

关注创新、出海、自主可控

——医药生物行业跟踪报告

强于大市(维持)

2025 年 05 月 09 日

行业核心观点:

年初以来,医药各子板块二级市场表现分化,2024 年年报和 2025 年一季度业绩整体承压,关注医药细分赛道结构性机会,重点关注创新、出海、自主可控方向。

投资要点:

子板块表现分化: 2025 年年初至今,沪深 300 指数下跌 2.62%,申万医药指数上涨 1.14%,跑赢沪深 300 指数 3.76 个百分点,在申万一级行业中排名第 14。子板块表现分化,年初至今,生物医药板块中表现相对较好的二级子板块为化学制剂(+8.90%)、医疗服务(+2.79%)、医药商业(+0.41%)。表现相对较好的三级子板块为线下药店

(+12.26%)、化学制剂(+9.22%)、原料药(+7.30%)、其他生物制品(+5.47%)。截至 2025 年 5 月 7 日,医药板块相对于全部 A 股的溢价率为 78.56%,处于正常水平,申万医药二级子行业市盈率水平从高到低依次为生物制品(31.28 倍)、医疗器械(29.96 倍)、化学制药(28.69 倍)、医疗服务(25.92 倍)、中药(23.07 倍)、医药商业(17.16 倍)。

2024 和 2025Q1 业绩整体下滑,多个子行业毛利率承压: 医药板块

2024 年和 2025 年一季度业绩整体下滑,多数子行业利润端承压,医疗研发外包 2025Q1 利润端增速亮眼。整体看,2025 年一季度收入端向好的子板块有医疗研发外包、医院、其他生物制品;利润端向好的有医疗研发外包、医院、原料药、其他生物制品。多个子行业毛利率水平承压,其他生物制品子板块 2024 年净利率增速亮眼。整体看,毛利率水平排名靠前的子行业有其他生物制品、体外诊断、化学制剂、医疗设备等。净利率水平靠前的有血制品、医疗设备、医疗研发外包等。

投资建议: 医药板块 2024 年和 2025 年一季度医药板块营收和归母净利润整体下滑,细分板块业绩分化,多数子行业利润端承压。整体看,2025 年一季度收入端向好的子板块有医疗研发外包、医院、其他生物制品;利润端向好的有医疗研发外包、医院、原料药、其他生物制品。2025 年以来,化学制药板块二级市场表现较好,市场关注度聚焦在创新驱动、国产替代、政策免疫等主线。建议关注:1)“创新+出海+国产替代”创新药主线,在技术壁垒高、技术迭代加速的细分领域选择标的,同时关注企业研发管线进展与商业化兑现能力;2)地缘政治下供应链安全重要性提升,国产高端设备、关键原材料替代机会显著;3)美联储降息周期下,Biotech 融资回暖给 CXO 企业带来订单增长机遇,关注具备全球化产能布局、新兴技术平台企业;4)关注自主可控,行业竞争格局优化的赛道,如血制品、药店、中药等。

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源:聚源,万联证券研究所

相关研究

七部门联合印发《医药工业数智化转型实施方案(2025—2030 年)》,关注 AI+医药
北京、深圳相继发布创新药械全链条支持措施,关注差异化创新等

上海莱士拟收购南岳生物,血制品行业集中度进一步提升

分析师: 黄婧婧

执业证书编号: S0270522030001

电话: 18221003557

邮箱: huangjj@wlzq.com.cn

风险因素：研发进展不达预期风险、成本增加或价格下降带来的利润承压风险等、出口管制风险、行业竞争加剧风险等

正文目录

1 二级市场表现回顾.....	4
1.1 年初至今医药板块跑赢大盘 3.76 个百分点	4
1.2 医药子板块表现分化明显	4
1.3 估值处正常水平	6
2 2024&2025Q1 业绩梳理	7
3 投资建议.....	9
4 风险提示	9

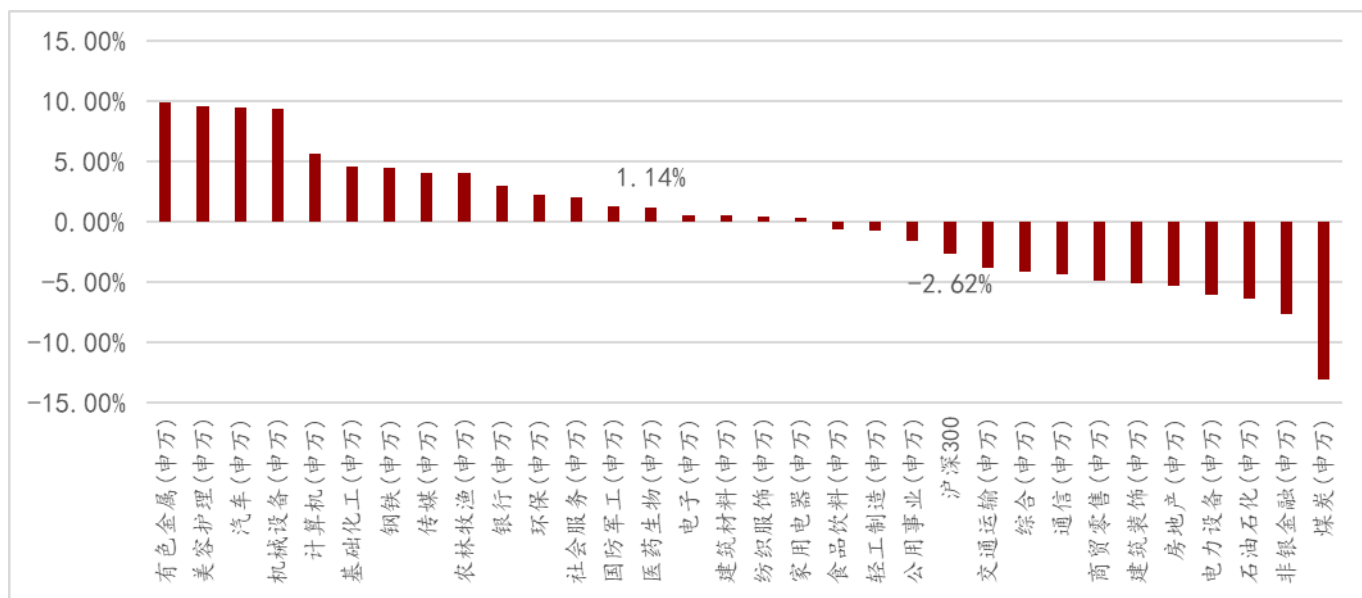
图表 1: 年初至今医药指数涨跌幅在申万一级行业排第 14 名 (涨跌幅): 2025.5.7.4	
图表 2: 年初至今申万医药二级子行业表现 (涨跌幅): 2025.5.7	4
图表 3: 年初至今申万医药三级子行业表现 (涨跌幅): 2025.5.7	5
图表 4: 年初至今医药板块个股涨幅前 20 标的: 2025.5.6	5
图表 5: 年初至今医药板块个股跌幅前 20 标的: 2025.5.6 (包含 ST)	5
图表 6: 年初至今医药板块个股跌幅前 20 标的: 2025.5.6 (剔除 ST)	6
图表 7: 医药板块相对全部 A 股市盈率溢价率 (PE: TTM 整体法估算, 剔除负值)	6
图表 8: 申万医药二级子行业市盈率 (TTM 整体法估算, 剔除负值)	7
图表 9: 申万医药生物板块核心财报数据 (2024&2025Q1): 亿元	7
图表 10: 申万医药三级子行业营业收入和归母净利润增减情况: 亿元 (2024&2025Q1)	8
图表 11: 申万医药三级子行业销售毛利率和净利率增减情况 (2024&2025Q1)	8

1 二级市场表现回顾

1.1 年初至今医药板块跑赢大盘 3.76 个百分点

2025年年初至今，沪深300指数下跌2.62%，申万医药指数上涨1.14%，跑赢沪深300指数3.76个百分点，在申万一级行业中排名第14。

图表1：年初至今医药指数涨跌幅在申万一级行业排第 14 名（涨跌幅）：2025.5.7

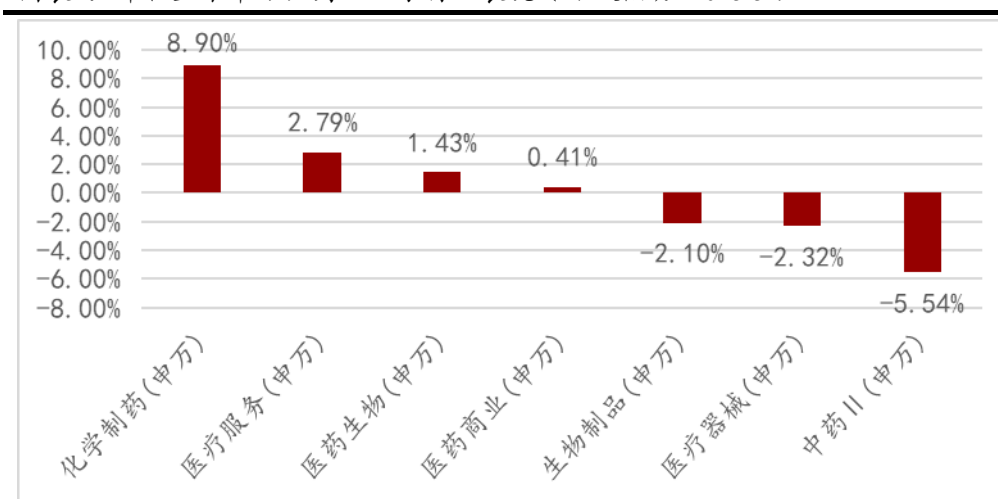


资料来源：wind，万联证券研究所

1.2 医药子板块表现分化明显

年初至今，生物医药板块中表现相对较好的二级子板块为化学制剂(+8.90%)、医疗服务(+2.79%)、医药商业(+0.41%)。

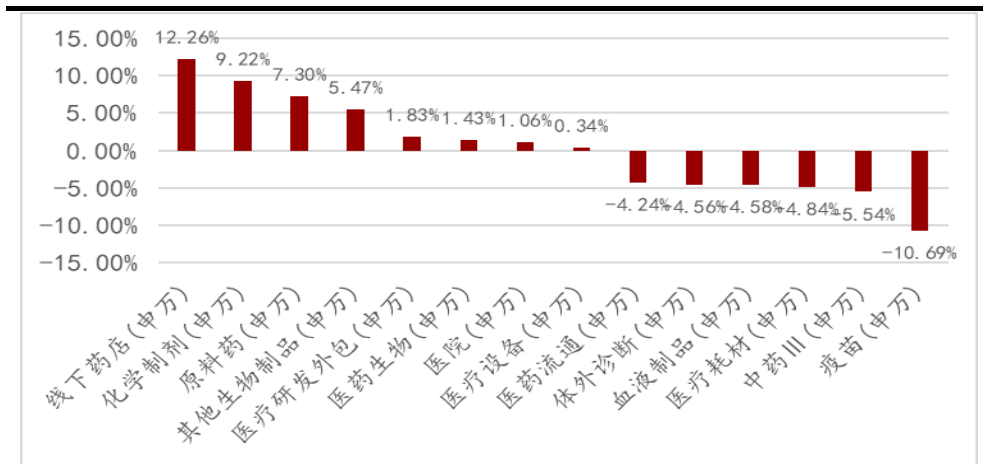
图表2：年初至今申万医药二级子行业表现（涨跌幅）：2025.5.7



资料来源：wind，万联证券研究所

年初至今，生物医药板块中表现相对较好的三级子板块为线下药店(+12.26%)、化学制剂(+9.22%)、原料药(+7.30%)、其他生物制品(+5.47%)。

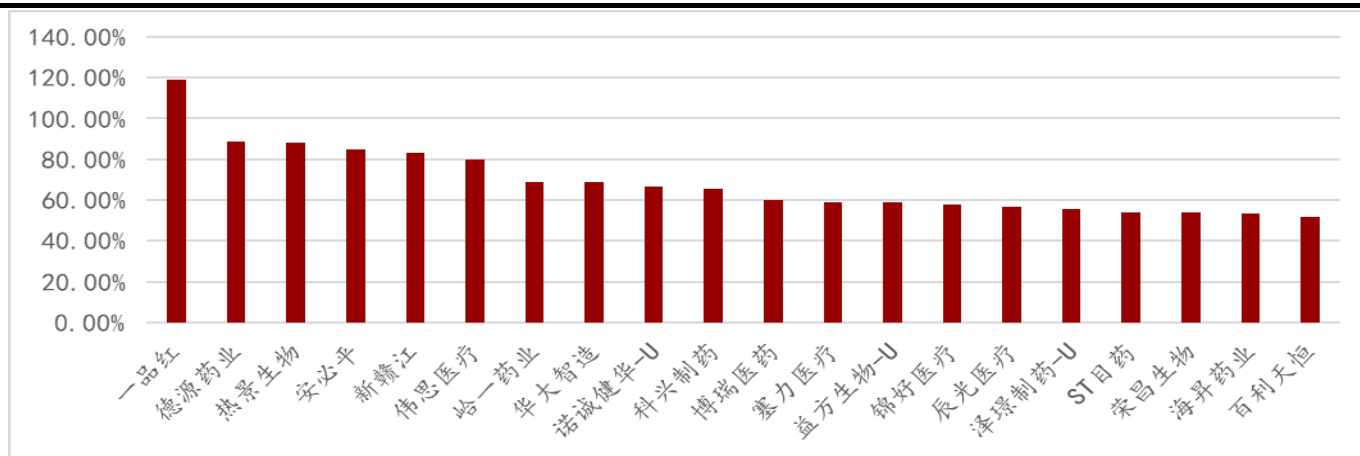
图表3: 年初至今申万医药三级子级行业表现 (涨跌幅): 2025.5.7



资料来源: wind, 万联证券研究所

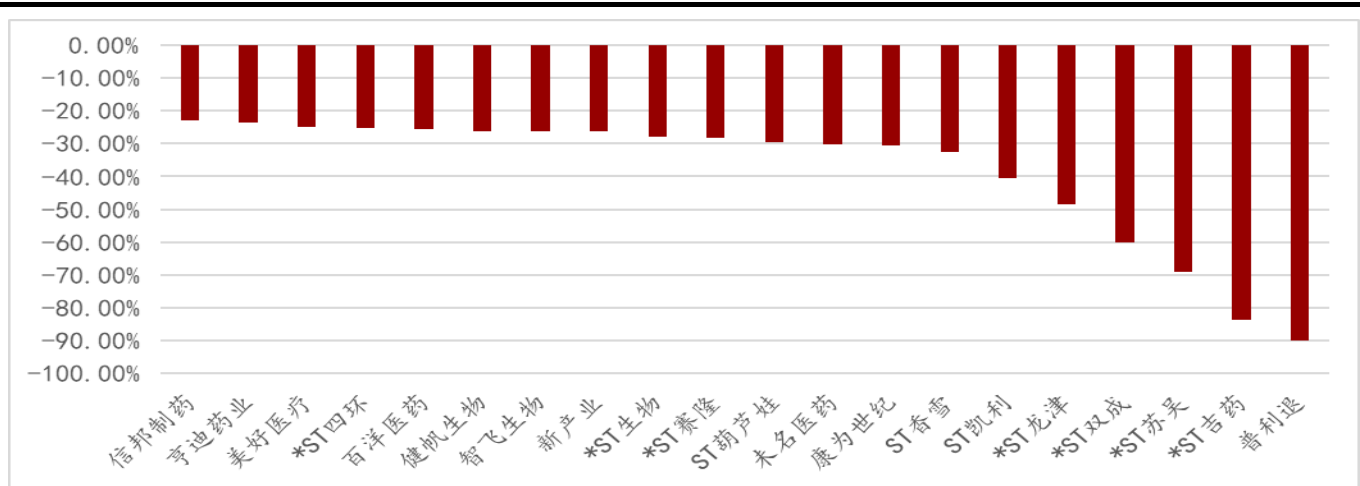
年初至今, 医药板块个股涨幅前5为一品红(+119.05%)、德源药业(+88.81%)、热景生物(+88.02%)、安必平(+84.98%)、新赣江(+83.37%); 医药板块个股(剔除ST)跌幅前5的为普利退(-89.87%)、康为世纪(-30.58%)、未名医药(-30.36%)、新产业(-26.25%)、智飞生物(-26.20%)。

图表4: 年初至今医药板块个股涨幅前 20 标的: 2025.5.6



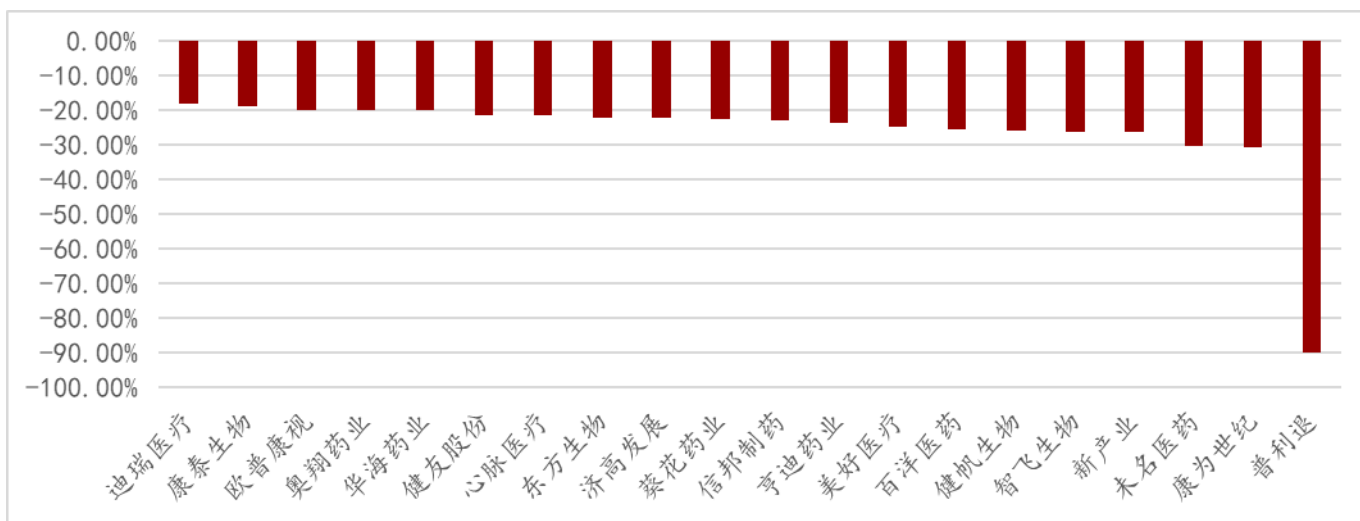
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表5: 年初至今医药板块个股跌幅前 20 标的: 2025.5.6 (包含 ST)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表6: 年初至今医药板块个股跌幅前 20 标的: 2025.5.6 (剔除 ST)

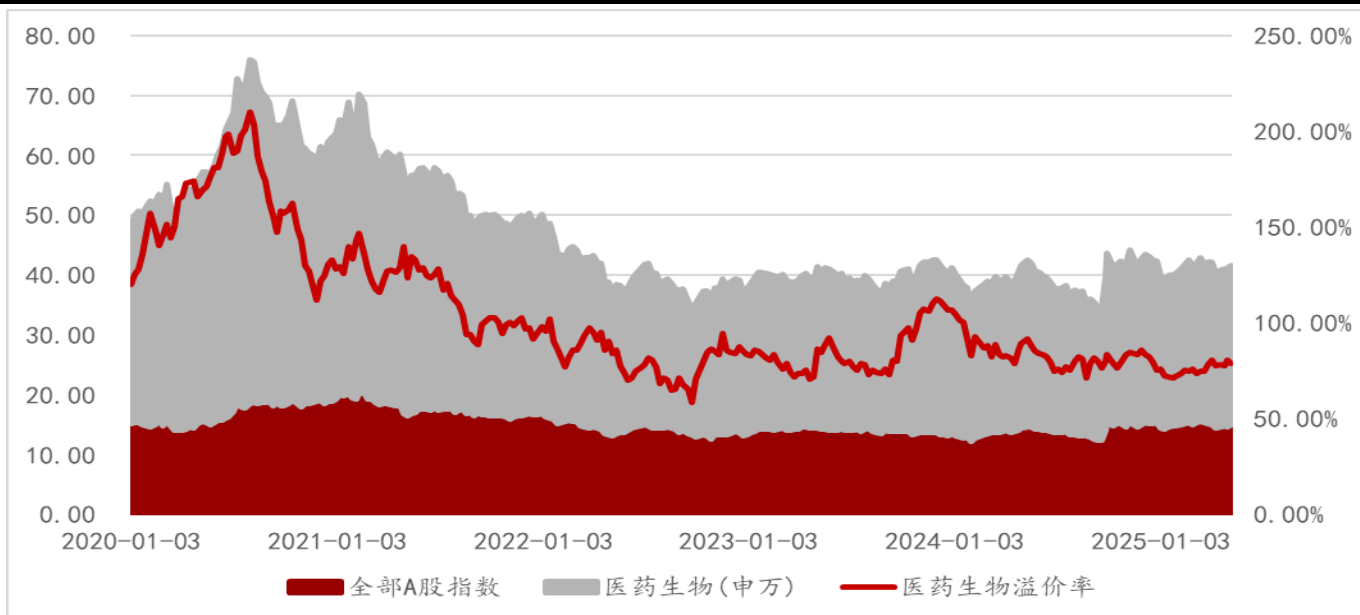


资料来源: wind, 万联证券研究所

1.3 估值处正常水平

2000年以来, 医药板块相对于全部A股的溢价在50%到210%左右之间。截至2025年5月7日, 医药板块相对于全部A股的溢价率为78.56%, 处于正常水平。

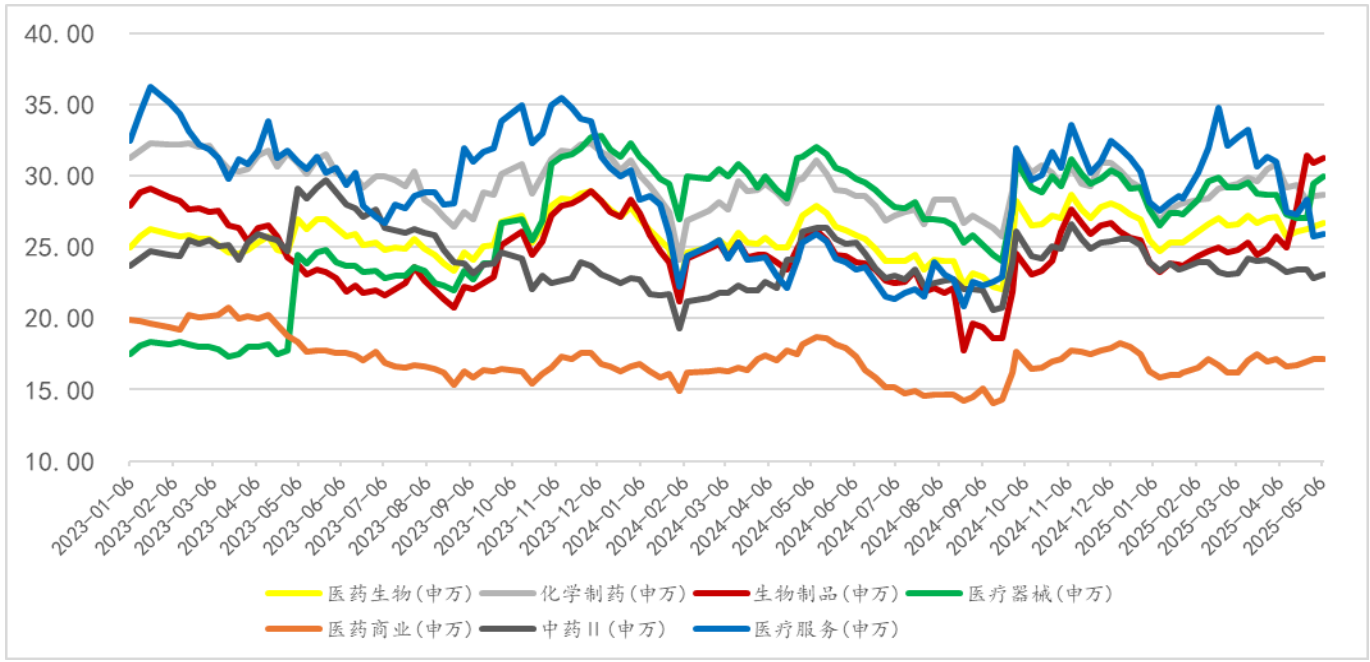
图表7: 医药板块相对全部 A 股市盈率溢价率 (PE: TTM 整体法估算, 剔除负值)



资料来源: wind, 万联证券研究所

截至2025年5月7日, 申万医药二级子行业市盈率水平从高到低依次为生物制品(31.28倍)、医疗器械(29.96倍)、化学制药(28.69倍)、医疗服务(25.92倍)、中药(23.07倍)、医药商业(17.16倍)。

图表8: 申万医药二级子行业市盈率 (TTM 整体法估算, 剔除负值)



资料来源: wind, 万联证券研究所

2 2024&2025Q1 业绩梳理

医药板块2024年和2025年一季度营收增速分别为-1.00%和-4.81%, 归母净利润增速分别为-11.40%和-12.21%。

图表9: 申万医药生物板块核心财报数据 (2024&2025Q1): 亿元

	营业收入				归母净利润			
	2024	yoy	2025Q1	yoy	2024	yoy	2025Q1	yoy
医药生物 (申万)	24,592.05	-1.00%	6,023.16	-4.81%	1,400.41	-11.40%	487.87	-12.21%

	销售毛利率%						销售净利率%					
	2023	2024	同比	2024Q1	2025Q1	同比	2023	2024	同比	2024Q1	2025Q1	同比
医药生物 (申万)	33.06	32.52	-0.54	8.93	31.21	22.28	6.71	6.00	-0.71	8.93	8.55	-0.38

资料来源: wind, 万联证券研究所

多数子行业利润端承压, 医疗研发外包2025Q1利润端增速亮眼

2024年, 申万医药三级子行业中, 营业收入和归母净利润均实现正增长的有医疗耗材、血制品和化学制剂, 收入增速分别为8.44%、3.27%和2.34%, 归母净利润增速分别为20.51%、29.83%和44.20%。另外, 疫苗板块2024年收入端和利润端均出现大幅下滑, 医疗研发外包、医院、原料药、线下药店等利润端下滑明显。

2025Q1, 申万医药三级子行业中, 营业收入和归母净利润均实现正增长的有医疗研发外包、医院、其他生物制品、医疗耗材, 收入增速分别为12.18%、4.24%、7.55%、1.54%, 归母净利润增速分别为75.59%、18.70%、13.08%、1.52%。疫苗板块2025年一季度收入和利润依旧大幅下滑, 医疗研发外包板块利润增速亮眼。

整体看, 2025年一季度收入端向好的子板块有医疗研发外包、医院、其他生物制品; 利润端向好的有医疗研发外包、医院、原料药、其他生物制品。

图表10: 申万医药三级子行业营业收入和归母净利润增减情况: 亿元 (2024&2025Q1)

	营业收入				归母净利润			
	2024	yoy	2025Q1	yoy	2024	yoy	2025Q1	yoy
医疗研发外包(申万)	910.28	-4.85%	225.46	12.18%	134.50	-25.45%	49.98	75.59%
医院(申万)	590.64	0.47%	143.85	4.24%	38.34	-19.92%	11.31	18.70%
原料药(申万)	951.01	1.59%	237.08	-3.90%	61.57	-25.41%	26.12	13.16%
其他生物制品(申万)	518.54	0.49%	129.70	7.55%	44.30	-19.88%	17.83	13.08%
医疗耗材(申万)	880.76	8.44%	214.58	1.54%	100.53	20.51%	31.09	1.52%
医药流通(申万)	9,017.44	0.39%	2,298.15	-1.10%	126.03	-6.77%	41.88	-2.98%
线下药店(申万)	1,162.17	4.86%	296.11	-0.24%	33.17	-31.02%	14.45	-4.60%
中药III(申万)	3,532.89	-4.95%	928.37	-8.15%	283.44	-20.69%	121.68	-4.71%
医疗设备(申万)	1,087.43	-1.10%	253.13	-4.71%	175.94	-17.52%	45.50	-13.50%
体外诊断(申万)	426.49	-4.23%	94.36	-14.34%	48.50	-22.96%	16.44	-19.20%
血液制品(申万)	206.53	3.27%	46.61	1.61%	51.48	29.83%	10.79	-22.36%
化学制剂(申万)	4,460.31	2.34%	1,017.51	-8.57%	275.34	44.20%	97.48	-36.74%
疫苗(申万)	564.38	-37.77%	82.30	-53.29%	44.93	-65.73%	4.18	-80.21%

资料来源: wind, 万联证券研究所

多个子行业毛利率水平承压, 其他生物制品子板块2024年净利率增速亮眼

毛利率方面, 2024年毛利率同比正增长的子行业有体外诊断、化学制剂、血制品、医疗耗材、原料药; 2025年一季度毛利率同比正增长的子行业有其他生物制品、疫苗、医疗研发外包、医院、线下药店。整体看, 毛利率水平排名靠前的子行业有其他生物制品、体外诊断、化学制剂、医疗设备等。

净利率方面, 申万医药三级子行业中, 只有其他生物制品子行业2024年和2025年一季度净利率均实现正增长。2024年净利率同比正增长的子行业有其他生物制品、化学制剂、血制品、医疗耗材; 2025年一季度净利率同比正增长的子行业有其他生物制品、中药、医疗研发外包、医院、原料药。整体看, 净利率水平靠前的有血制品、医疗设备、医疗研发外包等。

图表11: 申万医药三级子行业销售毛利率和净利率增减情况 (2024&2025Q1)

	销售毛利率%						销售净利率%					
	2024Q1	2025Q1	同比	2023	2024	同比	2024Q1	2025Q1	同比	2023	2024	同比
其他生物制品(申万)	78.03	80.96	2.94	80.43	80.20	-0.23	11.15	13.44	2.29	-3.65	8.48	12.13
体外诊断(申万)	62.26	60.96	-1.30	60.90	61.60	0.70	19.54	17.09	-2.45	17.20	10.12	-7.08
化学制剂(申万)	53.03	50.76	-2.27	50.61	53.62	3.01	15.24	10.98	-4.27	6.47	7.03	0.56
医疗设备(申万)	52.11	49.90	-2.21	52.16	50.15	-2.01	19.93	18.25	-1.68	19.48	16.32	-3.16
血液制品(申万)	48.44	43.34	-5.10	46.47	48.25	1.78	34.40	25.22	-9.18	22.76	27.65	4.89
中药III(申万)	43.61	42.38	-1.23	44.10	41.70	-2.40	13.08	13.58	0.50	9.40	8.11	-1.29
医疗耗材(申万)	41.88	41.33	-0.56	40.66	40.83	0.17	14.75	14.70	-0.05	10.47	11.46	0.98
疫苗(申万)	35.05	41.14	6.09	42.32	41.16	-1.16	12.06	5.38	-6.68	14.06	8.93	-5.12
医疗研发外包(申万)	37.27	38.37	1.10	41.25	37.95	-3.30	14.70	21.87	7.17	19.19	14.73	-4.45
医院(申万)	36.61	36.73	0.12	39.86	38.07	-1.79	7.42	8.63	1.21	9.06	7.00	-2.06
线下药店(申万)	34.16	34.18	0.02	34.15	33.93	-0.22	5.61	5.30	-0.31	4.74	3.16	-1.59
原料药(申万)	30.15	29.94	-0.21	29.55	29.78	0.23	9.98	10.33	0.35	7.28	5.94	-1.34
医药流通(申万)	9.62	9.09	-0.53	10.16	9.72	-0.44	2.15	2.11	-0.03	1.82	1.66	-0.16

资料来源: wind, 万联证券研究所

3 投资建议

医药板块2024年和2025年一季度医药板块营收和归母净利润整体下滑,细分板块业绩分化,多数子行业利润端承压。整体看,2025年一季度收入端向好的子板块有医疗研发外包、医院、其他生物制品;利润端向好的有医疗研发外包、医院、原料药、其他生物制品。2025年以来,化学制药板块二级市场表现较好,市场关注度聚焦在创新驱动、国产替代、政策免疫等主线。建议关注:1)“创新+出海+国产替代”创新药主线,在技术壁垒高、技术迭代加速的细分领域选择标的,同时关注企业研发管线进展与商业化兑现能力;2)地缘政治下供应链安全重要性提升,国产高端设备、关键原材料替代机会显著;3)美联储降息周期下,Biotech融资回暖给CXO企业带来订单增长机遇,关注具备全球化产能布局、新兴技术平台企业;4)关注自主可控,行业竞争格局优化的赛道,如血制品、药店、中药等。

4 风险提示

研发进展不达预期风险、成本增加或价格下降带来的利润承压风险等、出口管制风险、行业竞争加剧风险等

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

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登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

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

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场