂、耗材快速增长造成干扰，利润影响程度更大。
- 单季度看，25Q1实现收入517.0亿元，同比下滑4.89%，归母净利润为89.0亿元，同比下滑10.90%，25Q1单季度承压，主要因一季度诊疗量无明显增长，受DRGs覆盖省份扩大影响，耗材、试剂业务使用量放缓，另外设备、耗材渠道库存压力较大。
- 我们认为：对于医疗器械的影响已充分反应，随着设备更新利好有序兑现，板块有望迎来拐点；另一方面，AI、脑机接口、机器人等前沿概念的落地，对于板块估值提升和长期价值的重估，具有重要意义。

图：2017-2025Q1医疗器械公司收入及增速情况



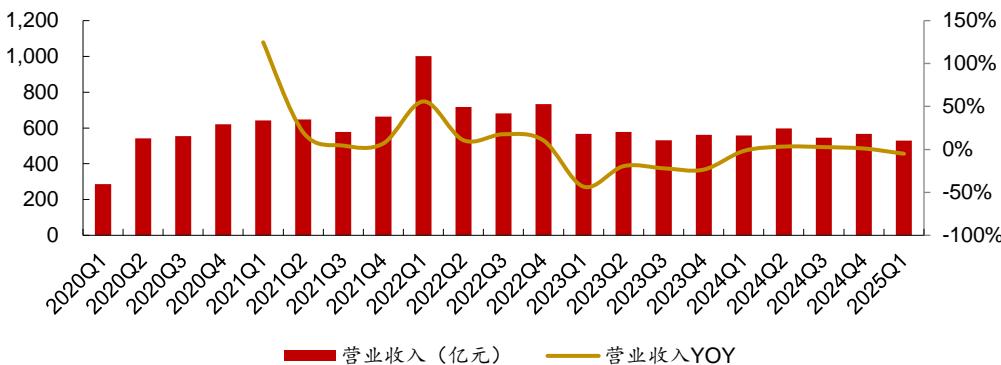
图：2017-2025Q1医疗器械公司归母净利润及增速情况



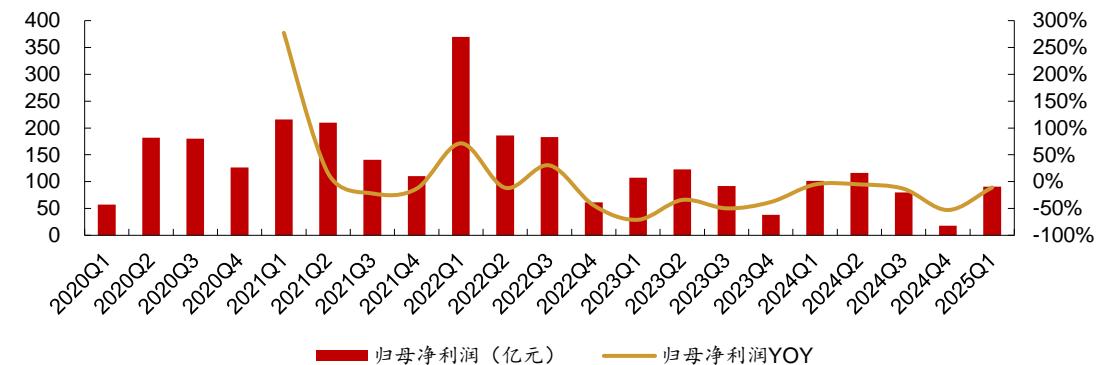
数据来源：Wind，华源证券研究所

■ 医疗器械：24&25Q1利润两位数下滑，持续关注设备更新进展、前沿技术落地利好

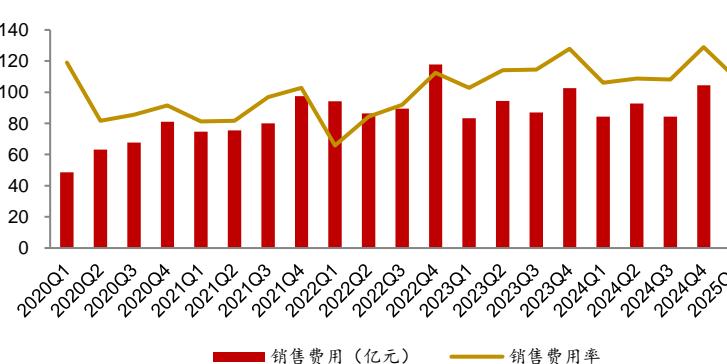
图：2020Q1–2025Q1医疗器械公司收入及增速情况（分季度）



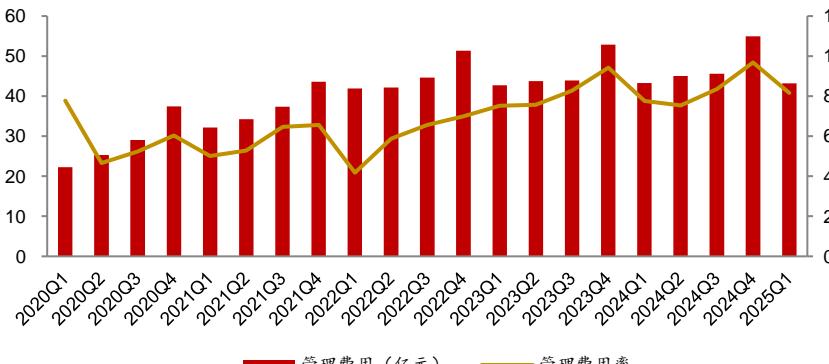
图：2020Q1–2025Q1医疗器械公司归母净利润及增速情况（分季度）



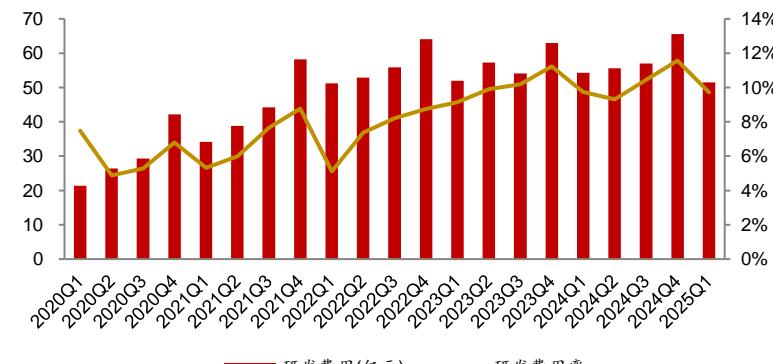
图：2020Q1–2025Q1医疗器械公司销售费用及费用率情况（分季度）



图：2020Q1–2025Q1医疗器械公司管理费用及费用率情况（分季度）



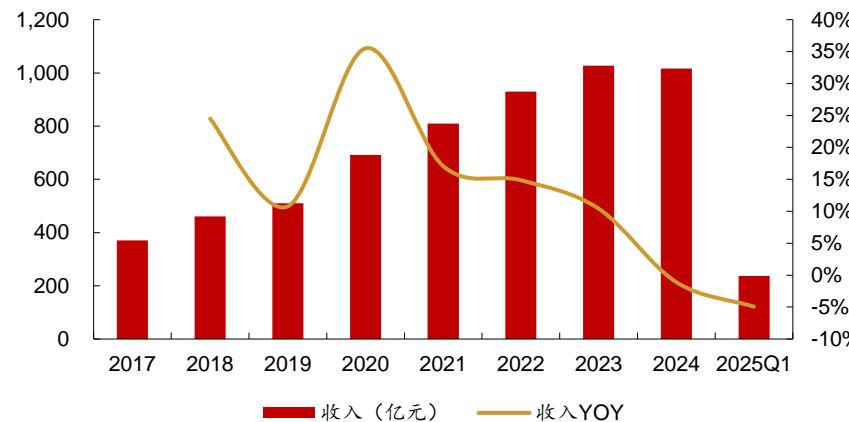
图：2020Q1–2025Q1医疗器械公司研发费用及费用率情况（分季度）



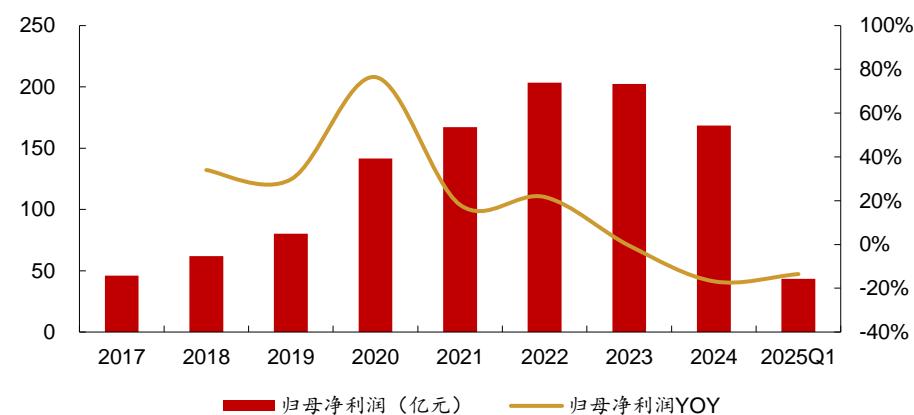
■ 医疗设备：24&25Q1业绩承压明显，25全年有望底部向上

- 2024年医疗设备公司共实现营收1016.0亿元，同比下滑1.09%，2024年共实现归母净利润168.4亿元，同比下滑16.83%，医疗行业整顿持续对设备推广造成影响，院内采购需求延迟，相关公司针对有限存量订单竞争加剧，导致利润下滑较收入更多。
- 单季度看，25Q1实现收入236.8亿元，同比下滑4.94%，归母净利润为43.4亿元，同比下滑13.51%，单季度持续承压，主要因行业渠道库存压力较大，厂家主动缓解渠道压力，随着设备更新政策逐步落地，各地采购复苏，25年医疗设备板块有望迎来拐点。

图：2017-2025Q1医疗设备公司收入及增速情况



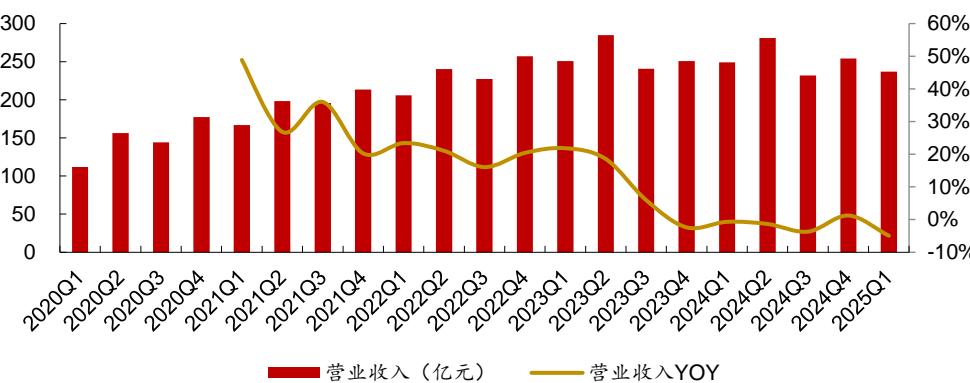
图：2017-2025Q1医疗设备公司归母净利润及增速情况



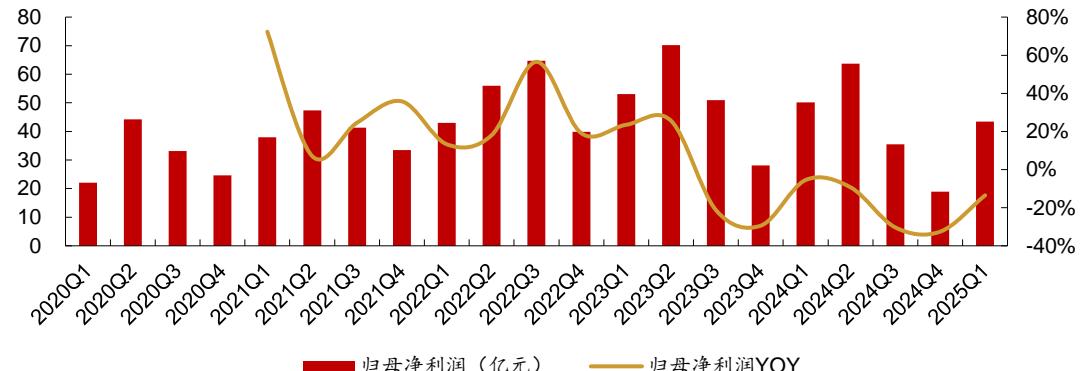
数据来源：Wind，华源证券研究所

■ 医疗设备：24&25Q1业绩承压明显，25全年有望底部向上

图：2020Q1–2025Q1医疗设备公司收入及增速情况（分季度）



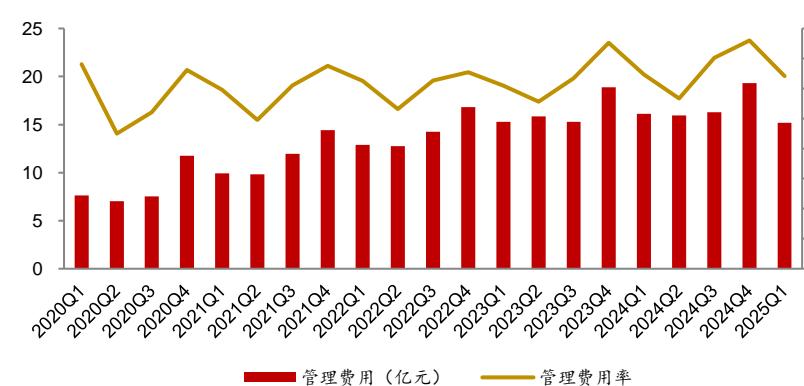
图：2020Q1–2025Q1医疗设备公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q1–2025Q1医疗设备公司销售费用及费用率情况（分季度）



图：2020Q1–2025Q1医疗设备公司管理费用及费用率情况（分季度）



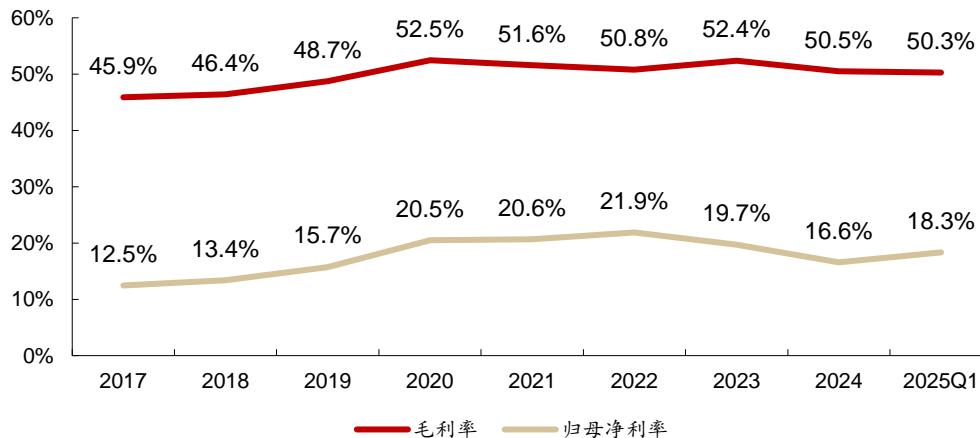
图：2020Q1–2025Q1医疗设备公司研发费用及费用率情况（分季度）



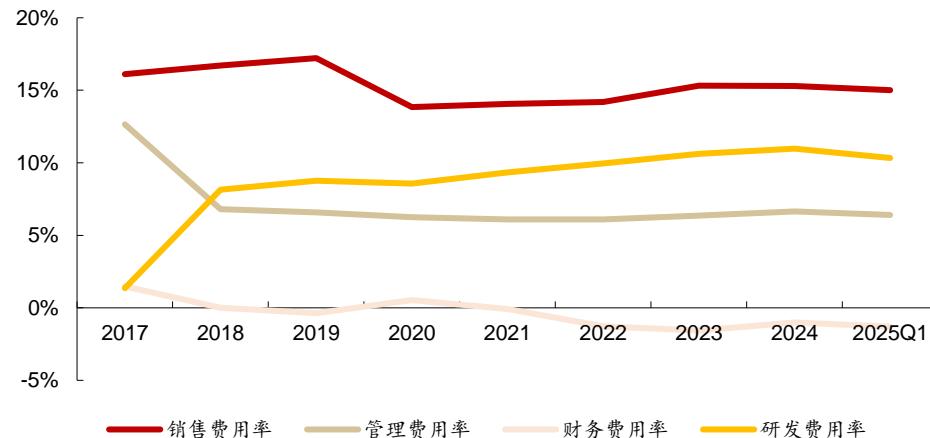
■ 医疗设备：24&25Q1业绩承压明显，25全年有望底部向上

- 盈利能力方面，2024年整体毛利率为50.5%，较2023年下滑1.91pct，主要原因包括竞争加剧、行业短期需求以基层建设产品为主等，2025Q1整体毛利率为50.3%，与24年基本持平，但较24Q1仍下滑2.09pct。2024年归母净利率为16.6%，较2023年19.7%下滑3.13pct，除毛利率影响外，期间管理费用率及研发费用率均有所上升，25Q1归母净利率为18.3%，较2024年有所回暖。
- 费用率方面，2024年医疗设备期间费用率为31.9%，较2023年提升1.20pct，其中管理费用率、财务费用率和研发费用率，分别上升0.30pct、0.55pct和0.37pct。

图：2017-2025Q1医疗设备公司毛利率和归母净利率



图：2017-2025Q1医疗设备公司费用率情况



■ 医疗设备：24&25Q1业绩承压明显，25全年有望底部向上

- 从个股来看，2023年基数较高公司，24年/25Q1轻装上阵后，整体收入、利润增速表现较好，如麦澜德、美好医疗、海泰新光等；另外消费端个股，因受医保、医疗反腐等影响相对较小，业绩整体平稳；院内严肃医疗，受制于院内采购需求放缓、渠道库存等，24年及25Q1承压明显。
- 我们认为，院内采购需求压制已超过一年时间，无论是设备更新主导的院内升级，还是满足常规的医疗保障建设，新一轮的医疗设备采购或在2025年逐步落地，有望带动相关公司业绩底部向上。

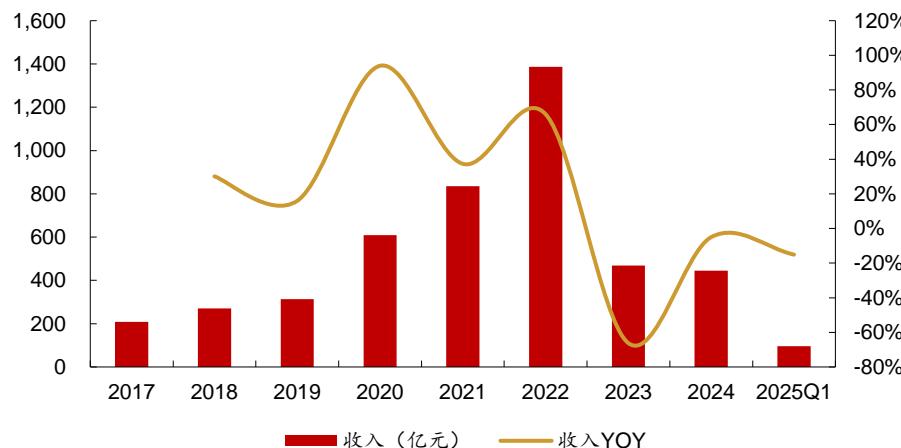
表：2023、2024、2025Q1医疗设备公司收入和归母净利润同比增速情况

代码	公司名称	收入增速			归母净利润增速		
		2023	2024	2025Q1	2023	2024	2025Q1
688273.SH	麦澜德	-9.6%	24.6%	13.4%	-26.2%	13.1%	9.8%
301363.SZ	美好医疗	-5.5%	19.2%	5.0%	-22.1%	16.1%	-10.6%
300049.SZ	福瑞股份	14.4%	16.9%	2.4%	3.8%	11.5%	-33.0%
688212.SH	澳华内镜	52.3%	10.5%	-26.9%	167.0%	-63.7%	-1143.4%
300298.SZ	三诺生物	2.7%	9.5%	2.8%	-36.3%	14.7%	-10.9%
300760.SZ	迈瑞医疗	15.0%	5.1%	-12.1%	20.6%	0.7%	-16.8%
688114.SH	华大智造	-31.2%	3.5%	-14.3%	-130.0%	1.1%	33.7%
300633.SZ	开立医疗	20.3%	-5.0%	-10.3%	22.9%	-68.7%	-91.9%
002223.SZ	鱼跃医疗	12.3%	-5.1%	9.2%	50.2%	-24.6%	-5.3%
688677.SH	海泰新光	-1.3%	-5.9%	24.9%	-20.2%	-7.1%	21.5%
688271.SH	联影医疗	23.5%	-9.7%	5.4%	19.2%	-36.1%	1.9%

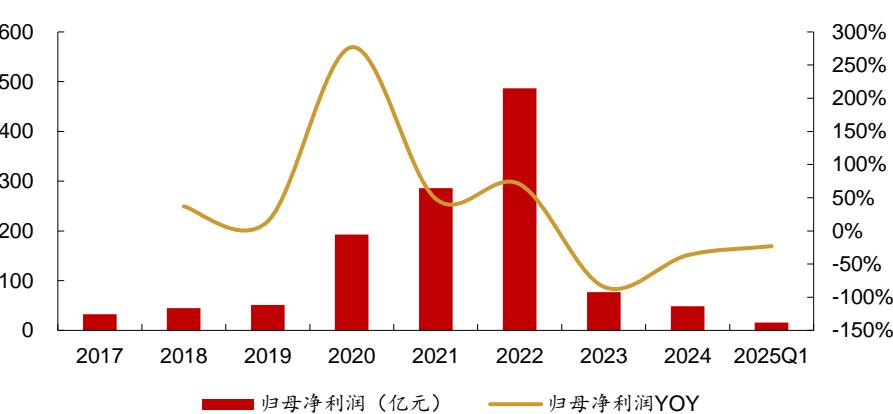
■ 体外诊断：多重因素交叉影响，业绩短期承压明显，长期全球替代逻辑不变

- 2024年体外诊断公司共实现营收444.4亿元，同比下滑5.01%，2024年共实现归母净利润48.7亿元，同比下滑36.61%，DRGs拆分检测套餐、试剂集采、收费价格调整等政策影响持续发酵，利润端影响较收入更为严重，另外因部分公司防疫产品/原材料减值计提，利润端承压更为明显。
- 单季度看，25Q1实现收入96.1亿元，同比下滑15.09%，归母净利润为16.0亿元，同比下滑22.96%，单季度承压，我们认为主要与集采降价、DRGs覆盖省份扩大有关，预计随着降价影响充分消化，下半年体外诊断行业有望加速演绎进口替代。

图：2017-2025Q1体外诊断公司收入及增速情况



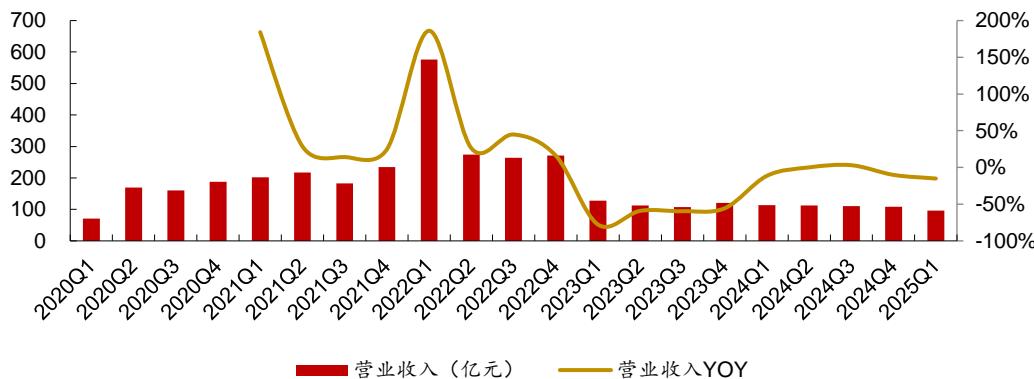
图：2017-2025Q1体外诊断公司归母净利润及增速情况



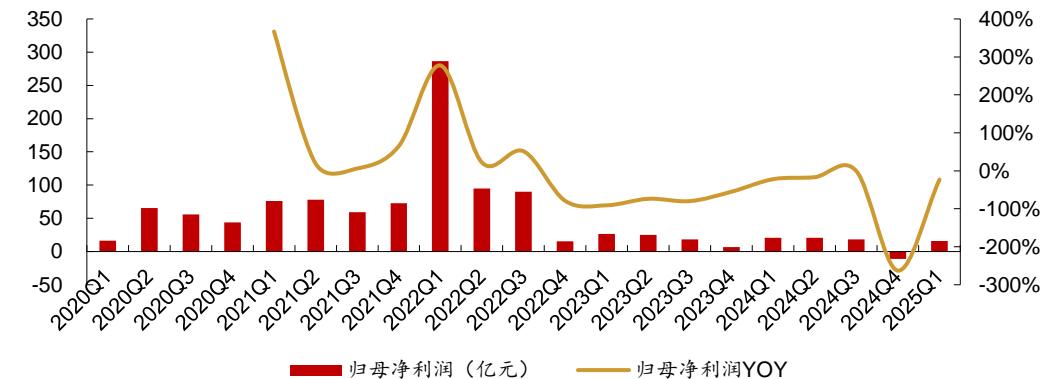
数据来源：Wind，华源证券研究所

■ 体外诊断：多重因素交叉影响，业绩短期承压明显，长期全球替代逻辑不变

图：2020Q1–2025Q1体外诊断公司收入及增速情况（分季度）



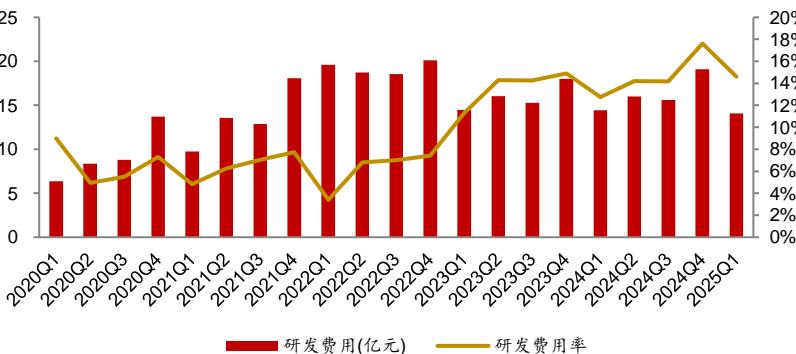
图：2020Q1–2025Q1体外诊断公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q1–2025Q1体外诊断公司销售费用及费用率情况（分季度）



图：2020Q1–2025Q1体外诊断公司研发费用及费用率情况（分季度）



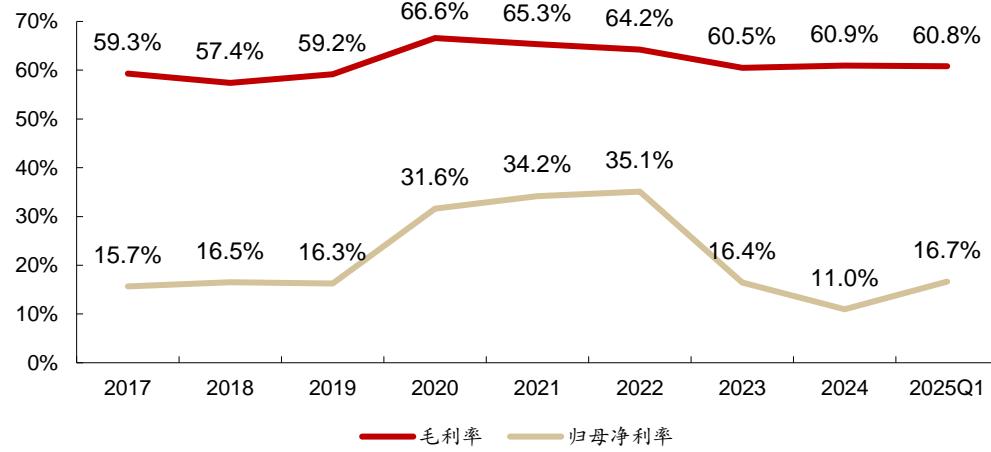
图：2020Q1–2025Q1体外诊断公司管理费用及费用率情况（分季度）



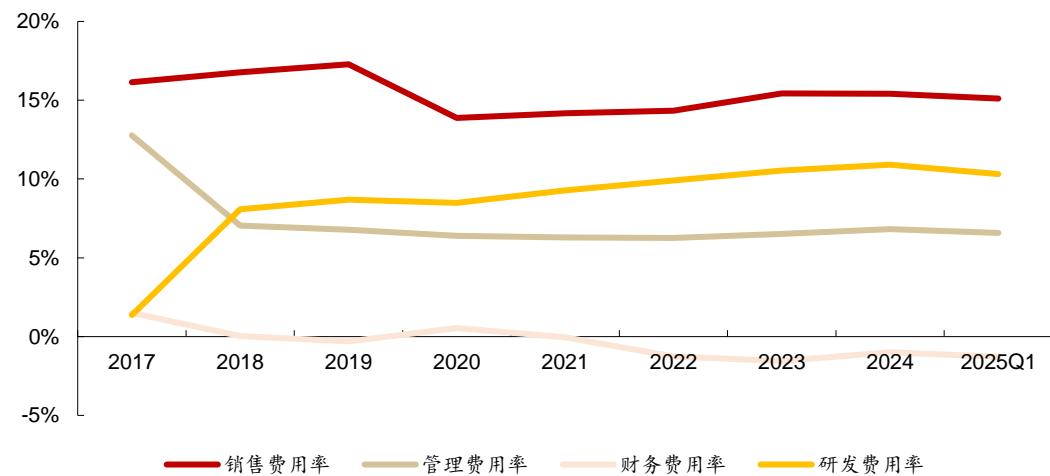
■ 体外诊断：多重因素交叉影响，业绩短期承压明显，长期全球替代逻辑不变

- 盈利能力方面，2024年整体毛利率为60.9%，较2023年提升0.43pct，25Q1体外诊断板块整体毛利率为60.8%，较24Q1下滑1.32pct，主要原因包括集采降价、部分项目全国收费调整等影响，预计短期产品价格有一次性影响，下半年或逐步企稳。2024年归母净利率为11.0%，较2023年16.4%下滑5.47pct，在疫后缺乏大品种支撑的背景下，政策冲击使得相关公司需要投入更多费用支持，进行市场拓展，期间费用率整体为45.7%，较2023年提升3.00pct，且25Q1进一步提升至46.3%。
- 费用率方面，2024年医疗设备期间费用率为45.7%，其中销售费用率为21.8%，同比提升1.04pct，研发费用率14.7%，同比提升1.03pct，一方面行业整体营收下滑，导致费用率提升，另一方面，业内公司未雨绸缪，加强产品研发和市场推广，为政策影响出清后的市占率提升做好准备。

图：2017-2025Q1体外诊断公司毛利率和归母净利率



图：2017-2025Q1医疗设备公司费用率情况



■ 体外诊断：多重因素交叉影响，业绩短期承压明显，长期全球替代逻辑不变

- 从个股来看，呼吸道联检产品在2024年保持较高行业需求，随着渗透率逐步提升，相关公司收入增速亮眼，如圣湘生物、英诺特等；在国内政策多重影响背景下，具有出海逻辑个股，能一定程度缓冲政策影响，维持表观稳定增长，如新产业、艾德生物等。
- 我们认为，针对体外诊断大品种集采已经接近尾声，短期降价使业绩承压，国产头部品牌经过多年耕耘，产品力媲美进口头部厂家，随着政策影响逐步出清，2025年下半年有望在国内外加速演绎进口替代。

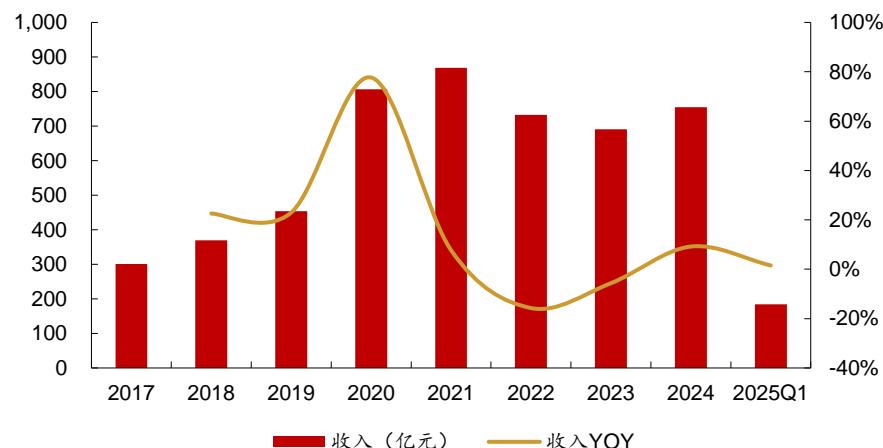
表： 2023、2024、2025Q1体外诊断公司收入和归母净利润同比增速情况

代码	公司名称	收入增速			归母净利润增速		
		2023	2024	2025Q1	2023	2024	2025Q1
300685.SZ	艾德生物	23.9%	6.3%	16.6%	-0.9%	-2.5%	40.9%
300832.SZ	新产业	29.0%	15.4%	10.1%	24.5%	10.6%	2.6%
688289.SH	圣湘生物	-84.4%	44.8%	21.6%	-81.2%	-24.2%	13.2%
688389.SH	普门科技	16.5%	0.2%	-29.7%	30.7%	5.1%	-49.9%
688393.SH	安必平	-2.0%	-5.3%	-28.5%	-6.2%	-46.8%	-238.5%
300482.SZ	万孚生物	-51.3%	10.8%	-7.1%	-59.3%	15.2%	-13.4%
688575.SH	亚辉龙	-48.4%	-2.0%	-3.1%	-64.9%	-15.1%	-84.6%
688068.SH	热景生物	-84.8%	-6.7%	-19.7%	-97.1%	-760.4%	-575.0%
688253.SH	英诺特	7.0%	30.0%	-26.5%	15.4%	41.9%	-34.8%

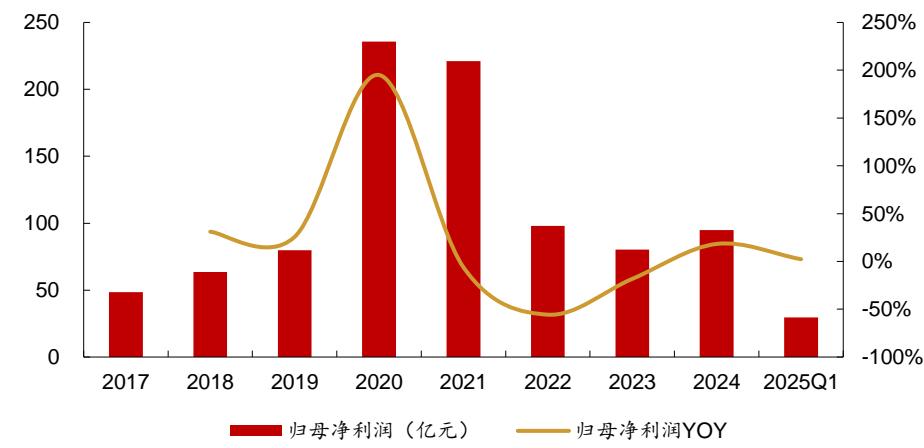
■ 医疗耗材：境外采购恢复带动低耗回暖，高耗短期受益集采出清，长期关注手术渗透率提升

- 2024年医疗耗材公司共实现营收754.7亿元，同比增长9.21%，2024年共实现归母净利润94.9亿元，同比增长18.34%，经过2022、2023两年境外库存、国内集采调整，耗材行业恢复常规增长态势。
- 单季度看，25Q1实现收入184.0亿元，同比增长1.53%，归母净利润为29.6亿元，同比增长2.33%，增速较2024年全年放缓，但仍取得同比增长，预计与一季度手术量受假期影响、境外客户采购周期有关。

图：2017-2025Q1医疗耗材公司收入及增速情况



图：2017-2025Q1医疗耗材公司归母净利润及增速情况

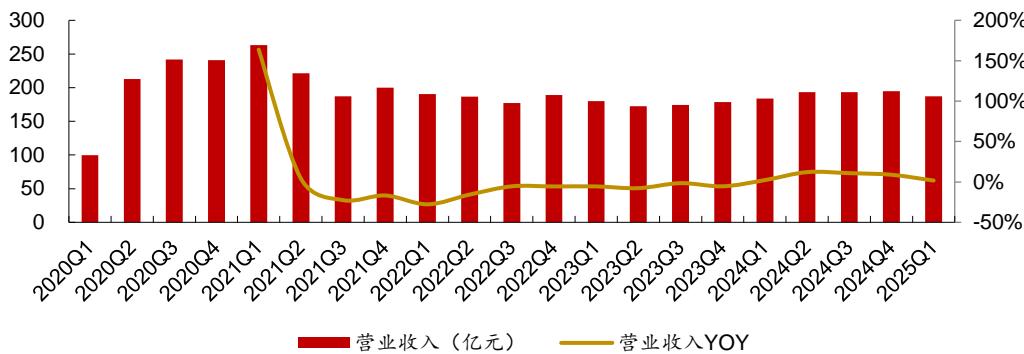


数据来源：Wind，华源证券研究所

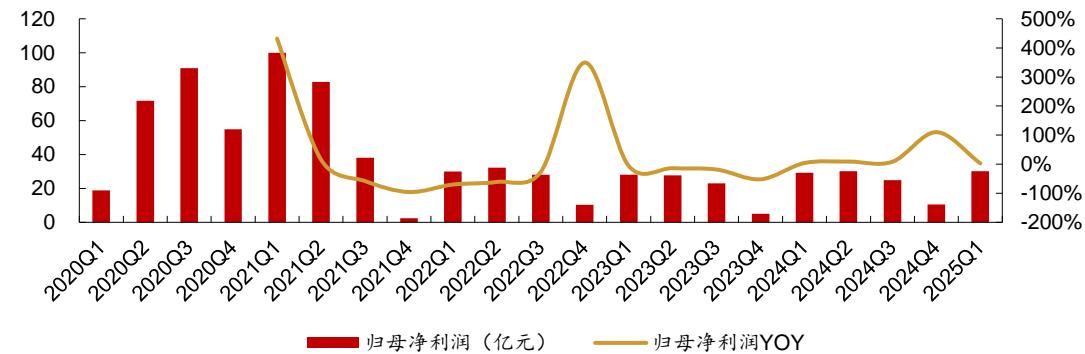
医疗耗材：低耗出口回暖，高耗集采受益明显

■ 医疗耗材：境外采购恢复带动低耗回暖，高耗短期受益集采出清，长期关注手术渗透率提升

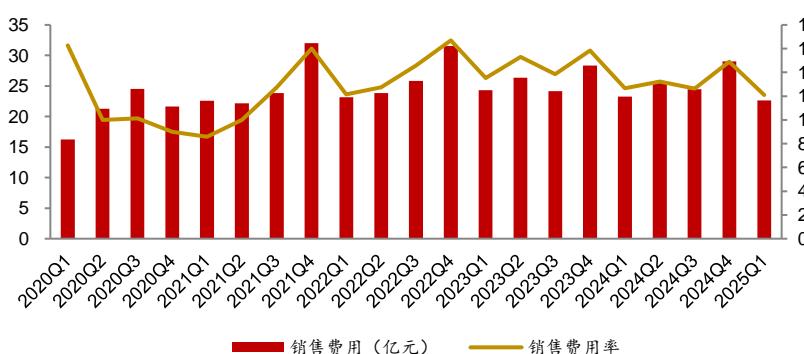
图：2020Q1-2025Q1医疗耗材公司收入及增速情况（分季度）



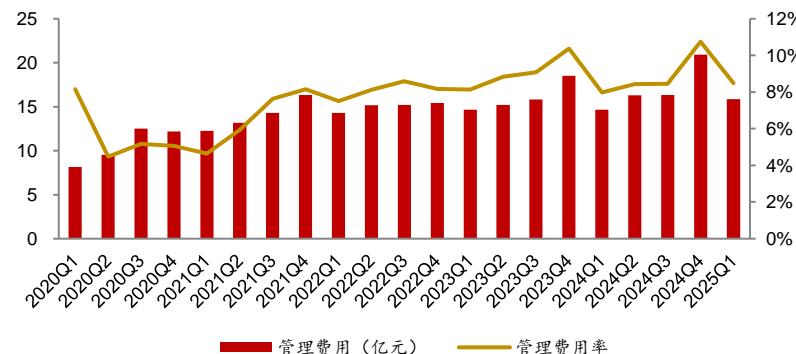
图：2020Q1-2025Q1医疗耗材公司归母净利润及增速情况（分季度）



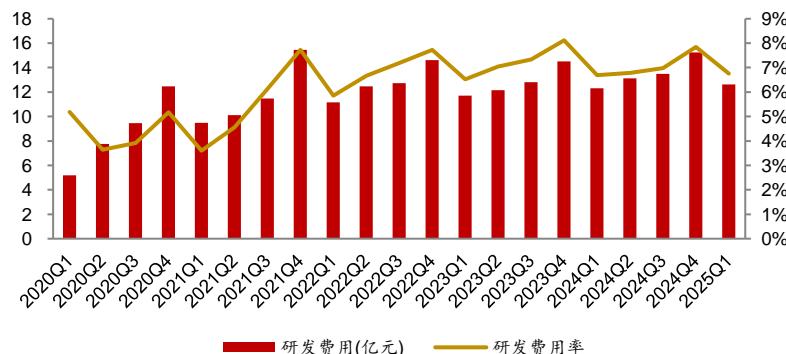
图：2020Q1-2025Q1医疗耗材公司销售费用及费用率情况（分季度）



图：2020Q1-2025Q1医疗耗材公司管理费用及费用率情况（分季度）



图：2020Q1-2025Q1医疗耗材公司研发费用及费用率情况（分季度）

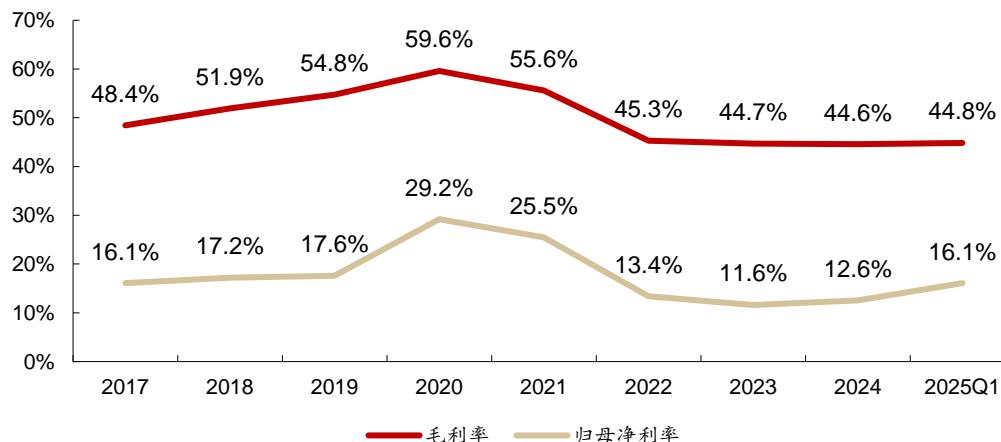


医疗耗材：低耗出口回暖，高耗集采受益明显

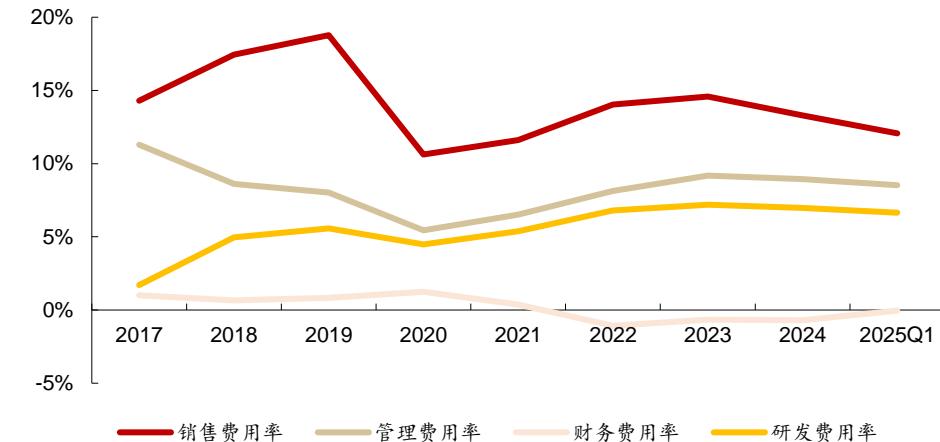
■ 医疗耗材：境外采购恢复带动低耗回暖，高耗短期受益集采出清，长期关注手术渗透率提升

- 盈利能力方面，2024年医疗耗材整体毛利率为44.6%，与2023年的44.7%基本持平，而25Q1毛利率44.8%，较24Q1的45.3%，下降0.42pct，预计与低值耗材类产品复苏，低毛利品种占比提升有关。2024年归母净利率为12.6%，较2023年11.6%提升0.97pct，毛利率基本持平的同时，24年期间费用率同比下降1.81pct，25Q1期间费用率较24年进一步下降。
- 费用率方面，2024年医疗耗材期间费用率为28.5%，较2023年下降1.81pct，其中销售费用率为13.3%，同比下降1.30pct，调整幅度较大，预计与耗材集采后，常规推广需求下降有关，另外海外客户订单周期恢复常态，拓展型市场推广需求一定程度减弱，研发费用率7.0%，管理费用率8.9%，均有不同程度下降。

图：2017-2025Q1医疗耗材公司毛利率和归母净利率



图：2017-2025Q1医疗耗材公司费用率情况



■ 医疗耗材：境外采购恢复带动低耗回暖，高耗短期受益集采出清，长期关注手术渗透率提升

- 从个股来看，高值耗材以集采出清品种相关个股表现较好，包括大博医疗、赛诺医疗、惠泰医疗、微电生理等，涉及骨科、冠脉介入、电生理等细分品类，收入、利润同步释放；低值耗材主要海外采购需求回暖，恢复正常周期订单，如拱东医疗、维力医疗等。
- 我们认为，低值耗材经过2年以上的基数调整，出口导向业务正逐步回暖，国内产品性价比优势于全球仍然明显，关注关税豁免、境外产能建设充分个股；除少部分创新品类，高值耗材普遍经过多次省级、联盟集采，政策端负面影响逐步出清，关注集采出清及手术量增长较快品类。

表：2023、2024、2025Q1医疗耗材公司收入和归母净利润同比增速情况

代码	公司名称	收入增速			归母净利润增速		
		2023	2024	2025Q1	2023	2024	2025Q1
688029.SH	南微医学	21.8%	14.3%	12.8%	47.0%	13.9%	12.2%
002901.SZ	大博医疗	6.9%	39.3%	28.8%	-36.3%	505.2%	67.0%
688617.SH	惠泰医疗	35.7%	25.2%	23.9%	49.1%	26.1%	30.7%
300595.SZ	欧普康视	13.9%	4.4%	2.9%	6.9%	-14.2%	-16.9%
688161.SH	威高骨科	-37.6%	13.2%	-16.6%	-81.3%	99.2%	48.4%
688050.SH	爱博医疗	64.1%	48.2%	15.1%	30.6%	27.8%	-10.1%
603309.SH	维力医疗	1.8%	8.8%	12.6%	15.6%	14.0%	17.2%
688016.SH	心脉医疗	32.4%	1.6%	-7.2%	38.0%	2.0%	-29.7%
605369.SH	拱东医疗	-33.6%	14.4%	-2.7%	-66.5%	57.3%	-39.2%
688085.SH	三友医疗	-29.1%	-1.5%	34.7%	-49.9%	-88.0%	711.9%
688108.SH	赛诺医疗	78.0%	33.6%	10.7%	75.6%	103.8%	277.5%
301097.SZ	天益医疗	-4.6%	10.0%	1.6%	-25.7%	-101.2%	-9.8%
688351.SH	微电生理-U	26.5%	25.5%	16.8%	85.2%	815.4%	328.6%

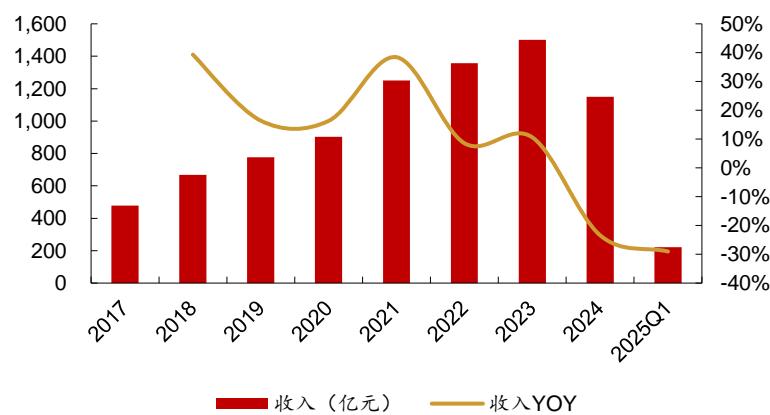
主要内容

1. 医药行业：行业持续分化，创新药+原料药+CXO表现较好
2. 创新药：商业化新周期，创新品种快速放量，盈利信号积极
3. 化药：化药板块内部分化显著，仿转创业绩呈向上趋势
4. 医疗器械：耗材业务回暖显著，重点关注政策赋能、前沿技术落地
5. 生物制品：血制品短期或向下见底，中长期持续看好
6. 中药：短期营收利润承压，业绩拐点可期
7. 原料药：高景气细分表现好，纵向延伸制剂一体化显著贡献增量
8. 医药商业：25Q1业绩环比降幅收窄，期待全年利润改善
9. 医疗服务：业绩边际改善，行业持续回暖
10. CXO&科研服务产业链： CXO边际改善，科研上游持续低迷
11. 风险提示

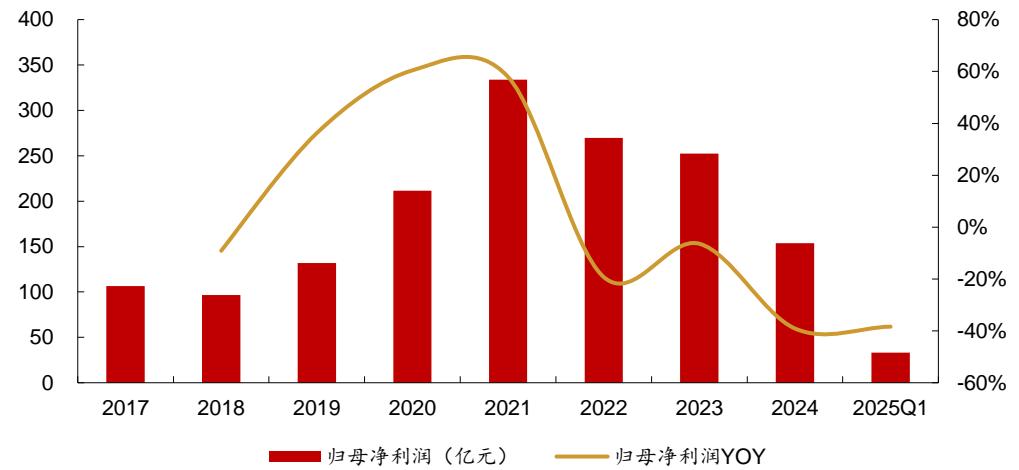
■ 生物制品：血制品短期或向下见底，中长期持续看好

- 38家生物制品公司2024年共实现营收1150亿元，同比下滑23.4%；共实现归母净利润153.7亿元，同比下滑39.1%。2025Q1实现营收221.3亿元，同比下滑29.0%；共实现归母净利润33.1亿元，同比下滑38.4%。

图：2017-2025Q1生物制品公司收入及增速情况

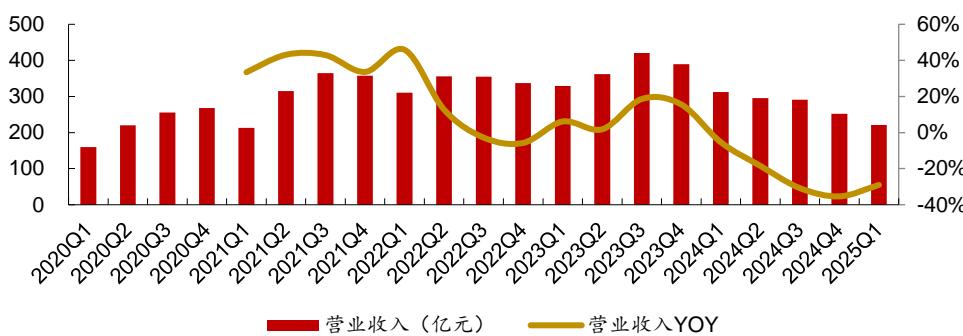


图：2017-2025Q1生物制品公司归母净利润及增速情况

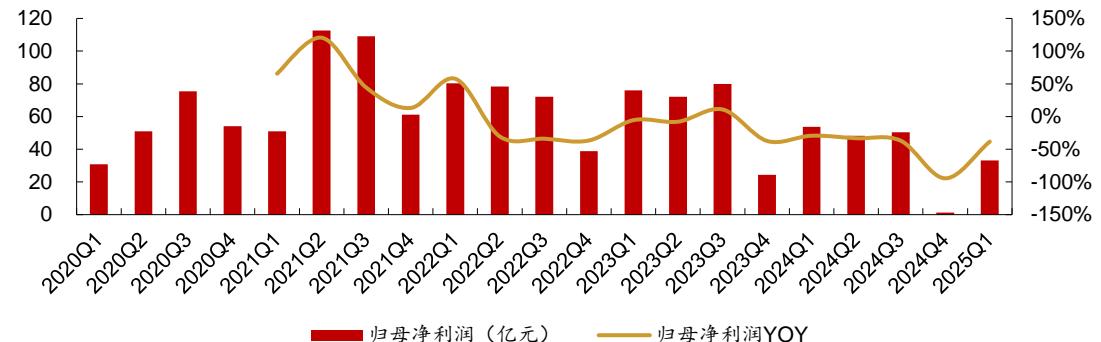


资料来源：wind，华源证券研究

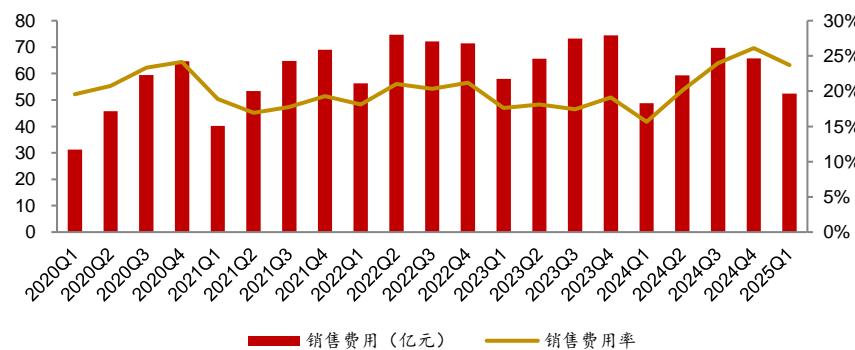
图：2020Q1–2025Q1生物制品公司收入及同比增速情况（分季度）



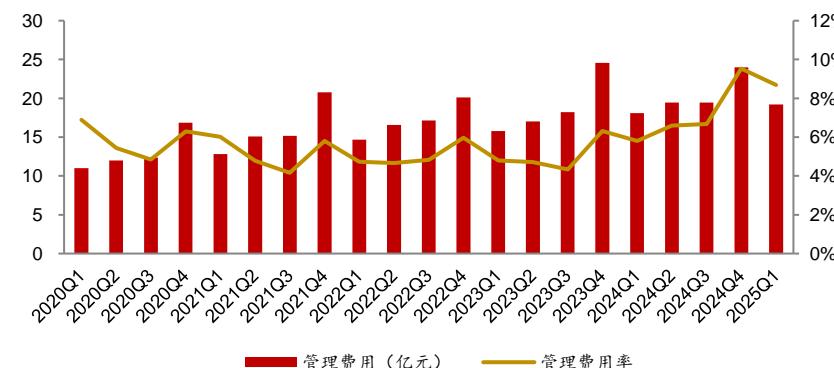
图：2020Q1–2025Q1生物制品公司归母净利润及同比增速情况（分季度）



图：2020Q1–2025Q1生物制品公司销售费用率情况（分季度）



图：2020Q1–2025Q1生物制品公司管理费用率情况（分季度）

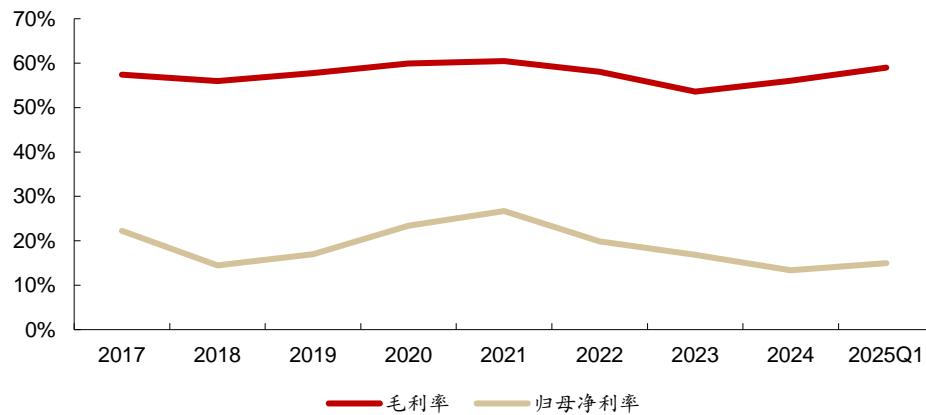


资料来源：wind, 华源证券研究

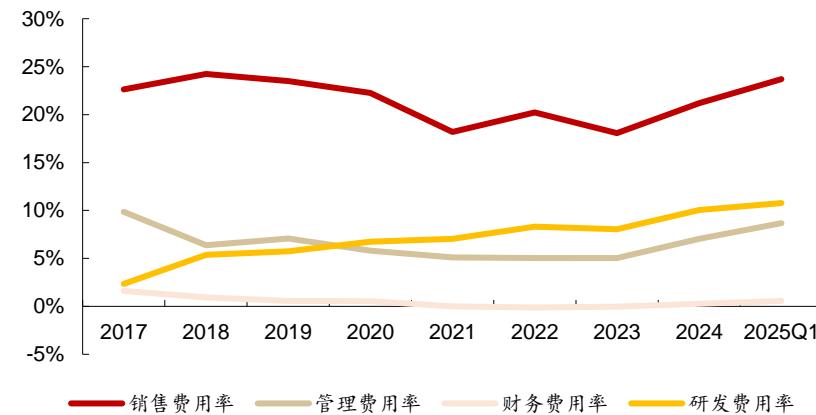
■ 生物制品：销售费用率稳定，毛利率上行

- 盈利能力方面，2024年整体毛利率为56.01%，2025Q1毛利率为59.01%，较2024Q1增加8.53pct；2024年整体净利率为13.37%，2025Q1净利率为14.95%，较2024Q1下降2.27pct。
- 费用率方面，2025Q1销售费用率为23.69%，较2024年同期增长8.03pct；管理费用率为8.69%，较2024年同期增长2.89%；研发费用率为10.77%，较2024年同期增长2.85pct。

图：2017-2025Q1生物制品公司毛利率及归母净利率情况



图：2017-2025Q1生物制品公司费用率情况



资料来源：wind，华源证券研究

■ 生物制品：销售费用率稳定，毛利率上行

- 整体来看行业表现较为稳定，分赛道看：1) 疫苗：受宏观环境影响，板块短期利润承压，后续看新产品放量，建议关注智飞生物（带状疱疹+RSV）、万泰生物（9价HPV）、百克生物（带状疱疹）、欧林生物（金葡菌疫苗）、康泰生物（三代狂犬+出海）、康华生物（三代狂犬+创新疫苗出海）、华兰疫苗+金迪克（流感疫苗）、康希诺（mRNA技术+创新疫苗出海）等。2) 血制品：2024年行业维持高景气，且行业整合加速，集中度持续提升，建议关注：天坛生物、派林生物、博雅生物、华兰生物、卫光生物、上海莱士等。

表：2023、2024、2025Q1生物制品各公司收入及归母净利润同比增速情况

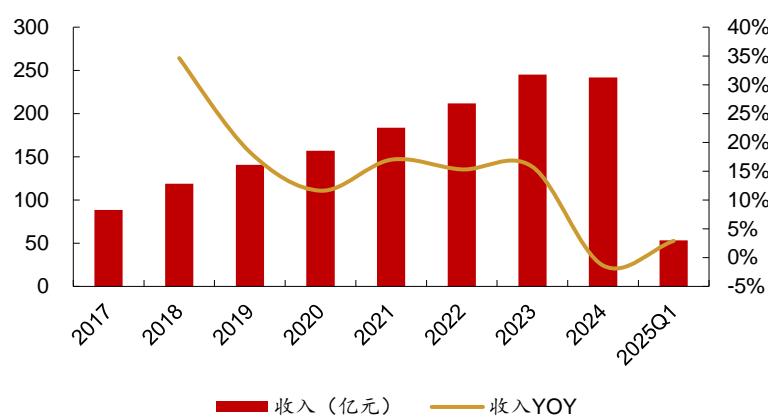
		收入增速			归母净利润增速		
		2023	2024	2025Q1	2023	2024	2025Q1
300009.SZ	安科生物	22.9%	-11.5%	-4.2%	20.5%	-39.2%	-4.0%
688177.SH	百奥泰	54.9%	5.4%	27.8%	17.9%	-1073.8%	21.5%
300239.SZ	东宝生物	3.3%	-9.2%	-22.2%	9.5%	-20.0%	-26.6%
603087.SH	甘李药业	52.3%	16.8%	75.8%	177.4%	45.9%	224.9%
300683.SZ	海特生物	-12.5%	7.8%	18.8%	-761.2%	68.6%	15.8%
688687.SH	凯因科技	21.7%	-12.9%	8.9%	39.7%	30.6%	15.9%
603590.SH	康辰药业	6.1%	-10.3%	6.4%	48.2%	-3993.8%	6.8%
688136.SH	科兴制药	-4.3%	11.7%	-2.0%	-110.7%	110.5%	106.2%
688163.SH	赛伦生物	9.1%	2.5%	-2.6%	-39.6%	-55.2%	154.8%
300485.SZ	赛升药业	-35.1%	-12.6%	-15.5%	-49.7%	131.3%	121.0%
000534.SZ	万泽股份	23.6%	9.9%	15.3%	73.5%	-0.3%	10.5%
002581.SZ	未名医药	20.4%	-16.1%	-57.8%	-2164.7%	58.0%	-33.0%
300357.SZ	我武生物	-5.3%	9.1%	5.7%	-11.1%	13.8%	-3.7%
600211.SH	西藏药业	22.7%	-10.5%	1.1%	116.6%	576.6%	-13.9%
000661.SZ	长春高新	15.4%	-7.6%	-5.7%	9.5%	-122.4%	-45.0%
688520.SH	神州细胞-U	84.5%	33.1%	-15.1%	23.7%	78.4%	-14.1%
002038.SZ	双鹭药业	-3.0%	-35.1%	-31.1%	77.8%	-157.8%	-34.5%
000518.SZ	四环生物	-12.9%	-13.6%	-22.3%	-54.3%	-198.5%	-436.4%
688278.SH	特宝生物	37.6%	34.1%	23.5%	93.5%	46.6%	41.4%
600867.SH	通化东宝	10.7%	-34.7%	10.2%	-26.2%	-103.7%	-49.1%

		收入增速			归母净利润增速		
		2023	2024	2025Q1	2023	2024	2025Q1
002007.SZ	华兰生物	18.3%	-18.0%	10.2%	37.7%	-26.6%	19.6%
300294.SZ	博雅生物	-3.9%	-34.6%	19.5%	-45.1%	67.2%	-8.2%
000403.SZ	派林生物	-3.2%	14.0%	-14.0%	4.3%	21.8%	-26.9%
002252.SZ	上海莱士	21.3%	2.7%	-2.5%	-5.4%	23.3%	-25.2%
600161.SH	天坛生物	21.6%	16.4%	7.8%	26.0%	39.6%	-22.9%
002880.SZ	卫光生物	57.0%	14.8%	-0.6%	86.1%	15.9%	-6.5%
688276.SH	百克生物	70.3%	-32.6%	-40.0%	176.0%	-53.7%	-98.2%
688739.SH	成大生物	-3.6%	-4.2%	-1.7%	-34.7%	-26.4%	-11.3%
301207.SZ	华兰疫苗	32.0%	-53.2%	-29.0%	65.5%	-76.1%	-15.1%
688670.SH	金迪克	-57.7%	-40.0%	-31.0%	-270.9%	-31.7%	18.2%
300841.SZ	康华生物	9.0%	-9.2%	-55.7%	-14.9%	-21.7%	-86.1%
300601.SZ	康泰生物	10.1%	-23.7%	42.9%	749.0%	-76.6%	-58.5%
688185.SH	康希诺	-65.5%	137.0%	20.0%	-63.0%	74.4%	93.2%
600739.SH	辽宁成大	-26.0%	4.7%	4.4%	-81.0%	-10.1%	295.1%
688319.SH	欧林生物	-9.4%	18.7%	23.6%	-33.9%	18.2%	72.8%
603392.SH	万泰生物	-50.7%	-59.3%	-46.8%	-73.7%	-91.5%	-142.0%
300142.SZ	沃森生物	-19.1%	-31.4%	-22.9%	-42.4%	-66.1%	-81.3%
300122.SZ	智飞生物	38.3%	-50.7%	-79.2%	7.0%	-75.0%	-120.9%

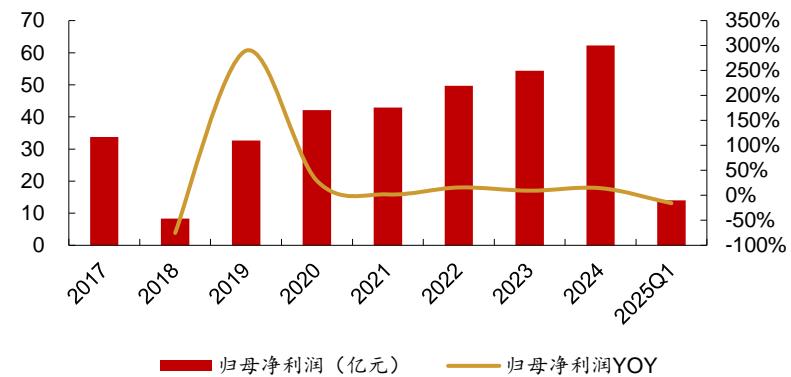
资料来源：wind，华源证券研究

- 血制品：短期或向下见底，中长期持续看好
- 6家血制品公司2024年实现营收241.8亿元，同比下滑1.4%；共实现归母净利润62.3亿元，同比增长14.47%。
- 2025Q1，实现营收53.3亿元，同比增长2.9%；实现归母净利润14.0亿元，同比下滑15.7%，受白蛋白价格下行影响，血制品短期承压。

图：2017-2025Q1血制品公司收入及增速情况



图：2017-2025Q1血制品公司归母净利润及增速情况

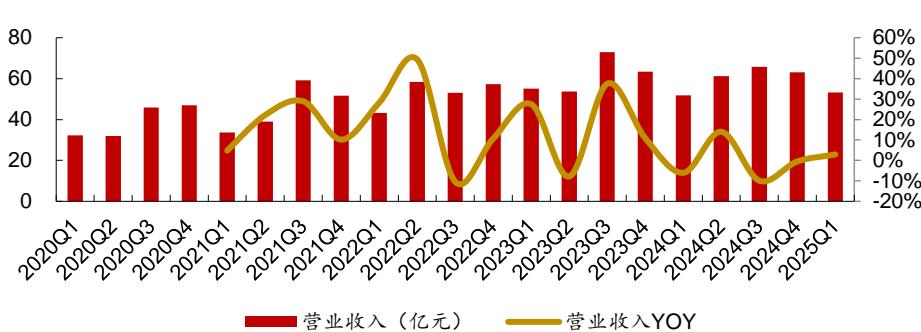


资料来源：wind，华源证券研究

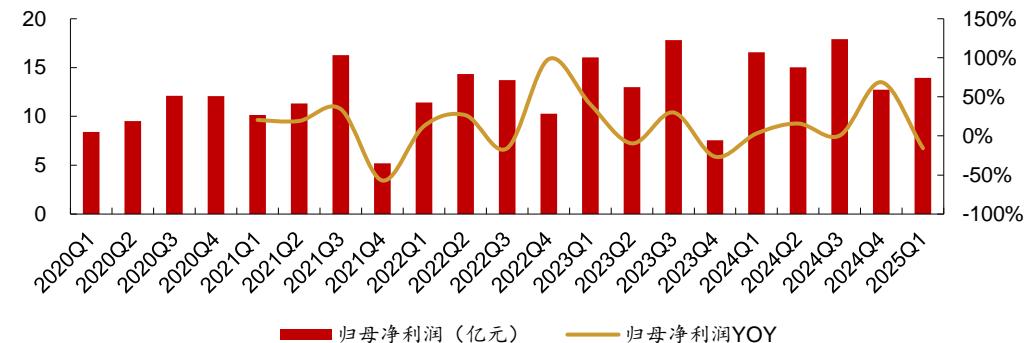
血制品：短期或向下见底，中长期持续看好

■ 血制品：短期或向下见底，中长期持续看好

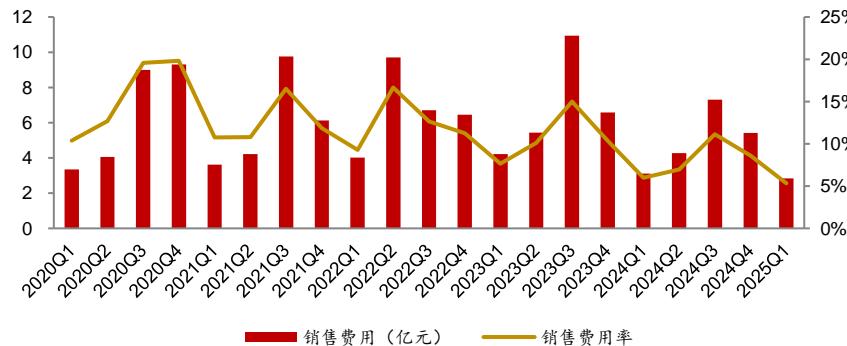
图：2020Q1-2025Q1血制品公司收入及同比增速情况（分季度）



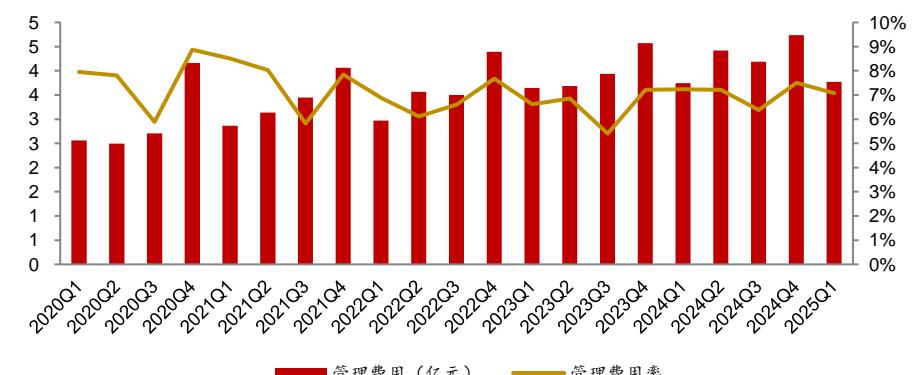
图：2020Q1-2025Q1血制品公司归母净利润及同比增速情况（分季度）



图：2020Q1-2025Q1血制品公司销售费用率情况（分季度）



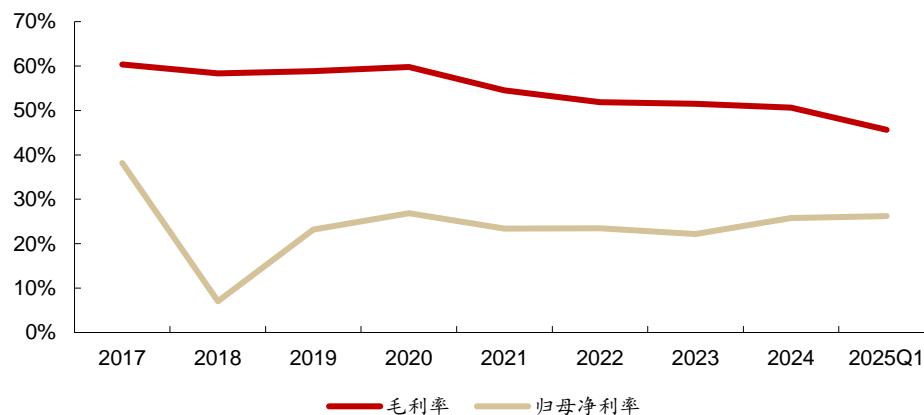
图：2020Q1-2025Q1血制品公司管理费用率情况（分季度）



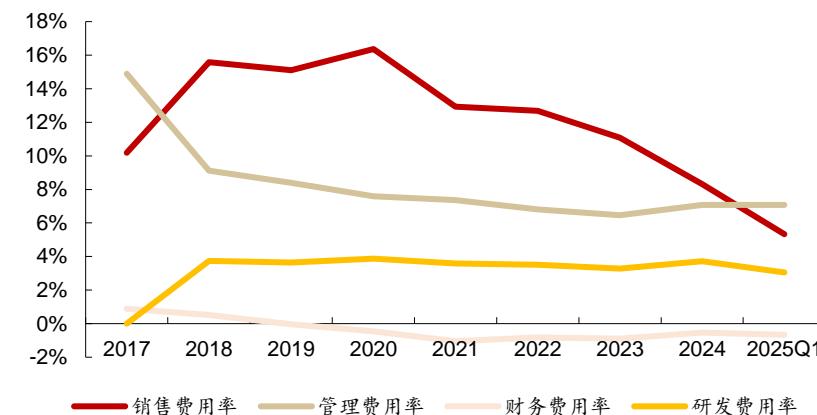
■ 血制品：净利率持续提高

- 盈利能力方面，2024年整体毛利率为50.61%，2025Q1毛利率为45.63%，较2024Q1下降3.91pct；2024年整体净利率为25.75%，2025Q1净利率为26.2%，较2024Q1下降5.79pct。
- 费用率方面，2025Q1销售费用率为5.33%，较2024年同期下降0.66pct；管理费用率为7.08%，较2024年同期下降0.15%；研发费用率为3.04%，较2024年同期下降0.81pct。

图：2017-2025Q1血制品公司毛利率及归母净利率情况



图：2017-2025Q1血制品公司费用率情况



资料来源：wind，华源证券研究

■ 血制品：中长期持续看好

- 回顾2024年和25Q1，受行业需求端有所下滑（呼吸道疫情减少），白蛋白出厂价有所回落，但长期来看，血制品行业逻辑（资源属性强）依然强劲，且静丙目前依然维持紧平衡的趋势，白蛋白我们判断为短期内供需关系正常波动，我们持续看好血制品行业高景气，建议关注天坛生物、派林生物、博雅生物、华兰生物、上海莱士、卫光生物等。

表：2023、2024、2025Q1血制品各公司收入及归母净利润同比增速情况

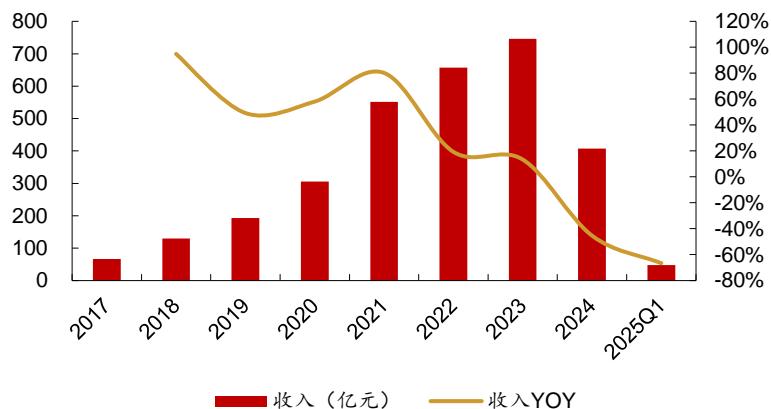
		收入增速			归母净利润增速		
		2023	2024	2025Q1	2023	2024	2025Q1
002007.SZ	华兰生物	18.3%	-18.0%	10.2%	37.7%	-26.6%	19.6%
300294.SZ	博雅生物	-3.9%	-34.6%	19.5%	-45.1%	67.2%	-8.2%
000403.SZ	派林生物	-3.2%	14.0%	-14.0%	4.3%	21.8%	-26.9%
002252.SZ	上海莱士	21.3%	2.7%	-2.5%	-5.4%	23.3%	-25.2%
600161.SH	天坛生物	21.6%	16.4%	7.8%	26.0%	39.6%	-22.9%
002880.SZ	卫光生物	57.0%	14.8%	-0.6%	86.1%	15.9%	-6.5%

资料来源：wind，华源证券研究

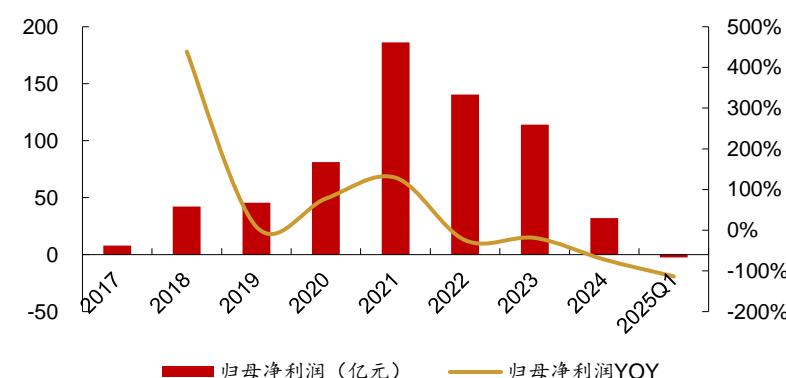
■ 疫苗：受市场宏观环境影响，整体利润端承压

- 11家疫苗公司2024年实现营收407.7亿元，同比下滑45.3%；共实现归母净利润32.0亿元，同比下滑72.0%。整体来看，受宏观消费环境影响，多款自费二类苗接种不及预期，导致业绩承压。
- 2025Q1，实现营收47.9亿元，同比下滑66.6%；共实现归母净利润-2.4亿元，同比下滑113.7%。

图：2017-2025Q1疫苗公司收入及增速情况



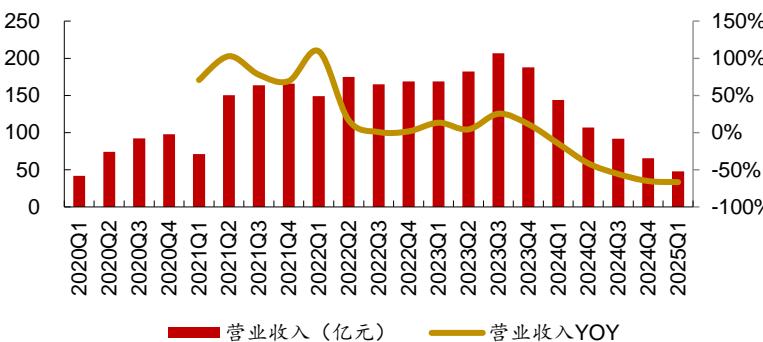
图：2017-2025Q1疫苗公司归母净利润及增速情况



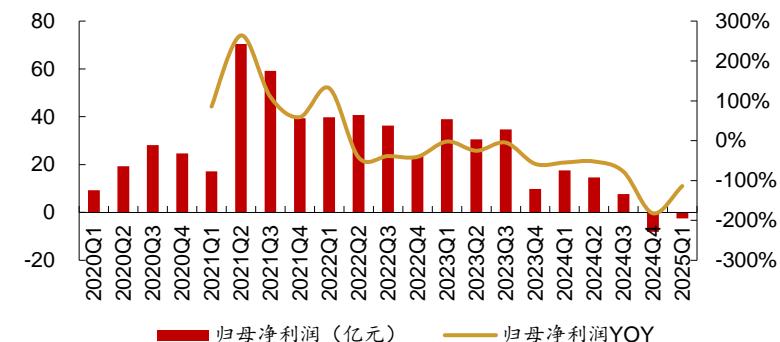
资料来源：wind，华源证券研究

■ 疫苗：受市场宏观环境影响，整体利润端承压

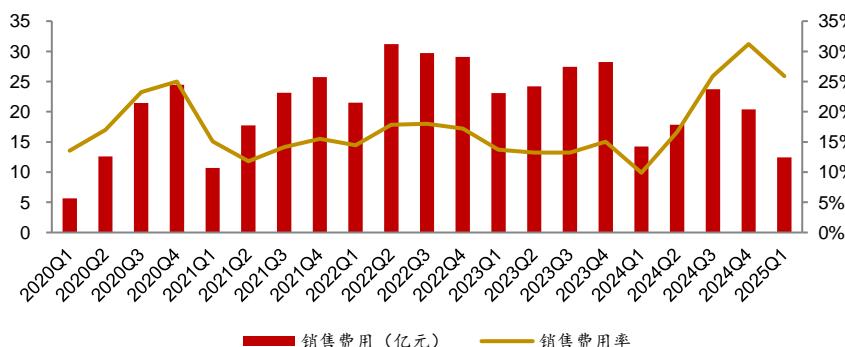
图：2020Q1-2025Q1疫苗公司收入及同比增速情况（分季度）



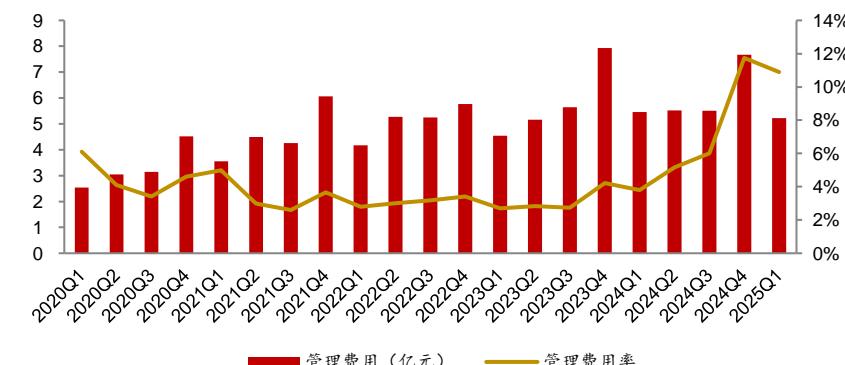
图：2020Q1-2025Q1疫苗公司归母净利润及同比增速情况（分季度）



图：2020Q1-2025Q1疫苗公司销售费用率情况（分季度）



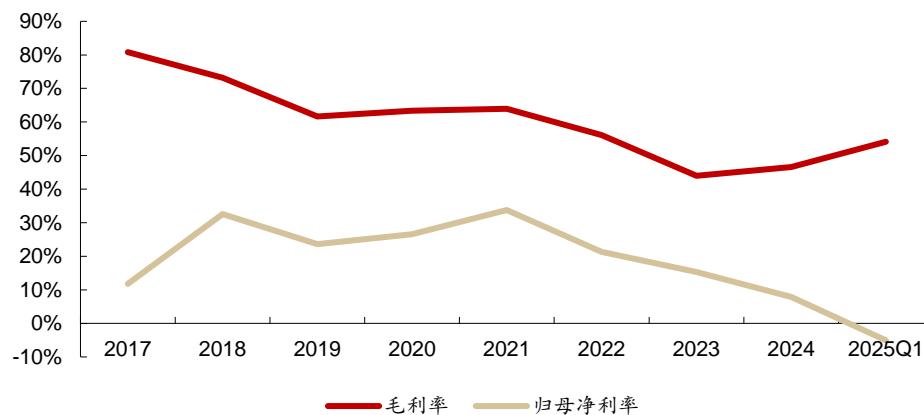
图：2020Q1-2025Q1疫苗公司管理费用率情况（分季度）



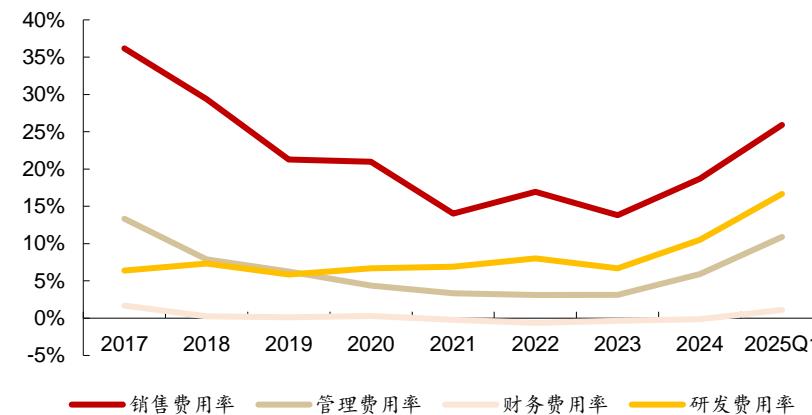
■ 疫苗：受品种结构收入变化及宏观环境影响，盈利能力下滑

- 盈利能力方面，2024年整体毛利率为46.6%，2025Q1毛利率为54.1%，较2024Q1增长16.59pct；2024年整体净利率为7.84%，2025Q1净利率为-5.05%。
- 费用率方面，2025Q1销售费用率为25.9%，较2024年同期增长16.02pct；管理费用率为10.9%，较2024年同期增长7.11%；研发费用率为16.66%，较2024年同期增长10.10.16pct。

图：2017-2025Q1疫苗公司毛利率及归母净利率情况



图：2017-2025Q1疫苗公司费用率情况



资料来源：wind，华源证券研究

■ 看好后续带状疱疹、RSV等创新疫苗放量情况

- 整体来看：受新生儿下降、竞争格局以及消费宏观环境变化等影响，大部分疫苗公司收入和归母净利润出现一定程度下滑。展望后市：我们认为疫苗行业当前处于新产品放量期的窗口期，现有品种的增速放缓在一定程度上影响了上市公司报表，但参考海外发达国家市场，我们认为后续随着带状疱疹、RSV等新型疫苗的逐步放量，行业有望恢复稳健增长水平，部分公司也将迎来新一轮业绩增长期间。建议关注智飞生物（带状疱疹+RSV）、万泰生物（9价HPV）、百克生物（带状疱疹）、欧林生物（金葡菌疫苗）、康泰生物（三代狂犬+出海）、康华生物（三代狂犬+创新疫苗出海）、华兰疫苗+金迪克（流感疫苗）、康希诺（mRNA技术+创新疫苗出海）等。

表：2023、2024、2025Q1疫苗各公司收入及归母净利润同比增速情况

		收入增速			归母净利润增速		
		2023	2024	2025Q1	2023	2024	2025Q1
688276.SH	百克生物	70.3%	-32.6%	-40.0%	176.0%	-53.7%	-98.2%
688739.SH	成大生物	-3.6%	-4.2%	-1.7%	-34.7%	-26.4%	-11.3%
301207.SZ	华兰疫苗	32.0%	-53.2%	-29.0%	65.5%	-76.1%	-15.1%
688670.SH	金迪克	-57.7%	-40.0%	-31.0%	-270.9%	-31.7%	18.2%
300841.SZ	康华生物	9.0%	-9.2%	-55.7%	-14.9%	-21.7%	-86.1%
300601.SZ	康泰生物	10.1%	-23.7%	42.9%	749.0%	-76.6%	-58.5%
688185.SH	康希诺	-65.5%	137.0%	20.0%	-63.0%	74.4%	93.2%
688319.SH	欧林生物	-9.4%	18.7%	23.6%	-33.9%	18.2%	72.8%
603392.SH	万泰生物	-50.7%	-59.3%	-46.8%	-73.7%	-91.5%	-142.0%
300142.SZ	沃森生物	-19.1%	-31.4%	-22.9%	-42.4%	-66.1%	-81.3%
300122.SZ	智飞生物	38.3%	-50.7%	-79.2%	7.0%	-75.0%	-120.9%

资料来源：wind，华源证券研究

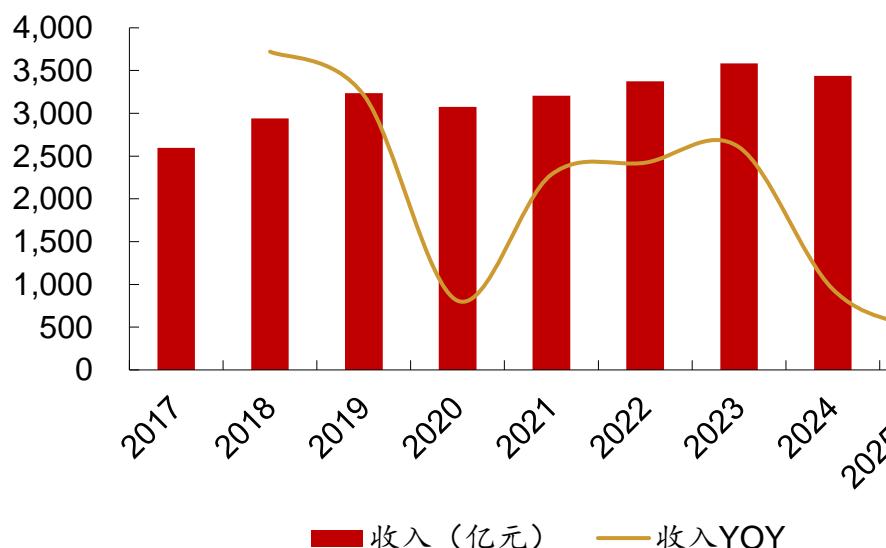
主要内容

1. 医药行业：行业持续分化，创新药+原料药+CXO表现较好
2. 创新药：商业化新周期，创新品种快速放量，盈利信号积极
3. 化药：化药板块内部分化显著，仿转创业绩呈向上趋势
4. 医疗器械：耗材业务回暖显著，重点关注政策赋能、前沿技术落地
5. 生物制品：血制品短期或向下见底，中长期持续看好
6. 中药：短期营收利润承压，业绩拐点可期
7. 原料药：高景气细分表现好，纵向延伸制剂一体化显著贡献增量
8. 医药商业：25Q1业绩环比降幅收窄，期待全年利润改善
9. 医疗服务：业绩边际改善，行业持续回暖
10. CXO&科研服务产业链： CXO边际改善，科研上游持续低迷
11. 风险提示

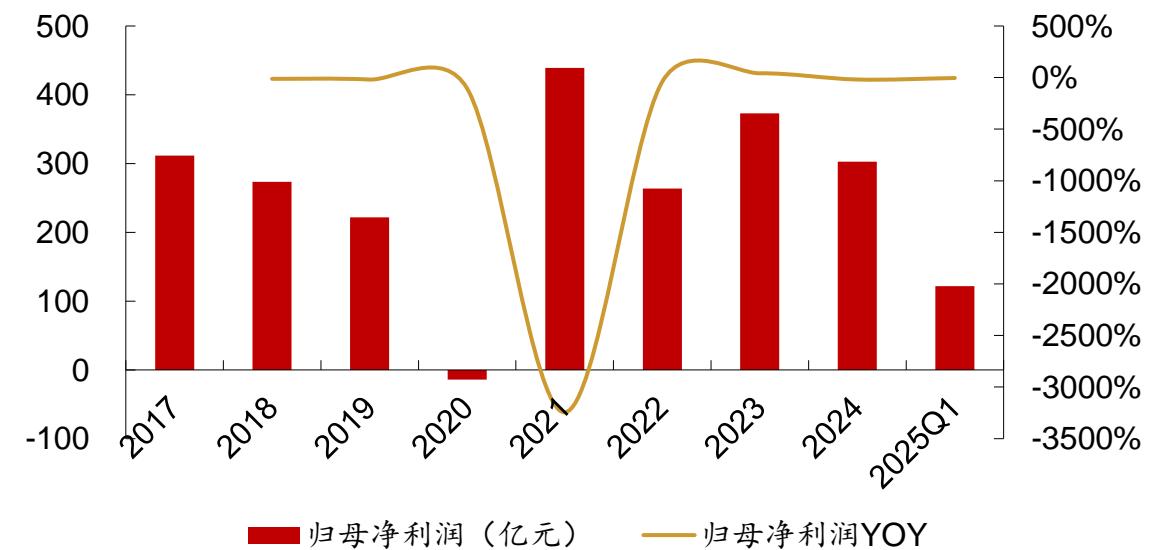
■ 中药：2024-2025Q1基数影响业绩承压，拐点或将到来

- 63家中药公司2024年实现营收3437.5亿元，同比下降4.1%；实现归母净利润302.9亿元，同比下降18.8%，整体业绩承压，主要受感冒呼吸类产品高基数效应、零售药店客流量减少、终端消费需求疲软及渠道去库存等因素影响。
- 分季度看：2025Q1实现营收904.2亿元，同比下滑7.3%，实现归母净利润121.8亿元，同比下滑4.0%，主要原因是去年Q1呼吸用药需求释放带来的高基数。随着二季度起基数回归正常，叠加产品渠道库存改善、中药材价格持续走低，我们预计后续业绩同比压力减轻，板块毛利率有望提升，相关公司业绩拐点可期。

图：2017-2025Q1中药公司收入及增速情况



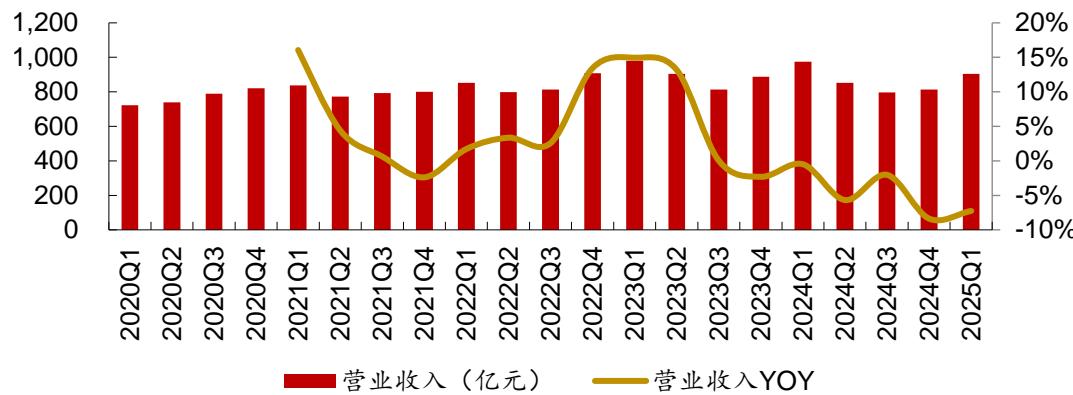
图：2017-2025Q1中药公司归母净利润及增速情况



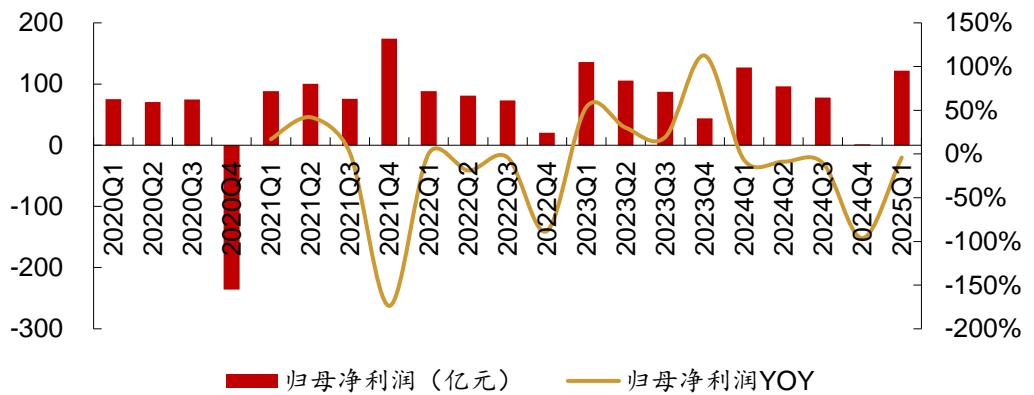
中药：短期营收利润承压，业绩拐点可期

■ 中药：2025Q1营收利润承压，主因高基数影响及需求阶段性减弱

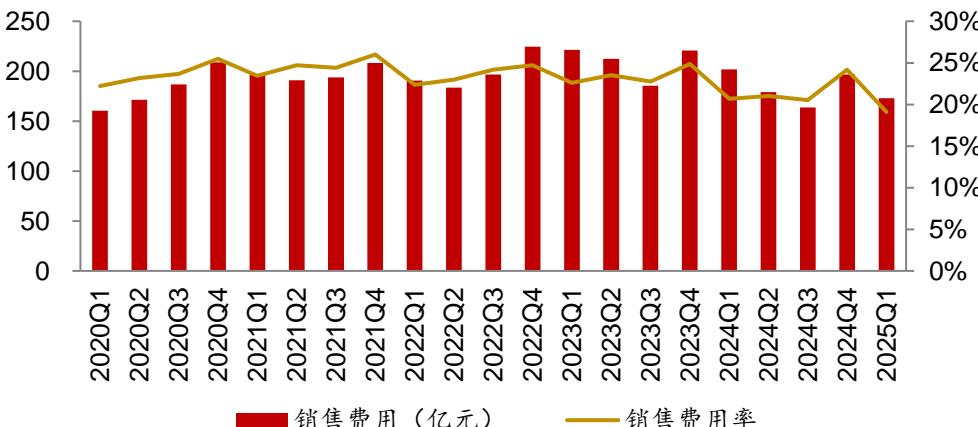
图：2020Q1–2025Q1中药公司收入及增速情况（分季度）



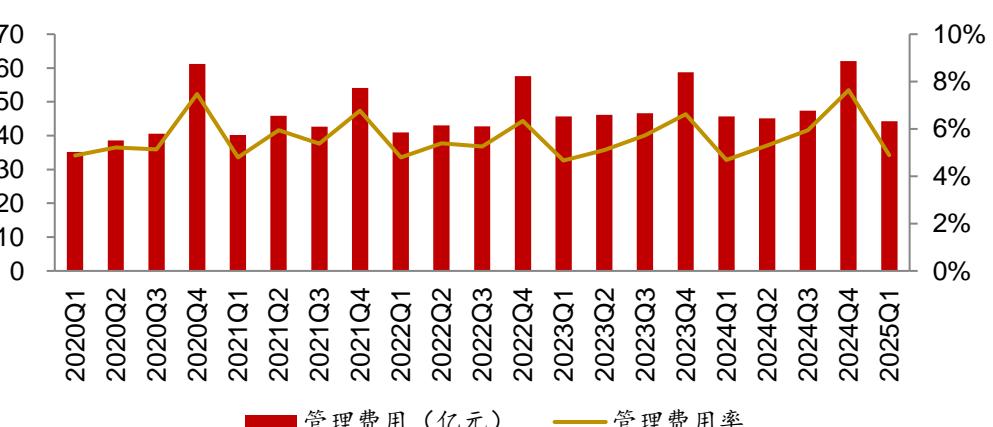
图：2020Q1–2025Q1中药公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q1–2025Q1中药公司销售费用率情况（分季度）



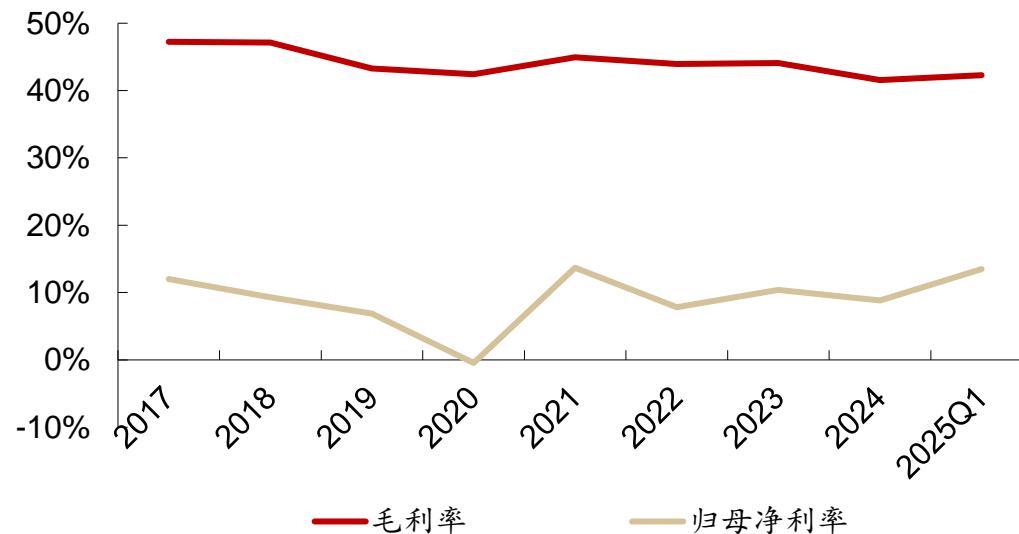
图：2020Q1–2025Q1中药公司管理费用率情况（分季度）



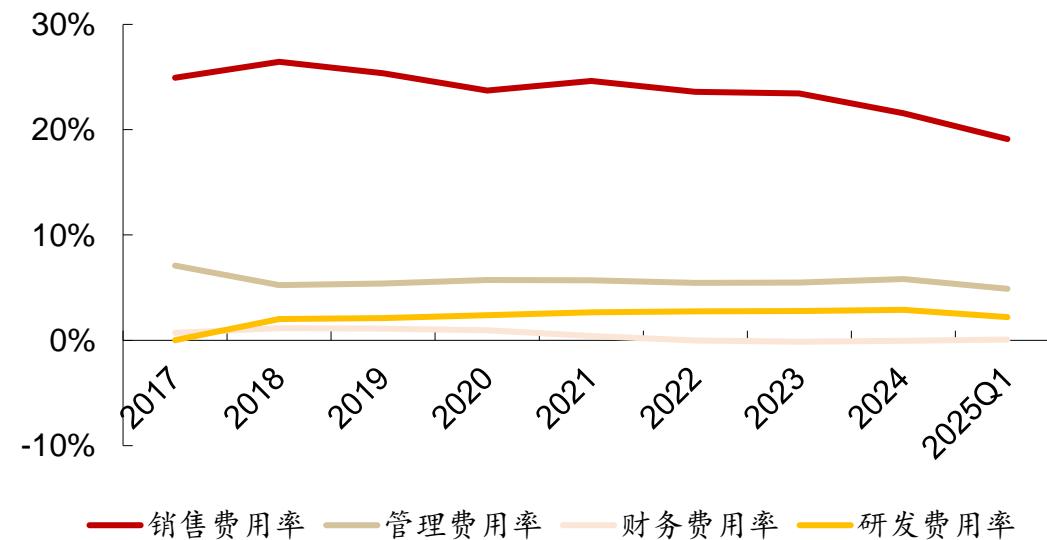
■ 中药：2024&25Q1毛利率略有下滑，销售费用率改善明显

- 盈利能力方面，2024年整体毛利率为41.6%，较去年同期下降2.5pct，主要原因是中药材原材料价格上涨以及部分产品集采降价；归母净利率为8.8%，较去年同期减少1.6pct。25Q1整体毛利率为42.3%，较去年同期下降1.0pct；归母净利率为13.5%，较去年同期提升0.5pct。
- 费用率方面，2024年期间费用率为30.2%（同比-1.3pct），其中销售费用率为21.6%（同比-1.9pct）、管理费用率为5.8%（同比+0.3pct）、财务费用率为0.0%（同比+0.1pct），研发费用率为2.9%（同比+0.1pct）。25Q1期间费用率为26.3%（同比-1.1pct），其中销售费用率为19.1%（同比-1.6pct）、管理费用率为4.9%（同比+0.2pct）、财务费用率为0.1%（同比+0.3pct），研发费用率为2.2%（同比持平）。

图：2017-2025Q1中药公司毛利率和归母净利率



图：2017-2025Q1中药公司费用率情况



■ 中药：板块基本面有望加速改善，看好业绩反转趋势

- 2024年板块整体业绩承压、内部结构性分化，华润三九、东阿阿胶、马应龙等品牌中药龙头实现业绩快速增长，佐力药业、方盛制药等公司在核心产品放量驱动下业绩亮眼，以岭药业、太极集团、健民集团、葵花药业等受到大单品渠道去库存及呼吸用药高基数影响，短期业绩承压。25Q1板块利润降幅收窄，高基数影响基本消化完毕。
- 展望2025年，板块基本面有望加速改善，市场需求稳步复苏，产品渠道库存逐步恢复至正常水平。投资主线：1) 国企改革提质增效，建议关注华润三九、东阿阿胶、昆药集团、太极集团、天士力；2) 品牌OTC龙头，具备提价属性或拥有第二增长曲线的公司，建议关注马应龙、羚锐制药、健民集团、同仁堂；3) 院内市场政策持续支持的中药创新药以及基药相关标的，建议关注方盛制药、济川药业、贵州三力。

表：2023、2024、2025Q1中药公司收入和归母净利润同比增速情况

		收入增速			归母净利润增速		
		2023	2024	2025Q1	2023	2024	2025Q1
600436.SH	片仔癀	15.7%	7.3%	-0.9%	13.1%	6.4%	2.6%
000538.SZ	云南白药	7.2%	2.4%	0.6%	36.4%	16.0%	13.7%
000999.SZ	华润三九	36.8%	11.6%	-6.0%	16.5%	18.1%	-6.9%
600085.SH	同仁堂	16.2%	4.1%	0.2%	16.9%	-8.5%	1.1%
000423.SZ	东阿阿胶	16.7%	25.6%	18.2%	47.5%	35.3%	20.3%
600566.SH	济川药业	7.3%	-17.0%	-36.5%	30.0%	-10.3%	-47.9%
002603.SZ	以岭药业	-17.7%	-36.9%	-6.5%	-42.8%	-153.6%	7.2%
600535.SH	天士力	0.4%	-2.0%	0.3%	505.3%	-10.8%	6.5%
600329.SH	达仁堂	-0.3%	-11.1%	-30.2%	14.5%	125.9%	-3.4%
600285.SH	羚锐制药	10.3%	5.7%	12.3%	22.1%	27.2%	13.9%
600422.SH	昆药集团	-7.0%	-0.3%	-16.5%	16.0%	19.9%	-31.1%
600129.SH	太极集团	10.6%	-20.7%	-32.8%	132.0%	-96.8%	-69.8%
600993.SH	马应龙	-11.2%	18.9%	1.5%	-7.4%	19.1%	3.0%
600976.SH	健民集团	15.7%	-16.8%	-8.0%	27.8%	-30.5%	10.7%
603998.SH	方盛制药	-9.1%	9.1%	-4.6%	-34.6%	36.6%	25.7%

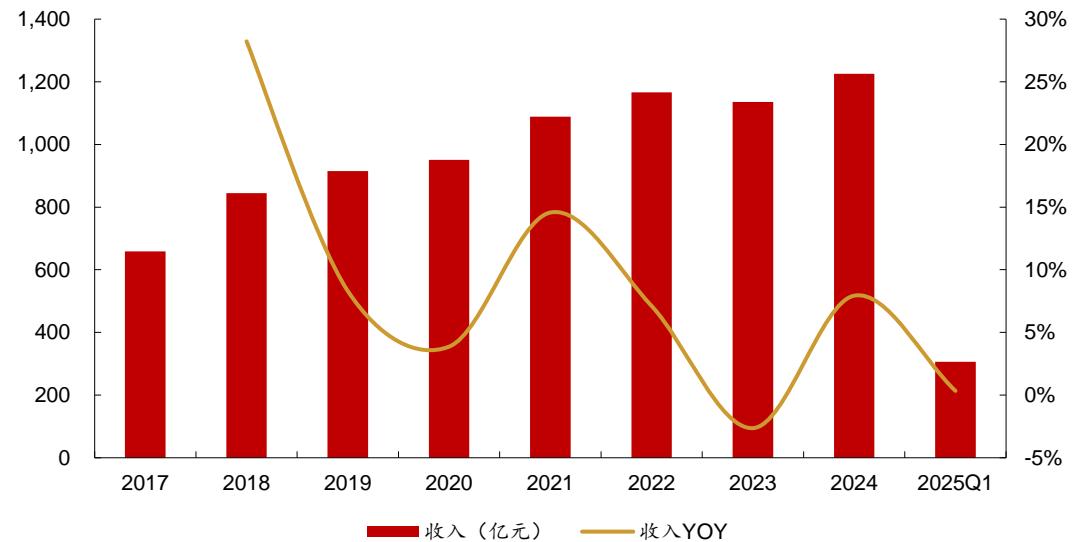
数据来源：Wind，华源证券研究所

主要内容

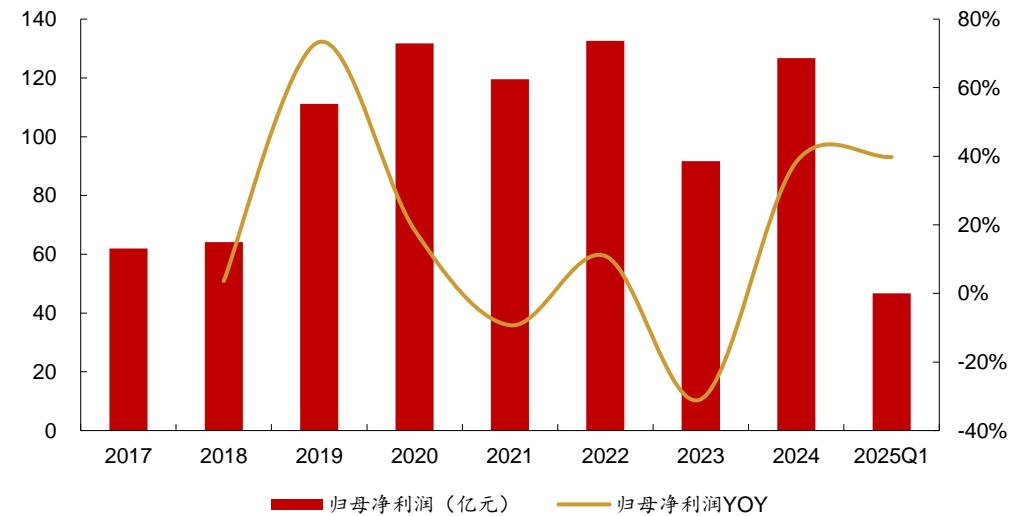
1. 医药行业：行业持续分化，创新药+原料药+CXO表现较好
2. 创新药：商业化新周期，创新品种快速放量，盈利信号积极
3. 化药：化药板块内部分化显著，仿转创业绩呈向上趋势
4. 医疗器械：耗材业务回暖显著，重点关注政策赋能、前沿技术落地
5. 生物制品：血制品短期或向下见底，中长期持续看好
6. 中药：短期营收利润承压，业绩拐点可期
7. 原料药：高景气细分表现好，纵向延伸制剂一体化显著贡献增量
8. 医药商业：25Q1业绩环比降幅收窄，期待全年利润改善
9. 医疗服务：业绩边际改善，行业持续回暖
10. CXO&科研服务产业链： CXO边际改善，科研上游持续低迷
11. 风险提示

- 原料药：高景气细分表现好，纵向延伸制剂一体化显著贡献增量
- 2024年实现营收1225.8亿元，同比+7.9%；实现归母净利润126.8亿元，同比+38.33%。

图：2017-2025Q1原料药公司收入及增速情况



图：2017-2025Q1原料药公司归母净利润及增速情况

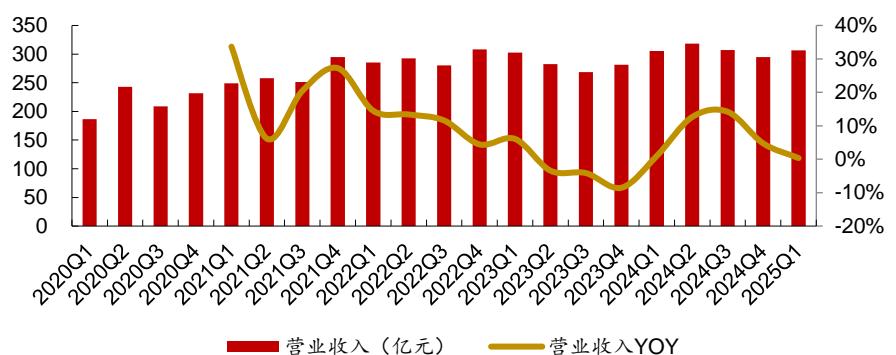


资料来源：wind，华源证券研究

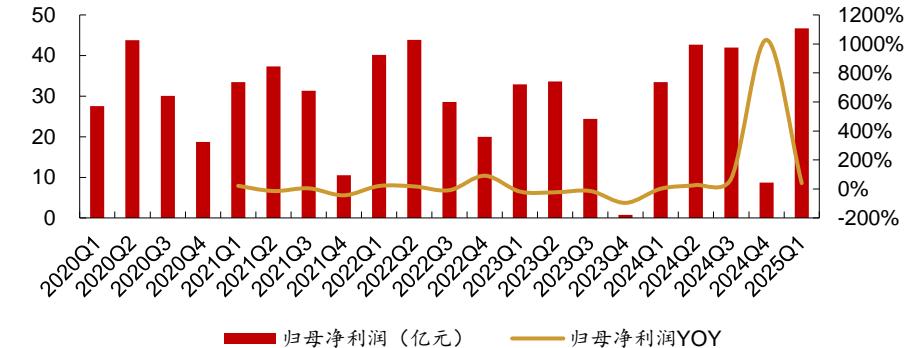
■ 原料药：高景气细分表现好，纵向延伸制剂一体化显著贡献增量

■ 单季度看，2025Q1实现营收306.6亿元，同比+0.34%；实现归母净利润46.7亿元，同比+39.8%。板块24Q4和25Q1收入增速分别为+4.74%和+0.34%，归母净利润增速分别为+1027.86%和+39.76%。

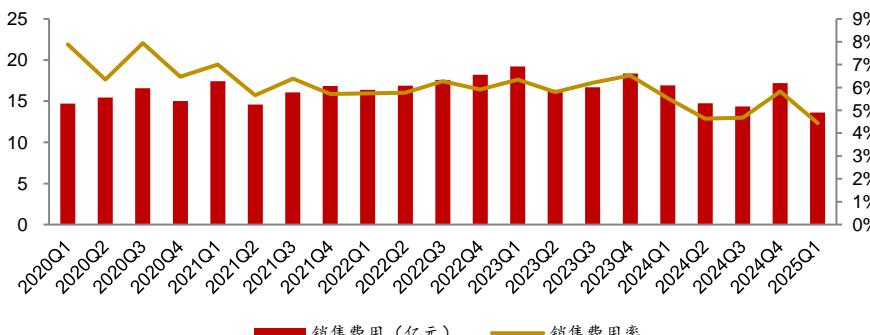
图：2020Q1-2025Q1原料药公司收入及增速情况（分季度）



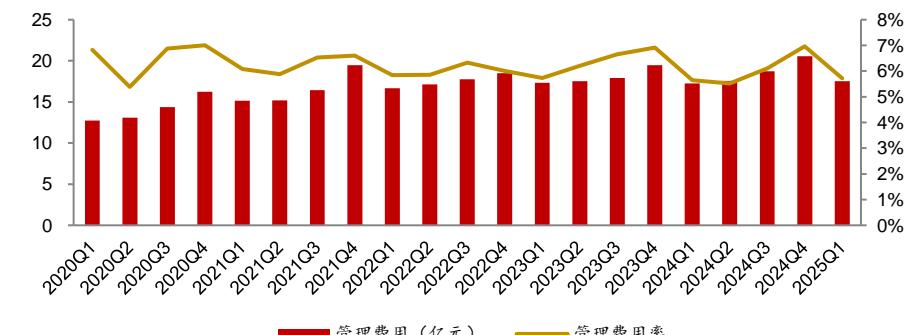
图：2020Q1-2025Q1原料药公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q1-2025Q1原料药公司销售费用率情况（分季度）



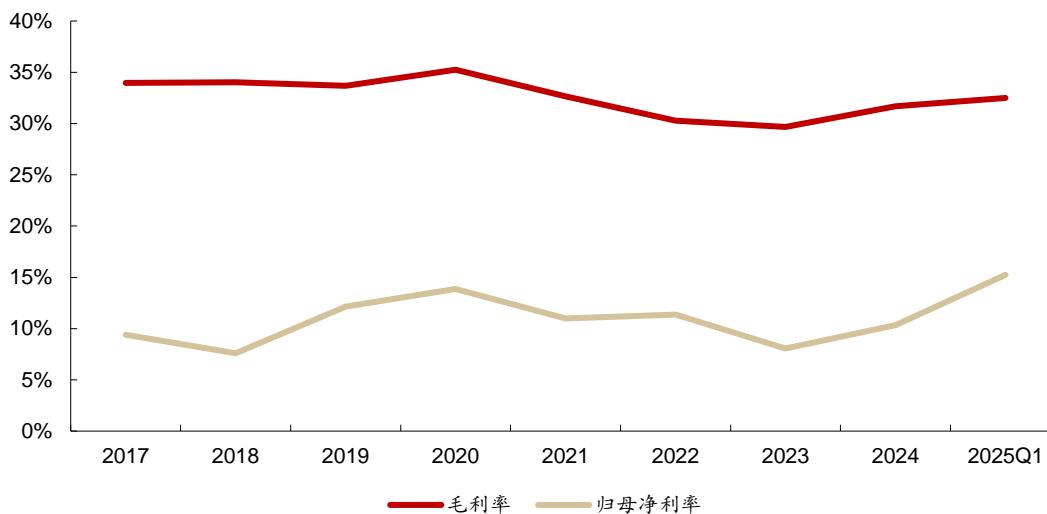
图：2020Q1-2025Q1原料药公司管理费用率情况（分季度）



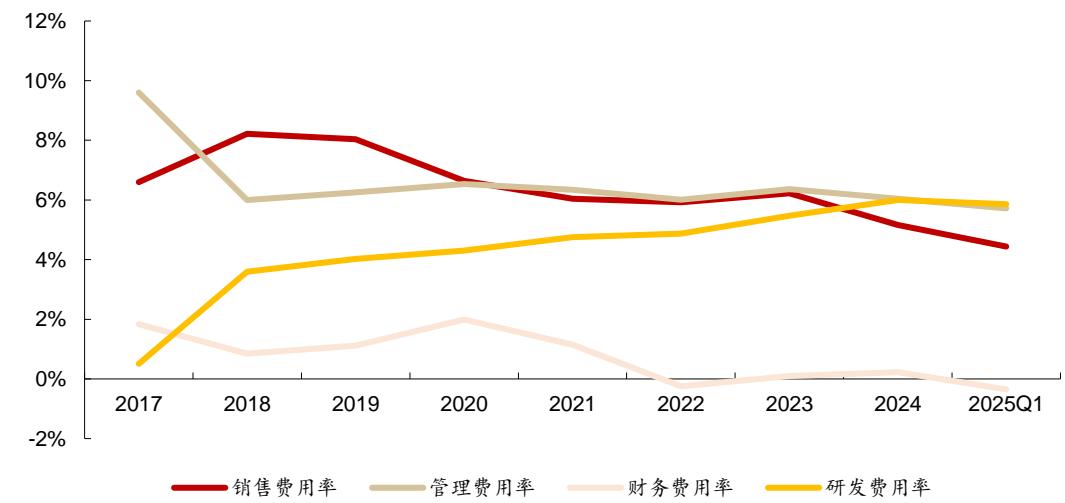
资料来源：wind, 华源证券研究

- 原料药：高景气细分表现好，纵向延伸制剂一体化显著贡献增量
- 盈利能力方面，2025Q1整体毛利率为32.5%，同比+1.97pct；归母净利率为15.2%，同比+4.3pct。
- 费用率方面：2025Q1销售费用率为4.4%，同比-1.1pct；管理费用率为5.7%，同比+0.07pct；研发费用率为5.85%，同比+0.61pct。

图：2017-2025Q1原料药公司毛利率和归母净利率



图：2017-2025Q1原料药公司费用率情况



- 原料药：高景气细分表现好，纵向延伸制剂一体化显著贡献增量
- 分化明显，高景气赛道如多肽链和VE/VA表现亮眼。【特色原料药】1) 多肽下游GLP-1系列产品需求旺盛，上游供应链业绩持续高增，如诺泰生物。2) 拓展制剂作为第二增长曲线的公司，凭借原料药制剂一体化优势，制剂矩阵逐步形成，对冲原料药主业内卷压力，部分个股业绩亦表现亮眼，如天宇股份。【大宗原料药】VA/VE供给格局变化、价格暴涨带动业绩高速增长，相关标的业绩表现亮眼，比如浙江医药、新和成等。
- 建议持续跟踪各品种的供需变化带来的投资机会、纵向一体化延伸标的第二增长曲线搭建情况，以及深耕细分高景气赛道的特色标的。建议关注奥锐特、诺泰生物、天宇股份。

		收入增速			利润增速		
		2023	2024	2025Q1	2023	2024	2025Q1
002102.SZ	能特科技	-9.2%	10.3%	-5.4%	-41.8%	-327.3%	287.2%
600216.SH	浙江医药	-4.0%	20.3%	0.3%	-20.4%	170.1%	273.1%
688076.SH	诺泰生物	58.7%	57.2%	59.0%	26.2%	148.2%	130.1%
002001.SZ	新和成	-5.1%	43.0%	20.9%	-25.3%	117.0%	116.2%
300702.SZ	天宇股份	-5.2%	4.1%	10.1%	123.0%	104.4%	112.7%
605116.SH	奥锐特	25.2%	16.9%	19.8%	37.2%	22.6%	45.3%
605507.SH	国邦医药	-6.5%	10.1%	7.6%	-33.5%	27.6%	8.2%
603229.SH	奥翔药业	6.8%	-2.6%	1.9%	7.9%	-18.6%	6.0%
300401.SZ	花园生物	-22.8%	13.6%	-1.2%	-49.9%	60.8%	5.5%
000739.SZ	普洛药业	8.8%	4.8%	-14.6%	6.7%	-2.3%	2.0%
002399.SZ	海普瑞	-23.9%	-3.0%	1.5%	-207.7%	182.6%	1.0%
002332.SZ	仙琚制药	-5.9%	-3.0%	-2.9%	-24.9%	-29.5%	-4.7%
301301.SZ	川宁生物	26.2%	19.4%	-14.9%	128.6%	48.9%	-18.3%
000756.SZ	新华制药	8.0%	4.5%	-1.8%	20.8%	-5.3%	-21.0%
002099.SZ	海翔药业	-19.7%	-10.7%	-8.0%	-577.3%	21.4%	-71.7%
688166.SH	博瑞医药	15.9%	8.7%	-26.8%	-15.5%	-6.6%	-79.8%
300765.SZ	新诺威	-4.8%	-22.0%	-9.9%	4.0%	-87.6%	-134.0%

	产品(元/千克)	2025-01	2025-02	2025-03	2025-04	最新环比
甾体	氢化可的松	0	5,500	5,500	5,500	0.0%
	地塞米松磷酸钠	9,750	9,750	9,750	9,750	0.0%
	黄体酮	1,900	1,900	1,900	1,900	0.0%
	醋酸甲地孕酮	2,700	2,700	2,700	2,700	0.0%
青霉素	青霉素工业盐, 元/十亿效价单位	150	150	130	120	-7.7%
	6-APA	320	320	300	280	-6.7%
	阿莫西林	300	300	280	280	0.0%
头孢	7-ACA-酶法	480	480	480	480	0.0%
	GCLE, 美元/千克	85	85	85	85	0.0%
	头孢氨苄	450	450	450	450	0.0%
	头孢拉啶	550	550	550	550	0.0%
	头孢克肟	2,400	2,500	2,500	2,500	0.0%
大环内酯	硫红	530	530	550	550	0.0%
	盐酸克林霉素	780	780	780	780	0.0%
	罗红霉素	860	860	860	860	0.0%
培南	4-AA	680	680	650	650	0.0%
兽药	氟苯尼考	195	188	185		-1.6%
	强力霉素	380	375	360		-4.0%
肝素	肝素及其盐, 美元/千克	5,081	4,307	4,425		2.8%
沙坦	缬沙坦	710	710	710	710	0.0%
	厄贝沙坦	620	620	620	620	0.0%
	替米沙坦	1,000	1,000	1,000	1,000	0.0%
普利	卡托普利	600	600	600	600	0.0%
	赖诺普利	2,100	2,100	2,100	2,100	0.0%
维生素	VA	120	110	85	75	-11.8%
	VE	135	135	118	120	1.7%
	泛酸钙	53	53	51	51	0.0%
造影剂	碘, 美元/吨	67,814	68,364	69,952		2.3%

主要内容

1. 医药行业：行业持续分化，创新药+原料药+CXO表现较好
2. 创新药：商业化新周期，创新品种快速放量，盈利信号积极
3. 化药：化药板块内部分化显著，仿转创业绩呈向上趋势
4. 医疗器械：耗材业务回暖显著，重点关注政策赋能、前沿技术落地
5. 生物制品：血制品短期或向下见底，中长期持续看好
6. 中药：短期营收利润承压，业绩拐点可期
7. 原料药：高景气细分表现好，纵向延伸制剂一体化显著贡献增量
8. 医药商业：25Q1业绩环比降幅收窄，期待全年利润改善
9. 医疗服务：业绩边际改善，行业持续回暖
10. CXO&科研服务产业链： CXO边际改善，科研上游持续低迷
11. 风险提示

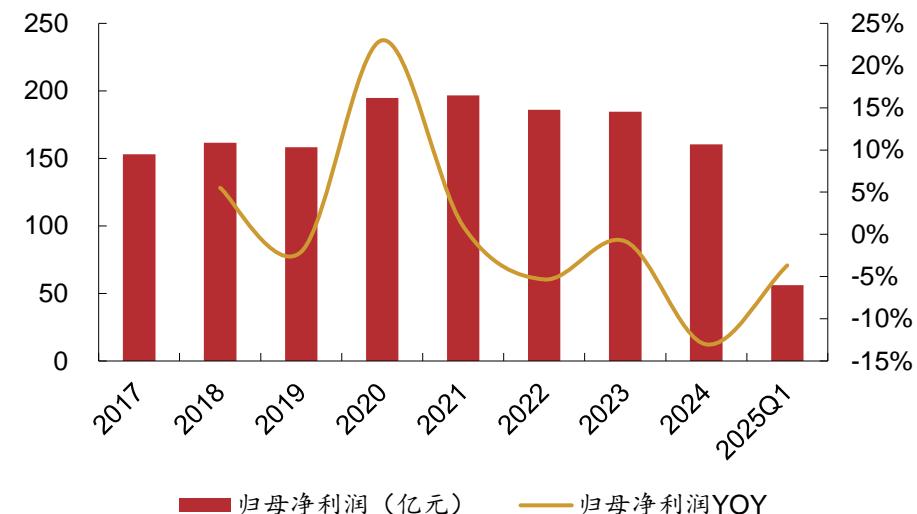
■ 医药商业：2024年业绩承压，降本增效下期待2025年全年盈利能力改善

- 2024年医药商业公司共实现营收10253.1亿元，同比增长0.8%；共实现归母净利润160.5亿元，同比下滑13%。其中，线下药店实现收入1162.2亿元，同比增长4.9%；实现归母净利润33.2亿元，同比下降31%。医药流通实现营收9090.9亿元，同比增长0.3%；实现归母净利润127.3亿元，同比下滑6.7%。
- 单季度看，24Q4线下药店实现营收309.9亿元（同比-1.0%），实现归母净利润0.8亿元（同比-87.2%）；25Q1线下药店实现营收296.1亿元（同比-0.2%），实现归母净利润14.5亿元（同比-4.6%）。24Q4医药流通实现营收2208.4亿元（同比-1.3%），实现归母净利润5.4亿元（同比-39.1%）；25Q1医药流通实现营收2315.5亿元（同比-1.0%），实现归母净利润41.8亿元（同比-3.3%）。由于减值等因素影响，24Q4利润下滑幅度较大，25Q1业绩增速环比有所改善，降幅有所收窄。

图：2017-2025Q1医药商业公司收入及增速情况

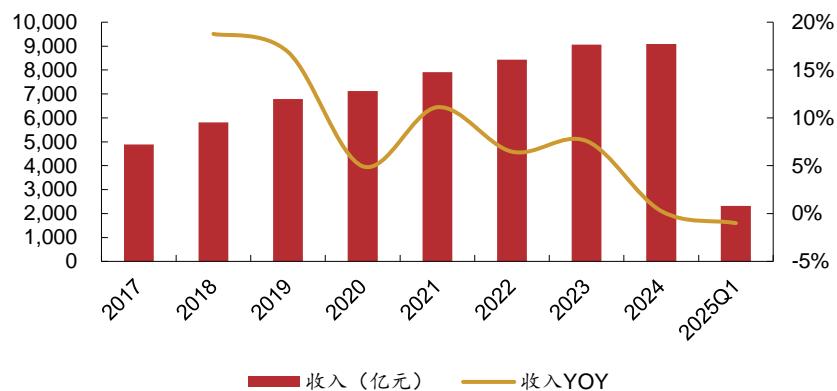


图：2017-2025Q1医药商业公司归母净利润及增速情况

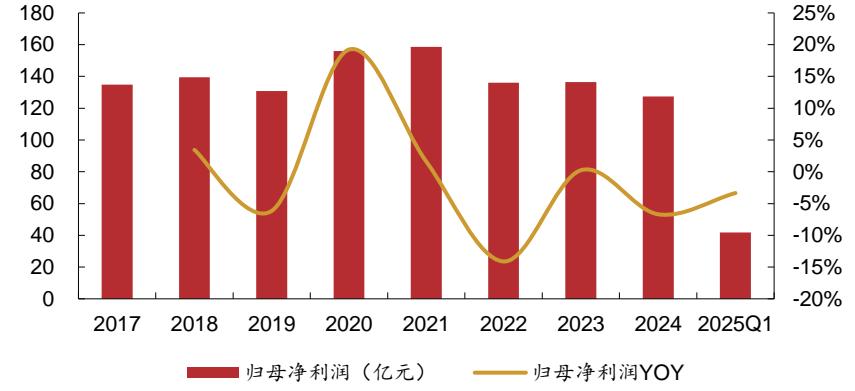


■ 医药商业：2024年业绩承压，降本增效下期待2025年全年盈利能力改善

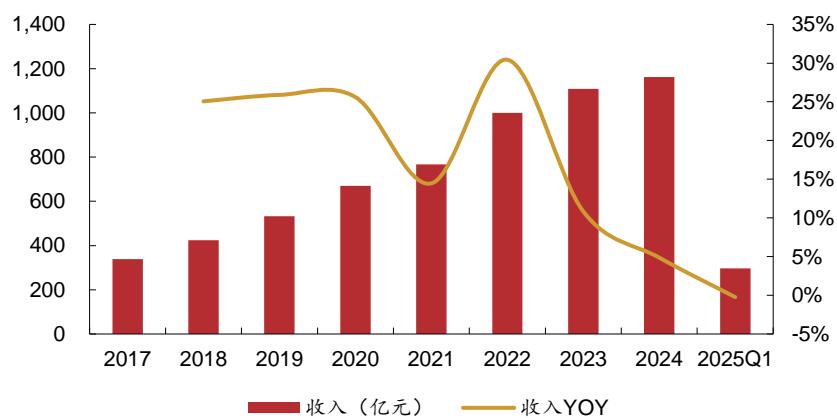
图：2017-2025Q1医药流通公司收入及增速情况



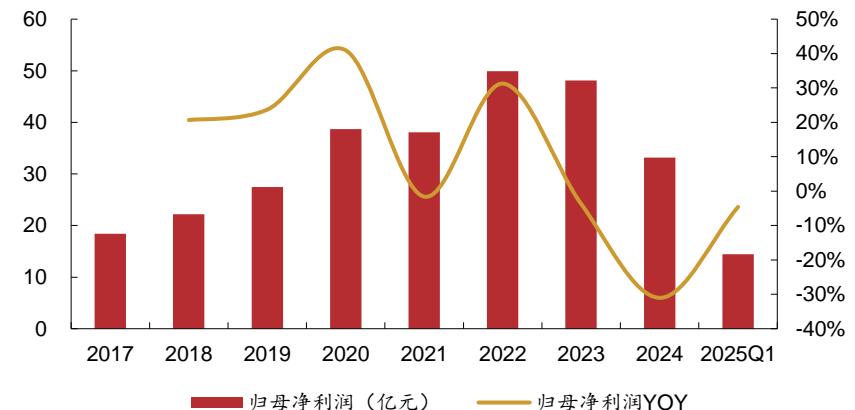
图：2017-2025Q1医药流通公司归母净利润及增速情况



图：2017-2025Q1线下药店公司收入及增速情况

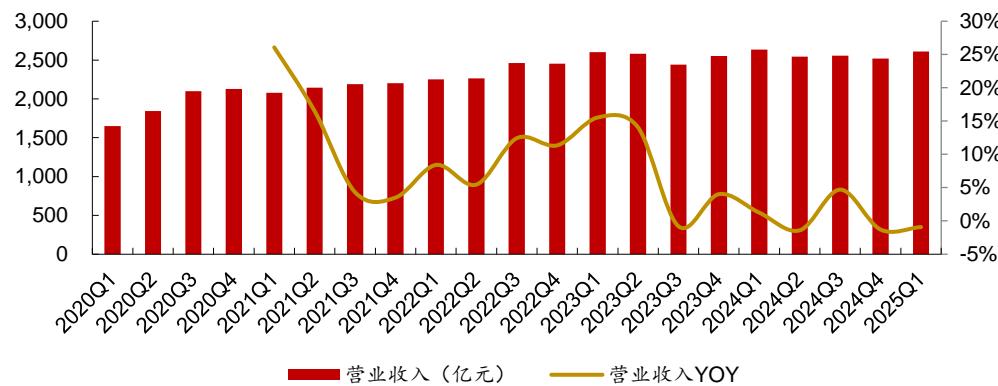


图：2017-2025Q1线下药店公司归母净利润及增速情况

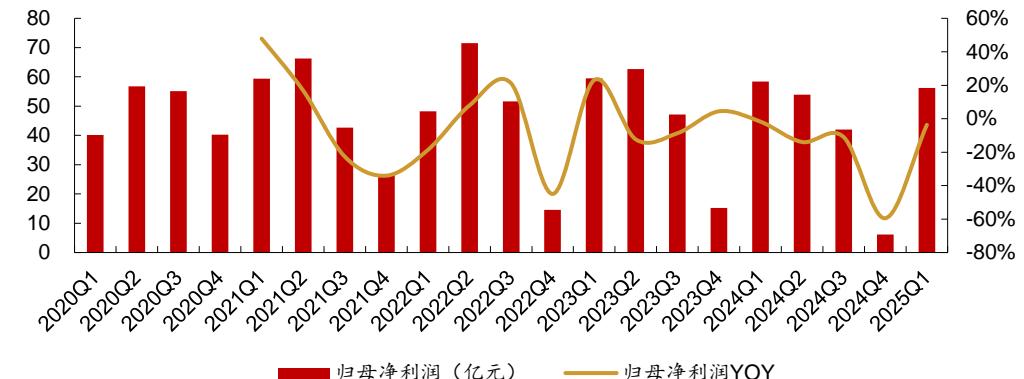


■ 医药商业：2024年业绩承压，降本增效下期待2025年全年盈利能力改善

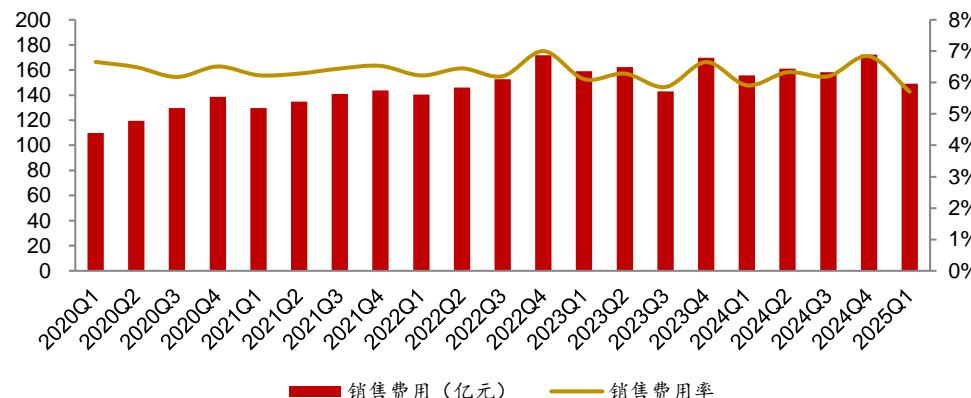
图：2020Q1-2025Q1医药商业公司收入及增速情况（分季度）



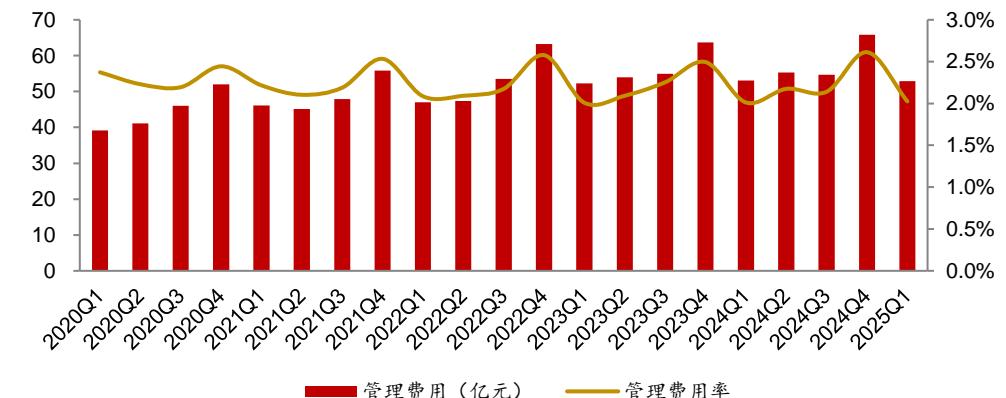
图：2020Q1-2025Q1医药商业公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q1-2025Q1医药商业公司销售费用情况（分季度）



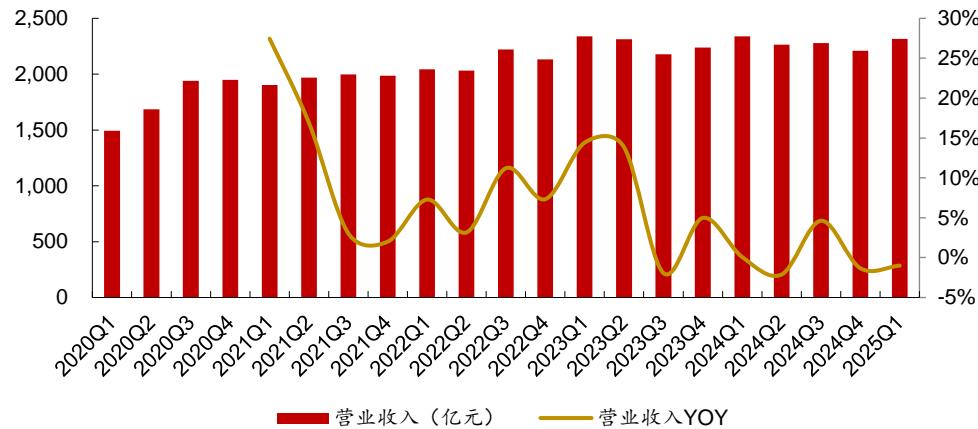
图：2020Q1-2025Q1医药商业公司管理费用情况（分季度）



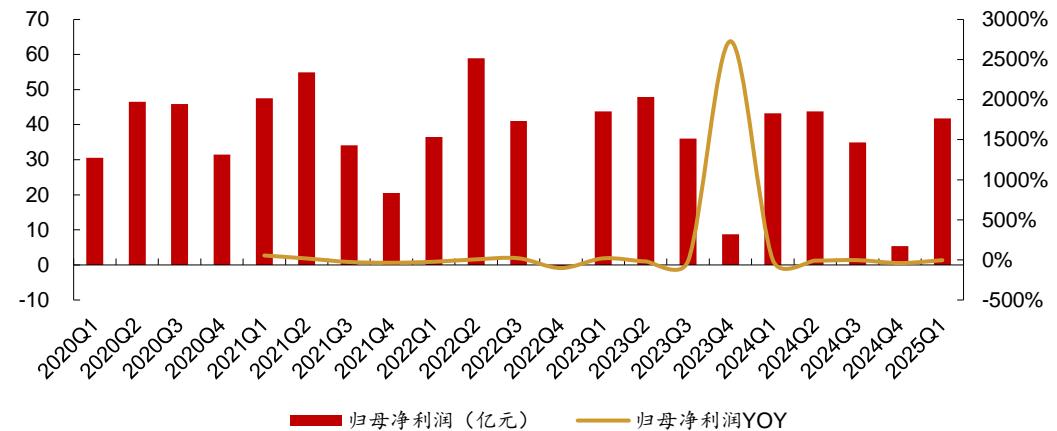
医药商业：25Q1业绩环比降幅收窄，期待全年利润改善

■ 医药商业：2024年业绩承压，降本增效下期待2025年全年盈利能力改善

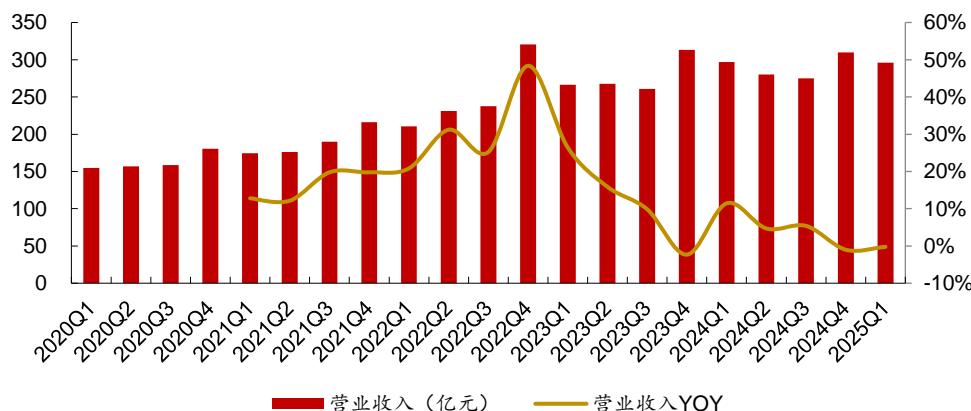
图：2020Q1-2025Q1医药流通公司收入及增速情况（分季度）



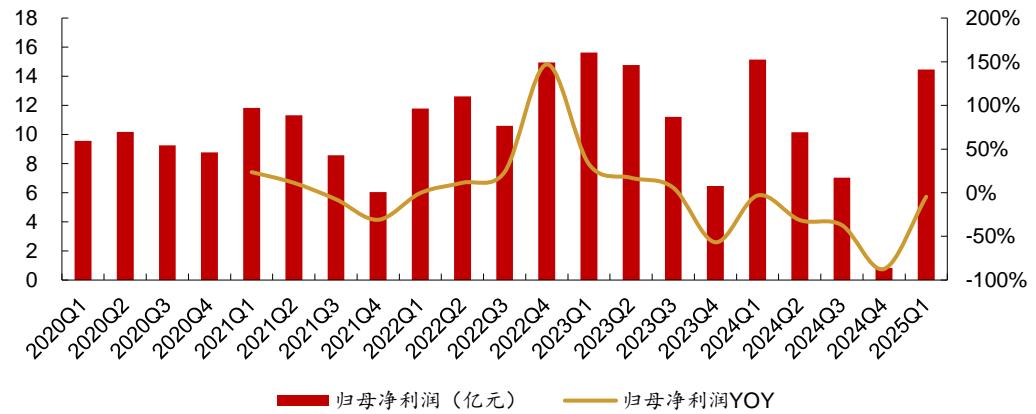
图：2020Q1-2025Q1医药流通公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q1-2025Q1线下药店公司收入及增速情况（分季度）



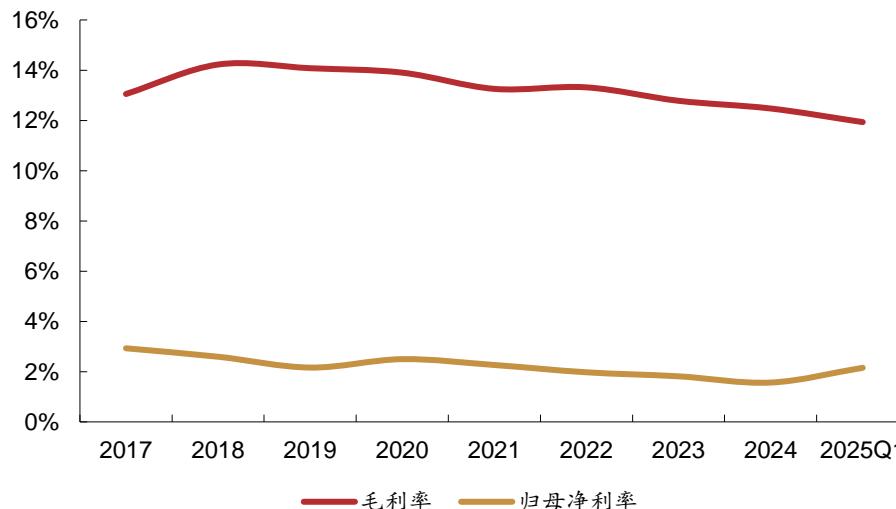
图：2020Q1-2025Q1线下药店公司归母净利润及增速情况（分季度）



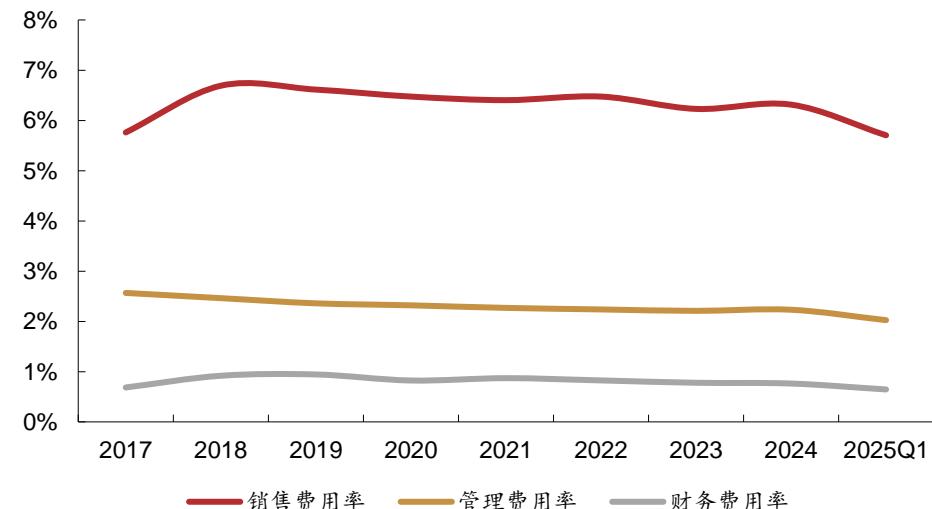
■ 医药商业：2024年业绩承压，降本增效下期待2025年全年盈利能力改善

- 盈利能力方面，2024年医药商业整体毛利率为12.5%，较去年同期减少0.3pct，归母净利率为1.6%，较去年同期减少0.2pct；2025Q1整体毛利率为11.9%，较2024Q1减少0.5pct，归母净利率为2.2%，较2024Q1下降0.1pct。其中药店25Q1毛利率34.2%，同比持平；医药流通25Q1毛利率为9.1%，同比下滑0.5pct。
- 费用率方面，2024年销售费用率为6.3%、管理费用率为2.2%、财务费用率为0.8%，较去年同期基本稳定；2025Q1销售费用率为5.7%（同比-0.2 pct）、管理费用率为2.0%（同比持平），财务费用率为0.6%（同比-0.1 pct）。其中药店销售/管理/财务费用率分别为22.5%/3.9%/0.7%，同比持平/+0.3 pct/持平，医药流通销售/管理/财务费用率分别为3.6%/1.8%/0.6%，同比-0.2 pct/持平/-0.1 pct。

图：2017-2025Q1医药商业公司毛利率和归母净利率

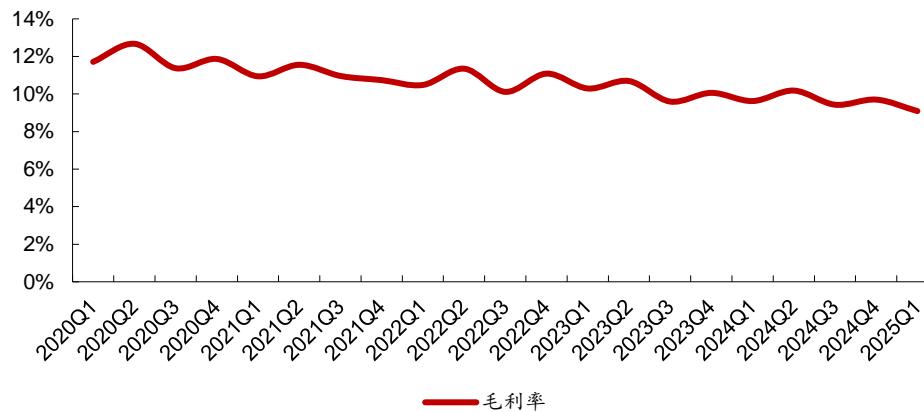


图：2017-2025Q1医药商业公司费用率情况

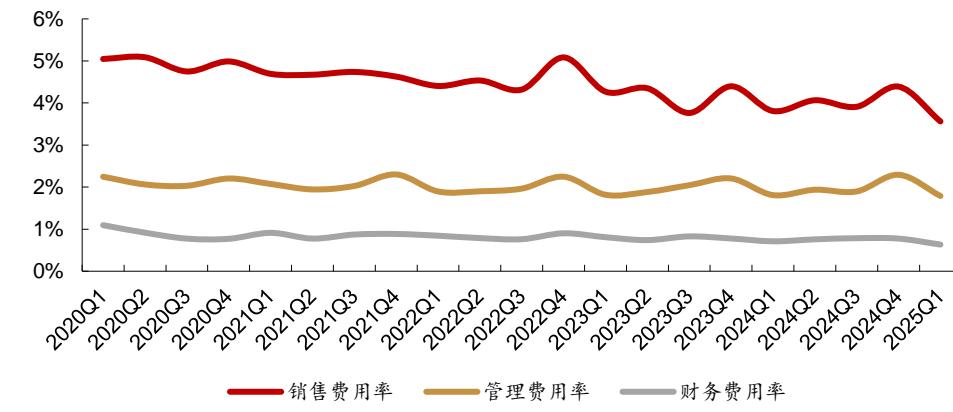


■ 医药商业：2024年业绩承压，降本增效下期待2025年全年盈利能力改善

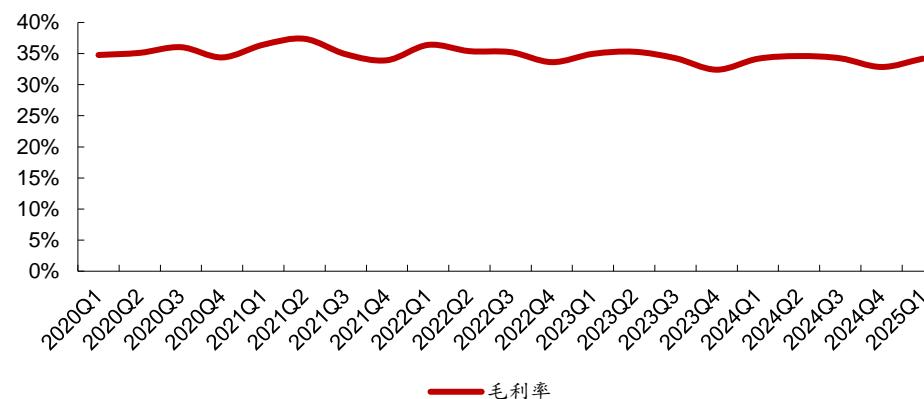
图：2020Q1-2025Q1医药流通公司毛利率情况（分季度）



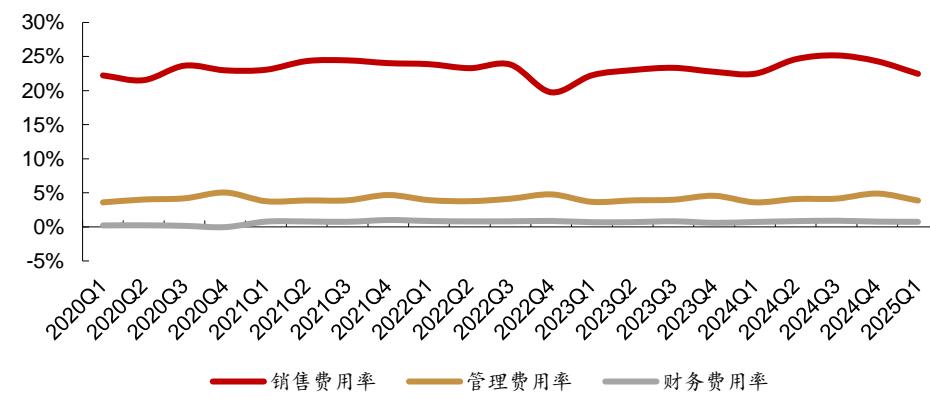
图：2020Q1-2025Q1医药流通公司费用率情况（分季度）



图：2020Q1-2025Q1线下药店公司毛利率情况（分季度）



图：2020Q1-2025Q1线下药店公司费用率情况（分季度）



■ 医药商业：2024年业绩承压，降本增效下期待2025年全年盈利能力改善

- 2024年医药商业板块中，医药流通表现相对稳健，药店利润下滑较大，25Q1药店内部业绩出现较大分化。
- 我们认为，目前受到宏观经济、行业政策变化等因素影响，医药商业企业业绩短期存在一定压力。但从长期来看，在集采常规化的后时代，医药流通整体有望保持个位数的稳健增长，其中头部企业有望通过收并购、布局创新业务等方式进一步提升市场份额及业绩增速，建议关注国内龙头国药系及地方龙头。药店方面，短期来看受社会消费环境、医保统筹政策等因素影响业绩承压，但长期来看门诊统筹政策的持续推进、行业集中度提升仍然是大趋势，龙头连锁仍有较大成长空间，预计未来业绩将逐渐好转。

表：2023–2025Q1医药商业公司收入和归母净利润同比增速情况

		收入增速			归母净利润增速		
		2023	2024	2025Q1	2023	2024	2025Q1
603233.SH	大参林	15.5%	8.0%	3.0%	12.6%	-21.6%	15.4%
600833.SH	第一医药	-31.5%	5.3%	9.1%	-37.8%	82.7%	-86.9%
301408.SZ	华人健康	16.4%	19.3%	14.7%	-28.7%	20.1%	28.2%
605266.SH	健之佳	20.8%	2.2%	-0.9%	14.1%	-69.1%	-35.8%
603883.SH	老百姓	11.2%	-0.4%	-1.9%	18.4%	-44.1%	-22.0%
301017.SZ	漱玉平民	17.5%	4.1%	-2.5%	-42.0%	-241.9%	143.8%
002727.SZ	一心堂	-0.3%	3.6%	-6.5%	-45.6%	-79.2%	-33.8%
603939.SH	益丰药房	13.6%	6.5%	0.6%	11.6%	8.3%	10.5%
600511.SH	国药股份	9.2%	1.8%	4.9%	9.3%	-6.8%	-0.1%
000028.SZ	国药一致	2.8%	-1.5%	-4.2%	7.6%	-59.8%	-15.6%
600998.SH	九州通	6.9%	1.1%	3.8%	4.3%	15.3%	80.4%
603368.SH	柳药集团	9.2%	1.8%	-7.9%	21.1%	0.6%	-7.7%
601607.SH	上海医药	12.2%	5.7%	0.9%	-32.9%	20.8%	-13.6%
000950.SZ	重药控股	18.1%	0.6%	5.0%	-31.2%	-56.8%	21.6%

数据来源：Wind，华源证券研究所

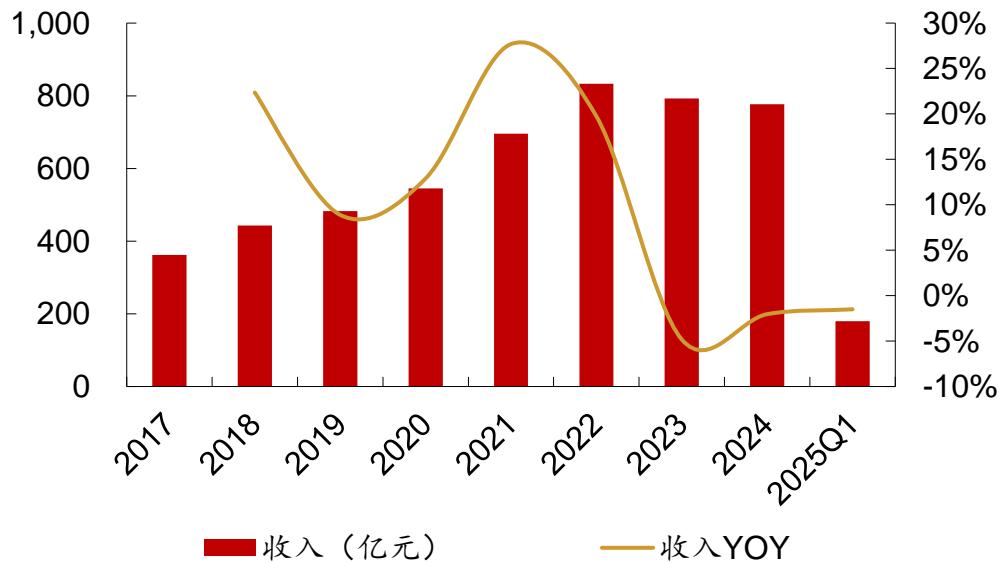
主要内容

1. 医药行业：行业持续分化，创新药+原料药+CXO表现较好
2. 创新药：商业化新周期，创新品种快速放量，盈利信号积极
3. 化药：化药板块内部分化显著，仿转创业绩呈向上趋势
4. 医疗器械：耗材业务回暖显著，重点关注政策赋能、前沿技术落地
5. 生物制品：血制品短期或向下见底，中长期持续看好
6. 中药：短期营收利润承压，业绩拐点可期
7. 原料药：高景气细分表现好，纵向延伸制剂一体化显著贡献增量
8. 医药商业：25Q1业绩环比降幅收窄，期待全年利润改善
9. 医疗服务：业绩边际改善，行业持续回暖
10. CXO&科研服务产业链： CXO边际改善，科研上游持续低迷
11. 风险提示

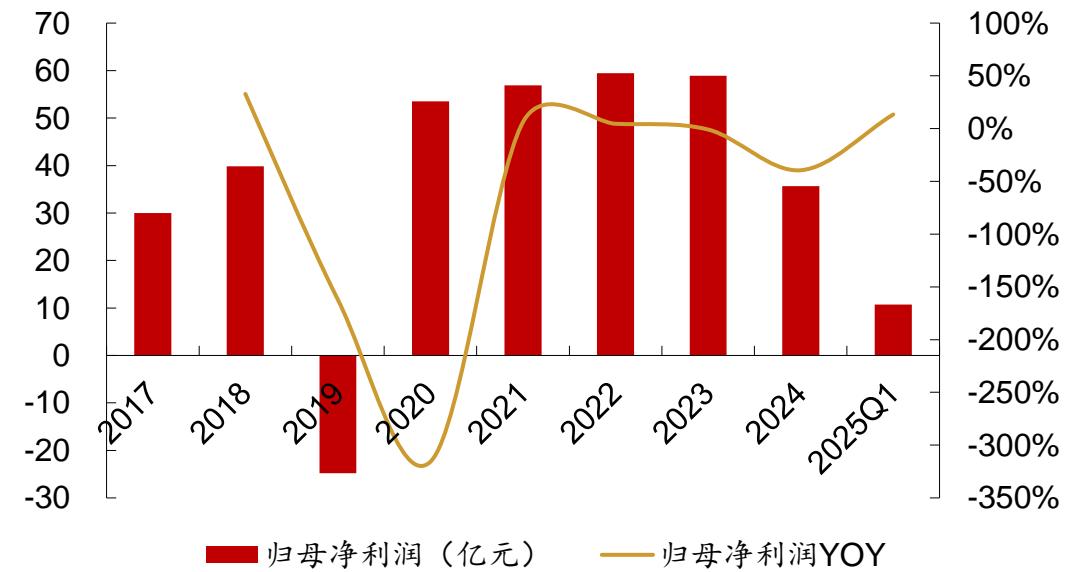
■ 医疗服务：2025Q1业绩增速回升，行业持续回暖

- 医疗服务整体：16家医疗服务公司2024年实现营收 776.6 亿元，同比下滑2.0%；实现归母净利润35.7亿元，同比下滑39.5%。单季度看，25Q1实现营收179.7亿元，同比下滑1.5%；归母净利润为10.7亿元，同比增长13.4%。

图：2017-2025Q1医疗服务公司收入及增速情况

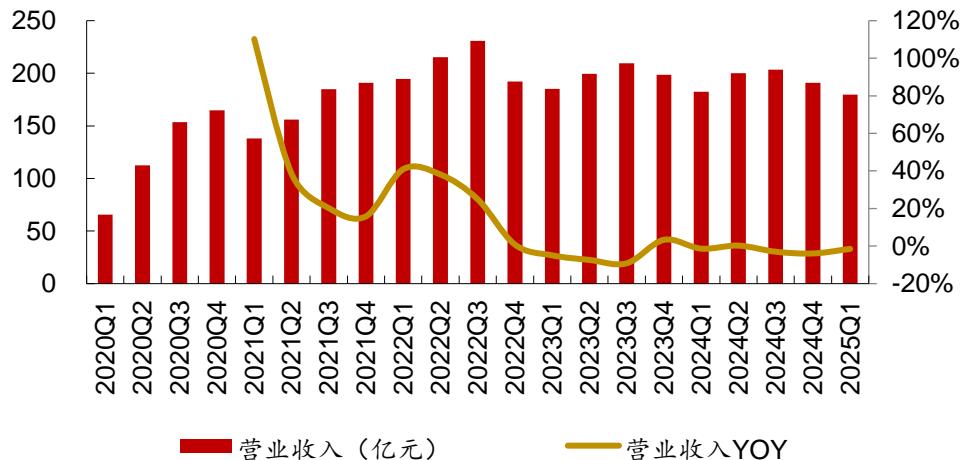


图：2017-2025Q1医疗服务公司归母净利润及增速情况

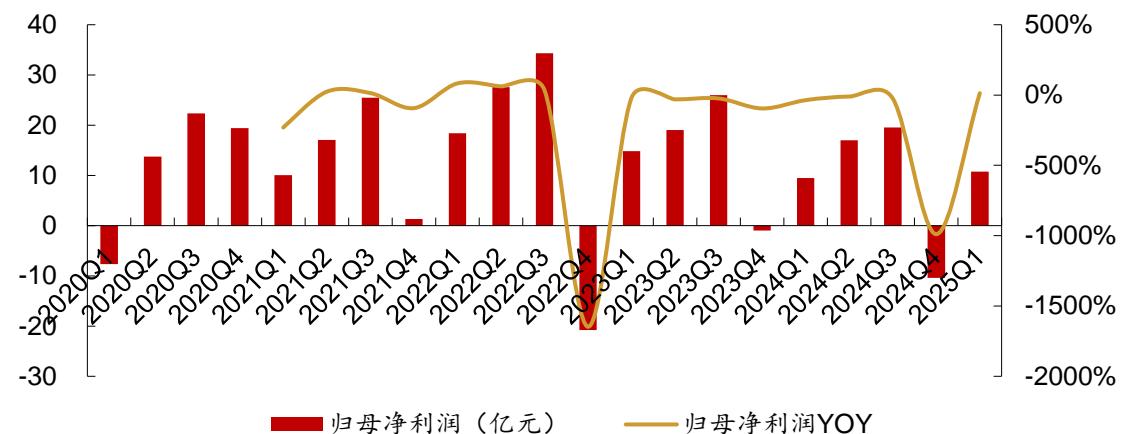


■ 医疗服务：2025Q1业绩增速回升，行业持续回暖

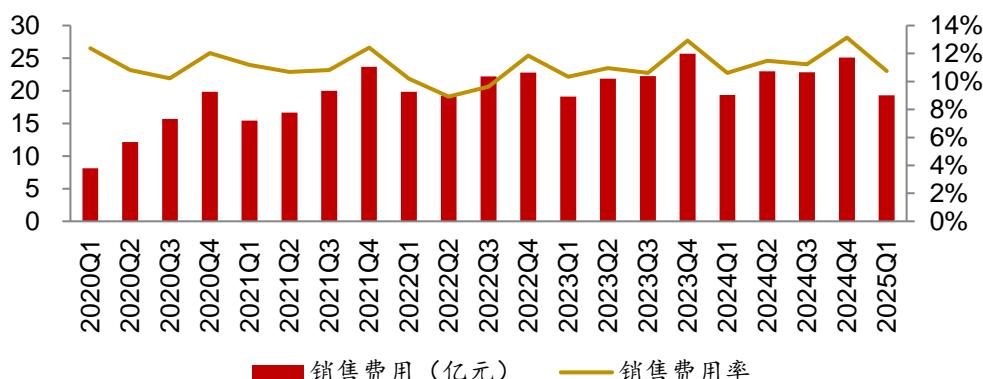
图：2020Q1-2025Q1医疗服务公司收入及增速情况（分季度）



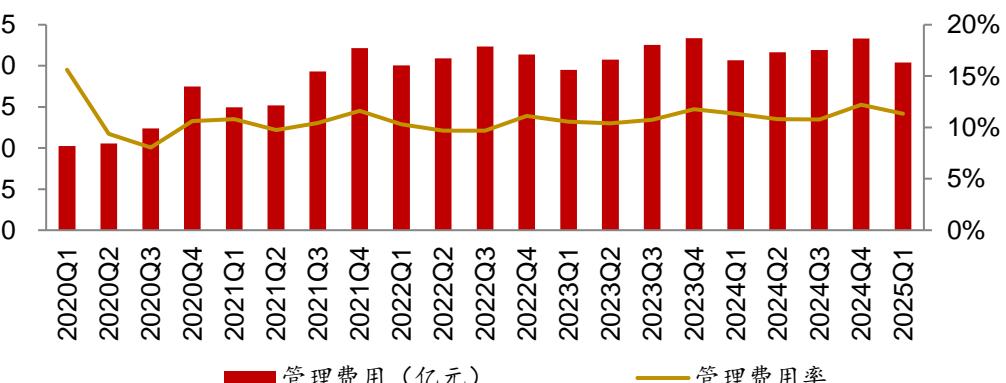
图：2020Q1-2025Q1医疗服务公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q1-2025Q1医疗服务公司销售费用情况（分季度）



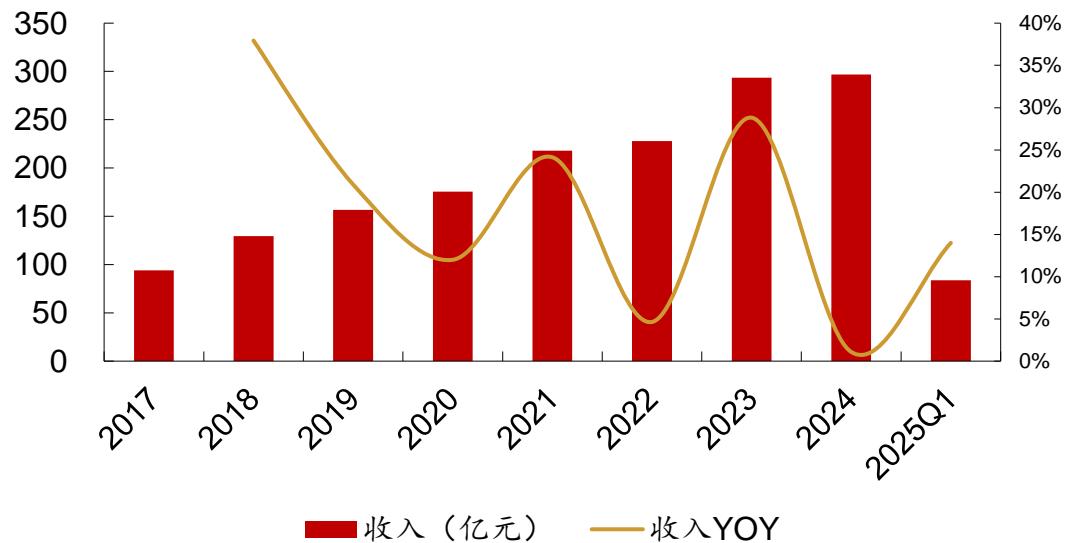
图：2020Q1-2025Q1医疗服务公司管理费用情况（分季度）



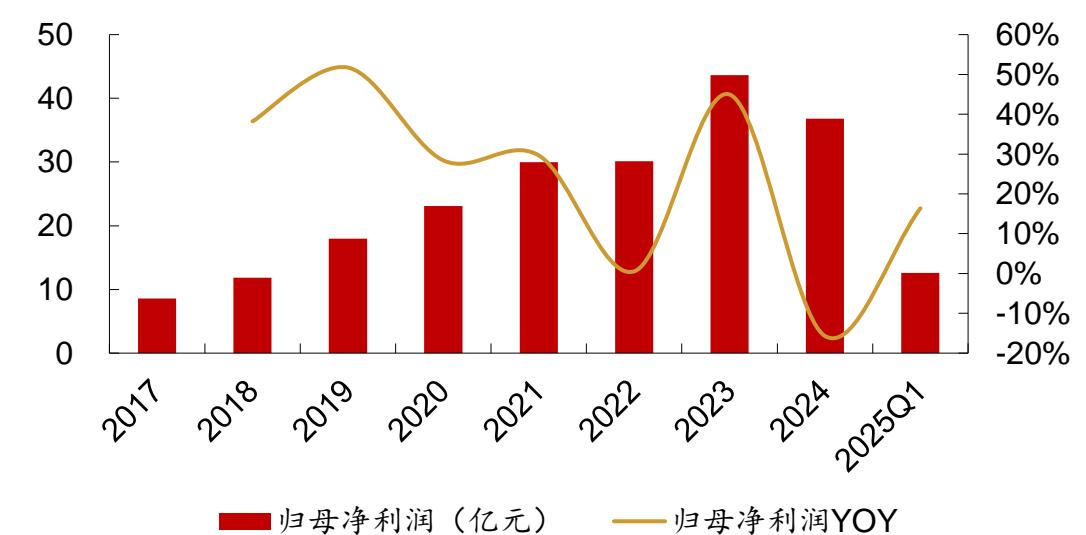
■ 医疗服务：2025Q1业绩增速回升，行业持续回暖

- 眼科：5家眼科公司2024年共实现营收296.8亿元，同比增长1.1%；共实现归母净利润36.8亿元，同比下滑15.7%。单季度看，25Q1实现营收83.6亿元，同比增长14%；归母净利润为12.6亿元，同比增长16.4%，增长亮眼主要因一季度高毛利的屈光手术和视光业务需求较好。

图：2017-2025Q1眼科医疗服务公司收入及增速情况

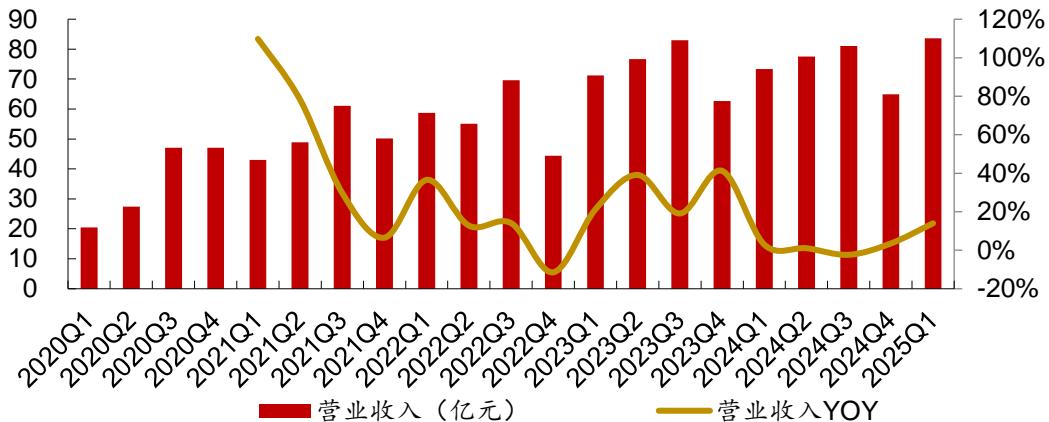


图：2017-2025Q1眼科医疗服务公司归母净利润及增速情况

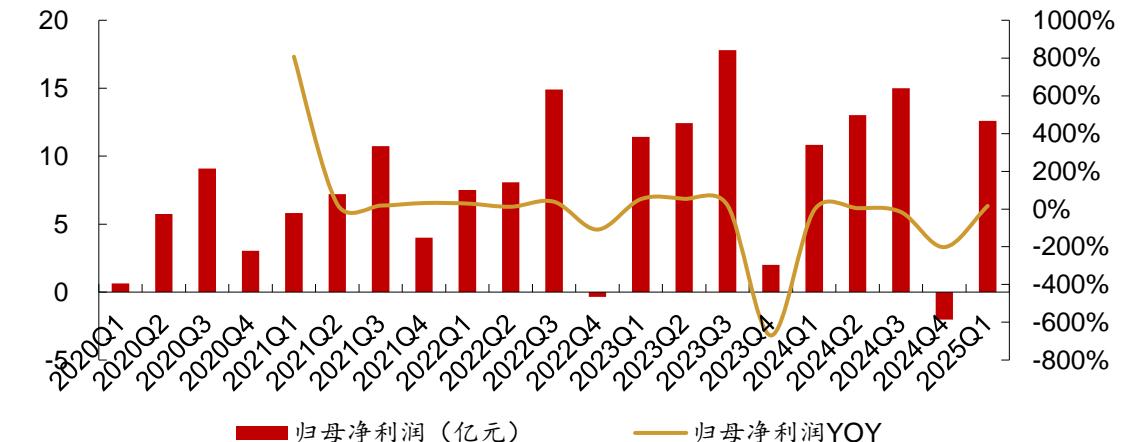


■ 医疗服务：2025Q1业绩增速回升，行业持续回暖

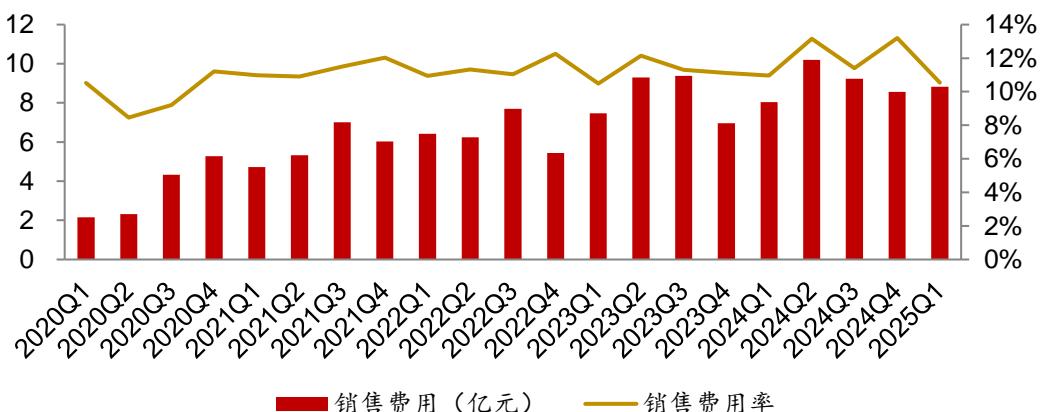
图：2020Q1–2025Q1眼科医疗服务公司收入及增速情况（分季度）



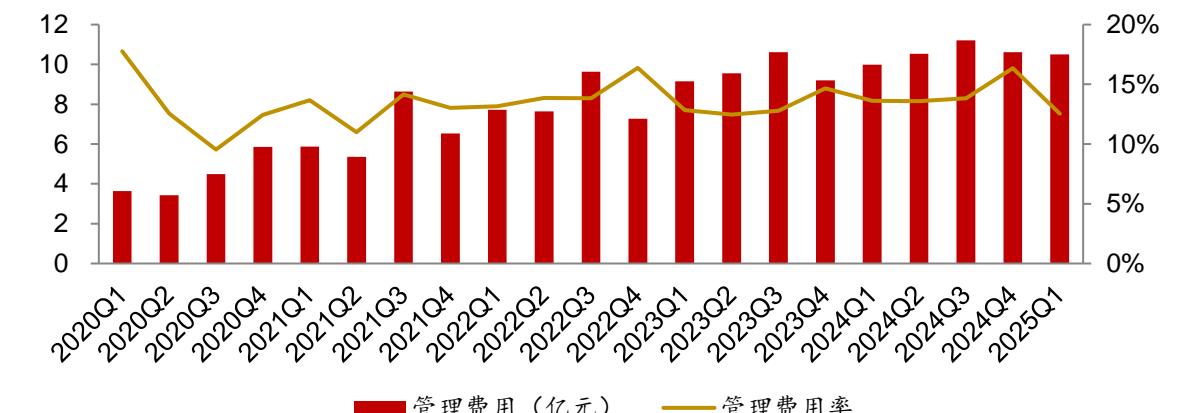
图：2020Q1–2025Q1眼科医疗服务公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q1–2025Q1眼科医疗服务公司销售费用情况（分季度）



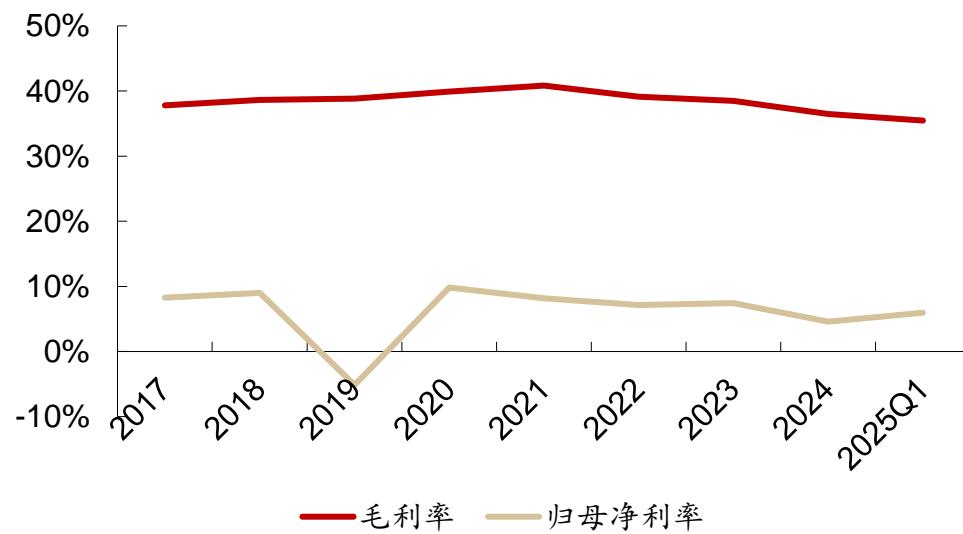
图：2020Q1–2025Q1眼科医疗服务公司管理费用情况（分季度）



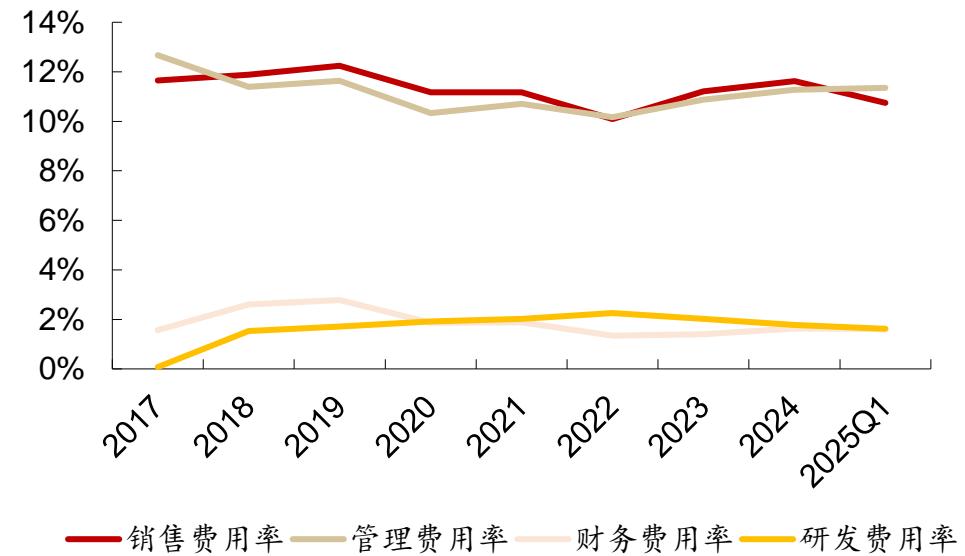
■ 医疗服务：2025Q1业绩增速回升，行业持续回暖

- 整体盈利能力方面，2024年整体毛利率为36.5%，较去年同期减少2.0pct；归母净利率为4.6%，较去年同期减少2.8pct；25Q1整体毛利率为35.5%，较去年同期提升0.6pct，归母净利率为6.0%，较去年同期提升0.8pct。
- 整体费用率方面，2024年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 11.6%、11.3%、1.6%，同比分别提升 0.4pct、0.4pct、0.2 pct。2025Q1销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为10.8%、11.4%、1.6%，同比分别+0.1pct、持平、-0.1pct。

图：2017-2025Q1医疗服务公司毛利率和归母净利率



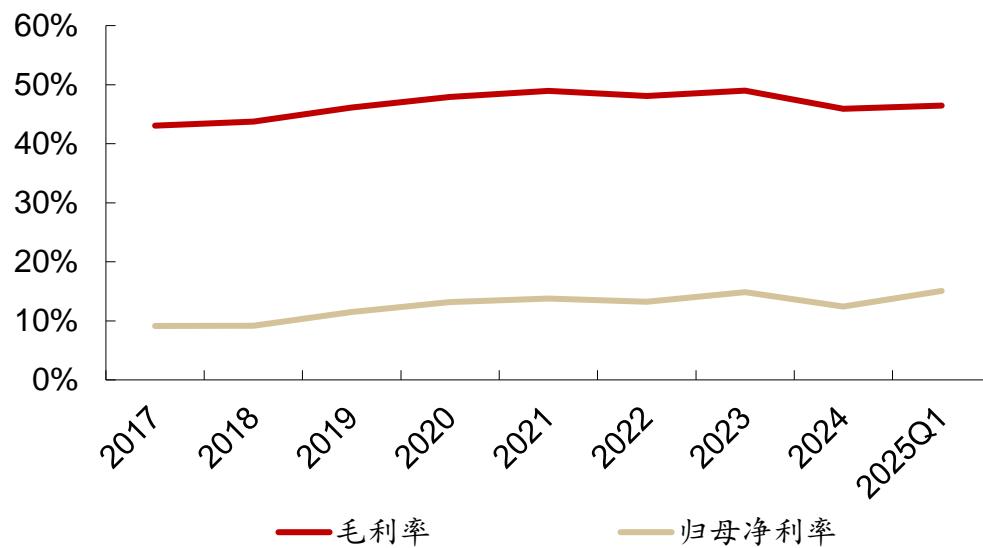
图：2017-2025Q1医疗服务公司费用率情况



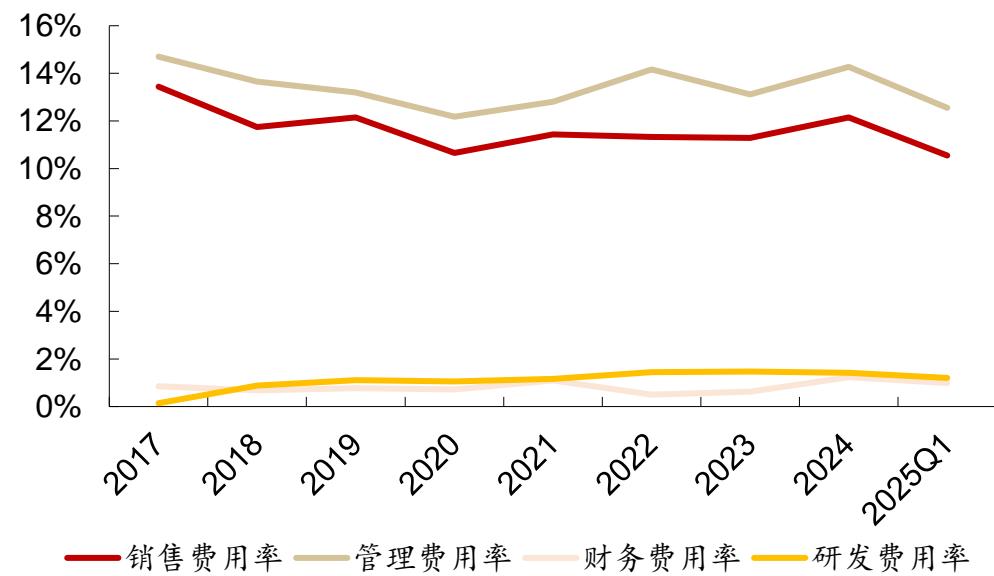
■ 医疗服务：2025Q1业绩增速回升，行业持续回暖

- 眼科公司盈利能力方面，2024年整体毛利率为45.9%，较去年同期减少3.1pct；归母净利率为12.4%，较去年同期减少2.5pct；25Q1整体毛利率为46.4%，较去年同期减少0.6pct，归母净利率为15.1%，较去年同期提升0.3pct。
- 眼科公司费用率方面，2024年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为12.1%、14.3%、1.2%，同比分别提升0.9pct、1.1pct、0.6pct。2025Q1销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为10.5%、12.6%、1.0%，同比分别-0.4pct、-1.1pct、-0.2pct。

图：2017-2025Q1眼科医疗服务公司毛利率和归母净利率



图：2017-2025Q1眼科医疗服务公司费用率情况



■ 医疗服务：2025Q1业绩增速回升，行业持续回暖

- 受制于需求疲弱，2024年医疗服务业绩整体承压，25Q1业绩增速回升，其中眼科板块Q1增长亮眼，主因一季度高毛利的屈光手术和视光业务需求较好。
- 我们认为，医疗服务长期刚性需求支撑行业稳定复苏，叠加低渗透率与高市场天花板，建议关注需求有望持续回暖的眼科赛道，如爱尔眼科、普瑞眼科、华厦眼科。

表：2023-2025Q1医疗服务公司收入和归母净利润同比增速情况

		收入增速			归母净利润增速		
		2023	2024	2025Q1	2023	2024	2025Q1
300015.SZ	爱尔眼科	26.4%	3.0%	16.0%	33.1%	5.9%	16.7%
002044.SZ	美年健康	26.4%	-1.8%	-2.6%	190.4%	-44.2%	3.9%
600763.SH	通策医疗	4.7%	1.0%	5.1%	-8.7%	0.2%	6.2%
301267.SZ	华厦眼科	24.1%	0.3%	11.7%	29.6%	-35.6%	-4.0%
603882.SH	金域医学	-44.8%	-15.8%	-20.4%	-76.6%	-159.3%	-49.1%
000516.SZ	国际医学	70.3%	4.3%	-15.0%	68.7%	31.0%	-1.4%
300244.SZ	迪安诊断	-33.9%	-9.0%	-20.4%	-78.6%	-216.2%	-190.7%
301293.SZ	三博脑科	22.7%	8.8%	16.8%	23.3%	34.2%	14.6%
002219.SZ	新里程	13.6%	-2.9%	-16.5%	-80.3%	296.1%	-9.4%
300143.SZ	盈康生命	27.2%	6.0%	-1.7%	116.9%	14.9%	14.4%
301239.SZ	普瑞眼科	57.5%	-1.5%	9.8%	1202.6%	-138.0%	61.2%
002173.SZ	创新医疗	13.5%	1.3%	-4.0%	53.3%	-174.0%	-368.0%
301060.SZ	兰卫医学	-60.1%	4.1%	-19.6%	-122.9%	22.7%	-854.0%
301103.SZ	何氏眼科	24.1%	-7.6%	2.3%	95.0%	-143.1%	12.3%
002622.SZ	皓宸医疗	51.1%	13.9%	-12.6%	63.3%	60.1%	-167.1%
002524.SZ	光正眼科	40.1%	-16.9%	4.3%	111.8%	-1987.1%	103.1%

数据来源：Wind, 华源证券研究所

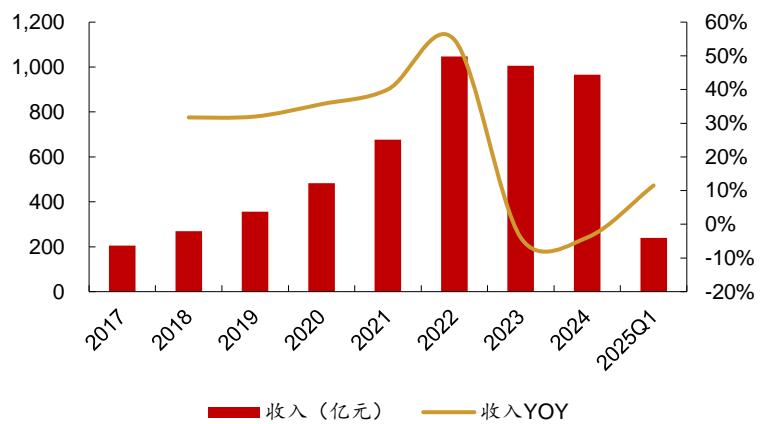
主要内容

1. 医药行业：行业持续分化，创新药+原料药+CXO表现较好
2. 创新药：商业化新周期，创新品种快速放量，盈利信号积极
3. 化药：化药板块内部分化显著，仿转创业绩呈向上趋势
4. 医疗器械：耗材业务回暖显著，重点关注政策赋能、前沿技术落地
5. 生物制品：血制品短期或向下见底，中长期持续看好
6. 中药：短期营收利润承压，业绩拐点可期
7. 原料药：高景气细分表现好，纵向延伸制剂一体化显著贡献增量
8. 医药商业：25Q1业绩环比降幅收窄，期待全年利润改善
9. 医疗服务：业绩边际改善，行业持续回暖
10. CXO&科研服务产业链： CXO边际改善，科研上游持续低迷
11. 风险提示

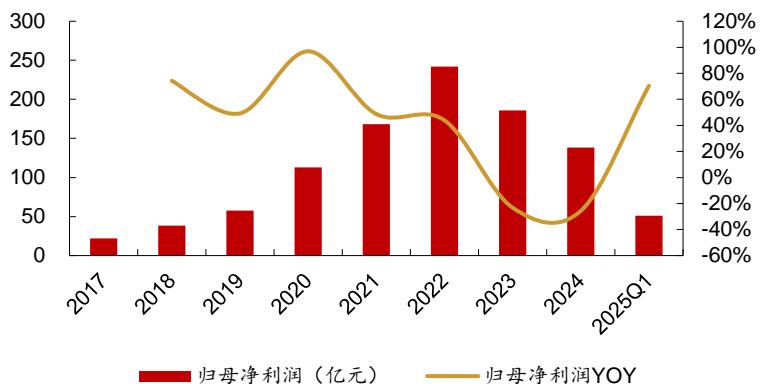
■ CXO&科研服务产业链：CXO边际改善，科研上游持续低迷

- 2024年 CXO&科研服务产业链共实现营收966.2亿元，同比下降3.92%；共实现归母净利润138.2亿元，同比下降25.6%。其中，CXO实现营收865.7亿元，同比下滑4.8%；实现归母净利润131.0亿元，同比下滑25.2%。科研服务产业链实现营收100.5亿元，同比增长4.5%；实现归母净利润7.2亿元，同比下滑32.6%。
- 2025Q1 CXO&科研服务产业链共实现营收239.0亿元，同比增长11.5%；实现归母净利润51.1亿元，同比增长70.5%。其中，CXO板块24Q4和25Q1收入增速分别为6.8%和12.0%，归母净利润增速分别为97.3%和75.5%；科研上游板块24Q4和25Q1收入增速分别为5.6%和7.3%，归母净利润增速分别为-36.1%和2.22%。

图：2017-2025Q1 CXO&科研产业链公司收入及增速情况



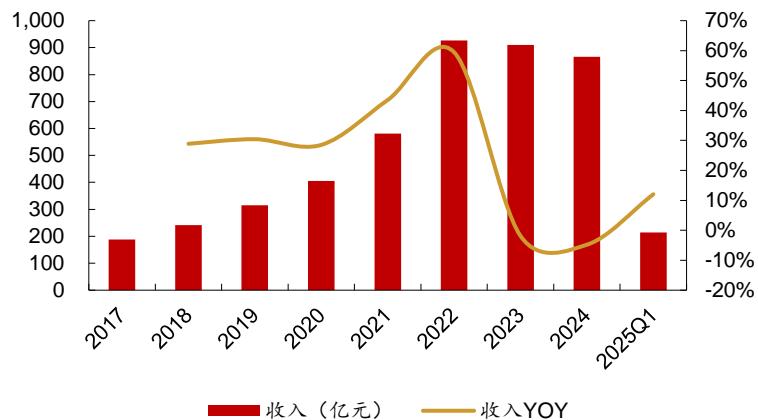
图：2017-2025Q1 CXO&科研产业链公司归母净利润及增速情况



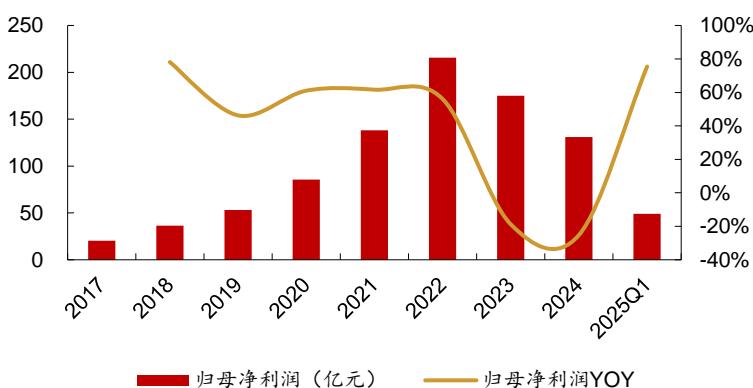
资料来源：wind，华源证券研究

■ CXO&科研服务产业链：CXO边际改善，科研上游持续低迷

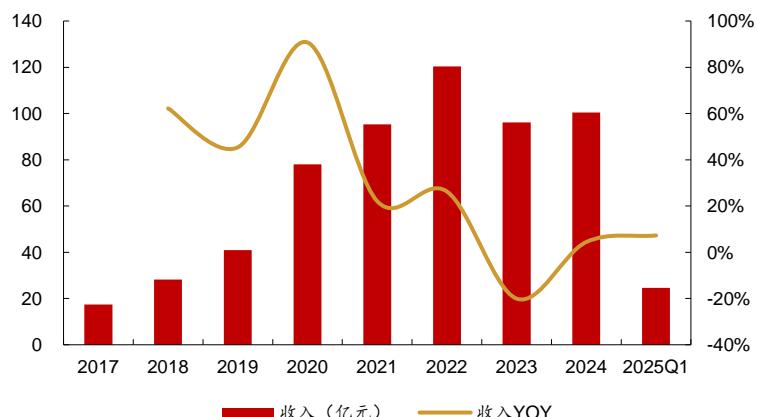
图：2017-2025Q1 CXO公司收入及增速情况



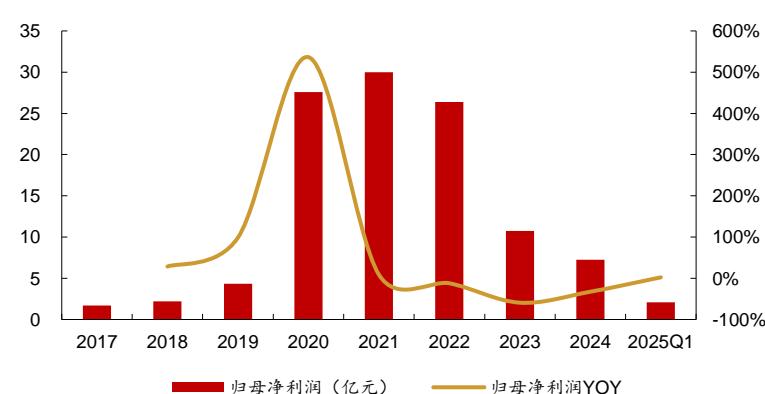
图：2017-2025Q1 CXO公司归母净利润及增速情况



图：2017-2025Q1科研服务产业链公司收入及增速情况

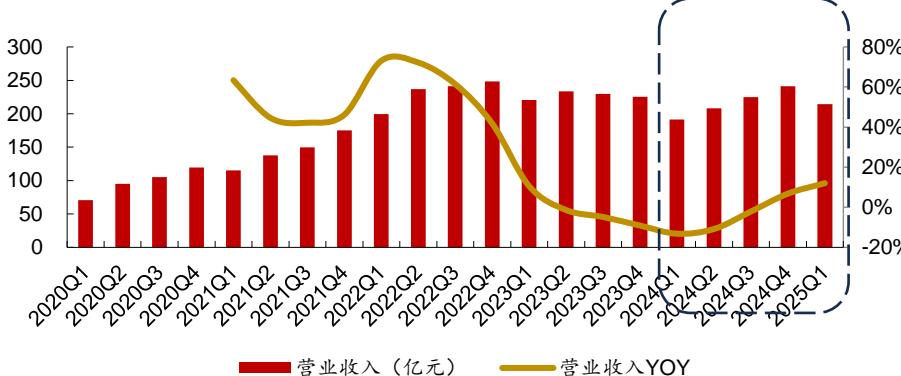


图：2017-2025Q1科研服务产业链公司归母净利润及增速情况

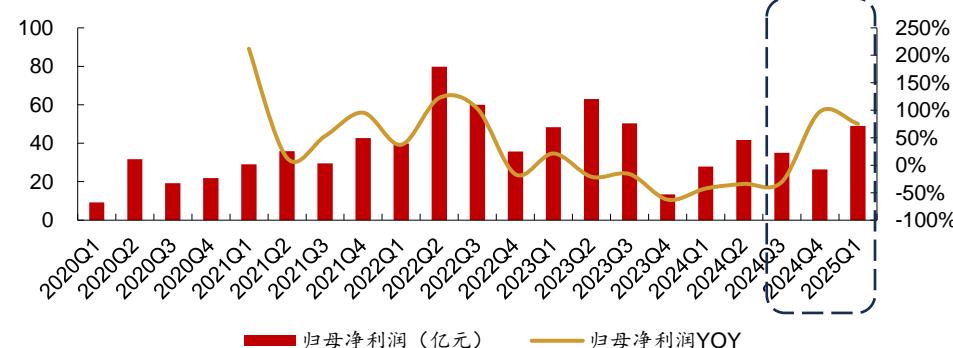


■ CXO&科研服务产业链：CXO边际改善，科研上游持续低迷

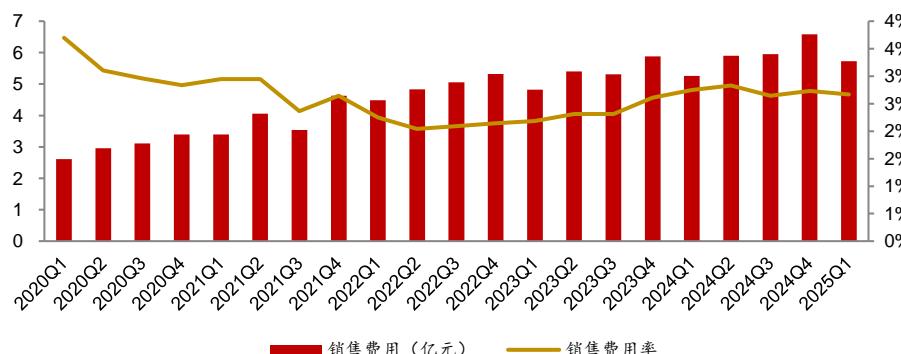
图：2020Q1-2025Q1CXO公司收入及增速情况（分季度）



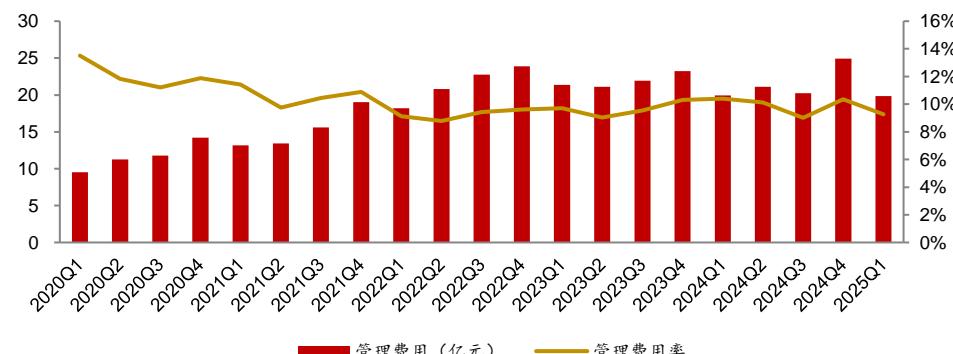
图：2020Q1-2025Q1CXO公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q1-2025Q1CXO公司销售费用率情况（分季度）

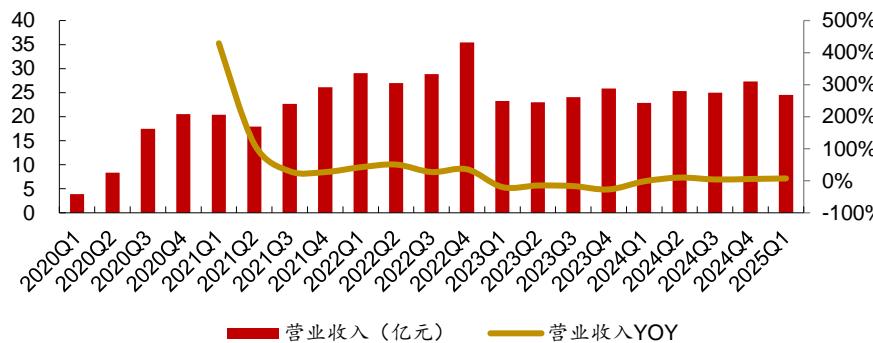


图：2020Q1-2025Q1CXO公司管理费用率情况（分季度）

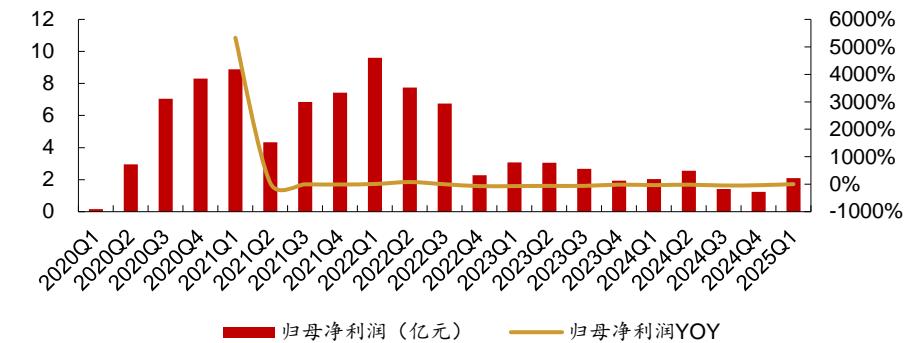


■ CXO&科研服务产业链：CXO边际改善，科研上游持续低迷

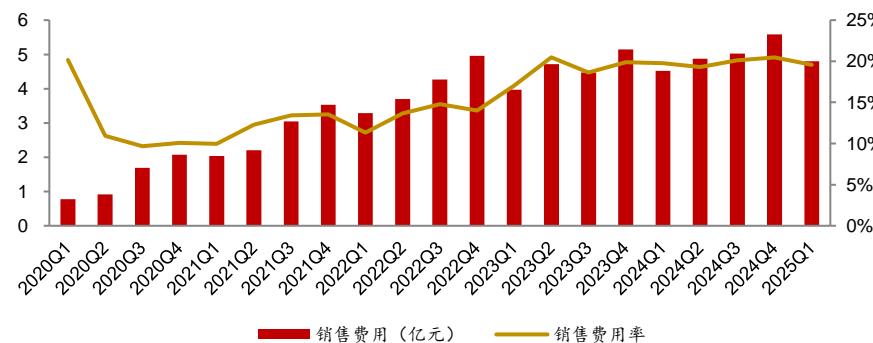
图：2020Q1-2025Q1科研上游公司收入及增速情况（分季度）



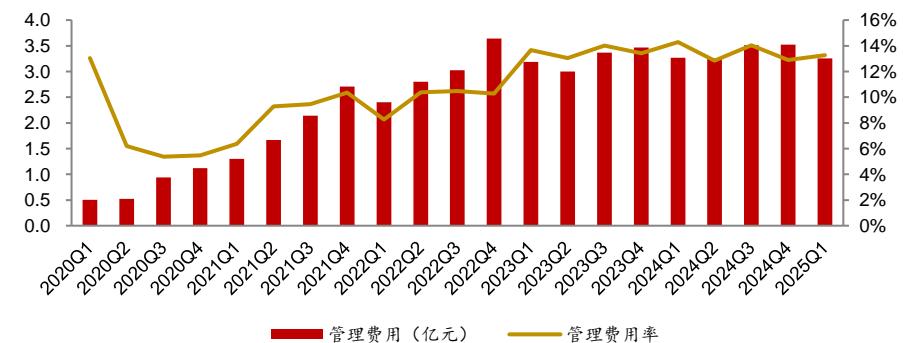
图：2020Q1-2025Q1科研上游公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q1-2025Q1科研上游公司销售费用率情况（分季度）



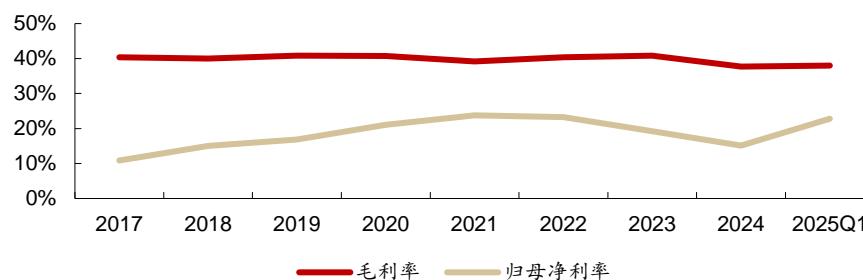
图：2020Q1-2025Q1科研上游公司管理费用率情况（分季度）



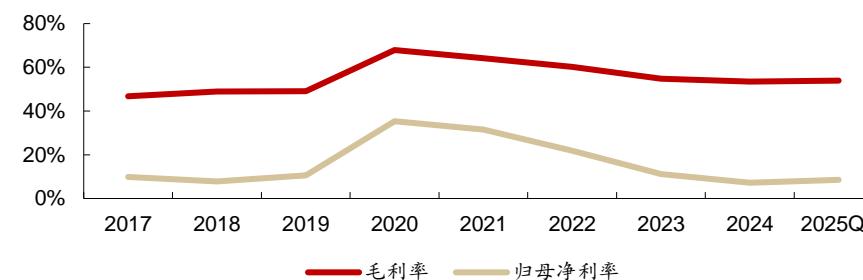
■ CXO&科研服务产业链：CXO边际改善，科研上游持续低迷

- 盈利能力方面，2025Q1 CXO整体毛利率为38.0%，同比+1.6pct；归母净利率为22.8%，同比+8.3pct。科研服务整体毛利率为53.9%，同比-0.2pct；归母净利率为8.5%，同比-0.4pct。
- 费用率方面：1) CXO公司：2025Q1销售费用率为2.7%，同比-0.08pct；管理费用率为9.3%，同比-1.15pct；研发费用率为4.7%，同比-1.25pct；2) 科研上游公司：2025Q1销售费用率为19.6%，同比-0.2pct；管理费用率为13.3%，同比-1.0pct；研发费用率为14.0%，同比-0.7pct。

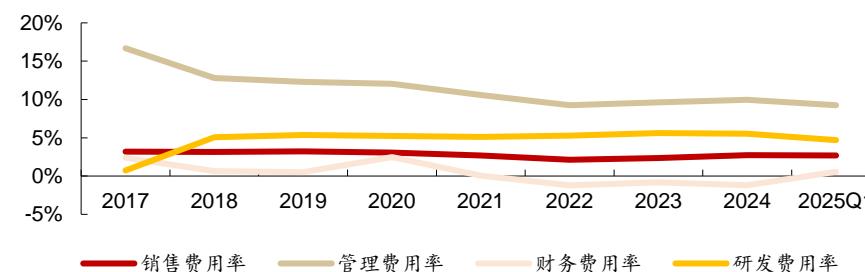
图：2017-2025Q1 CXO公司毛利率和归母净利率



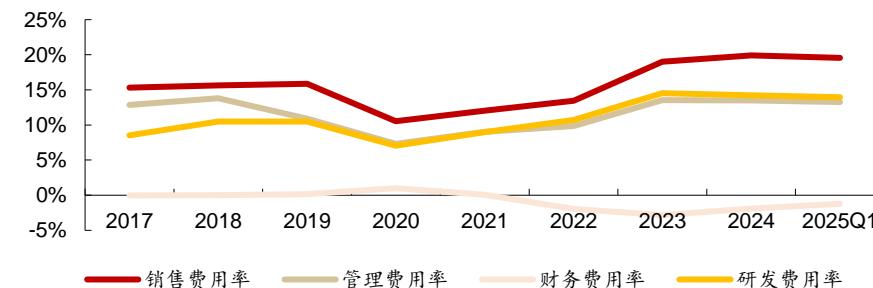
图：2017-2025Q1科研服务公司毛利率和归母净利率



图：2017-2025Q1 CXO公司费用率情况



图：2017-2025Q1科研上游公司费用率情况



CXO&科研服务产业链：CXO边际改善，科研上游持续低迷

■ CXO&科研服务产业链：CXO边际改善，科研上游持续低迷

■ 供需错配现状持续改善，2025Q1 CXO板块业绩触底反弹。从结构上看，以昭衍新药和成都先导为代表的CRO业绩表现亮眼，值得注意的是，龙头药明康德业绩表现持续亮眼。

➤ 我们认为，CXO和上游科研服务行业经历几年的低迷后，目前行业供给侧扩张速度明显放缓、需求端在海外订单带动下有望持续回暖，供需关系改善景气度有望持续修复，结构上，1) 龙头综合实力突出、韧性较强有望率先复苏，建议关注凯莱英、药明康德；2) 建议关注仿制药以及国内创新药CRO。

		市值	收入增速			利润增速			毛利率			购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（百万元）			在建工程（百万元）			合同负债（百万元）						
			分类	亿元	2023	2024	2025Q1	2023	2024	2025Q1	2023	2024	同比	2023	2024	2025Q1	2023	2024	2025Q1	25Q1相比24年末				
688131.SH	皓元医药	CXO	86	38.4%	20.8%	20.1%	-34.2%	58.2%	272.3%	45.2%	48.0%	48.6%	↗	259.8	304.5	17%	152.1	272.7	300.9	↗	65.24	70.60	69.86	-1%
301230.SZ	泓博医药	CXO	41	2.3%	11.2%	29.6%	-44.0%	54.6%	226.5%	30.9%	23.9%	28.4%	↘	248.3	109.4	-56%	200.0	1.4	1.2	↘	2.22	3.12	4.71	51%
300149.SZ	睿智医药	CXO	29	-14.2%	-14.8%	11.4%	-352.8%	75.3%	126.1%	25.9%	21.8%	27.4%	↗	201.3	69.2	-66%	8.0	13.0	15.6	↗	73.24	39.36	40.35	3%
603127.SH	昭衍新药	CXO	109	4.8%	-15.1%	-11.5%	-63.0%	-81.3%	115.1%	42.6%	28.4%	28.6%	↘	192.7	269.4	40%	342.0	368.9	394.6	↗	1,151.97	827.16	871.31	5%
688222.SH	成都先导	CXO	62	12.6%	15.0%	-0.6%	61.2%	26.1%	102.9%	49.2%	51.9%	51.9%	↗	53.7	71.7	33%	23.4	47.6	63.8	↗	31.12	17.26	23.17	34%
300363.SZ	博腾股份	CXO	82	-47.9%	-17.9%	18.2%	-86.7%	-207.8%	95.5%	40.7%	24.6%	26.3%	↗	1,129.9	490.6	-57%	693.5	437.4	503.0	↘	57.50	100.98	110.85	10%
688265.SH	南模生物	上游	19	21.0%	4.0%	6.6%	-281.2%	131.6%	92.5%	42.4%	45.6%	49.0%	↗	124.3	25.2	-80%	61.3	68.1	68.8	↗	90.74	91.39	88.58	-3%
603259.SH	药明康德	CXO	1711	2.5%	-2.7%	21.0%	9.0%	-1.6%	89.1%	41.2%	41.5%	42.3%	↗	5,516.6	4,003.5	-27%	6,982.4	5,965.8	6,375.4	↘	1,955.36	2,251.03	2,349.78	4%
688690.SH	纳微科技	上游	90	-16.9%	33.3%	22.4%	-75.1%	20.8%	73.0%	78.1%	70.2%	72.8%	↗	124.6	139.4	12%	118.5	6.4	7.1	↗	9.65	31.39	31.54	0%
688202.SH	美迪西	CXO	40	-17.7%	-24.0%	2.9%	-109.8%	-896.2%	61.3%	23.8%	6.3%	22.0%	↗	185.7	110.4	-41%	142.7	169.2	174.4	↗	62.60	64.99	61.51	-5%
300759.SZ	康龙化成	CXO	383	12.4%	6.4%	16.0%	16.5%	12.0%	32.5%	35.7%	34.2%	33.7%	↗	2,865.3	2,040.6	-29%	2,632.5	2,253.7	2,462.0	↘	740.87	834.86	859.18	3%
301080.SZ	百普赛斯	上游	57	14.6%	18.6%	27.7%	-24.6%	-19.4%	32.3%	91.3%	90.9%	90.4%	↗	128.7	167.3	30%	268.1	34.3	36.9	↗	3.64	4.19	4.11	-2%
688315.SH	诺禾致源	上游	59	4.0%	5.5%	7.2%	0.5%	10.5%	24.0%	42.7%	43.7%	39.5%	↗	116.7	182.6	56%	34.3	2.1	1.2	↗	754.97	730.81	702.20	-4%
688426.SH	康为世纪	上游	21	-67.2%	-26.5%	49.3%	-153.0%	-86.2%	21.5%	64.6%	55.9%	50.7%	↗	159.2	48.4	-70%	0.0	0.4	1.0	↗	4.48	9.63	5.68	-41%
688073.SH	毕得医药	上游	37	30.9%	0.9%	12.8%	-24.9%	7.2%	17.7%	40.0%	41.3%	44.3%	↗	61.1	88.3	45%	0.0	15.4	15.3	↗	29.07	36.69	37.00	1%
301313.SZ	昊帆生物	上游	51	-13.1%	16.2%	48.2%	-23.5%	35.4%	16.7%	38.6%	40.3%	38.8%	↗	120.5	107.8	-11%	72.4	21.6	29.5	↗	0.61	1.38	1.36	-2%
002821.SZ	凯莱英	CXO	288	-23.7%	-25.8%	10.1%	-31.3%	-58.2%	15.8%	51.2%	42.4%	42.5%	↗	1,241.6	1,130.0	-9%	1,330.7	1,866.8	1,988.0	↗	221.20	269.94	352.63	31%
301333.SZ	诺思格	CXO	43	13.2%	3.1%	-2.5%	43.3%	-13.7%	13.1%	39.8%	37.1%	36.5%	↗	19.9	20.0	1%	0.0	0.0	0.0	↗	200.42	235.12	220.81	-6%
603456.SH	九洲药业	CXO	123	1.4%	-6.6%	1.0%	12.2%	-41.3%	5.7%	37.7%	33.8%	37.4%	↗	929.4	889.0	-4%	1,198.3	1,566.3	1,545.2	↗	75.41	69.75	83.43	20%
688046.SH	药康生物	上游	47	20.5%	10.4%	8.8%	-3.5%	-30.9%	1.7%	67.6%	62.0%	63.1%	↗	205.9	113.7	-45%	89.6	90.9	99.0	↗	108.42	138.23	133.83	-3%
600721.SH	百花医药	CXO	25	5.5%	4.5%	6.6%	137.3%	219.7%	0.3%	49.0%	51.2%	51.4%	↗	17.2	24.6	43%	0.0	0.0	0.0	↗	111.27	140.51	134.80	-4%
688356.SH	健凯科技	上游	37	-28.3%	-22.3%	6.7%	-38.0%	-74.2%	-17.8%	81.2%	69.2%	56.5%	↗	83.7	28.3	-66%	86.4	0.0	0.0	↗	4.05	9.47	6.29	-34%
688293.SH	奥浦迈	上游	47	-17.4%	22.3%	5.0%	-48.7%	-61.0%	-25.1%	58.8%	53.0%	60.1%	↗	77.5	120.9	56%	78.1	169.3	1.3	↗	4.28	15.57	12.43	-20%
300725.SZ	药石科技	CXO	64	8.2%	-2.1%	20.5%	-37.2%	11.2%	-27.7%	42.5%	38.1%	30.3%	↗	315.8	118.1	-63%	256.2	232.7	241.2	↗	32.58	56.12	97.82	74%
300347.SZ	泰格医药	CXO	362	4.2%	-10.6%	-5.8%	0.9%	-80.0%	-29.6%	38.6%	34.0%	30.0%	↗	313.8	356.6	14%	324.3	420.5	442.7	↗	680.49	790.74	809.07	2%
688238.SH	和元生物	CXO	37	-29.7%	21.2%	-11.3%	-425.9%	-151.5%	-41.0%	-6.6%	-37.8%	-36.4%	↗	547.1	167.5	-69%	346.3	71.2	79.1	↗	35.04	30.09	25.42	-16%
301047.SZ	义翘神州	上游	74	12.5%	-5.1%	1.9%	-14.1%	-53.1%	-48.3%	82.1%	73.3%	74.1%	↗	1,043.4	69.9	-93%	8.6	44.5	48.2	↗	22.74	29.85	22.79	-24%
688621.SH	阳光诺和	CXO	51	37.8%	15.7%	-8.5%	18.1%	-4.0%	-59.3%	56.7%	50.2%	46.6%	↗	73.0	30.5	-58%	0.0	0.0	0.0	↗	220.83	321.43	393.23	22%
301520.SZ	万邦医药	CXO	24	31.1%	10.9%	-21.2%	9.5%	-20.9%	-60.1%	48.9%	39.6%	31.6%	↗	86.0	41.8	-51%	0.0	1.7	6.5	↗	20.65	19.70	15.07	-24%
688105.SH	诺唯赞	上游	88	-64.0%	7.1%	-5.5%	-111.9%	74.5%	-63.4%	71.0%	69.9%	69.4%	↗	232.9	74.9	-68%	127.5	69.4	66.7	↗	55.92	54.87	51.84	-6%
301257.SZ	普蕊斯	CXO	22	29.6%	5.7%	-4.4%	86.1%	-21.0%	-67.3%	30.4%	24.4%	16.2%	↗	10.2	9.2	-10%	0.0	0.0	0.0	↗	158.41	131.61	137.67	5%
300404.SZ	博济医药	CXO	31	31.2%	33.5%	-17.1%	-12.0%	18.2%	-76.4%	33.3%	30.4%	30.6%	↗	62.2	29.4	-53%	120.6	0.0	0.0	↗	173.57	192.96	225.78	17%
301201.SZ	诚达药业	CXO	32	0.7%	-19.6%	-24.4%	-14.6%	-130.9%	-107.5%	42.9%	42.8%	48.1%	↗	224.7	286.4	27%	179.2	101.5	66.2	↗	11.87	2.79	2.83	2%
301096.SZ	百诚医药	CXO	38	67.5%	-21.2%	-40.3%	40.1%	-119.4%	-152.6%	65.5%	52.0%	41.6%	↗	688.6	395.1	-43%	448.8	206.7	212.8	↗	74.01	112.42	115.99	3%
301166.SZ	优维维	上游	24	2.6%	-8.8%	-20.3%	-62.2%	-75%	-219.3%	19.6%	18.1%	18.1%	↗	63.2	71.2	13%	118.4	2.2	2.2	↗	74.32	69.44	63.50	-9%
688137.SH	近岸蛋白	上游	23	-42.1%	-16.7%	28.2%	-85.8%	-523.7%	-348.9%	75.7%	62.4%	62.3%	↗	44.9	44.9	0%	31.3	74.9	91.3	↗	4.19	5.02	4.62	-8%

- CXO&科研服务产业链：CXO边际改善，科研上游持续低迷
- 供需错配现状持续改善，2025Q1 CXO板块业绩触底反弹。从结构上看，以昭衍新药和成都先导为代表的CRO业绩表现亮眼，值得注意的是，龙头药明康德业绩表现持续亮眼。
- 我们认为，CXO和上游科研服务行业经历几年的低迷后，目前行业供给侧扩张速度明显放缓、需求端在海外订单带动下有望持续回暖，供需关系改善景气度有望持续修复，结构上，1) 龙头综合实力突出、韧性较强有望率先复苏，建议关注凯莱英、药明康德；2) 建议关注仿制药以及国内创新药CRO。

序号		公司名称		截至2024年报，各CXO公司订单情况
1	药明康德 (603259)			持续经营业务在手订单493.1亿，同比增长47.0%
2	药明生物 (02269)			2024年未完成订单185亿美元
3	康龙化成 (300759)	实验室服务新签订单同比增长超过15%,CMC（小分子CDMO）服务新签订单同步增长超过35%		
4	凯莱英 (002821)	公司在手订单总额10.52亿美元，较同期增幅超过20%		
5	泰格医药 (300347)	累积待执行合同金额为157.8亿元，同比增长12.1%		
6	博腾股份 (300363)	未完成在手订单金额同比增长近30%		
7	皓元医药 (688131)	公司原料药和中间体、制剂业务在手订单金额稳健，同比增加18.5%		
8	美迪西 (688202)	境外新签订单金额同比增长超过20%		
9	昭衍新药 (603127)	公司整体在手订单金额约为人民币22亿元，签署订单金额约为人民币18.4亿元		
10	和元生物 (688238)	年内新增CDMO业务订单额超过2.7亿元		
11	东曜药业 (01875)	在手已签约未完成订单达人民币1.91亿元，同比增长39%		

主要内容

1. 医药行业：行业持续分化，创新药+原料药+CXO表现较好
2. 创新药：商业化新周期，创新品种快速放量，盈利信号积极
3. 化药：化药板块内部分化显著，仿转创业绩呈向上趋势
4. 医疗器械：耗材业务回暖显著，重点关注政策赋能、前沿技术落地
5. 生物制品：血制品短期或向下见底，中长期持续看好
6. 中药：短期营收利润承压，业绩拐点可期
7. 原料药：高景气细分表现好，纵向延伸制剂一体化显著贡献增量
8. 医药商业：25Q1业绩环比降幅收窄，期待全年利润改善
9. 医疗服务：业绩边际改善，行业持续回暖
10. CXO&科研服务产业链： CXO边际改善，科研上游持续低迷
11. 风险提示



风险提示

- **行业竞争加剧风险：**随着我国医药产业的不断创新与进步，不排除持续有新进竞争者加入从而造成竞争加剧的风险；
- **政策变化风险：**分级诊疗、医保支付改革持续成为医改重心，医保控费大趋势、带量采购等让医药产业中下游的收入利润有承压风险；
- **行业需求不及预期风险：**若终端需求不及预期，将会对公司业绩产生负面影响。



评级说明和重要声明

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。



评级说明和重要声明

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数(HSCEI)，美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES