



首选创新药，关注消费复苏
医药行业2025年中期投资策略

姓名：余汝意（分析师）

证书编号：S0790523070002

邮箱：yuruyi@kysec.cn

姓名：余克清（分析师）

证书编号：S0790525010002

邮箱：yukeqing@kysec.cn

姓名：阮帅（分析师）

证书编号：S0790524040007

邮箱：ruanshuai@kysec.cn

投资要点

● 产业调整接近尾声，指数率先企稳回升

疫情高基数、医疗合规化、产业内部调结构等多因素搅动下，近两年医药板块整体经营有所波动：2025年第一季度，医药板块整体收入增速-6.13%，归母净利润增速-9.68%。我们认为，产业调整已接近尾声，医药指数已先行企稳回升：受行业整体经营承压，2021年来医药指数整体波动下行，自2024年四季度开始指数逐步底部企稳。当前阶段，产业创新发展全力推进，并明确提出优化药品集采，医药政策稳中向好；老龄化背景下未满足的临床需求快速增长、企业创新能力不断提升等长期产业趋势未曾变化，后续随着创新药驱动制药板块新周期、医疗合规常态化及消费医疗逐步回暖，医药板块有望重回稳定增长，指数也有望向上。

● 首选创新药，关注消费复苏

化学制药及生物制品：2025年政府工作报告明确提出优化药品集采，存量仿制药对板块影响边际减弱，受益创新药国内放量+出海驱动增长，叠加运营质量提升，多数制药公司业绩稳健，制药板块迎来商业化新周期；国内创新药企业正快速接轨全球，“license-out”不断涌现，商业化环境逐步改善，同时，行业竞争格局在改善。**创新药产业链：**随着美国进入降息周期及国内持续对创新药行业的支持，叠加减肥药等现象级的大药放量，制药产业链在2025Q1业绩见底回升，板块有望迎来新机遇。**消费医疗：**消费属性更强的专科医疗服务、中/化药贴膏及眼科用药/械、中药品牌OTC、医药商业、血制品及疫苗等细分赛道有望受益国内宏观政策加码后消费能力的逐步恢复。**中药：**我们建议精选经营真改善，能够穿越疫情周期的公司；首选有政策支持及新品种驱动增长的中药创新药细分赛道；同时，静待基药目录调整等利好政策驱动板块向上。**医疗器械：**国内DRGs、集采、医疗合规化等扰动因素仍存在的背景下主要寻找阻力较小、短期有业绩，长期有成长的赛道，方向上精选出海、院外消费医疗器械及设备更新换代等，关注2025H2板块拐点的机会。

推荐标的

制药及生物制品：三生制药、诺诚健华、泽璟制药、科伦博泰、百利天恒、信达生物、智翔金泰、康诺亚、和黄医药、恒瑞医药、人福医药、恩华药业、兴齐眼药、华东医药、东诚药业、京新药业、科兴制药；**CXO及科研服务：**药明康德、药明合联、药明生物、康龙化成、博腾股份、药石科技、诺泰生物、九洲药业、皓元医药、毕得医药、奥浦迈、百普赛斯、药康生物、阳光诺和、阿拉丁、药康生物；**医疗器械：**迈瑞医疗、联影医疗、爱博医疗、三诺医疗、翔宇医疗；**原料药：**健友股份、奥锐特、华海药业、普洛药业、博瑞医药。**中药：**东阿阿胶、江中药业、天士力、悦康药业、佐力药业、方盛制药、羚锐制药、济川药业；**医疗服务：**爱尔眼科、锦欣生殖、通策医疗、海吉亚医疗、美年健康；**医药商业：**益丰药房、老百姓、健之佳、九州通。

● 风险提示：集采降价超预期、医保谈判降价超预期、医疗行业政策风险、地缘政治风险。

目录

CONTENTS

- 1 产业调整处于尾声，指数率先企稳回升
- 2 创新药：内外因叠加下底层逻辑改变，看中国创新药的中长期的投资机会
- 3 制药及生物制品：优化集采叠加创新驱动，迎接制药板块商业化新周期
- 4 CXO：复苏趋势已现，关注细分赛道机会
- 5 科研服务：经营拐点明确，关注国产替代
- 6 医疗服务及血制品业绩稳健增长，原料药板块处于底部拐点区域
- 7 中药：聚焦中药创新药、品牌OTC等机会
- 8 药店：医行业集中度提升逻辑明确，门诊统筹带来新增量医药流通
- 9 流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力
- 10 风险提示

● 产业处于调整期，整体经营有所波动：

疫情高基数、医疗合规化、产业内部调结构等多因素搅动下，近两年医药板块整体经营有所波动：2025年第一季度，医药板块整体收入增速-6.13%，归母净利润增速-9.68%。

● 产业调整接近尾声，医药指数先行企稳回升：

受行业整体经营承压，2021年来医药指数整体波动下行，自2024年四季度开始指数逐步底部企稳：当前阶段，产业创新发展全力推进，并明确提出优化药品集采，医药政策稳中向好；老龄化背景下未满足的临床需求快速增长、企业创新能力不断提升等长期产业趋势未曾变化，后续随着创新药驱动制药板块新周期、医疗合规常态化及消费医疗逐步回暖，医药板块有望重回稳定增长，指数也有望向上。

图1：产业处于调整的尾声，指数先行企稳回升



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：左轴为营业收入同比增速，右轴为指数收盘价，时间截止2025年3月31日）

1.1 提质增效持续推进，医药板块运营质量在提升

● 提质增效，运营质量持续提升

近年来，医药板块整体毛利率基本保持稳定，2022年以后略有波动；2025年一季度，整体费用率下降至21.6%，降幅明显；拆开看，医药行业在销售、管理、财务和研发方面的费用率同比下降或增长幅度放缓；销售费用率自2019年以来，持续下降，医疗合规化效果明显；从年度看，研发费用率呈上升趋势，医药行业创新驱动发展已逐步形成良性循环。整体净利率从2019年的6.1%提高到2025一季度的8.5%，扣非归母净利率近稳步提升，医药企业在提高运营效率等方面持续取得成效。

图2：近5年医药板块费用率稳中有降

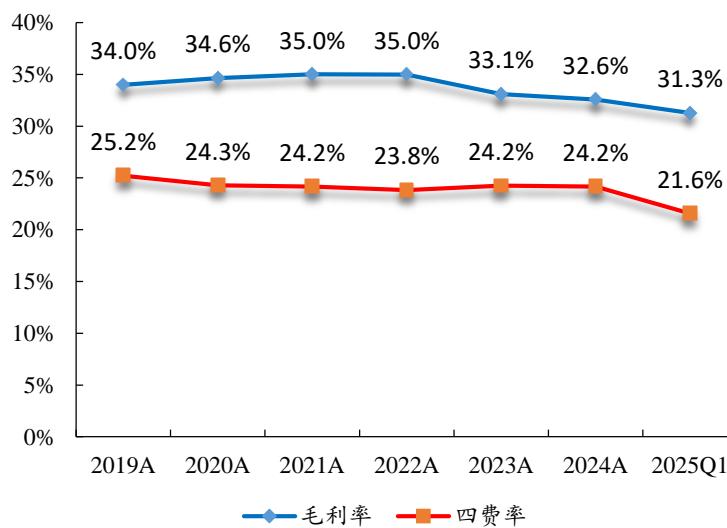


图3：近5年医药板块盈利能力趋势稳步提升

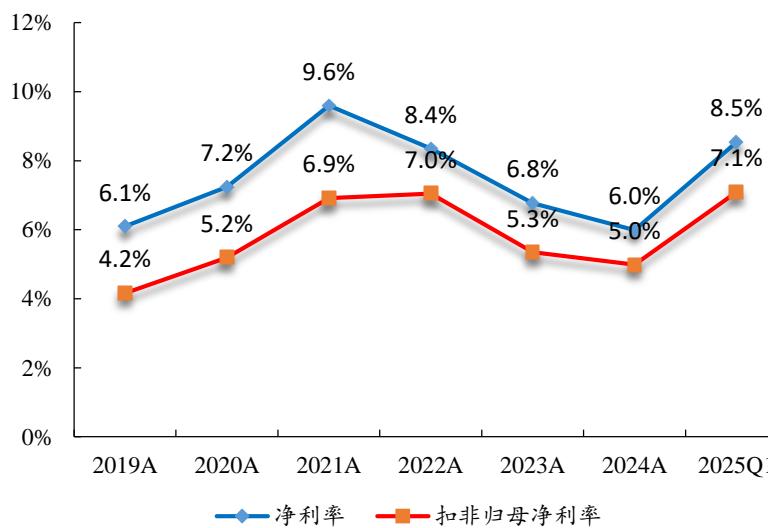
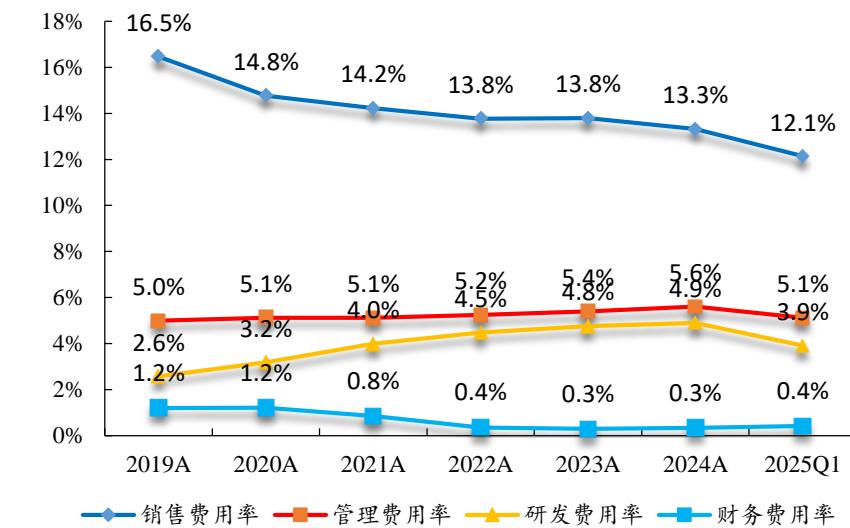


图4：近5年医药上市公司费用率表现平稳略降



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

● 分板块看，各细分板块处于调整的不同阶段，创新药及其产业链率先回升：

化学制药及生物制品：受益创新药国内放量+出海驱动增长，集采对板块影响逐步出清，叠加运营质量提升，多数制药公司业绩稳健，2024年增速较高，引领医药板块；

制药产业链：随着美国进入降息周期及国内持续对创新药行业的支持，叠加减肥药等现象级的大药放量，制药产业链在2025Q1业绩见底回升；

中药：2025Q1在高基数及政策扰动下阶段性承压，行业出现分化。当前位置，我们建议把握创新中药、国企改革、品牌OTC赛道的投资机会；

医疗服务：头部眼科医院品牌力较强，有望带来市场份额及盈利能力回升。中医诊疗服务行业渗透率较低，全国市场集中度有望持续提升，看好龙头公司内生及外延标准化推进。口腔医疗服务行业出清阶段，行业龙头逆势扩产，2025年营收口径有望加速增长。

医药商业：长期来看，合规趋紧利好行业健康经营，短期内部分中小连锁和单体药房经营相对承压较大，助力龙头以较低价格收购或促进加盟业务发展，同时可能会进一步开启行业出清阶段，加速“连锁化率/集中度提升+处方外流”两大长期增长逻辑的兑现。

医疗器械：国内DRGs、集采、医疗合规化等扰动因素仍存在的背景下主要寻找阻力较小、短期有业绩，长期有成长的赛道，方向上精选出海、院外消费医疗器械及设备更新换代等，关注2025年下半年板块拐点的机会。

表1：2024年全年归母净利润增速靠前的板块为化学制药

板块	营业收入 (亿元)	营收同比增速	归母净利润 (亿元)	归母净利润同 比增速
化学制药	5,445.0254	4.08%	343.0590	49.95%
中药II	3,540.1526	-4.96%	282.8018	-20.86%
生物制品	1,296.1281	-20.35%	137.3393	-37.20%
医药商业	10,179.6034	0.88%	159.1944	-13.14%
医疗器械	2,405.3551	1.36%	325.0330	-17.09%
医疗服务	1,784.7752	-3.83%	155.1433	-33.80%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：2025年第一季度归母净利润增速靠前的板块为医疗服务板块

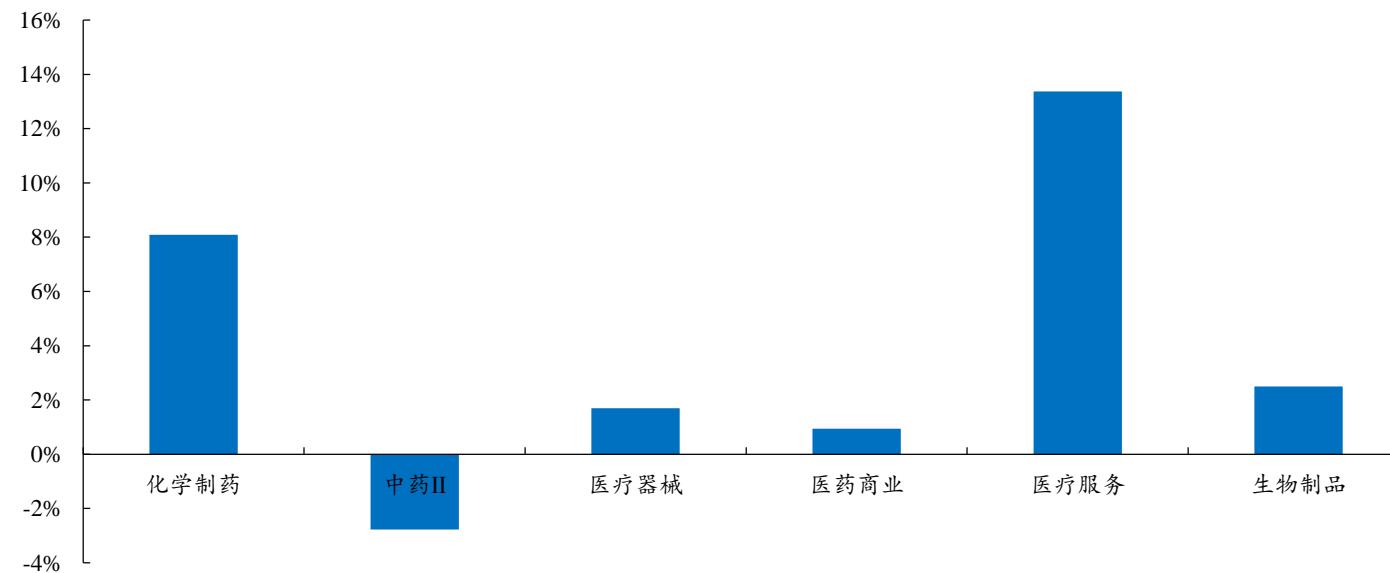
板块	营业收入 (亿元)	营收同比增速	归母净利润 (亿元)	归母净利润同 比增速
化学制药	1,262.9101	-7.48%	125.1673	-29.48%
中药II	929.7438	-8.19%	121.5207	-4.92%
生物制品	260.2661	-24.48%	32.0840	-36.38%
医药商业	2,594.2536	-1.00%	56.3332	-3.40%
医疗器械	564.4740	-3.98%	93.0964	-9.98%
医疗服务	425.3966	4.14%	60.4190	55.08%

数据来源：Wind、开源证券研究所

- 子板块涨跌幅看，除中药板块外，其余各板块均有一定的上涨，医疗服务、化学制药板块表现突出：

创新药产业链的业绩逐步在2024年下半年见底回升，叠加AI驱动，医疗服务板块领涨整个医药板块；同时，除中药板块外，其余各细分赛道均有一定的上涨，制药板块在创新驱动下持续表现突出。

图5：2025年一季度末较2025年初大部分细分板块整体上升



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：以行业指数收盘价测算，数据选取区间为：2025年01月01日-2025年03月31日）

● 个股方面，各细分赛道机会频出

化学制药：受益于创新药商业化的兑现及核心管线优异的临床数据，出海预期不断加强，泽璟制药、诺诚健华、百济神州、一品红、益方生物、艾力斯等涨幅领先板块；**医疗器械：**涨幅领先的多为AI相关标的；**医疗服务：**受益于创新药产业链业绩见底回升，药明康德领涨CXO，同时AI相关公司表现突出；**中药板块：**板块业绩承压，并购重组相关个股表现优异；**医药商业：**整体比较平稳，AI相关标的的表现优异；**生物制品：**受益于核心管线的持续推荐及商业化品种兑现，诺思兰德、荣昌生物、三生国健、艾迪药业等涨幅领先。

表3：板块结构分化，各细分赛道牛股频出

医疗器械		医疗服务		医药商业		生物制品		中药		化学制药				
证券代码	证券简称	第一季度涨幅前十	证券代码	证券简称	第一季度涨幅前十									
688393.SH	安必平	106.07%	000710.SZ	贝瑞基因	60.12%	603716.SH	塞力医疗	43.63%	688319.SH	欧林生物	41.04%	603139.SH	康惠制药	34.19%
688114.SH	华大智造	67.24%	300244.SZ	迪安诊断	39.91%	603108.SH	润达医疗	24.36%	430047.BJ	诺思兰德	37.29%	600671.SH	ST目药	31.09%
688068.SH	热景生物	54.46%	688222.SH	成都先导	25.73%	603883.SH	老百姓	11.73%	688331.SH	荣昌生物	35.67%	000590.SZ	启迪药业	19.69%
430300.BJ	辰光医疗	42.76%	300676.SZ	华大基因	25.45%	301408.SZ	华人健康	9.61%	837344.BJ	三元基因	32.94%	836433.BJ	大唐药业	14.24%
300753.SZ	爱朋医疗	30.74%	002044.SZ	美年健康	22.88%	603233.SH	大参林	8.96%	688336.SH	三生国健	30.49%	002424.SZ	ST百灵	10.91%
832278.BJ	鹿得医疗	30.35%	603259.SH	药明康德	22.31%	301126.SZ	达嘉维康	6.70%	688488.SH	艾迪药业	29.01%	301331.SZ	恩威医药	9.74%
301367.SZ	怡和嘉业	28.05%	603127.SH	昭衍新药	22.31%	600538.SH	国发股份	5.04%	836547.BJ	无锡晶海	28.96%	300878.SZ	维康药业	9.56%
688607.SH	康众医疗	26.79%	301230.SZ	泓博医药	21.16%	300937.SZ	药易购	4.88%	002773.SZ	康弘药业	27.30%	300391.SZ	*ST长药	9.13%
688358.SH	祥生医疗	26.62%	688315.SH	诺禾致源	20.16%	600829.SH	人民同泰	4.00%	000534.SZ	万泽股份	21.83%	600422.SH	昆药集团	8.64%
835892.BJ	中科美菱	24.32%	603882.SH	金域医学	19.24%	603939.SH	益丰药房	3.23%	301393.SZ	昊帆生物	20.12%	600976.SH	健民集团	8.04%

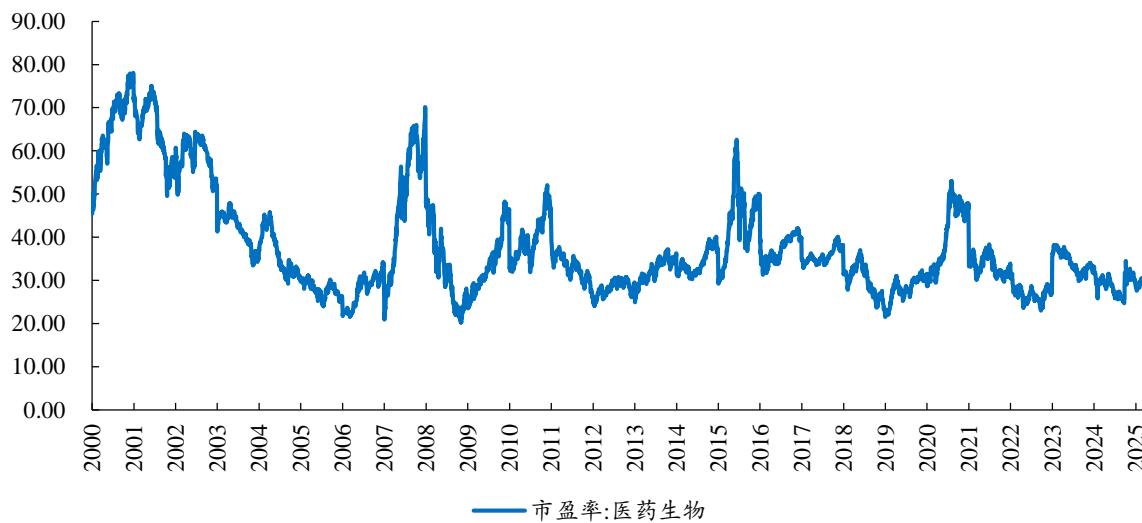
数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至2025年3月31日）

1.2 板块估值处于历史低位，重视医药板块投资机会

● 充分回调后，医药板块估值目前处于历史低位：

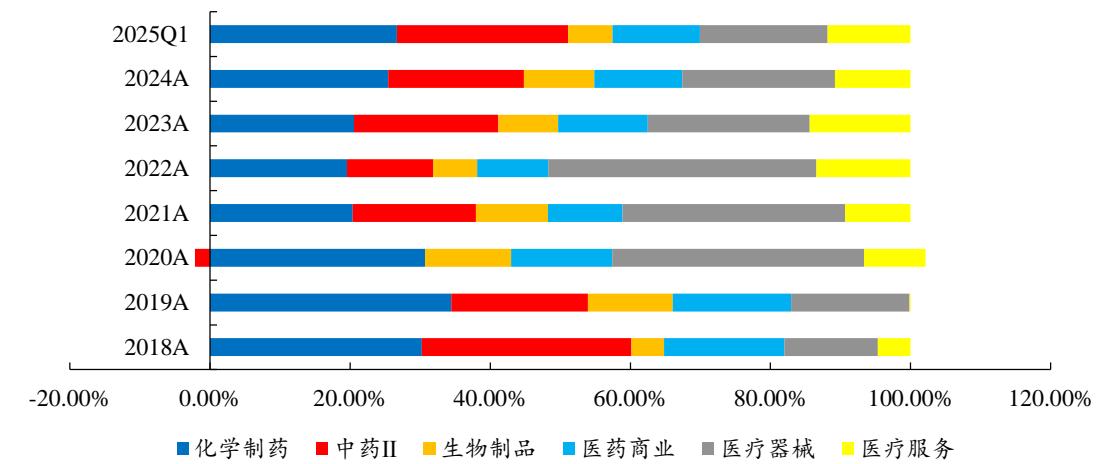
经过充分回调，医药板块细估值仍处于历史较低分位，估值性价比明显。当前阶段，医药政策趋于稳定、老龄化背景下未满足的临床需求快速增长、企业创新能力不断提升等长期产业趋势未曾变化；同时，随着宏观经济好转，压制医药板块的医保收入增速预计有望边际向上。往后看，我们坚定看好医药板块的投资机会，业绩和估值均有望改善，医药大市场，从不缺投资机会。

图6：医药板块估值目前处于历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：医药细分板块中化学制药、中药、医疗器械净利润贡献比较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

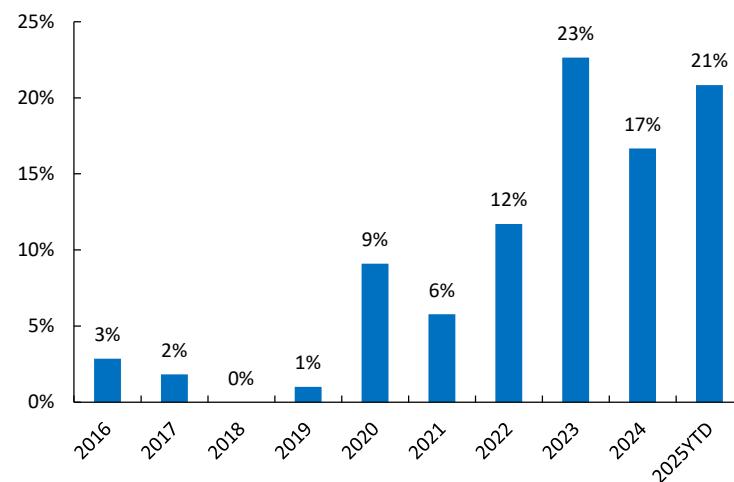
CONTENTS

- 1 产业调整处于尾声，指数率先企稳回升
- 2 创新药：内外因叠加下底层逻辑改变，看中国创新药的中长期的投资机会
- 3 制药及生物制品：优化集采叠加创新驱动，迎接制药板块商业化新周期
- 4 CXO：复苏趋势已现，关注细分赛道机会
- 5 科研服务：经营拐点明确，关注国产替代
- 6 医疗服务及血制品业绩稳健增长，原料药板块处于底部拐点区域
- 7 中药：聚焦中药创新药、品牌OTC等机会
- 8 药店：医行业集中度提升逻辑明确，门诊统筹带来新增量医药流通
- 9 流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力
- 10 风险提示

2.1 现象：中国创新药正在哺育全球市场

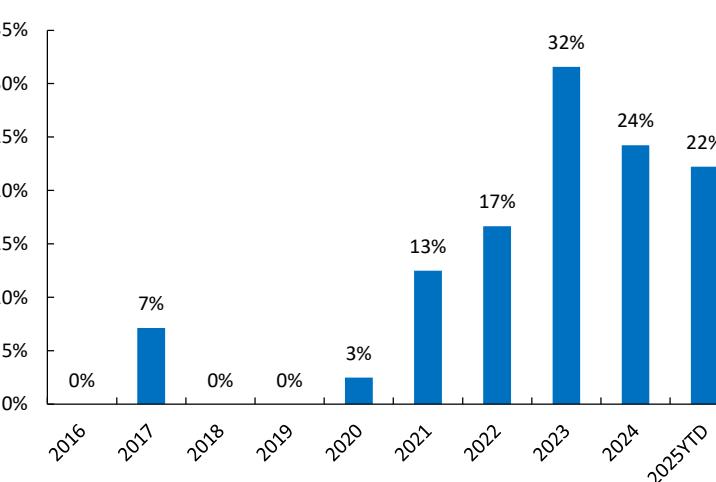
- 2016-2020年，对跨国药企且首付款超过5000万美金的交易中，中国企业占比极低：仅有2017年的两笔以及2020年的一笔。但过去3-4年这一占比显著提升，尤其在2023年超过30%。这表示中国创新药企业正在赋能跨国大药企，哺育全球生物制药市场。
- 为什么将授权交易对象限制到跨国大药企且限制首付款超过5000万美金：这表现了中国创新药的质量，以及未来海外商业化的确定性。

图8：对跨国药企授权交易：中国占比显著提升



数据来源：Insight数据库、开源证券研究所

图9：对跨国药企授权交易&首付款≥5000万美金：中国占比显著提升



数据来源：Insight数据库、开源证券研究所

表4：对跨国药企授权交易：中国数量和占比显著提升

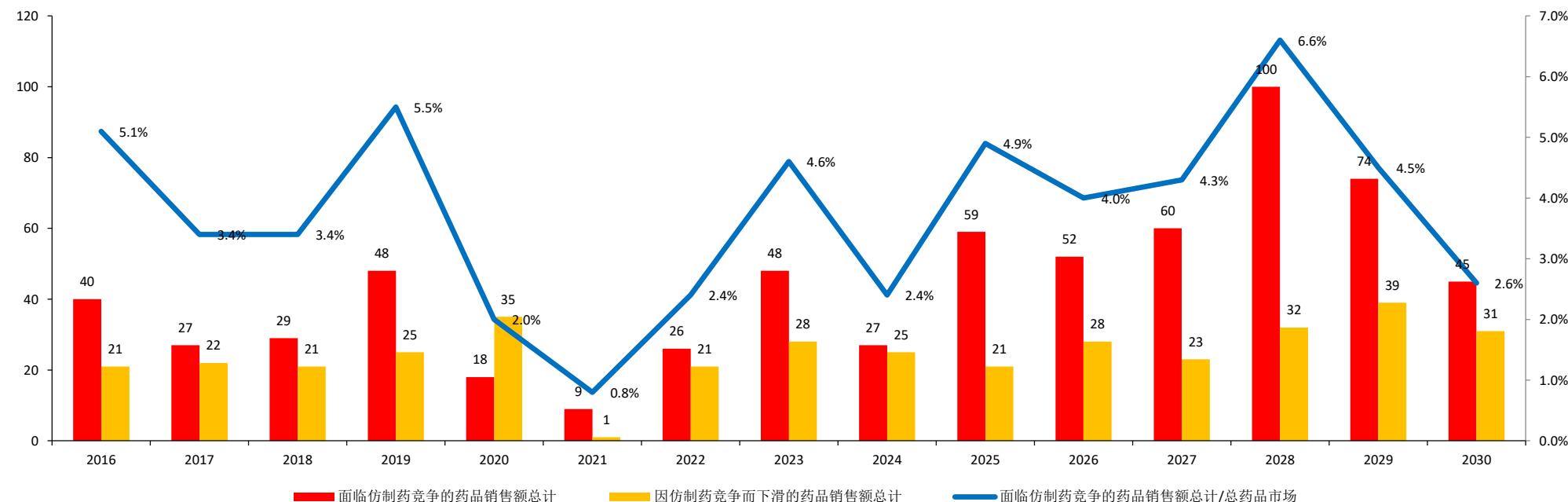
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 YTD
条件：对跨国药企授权										
中国授权交易	3	2	0	1	13	7	13	24	20	10
全球授权交易	105	109	88	100	143	121	111	106	120	48
中国占比	3%	2%	0%	1%	9%	6%	12%	23%	17%	21%
条件：对跨国药企授权 & 首付款>5000万美金										
中国授权交易	0	2	0	0	1	3	4	12	8	4
全球授权交易	17	28	22	14	40	24	24	38	33	18
中国占比	0%	7%	0%	0%	3%	13%	17%	32%	24%	22%

数据来源：Insight数据库、开源证券研究所

2.2 本质：内因和外因叠加导致的中国创新药底层逻辑发生变化

- 中国创新药全球竞争力不断提升存在几个被广泛接受的内因：（1）海归biotech科学家不断回流国内；（2）相对低成本的劳动力优势和丰富的临床资源；（3）更多专注me better创新而不是first in class。
- 除此之外，我们认为外部环境的变化是中国创新药持续出海不容忽视的必要条件，包括（1）跨国药企正在经历严峻的专利悬崖周期：最近几年跨国药企面临的专利悬崖问题日益严峻，可以说是前所未有的。例如2028年面临仿制药竞争的药品销售额总计约1000亿美金，预计因为仿制药冲击而减少的原研药销售额总计达320亿美金。（2）通胀削减法案下的成本控制需要。

图10：跨国药企面临的专利悬崖问题日益严峻（单位：10亿美金）



数据来源：Evaluate、开源证券研究所

➤ Nature统计了Top 20跨国药企2015-2021年获批的创新药产品，共计138个，其中90个为外部合作得来，外部来源占比高达65%。

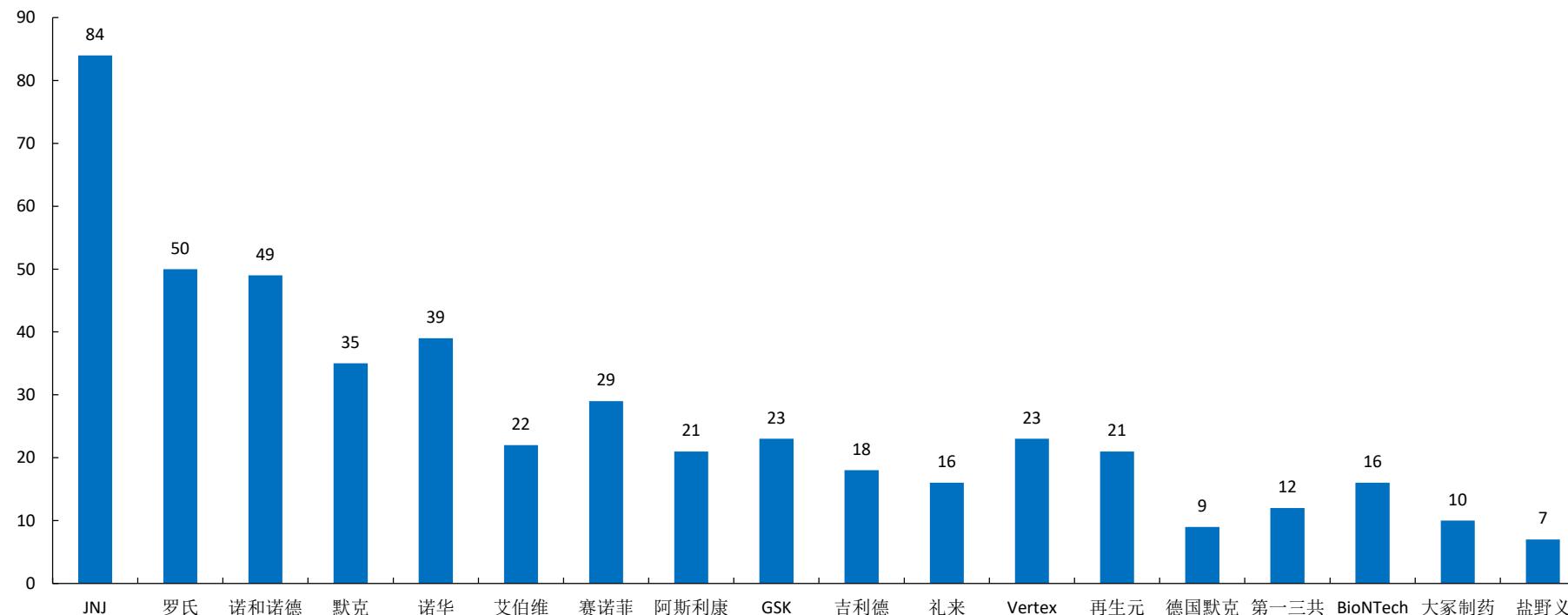
表5：2015-2021年Top 20跨国药企新上市的创新药产品中65%为外部来源

公司	内部研发	合作研发	外部: license-in	外部: M&A	外部: 其他
诺华	Cosentyx、Pioray、Entresto、Mavzent、Scemblix	Rydapt、Qisqali		Netspot、Lutathera、Xiidra、Beovu、Adakveo	Egaten
罗氏	Alecensa、Hemlibra、Enspryng	Evrysdi	Cotellic、Xofluzo、Gavreto	Tecentriq、Ocrevus、Polivy、Rozlytrek	
阿斯利康	Tagrisso、Imfinzi		Koselugo、Tezspire、	Strensiq、Kanuma、Calquence、Fasenra、Lokelma、Ultomiris、Saphnelo	
艾伯维	Rinvoq	Venclexta	Mavyret、Orilissa、Gavreto	Avycaz、Kybella、Viberzi、Vraylar、Ubrelvy、Quipta	
默克	Zepatier、Pifeltro、Recarbio		Zinplava、Prevymis、Steglatro、Verquvo	Bridion、Welireg	
礼来	Taltz、Verzenio、Emgality、Revoww		Olumiant	Portrazza、Lartruvo、Retevmo、Tauvid	
辉瑞	Vizimpro、Lorbrena、Daurismo			Ibrance、Eucrisa、Besponsa、Talzenna、Vyndamax	
强生			Yondelis、Darzalex、Tremfya、Erieada、Balversa、Rybrevant	Uptravi、Ponvory	
赛诺菲			Praluent、Adlyxin、Kevzara、arclisa	Cablivi、Fexinidazole、Nexviazyme	
GSK	Nucala、Blenren			Zejula、Rukobia、Jemperli	Krintafel、Cabenuva
吉利德	Genova、Biktarvy、Veklury			Eplclusa、Vosevi、Trodelvy	
BMS	Daklinza		Empliciti	Idhifa、Inrebic、Reblozyl、Zeposia	
武田				Ninlaro、Alunbrig、Takhzyro、Motegrity、Exkivity、Lvtency	
拜耳	Aliqopa、Lampit、Kerendia		Vitrakvi、Nubeqa		
安进	Repatha、Aimovig	Evenity、Lumakras	Corlanor		
诺和诺德	Tresiba、Ozempic、Sogrova		Macrilen		
第一三共	Savaysa、Enhertu			Turalio	
安斯泰来		Xospata	Cresemba	Padcev	
渤健			Zinbryta、Spinraza、Aduhelm		
勃林格殷格翰	Praxbind				

数据来源：Nature、开源证券研究所

- 根据Stifel统计，截至2024年上半年Top 18药企的在手现金水平（考虑舒适的借贷水平，即净债务/EBITDA=3X）合计高达4850亿美金。而2020年10月该数字为4110亿美金。
- 面临日趋严峻的专利悬崖问题，加之在新冠疫情期间得到进一步加强的资产负债表，我们有理由认为大药企在当下将更加积极的进行外部增长，包括M&A和license-in。

图11：截至2024年6月30日Top 18跨国药企的在手现金水平高达4850亿美金（单位：10亿美金）



数据来源：Stifel、开源证券研究所

2.2

通胀削减法案背景下，大药企遭遇空前的定价和成本压力

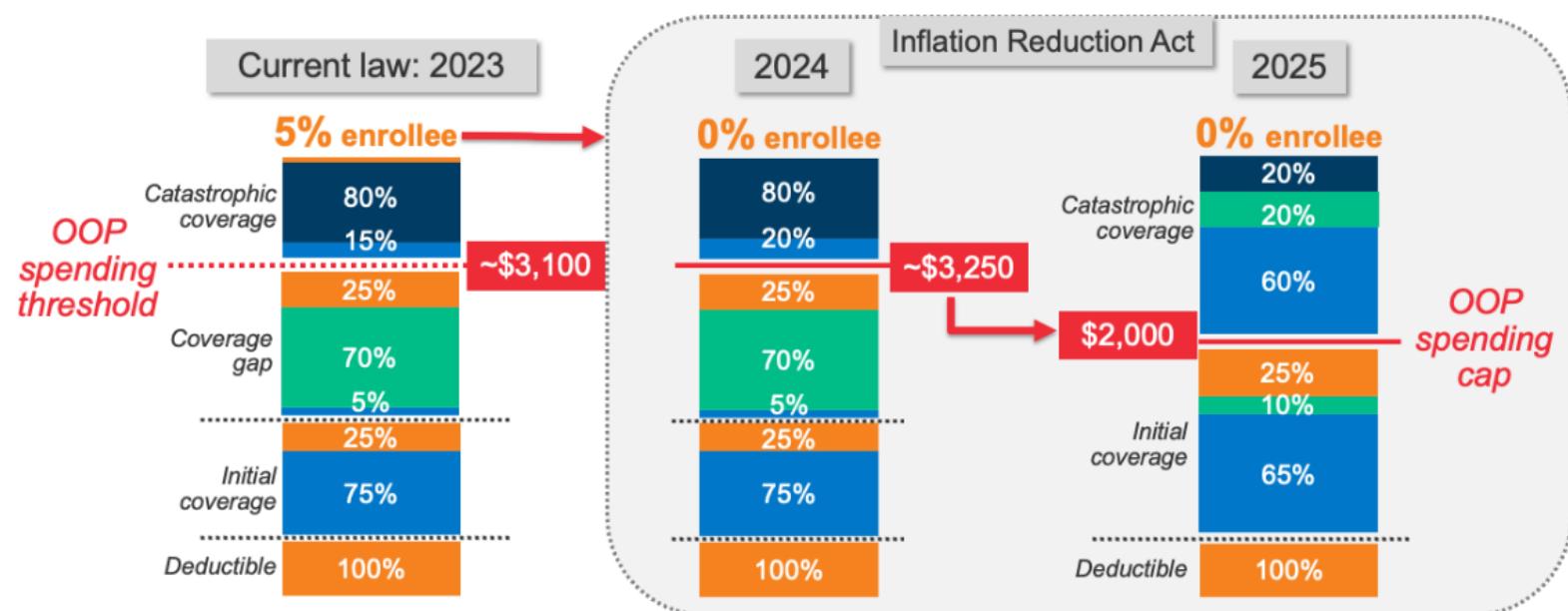
- 2022年8月，通胀削减方案（IRA）落地，对于制药行业产生3大深远影响。
- 第一，允许国家医保与药厂进行药价谈判：即小分子上市9年，大分子上市13年之后需要降价。
- 第二，不允许药品的终端价涨幅超过通胀，否则进行罚款。
- 第三，Part D药品的成本分配重新设计，药厂须在巨灾阶段（catastrophic coverage）承担20%的成本。

表6：第一批参与谈判的药品价格降幅在38%-79%之间

产品	公司	适应症	降价幅度
Januvia	默沙东	糖尿病	79%
Fiasp等	诺和诺德	糖尿病	76%
Farxiga	阿斯利康	糖尿病、心衰、CKD	68%
Enbrel	安进	RA、银屑病	67%
Jardiance	BI	糖尿病、心衰	66%
Stelara	JNJ	银屑病、IBD	66%
Xarelto	JNJ	抗凝	62%
Eliquis	BMS	抗凝	56%
Entresto	诺华	心衰	53%
Imbruvica	艾伯维	血液瘤	38%

数据来源：美国CMS、开源证券研究所

图12：Part D药品成本分配重新设计后，药厂需要在巨灾阶段承担20%的成本



数据来源：KFF基金会、开源证券研究所

- 在IRA导致的成本控制压力背景下，转向“价优质稳”的中国创新药可谓是理所当然。例如，与其以50-100亿美金的高价收购Viking公司来布局减肥药赛道，不如通过以首付款1-2亿美金license-in中国资产（诺和诺德/联邦、默沙东/翰森）。
- 我们认为，专利悬崖的加速到来与通胀削减法案带来的成本控制压力，将中长期制约跨国药企的增长空间，成为其面临的结构性挑战。与此同时，中国创新药在研发效率、产品质量与成本控制等方面的综合竞争力持续提升，正在从“跟随者”向“全球化参与者”转变。
- 在内外部因素共振的背景下，我们持续看好中国创新药在中长期的国际化进程与出海机会。

➤ 国际化及出海

- ◆ 国际化兑现，即重磅产品已经授权给跨国药企，后续适应症拓展及商业化情况：科伦博泰（MSD）、百利天恒（BMS）、和黄医药（AZ、武田）、康方生物（SMMT）、翰森制药（GSK）等。我们认为随着适应症的不断拓展，产品的销售峰值预期和确定性将不断提高，有望带来估值增量。
- ◆ 重磅管线未来出海，有望带来较大的估值弹性：信达生物、三生制药、泽璟制药、诺诚健华、迪哲医药、荣昌生物、亚盛医药、新诺威/石药集团等。

➤ 商业化：重点关注大单品放量带来的业绩弹性：艾力斯（EGFR）、艾迪药业（HIV）、康诺亚（IL-4）、再鼎医药（FcRn）、翰森（EGFR）、云顶新耀（耐赋康）、荣昌生物（泰它西普）

➤ 专精特新赛道龙头：相关技术赛道对应的市场潜力巨大，且正在经历拐点（概念验证），布局领先的中国创新药企有望引领全球市场，享受全球定价。

- ◆ 下一代IO：信达生物、康方生物、三生制药等
- ◆ TCE双抗：泽璟制药、康诺亚等
- ◆ 双抗ADC：百利天恒、信达生物、康宁杰瑞、映恩生物等
- ◆ Protac：百济神州、海思科等
- ◆ 小核酸：石药集团、悦康药业等
- ◆ 口服环肽：海思科、诺诚健华、翰森制药等
- ◆ 减重和高质量减重：信达生物、来凯、歌礼、宜明昂科等
- ◆ 细胞治疗：科济药业、传奇生物等

➤ 推荐及受益标的

- ◆ 推荐标的：科伦博泰、信达生物、三生制药、泽璟制药、诺诚健华、百利天恒、和黄医药、艾力斯、艾迪药业、康诺亚、海思科、悦康药业
- ◆ 受益标的：康方生物、翰森制药、迪哲医药、荣昌生物、亚盛医药、新诺威、再鼎医药、云顶新耀、康宁杰瑞、映恩生物、百济神州、来凯医药、歌礼制药、宜明昂科、科济药业、传奇生物

目录

CONTENTS

- 1 产业调整处于尾声，指数率先企稳回升
- 2 创新药：内外因叠加下底层逻辑改变，看中国创新药的中长期的投资机会
- 3 制药及生物制品：优化集采叠加创新驱动，迎接制药板块商业化新周期
- 4 CXO：复苏趋势已现，关注细分赛道机会
- 5 科研服务：经营拐点明确，关注国产替代
- 6 医疗服务及血制品业绩稳健增长，原料药板块处于底部拐点区域
- 7 中药：聚焦中药创新药、品牌OTC等机会
- 8 药店：医行业集中度提升逻辑明确，门诊统筹带来新增量医药流通
- 9 流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力
- 10 风险提示

3.1 集采优化基调明确，全链条支持创新全力推进

集采政策优化基调明确，推动行业高质量发展。近几年国家通过集中带量采购政策推动药品和耗材价格合理化，以降低药品价格、减轻患者负担，同时确保药品质量和供应稳定。同时，为进一步优化集采机制，2025年2月国务院办公厅的《2025年稳外资行动方案》中首次提出优化药品带量采购政策，便利创新药加快上市，进一步提高医疗器械产品采购的可预期性；随后在3月5日的《2025年国务院政府工作报告》中提及强化基本医疗卫生服务，其中点明要进行药品集采政策优化。针对中药和高值耗材的特殊性，《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》提出要优化中药集中采购和招标采购政策，实现优质优价。我们认为通过透明化、科学化、执行力强化等多维度优化，集采政策将实现价格合理化与医疗质量保障的双赢，推动生物医药产业高质量发展。

表7：2025年起国家陆续出台政策优化药品集中带量采购

发布日期	发布机构	文件名称	核心内容
2025/2/19		《2025年稳外资行动方案》	首次提出优化药品带量采购政策，便利创新药加快上市，进一步提高医疗器械产品采购的可预期性。
2025/3/5	国务院办公厅	《2025年国务院政府工作报告》	提到“优化药品和耗材集采政策，强化质量评估和监管，让人民群众用药更放心”，这是首次在政府工作报告中明确提及药品集采政策优化。
2025/3/20		《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》	旨在通过优化采购流程和监管机制，提升中药的质量和疗效，确保患者能够获得高质量的中药产品。明确提出要优化中药集中采购和招标采购政策，实现优质优价。

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

3.1 集采优化基调明确，全链条支持创新全力推进

多个地区发布文件在支付端鼓励生物医药企业创新发展，全链条支持创新全力推进。2024年两会期间，政府报告在介绍2024年政府工作任务时提出“加快前沿新兴创新药、氢能、新材料等产业发展”，北京、上海、广州等地不约而同地发布支持创新药发展的地方政策文件。其中，2024年4月17日，北京市发布《北京市支持创新医药高质量发展若干措施（2024）》；2024年4月7日，广州开发区发布《广州开发区（黄埔区）促进生物医药产业高质量发展办法》；而且上海市已于2023年7月28日发布《上海市进一步完善多元支付机制支持创新药械发展的若干措施》，均提出了诸多针对创新医药的具体支持政策，大力推动医药健康产业创新。

表8：多个地区发布文件在支付端鼓励生物医药企业创新发展，打通商业化“最后一公里”

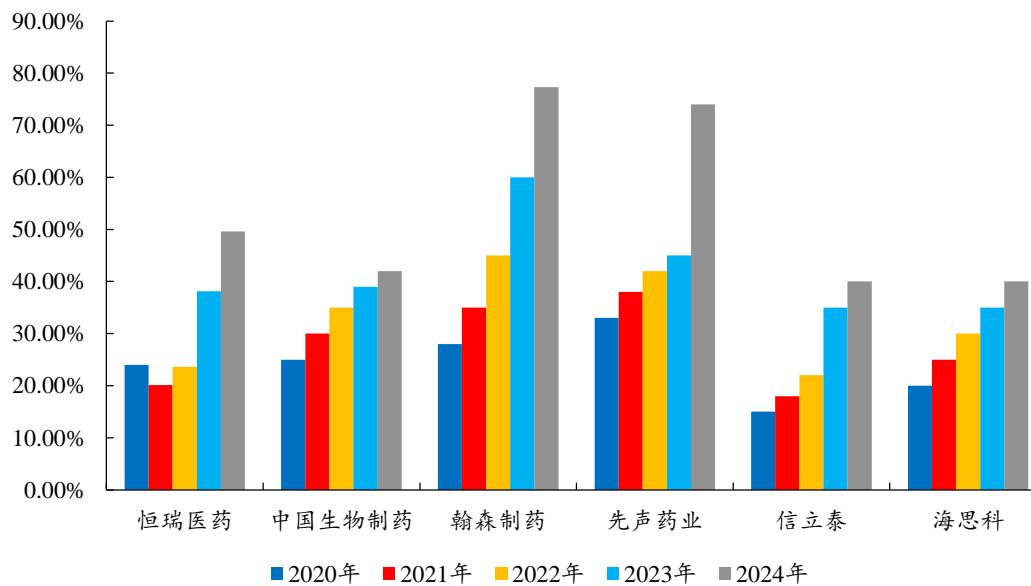
时间	地区	政策	核心要点
2023年7月	上海	《上海市进一步完善多元支付机制支持创新药械发展的若干措施》	发布九大方面共28条重点措施，包括多方合作加强商业健康保险产品供给、数据赋能支持商业健康保险产品开发、建立基本医保与商业健康保险行业监管合作机制、加快创新药械临床应用、加大创新药械医保支付支持等。加强“医保、医疗、医药”的三医联动协同，建立完善多元支付机制，将更多优质的创新药械纳入基本医保和商业健康保险支付范围
2023年8月	广东	《关于做好医保药品单独支付保障工作的通知》	将包括国家医保谈判药品、竞价药品和医保药品目录内的“岭南名方”医疗机构制剂在内的346种药品纳入单独支付范围，由医保基金与医疗机构单列结算，不占相关额度
2023年9月	河北	《河北省医疗保障局办公室关于做好谈判药品单独支付保障工作的通知》	将334个药品纳入医保单独支付范围，建立单独支付药品“三定一备案”管理机制
2023年9月	北京	《关于进一步做好国家医保谈判药品落地试点工作的通知》	将选取23家定点医疗机构作为试点，并将遴选符合条件的定点零售药店，国谈药在试点医疗机构和协议药店执行统一的支付标准和价格，形成院内院外两个通道，保障国谈药供应
2024年4月	北京	《北京市支持创新医药高质量发展若干措施（2024）》	1、着力提升创新医药临床研究质效2、助力加速创新药械审评审批3、大力促进医药贸易便利化4、加力促进创新医药临床应用5、努力拓展创新医药支付渠道6、鼓励医疗健康数据赋能创新7、强化创新医药企业投融资支持8、保障措施
2024年4月	广州	《广州开发区（黄埔区）促进生物医药产业高质量发展办法》	1、加速科技创新突破2、提升临床试验能力3、支持开展临床试验4、支持药械成果转化5、支持拓展海外市场6、加快技术平台建设7、推动CRO集聚发展8、提升产业化能力9、推动国谈产品落地10、加速创新产品应用11、办公用房租金补贴12、优化审评审批服务13、打造共享生态
2025年4月	北京	《北京市支持创新医药高质量发展若干措施（2025年）》	深化创新药临床试验审评审批试点，将审批时限由60个工作日压缩至30个，创新药试点品种持续扩大，试点范围扩大到医疗器械。深化药品补充申请审评审批试点，将审评时限由200个工作日压缩至60个，争取将试点范围扩大至仿制药申请。

资料来源：各省市医保局、开源证券研究所

3.2 创新转型进入收获期，头部pharma业绩恢复稳健增长

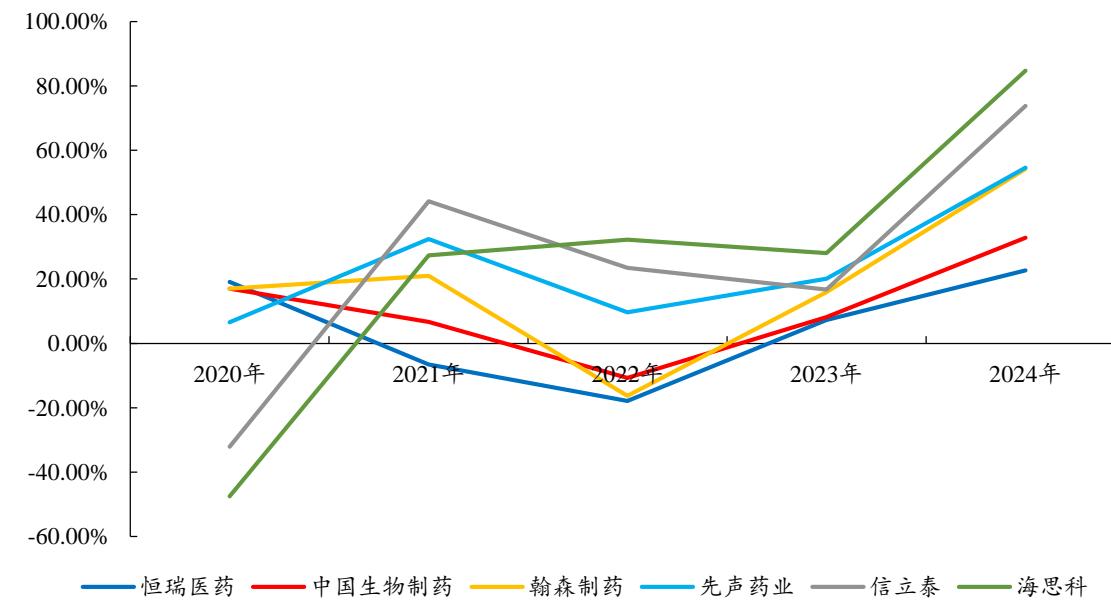
多家创新转型的企业近5年创新药收入比例大幅提升，对应收入增速同样显著提升。国产创新药的崛起极大地推动了国内创新药企的业绩增速，为中国企业持续发展、走向国际市场奠定了基础。以恒瑞医药、中国生物制药、翰森制药、先声药业、信立泰和海思科为代表的创新转型药企近年创新药收入占比显著提升，其中翰森制药从2020年的28%提升至2024年的77.3%。对应其整体收入增速，翰森制药收入增速从2020年的-0.02%提升到2024年的21.35%，创新驱动业绩大幅提升。在创新政策的驱动下，国内多家药企创新成果显著，持续推动行业高质量发展。

图13：多家创新转型企业近5年创新药收入比例大幅提升



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图14：多家创新转型企业近5年收入增速显著提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3 关注新药管线亮眼，或有BD预期的标的

①关注新药管线亮眼，或有BD预期的标的

创新政策频出，国内创新药企业持续加大研发投入，深耕创新，且有潜力管线的药企正快速接轨全球，“license-out”不断涌现，国内商业化环境逐步改善，同时，行业竞争格局在改善。三生制药的SSGJ707（PD-1/VEGF双抗）疗效与安全性展现优效潜力，2025年4月9日SSGJ-707一线治疗PD-L1表达阳性的晚期NSCLC拟纳入突破性治疗药物程序，目前单药一线NSCLC已获III期许可；一品红的痛风1类新药URAT抑制剂AR882全球多中心2期数据亮眼，疗效、安全性较现有药物明显提升，目前该药物已在国内外启动III期临床，有望成为痛风领域重磅BIC药物；多家公司在研管线多点开花，持续搭建创新平台打造高价值品种。

推荐标的：三生制药、恒瑞医药、华东医药、一品红、京新药业、汇宇制药-W、健康元、悦康药业；**受益标的：**石药集团、中国生物制药、热景生物、奥赛康、华纳药厂。

表9：关注新药管线亮眼，或有BD预期的标的

新药管线亮眼 关注BD预期	证券代码	证券简称	评级	收盘价		EPS	PE		
				2024/4/30	2025E		2026E	2027E	2027E
	1530.HK	三生制药	买入	11.96	0.97	1.09	1.23	12.5	11.1
	300723.SZ	一品红	买入	39.83	0.44	0.50	0.64	87.0	75.5
	600380.SH	健康元	买入	10.60	0.80	0.86	0.94	13.3	12.4
	002020.SZ	京新药业	买入	13.65	0.95	1.11	1.28	15.4	13.2
	600276.SH	恒瑞医药	未评级	51.10	1.11	1.29	1.48	45.9	39.7
	1093.HK	石药集团	未评级	6.13	0.45	0.47	0.49	12.6	12.0
	1177.HK	中国生物制药	未评级	3.91	0.19	0.22	0.25	19.1	16.9
	000963.SZ	华东医药	未评级	38.85	2.29	2.62	2.94	17.0	14.8
	688068.SH	热景生物	未评级	123.50	0.17	2.62		742.2	145.4
	688553.SH	汇宇制药-W	买入	13.93	0.20	0.49	0.69	69.7	28.4
	688658.SH	悦康药业	买入	16.50	0.91	1.22		18.1	13.5
	002755.SZ	奥赛康	未评级	18.79	0.22	1.10	0.30	86.7	61.5
	688799.SH	华纳药厂	未评级	42.93	2.29	0.31		18.8	16.8

②关注行业格局稳定，创新药快速放量的标的

部分制药公司为细分领域的领先企业，行业增速稳健，竞争格局优良，在具备稳健业绩的基础上储备优质创新药的制药公司有望持续受益。精麻行业增速稳健，行业政策壁垒高，精麻行业领先企业人福医药、恩华药业、海思科等有望受益；低浓度阿托品带动兴齐眼药业绩高速增长；HIV新药艾诺米替片有望快速放量，从而加速艾迪药业扭亏为盈的步伐。

推荐标的：海思科、人福医药、艾迪药业、恩华药业、海思科、兴齐眼药、京新药业；**受益标的：**信立泰。

表10：关注行业格局稳定，创新药快速放量标的

	证券代码	证券简称	评级	收盘价		EPS		PE	
				2024/4/30	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E
行业格局稳定 创新药放量	688488.SH	艾迪药业	买入	12.08	-0.01	0.05	0.18	-1208.0	241.6
	600079.SH	人福医药	买入	20.87	1.23	1.50	1.86	17.0	13.9
	002262.SZ	恩华药业	买入	22.33	1.27	1.47	1.72	18.5	16.0
	002653.SZ	海思科	买入	42.80	0.48	0.66	0.92	99.7	72.3
	002294.SZ	信立泰	未评级	40.90	0.59	0.72	0.82	68.8	57.2
	300573.SZ	兴齐眼药	买入	80.33	3.93	6.02	9.60	20.4	13.3
	002020.SZ	京新药业	买入	13.65	0.95	1.11	1.28	15.4	13.2

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：除艾迪药业、人福医药、恩华药业、海思科、兴齐眼药、京新药业外，其余来自于Wind一致预期

③关注出海+创新有望成为新增量的标的

部分制药公司出海逻辑清晰，出海产品贡献业绩增量。我们看好出海带来制药板块业绩的确定性向上的机会。苑东生物出海制剂盐酸尼卡地平注射液已获美国FDA批准且快速实现发货，制剂国际化初显成效；汇宇制药I类生物创新药HY-0007项目已获得临床研究批件并启动临床I期研究；I类化学创新药HY-0006项目已获得临床研究批件并启动I期临床研究；科兴制药海外拓展欧盟地区销售，多地区及产品待获批公司积极推进“国际化”战略，在研管线中GB18（GDF15单抗）用于肿瘤恶病质的治疗，采用独特的Fc融合纳米抗体结构，完成了国际专利布局；复宏汉霖的生物类似药出海布局，即将迎来欧美合规市场的兑现期。汉曲优在2024年4月和8月分别于美国和加拿大获批上市，并在2024年11月完成首批美国商业化发货，预计2025年将开始释放其美国市场潜力；同年汉曲优在巴西和墨西哥等拉美主流市场获批上市，中东地区完成沙特发货，成为该地区首个国产单抗生物类似药。

推荐标的：苑东生物、华海药业、健友股份、汇宇制药-W、科兴制药；**受益标的：**复宏汉霖、亿帆医药。

表11：关注出海有望成为新增量的标的

	证券代码	证券简称	评级	收盘价		EPS		PE		
				2024/4/30	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
出海成为新增量	688513.SH	苑东生物	买入	33.96	1.53	1.80	2.15	22.2	18.9	15.8
	600521.SH	华海药业	买入	14.35	1.06	1.32		13.5	10.9	
	603707.SH	健友股份	买入	10.15	0.73	1.04		13.9	9.8	
	002019.SZ	亿帆医药	未评级	11.34	0.57	0.73	0.82	19.7	15.5	13.8
	688553.SH	汇宇制药-W	买入	13.93	0.20	0.49	0.69	78.5	32.0	22.8
	688136.SH	科兴制药	买入	38.16	0.52	1.14	1.42	73.4	33.5	26.9
	2696.HK	复宏汉霖	未评级	38.95	1.59	1.62	2.06	24.5	24.0	18.9

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：除苑东生物、华海药业、健友股份、汇宇制药-W以及科兴制药外，其余来自于Wind一致预期

表12：集采影响基本出清，创新+出海驱动个股增长

证券代码	证券简称	总市值亿元	2024营收亿元	2024归母亿元	近3月涨跌幅 %	核心看点
300723.SZ	一品红	177	14.5	-5.4	151.5	AR882全球关键三期开展，痛风大适应症全球市场
1530.HK	三生制药	307	91.1	20.9	120.0	707临床数据及BD进展
688136.SH	科兴制药	75	14.1	0.3	113.4	TL1A、GDF-15等新靶点有国际化潜力
688068.SH	热景生物	128	5.1	-1.8	84.3	参股公司研发的SGC001作为急性心梗(AMI)急救药物，已获美国FDA及中国NWPA临床试验
688488.SH	艾迪药业	44	4.2	-1.3	65.9	艾诺米替持续放量；ACC017整合酶持续推进临床
300204.SZ	舒泰神	52	3.3	-1.5	60.5	STSP-0601治疗血友病二期数据读出，计划推进附条件上市中报
688166.SH	博瑞医药	177	12.8	1.9	57.1	BGM0504临床进度
0512.HK	远大医药	213	116.5	24.7	47.0	创新核药整体推进
002773.SZ	康弘药业	260	44.5	11.9	44.8	AAV疗法，双毒素ADC临床推进
1093.HK	石药集团	710	295.7	43.3	38.0	EGFR-ADC，白蛋白紫杉醇等
002294.SZ	信立泰	423	40.1	6.0	37.1	高血压领域多款创新药、心衰JK07有国际化潜力、小核酸平台技术
002755.SZ	奥赛康	168	17.8	1.6	36.3	滤蔽肤技术PD-1/IL-15双靶点前药，IL-15前药肿瘤10潜在BIC
002653.SZ	海思科	481	37.2	4.0	34.2	DPP1、Factor-B、BTK Protac等均有国际化潜力
1177.HK	中国生物制药	721	288.7	35.0	34.1	P2X3, PDE3/4等靶点进度领先
2096.HK	先声药业	217	66.4	7.3	29.2	FGFR2b-ADC, SIM0500海外临床推进
3933.HK	联邦制药	249	137.6	26.6	20.2	UBT251(GLP-1/GCG/GIP三轮点), LB2249(减脂增肌)等管线推进
002675.SZ	东诚药业	124	28.7	1.8	17.9	PSMA、FAP、avB3等多个创新核药管线
688687.SH	凯因科技	45	12.3	1.4	17.5	凯力唯销售，长效干扰素NDA，早期也有SiRNA布局
300573.SZ	兴齐眼药	124	19.4	3.4	15.1	80-22031滴眼液布局治疗神经营养性角膜类和干眼症。
688658.SH	悦康药业	72	37.8	1.2	12.3	羟基红花黄色素A已NDA等待获批，YKYY015(POSK9SiRNA)全球潜在BIGSiRNA药物
000963.SZ	华东医药	683	419.1	35.1	11.6	GLP-1多靶点, HPK-1PROTAC等临床推进
002020.SZ	京新药业	121	41.6	7.1	11.5	JX2201治疗高Lp(a)血症
688513.SH	苑东生物	69	13.5	2.4	11.1	控股公司超阳药业分子股入选AACRLBA汇报
002019.SZ	亿帆医药	137	51.6	3.9	5.7	亿立舒FDA获批，早期的双抗产品A-319在研
002317.SZ	众生药业	98	24.7	26.1	4.8	流感新药昂拉地韦片上市进度，RAY1225布局减肥适应症，中美两地开展临床
688799.SH	华纳药厂	43	14.1	1.6	2.5	ZG001抗抑郁症适应症等
2186.HK	绿叶制药	75	60.6	4.7	-1.0	微球、脂质体、透皮释药三大核心技术平台，推动差异化创新
600196.SH	复星医药	646	410.7	27.7	-1.7	HER2单抗, PDL-1 ADC临床推进
600380.SH	健康元	192	156.2	13.9	-2.7	抗流感病毒新药TG-1000, PDE4COPD适应症推进
002262.SZ	恩华药业	229	57.0	11.4	-2.8	精神分裂症1类创新药NH140068获批临床
688553.SH	汇宇制药-W	67	10.9	3.3	-3.6	HYO001a ADC药物:HY07121布局PD-1/TIGIT/IL-15的三靶点抗体融合蛋白
600079.SH	人福医药	341	254.4	13.3	-4.0	重组质粒-肝细胞生长因子注射液上市进展
000513.SZ	丽珠集团	315	118.1	20.6	-5.1	LZMO12(IL-17A/F)三期，司美格鲁单抗，阿立唑微球等
000661.SZ	长春高新	350	134.7	25.8	-5.5	亮丙瑞林三期临床, MK3R小分子拮抗剂, TSHR拮抗型单抗等新产品进展
600521.SH	华海药业	223	95.5	11.2	-7.5	HB0025(PDL-1/VEGF)临床进展
002332.SZ	仙琚制药	92	40.0	4.0	-9.1	奥美克松钠上市进展

目录

CONTENTS

- 1 产业调整处于尾声，指数率先企稳回升
- 2 创新药：内外因叠加下底层逻辑改变，看中国创新药的中长期的投资机会
- 3 制药及生物制品：优化集采叠加创新驱动，迎接制药板块商业化新周期
- 4 CXO：复苏趋势已现，关注细分赛道机会
- 5 科研服务：经营拐点明确，关注国产替代
- 6 医疗服务及血制品业绩稳健增长，原料药板块处于底部拐点区域
- 7 中药：聚焦中药创新药、品牌OTC等机会
- 8 药店：医行业集中度提升逻辑明确，门诊统筹带来新增量医药流通
- 9 流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力
- 10 风险提示

- **CXO行业整体发展趋势：**2018-2022年，CXO行业经历快速成长期，国内新药研发景气度高涨，疫情和P药加速行业逻辑兑现；2023年以来，受下游投融资疲弱、新冠大订单退潮等因素影响，CXO行业业绩阶段性承压。随着2024年以来海外新药投融资逐渐回暖、国内政策端支持创新药合理定价鼓励高质量创新，下游需求正逐渐恢复，CXO行业已开始进入复苏阶段，以药明康德、康龙化成、凯莱英为代表的头部CXO企业2025Q1业绩同环比改善明显，边际拐点趋势已现。
- **2024年以来全球医疗健康投融资企稳回升，国内仍在磨底阶段：**需求端看，2024年全球医疗健康产业投融资总额整体企稳，全球投融资略有回暖态势，各月份之间波动较大；全球top30药企研发投入总和整体稳健增长。2024年以来国内医疗健康产业投融资仍处于底部位置。从经营上看，以海外业务为主的平台型CXO、头部CDMO、减重及ADC产业链持续高景气，以国内业务为主的临床前CRO与临床CRO需求端静待花开。
- **重点关注CXO细分领域结构性机会：**（1）**头部CXO企业边际回暖明显：**海外业务占比较高的平台型CXO与头部CDMO，自2024年起业绩环比持续改善，2024全年签单整体稳健增长；2025Q1复苏趋势延续，部分企业利润端迎来快速增长，边际拐点已现，当前位置重点推荐。（2）**高景气赛道：**ADC产业链与多肽产业链。下游需求强劲，以药明合联、诺泰生物等为代表的公司业绩加速增长；（3）**磨底阶段静待复苏：**临床前CRO、临床CRO及仿创药CRO国内业务占比较高，关注各细分领域具有α能力的标的。
- **推荐标的及思路：**当前阶段享受海外逐步恢复，静待国内见底回升，关注结构性机会：药明康德（2025Q1业绩超预期，TIDES业务强劲增长）、药明合联（在手订单强劲增长，持续赋能全球客户）、药明生物（行业逐步复苏，估值处于低位）、康龙化成（新签订单稳健增长，收入同比增速逐季加快）、凯莱英（盈利能力持续改善，新兴业务快速增长）、博腾股份（在手订单稳健增长，2025Q1实现大幅减亏）、药石科技（2025Q1营收增速稳健，海外市场贡献业绩核心弹性）、诺泰生物（业绩表现持续亮眼，看好多肽原料药龙头全年机会）、泓博医药（业绩逐步恢复，AI驱动长期发展）、阳光诺和（业务转型升级，在研管线有望逐步兑现）。

- 全球医疗健康投融资逐渐企稳，MNC研发投入整体稳健增长

2024年全球医疗健康产业投融资总额整体企稳，全球投融资略有回暖态势，各月份之间波动较大。根据动脉橙数据显示，2024年全球医疗健康产业融资额合计约580.0亿美元，同比增长约0.96%；2025Q1延续回暖态势，融资额合计约165.3亿元，同比增长3.60%。2023-2024年全球top30药企平均研发投入整体稳健增长，2024年平均研发投入约60.11亿美元，同比增长10.39%。以海外业务为主的平台型CXO、头部CDMO及部分上游企业预计将率先迎来复苏。

图15：2024年全球医疗健康领域投融资逐渐企稳

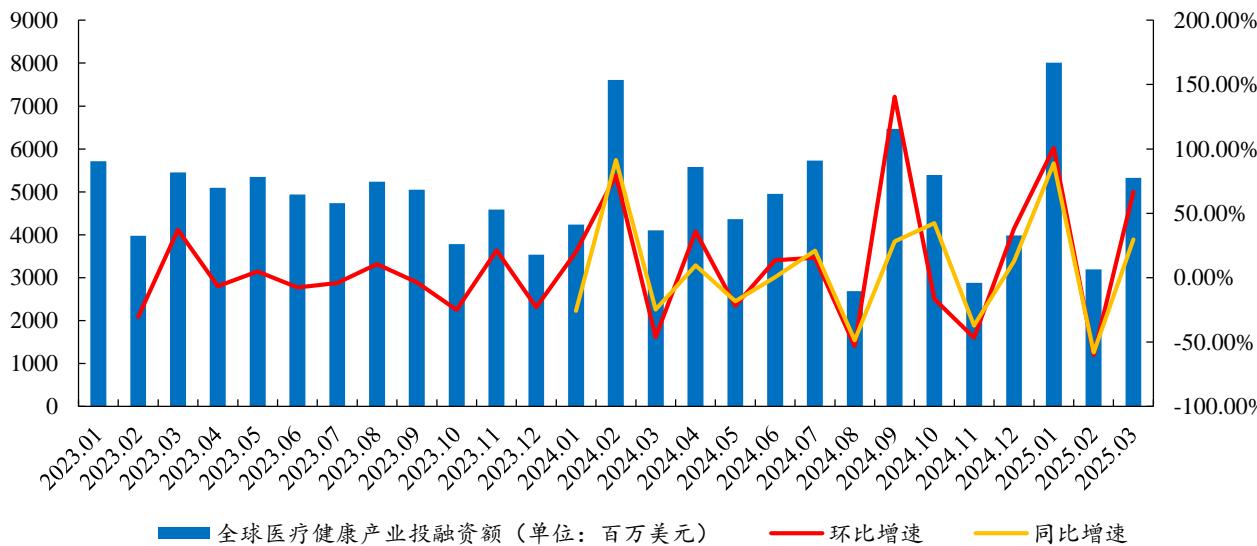
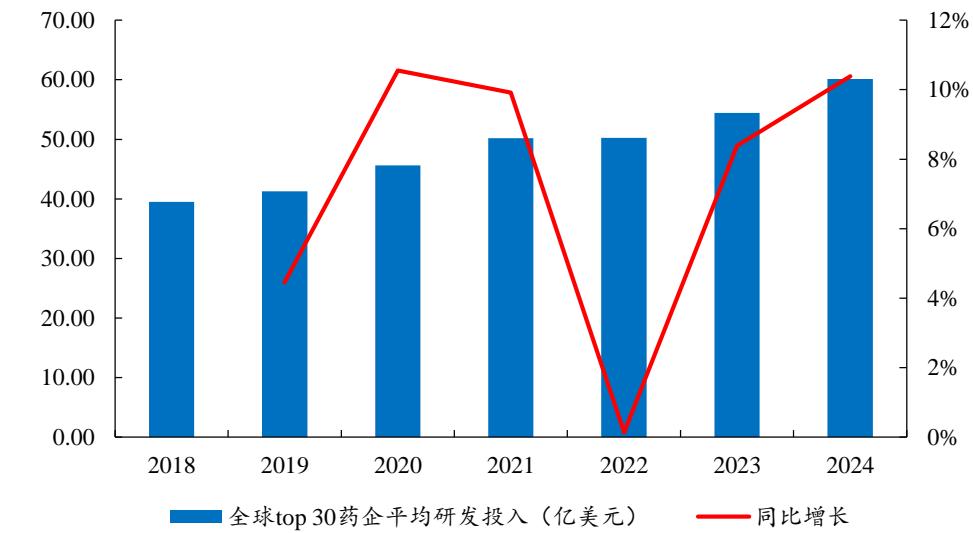


图16：2024年MNC研发投入总和稳健增长



数据来源：动脉橙、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

- 国内医疗健康产业投融资仍处于底部位置，以国内业务为主的临床前/临床CRO需求端尚未看到明显复苏信号

2024年以来国内医疗健康产业投融资仍处于底部位置，行业静待花开。根据财联社创投通数据，2024年国内中国医疗健康产业融资额合计约421.17亿元，同比下滑约37.52%；融资事件数合计约1164个，同比增长约6.59%。新药申报IND数量同比整体企稳，2024年合计约1996个，同比增长约5.0%。我们判断国内投融资目前整体还处于磨底阶段，以国内业务为主的临床前CRO与临床CRO需求端静待花开。

图17：2024年以来国内医疗健康投融资仍处于底部位置

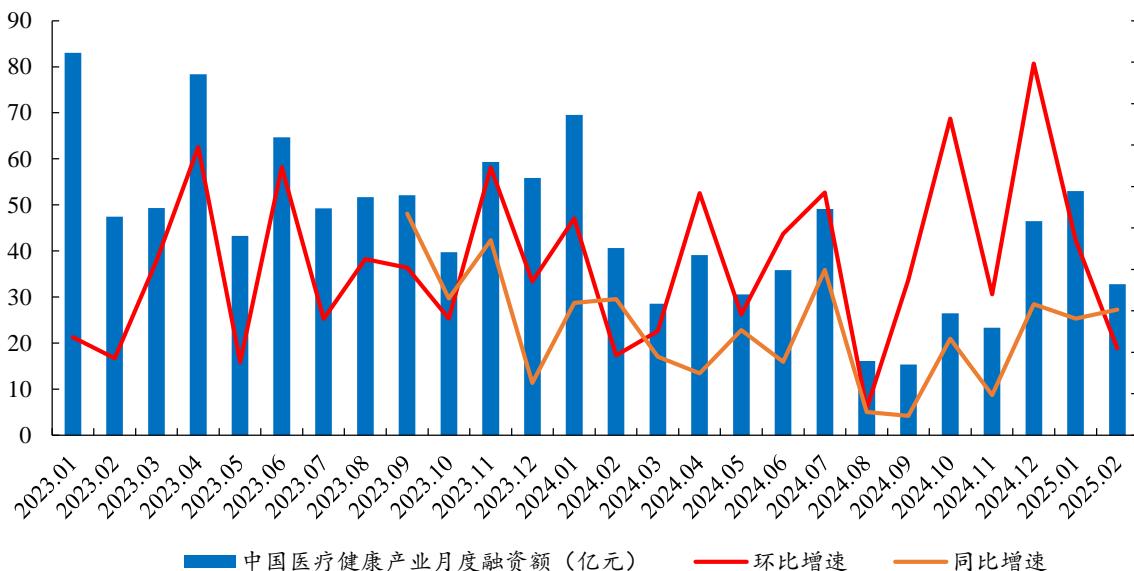
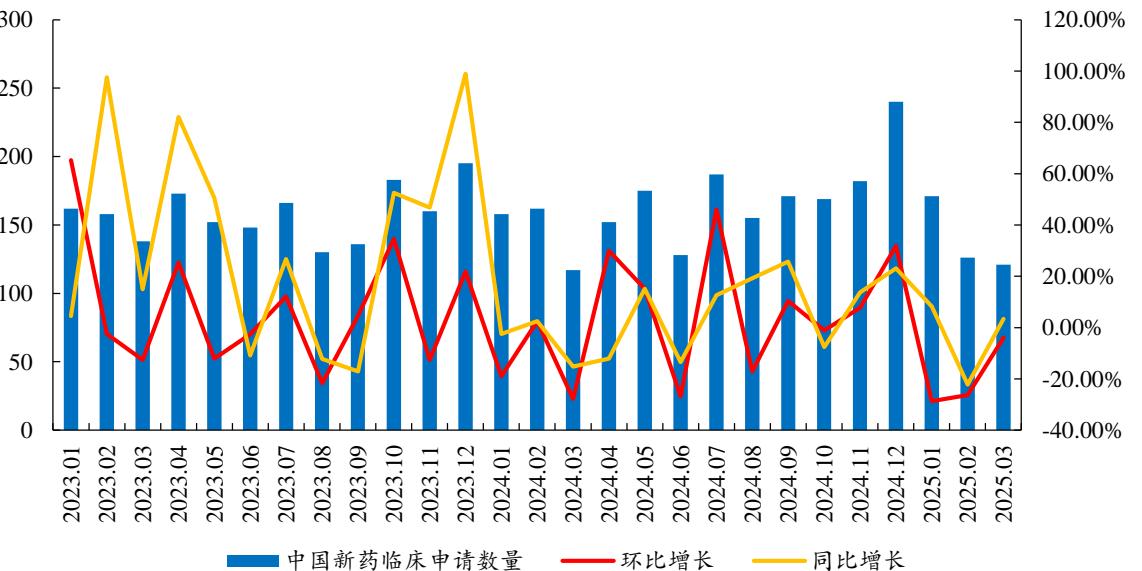


图18：2024年以来中国新药临床申请数量同比企稳（个）



数据来源：财联社创投通、开源证券研究所

数据来源：Insight、开源证券研究所

创新药利好政策密集出台，全链条鼓励创新药产业发展

2024年多地出台全链条支持创新药政策，鼓励创新药高质量发展。2024年以来，多地支持医药创新政策密集出台，包括从现金支持、加速临床试验开展、药械审评审批节奏、鼓励多元支付、医保谈判获得政策倾斜以及鼓励投融资等多方面予以支持，全方位促进创新药高质量发展。2024年7月，国家药监局印发《优化创新药临床试验审评审批试点工作方案》的通知，要求实现30个工作日内完成创新药临床试验申请审评审批、缩短药物临床试验启动用时、提升药品审评审批效能，方案有助于推动更多高质量新药进入临床阶段。主要面向国内市场的临床前及临床CRO有望率先受益于国内政策。

表13：2024年多地创新药利好政策密集出台，全链条鼓励创新药产业发展

时间	政策名称	重点内容
2024年1月	《浦东新区综合改革试点实施方案（2023—2027年）》	建立生物医药协同创新机制，推动医疗机构、高校、科研院所加强临床科研合作，依照有关规定允许生物医药新产品参照国际同类药品定价，支持创新药和医疗器械产业发展。
2024年2月	《关于建立新上市化学药品首发价格形成机制鼓励高质量创新的通知（征求意见稿）》	坚持药品价格由市场决定的基本原则，把价格、挂网、采购等关键政策资源重点分配给真正具有创新性、高水平创新的企业。
2024年3月	《上海市进一步完善多元支付机制支持创新药械发展的若干措施》	措施分为9类28条，包括多方合作加强商业健康保险产品供给、数据赋能支持商业健康保险产品开发、建立基本医保与商业健康保险行业监管合作机制、加快创新药械临床应用、加大创新药械医保支付支持等
2024年4月	《北京市医疗保障局等9部门北京市支持创新药高质量发展若干措施(2024)(征求意见稿)》	提出推动生物医药产业和保险金融业协同发展，完善创新药械配备使用和多元支付体系
2024年4月	《促进生物医药产业高质量发展办法的通知》（广州）	从支持全球顶尖项目、支持国家级平台成果转化和产业化、加速科技创新突破、提升临床试验能力、支持开展临床试验、支持药械成果转化等16个方面，全链条为生物医药产业提供资金支持，全方位支持产业发展
2024年6月	《济南市支持创新医药高质量发展若干措施（2024年）》	取消医疗机构药品数量限制；全年药事会召开不少于4次；对符合条件的新药新技术费用，不计入DRG病组支付标准
2024年7月	《全链条支持创新药发展实施方案》	要全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制，合力助推创新药突破发展。要调动各方面科技创新资源，强化新药创制基础研究，夯实我国创新药发展根基。
2024年7月	上海市《关于支持生物医药产业全链条创新发展的若干意见》	聚焦产业痛点难点，围绕研发、临床、审评审批、应用推广、投融资等关键环节，坚持全链条创新、全链条改革、全链条赋能，推出了8方面37条政策举措
2024年7月	《优化创新药临床试验审评审批试点工作方案》	持续深化药品审评审批制度改革，提升药品审评审批效能，支持创新药研发。方案要求实现30个工作日内完成创新药临床试验申请审评审批，缩短药物临床试验启动用时
2024年8月	《珠海市促进生物医药与健康产业高质量发展若干措施（修订）》	对不同在研阶段的创新药管线、纳入国家药械集采中标品种、新取得海外机构注册认证的药械品种、生物医药与健康领域重点实验室以及相关创新创业团队与人才给予奖补
2024年9月	《深圳市全链条支持创新药和创新医疗器械发展若干措施（征求意见稿）》	支持研发到应用全流程，发挥深圳科技创新优势，推动深港合作，加速创新药械上市
2024年9月	《广州市卫生健康委员会支持创新药械高质量发展十条措施》	加速创新药械临床应用，推动医疗机构与药企合作，缩短研发周期
2024年12月	《上海市提升生物医药企业国际竞争力行动方案（2024—2027年）》	前瞻布局生物医药新赛道，加强优质创新药械产品研发，支持企业国际化发展

资料来源：国家药监局、CDE、国家卫健委、国务院、医保局等、开源证券研究所

- 2024年医药外包行业业绩阶段性承压，2025Q1已见底回升

回顾2018-2025Q1业绩，医药外包行业经历快速成长期后阶段性回落，目前已见底回升：2024年CXO行业24家核心标的总营收约1103.5亿元，同比下滑约0.2%；归母净利润约180.1亿元，同比下滑17.6%。受新药研发需求下滑、地缘政治、行业竞争加剧等多因素影响，2024年CXO行业业绩整体处于承压状态；部分企业受新产能折旧、股权激励摊销等影响，利润端同比下滑。2025Q1，总营收约221.4亿元，同比增长约14.5%；归母净利润约51.6亿元，同比增长约81.2%，以药明康德、康龙化成、凯莱英为代表的头部CXO企业2025Q1业绩同环比改善明显，边际拐点趋势已现。

图19：2025Q1 CXO核心标的营收同比稳健增长

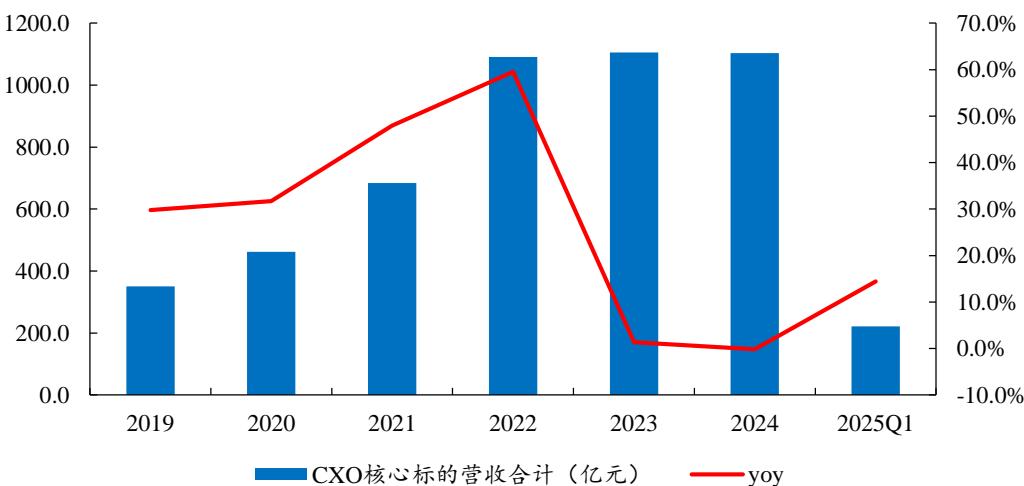
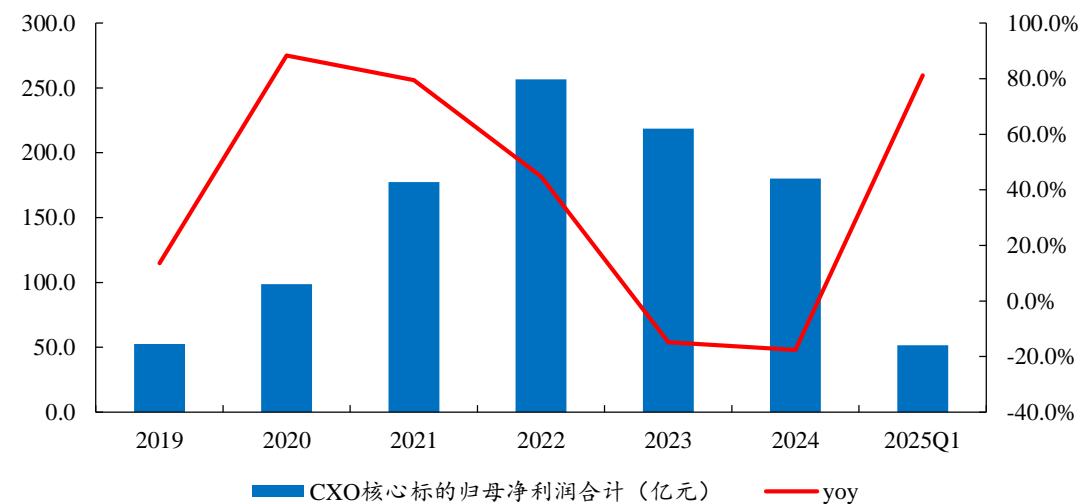


图20：2025Q1 CXO核心标的归母净利润同比大幅提升



数据来源：Wind、开源证券研究所注：选取了CXO行业内24家核心标的营收数据；2025Q1业绩不包括药明生物与药明合联数据

数据来源：Wind、开源证券研究所注：选取了CXO行业内24家核心标的归母净利润数据；2025Q1业绩不包括药明生物与药明合联数据

头部CXO/CDMO企业边际拐点趋势已现，减重及ADC产业链高景气成长

随着美国降息及国内持续对创新药行业的支持，CXO公司的经营业绩有望逐步见底回升，估值又处于历史低位，当前位置我们建议积极布局CXO方向。细分方向上，我们推荐持续估值较同行更低的平台化头部公司、海外业务占比较高的CDMO/CRO公司、高景气的减重及ADC产业链。

从细分领域看：（1）头部CXO企业边际回暖明显：海外业务占比较高的平台型CXO与头部CDMO，自2024年起业绩环比持续改善，2024全年签单整体稳健增长；2025Q1复苏趋势延续，部分企业利润端迎来快速增长，边际拐点已现，当前位置重点推荐。（2）高景气赛道：ADC产业链与减重产业链。下游需求强劲，以药明康德、诺泰生物等为代表的公司业绩加速增长。

表14：平台型CXO与头部CDMO订单同比增长稳健，ADC、多肽产业链等细分赛道高景气成长

类型	股票代码	标的	2024年营收 (百万元)	yoY	2025Q1营收 (百万元)	yoY	2024年归母 净利润(百 万元)	yoY	2025Q1归母 净利润(百 万元)	yoY	2024年订单情况	2025Q1订单情况
平台型	603259.SH	药明康德	39241.4	-2.7%	9654.60	21.0%	9450.3	-1.6%	3671.96	89.1%	截至2024年底在手订单493.1亿元，同比增长47.0%	截至2025Q1，公司在手订单523.3亿元，同比增长47.1%
	2269.HK	药明生物	18675.4	9.5%	-	-	3356.1	-1.3%	-	-	截至2024年底在手订单185亿美元	-
	2268.HK	药明康联	4052.3	90.8%	-	-	1069.6	277.2%	-	-	截至2024年底在手订单9.908亿美元，同比增长71.2%	-
CDMO	300759.SZ	康龙化成	12275.8	6.4%	3098.81	16.0%	1793.4	12.0%	305.58	32.5%	2024年新签订单同比增长超过20%	2025Q1，公司新签订单同比增长超10%
	002821.SZ	凯莱英	5804.7	-25.8%	1541.22	10.1%	949.0	-58.2%	326.61	15.8%	2024年新签订单同比增长20%；截至2024年底在手订单10.52亿美元，同比增长超20%	-
	300363.SZ	博腾股份	3012.0	-17.9%	801.16	18.2%	-287.8	-207.8%	-4.28	95.5%	截至2024年底在手订单同比增长超30%	-
	300725.SZ	药石科技	1688.6	-2.1%	455.02	20.5%	219.5	11.2%	35.79	-27.7%	2024年CDMO业务新签订单金额同比增长12.43%	-
	688131.SH	皓元医药	2270.2	20.8%	606.13	20.1%	201.6	58.2%	62.38	272.3%	2024年原料药和中间体、制剂业务在手订单同比增加18.5%	-
	603456.SH	九洲药业	5160.6	-6.6%	1490.27	1.0%	606.1	-41.3%	250.20	5.7%	-	-
	301509.SZ	金凯生科	497.0	-35.2%	176.34	41.8%	38.6	-77.8%	47.42	183.2%	-	-
	688117.SH	圣诺生物	456.1	4.8%	184.34	77.1%	50.0	-28.9%	47.12	186.1%	-	-
	688076.SH	诺泰生物	1624.8	57.2%	565.60	59.0%	404.4	148.2%	152.62	130.1%	-	-
	300199.SZ	瀚宇药业	590.2	36.8%	309.97	106.3%	-173.7	66.2%	69.87	595.4%	-	-

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

(3) 磨底阶段静待复苏：国内业务占比较高，关注各细分领域具有α能力的标的；**临床CRO**：目前行业报价整体平稳，泰格医药作为行业龙头新签订单稳健增长，并有望受益于国内创新药行业企稳及出海需求，业绩逐步重回稳健增长；**临床前CRO**：业绩阶段性下滑，海外需求回暖整体快于国内，以国内业务为主的企业还处于磨底阶段，但以海外业务为代表的企业（泓博医药）新签订单增长稳健；以美迪西为代表的的部分企业积极开拓海外市场，境外签单稳健增长；**仿制药CRO**：但受仿制药受托业务行业竞争的影响，签单增速放缓；其中，阳光诺和凭借向新药临床业务持续拓展，签单上同比稳健增长。

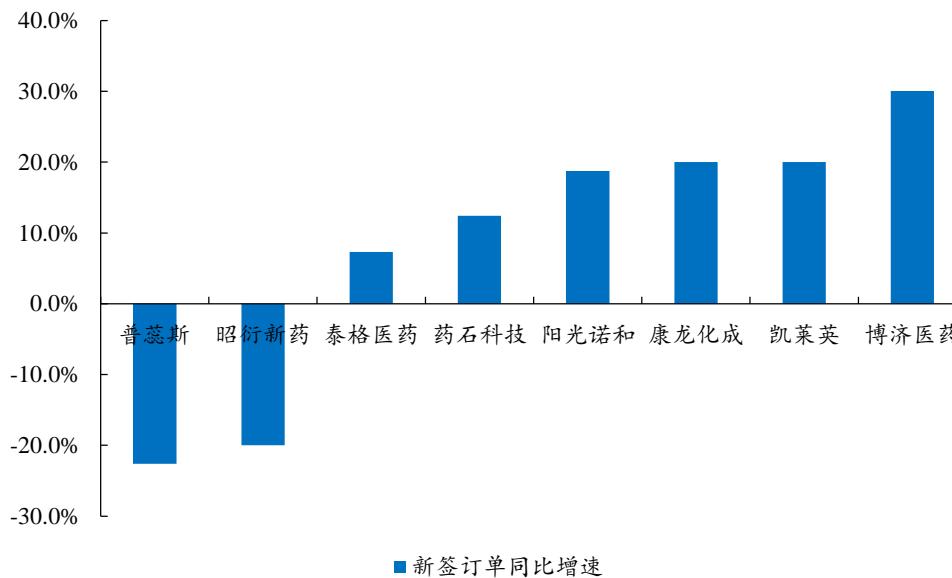
表15：平台型CXO与头部CDMO订单同比增长稳健，ADC、多肽产业链等细分赛道高景气成长（续表）

类型	股票代码	标的	2024年营收 (百万元)	2024年 yoy	2025Q1营 收(百万元)	2025Q1 yoy	2024年归 母净利润 (百万元)	2024年 yoy	2025Q1归 母净利润 (百万元)	2025Q1 yoy	2024年订单情况	2025Q1订单情况
临床前CRO	688202.SH	美迪西	1037.7	-24.0%	267.09	2.9%	-330.8	-896.2%	-14.55	61.3%	2024年境外新签订单同比增长超过20%	-
	603127.SH	昭衍新药	2018.3	-15.1%	287.34	-11.5%	74.1	-81.3%	41.12	115.1%	2024年新签订单18.4亿元，同比下滑20.0%；截至2024年底在手订单约22亿元，同比下滑33.3%	-
	301230.SZ	泓博医药	544.5	11.2%	169.43	29.6%	17.1	-54.6%	11.97	226.5%	截至2024年底在手订单约3.12亿元，同比增长约1.2%	2025Q1新签订单1.86亿元，同比增长3.6%
临床CRO	300347.SZ	泰格医药	6603.1	-10.6%	1564.14	-5.8%	405.1	-80.0%	165.47	-29.6%	2024年，净新增合同84.2亿元，同比增长约7.3%；截至2024年底在手订单约157.8亿元，同比增长12.1%	2025Q1净新增合同超20亿元，同比增长约20%
	301333.SZ	诺思格	744.0	3.1%	172.84	-2.5%	140.2	-13.7%	26.07	13.1%	-	-
	301257.SZ	普蕊斯	803.7	5.7%	176.47	-4.4%	106.4	-21.0%	7.43	-67.3%	2024年新签订单10.00亿元，同比下滑22.59%；截至2024年底在手订单18.89亿元，同比增长0.38%	-
仿制药CRO	300404.SZ	博济医药	742.0	33.5%	138.86	-17.1%	28.8	18.2%	3.90	-76.4%	2024年新签订单15.15亿元，同比增长约30.07%；截至2024年底在手订单27.59亿元，同比增长31.70%	-
	688621.SH	阳光诺和	1078.5	15.7%	230.84	-8.5%	177.4	-4.0%	29.58	-59.3%	2024年新签订单17.86亿元，同比增长18.74%；截至2024年底，在手订单约32.73亿，同比增长27.57%	-
	301096.SZ	百诚医药	801.9	-21.2%	128.73	-40.3%	-52.7	-119.4%	-26.20	-152.6%	-	-
其他	301520.SZ	万邦医药	379.1	10.9%	71.05	-21.2%	85.5	-20.9%	11.85	-60.1%	-	-
	688238.SH	和元生物	248.1	21.2%	52.85	-11.3%	-321.8	-151.5%	-59.48	-41.0%	-	-

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

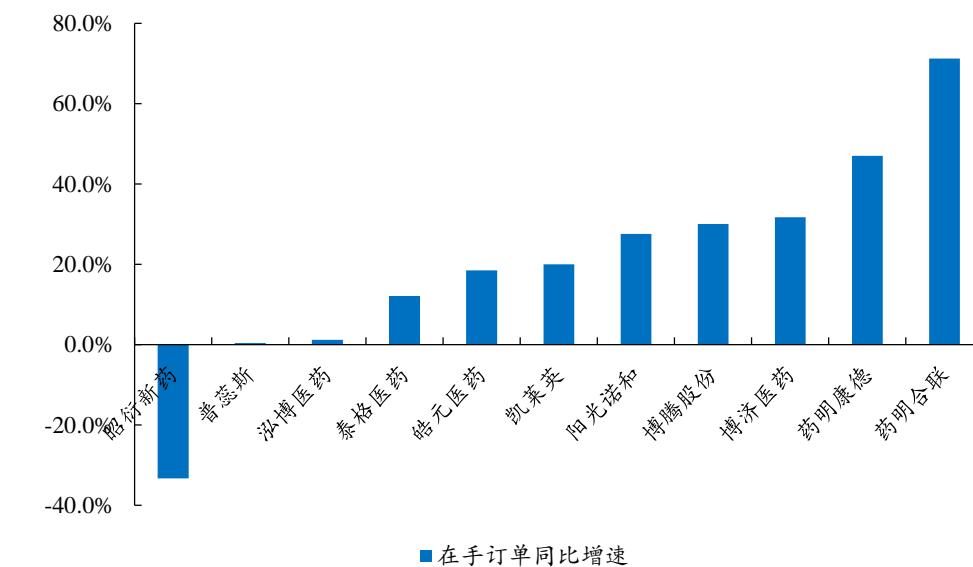
从签单角度看，海外业务占比较高的企业签单情况整体较好。截至2024年底，药明康德在手订单493.1亿元，同比增长 47.0%；博腾股份在手订单同比增长超30%；康龙化成新签订单同比增长超过20%；凯莱英2024年新签订单及年底在手订单同比增长均超过20%。除此之外，细分高景气领域的ADC产业链（药明合联）、中药临床CRO（博济医药）等在手订单均实现快速增长。

图21：2024H1海外业务占比高的企业新签订单稳健增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

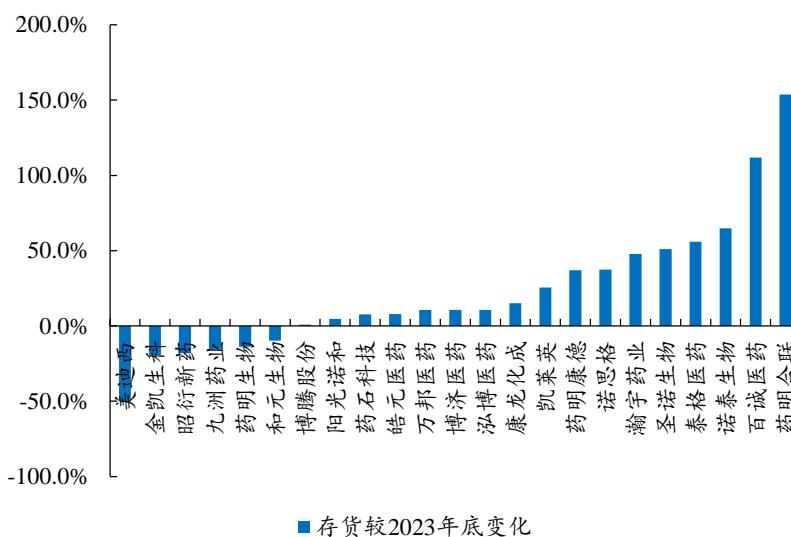
图22：截至2024年底平台型CXO/头部CDMO企业在手订单稳健增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

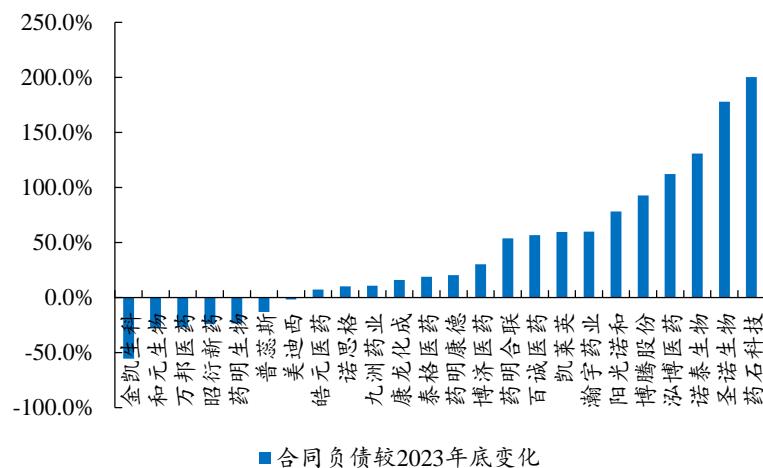
从存货及合同负债看，截至2025Q1，细分高景气领域的ADC产业链（药明合联）、多肽产业链（诺泰生物、圣诺生物）存货较2023年底快速增长。药明康德、药明生物、凯莱英、康龙化成等头部CXO企业整体人员数量较2024H1均稳健增长，供给端的调整可侧面验证需求端正在逐步回暖。

图23：细分高景气领域公司存货较年初快速增长



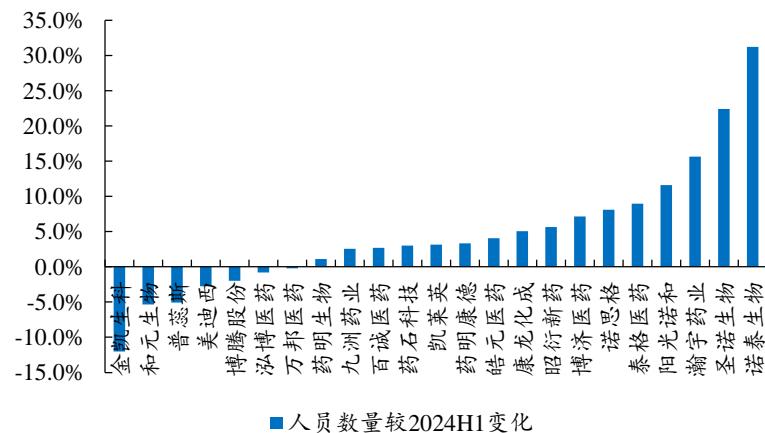
数据来源：Wind、开源证券研究所注：药明合联与药明生物为截至至2024年底变化

图24：细分高景气领域公司合同负债增幅较快



数据来源：Wind、开源证券研究所注：药明合联与药明生物
为截至2024年底变化

图25：平台型CXO/头部CDMO人员开始补充人员



数据来源：Wind、开源证券研究所注：药明合联与药明生物
为截至2024年底变化。

● ADC赛道高景气发展，药明合联订单与项目数量均快速增加保障未来高增长

全球ADC市场正持续扩容，ADC药物已经逐渐成为市场上炙手可热的开发项目。ADC药物的开发需要拥有在生物药和小分子药物方面一系列跨学科的能力，而大多数生物制药公司不具备相关的技术平台，外包成为了这些企业最合适的选择；药明合联作为全球ADC CRDMO龙头企业，随着下游行业景气度持续提升，药明合联已进入快速增长阶段。2024年公司实现营收40.52亿元，同比增长86.82%；归母净利润10.70亿元，同比增长277.24%；经调整净利润9.92亿元，同比增长171.30%。未完成订单总量达9.91亿美元，同比增长71.24%，为公司未来业绩的快速增长提供保障。截至2024年底，药明合联药物发现阶段项目累计总数达681个，同比增长59.5%；综合项目数达194个，同比增长35.7%；II期及后期项目合计34个，其中8个为PPQ项目，1个为商业化阶段项目。随着下游需求持续释放，公司产能建设也持续推进，2024年3月，新加坡生产基地正式开工，预计于2025年底投入运营；截至2024年底，公司拥有员工1496人，同比增长27.0%，为公司业务快速发展提供支持。

图26：2020-2024年药明合联业绩快速增长（百万元）

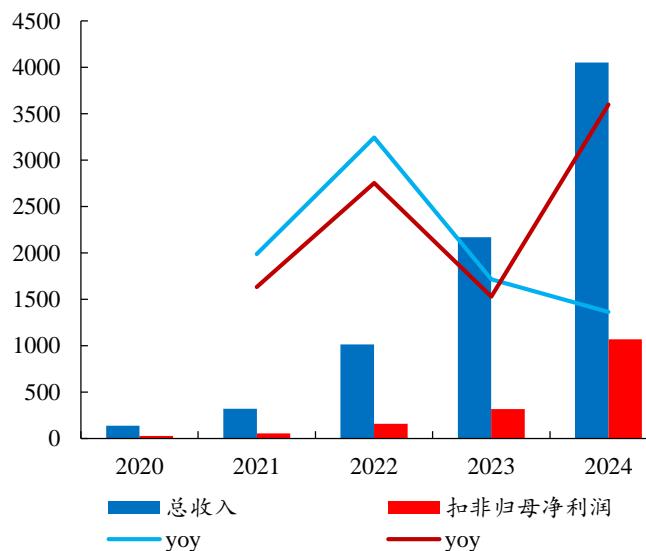


图27：2024年药明合联未完成订单稳健增长（百万美元）

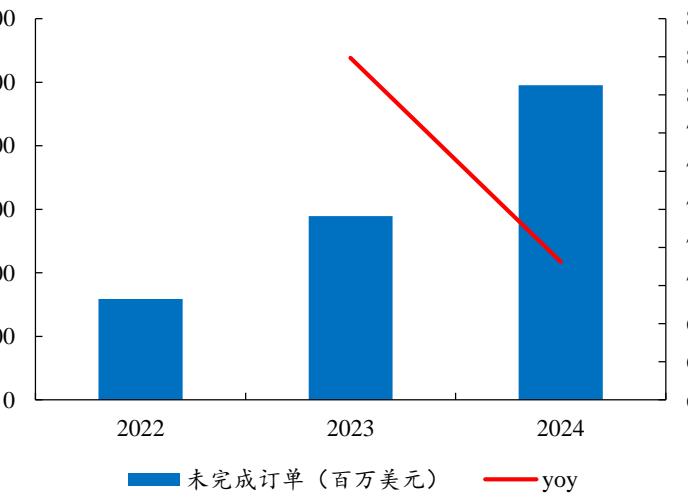
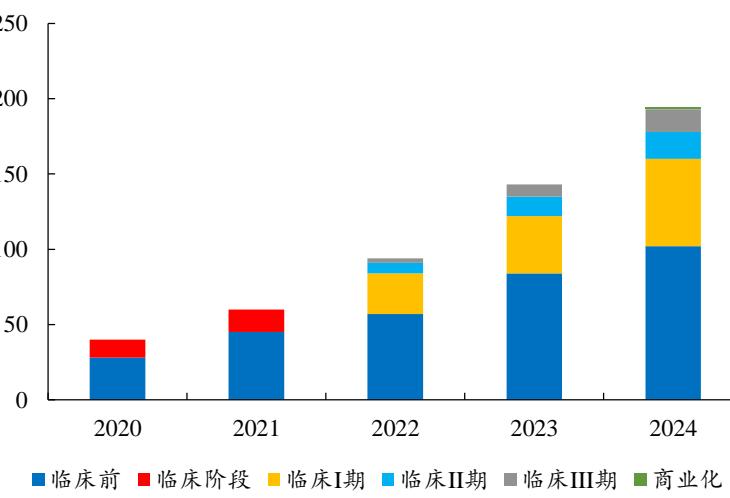


图28：2020-2024年药明合联项目数量稳健增长（个）



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：药明合联公告、开源证券研究所

数据来源：药明合联公告、开源证券研究所

- 下游需求快速释放催化多肽产业链蓬勃发展，赛道龙头成长空间较大

随着下游以司美格鲁肽、替尔泊肽为代表的GLP-1多肽药物快速放量，多肽产业链迎来黄金发展期。国内多肽原料药龙头诺泰生物成长性较高，2024年实现营收16.25亿元，同比增长57.21%，扣非归母净利润4.04亿元，同比增长148.19%；2025Q1实现营收5.66亿元，同比增长58.96%，扣非归母净利润1.52亿元，同比增长131.79%。我们预期随着司美格鲁肽、利拉鲁肽逐步从研发过渡到商业化供货阶段，未来更看重供货商的成本、产能与质量，小产能将逐渐出清；公司作为赛道龙头前瞻性布局优质产能，有机会能够承接更多商业化订单。

以药明康德、凯莱英等为代表的头部CXO企业快速布局多肽领域。2024年药明康德TIDES业务实现营收58亿元，同比增长70.1%，在手订单同比增长103.9%；2025Q1实现营收22.4亿元，同比增长187.6%，在手订单同比增长105.5%，保持高速增长态势；同时，药明康德持续推进多肽产能建设，2024年末，多肽固相合成反应釜总体积已增加至41000L，预计2025年末将进一步提升至超100000L。凯莱英化学大分子（包括多肽等）在手订单同比增长超130%，其中海外订单同比增长超260%，预计2025年该板块收入将实现翻倍以上增长；2024年末凯莱英多肽固相合成产能约21000L，预计2025下半年多肽固相合成总产能将达30000L。

图29：2023年至今诺泰生物业绩表现亮眼

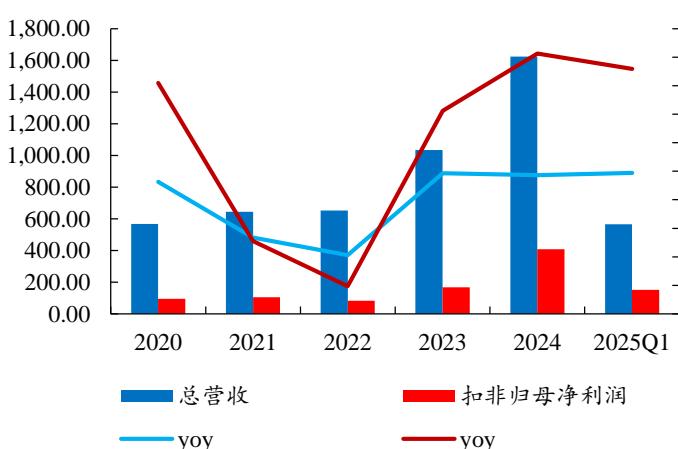


图30：2022年起药明康德TIDES业务迎来快速增长

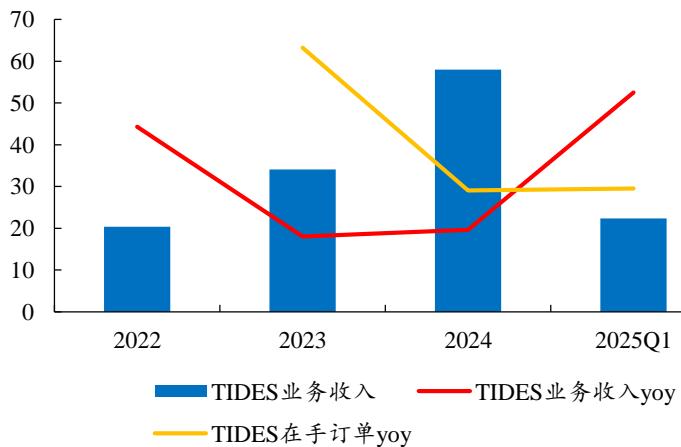
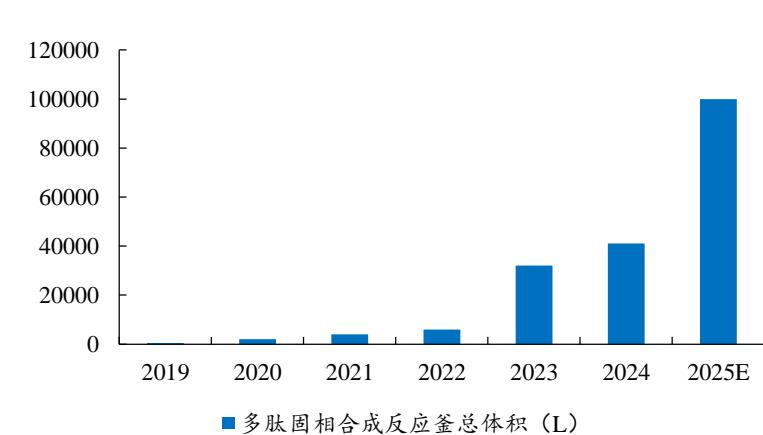


图31：药明康德持续推进多肽产能建设



资料来源：Wind、开源证券研究所

KYSEC

资料来源：药明康德公告、开源证券研究所

数据来源：药明康德公告、开源证券研究所

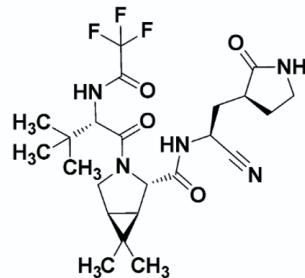
● Orforglipron产业链被低估，国内相关公司有望长周期受益

2025年4月17日，礼来公布Orforglipron的3期临床研究ACHIEVE-1的积极顶线结果，为首个小分子口服GLP-1RA药物3期临床研究成功的药物。礼来预计将在2025年年底前向全球监管机构提交orforglipron用于体重管理的上市申请，预计于2026年提交其用于治疗2型糖尿病的上市申请。

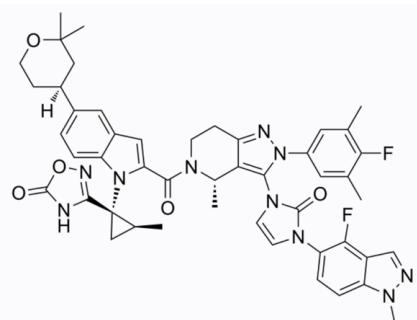
Orforglipron的分子量为882.96，分子量明显较大。较高的合成难度及复杂的工艺，将导致Orforglipron的原料药成本高；同时，对生产外包的黏性及需求较大，CDMO公司的价值量也较高。另外，据礼来2024年年报数据显示，为保证Orforglipron上市后的供应，公司准备了近5.48亿美金的库存，礼来对Orforglipron上市后的快速放量给予较高的期待。

GLP-1类药物面向降糖、减重等疾病，患者基数大，需求旺盛。Orforglipron作为首个三期临床成功的口服GLP-1受体激动剂，有望凭借非侵害性的皮下注射、不需要冷藏及口服方便患者依从性高等优点，上市后有望快速放量。同时，礼来仍在开展减重及阻塞性睡眠呼吸暂停等适应症，患者人群在不断拓展，后续有望长周期持续放量。综合以上分析，我们认为，Orforglipron及其产业链的价值量很大，亟需市场充分挖掘，以药明康德、凯莱英等为代表的国内头部CDMO有望充分受益，通过长周期订单增厚业绩。

图32：Orforglipron的分子量远大于Paxlovid的核心原料



原料1：奈玛特韦
分子量：499.54



原料：Orforglipron
分子量：882.96

资料来源：辉瑞官网、MCE、开源证券研究所

图33：经过28步反应合成最终原料药

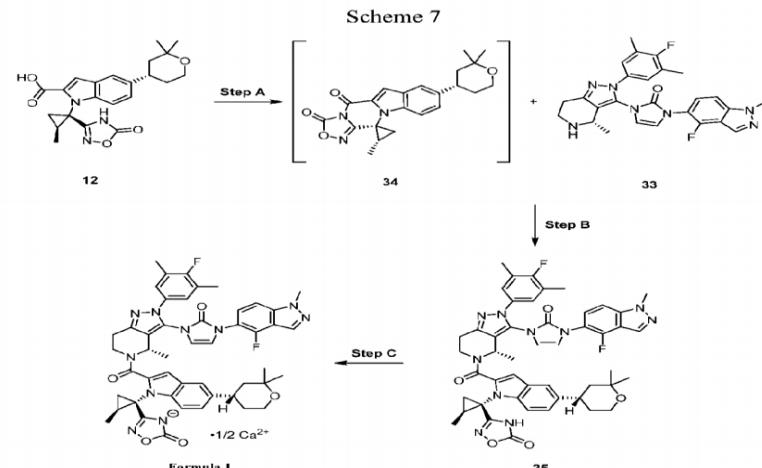


表16：推荐及受益标的盈利预测与估值

股票代码	公司名称	评级	收盘价(元)		EPS		PE			
			2025/4/30	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
CXO	603259.SH	药明康德	买入	59.17	3.91	4.45	5.36	15.1	13.3	11.0
	2269.HK	药明生物	买入	20.88	1.00	1.20	1.60	20.9	17.4	13.0
	2268.HK	药明合联	买入	33.47	1.20	1.60	2.30	27.9	20.9	14.6
	300759.SZ	康龙化成	买入	21.22	1.00	1.28	1.56	21.2	16.6	13.6
	300363.SZ	博腾股份	买入	15.02	0.11	0.40	0.92	136.5	37.6	16.3
	688621.SH	阳光诺和	买入	45.97	1.79	2.22	2.81	25.7	20.7	16.4
	300725.SZ	药石科技	买入	32.16	1.28	1.49	1.82	25.1	21.6	17.7
	300347.SZ	泰格医药	买入	44.61	1.17	1.26	1.39	38.1	35.4	32.1
	688076.SH	诺泰生物	买入	52.95	2.34	3.08	3.89	22.6	17.2	13.6
	002821.SZ	凯莱英	未评级	82.00	3.06	3.60	4.25	26.8	22.8	19.3

数据来源：Wind、开源证券研究所注：数据截至2025年4月30日收盘；药明生物、药明合联收盘价以港元计，汇率选择1元=1.0774港元。

目录

CONTENTS

- 1 产业调整处于尾声，指数率先企稳回升
- 2 创新药：内外因叠加下底层逻辑改变，看中国创新药的中长期的投资机会
- 3 制药及生物制品：优化集采叠加创新驱动，迎接制药板块商业化新周期
- 4 CXO：复苏趋势已现，关注细分赛道机会
- 5 科研服务：经营拐点明确，关注国产替代
- 6 医疗服务及血制品业绩稳健增长，原料药板块处于底部拐点区域
- 7 中药：聚焦中药创新药、品牌OTC等机会
- 8 药店：医行业集中度提升逻辑明确，门诊统筹带来新增量医药流通
- 9 流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力
- 10 风险提示

- 整体上生物医药上游的需求端与CXO基本一致，但经营节奏不同：海外增长情况依然比较健康，国内需求整体企稳；另一方面，（1）由于上游公司在海外收入的体量较小，处于提升市占率阶段，海外保持高增长的确定性较高；（2）国内需求拆开看，工业端需求比较疲软，但结构性机会已经出现；科研端需求相对刚性，增长情况相对较好；（3）当前位置，受益于新业务的延伸及海外市场的拓展，多数公司收入逐步恢复到稳健增长，叠加降本增效的持续推进，利润端已经恢复弹性增长。
- 科研服务企业正积极布局海外市场，海外业务营收持续增长：在海外市场的需求率先回暖并且空间更大，越来越多的科研服务上游企业将出海作为公司下一阶段发展的重要选择。随着SKU的不断丰富及覆盖地区与服务客户数量逐渐扩大，营收快速增长，海外业务将保持高增长。对于地缘政治的风险，我们认为应该理性看待：（1）对于高毛利的生物试剂，生产成本很低，国内企业完全可以属地化生产进行应对；（2）对于分子砌块、缩合试剂等高端化学试剂，我们在全球供应链上都有竞争优势和话语权，有足够的措施来应对。
- 行业集中度看，科研服务行业收并购正在加速，行业集中度将向头部企业聚集。近年来科研上游领域已发生多起收并购事件，在客户、供应商渠道、品牌效应方面能够产生较强的协同效应。截至2024年报，科研上游企业账上现金整体充裕，近一半以上企业现金及现金等价物超10亿元。随着下游景气度阶段性预冷，部分小产能将逐渐出清，生命科研上游领域收并购将逐步展开，细分领域龙头企业市占率有望提升，竞争格局将逐渐优化。同时，中美互加关税，有望进一步加速国产替代。
- 推荐标的及思路：重点推荐有收并购预期、海外快速放量及细分高景气度领域企业：皓元医药（工具化合物，收入高增长，毛利率快速恢复，现金流持续改善）、昊帆生物（GLP-1上游，行业高景气）、毕得医药（分子砌块，盈利能力恢复，收入加速）、百普赛斯（海外占比高，25年看利润弹性兑现）、奥浦迈（兼具 α 属性的中国生物药强 β 标的，即将迎来加速发展期，受益国产替代）、阿拉丁（高端化学试剂，利润已经在改善，受益国产替代）、药康生物（创新驱动发展，受益国内需求复苏）。

- 科研服务行业经历快速发展后阶段性承压，随着下游需求见底回暖以及费用端的持续控制利润端弹性将逐渐释放

回顾2018-2024经营情况，科研服务行业经历快速发展后阶段性承压：2023年科研服务行业15家核心标的总营收约121.4亿元，同比下滑14.7%；归母净利润约10.8亿元，同比下滑61.4%。2024年，总营收约131.1亿元，同比增长8.0%；归母净利润8.0亿元，同比下滑26.2%，降幅逐渐收窄。2024年科研服务营收略有增长，但利润端处于承压状态。另一方面，2023年以来科研服务企业控费趋势明显，2023年与2024年三费同比增幅分别为13.2%/8.2%，较2022年的49.6%大幅下滑。我们预计，随着海内外下游需求见底回暖以及费用端的持续控制，科研服务行业利润端的弹性将逐渐释放，结构性机会已现。

图34：科研服务行业经历快速发展后阶段性承压（亿元）

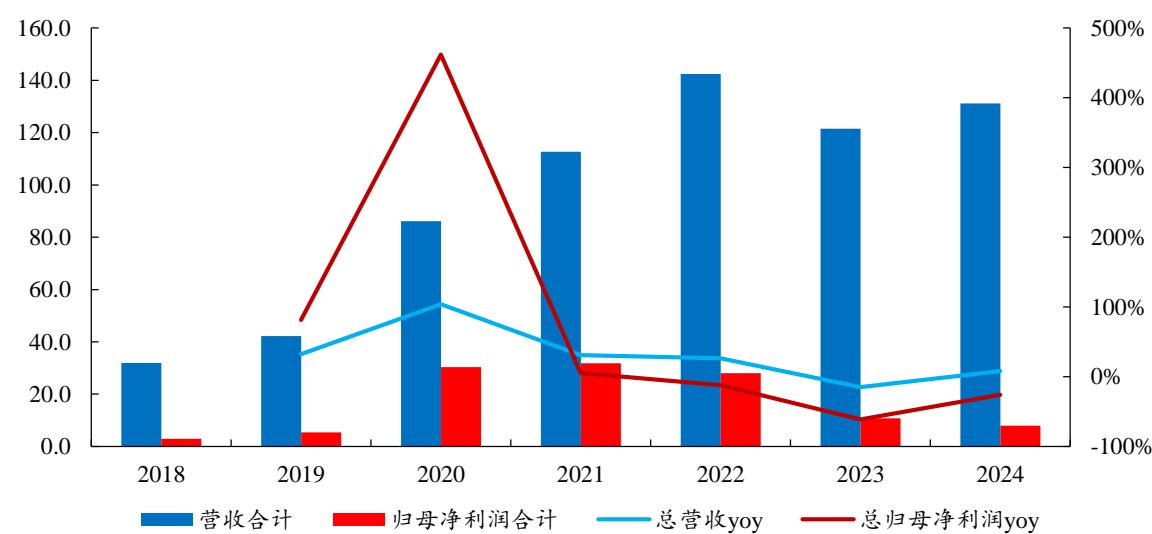
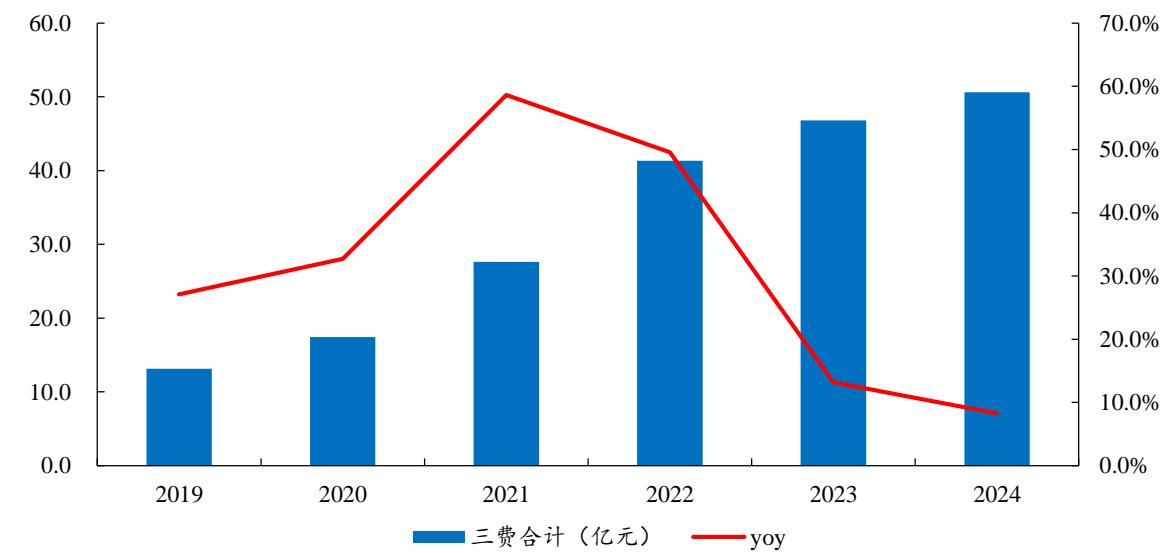


图35：2023年以来科研服务企业控费趋势明显（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所注：选取了科研服务行业内15家核心标的的营收与归母净利润数据

数据来源：Wind、开源证券研究所注：选取了科研服务行业内15家核心标的的销售费用、管理费用与研发费用数据

受国内工业端需求波动和行业竞争等影响，2024年生命科学上游整体承压，2025年Q1部分公司利润端已经率先改善，结构性机会已现。从需求端看，国内科研机构和高校需求依旧保持增长，国内工业客户结构性需求改善已显现；海外需求依然健康，整体均保持较快增长；从供给端看，多数公司逐步落实降本增效措施，叠加收并购影响，业绩出现分化，阿拉丁、皓元医药、毕得医药、百普赛斯、昊帆生物等盈利能力逐步改善，纳微科技、奥浦迈等细分领域领先企业有望在2025年也迎来利润端快速恢复。

图36：部分公司的毛利率持续改善（单位：%）

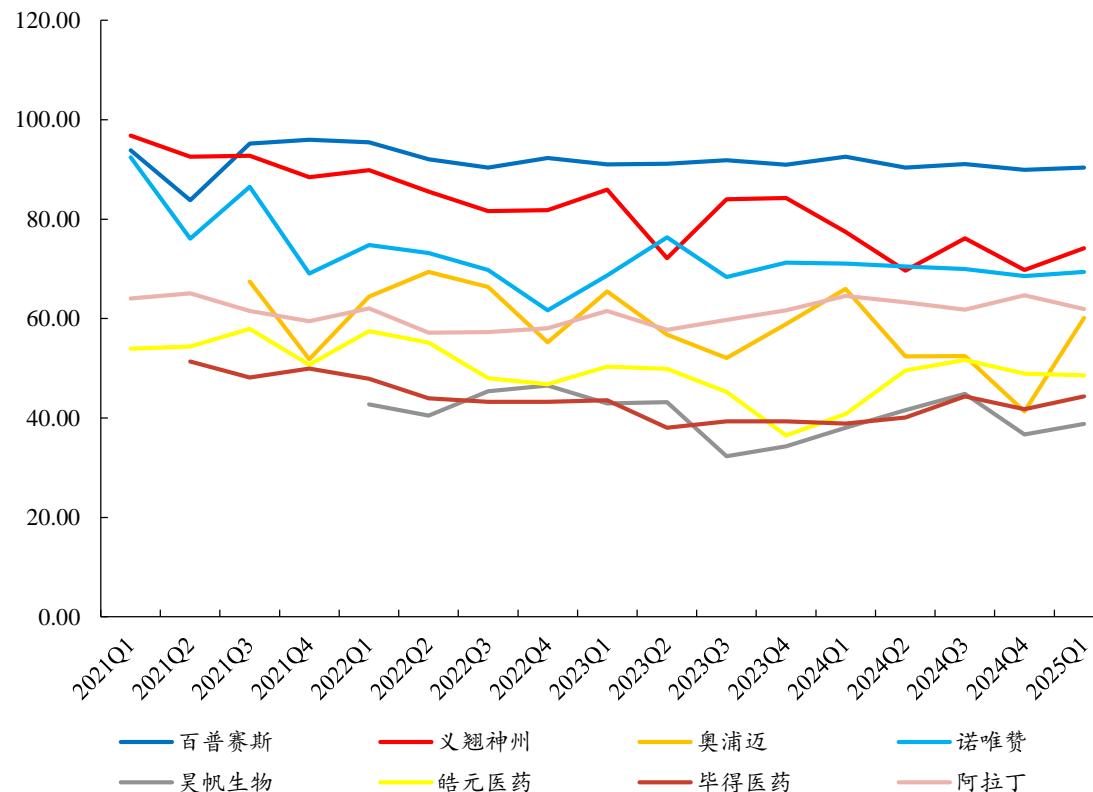
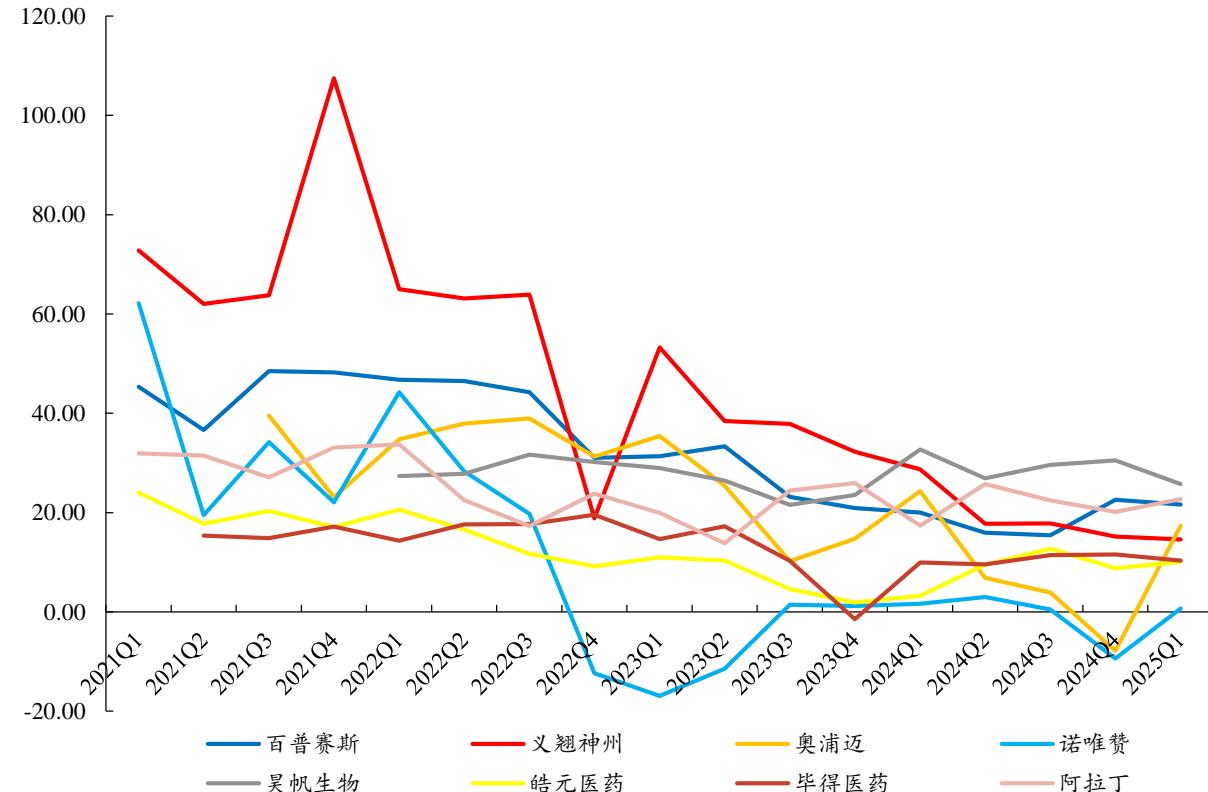


图37：部分生命科学上游公司自2021Q1以来销售净利率变化情况（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

截至2025年2月20日，海外部分生命科学企业已经披露2024年报或业绩预告，我们重点梳理其在2024年的业绩表现、2025年的业绩指引以及对于中国市场的分析和展望。（1）2024全年营收方面，大部分公司营收同比个位数下滑/增长或基本持平；2025年业绩预期方面，基本围绕低个位数增长水平提供收入指引。（2）中国市场分析及展望方面，Q4 2024大部分企业在中国市场的销售额呈现一定下滑，但整体来看对于中国政府关于医疗卫生领域设备更新等刺激政策持乐观态度，同时对2025年中国市场发展保持谨慎态度，期待订单提升带来收入增长。（3）NIH政策：2025年2月7日，美国国立卫生研究院（NIH）近日发布《2024年度资助政策声明补充指南》（NOT-OD-25-068），对科研资助项目的间接费用管理制度进行重大调整。根据新规，自2025年2月10日起，所有新设及现有科研资助项目执行统一的15%间接费用比例标准，取代原先通过院校协商确定浮动费率的机制，较之前平均27%-28%的协商比例显著下调。针对此项政策，大部分企业认为此项政策仍处于相对早期，具体影响仍有待观察，同时安捷伦科技、布鲁克、Bio-Techne和Twist Bioscience等公司均表示NIH项目在公司整体收入占比较低。我们认为，类似国内集采和国谈降价加速国产替代，国内厂商或许能凭借质优价廉进一步提升市占率。

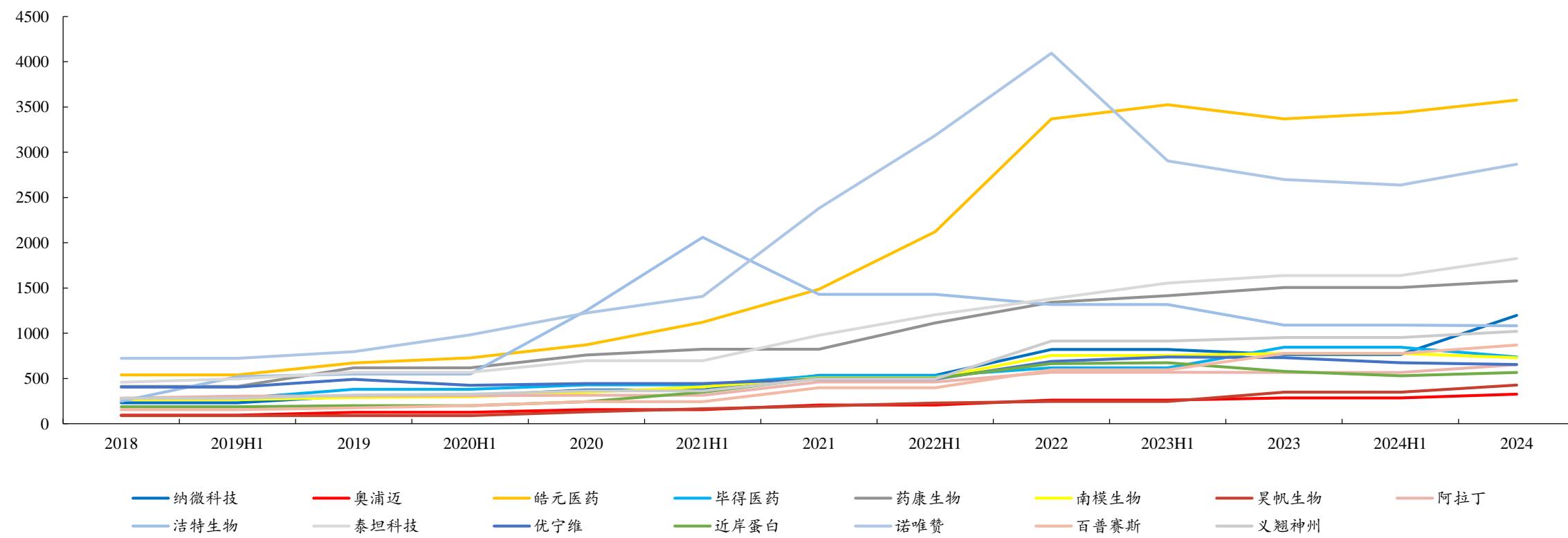
表17：海外生命科学2024年报：关注中国政府刺激政策的潜在催化，2025年谨慎与乐观并行，期待底部反转

业绩日	公司	股票代码	2024全年收入（百万美元）		2025年指引（百万美元）		中国市场分析及展望	中国市场收入占比
			收入	yoy	收入	yoy		
2025/1/30	赛默飞世尔科技	TMO.N	42,879	0.05%	43,500-44,000	2% (3%-4% organic growth)	<ul style="list-style-type: none"> Q4 2024在中国市场增长中个位数，全年增长低个位数。 对于2025年中国市场表现预测，仍持谨慎乐观态度，预计市场环境仍将保持温和增长态势。 	-
2025/1/29	丹纳赫	DHR.N	23,875	-0.06%	-	3% (core revenue)	<ul style="list-style-type: none"> Q4 2024在中国市场下降中个位数，主要原因是融资环境困难，导致客户的需求仍然较低。此外，集采也对诊断业务收入产生一定的负面影响。 预计中国的集采以及呼吸道检测需求的下滑将对其诊断业务在2025年的发展带来影响。 	-
2024/12/20	安捷伦科技	A.N	6,510	-4.73%	679-687 (2025财年)	4.3%-5.5% (2.5%-3.5% core revenue)	<ul style="list-style-type: none"> Q4 2024（对应M8-M10 2024）中国市场收入只下降3%，好于公司的预期。公司还在10月份预订了首批中国刺激计划订单，预计2025财年将有更多订单。 	18.7%
2025/2/6	Illumina	ILMN.O	4,372	-2.93%	-	低个位数增长	<ul style="list-style-type: none"> Q4 2024取得1%的增长，表明公司调整策略正在产生积极效果。 对2025年中国的整体增长持谨慎态度。 	~7%
2025/2/17	赛多利斯	0NIQ.L	3,499	-7.14%	-	-	<ul style="list-style-type: none"> 2023年中国市场大幅下滑，但近几个季度以来似乎已触底。 刺激计划正在展开，但目前尚未转化为明显的业务增长。 	~8%
2025/2/13	布鲁克	BRKR.O	3,366	13.56%	-	5%-7% (3%-4% organic growth and 2%-3% contributions from M&A)	<ul style="list-style-type: none"> 公司开始收到与中国刺激计划有关的首批订单，H2 2024有超1500万美元的中国刺激计划订单，其中大部分在第四季度，未来还会有更多订单。 	-
2025/2/7	凯杰	QGEN.N	1,978	0.66%	-	4% (5% core portfolio)	<ul style="list-style-type: none"> Q4 2024在中国市场下降低双位数，且反应全年降幅。 预计2025年公司在中国市场的增长将呈现略微负增长或持平；预计2025年中国市场销售占比将不到5%。 	5%-6%

数据来源：各公司年报及业绩预告、各公司业绩说明会、开源证券研究所（注：安捷伦科技2024财年系2023年11月-2024年10月，Q1 2025数据尚未公布；Bio-Techne和Twist Bioscience的2024全年营收数据已按照2024财年及2025Q1业绩公告进行调整；赛多利斯2024全年营收为3380.7百万欧元，参考2024年12月31日1 EUR=1.035 USD汇率进行转换）

科研服务公司多为细分赛道的一些优质公司，国产替代、政策鼓励及拓展海外市场，成长路径清晰顺应业务快速发展的需求，上市后快速补充人员，但新招聘人员人数上有一定的爬坡周期，导致短期收入和利润增速不匹配。2023年起，上游企业人员规模增速放缓，以皓元医药、诺唯赞等为代表的公司正逐步优化人员，供给端开始出清。2024年下半年，科研服务公司人员规模整体恢复扩张态势，看出上游供给端已逐步稳定。

图38：2023年起人员规模增速放缓，2024年下半年整体呈恢复扩张态势



数据来源：Wind、开源证券研究所

回顾科研服务上游的发展情况，2017-2021年人均创收和人均创利基本都处于稳步向上增长，自2022年起多数公司的人效有一定波动，主要系多数上游标的人效正处于爬坡阶段以及行业下游景气度阶段性预冷。横向对比看，2023年人均创收上昊帆生物、优宁维、泰坦科技、毕得医药等企业整体较高，人均创利上昊帆生物、百普赛斯等企业整体较高。

2024年皓元医药、百普赛斯、阿拉丁、洁特生物、南模生物等公司的人均创收已经拐点向上，皓元医药、洁特生物、昊帆生物、毕得医药等人均创利也出现拐点。

图39：上游公司人均创收优宁维、昊帆生物整体较高（万元）

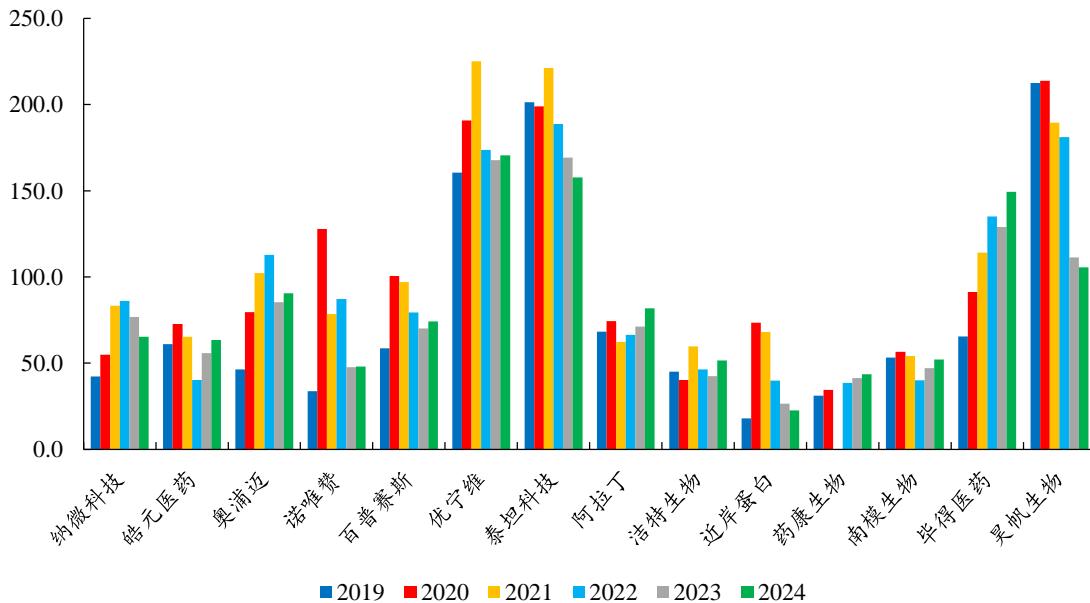
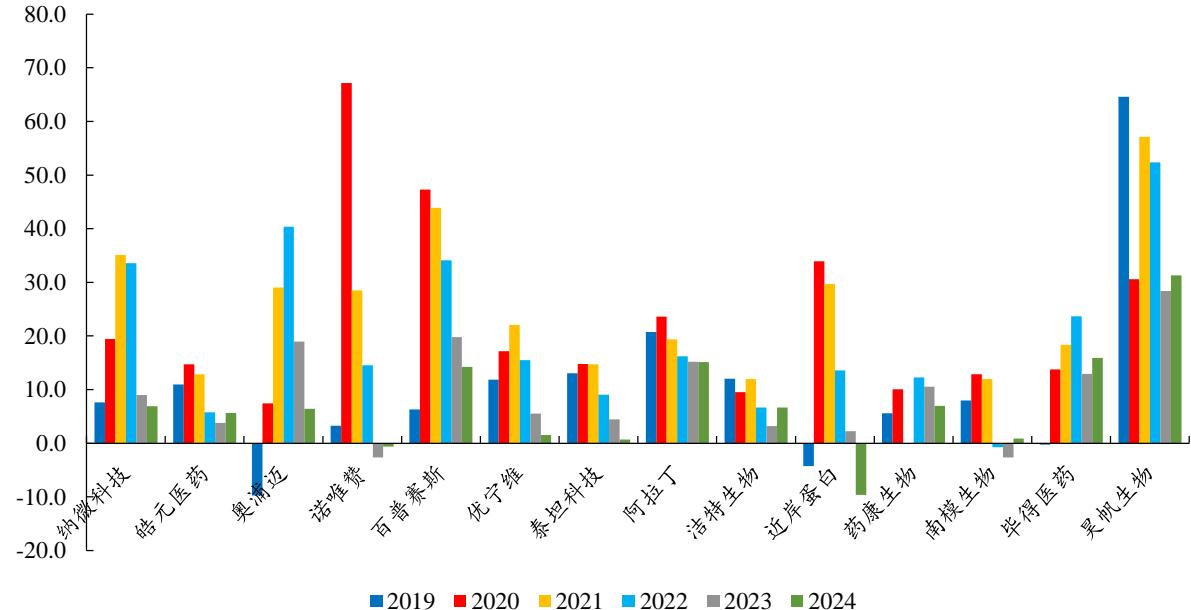


图40：上游公司人均创利百普赛斯、昊帆生物整体较高（万元）



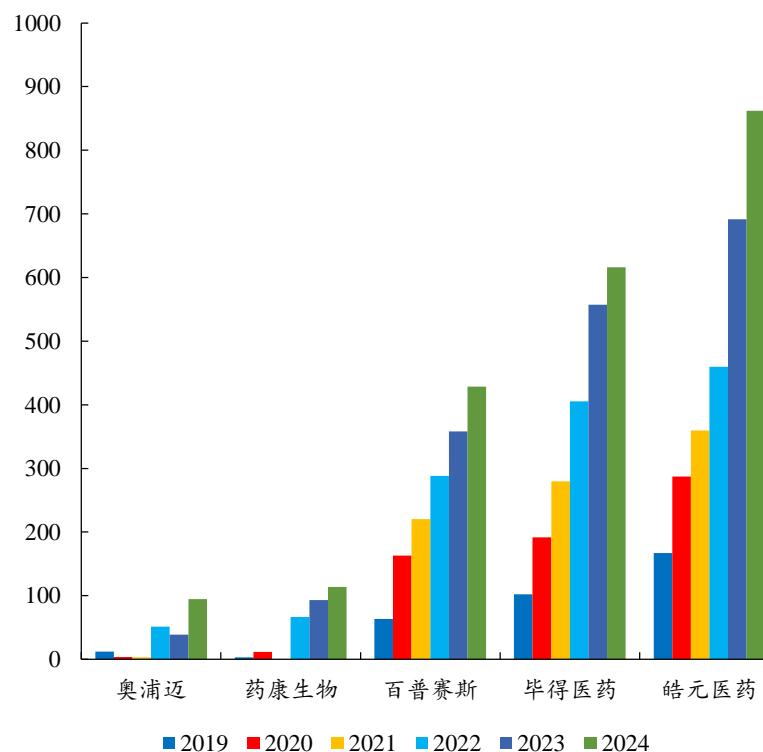
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.4 科研服务：海外业务快速增长，企业有较多选择应对关税影响

部分科研服务企业正积极布局海外市场，海外业务营收持续增长：在海外市场的需求率先回暖并且空间更大，越来越多的科研服务上游企业将出海作为公司下一阶段发展的重要选择。随着SKU的不断丰富及覆盖地区与服务客户数量逐渐扩大，营收快速增长，海外业务将保持高增长。对于地缘政治的风险，我们认为应该理性看待：（1）对于高毛利的生物试剂，生产成本很低，国内企业完全可以属地化生产进行应对；（2）对于分子砌块、缩合试剂等高端化学试剂，我们在全球供应链上都有竞争优势和话语权，有足够的措施来应对。

图41：部分科研服务企业海外营收快速增长（百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

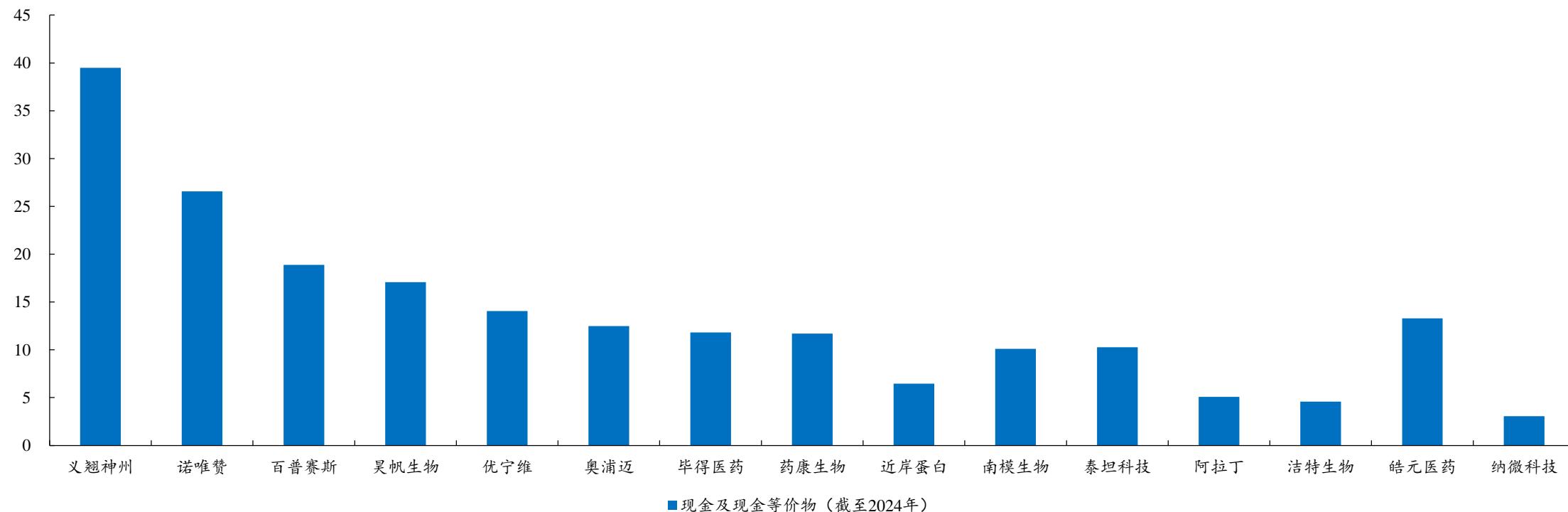
表18：部分科研服务企业正积极布局海外市场

公司名称	出海产品	海外布局	海外营收增速 (2024)	海外营收占比 (2024)
毕得医药	分子砌块	公司已在美国、德国、印度等地区设立子公司，为全球多个国家和地区的客户提供产品及服务	+10.60%	55.89%
药康生物	模式小鼠（配套功能药效服务）	目前设有美国子公司及欧洲办事处，首个海外生产设施落地San Diego，已于2024Q1启用，海外客户数量持续扩容；截至2024年年报，海外已组建约40人BD团队，服务海外客户超300家，新增客户近180家。	+22.5%	16.58%
阿拉丁	科学试剂	通过3家海外子公司积极布局海外市场，已在美国洛杉矶设立仓储基地，海外业务开始起步。2025年3月，阿拉丁与默克生命科学的科学与实验室解决方案事业部签署合作协议，成为阿拉丁重要合作伙伴。	-	-
皓元医药	分子砌块+工具化合物	已在美国、欧洲、印度、东南亚等多地建立商务中心，通过“MCE”、“乐研”、“ChemScene”和“ChemExpress”四大自主品牌覆盖海内外市场。2024年，公司进一步加强对已投资企业英国FC的投资布局，未来双方前端试剂领域的合作也将为公司后端CDMO业务提供引流基础。	+24.70%	37.97%
百普赛斯	重组蛋白	2023年，公司在欧洲和日本等地新设多家海外子公司；2024年，公司进一步挖掘国际市场，在欧洲和亚太等地新设多家海外子公司，销售网络已经覆盖全球主要国家和地区。公司计划建立海外生产基地，提升全球多国多地的供应能力	+19.60%	66.46%
奥浦迈	培养基	2022年4月，公司在美国加州成功设立子公司；公司实际控制人之一HE YUNFEN（贺芸芬）博士目前负责美国子公司业务拓展。2024年，美国子公司实验室已建设完成并投入使用。	+144.0%	31.78%

资料来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

行业集中度看，多数科研服务为细分领域的领先企业，账上现金充足，收并购正在启动中，行业集中度将向头部企业聚集。近年来科研上游领域已发生多起收并购事件，以皓元医药、义翘神州、泰坦科技、阿拉丁、纳微科技等为代表的企业均在各自细分方向收购相关标的，在客户、供应商渠道、品牌效应方面能够产生较强的协同效应。截至2024年年报，科研上游企业账上现金整体充裕，近一半以上企业现金及现金等价物超10亿元。随着下游景气度阶段性预冷，部分小产能将逐渐出清，生命科研上游领域收并购将逐步展开，细分领域龙头企业市占率有望提升，竞争格局将逐渐优化。

图42：截至2024年年报，科研上游企业账上现金整体充裕（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

科研服务：科研上游收并购逐步展开，细分赛道龙头市占率有望提升

近年来科研上游领域已发生多起收并购事件，以皓元医药、义翘神州、泰坦科技、阿拉丁、纳微科技、毕得医药、奥浦迈等为代表的企业均在各自细分方向收购相关标的。2024年下半年以来，产业收并购进程明显提速；毕得医药与奥浦迈分别在2025年1月拟收并购Combi-Blocks与澎立生物（因关税问题毕得医药收并购Combi-Blocks的协议已终止）。收并购能够快速增厚龙头公司的表观业绩，并持续增强头部企业在客户、供应商渠道、品牌效应等方面影响力，行业集中度有望进一步提升；同时，上游龙头企业也有望通过收并购向产业链上下游延伸，打开未来的成长空间。我们预计，2025年生命科研上游领域的并购重组将进一步提速。

表19：近年来科研上游领域已开展多起收并购事件，2024下半年起明显提速

收购方	最早公示时间	被收购方	交易价格	收购股权
奥浦迈	2025.01	澎立生物	-	-
毕得医药	2025.01 (2025.04已终止)	Combi-Blocks	2.15亿美元	100.00%
	2025.01	与菲鹏生物设立合资公司	306万元	51.00%
阿拉丁	2024.10	UNA 589. Equity Management GmbH	28,500欧元	100.00%
	2024.10	neoLab Migge GmbH	88.89万欧元	10.00%
	2024.03	源叶生物	1.81亿元	51.00%
义翘神州	2023.10	SignalChem Biotech Inc.	不超过4800万美元	100.00%
纳微科技	2023.06	福立仪器	1.79亿元	44.80%
	2022.04	赛谱仪器	1.13亿元	43.9621%
皓元医药	2022.03	药源药物	4.1亿元	100.00%
泰坦科技	2021.12	安徽天地	1.77亿元	77.5543%

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

表20：推荐及受益标的盈利预测与估值

	股票代码	公司名称	评级	收盘价（元）		EPS		PE		
				2025/04/30	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
科研服务	688073.SH	毕得医药	买入	40.95	1.56	2.22	2.81	26.3	18.4	14.6
	688131.SH	皓元医药	买入	40.67	1.31	1.77	2.25	31.0	23.0	18.1
	688293.SH	奥浦迈	买入	41.43	0.52	0.88	1.16	79.7	47.1	35.7
	301080.SZ	百普赛斯	买入	47.89	1.31	1.67	2.16	36.6	28.7	22.2
	688179.SH	阿拉丁	买入	16.78	0.36	0.52	0.68	46.6	32.3	24.7
	301393.SZ	昊帆生物	买入	47.20	1.54	1.93	1.48	30.6	24.5	31.9
	301047.SZ	义翘神州	买入	60.43	1.28	1.50	1.72	47.2	40.3	35.1
	688046.SH	药康生物	-	11.38	0.41	0.50	0.48	27.8	22.8	23.7
	688105.SH	诺唯赞	-	22.07	0.27	0.51	0.79	82.4	43.2	28.0
	688133.SH	泰坦科技	-	23.31	0.33	0.93	0.00	70.6	25.1	
	688026.SH	洁特生物	-	14.76	0.71	0.87	1.07	20.9	17.0	13.8
	688690.SH	纳微科技	-	22.36	0.37	0.57	0.77	59.8	39.1	28.9

数据来源：Wind、开源证券研究所注：“买入”评级标的盈利预测来自开源证券研究所，其他标的盈利预测来自Wind，收盘日期为2025年4月30日。

目录

CONTENTS

- 1 产业调整处于尾声，指数率先企稳回升
- 2 创新药：内外因叠加下底层逻辑改变，看中国创新药的中长期的投资机会
- 3 制药及生物制品：优化集采叠加创新驱动，迎接制药板块商业化新周期
- 4 CXO：复苏趋势已现，关注细分赛道机会
- 5 科研服务：经营拐点明确，关注国产替代
- 6 医疗服务及血制品业绩稳健增长，原料药板块处于底部拐点区域
- 7 中药：聚焦中药创新药、品牌OTC等机会
- 8 药店：医行业集中度提升逻辑明确，门诊统筹带来新增量医药流通
- 9 流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力
- 10 风险提示

医疗服务：

- ✓ 2024年医疗服务板块实现收入617亿元，创历史新高，同比稳健增长。2024年医疗服务板块归母净利润达到46亿元，同比有所下滑。
- ✓ 2024年医疗服务板块业绩稳健增长，净利率维持较好水平。行业估值水平持续下行，行业市盈率处于历史底部区域。建议关注长期空间比较大、短期受影响的领域：眼科医疗服务、口腔医疗服务、中医诊疗服务、辅助生殖服务、体检服务。

血制品：

- ✓ 血制品行业业绩稳健增长，2024年血制品行业收入250亿元，同比-2.1%，归母净利润62亿元，同比+15.2%。2024年血制品板块盈利能力持续上升，2024年血制品板块毛利率50.6%，同比略有下滑，净利率27.4%，同比+3.4pct。2024年行业采浆量维持双位数增长，其中天坛生物、博雅生物、华兰生物的采浆量保持双位数增长。推荐标的：天坛生物、博雅生物，受益标的：华兰生物、上海莱士。

原料药：

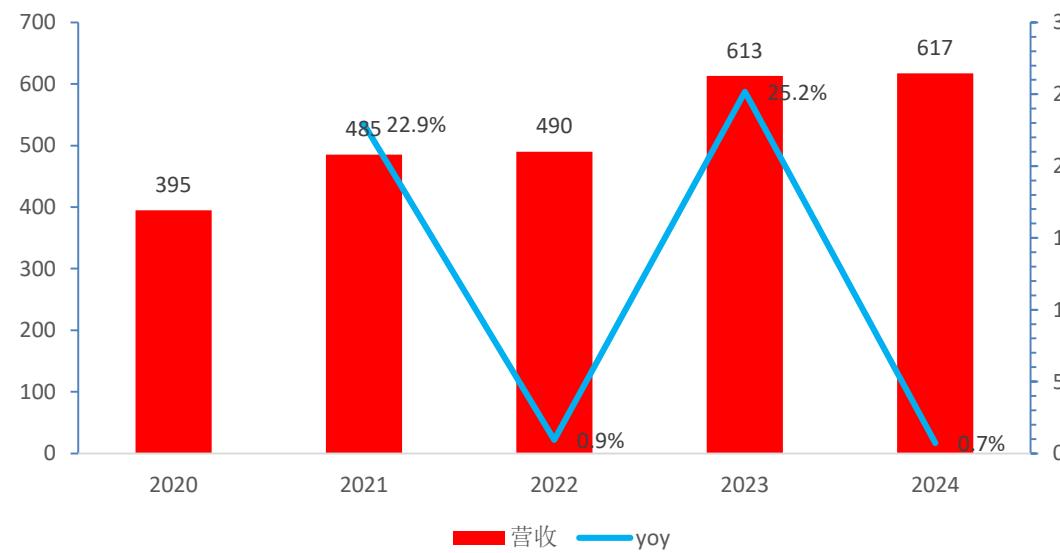
- ✓ 近些年原料药板块稳健增长，2024年原料药板块实现收入1437亿元，归母净利润152亿元，同比增长62.8%，主要受益于维生素行业产品价格大幅反弹。
- ✓ 2024年部分大宗原料药品种价格持续下降，行业估值处于底部企稳阶段，随着新产品持续放量，原料药板块有望进入新一轮高增长阶段。建议关注：（1）抢仿公司、（2）原料药制剂一体化、（3）动保原料药拐点公司。

6.1

医疗服务业绩稳健增长，估值处于历史底部区域

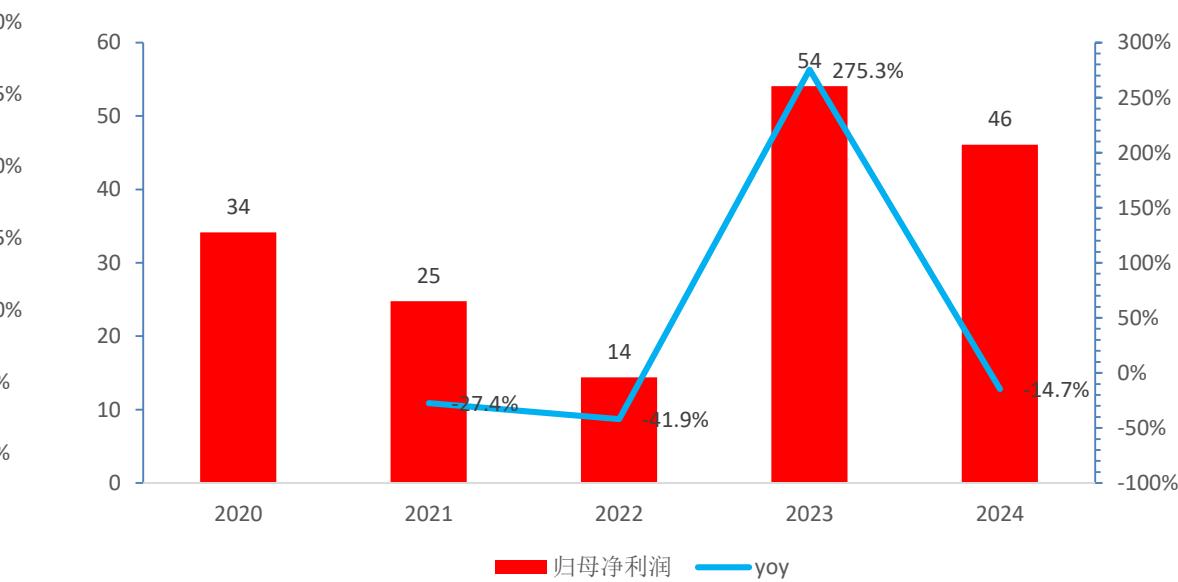
- ✓ 我们选取以下公司构成A股医疗服务板块：国际医学、美年健康、光正眼科、皓宸医疗、爱尔眼科、何氏眼科、普瑞眼科、华夏眼科、三博脑科、通策医疗、盈康生命、信邦制药、新里程。
- ✓ 2024年医疗服务板块实现收入617亿元，创历史新高，同比增长0.7%，保持稳健增长。受DRGs政策影响，2024年医疗服务板块归母净利润达到46亿元，同比下滑14.7%。

图43：医疗服务板块营收稳健增长



数据来源：Wind, 开源证券研究所

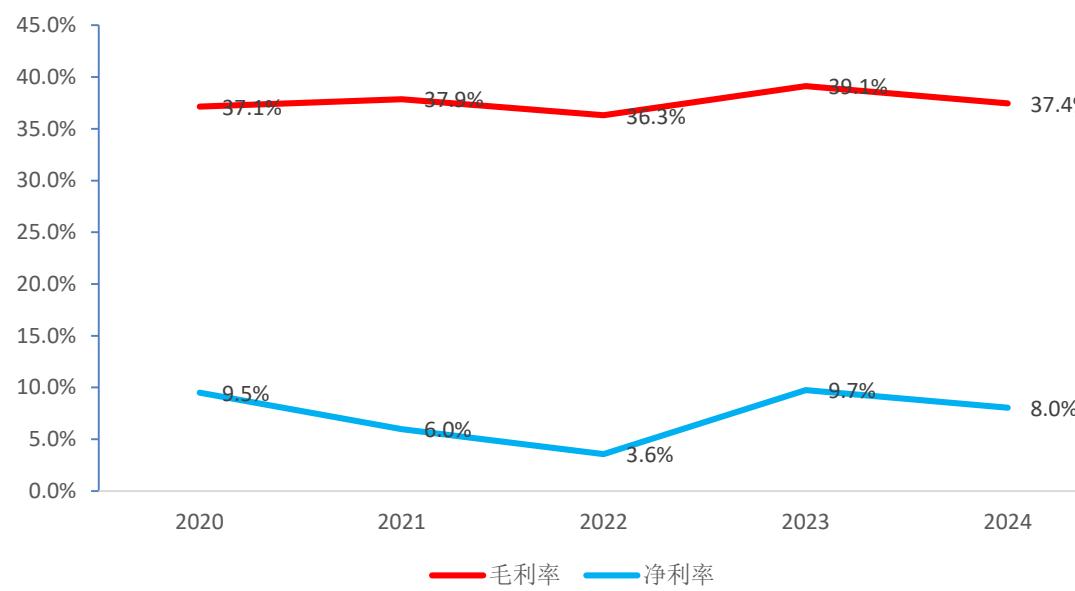
图44：2024年医疗服务板块归母净利润有所下滑



数据来源：Wind, 开源证券研究所

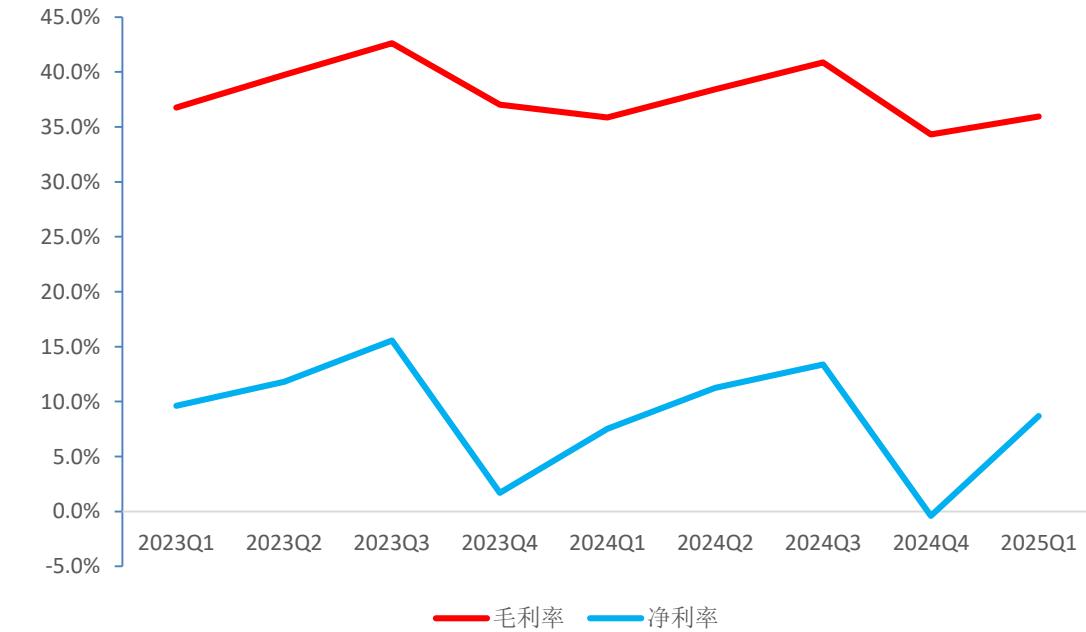
- ✓ 医疗服务板块盈利能力保持稳定。2024年公司毛利率达到37.4%，净利率达到8.0%。2025Q1医疗服务板块毛利率为36%，同比+0.1pct，净利率8.7%，同比+1.2pct。

图45：2024年医疗服务板块毛利率维持稳定



数据来源：Wind, 开源证券研究所

图46：2025Q1医疗服务板块盈利能力有所回升



数据来源：Wind, 开源证券研究所

6.1

医疗服务业绩稳健增长，估值处于历史底部区域

✓ 近几年医疗服务板块估值水平持续下行，市盈率从2021年的100倍以上下降到近期的38.3倍附近，处于底部回升趋势。

图47：近期医疗服务板块市盈率处于历史底部区域

医疗服务市盈率(TTM,整体法)[剔除规则] 剔除负值

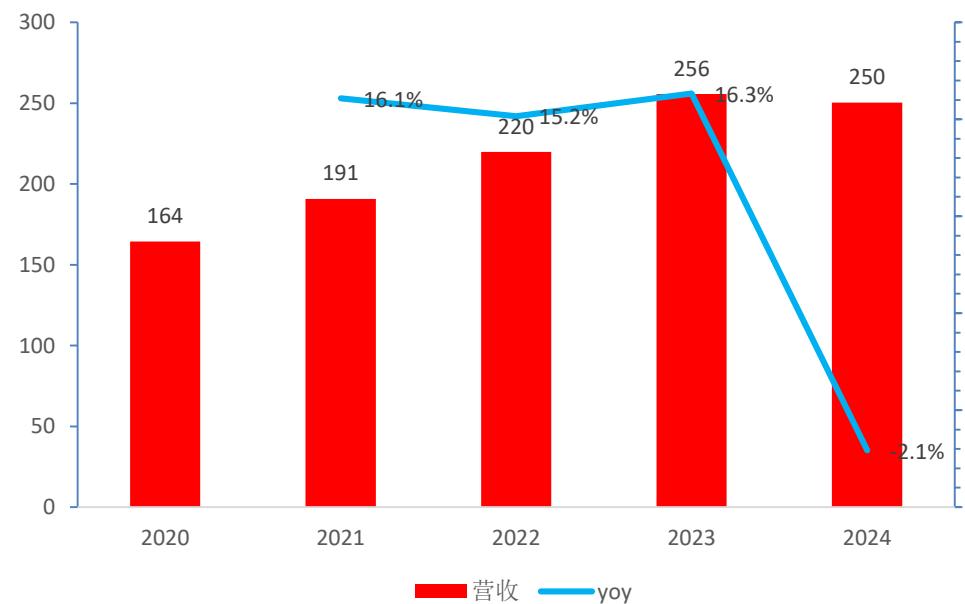


数据来源：Wind, 开源证券研究所

6.2 血制品板块业绩稳健增长

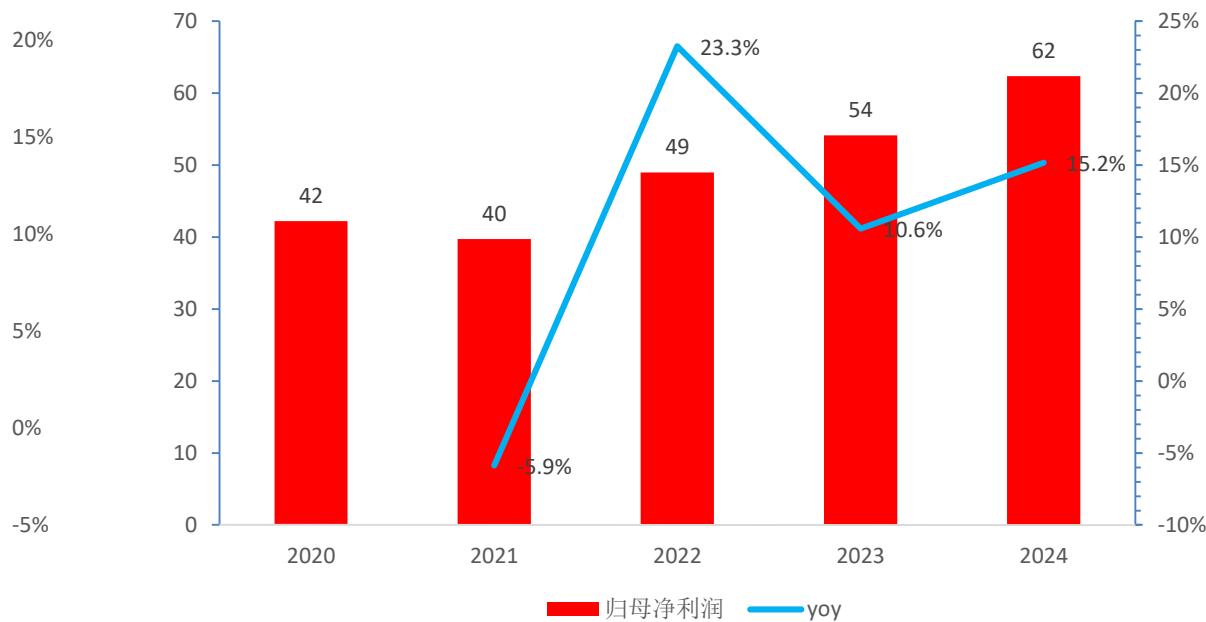
- ✓ 我们选取以下公司构成A股血制品板块：天坛生物、卫光生物、博雅生物、华兰生物、上海莱士、博晖创新。
- ✓ 近些年血制品板块业绩稳健增长，受行业供需平衡的关系影响，静丙及因子类产品快速增长。2024年血制品行业收入250亿元，同比-2.1%，归母净利润62亿元，同比+15.2%。

图48：血制品板块营收持续增长



数据来源：Wind, 开源证券研究所

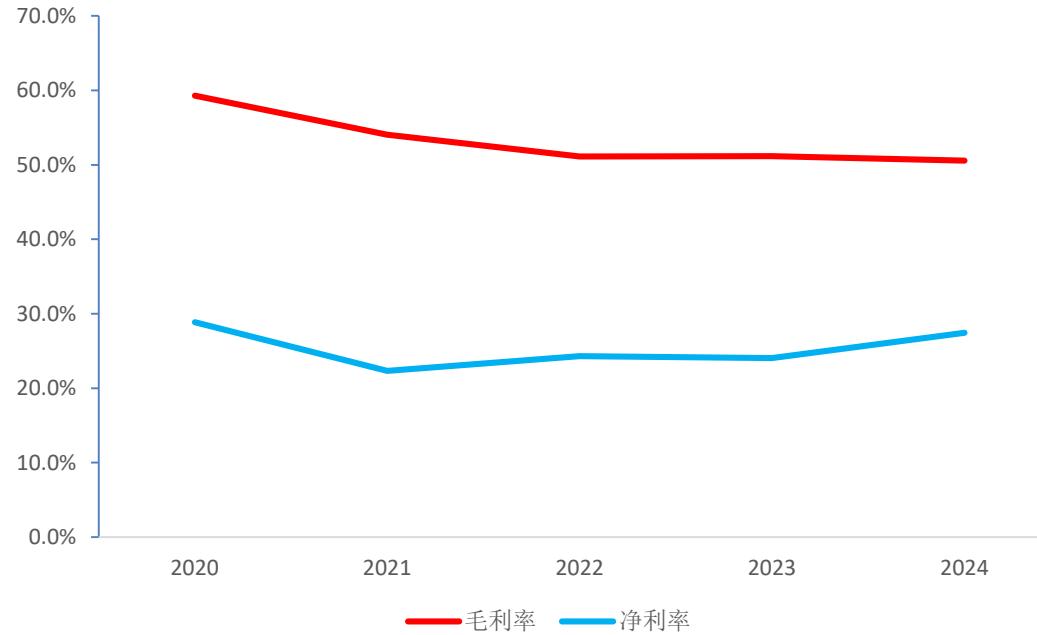
图49：血制品板块净利润规模持续增长



数据来源：Wind, 开源证券研究所

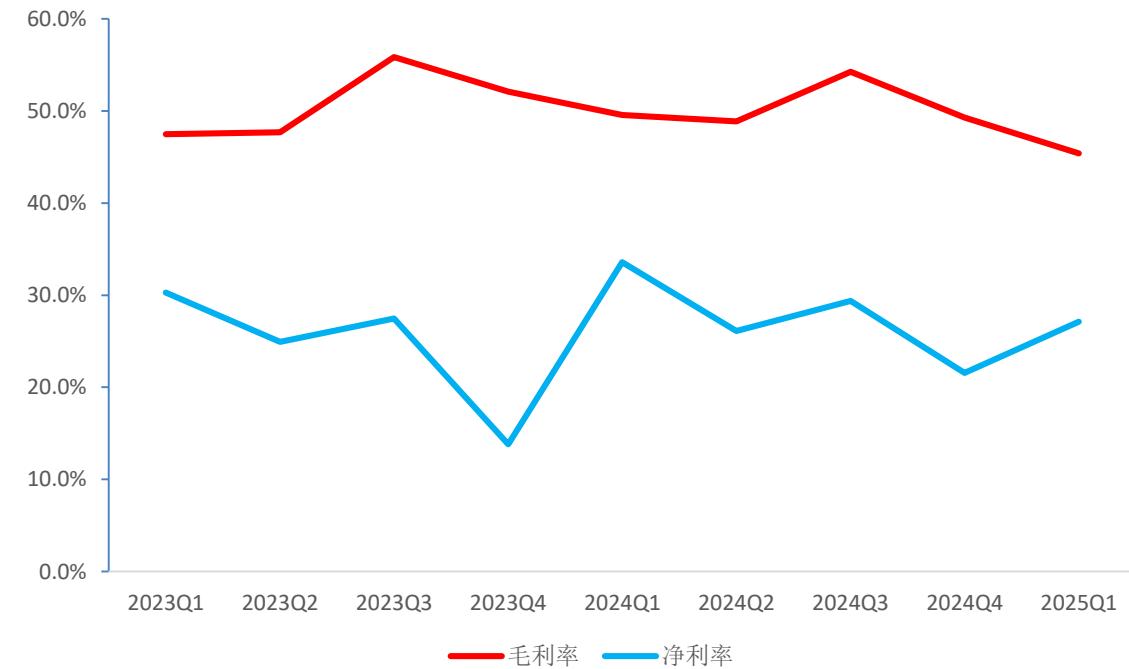
- ✓ 2024年血制品板块盈利能力持续上升，2024年血制品板块毛利率50.6%，同比略有下滑，净利率27.4%，同比+3.4pct。2025Q1血制品板块毛利率有所下滑，净利率维持较好水平。

图50：血制品板块净利率持续回升



数据来源：Wind, 开源证券研究所

图51：2025Q1血制品板块单季度净利率维持较好水平



数据来源：Wind, 开源证券研究所

6.2

2024年采浆量超千吨企业达4家，天坛生物采浆量达2781吨

表21：血制品板块2024年业绩梳理

	天坛生物	博雅生物	华兰生物	上海莱士（剔除进口）	卫光生物	博晖创新
2024年采浆量（吨）	2781	630.6	1586.37	1600	562	412.06
采浆量yoy	15.15%	10.4%	18.18%	6.7%	8.7%	-0.7%
浆站数	107	21	34	44 (不含南岳)	9	19
在营浆站数	85	20	28	40	9	15
单浆站采浆量(吨)	32.72	31.53	56.66	40	62.44	27.47
吨浆收入（万元）	216.9	233.75	204.62	276.63	190.75	140
吨浆利润（万元）	55.7	64.54			45.2	
吨浆市值（万元/吨）	1356	2125			1121	
毛利率	54.7%	65.11%	54.41%	60.35%	43.04%	42.46%
净利率	35.02%	27.61%			21.11%	
产品品种数	15	11	11	12	11	8
生产牌照数	7	2	2	5	1	3
2024年血制品收入（亿元）	60.32	14.74	32.46	44.26	10.72	5.77
2024年收入增速	16.44%	0.86%	10.91%	2.52%	8.8%	-20.5%
2024年血制品净利润（亿元）	15.49	4.07			2.54	
2024年净利润增速	39.58%	-24.87%			15.95%	
2025Q1血制品收入增速	7.84%	3.92%			-0.57%	
2025Q1净利润增速	-22.9%				-6.54%	

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘日为2025年4月30日）

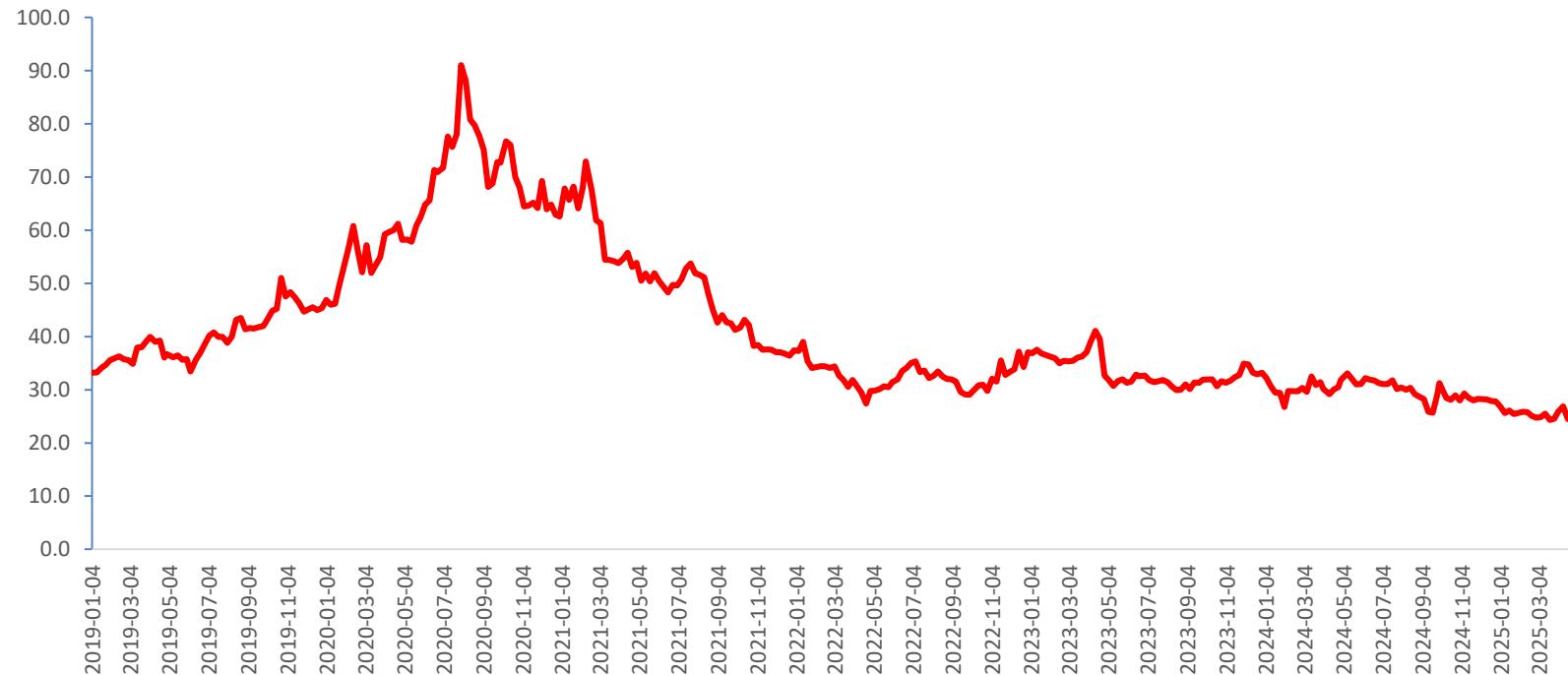
6.2

血制品板块估值处于历史底部区域

- ✓ 血制品板块估值水平从2020年的超过90倍PE下跌到近期的24倍附近，呈现持续下跌趋势，目前市盈率水平处于历史最低水平。

图52：血制品板块市盈率跌到历史最低水平

血制品市盈率(TTM,整体法)[剔除规则] 剔除负值

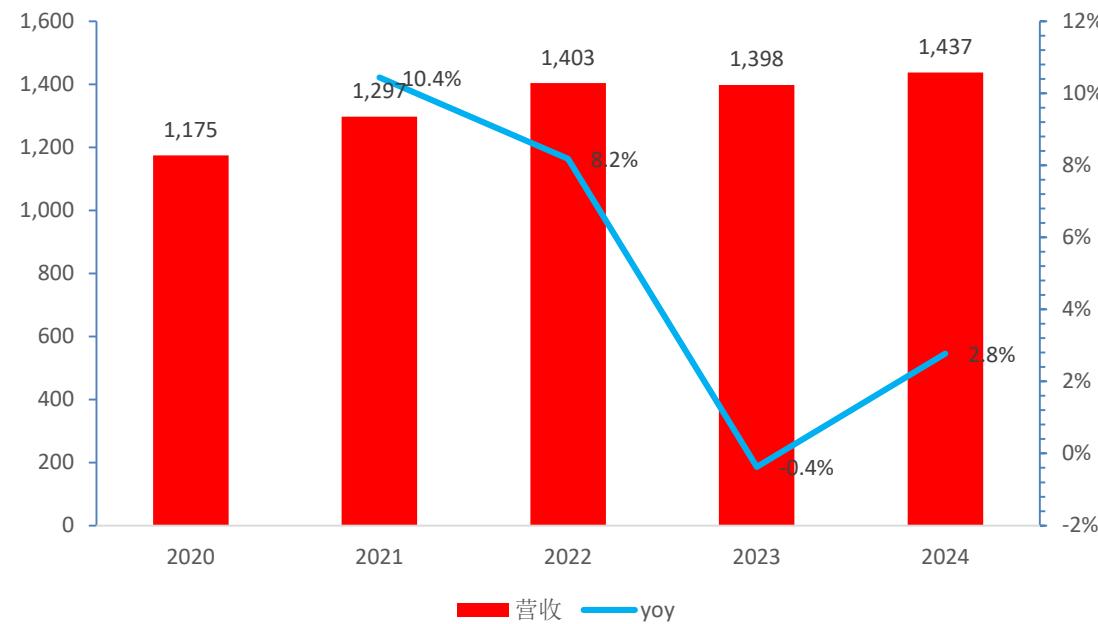


数据来源：Wind, 开源证券研究所

6.3 2024年原料药板块业绩强劲复苏，估值企稳

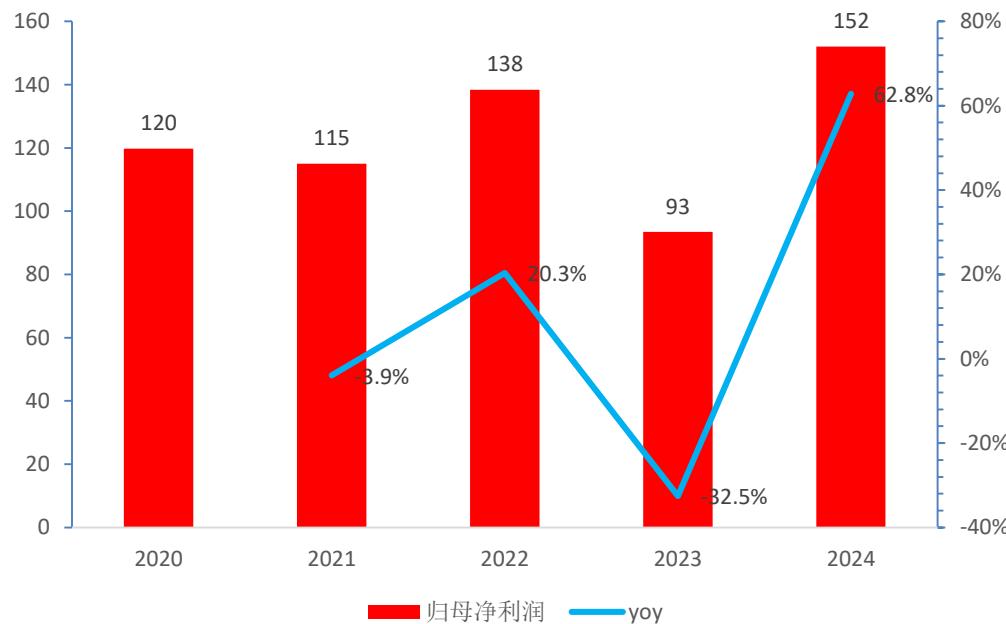
- ✓ 我们选取以下公司构成A股原料药板块：普洛药业、新华制药、海翔药业、仙琚制药、润都股份、金城医药、山河药辅、富祥药业、同和药业、共同药业、拓新药业、亨迪药业、津药药业、华海药业、奥翔药业、威尔药业、司太立、美诺华、奥锐特、东亚药业、国邦医药、天宇股份、博瑞医药、川宁生物、国药现代、赛托生物等公司。
- ✓ 近些年原料药板块稳健增长，2024年原料药板块实现收入1437亿元，同比增长2.8%，归母净利润152亿元，同比增长62.8%，2024年利润端保持快速增长，主要受益于维生素行业产品价格大幅反弹。

图53：原料药板块收入稳健增长



数据来源：Wind, 开源证券研究所

图54：2024年原料药板块净利较快增长

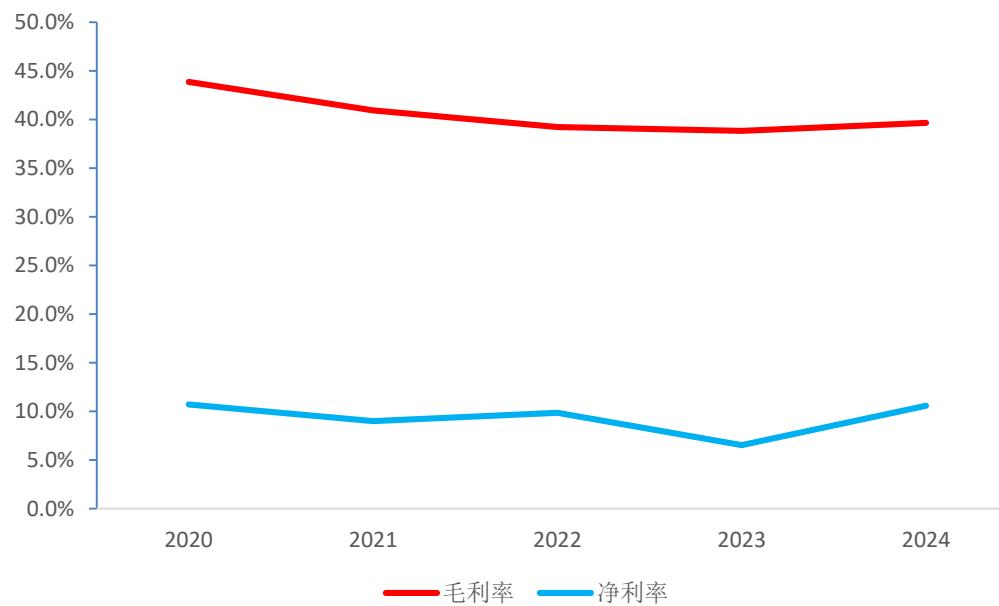


数据来源：Wind, 开源证券研究所

6.3 2025Q1原料药板块盈利能力呈回升趋势

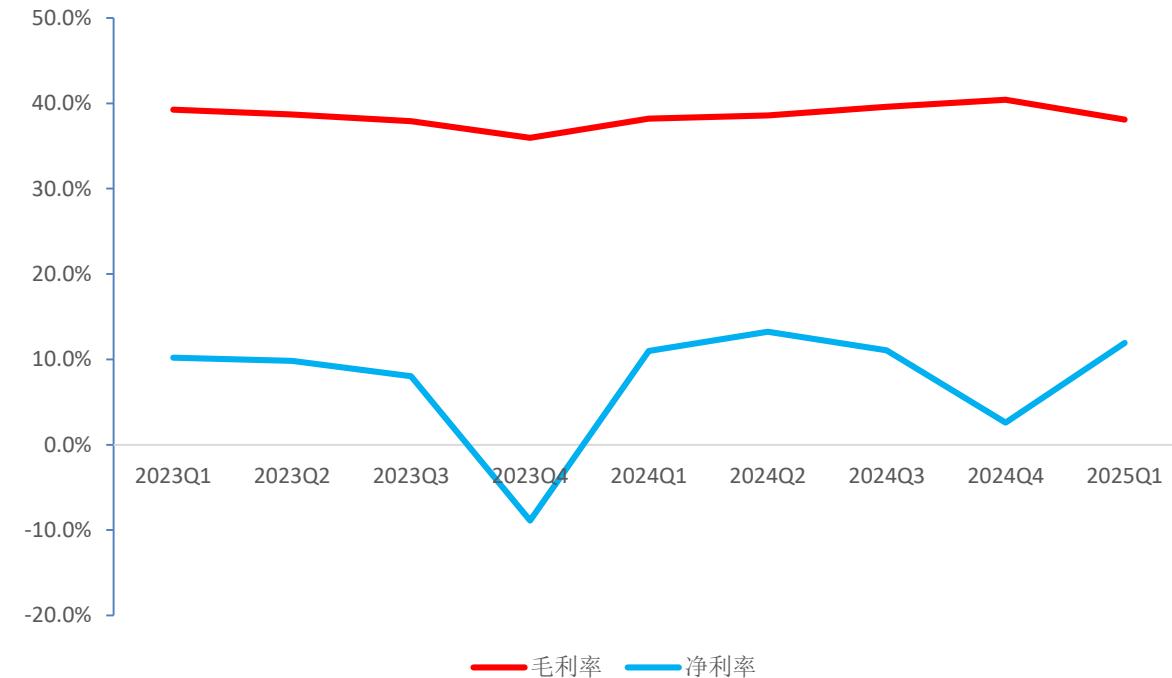
- ✓ 近些年原料药板块盈利能力维持稳定水平，2024年原料药板块毛利率39.6%，同比+0.8pct，净利率10.6%，同比+4.1pct。2025Q1原料药板块毛利率38.1%，同比保持稳定，净利率11.9%，同比+0.9%，同比恢复到较好盈利水平。

图55：2024年原料药板块盈利能力有所回升



数据来源：Wind, 开源证券研究所

图56：2025Q1原料药板块净利率环比强劲反弹



数据来源：Wind, 开源证券研究所

- ✓ 中国化学原料药行业PPI指数近两年持续下行，2024年3季度呈现显著回升趋势，2025年3月指数达到102.6，原料药行业产品销售价格处于底部回升阶段。
- ✓ 国化学原料药行业产量同比增速出现明显拐点。中国化学原料药行业产量同比增速从2023年4月下滑1.8%开始，持续到2024年3月，2024年4月同比增长6%，出现明显拐点，近期行业处于扩张趋势，单月产量达到较高增速水平。

图57：中国化学原料药行业PPI指数底部企稳回升

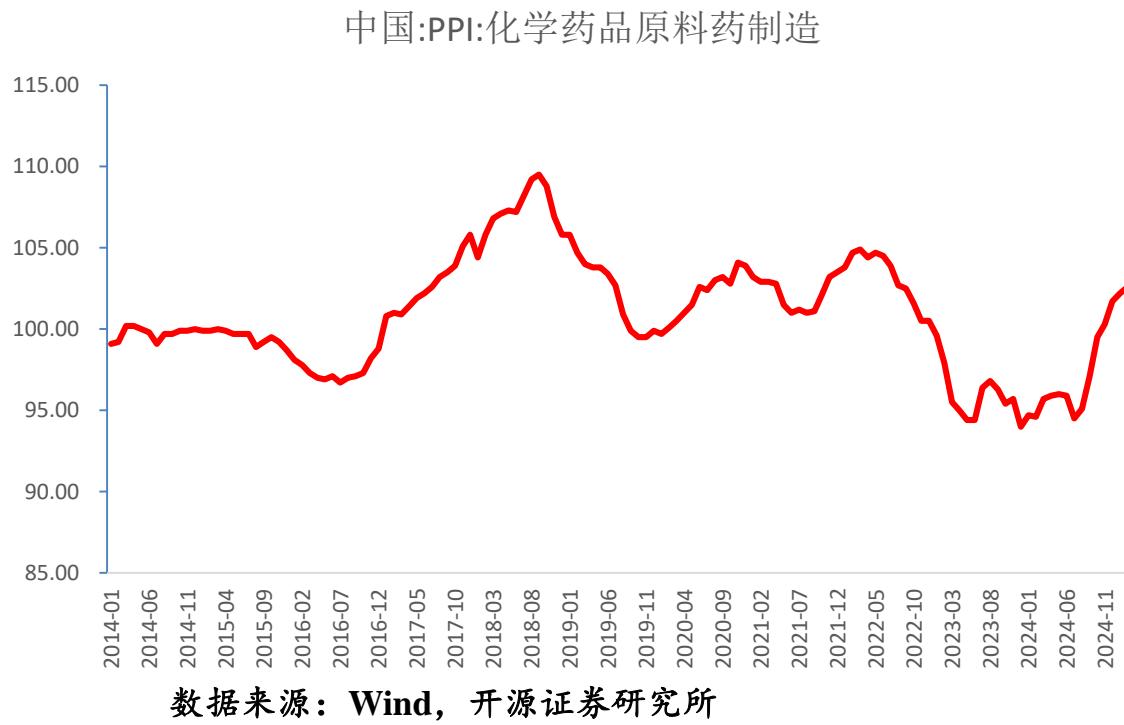
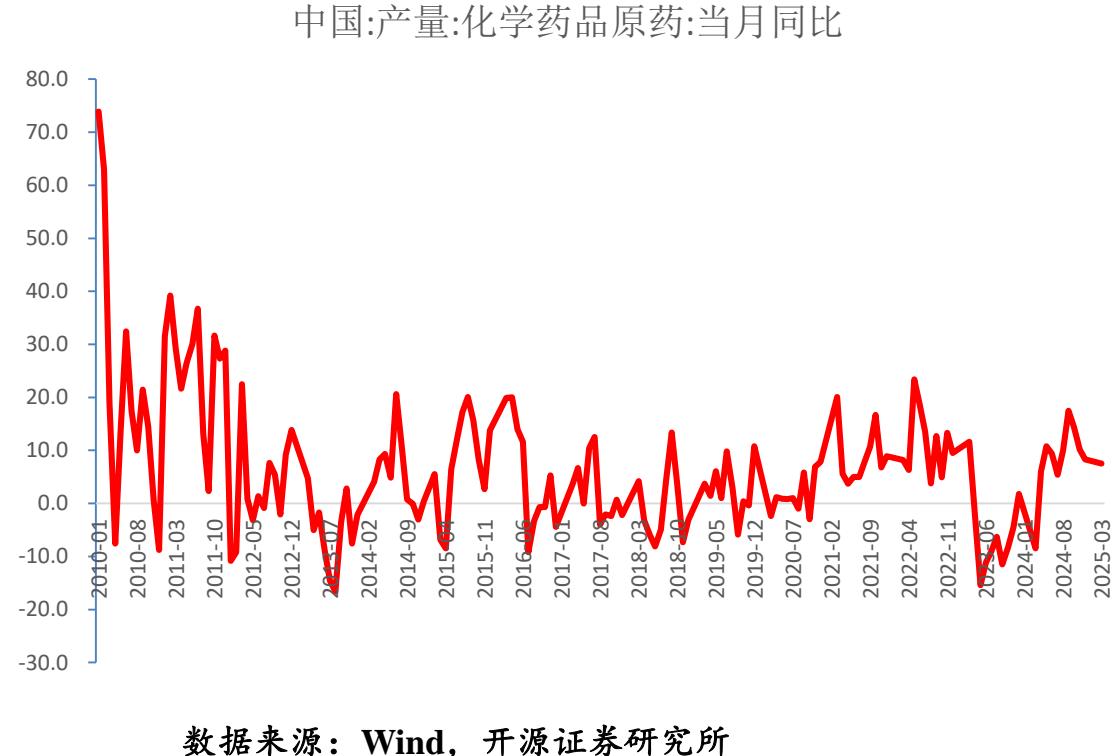


图58：中国化学原料药产量同比处于扩张区间



- ✓ 近些年原料药板块估值水平持续下行，2024年行业市盈率处于底部稳定阶段，整体稳定在20倍附近。

图59：原料药板块估值处于底部企稳回升阶段

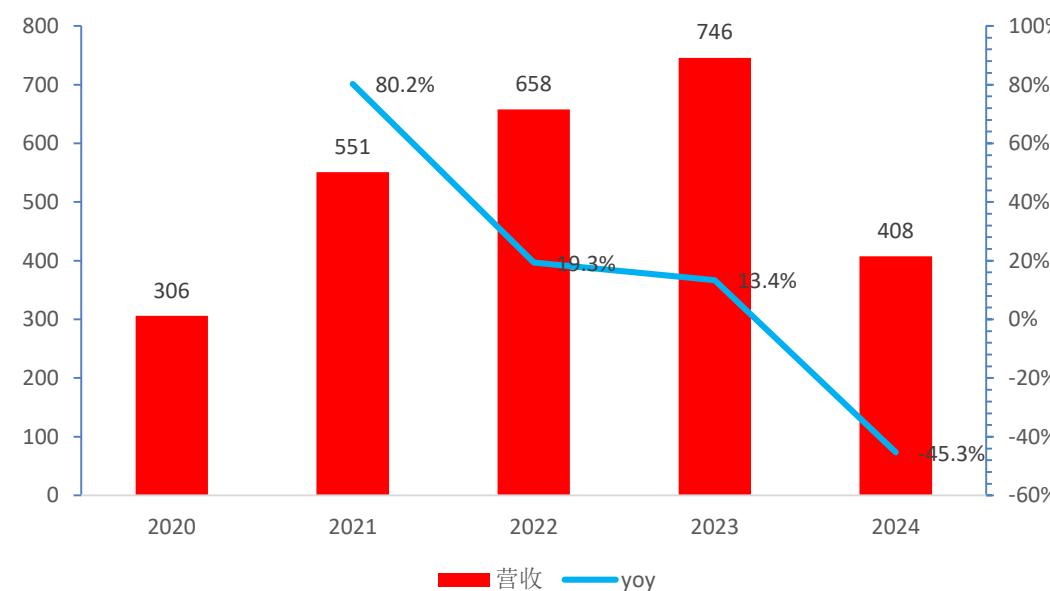
原料药市盈率(TTM,整体法)[剔除规则] 剔除负值



数据来源：Wind, 开源证券研究所

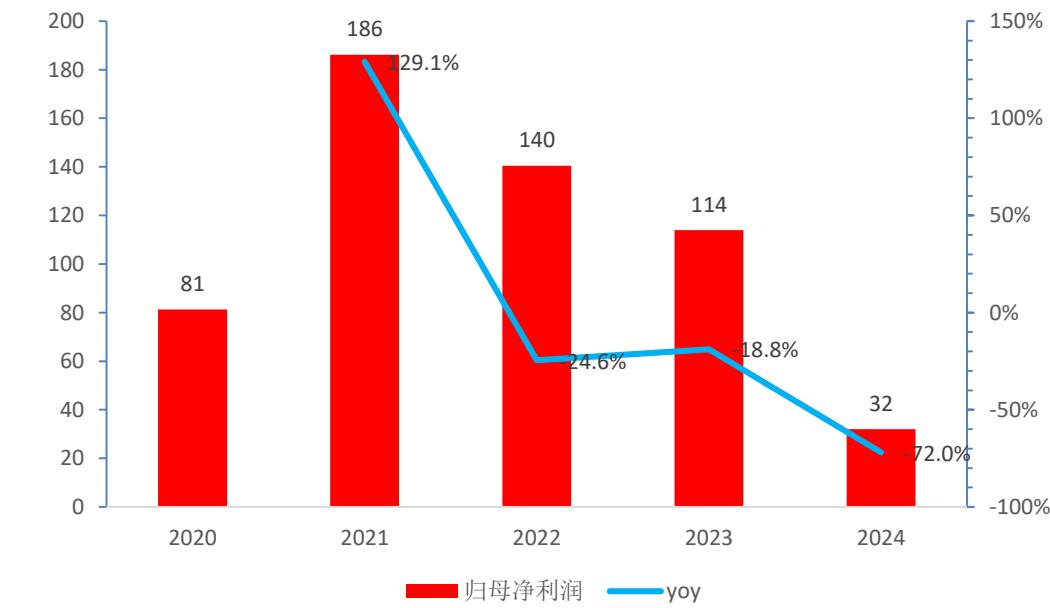
- ✓ 我们选取以下公司构成A股疫苗板块：智飞生物、沃森生物、万泰生物、康华生物、金迪克、华兰疫苗、康希诺、成大生物、百克生物、欧林生物、康泰生物。
- ✓ 2021-2022年受新冠疫苗及HPV疫苗驱动，疫苗板块整体快速增长，2024年疫苗板块收入及净利润处于下降趋势，主要受HPV疫苗下滑、儿童疫苗下滑影响。

图60：疫苗板块营收快速下滑



数据来源：Wind, 开源证券研究所

图61：疫苗板块净利润规模持续回落



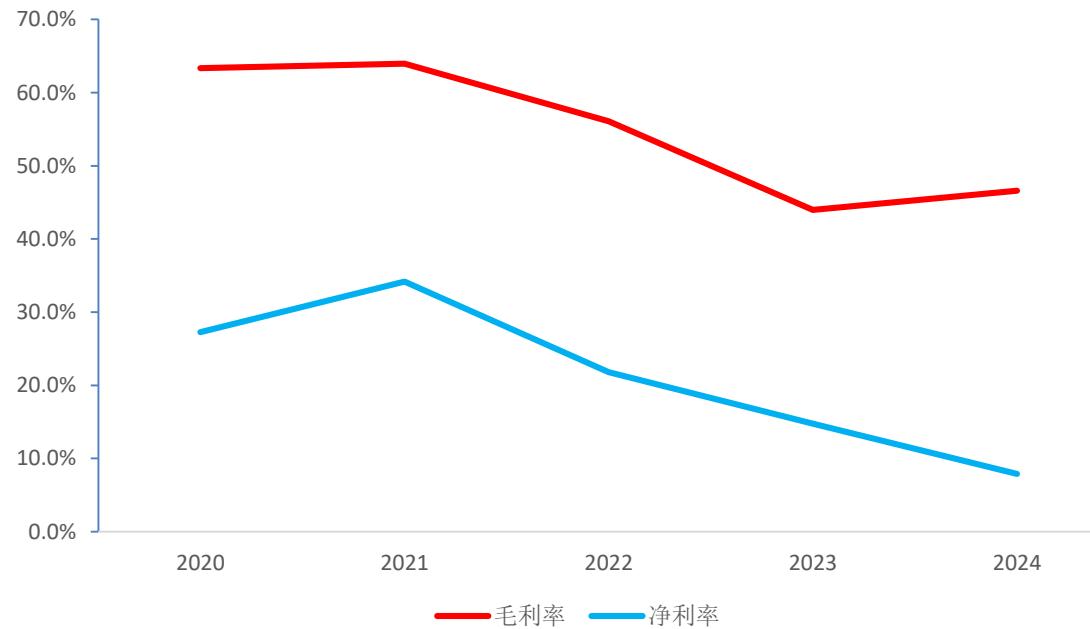
数据来源：Wind, 开源证券研究所

6.4

疫苗板块业绩持续下行，估值水平处于历史最低水平

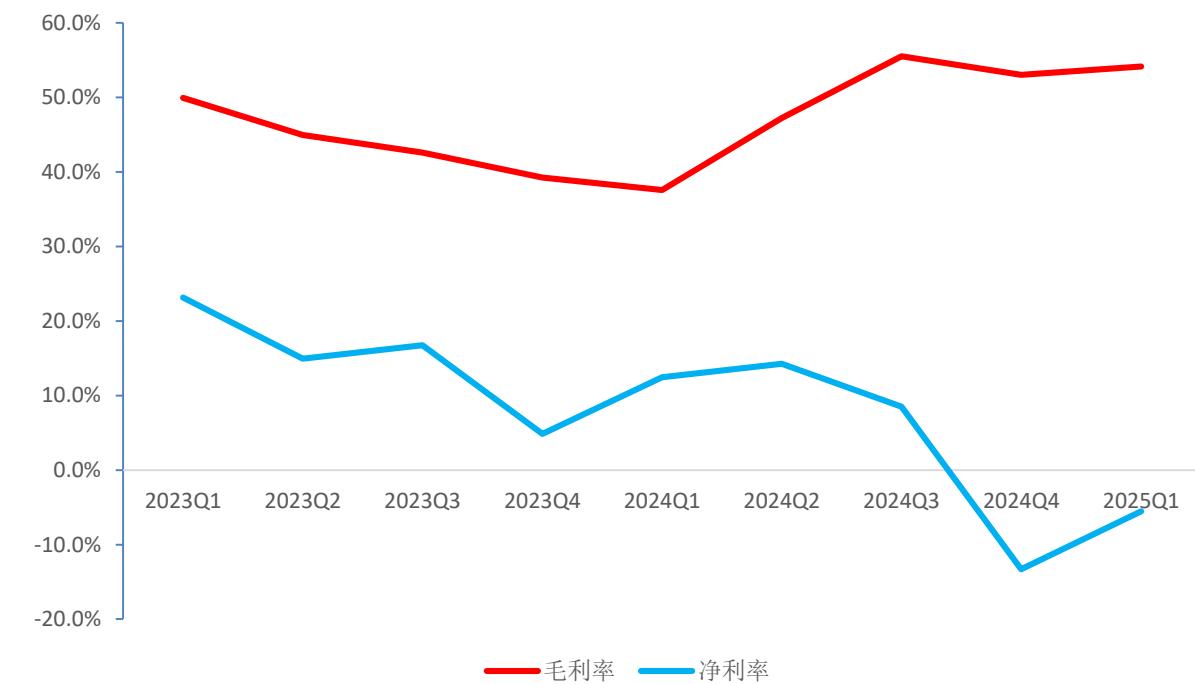
✓ 2024年疫苗板块盈利能力持续下滑，2025Q1疫苗板块毛利率有所回升，净利率维持负值水平。

图62：疫苗板块盈利能力持续下滑



数据来源：Wind, 开源证券研究所

图63：2025Q1疫苗板块单季度毛利率有所回升



数据来源：Wind, 开源证券研究所

- ✓ 疫苗板块估值水平从2020年的超过200倍PE下跌到25年初的20倍附近，呈现持续下跌趋势，2024年疫苗板块净利润快速下滑，估值水平有所上升。

图64：疫苗板块市盈率有所上升

疫苗市盈率(TTM,整体法)[剔除规则] 剔除负值



数据来源：Wind，开源证券研究所

6.5 医疗服务、血制品&原料药：推荐及受益标的

- ✓ 原料药：2024年原料药PPI指数处于历史底部，行业价格底部企稳，产量增速拐点向上，行业盈利能力持续改善，2025年有望迎来量价齐升的趋势。
- ✓ 医疗服务：眼科医疗服务行业价格战进入尾声，头部眼科医院品牌力较强，有望带来市场份额及盈利能力回升。中医诊疗服务行业渗透率较低，全国市场集中度有望持续提升，看好龙头公司内生及外延标准化推进。口腔医疗服务行业出清阶段，行业龙头逆势扩产，2025年营收口径有望加速增长。
- ✓ 血制品：浆站设置壁垒较高，行业并购加快，新产品近些年陆续获批，行业龙头有望强者恒强。

表22：受益标的的盈利预测与估值

公司代码	公司名称	收盘价（元）		EPS				PE			评级
		2025/4/30	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
688050.SH	爱博医疗	79.03	2.05	2.77	3.52	3.96	44.4	33.7	26.5	20	买入
600763.SH	通策医疗	40.13	1.12	1.25	1.38	1.53	39.61	33.4	30.3	27.2	买入
300015.SZ	爱尔眼科	12.98	0.38	0.46	0.53	0.61	34.75	28.7	24.9	21.6	买入
1951.HK	锦欣生殖	2.99	0.10	0.13	0.15	0.18	24.27	21.02	18.09	15.34	买入
2273.HK	固生堂	31.50	1.22	1.77	2.28	2.83	24.87	16.52	12.81	10.33	未评级
600521.SH	华海药业	14.35	0.77	1.06	1.32	1.48	23.42	17.4	14	14.23	买入
002332.SZ	仙琚制药	8.98	0.40	0.67	0.78	0.87	24.76	13.42	11.49	10.31	未评级
605507.SH	国邦医药	19.17	1.40	1.78	2.21	2.49	14.89	11.6	9.3	8.3	买入
603007.SH	健友股份	10.15	0.50	0.73	1.04	1.25	25.95	19.4	13.6	11.2	买入
000739.SZ	普洛药业	13.72	0.89	1.01	1.17	1.41	18.44	15.4	13.2	11	买入
688166.SH	博瑞医药	48.57	0.45	0.54	0.59	0.73	67.45	56.1	53.6	48.6	买入
300702.SZ	天宇股份	22.26	0.16	0.74	1.03	1.32	103.64	29.98	21.60	16.92	未评级
605116.SH	奥锐特	20.77	0.89	1.2	1.45	1.68	24.18	17.8	14.6	12.7	买入
002940.SZ	昂利康	13.37	0.40	0.73	1.12	0	33.10	18.22	11.99	0.00	未评级
600161.SH	天坛生物	19.09	0.78	0.88	1.11	1.26	26.17	23.4	18.5	16.3	买入
300294.SZ	博雅生物	26.55	0.79	1.09	1.3	1.5	38.46	26.4	22.3	19.2	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘日为2025年4月30日，已评级公司为开源证券研究所预测数据，其余均来自Wind一致性预测）

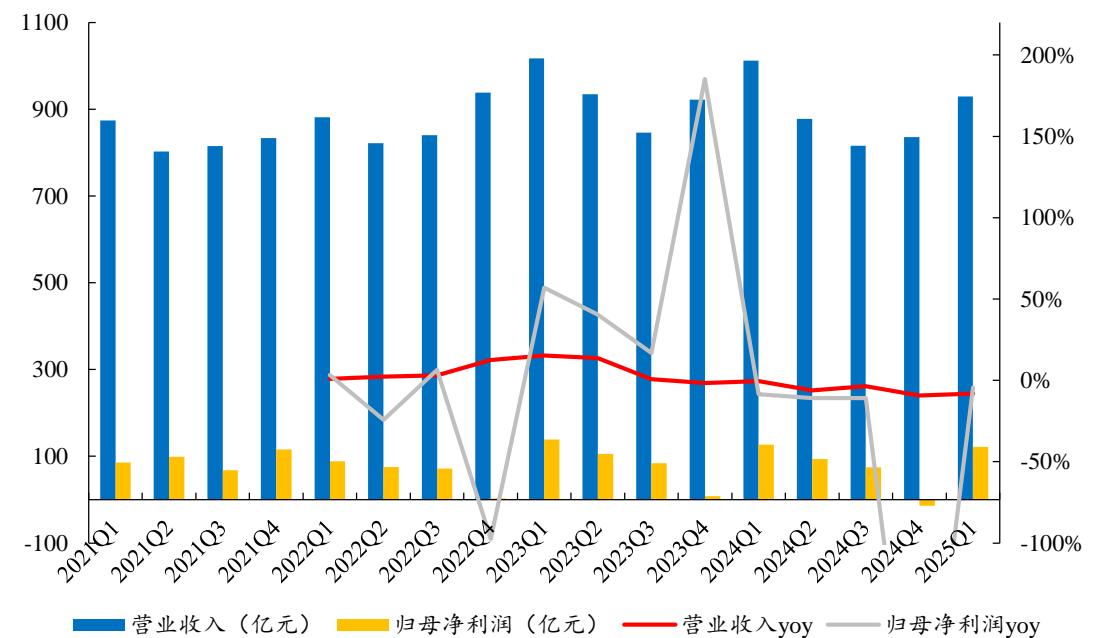
目录

CONTENTS

- 1 产业调整处于尾声，指数率先企稳回升
- 2 创新药：内外因叠加下底层逻辑改变，看中国创新药的中长期的投资机会
- 3 制药及生物制品：优化集采叠加创新驱动，迎接制药板块商业化新周期
- 4 CXO：复苏趋势已现，关注细分赛道机会
- 5 科研服务：经营拐点明确，关注国产替代
- 6 医疗服务及血制品业绩稳健增长，原料药板块处于底部拐点区域
- 7 中药：聚焦中药创新药、品牌OTC等机会
- 8 药店：医行业集中度提升逻辑明确，门诊统筹带来新增量医药流通
- 9 流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力
- 10 风险提示

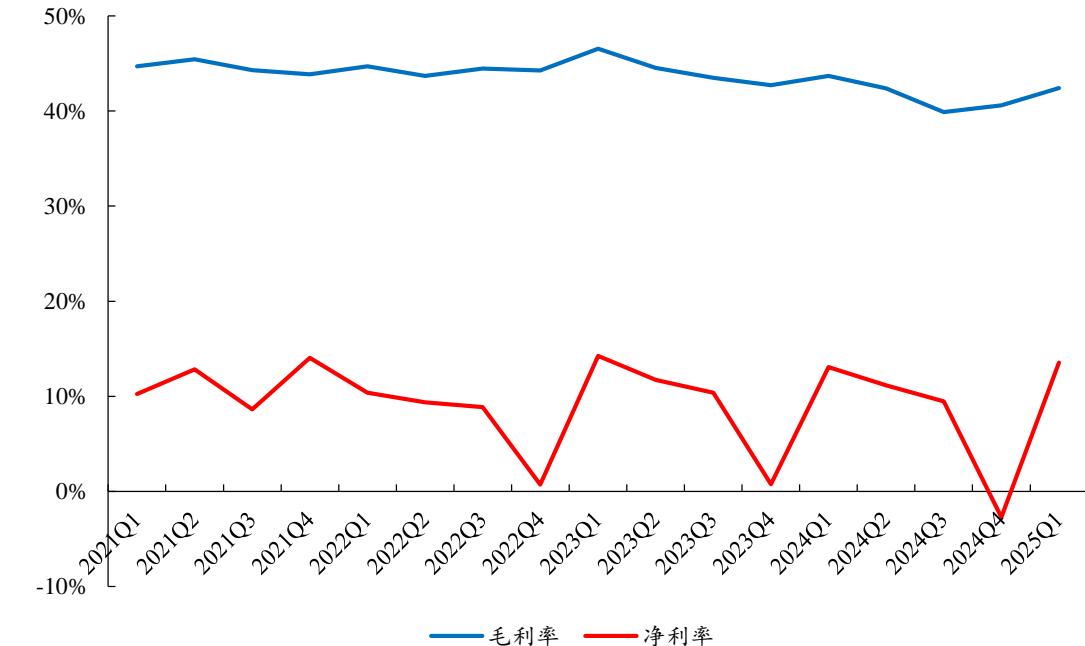
- 中药板块2024Q1-Q4业绩整体同比小幅下滑。分季度来看，2024Q1中药板块实现营业收入1012.29亿元，同比下降0.45%，归母净利润127.19亿元，同比下降8.46%。2024Q2-Q4受渠道库存消化及流感患病人数下降等因素影响，板块营收同比基本呈下滑趋势。
- 中药板块盈利能力相对稳健。中药板块毛利率和净利率2022Q4-2023Q1受疫情放开影响，短期存在较大波动。拉长时间维度来看指标整体保持相对稳健水平，2024Q4中药板块毛利率为42.40%，净利率为13.54%。

图65：2024Q1-Q3中药板块分季度营业收入同比小幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图66：中药板块毛利率相对较为稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

7.1 中药：行业景气度持续，盈利能力相对稳健

- 中药企业业绩相对稳健，景气度持续。2020年疫情以来，中药各细分领域企业业绩面临一定压力，伴随2022-2023年疫情逐步进入尾声，整体市场受疫情放开、流感等因素作用需求逐渐复苏，因此为2024年带来一定的高基数、渠道库存消化压力，叠加中药材价格波动、消费市场不景气、中药集采降价等宏观因素影响，2024年经营业绩相对承压。展望2025年，高基数、去库存以及一系列宏观扰动影响逐步平缓，行业有望健康发展、景气度持续。

表23：中药板块2024年消化多因素影响，未来行业景气度有望持续

细分领域	公司名称	总市值（亿元）	营业收入（亿元）				营业收入yoy			归母净利润（亿元）				归母净利润yoy		
			2021	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2022	2023	2024
中药创新药	悦康药业	74	49.66	45.42	41.96	37.81	-8.53%	-7.61%	-9.90%	5.45	3.35	1.85	1.24	-38.57%	-44.87%	-33.05%
	方盛制药	43	15.67	17.92	16.29	17.77	14.36%	-9.12%	9.15%	0.70	2.86	1.87	2.55	308.12%	-34.64%	36.61%
	康缘药业	72	36.49	43.51	48.68	38.98	19.25%	11.88%	-19.86%	3.21	4.34	5.37	3.92	35.54%	23.54%	-15.58%
	天士力	227	79.52	85.93	86.74	84.98	8.06%	0.42%	-2.03%	23.59	-2.57	10.71	9.56	-110.87%	505.34%	-10.78%
	以岭药业	230	101.17	125.33	103.18	65.13	23.88%	-17.67%	-36.88%	13.44	23.62	13.52	-7.25	75.75%	-42.76%	-153.57%
品牌OTC	昆药集团	116	82.54	82.82	77.03	84.01	0.35%	-6.99%	-0.34%	5.08	3.83	4.45	6.48	-24.52%	16.05%	19.86%
	太极集团	115	121.49	140.51	156.23	123.86	15.65%	10.58%	-20.72%	-5.23	3.50	8.22	0.27	166.84%	131.99%	-96.76%
	华润三九	528	153.20	180.79	247.39	276.17	16.31%	36.83%	11.63%	20.47	24.49	28.53	33.68	19.16%	16.50%	18.05%
	东阿阿胶	350	38.49	40.42	47.15	59.21	5.01%	16.66%	25.57%	4.40	7.80	11.51	15.57	77.10%	47.55%	35.29%
	江中药业	144	28.74	38.12	43.90	44.35	32.63%	13.00%	-2.59%	5.06	5.96	7.08	7.88	17.87%	18.40%	9.67%
	达仁堂	200	69.08	82.49	82.22	73.07	19.42%	-0.33%	-11.14%	7.69	8.62	9.87	22.29	12.05%	14.49%	125.94%
	康恩贝	113	61.51	60.00	67.33	65.15	-8.64%	12.21%	-3.23%	20.09	3.58	5.92	6.22	-82.25%	65.19%	5.21%
	同仁堂	500	146.03	153.72	178.61	185.97	5.27%	16.19%	4.12%	12.27	14.26	16.69	15.26	16.17%	16.92%	-8.54%
	云南白药	1,022	363.74	364.88	391.11	400.33	0.31%	7.19%	2.36%	28.04	30.01	40.94	47.49	7.00%	36.41%	16.02%
	佐力药业	110	14.57	18.05	19.42	25.78	23.86%	7.61%	32.71%	1.79	2.73	3.83	5.08	52.17%	40.27%	32.60%
	羚锐制药	130	26.94	30.02	33.11	35.01	11.45%	10.31%	5.72%	3.62	4.65	5.68	7.23	28.71%	22.09%	27.19%
	济川药业	242	76.31	89.96	96.55	80.17	17.90%	7.32%	-16.96%	17.19	21.71	28.23	25.32	26.27%	30.04%	-10.32%
	寿仙谷	39	7.67	8.29	7.84	6.92	8.07%	-5.39%	-11.81%	2.01	2.78	2.54	1.75	38.32%	-8.39%	-31.34%
	贵州三力	49	9.39	12.01	16.35	21.44	27.94%	36.10%	31.16%	1.52	2.01	2.93	2.74	32.18%	45.42%	-6.38%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：总市值更新时间为2025/4/30）

- 基药目录内中成药数量占比提升，高效益品种重要性日益凸显。2009版、2012版和2018版三版基药目录内，中成药占比持续提升，分别为33.2%、39.0%和39.1%。我们认为随着近几年国家对中药创新传承的大力支持，在新一轮基药目录调整中，有望进一步增加中药功能主治范围，纳入临床必需、疗效确切的医保/非医保药品，扩大儿科用药品种和剂型范围。
- 政策支持，基药目录有望迎来更新，关注相关投资机会。2019年《国务院办公厅关于进一步做好短缺药品保供稳价工作的意见》中明确提升基本药物使用占比，逐步实现基层、二级、三级公立医院基药品种占比不低于90%、80%、60%，临幊上优先使用基药。同时，在2024年6月发布的《深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务》中，提出“适时优化调整国家基本药物目录”，若基药目录迎来新一轮更新，相关品种有望迎来快速放量。

图67：2009-2018年基药目录中成药品种数量持续增加（单位：个）

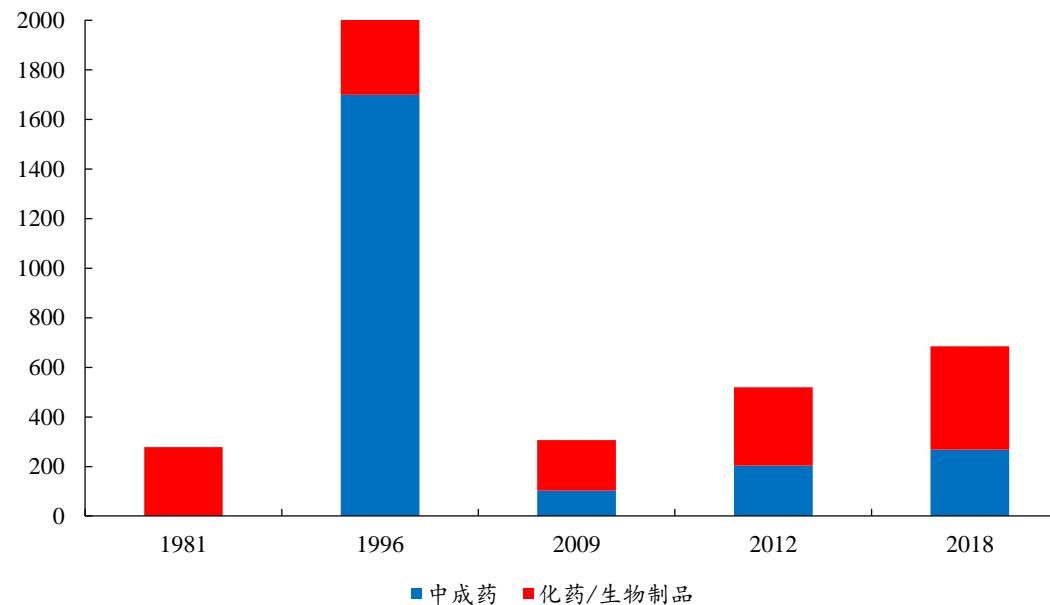


表24：2018版基药目录中成药品种共268个（单位：个）

药物类别	2012版	2018版	增加/减少数量
内科用药	137	168	37/9
外科用药	11	22	11/0
妇科用药	20	24	4/0
眼科用药	7	8	2/1
耳鼻喉科用药	13	18	5/0
骨伤科用药	15	18	3/0
儿科用药	0	13	13/0
合计	203	268	75/10

数据来源：卫健委、开源证券研究所

数据来源：《国家基药目录》（2012版、2018版）、开源证券研究所

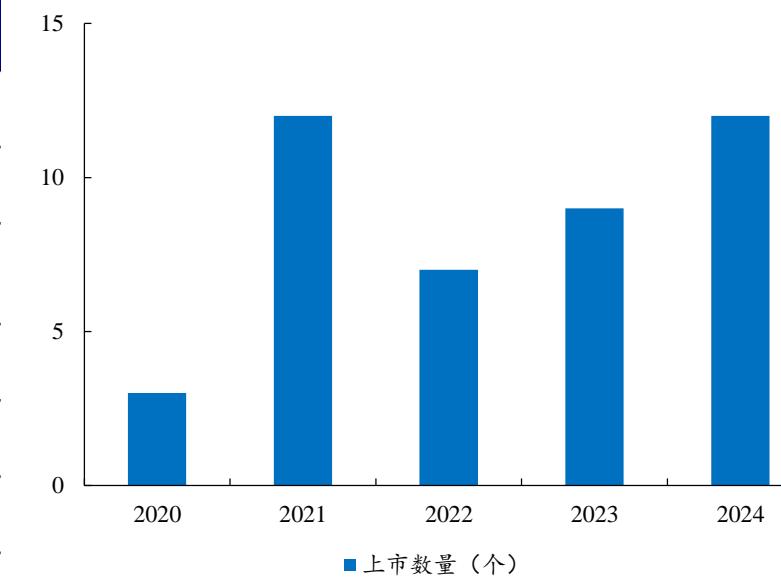
- 顶层政策支持，多维助力中药产业创新发展。**近年来中医药利好政策频发，从2018年6月的《中华人民共和国基本医疗卫生与健康促进法》，到2020年12月的《关于促进中药传承创新发展的实施意见》，中医药的位置进一步提升，对中医药种植保护、人才培养、科学研究与传承创新、管理体制等做出了一系列规定。2022年3月国务院发布《“十四五”中医药发展规划》，从医院、床位、人才、药材、传承创新与支付端各方面给予了中医药全面的可执行的政策指导。此外，2025年3月《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》提出要优化中药集中采购和招标采购政策，实现优质优价，我们认为集采政策优化有望催化研发热情，促进中药产业高质量发展。
- 注册审批流程优化，创新中药上市速度加快。**2023年2月10日，国家药监局发布《中药注册管理专门规定》（下称“专门规定”），自2023年7月1日起施行。《专门规定》是在2008年原国家食药监局发布的《中药注册管理补充规定》基础上，充分吸纳药品审评审批制度改革成熟经验，结合疫情防控中药成果转化实践探索，借鉴国内外药品监管科学研究成果，全方位、系统地构建了中药注册管理体系，进一步对中药研制相关要求进行细化，加强了中药新药研制与注册管理，在规范化注册的基础上优化了注册流程，有望加快中药注册审批进度。2023年我国审批上市的中药新药共9款，2024批准12款，较2023年增加了3个。推荐关注具备研发创新能力的企业，如悦康药业、天士力、方盛制药、以岭药业、康缘药业等，有望通过创新管线迭代打开发展天花板。

表25：优化中药注册流程、支持中医药发展

发布时间	政策文件	政策意义
2018.06	《中华人民共和国基本医疗卫生与健康促进法》	发挥中医药在医疗卫生与健康事业中的独特作用
2019.10	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	发挥中医药在维护和促进人民健康中的独特作用
2020.12	《关于促进中药传承创新发展的实施意见》	从中药审评审批、研制创新、安全性研究、质量源头管理、生产质量控制、上市后监管、品种保护、中药的法规标准体系等方面提供政策指导
2021.01	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	推动中医药和西医药相互补充、协调发展
2022.03	《“十四五”中医药发展规划》	从医院、床位、人才、药材、传承创新与支付端各方面给予了中医药全面的可执行的政策指导
2023.02	《中药注册管理专门规定》	加强了中药新药研制与注册管理，在规范化注册的基础上优化了注册流程
2025.03	《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》	优化中药集中采购和招标采购政策，实现优质优价

资料来源：国务院、国家药监局、开源证券研究所

图68：2021年起中药新药审批上市速度逐步加快



数据来源：米内网、医药经济报、国际中医中药杂志、开源证券研究所

- OTC龙头企业品牌优势强，渠道壁垒深厚。**在产品终端，受益于企业长期的营销推广和口碑积累，消费者已逐步形成一定的品牌认知，因此相较于同通用名的其他产品，消费者一般愿意为其支付一定的品牌溢价，从而提升企业的盈利能力。在渠道方面，品牌OTC受益于其品牌影响力，一般具有较高的渠道管理能力，同时OTC市场受益于门诊统筹政策扩容、居民院外便捷购药、处方药转OTC资质等影响，市场规模逐步扩大，因此在“线上+线下”药品价格管控趋严的背景下，我们更加看好具备高市场认可度产品的龙头OTC企业。
- “国企改革、银发经济、稀缺品牌产品”，三条主线提供长期发展动能。**我们认为在消费环境转暖背景下兼具高消费属性及品牌稀缺性、具备长期发展逻辑的龙头企业和稀缺标的更容易走出独立行情。国企改革方面，如华润三九稳健经营并以并购赋能、东阿阿胶和片仔癀则凭借核心产品在近几年消费相对疲软的大环境中实现优秀的业绩增长，均验证自身的经营能力、产品及品牌稀缺性，未来我们认为昆药集团（银发经济）、太极集团（藿香、化药等知名核心产品群）、江中药业（胃肠道用药领军品牌）等公司的发展潜力有望实现。银发经济和稀缺品牌产品方面，如佐力药业（药用真菌制剂）、羚锐制药（银发经济）、济川药业（儿科用药+BD拓品）等值得关注。

表26：部分国有中药企业发布股权激励方案，努力提升市场竞争力

企业名称	激励考核指标
东阿阿胶	1、2024-2026年，净资产收益率分别不低于10%/10.5%/11%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位值水平；2、以2022年基准，2024-2026年归属母公司股东的净利润复合增长率不低于20%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位值水平；3、2024-2026年营业利润不低于23%/23.5%/24%
华润三九	1、以2020年业绩为基数，2022-2024每年归母扣非净利润年复合增长率不低于10%，且不低于同行业平均或对标企业75分位水平；2、2022-2024年归母扣非净资产收益率分别不低于10.15%/10.16%/10.17%，且不低于对标企业75分位水平；3、2022-2024总资产周转率分别不低于0.69/0.70/0.72
昆药集团	1、以2020年业绩为基数，2021-2023年净利润增长率不低于10%/21%/33%；2、以2020年业绩为基数，2021-2023年现金分红比例不低于30%/30%/30%
江中药业	1、2022-2024年投入资本回报率分别不低于12.74%/12.75%/12.76%，且不低于对标企业75分为水平或同行业平均值；2、较2020年，2022-2024年归母净利润CAGR不低于6%，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值；3、2022-2024年研发投入强度分别不低于2.96%/2.98%/3%

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

KYSEC

表27：2024中国城市实体药店终端销售中成药OTC品牌用药种类较多

排名	产品名	企业	分类	销售额（亿元）
1	感冒灵颗粒	华润三九	呼吸系统疾病用药	37.5
2	安宫牛黄丸	同仁堂	心脑血管疾病用药	23.5
3	阿胶	东阿阿胶	补气补血类用药	21.1
4	复方阿胶浆	东阿阿胶	补气补血类用药	16.6
5	云南白药气雾剂	云南白药集团	骨伤科类	16.6
6	藿香正气口服液	太极集团	消化系统疾病用药	14.5
7	健胃消食片	江中药业	消化系统疾病用药	14.3

资料来源：中国药店、开源证券研究所

7.4 中药：关注中药创新药及品牌OTC相关投资机遇

表28：受益标的盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价 (元)		EPS (元)				P/E			评级
		2025/4/30	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
600535.SH	天士力	15.21	0.64	0.79	0.87	0.97	23.8	19.3	17.5	15.7	买入
603998.SH	方盛制药	9.71	0.58	0.70	0.86	1.04	16.7	13.9	11.3	9.3	买入
000423.SZ	东阿阿胶	54.41	2.42	2.91	3.49	4.16	22.5	18.7	15.6	13.1	买入
600422.SH	昆药集团	15.30	0.86	0.98	1.20	1.47	17.9	15.6	12.8	10.4	买入
600129.SH	太极集团	20.59	0.05	0.99	1.12	1.26	429.9	20.8	18.4	16.3	买入
600285.SH	羚锐制药	22.85	1.27	1.47	1.68	1.89	17.9	15.5	13.6	12.1	买入
600566.SH	济川药业	26.29	2.75	2.23	2.48	2.75	9.6	11.8	10.6	9.6	买入
300181.SZ	佐力药业	15.66	0.72	0.95	1.20	1.52	21.6	16.5	13.1	10.3	买入
603896.SH	寿仙谷	19.47	0.88	1.05	1.21	1.38	22.1	18.5	16.1	14.1	买入
002317.SZ	众生药业	11.13	-0.35	0.40	0.51	0.74	-31.7	27.6	22.0	15.0	未评级
688658.SH	悦康药业	16.50	0.27	0.88	1.10	-	60.0	18.7	14.9	-	未评级
002603.SZ	以岭药业	13.74	-0.43	0.71	0.85	-	-31.7	19.3	16.3	-	未评级
600557.SH	康缘药业	12.64	0.67	0.86	0.99	1.11	18.8	14.8	12.7	11.4	未评级
000999.SZ	华润三九	41.12	2.62	3.00	3.43	3.91	15.7	13.7	12.0	10.5	未评级
600436.SH	片仔癀	205.33	4.93	5.38	6.07	6.94	41.6	38.2	33.8	29.6	未评级
603439.SH	贵州三力	11.84	0.67	0.87	0.99	1.06	17.7	13.6	12.0	11.2	未评级
600572.SH	康恩贝	4.39	0.24	0.28	0.32	-	18.2	15.9	13.7	-	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：已评级公司为开源证券研究所预测数据，其余均来自Wind一致预期）

目录

CONTENTS

- 1 产业调整处于尾声，指数率先企稳回升
- 2 创新药：内外因叠加下底层逻辑改变，看中国创新药的中长期的投资机会
- 3 制药及生物制品：优化集采叠加创新驱动，迎接制药板块商业化新周期
- 4 CXO：复苏趋势已现，关注细分赛道机会
- 5 科研服务：经营拐点明确，关注国产替代
- 6 医疗服务及血制品业绩稳健增长，原料药板块处于底部拐点区域
- 7 中药：聚焦中药创新药、品牌OTC等机会
- 8 药店：医行业集中度提升逻辑明确，门诊统筹带来新增量医药流通
- 9 流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力
- 10 风险提示

零售药店：零售药店终端市场占比不断增长，行业集中度提升逻辑明确

- 药品销售市场规模持续扩大，零售药店渠道占比不断增长。根据国家药品监督管理局统计数据，2024年，中国药品市场整体销售额达到18638亿元，同比微降1.2%，影响药品销售增长的因素较2023年主要增加了价格治理和反腐深入等。同时，米内网数据则进一步显示，零售药店终端药品销售额占比呈现持续提升的发展趋势，截至2024年占比提升至30.8%，彰显零售药店渠道的重要性。
- 药店连锁化率与行业集中度同步提升，利好龙头。连锁龙头企业具有资金实力强、精细化管理和议价能力强的优势，在执业药师、资金、供应链资源方面领先，而中小药房发展则相对受阻。随着政府监管趋严、消费者品牌认知效应等因素影响，行业龙头并购整合、中小连锁/单体药房加盟龙头或主动出清趋势加速，行业集中度有望进一步提升。

图69：零售药店终端药品销售额占比呈现上升趋势

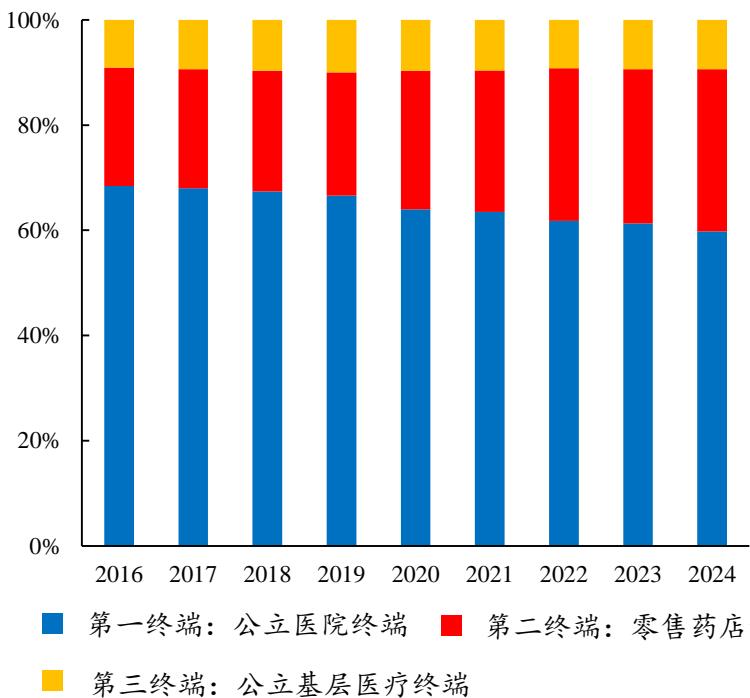


图70：我国药店连锁化率逐年提升（单位：万家）

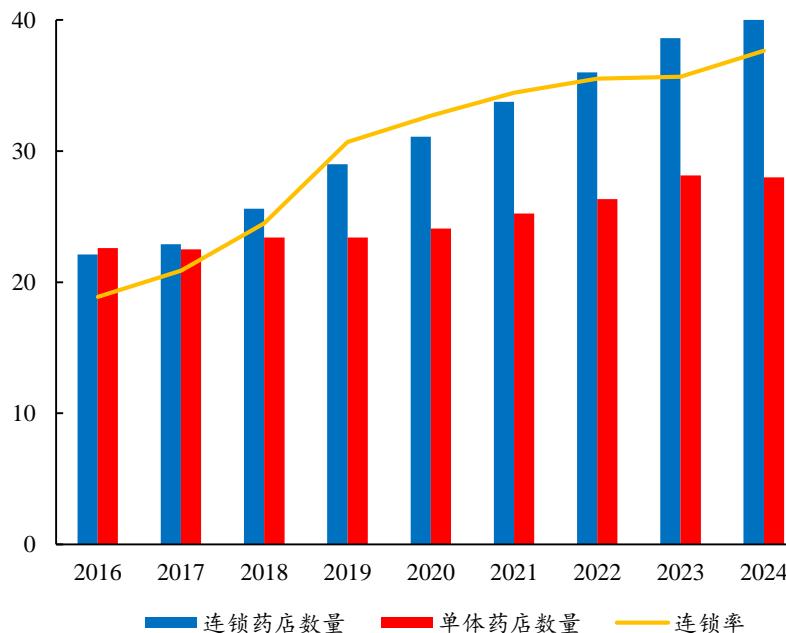
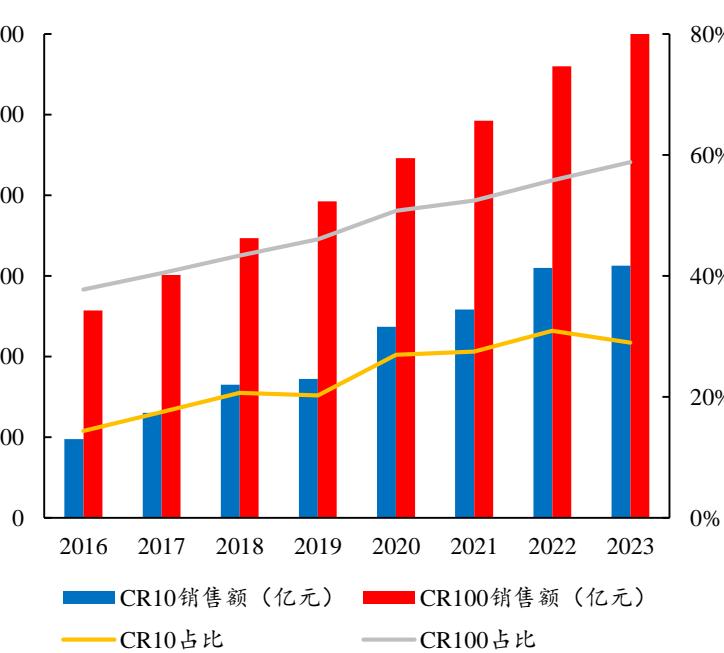


图71：零售药店Top10行业集中度基本逐年提升



数据来源：米内网、开源证券研究所

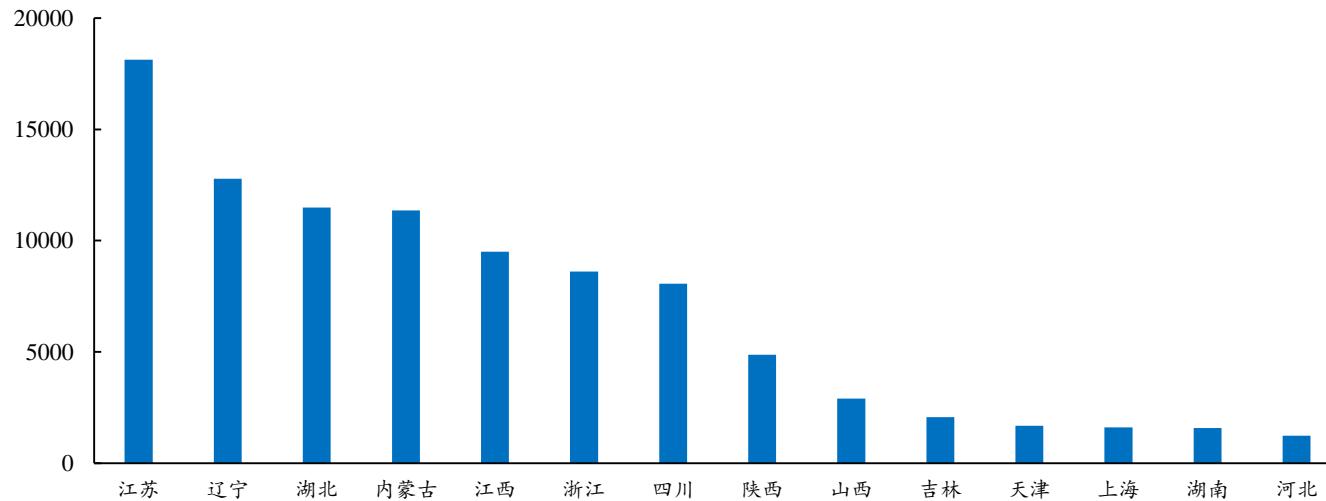
数据来源：国家药品监督管理局、开源证券研究所

数据来源：老百姓公司公告、开源证券研究所

零售药店：门诊统筹逐步落地贡献新增量，合规趋紧助力长期发展

- 门诊统筹逐步推进，零售药店迎来发展新机遇。随着零售药店纳入门诊统筹管理，患者可以在零售药店购买医保药品并报销，有助于推动处方外流，并助力零售药店客流量提升，为其向好发展贡献新增量。同时，2024年内国家积极推动电子处方外流建设和药价管理，赋能行业发展。
- 电子处方平台建设加速，合规趋严助力健康发展。伴随门诊统筹的逐步落地，处方延伸到院外是大势所趋，电子处方的应用能够规范医药零售企业合理用药，方便患者尤其是慢病患者续方购药，助力医药分家；同时，电子处方广泛应用可以打开“互联网+”的成长空间，为医药零售企业带来较多客流的同时提升经营效率。2024年10月，国家医疗保障局发布《关于规范医保药品外配处方管理的通知》，提到要加快电子处方中心建设，自2025年1月1日起，配备“双通道”药品的定点零售药店均需通过电子处方中心流转“双通道”药品处方。
- 零售药店购药便捷，“线上线下”价差合理化。线下药店因在便捷性和用药指导等服务上具备多种优势，因而成为院外购药的重要渠道。同时国家医保局指出，线下药店具体价格水平受经营模式、地理位置、采购渠道、库存管理、供应链效率等因素影响，且需负担的房租物业、人员薪酬等经营成本较高，小批量采购的中间环节也多，导致线下药店价格总体高于网络药店，属合理现象。此外，为推动定点药店医保药品价格趋于合理，医保部门已在辽宁、广东、陕西等19个省份建立了公开比价小程序，促进行业合规经营、保障消费者利益。

图72：截至2024年2月，江苏省纳入门诊统筹的药店数量相对领先（单位：家）



数据来源：《中国药店》、开源证券研究所

表29：定点医疗结构门诊统筹服务报销情况

截至2023年8月		医疗机构	零售药店
定点医疗机构数量（万家）	59.4	48.4	48.4
开通门诊统筹数量（万家）	32.09	32.09	14.14
开通门诊统筹比例	54%	54%	29%
累计结算人次（亿人次）	13.14	13.14	1.74
医保统筹基金结算金额（亿元）	1240.24	1240.24	69.36
单人次医保统筹基金结算金额（元）	94.39	94.39	39.86

数据来源：新华社、开源证券研究所

- 药品零售行业龙头营业收入体量持续提升。近几年，伴随着门店数量的持续扩张，零售药店龙头企业收入体量均有较快提升，2024年增速虽有所放缓，但行业整体仍具有较强韧的经营发展特性。
- 专业服务能力为核心，提升经营质效。在慢病品类重要性突显的趋势下，零售药店盈利模式逐渐向提供专业化慢病管理服务转型，加大专业药师团队建设、数字化转型助力诊疗数据互通存档等举措，有利于提升核心竞争力。此外，随着龙头企业由城市向县域药品零售市场持续下沉布局，拥有更强的跨区域门店管控力、成本费用控制力的企业更具竞争力。

图73：零售药店龙头营业收入体量逐年提升（单位：亿元）

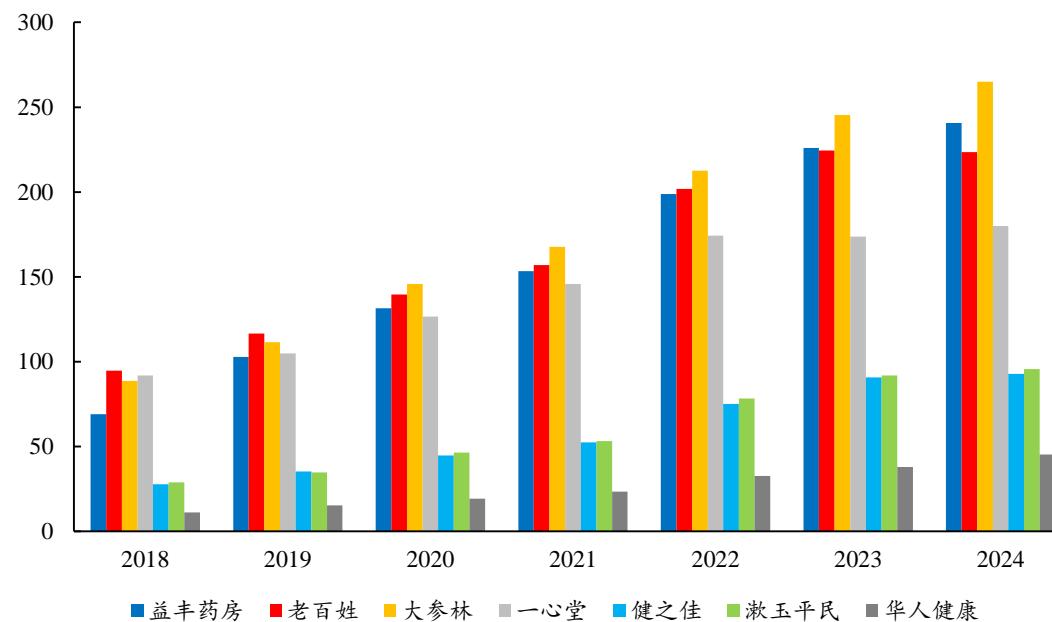
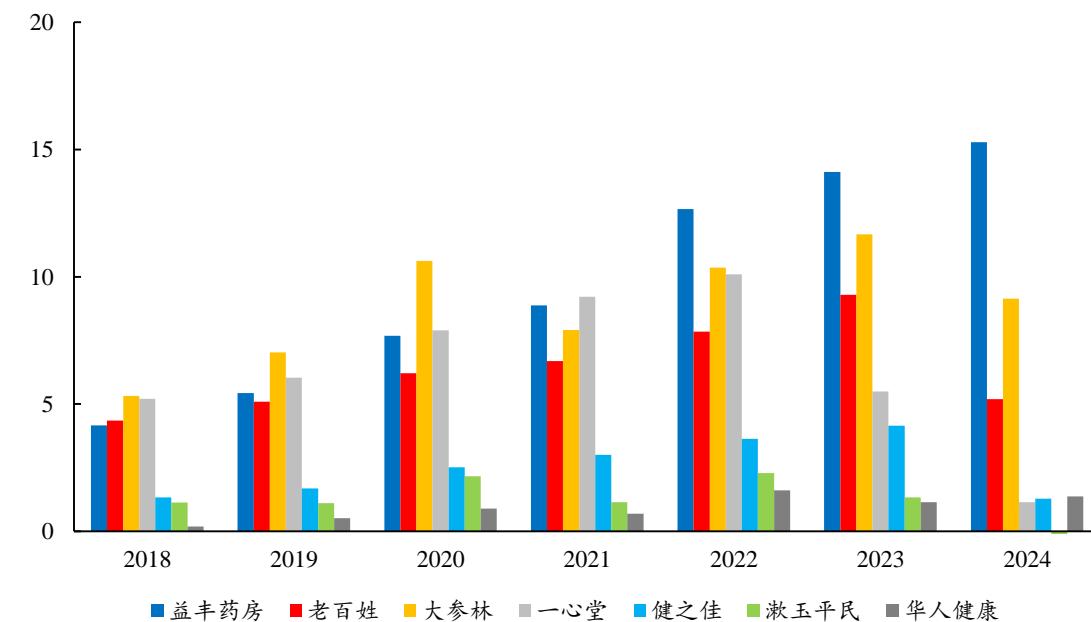


图74：零售药店龙头归母净利润体量稳中向好（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

8.2 零售药店：看好质效提升、专业服务能力强的龙头企业

- 长期来看，合规趋紧利好行业健康经营，短期内部分中小连锁和单体药房经营相对承压较大，助力龙头以较低价格收购或促进加盟业务发展，同时可能会进一步开启行业出清阶段，加速“连锁化率/集中度提升+处方外流”两大长期增长逻辑的兑现。
- 推荐标的：益丰药房、老百姓、健之佳、漱玉平民；受益标的：大参林、一心堂、华人健康。

表30：重点推荐公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价 (元)		EPS (元)					P/E	评级	
		2025/4/30	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
603939.SH	益丰药房	28.40	1.26	1.45	1.67	1.92	22.5	19.6	17.0	14.8	买入
603883.SH	老百姓	20.15	0.68	1.24	1.42	1.62	29.5	16.2	14.1	12.4	未评级
605266.SH	健之佳	20.57	0.82	1.69	1.96	-	25.1	12.2	10.5	-	未评级
301017.SZ	漱玉平民	11.20	-0.47	-	-	-	-24.0	-	-	-	未评级
603233.SH	大参林	18.92	0.80	1.00	1.16	1.30	23.6	19.0	16.2	14.5	未评级
002727.SZ	一心堂	14.19	0.19	1.05	1.25	1.29	72.8	13.5	11.3	11.0	未评级
301408.SZ	华人健康	11.47	0.34	-	-	-	33.3	-	-	-	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：已评级公司为开源证券研究所预测数据，其余均来自Wind一致性预测）

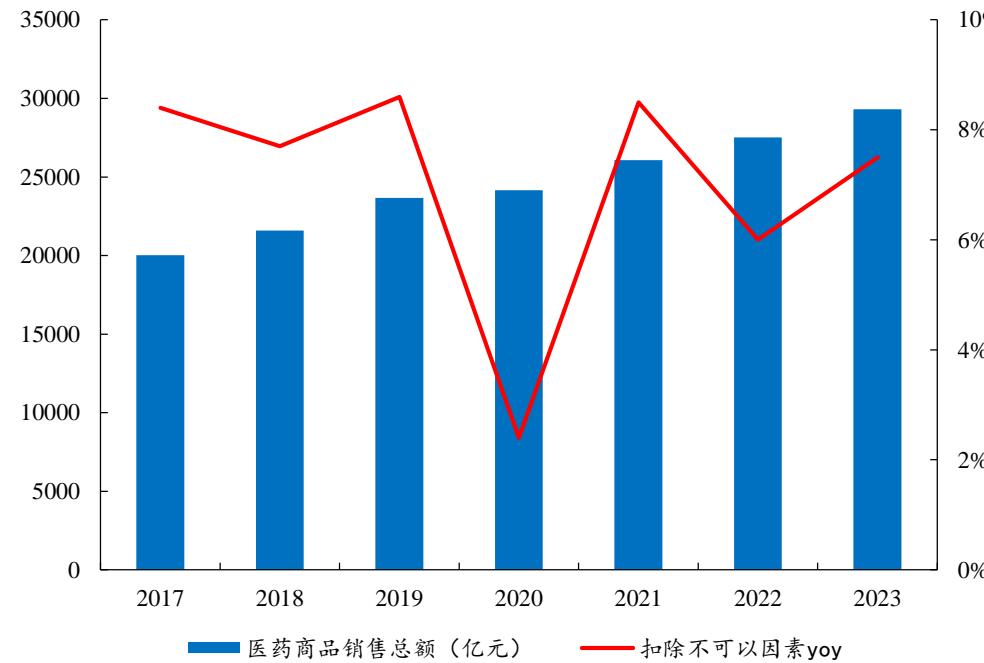
目录

CONTENTS

- 1 产业调整处于尾声，指数率先企稳回升
- 2 创新药：内外因叠加下底层逻辑改变，看中国创新药的中长期的投资机会
- 3 制药及生物制品：优化集采叠加创新驱动，迎接制药板块商业化新周期
- 4 CXO：复苏趋势已现，关注细分赛道机会
- 5 科研服务：经营拐点明确，关注国产替代
- 6 医疗服务及血制品业绩稳健增长，原料药板块处于底部拐点区域
- 7 中药：聚焦中药创新药、品牌OTC等机会
- 8 药店：医行业集中度提升逻辑明确，门诊统筹带来新增量医药流通
- 9 流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力
- 10 风险提示

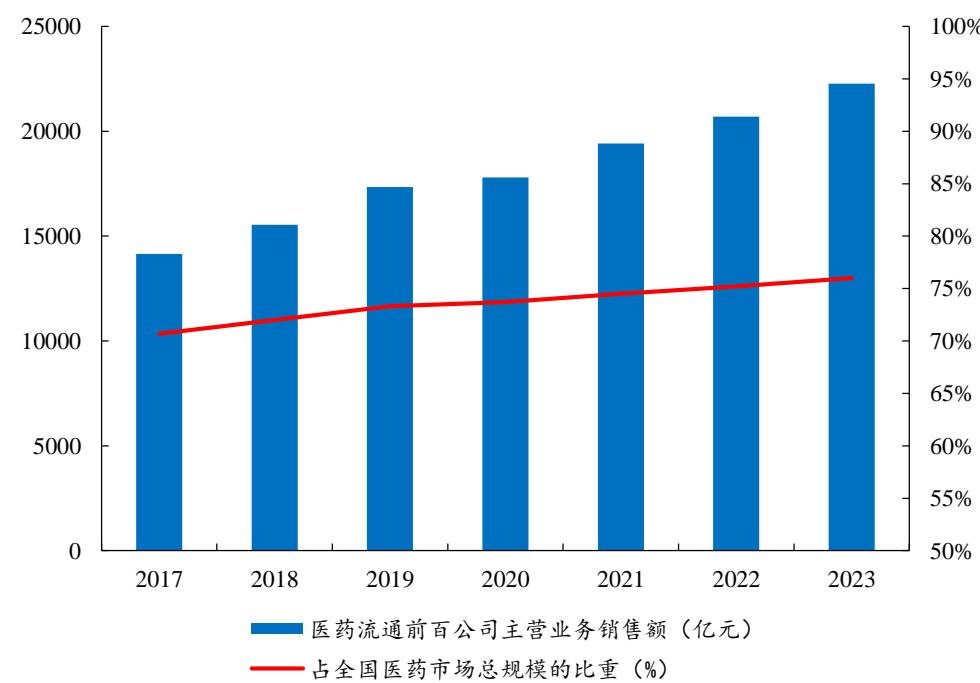
- 药品流通市场销售规模稳步增长。2023年药品流通行业运行统计分析报告显示，2023年全国七大类医药商品销售总额为29,304亿元，扣除不可比因素后同比增长7.5%，增速提高1.5个百分点，市场呈恢复增长态势，未来有望维持增长趋势。
- 政策支持流通企业规模化发展、龙头企业迎来发展新机遇。随着两票制的推行，药品流通链条缩短，占据上下游资源先发优势的龙头企业更易获取业务，且十四五规划提出到2025年，培育大型及超大型、数字智能化、专业化、特色化药品流通企业，行业整体呈规模化、集中化发展趋势，龙头将通过兼并收购持续整合资源，行业集中度会进一步提高。

图75：我国药品流通行业市场规模稳步增长



数据来源：商务部《药品流通行业运行统计分析报告》、开源证券研究所

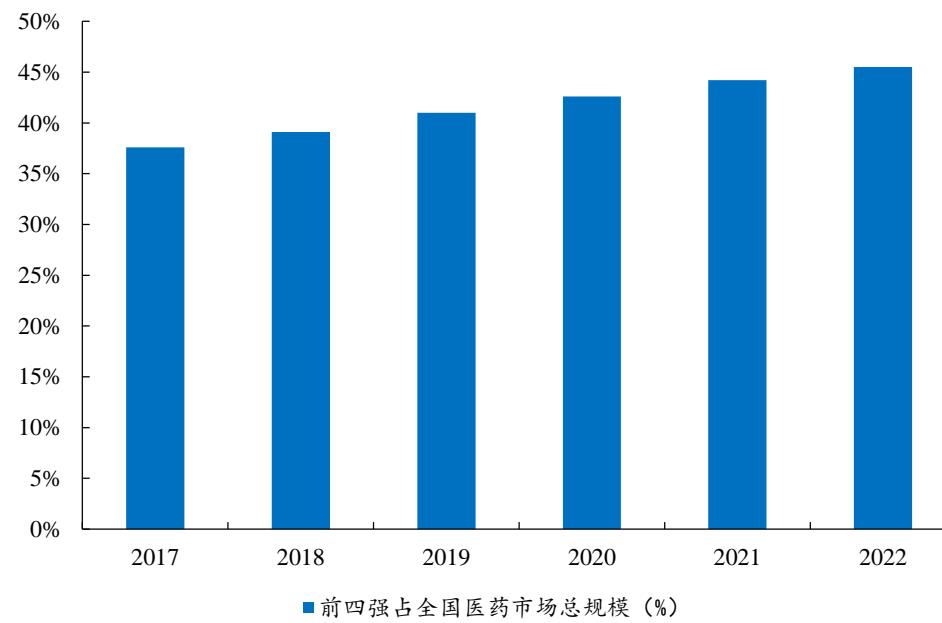
图76：医药流通前百公司销售额占行业比重稳步提升



数据来源：商务部《药品流通行业运行统计分析报告》、开源证券研究所

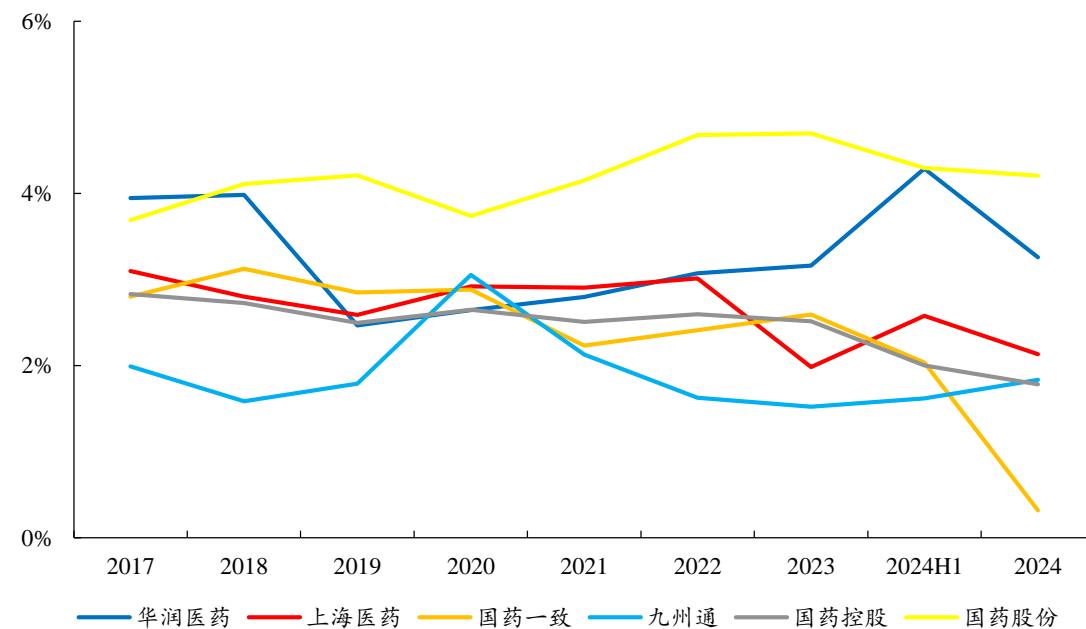
- “4+N”竞争格局显现，四强企业占据流通业务半壁江山。2022年主营业务收入前四强为国药集团、上海医药、华润医药以及九州通，占全国医药市场总规模比重达45.5%。未来随着药品流通市场市场规模的持续扩容、物流数智化发展、城乡一体化布局，四强将深化行业龙头地位，为人民提供更加全面优质的服务。
- 行业发展进入微利阶段，创新业务差异化战略布局，有利于打造核心竞争力。在当前药品流通企业普遍面临微利经营的情景，且前四强企业占据超四成市场份额的情况下。其他企业需提升自身管理能力及效率，通过扩大配送供应链、布局线上线下业务、完善增值服务（如CSO业务）等方式进行差异化创新，塑造核心竞争力，才能提高自身盈利能力，脱颖而出。

图77：2022年我国药品流通行业龙头营收增长突出



数据来源：商务部《药品流通行业运行统计分析报告》、开源证券研究所

图78：药品流通行业龙头进入微利发展阶段，需增强管理能力优化利润空间



数据来源：Wind、各公司年报、开源证券研究所

- 板块内4+N竞争格局相对稳定，我们建议关注具备较强差异化能力打造（如较高毛利水平的CSO业务等）、现金流稳健向好或具备回款周期及盈利能力改善逻辑的企业。
- 推荐标的：**百洋医药、九州通；**受益标的：**国药控股、上海医药、华润医药等。

表31：重点推荐公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价 (元)		EPS (元)					P/E	评级	
		2025/4/30	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
301015.SZ	百洋医药	17.66	1.32	1.44	1.74	2.15	13.4	12.3	10.1	8.2	买入
600998.SH	九州通	5.41	0.50	0.50	0.54	0.45	10.9	10.9	9.9	12.0	未评级
1099.HK	国药控股	18.34	2.25	2.60	2.78	2.88	8.1	7.1	6.6	6.4	未评级
601607.SH	上海医药	17.96	1.23	1.39	1.55	1.70	14.6	12.9	11.6	10.6	未评级
3320.HK	华润医药	4.90	0.53	0.65	0.71	0.78	9.2	7.5	6.9	6.3	未评级
600511.SH	国药股份	28.99	2.65	2.83	3.02	3.21	10.9	10.2	9.6	9.0	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：已评级公司为开源证券研究所预测数据，其余均来自Wind一致性预测）

目录

CONTENTS

- 1 产业调整处于尾声，指数率先企稳回升
- 2 创新药：内外因叠加下底层逻辑改变，看中国创新药的中长期的投资机会
- 3 制药及生物制品：优化集采叠加创新驱动，迎接制药板块商业化新周期
- 4 CXO：复苏趋势已现，关注细分赛道机会
- 5 科研服务：经营拐点明确，关注国产替代
- 6 医疗服务及血制品业绩稳健增长，原料药板块处于底部拐点区域
- 7 中药：聚焦中药创新药、品牌OTC等机会
- 8 药店：医行业集中度提升逻辑明确，门诊统筹带来新增量医药流通
- 9 流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力
- 10 风险提示

集采降价超预期：自2018年以来，国内对仿制药及器械耗材实行国家集中带量采购政策，如果降幅较大将影响相关公司的业绩；

医保谈判降价超预期：自2017年开始，国家对进入医保目录的药品实行谈判政策，如果降幅较大将影响药品的远期销售峰值；

医疗行业政策风险：目前国家对医疗领域进行深化改革，存在政策执行上的不确定；

地缘政治风险：近年来，海外市场对国内医药行业有限制的倾向，存在进一步加剧的风险；

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。
证券评级	买入 (buy)	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；	
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感谢聆听



开源证券