

医药行业2025年中报总结

持续看好创新药、AI医疗、脑机接口等方向

西南证券研究院
2025年9月

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxy@swsc.com.cn

核心观点

- 我们选取了362家医药上市公司(包含科创板)，2025H1收入总额10845亿元(-2.1%)；归母净利润1036.4亿元(-1.1%)；扣非归母净利润889.05亿元(-9.4%)。主要剔除了在2024-2025H1提取巨额商誉减值损失的企业、ST类、新三板、北交所和2024H1以后上市的公司。2025H1实现收入正增长的公司有157家，占比43%；归母净利润正增长的公司有161家，占比44%。分季度来看，25Q2收入同比下降，归母净利润同比略降。25Q1/Q2单季度实现收入5431/5415亿元(-3.4%/-0.8%)；实现归母净利润515/522亿元(-1.5%/-0.7%)；实现扣非归母净利润463/426亿元(-6.1%/-12.7%)。受政策、宏观环境影响，2025H1业绩有所承压。
- 25年板块分化继续向纵深发展。**A股药品（创新药及制剂）**板块2025H1收入1946亿元(-2.0%)，归母净利润258亿元(+1.2%)，扣非归母净利润242.3亿元(-3.2%)。**医疗器械**2025H1收入968亿元(-5%)，归母净利润186亿元(-16.9%)，业绩有所承压。**CXO**2025H1实现收入448.5亿元(+13.8%)；实现归母净利润113.1亿元(+64.6%)；实现扣非净利润总额78.6亿元(+24.1%)。**原料药**2025H1原料药板块实现收入528.8亿元(基本持平)；实现归母净利润81.6亿元(+19.1%)；扣非归母净利润79.1亿元(+27.0%)。**生命科学上游**2025H1收入39亿元(-1.8%)，归母净利润2.7亿元(-3.6%)，扣非归母净利润1.6亿元(+1.3%)。**医疗服务**2025H1收入总额283亿元(+0.9%)，归母净利润36.4亿元(-10.2%)，扣非归母净利润35.3亿元(-5.5%)。**血制品**剔除华兰生物疫苗业务后，7家血液制品上市公司2025H1年收入总额约为117亿元(-0.3%)，归母净利润总额约27.14亿元(-14.4%)，扣非归母净利润26.18亿元(-10.3%)，若加回资产/信用减值损失，并扣除投资/公允价值变动收益，经调整归母净利润24.30亿元(-10.8%)。**零售药店**2025H1收入总额578亿元(+0.1%)，归母净利润25.5亿元(+0.9%)，扣非归母净利润24.8亿元(+3.5%)。**医药分销**2025H1年收入总额4045.7亿元(+0.9%)，归母净利润88.5亿元(+12.4%)，扣非归母净利润58.3亿元(-21.0%)。**中药**2025H1收入总额1730亿元(-4.8%)，归母净利润220.5亿元(+0.6%)，扣非归母净利润189.7亿元(-8.9%)。**制药装备及耗材**2025H1年收入总额4045.7亿元(+0.9%)，归母净利润88.5亿元(+12.4%)，扣非归母净利润58.3亿元(-21.0%)。**疫苗**2025H1实现收入105亿元(-58.0%)，归母净利润-5亿元(-116.0%)。
- **风险提示**：药品降价预期风险；政策风险；医改政策执行进度低于预期风险；研发失败等风险。

医药行业2025年中报业绩总览——全行业表现

分行业来看：

- **创新药及制剂(85家)**：药品板块2025H1收入1946亿元(-2.0%)，归母净利润258亿元(+1.2%)，扣非归母净利润242.3亿元(-3.2%)。分季度看，板块24Q4/25Q1/25Q2收入分别为953.6/961.8/984.3亿元(2.9%/-2.7%/-1.4%)，归母净利润分别为55.1/126.8/131.7亿元(1.8%/-0.4%/2.9%)。从盈利能力看，2025H1板块毛利率为56%(+1pp)，净利率为15%(+1pp)，四费率为39%(+1pp)，主要系相关药品企业加大研发投入(研发费用率+1pp)。2025Q2板块毛利率56.2%(+0.5pp)，净利率13.4%(+0.6pp)。
- **医疗器械(85家)**：2025H1收入968亿元(-5%)，归母净利润186亿元(-16.9%)，主要受到医保控费DRG、竞争格局等影响，2025H1利润承压。新冠相关标的在2023年已基本完成进行基数消化、商誉计提和减值，相关企业的常规业务发展步入正轨。单季度看，25Q1/Q2单季度收入同比增速分别为-4.5%/-5.5%，归母净利润同比增速分别为-11.8%/-21.4%，医疗器械板块自24Q4起开始承压。业绩端增速放缓主要因1)国内：2024年医院招投标节奏放缓，24Q3开始逐渐恢复正常节奏，叠加设备以旧换新政策逐步落地，医疗设备板块业绩或将兑现在25H2。IVD板块面临集采调价和补税现状，短期业绩承压。2)海外：企业多处于前期投入阶段，费用率偏高，收入规模暂未打开。
- **CXO(19家)**：2025H1实现收入448.5亿元(+13.8%)；实现归母净利润113.1亿元(+64.6%)；实现扣非净利润总额78.6亿元(+24.1%)。分季度看，板块25Q1实现收入211.7亿元(+12.3%)；实现归母净利润48.4亿元(+77.4%)；实现扣非归母净利润增速33.2亿元(+20.4%)。板块25Q2实现收入236.8亿元(+15.3%)；实现归母净利润64.7亿元(+56.2%)；实现扣非归母净利润45.4亿元(+26.9%)。自2024年四季度起，板块收入重回增长轨道、利润快速回升。2025H1板块整体毛利率为39.4%(+2.2pp)、净利率为25.2%(+7.7pp)；销售费用率(2.7%，-0.1pp)、管理费用率(8.8%，-1.4pp)、研发费用率(4.5%，-1.3pp)下降，财务费用率提高(0.8%，+2.9pp)，由收入增长下规模效应放大、部分产能利用率提升、部分赛道/细分市场触底等因素综合导致。
- **原料药(37家)**：2025H1原料药板块实现收入528.8亿元(基本持平)；实现归母净利润81.6亿元(+19.1%)；扣非归母净利润79.1亿元(+27.0%)。分季度看，板块2025Q1实现收入264.6亿元(+2.0%)，归母净利润42.7亿元(+44.0%)，扣非归母净利润40.9亿元(+43.9%)。板块2025Q2实现收入264.2亿元(-2.1%)，归母净利润38.9亿元(基本持平)，扣非归母净利润38.2亿元(+12.9%)。板块收入端稳健，利润端改善。从盈利水平看，原料药板块利润率持续修复，2025年上半年原料药板块毛利率(36.4%，+2.0pp)、净利率(15.0%，+2.3pp)持续修复，管理费用率(6.3%，持平)、销售费用率(5.8%，-0.8pp)，研发费用率(6.3%，+0.4pp)、财务费用率(-0.8%，-0.7pp)。2025Q1实现毛利率36.7%(+2.1pp)、净利率14.7%(+0.3pp)。

医药行业2025年中报业绩总览——全行业表现

分行业来看：

- **生命科学产品及服务(8家)**：2025H1收入39亿元（-1.8%），归母净利润2.7亿元（-3.6%），扣非归母净利润1.6亿元（+1.3%）。收入端受益于需求逐渐恢复、产品品类逐渐拓宽等因素有所增长。利润端下滑主要系费用端持续投放所致。2025Q2下滑幅度有所收窄。从盈利能力看，2025H1板块毛利率为48.4%（+3.3pp），净利率为7%（-0.1pp），四费率为41.8%（+2.8pp）。生命科学试剂行业受益于生物药市场快速扩容、政策支持，市场规模达百亿级别。1）国内生命科学领域资金投入增速迅猛，预计CAGR为18.8%，将从2019年的866亿元增长到2025年的2434亿元。由此将会带动研发端、生产端生命科学试剂行业快速扩容。2）政策导向下，创新是药企发展壮大的必要条件。生命科学试剂行业的卖水人属性突显，有望在行业发展路径中持续受益。3）市场规模全球千亿，国内百亿。根据Frost&Sullivan数据，全球生物科研试剂市场2019年达到175亿美元，预计2024年将达到246亿美元，CAGR为7.1%。中国市场增速较快，预计2024年达到260亿元。
- **医疗服务(13家)**：2025H1收入总额283亿元（+0.9%），归母净利润36.4亿元（-10.2%），扣非归母净利润35.3亿元（-5.5%）。分季度来看，2025Q1/2025Q2收入141.3/141.7亿元（+5.0%/-2.8%），归母净利润18.0/18.4亿元（+4.6%/-21.1%），扣非后归母净利润17.5/17.8亿元（+6.4%/-14.9%）。从盈利能力来看，25Q1/25Q2医疗服务板块的毛利率为43.6%/45.2%，25Q1/25Q2四费率分别为32.1%/27.9%。
- **血制品(7家)**：剔除华兰生物疫苗业务后，7家血液制品上市公司2025H1年收入总额约为117亿元（-0.3%），归母净利润总额约27.14亿元（-14.4%），扣非归母净利润26.18亿元（-10.3%），若加回资产/信用减值损失，并扣除投资/公允价值变动收益，经调整归母净利润24.30亿元（-10.8%）。分季度来看，7家公司（剔除华兰生物疫苗业务）2025Q1/Q2的收入总额分别为55.0/62.1亿元，分别同比增长1.9%/-2.1%，经调整归母净利润分别为12.6/12.7亿元，分别同比增长-5.1%/-12.0%。Q2单季度业绩增速提升，预计主要系医疗机构Q1补库存后进入消化周期、主要品种供应过剩致价格下降、部分公司费用投入加大等因素。

医药行业2025年中报业绩总览——全行业表现

分行业来看：

- **零售药店(8家)**：2025H1收入总额578亿元（+0.1%），归母净利润25.5亿元（+0.9%），扣非归母净利润24.8亿元（+3.5%）。分季度来看，8家公司2024Q3/Q4/2025Q1/Q2收入总额分别为275.1亿元（+19.2%）/309.9亿元（+14.0%）/296.1亿元（+13.8%）/281.6亿元（+15.3%），2024Q3/Q4/2025Q1/Q2归母净利润分别为7.0亿元（-37.12%）/0.8亿元（-87.3%）/14.5亿元（-4.6%）/11.1亿元（+9.1%）。受到行业竞争加剧，新店亏损等因素影响，利润端下滑幅度较大。从盈利能力来看，2025Q2/Q1样本公司整体毛利率为34.4%/34.2%，整体费用率为28.8%/27.2%。
- **医药分销(19家)**：2025H1年收入总额4045.7亿元（+0.9%），归母净利润88.5亿元（+12.4%），扣非归母净利润58.3亿元（-21.0%）。分季度来看，19家公司2025Q1/Q2收入总额分别为2037.8亿元（-0.3%）/2007.9亿元（+2.1%）。行业在政策出清与结构调整中逐步企稳，带量采购扩面、医保支付改革深化及监管趋严持续推动渠道整合，中小型分销商在品种结构调整与资金压力下面临退出，行业集中度有望进一步提升。同时，医疗机构回款周期延长加剧流通企业现金流压力，具备规模优势、融资渠道畅通及运营效率突出的头部企业，更能够在行业洗牌中巩固竞争力、抢占市场份额，长期结构优化逻辑依然清晰。
- **中药(65家)**：2025H1收入总额1730亿元（-4.8%），归母净利润220.5亿元（+0.6%），扣非归母净利润189.7亿元（-8.9%）。分季度来看，2025Q1和2025Q2收入898.4、831.4亿元（-8.6%/-3.4%），归母净利润120/100.6亿元（-4.7%/+7.6%），扣非归母净利润112.7/77.0亿元（-5.44%/-13.5%）。从盈利能力来看，25Q2/25Q1中药板块的毛利率为41.1%/42.1%，我们认为主要是产品结构变化以及中药材价格逐渐回落所致。2025Q2/25Q1四费率分别为29.5%/26.2%。其中销售费用率分别为20.9%/18.9%，销售费用率有所提升。

医药行业2025年中报业绩总览——全行业表现

分行业来看：

- **制药装备及耗材(5家)**：2025H1收入总额56亿元（-3.1%），归母净利润1.48亿元（+38.2%），扣非归母净利润0.75亿元（+30.1%）。分季度来看，5家公司25Q1/Q2的收入总额分别为25.6/30.2亿元，同比-9.1%/+2.7%，行业需求逐季恢复。25Q1/Q2毛利率分别为32.1%/36%，同比-1.3/+4.0pp，毛利率恢复趋势明显。
- **疫苗(11家)**：2025H1疫苗板块实现收入105亿元(-58.0%)，归母净利润-5亿元(-116.0%)。单季度看，2025Q1/Q2单季度收入同比增速分别为-66.6%/-46.3%，归母净利润同比增速分别为-113.7%/-118.7%。收入端来看，2025H1受行业整体+竞争格局日益加剧影响，主要品类如HPV疫苗、流感疫苗等批签发和价格双跌，厂商业绩承压。从盈利能力来看，2025H1板块毛利率为53.6%（+12pp），净利率为-4.9%（-17.8pp），四费率为55.8%（+30.8pp），利润端从24Q4起转亏，主要因板块收入端大幅下滑，以及费用率较高，疫苗板块整体承压。传统品种狂苗与破苗均涉及院内渠道接种，所以受医疗反腐影响，短期发货周期有所递延，主要消化渠道库存为主，随着反腐进入常态化，我们认为此类刚需品种基本面有望改善。国内价格竞争加速背景下，新品类疫苗研发节奏和出海进度将成为疫苗板块2025年主线。

医药行业2025年中报业绩总览——全行业表现

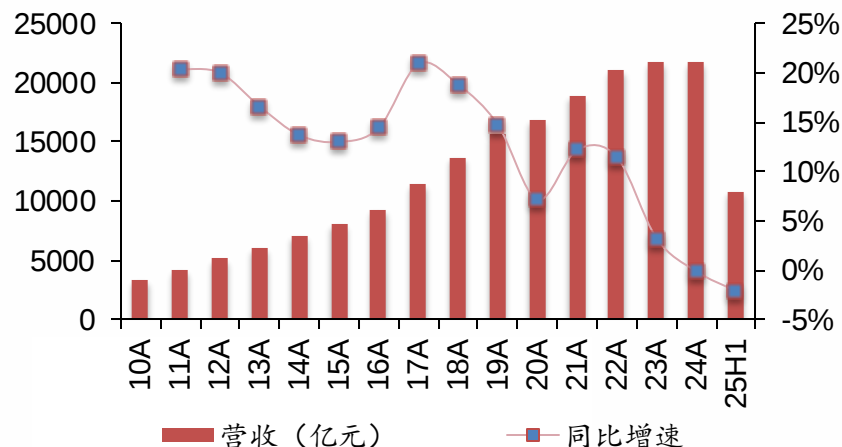
1.1 全行业(包括科创板公司)

- 我们选取了**362家**医药上市公司(包含科创板)，**2025H1**收入总额**10845亿元(-2.1%)**；归母净利润**1036.4亿元(-1.1%)**；扣非归母净利润**889.05亿元(-9.4%)**。
- 主要剔除了在2024-2025H1提取巨额商誉减值损失的企业、ST类、新三板、北交所和2024H1以后上市的公司。
- 2025H1实现收入正增长的公司有165家，占比46%；归母净利润正增长的公司有165家，占比46%。

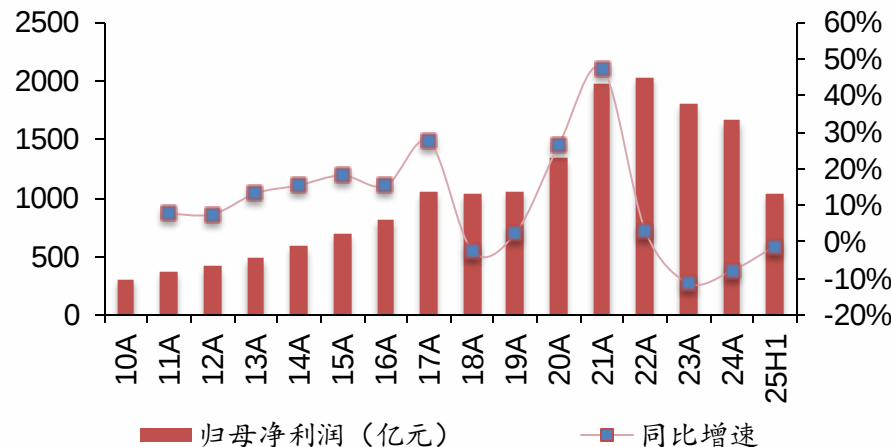
医药行业2025H1业绩速览

收入增速	行业整体	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-2.12%	5	12	165	197
占比		1%	3%	46%	54%
归母净利润增速	行业整体	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-1.12%	56	72	165	197
占比		15%	20%	46%	54%

2010-2025H1医药行业上市公司收入总额及增速



2010-2025H1医药行业上市公司归母净利润总额及增速



医药行业2025年中报业绩总览——全行业表现

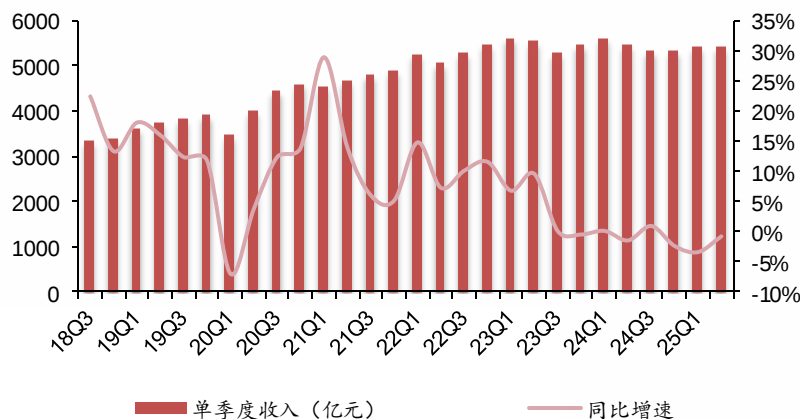
1.1 全行业(包括科创板公司)

分季度来看，25Q2收入同比下降，归母净利润同比略降。25Q1/Q2单季度实现收入5431/5415亿元(-3.4%/-0.8%)；实现归母净利润515/522亿元(-1.5%/-0.7%)；实现扣非归母净利润463/426亿元(-6.1%/-12.7%)。受政策、宏观环境影响，2025H1业绩有所承压。

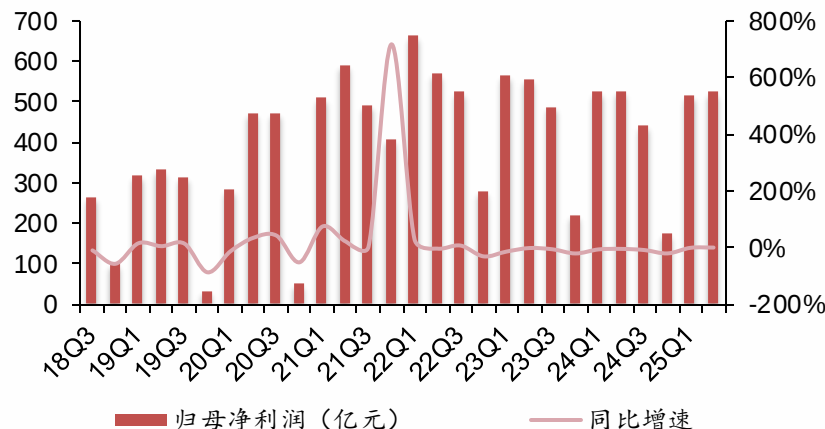
24Q1-25Q2分季度看医药行业整体表现

(亿元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
单季度收入	5621.8	5458.4	5336.5	5329.5	5430.5	5414.8
同比增速	0.1%	-1.5%	0.9%	-2.4%	-3.4%	-0.8%
归母净利润	522.7	525.5	439.8	172.1	514.6	521.7
同比增速	-7.2%	-5.4%	-9.6%	-21.3%	-1.5%	-0.7%
扣非归母净利润	493.3	487.9	402.4	117.8	463.3	425.8
同比增速	-4.9%	-3.1%	-9.9%	-37.7%	-6.1%	-12.7%

18Q3~25Q2单季度医药行业上市公司收入总额及增速



18Q3~25Q2单季度医药行业上市公司归母净利润总额及增速



医药行业2025年中报业绩总览——全行业表现

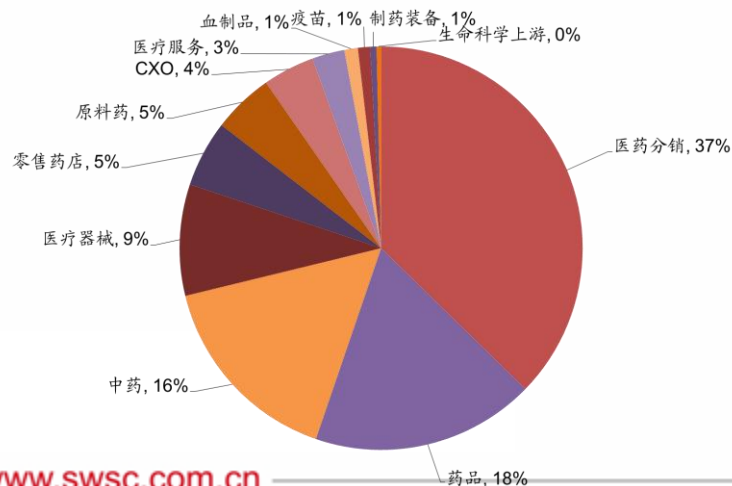
1.1 全行业(包括科创板公司)

- 收入端来看，2025H1子行业中收入占比最大的为医药分销板块，占比高达37%；占比第二、第三的分别为药品板块、中药板块，占比分别为18%、16%。
- 利润端来看，2025H1子行业中利润占比最大的为药品板块，占比高达25%；占比第二、第三的分别为中药、医疗器械板块，占比分别为21%、18%。

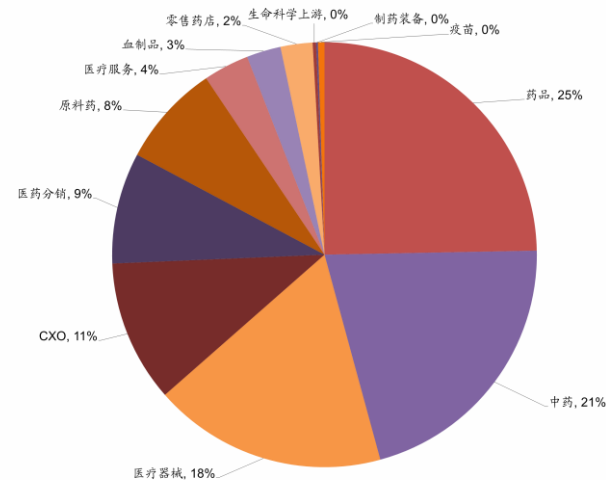
2018-2025H1医药行业整体表现

(亿元)	18A	19A	20A	21A	22A	23A	24A	25H1
全年营收	13,714	15,740	16,864	18,921	21,091	21,773	21,746	10,845
同比增速	18.8%	14.8%	7.1%	12.2%	11.5%	3.2%	-0.1%	-2.1%
归母净利润	1032.60	1057.49	1338.11	1973.16	2031.01	1801.76	1660.01	1036.35
同比增速	-2.5%	2.5%	26.5%	47.5%	2.9%	-11.3%	-7.9%	-1.1%
扣非归母净利润	895.30	864.37	1109.83	1525.50	1872.87	1637.89	1501.51	889.05
同比增速	2.8%	-3.4%	28.4%	37.5%	22.8%	-12.5%	-8.3%	-9.4%

2025H1医药行业子板块收入占全行业比例



2025H1医药行业子板块归母净利润占全行业比例



医药行业2025年中报业绩总览——全行业表现

1.1 全行业(包括科创板公司)

2025H1主要增量贡献：

收入：CXO、医药分销

毛利：CXO、原料药

净利润：CXO、原料药、医药分销

亿元	收入同比额度	毛利润变动	净利润变动
药品	-40.5	-12.7	3.1
CXO	54.5	30.1	44.4
疫苗	-145.3	-48.0	-37.4
医疗器械	-51.0	-51.2	-37.7
血制品	-0.1	-5.6	-4.6
零售药店	0.5	-0.4	0.2
医疗服务	2.6	-2.9	-4.1
医药分销	35.2	-24.1	9.8
原料药	-0.2	10.6	13.1
中药	-88.1	-55.0	1.2
生命科学上游	-0.7	0.9	-0.1
制药装备	-1.8	0.3	0.4
全行业	-234.8	-157.9	-11.8

医药行业2025年中报业绩总览——全行业表现

- **结构分化更加明显。**从收入增速看，2025H1 CXO (+13.8%)、医疗服务(+0.9%)、医疗分销 (+0.9%)、零售药店(+0.1%) 等板块稳健增长。

	收入增速	归母净利润增速	毛利率变动	毛利率水平
	2025H1	2025H1	2025H1	2025H1
CXO	13.8%	64.6%	2.2pp	39.4%
医疗服务	0.9%	-10.2%	-1.5pp	44.4%
医药分销	0.9%	12.4%	-0.7pp	9.1%
零售药店	0.1%	0.9%	-0.1pp	34.3%
原料药	0.0%	19.1%	2.0pp	36.4%
血制品	-0.1%	-14.4%	-4.7pp	44.5%
生命科学上游	-1.8%	-3.6%	3.3pp	48.4%
药品	-2.0%	1.2%	0.5pp	55.6%
制药装备	-3.1%	38.2%	1.5pp	34.2%
中药	-4.8%	0.6%	-1.0pp	41.6%
医疗器械	-5.0%	-16.9%	-2.4pp	52.0%
疫苗	-58.0%	-116.0%	12.0pp	53.6%
全行业	-2.1%	-1.1%	-0.7pp	32.4%

按25H1收入增速排序

医药行业2025年中报业绩总览——全行业表现

- **结构分化更加明显。**从归母净利润增速来看，CXO（+64.6%）、制药装备（+38.2%）、原料药（+19.1%）等板块增速较好。

	收入增速	归母净利润增速	毛利率变动	毛利率水平
	2025H1	2025H1	2025H1	2025H1
CXO	13.8%	64.6%	2.2pp	39.4%
制药装备	-3.1%	38.2%	1.5pp	34.2%
原料药	0.0%	19.1%	2.0pp	36.4%
医药分销	0.9%	12.4%	-0.7pp	9.1%
药品	-2.0%	1.2%	0.5pp	55.6%
零售药店	0.1%	0.9%	-0.1pp	34.3%
中药	-4.8%	0.6%	-1.0pp	41.6%
生命科学上游	-1.8%	-3.6%	3.3pp	48.4%
医疗服务	0.9%	-10.2%	-1.5pp	44.4%
血制品	-0.1%	-14.4%	-4.7pp	44.5%
医疗器械	-5.0%	-16.9%	-2.4pp	52.0%
疫苗	-58.0%	-116.0%	12.0pp	53.6%
全行业	-2.1%	-1.1%	-0.7pp	32.4%

按25H1归母净利润增速排序

医药行业2025年中报业绩总览——全行业表现

- **结构分化更加明显。**从收入增速来看，25Q2 CXO(+15.3%)、制药装备(+2.7%)、医药分销(+2.1%)增速较快。

	收入增速		归母净利润增速		毛利率变动		毛利率水平	
	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2
CXO	12.3%	15.3%	77.4%	56.2%	1.7pp	2.6pp	37.9%	40.7%
制药装备	-9.1%	2.7%	-31.5%	324.4%	-1.3pp	4.0pp	32.1%	36.0%
医药分销	-0.3%	2.1%	-0.7%	25.1%	-0.5pp	-0.9pp	8.9%	9.2%
零售药店	-0.2%	0.4%	-4.6%	9.1%	0.0pp	-0.2pp	34.2%	34.4%
药品	-2.7%	-1.4%	-0.4%	2.9%	0.5pp	0.5pp	55.0%	56.2%
血制品	1.7%	-1.6%	-17.0%	-11.6%	-4.2pp	-5.2pp	45.4%	43.7%
生命科学上游	-2.0%	-1.6%	-3.0%	-4.0%	2.7pp	3.8pp	48.6%	48.2%
中药	-7.5%	-1.8%	-4.6%	7.6%	-1.1pp	-0.9pp	42.1%	41.1%
原料药	2.0%	-2.1%	44.0%	0.0%	1.9pp	2.1pp	36.0%	36.7%
医疗服务	5.0%	-2.8%	4.6%	-21.1%	-1.0pp	-1.8pp	43.6%	45.2%
医疗器械	-4.5%	-5.5%	-11.8%	-21.4%	-1.6pp	-3.2pp	52.4%	51.6%
疫苗	-66.6%	-46.3%	-113.7%	-118.7%	16.6pp	6.0pp	54.1%	53.2%
全行业	-3.4%	-0.8%	-1.5%	-0.7%	-0.5pp	-1.0pp	32.1%	32.7%

按25Q2收入增速排序

医药行业2025年中报业绩总览——全行业表现

- **结构分化更加明显。**从归母净利润增速来看，25Q2 制药装备（+324.4%）、CXO(+56.2%)、医药分销（+25.1%）增速较快。

	收入增速		归母净利润增速		毛利率变动		毛利率水平	
	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2
制药装备	-9.1%	2.7%	-31.5%	324.4%	-1.3pp	4.0pp	32.1%	36.0%
CXO	12.3%	15.3%	77.4%	56.2%	1.7pp	2.6pp	37.9%	40.7%
医药分销	-0.3%	2.1%	-0.7%	25.1%	-0.5pp	-0.9pp	8.9%	9.2%
零售药店	-0.2%	0.4%	-4.6%	9.1%	0.0pp	-0.2pp	34.2%	34.4%
中药	-7.5%	-1.8%	-4.6%	7.6%	-1.1pp	-0.9pp	42.1%	41.1%
药品	-2.7%	-1.4%	-0.4%	2.9%	0.5pp	0.5pp	55.0%	56.2%
原料药	2.0%	-2.1%	44.0%	0.0%	1.9pp	2.1pp	36.0%	36.7%
生命科学上游	-2.0%	-1.6%	-3.0%	-4.0%	2.7pp	3.8pp	48.6%	48.2%
血制品	1.7%	-1.6%	-17.0%	-11.6%	-4.2pp	-5.2pp	45.4%	43.7%
医疗服务	5.0%	-2.8%	4.6%	-21.1%	-1.0pp	-1.8pp	43.6%	45.2%
医疗器械	-4.5%	-5.5%	-11.8%	-21.4%	-1.6pp	-3.2pp	52.4%	51.6%
疫苗	-66.6%	-46.3%	-113.7%	-118.7%	16.6pp	6.0pp	54.1%	53.2%
全行业	-3.4%	-0.8%	-1.5%	-0.7%	-0.5pp	-1.0pp	32.1%	32.7%

按25Q2归母净利润增速排序

医药行业2025年中报业绩总览——全行业表现

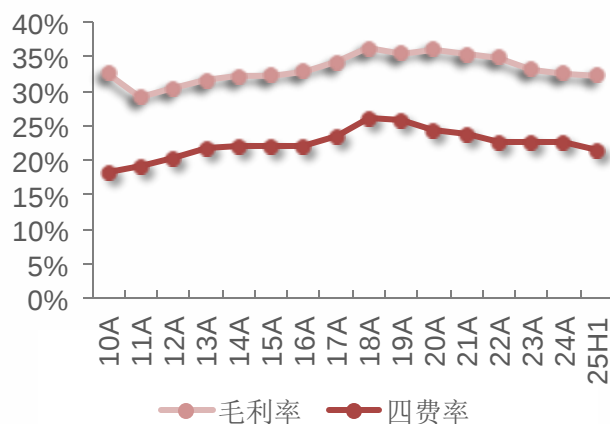
■ 全行业盈利分析：2025H1四费率基本持平

2025H1累计收入同比下降2.1%，毛利同比下降4.3%，归母净利润同比下降约1.1%。

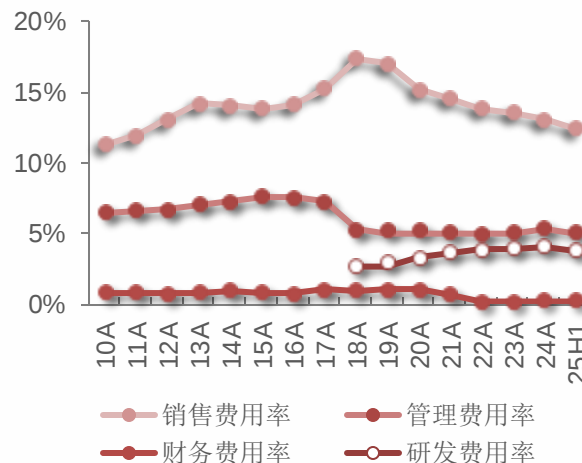
- 销售费用率12%，同比降低0.3pp。
- 管理费用率5%，同比增加0.2pp。
- 财务费用率0%，同比增加0.2pp。
- 研发费用率4%，同比增加0.0pp。

医药行业整体	25H1yoy	25H1增加额 (亿元)	对应费用率	费用率+-pp
营业收入	-2.1%	-235		
毛利润	-4.3%	-158		
归母净利润	-1.1%	-12		
销售费用	-4.4%	-62	12%	-0.3
管理费用	1.2%	6	5%	0.2
财务费用	137.7%	18	0%	0.2
研发费用	-1.2%	-5	4%	0.0

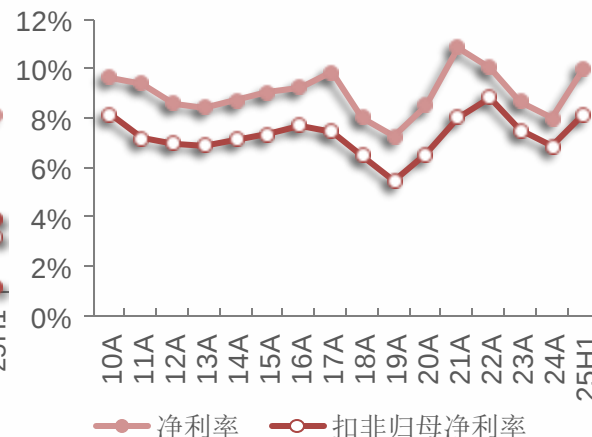
2010年-2025H1医药行业上市公司
毛利率及四费率



2010年- 2025H1医药上市公司
费用率



2010年- 2025H1医药行业上市公司
净利率及扣非净利率



医药行业2025年中报业绩总览——全行业表现

2025H1销售费用率同比减少，研发费用率保持平稳

- 2025H1全行业**销售费用**同比减少62.5亿元，主要受**中药、药品、医药分销**板块带动，总销售费用率同比减少0.3pp。
- 2025H1全行业**研发费用**同比减少4.9亿元，总研发费用率同比不变。疫苗、药品和原料药板块研发费用率上升较多；CXO、制药装备、血制品研发费用率下降较多

销售费用	费用率		费用率同比变动		绝对值（亿元）		绝对值同比增加	
	2025H1	25Q2	2025H1	25Q2	2025H1	25Q2	2025H1	25Q2
药品	22.9%	23.4%	-0.2pp	0.3pp	446.5	230.0	-12.4	-0.5
CXO	2.7%	2.7%	-0.1pp	-0.1pp	12.0	6.4	1.0	0.4
疫苗	28.5%	30.6%	15.7pp	14.0pp	30.0	17.6	-2.0	-0.2
医疗器械	15.7%	16.1%	0.4pp	0.6pp	151.8	79.8	-4.1	-1.6
血制品	5.8%	6.1%	-0.9pp	-1.1pp	6.8	3.8	-1.0	-0.7
零售药店	23.2%	24.0%	-0.3pp	-0.6pp	134.0	67.5	-1.7	-1.5
医疗服务	12.1%	12.4%	-0.9pp	-1.2pp	34.2	17.5	-2.2	-2.3
医药分销	3.5%	3.7%	-0.1pp	0.0pp	142.1	75.2	-4.5	1.1
原料药	5.8%	6.0%	-0.8pp	-0.2pp	30.8	15.9	-4.4	-1.0
中药	19.8%	20.9%	-0.8pp	0.2pp	343.2	174.0	-31.5	-1.7
生命科学上游	17.5%	17.1%	1.1pp	1.4pp	6.8	3.5	0.3	0.1
制药装备	9.6%	9.7%	0.2pp	-0.2pp	5.4	2.9	-0.1	0.0
全行业	12.4%	12.8%	-0.3pp	0.0pp	1343.6	694.1	-62.5	-7.6

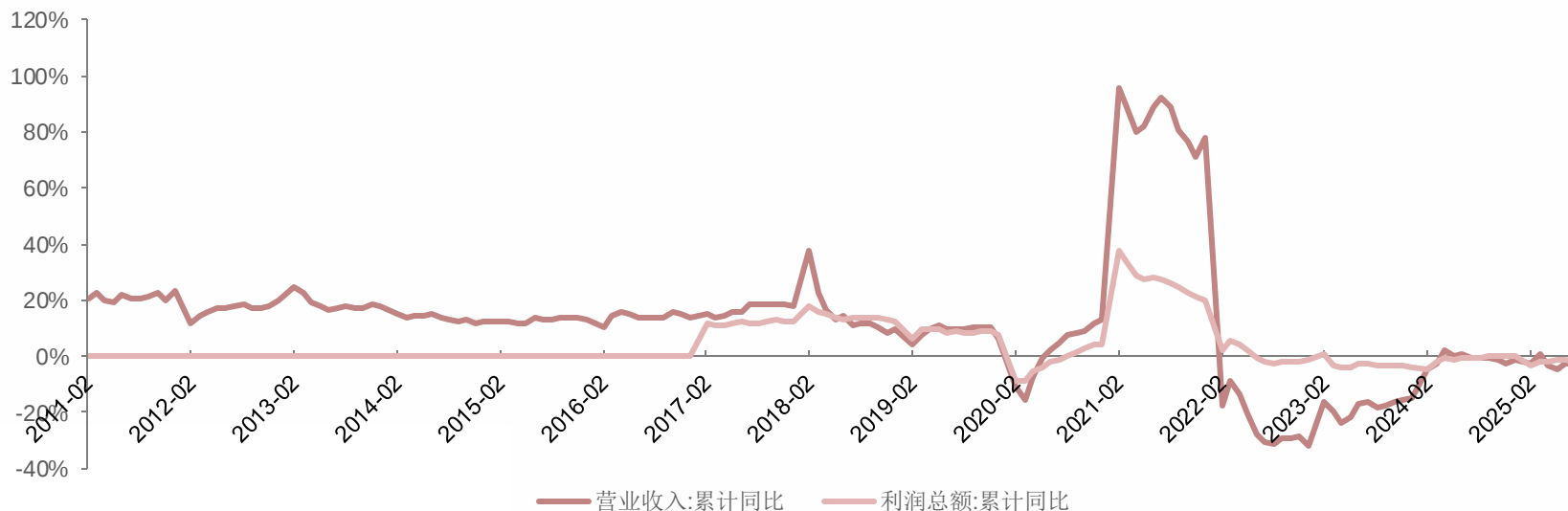
研发费用	费用率		费用率同比变动		绝对值（亿元）		绝对值同比增加	
	2025H1	25Q2	2025H1	25Q2	2025H1	25Q2	2025H1	25Q2
药品	8.5%	8.9%	0.5pp	0.2pp	165.9	87.6	7.1	1.1
CXO	4.5%	4.5%	-1.3pp	-1.3pp	20.3	10.6	-2.6	-1.3
疫苗	16.1%	15.6%	7.8pp	5.0pp	17.0	9.0	-3.7	-2.4
医疗器械	9.4%	9.4%	0.2pp	0.4pp	91.4	46.7	-2.6	-0.5
血制品	3.5%	3.7%	-0.2pp	0.2pp	4.1	2.3	-0.3	0.1
零售药店	0.2%	0.2%	0.1pp	0.1pp	1.0	0.7	0.3	0.3
医疗服务	1.9%	2.0%	0.0pp	0.2pp	5.4	2.9	0.1	0.2
医药分销	0.3%	0.3%	0.0pp	-0.1pp	12.9	6.4	-1.3	-1.2
原料药	6.3%	6.4%	0.4pp	0.3pp	33.3	16.8	1.9	0.1
中药	2.4%	2.6%	-0.1pp	-0.1pp	41.6	21.8	-3.4	-1.5
生命科学上游	12.5%	11.8%	0.3pp	0.4pp	4.8	2.4	0.0	0.0
制药装备	9.6%	9.5%	-0.5pp	-0.7pp	5.4	2.9	-0.5	-0.1
全行业	3.7%	3.9%	0.0pp	-0.1pp	403.2	210.1	-4.9	-4.7

医药行业2025年中报业绩总览——全行业表现

1.2 医药工业运行情况：医药行业累计利润总额持续回暖，医药制造业稳健恢复中

- **国家统计局规模以上医药制造业数据**：2025年1-7月全国规模以上医药制造业实现营业收入14010.7亿元，同比下降1.7%。受集采、国谈和医药反腐相关政策的阶段性影响，随着反腐影响逐步消除，后续医药制造业同比增速有望提升。
- **西南观点**：医药工业整体增速在国家医保局成立背景下，随着带量采购执行，行业格局变化在即。结构上分化愈加明显，创新药、创新器械等成为行业主要增长动力。2025年下半年我们预计医药工业整体增速将有望回暖。

医药工业收入及利润累计同比增速（统计局）

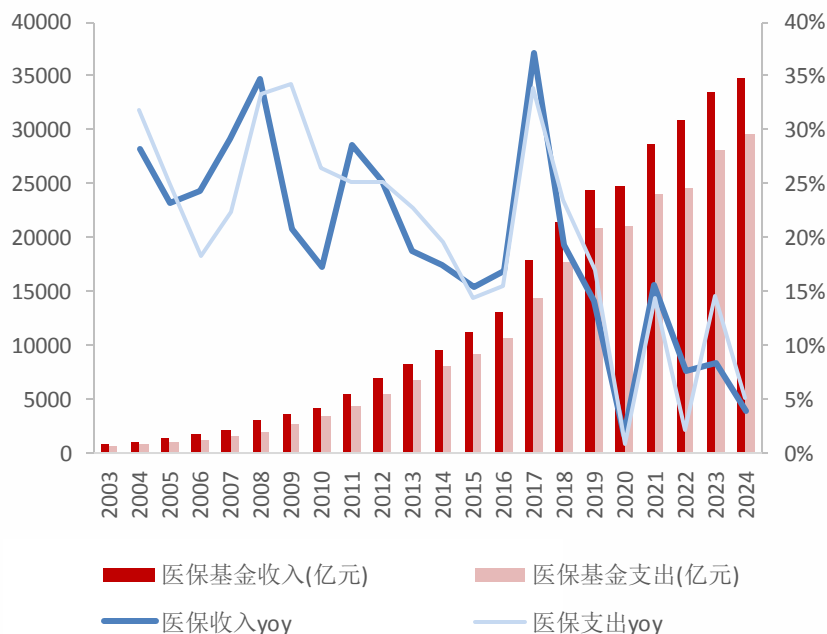


医药行业2025年中报业绩总览——全行业表现

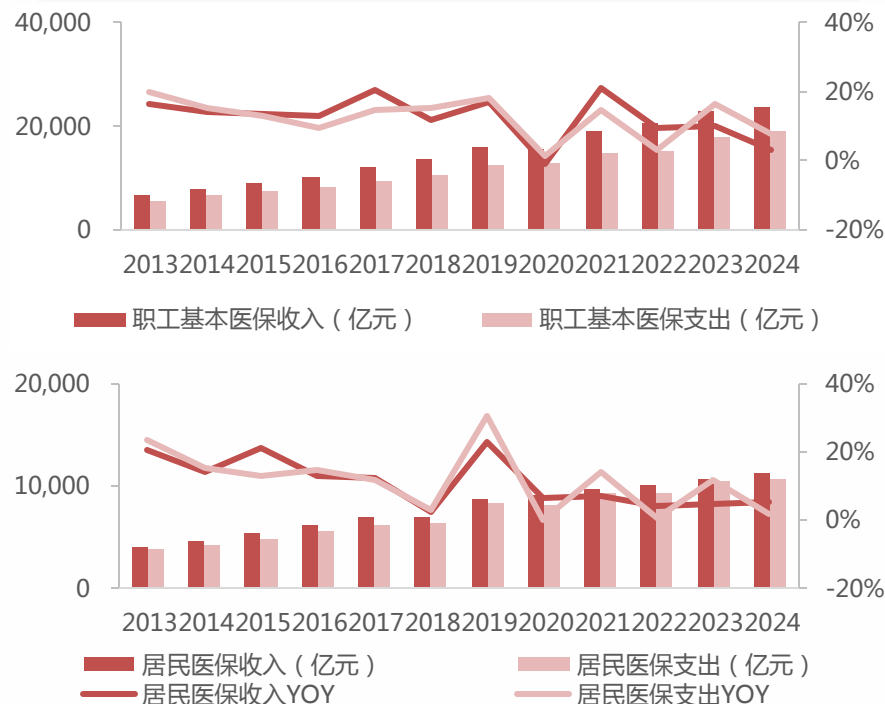
1.3 医保基金情况：2024年当期结余增速连续两年告负，医保控费刻不容缓

- **医保基金收支数据**：医保基金收入从2003年的890亿元增长至2024年的34810亿元，2024年增速为3.9%，CAGR达19.1%；医保基金支出从2009年的653.9亿元增长至2024年的29676亿元，2024年增速为5.2%，CAGR达19.9%，医保基金支出增速高于收入增速。
- **医保统筹基金及城乡居民医保**：2024年职工医保基金收入23671.6亿元，职工医保基金支出19056.6亿元；城乡居民医保基金收入11138.36亿元，城乡居民医保基金支出10619.38亿元。2025年1-7月医保统筹基金收入为16846.62亿元（+6.5%），其中职工10502.35亿元，城乡居民6344.27亿元；统筹医保基金支出为13696.93亿元（-1.0%），其中职工7761.65亿元（含生育保险），城乡5935.27亿元。

2003-2024年医保收支及增速



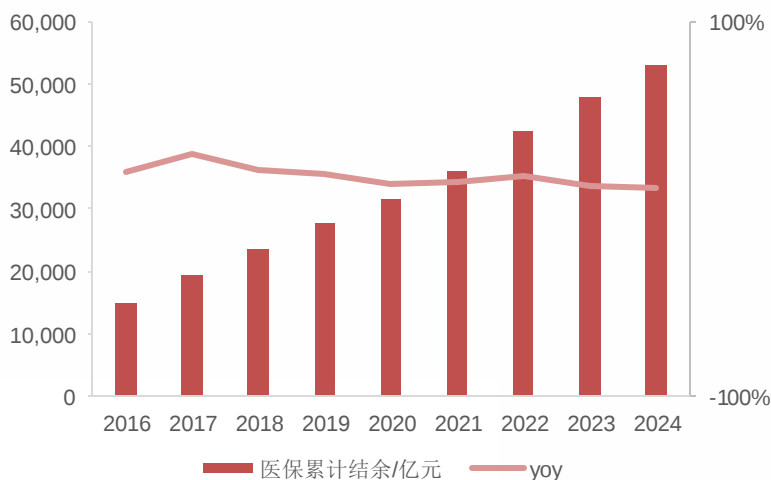
2013-2024年职工/城乡居民医保收支及增速



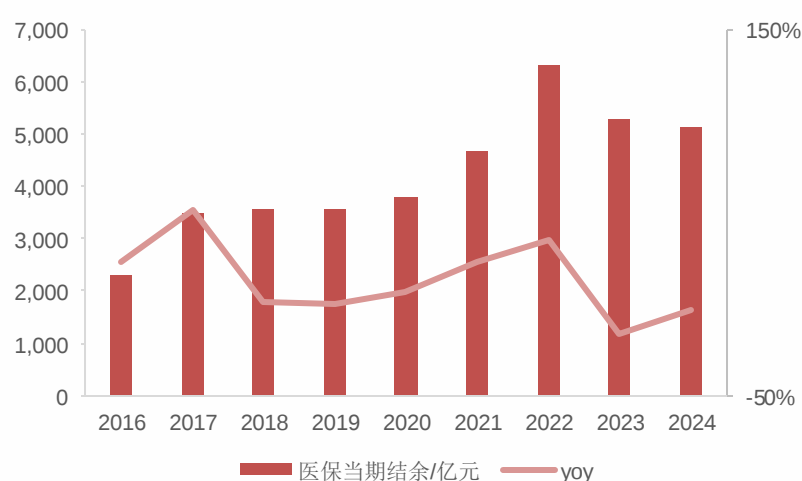
医药行业2025年中报业绩总览——全行业表现

- **累计结余增速放缓，医保基金承压。** 2009年以来医保基金结余持续增长，从2009年的4275.9亿元，增长到2023年的53067亿元，2024年增速为10.7%。2017年后医保并轨，新农合与城镇居民医保进行整合，医保基金收入、支出、累计结余增速均提升。2018-2020年医保基金累计结余增速下滑，2018、2019两年当期结余增速几乎为0，2024年累计结余增速下滑至2009年以来最低点，我们认为仍与老龄化趋势加剧、医保覆盖范围扩大相关。
- **2024年当期结余增速连续两年告负，医保控费刻不容缓。** 2018-2019年，我国医保当期结余增速下滑至接近于0，医保控费问题成为首要解决的问题之一。自医保局成立，“带量采购”等政策成功推行为医保基金创造更多结余，2020-2022年当期结余增速逐年提高至超30%。2024年，当期结余5134.0亿元（-3%），2023/2024年档期结余连续两年告负，基金总收入增速3.9%，而总支出增速达5.2%，主要原因可能是疫后医疗需求明显复苏。

2016-2024年医保基金累计结余及增速



2016-2024年医保基金当期结余及增速



药品板块2025年中报总结

- **药品板块2025H1业绩稳健。**药品板块 (85家样本公司) 2025H1收入1946亿元(-2.0%)，归母净利润258亿元(+1.2%)，扣非归母净利润242.3亿元(-3.2%)。分季度看，板块24Q4/25Q1/25Q2收入分别为953.6/961.8/984.3亿元(2.9%/-2.7%/-1.4%)，归母净利润分别为55.1/126.8/131.7亿元(1.8%/-0.4%/2.9%)。从盈利能力看，2025H1板块毛利率为56%(+1pp)，净利率为15%(+1pp)，四费率为39%(+1pp)，主要系相关药品企业加大研发投入 (研发费用率+1pp)。2025Q2板块毛利率56.2%(+0.5pp)，净利率13.4%(+0.6pp)。
- **关注BD授权、研发/商业化推进、政策支持下的创新药成长主线：**
 - 1) **BD火热，授权出海带来新增量。**2025年上半年中国创新药BD出海交易超50起，总金额超480亿美元，态势火热。目前授权总金额超过20亿美金的国产创新药项目已超15款。ADC产品、双抗/多抗产品、GLP-1RA等方向颇受关注。BD授权是本土创新药研发实力与潜在商业价值的直接体现，BD的将为企业直接带来增量价值、并加速其全球化进程。
 - 2) **国产新药研发/商业化倍道而进，把握临床数据读出/研发进展和商业化关键节点。**2025年上半年多个国产创新药大品种核心适应症临床数据读出 (如信达生物IBI363 (PD-1/IL-2) 治疗黑色素瘤和非小细胞肺癌ORR和mPFS数据亮眼、云顶新耀EVER001治疗膜性肾病UPCR数据亮眼)、多个核心品种获批上市/实现新市场商业化 (如长春高新伏欣奇拜单抗6月30日获批上市、亿帆医药亿立舒于二季度实现美国发货)，市场对相应管线的价值预期产生重大变化从而推动股价上涨。持续关注创新药临床结果/进展、准入结果/进展。
 - 3) **政策支持创新药长期发展，商保创新药目录落地在即、支付端有望改善。**2025年3月，《政府工作报告中》首次提出“健全药品价格形成机制，制定创新药目录，支持创新药和医疗器械发展”。2025年7月，国家医保局、国家卫生健康委发布关于印发《支持创新药高质量发展的若干措施》的通知，出台5大类政策助力创新药产业健康发展。7月，国家医保局发出《2025年国家基本医疗保险、生育保险和工伤保险药品目录及商业健康保险创新药品目录调整工作方案》，新增商业医保创新药目录有关内容，预计商保目录于今年与基本医保目录同步落地，持续关注创新药支付端的改善趋势。
- **相关标的：**结合临床价值为导向、以患者为中心的药物治疗，把握“研发进展、商业化放量、国际化/license out”等方向，相关A股上市公司包括：1) 创新药龙头：恒瑞医药，百济神州，华东医药，科伦药业，百利天恒等；2) 转型创新：通化东宝，亿帆医药，甘李药业，康辰药业，康弘药业，长春高新，恩华药业，京新药业，特宝生物等；3) Biotech：首药控股，贝达药业，迪哲医药，泽璟制药，智翔金泰等。
- **港股标的：**1) 创新药龙头：百济神州、信达生物，康方生物，科伦博泰等；2) Biotech：和黄医药，亚盛医药，云顶新耀，君实生物，基石药业、歌礼制药、诺诚健华，再鼎医药，荣昌生物，康诺亚等；3) 转型创新：先声药业，康哲药业等。
- **风险提示：**药品研发不及预期的风险、商业化不及预期的风险、医药行业政策变化的风险等。

药品板块2025年中报总结

- 药品板块2025H1收入1946亿元(-2.0%)，归母净利润258亿元(+1.2%)，扣非归母净利润242.3亿元(-3.2%)。分季度看，板块24Q4/25Q1/25Q2收入分别为953.6/961.8/984.3亿元(2.9%/-2.7%/-1.4%)，归母净利润分别为55.1/126.8/131.7亿元(1.8%/-0.4%/2.9%)。
- 从盈利能力看，2025H1板块毛利率为56%(+1pp)，净利率为15%(+1pp)，四费率为39%(+1pp)，主要系相关药品企业加大研发投入（研发费用率+1pp）。2025Q2板块毛利率56.2%(+0.5pp)，净利率13.4%(+0.6pp)。随着集采、国谈等“政策底”显现，外部环境变化导致企业各项费用呈下降趋势，降本增效成为企业经营主旋律，净利率自25Q1以来呈上升趋势。

药品板块23Q4-25Q2业绩速览

(亿元)	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
营收	926.9	988.0	998.6	958.6	953.6	961.8	984.3
同比增速	-4.8%	1.6%	2.7%	3.3%	2.9%	-2.7%	-1.4%
归母净利润	54.1	127.3	128.0	115.3	55.1	126.8	131.7
同比增速	-30.2%	9.6%	12.6%	6.7%	1.8%	-0.4%	2.9%

药品板块23Q4-25Q2盈利能力指标概览

	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
毛利率	54.9%	54.6%	55.7%	55.0%	54.4%	55.0%	56.2%
净利率	5.8%	12.9%	12.8%	12.0%	5.8%	13.2%	13.4%
销售费用率	25.6%	23.1%	23.1%	23.2%	24.3%	22.5%	23.4%
管理费用率	8.7%	7.3%	7.3%	8.0%	8.5%	7.6%	7.7%
财务费用率	0.2%	0.0%	0.0%	0.7%	-0.2%	0.2%	0.2%
研发费用率	10.1%	7.3%	8.7%	8.4%	10.7%	8.1%	8.9%

药品板块2025年中报总结

药品板块

- **分季度看**，85家药品板块公司2025H1收入总额增速为-2.0%、归母净利润总额增速为1.2%。归母净利润增速为正，收入增速为负，主要系24Q4起外部环境变化导致药品企业费用呈下降趋势，降本增效成为主旋律。
- **从盈利水平看**，25Q1、Q2销售费用率同比分别下降0.6pp和上升0.3pp，板块整体盈利能力稳中有升，Q1、Q2毛利率为55.0%(+0.5pp)、56.2%(+0.5pp)；研发和管理费用率小幅提升情况下，净利率分别为13.2%(+0.3pp)、13.4%(+0.6pp)。

药品板块2020-25H1关键财务数据（累计）

	20A	21A	22A	23A	24A	25H1
营收（亿元）	3,221	3,441	3,710	3,681	3,899	1,946
同比增速	-1.4%	6.8%	7.8%	-0.8%	5.9%	-2.0%
归母净利润（亿元）	314.54	331.82	390.06	373.76	425.75	258.48
同比增速	11.4%	5.5%	17.6%	-4.2%	13.9%	1.2%
毛利率	58%	55%	54%	54%	55%	56%
净利率	11%	10%	11%	11%	12%	15%
销售费用率	29%	28%	26.2%	24.7%	23.4%	23%
管理费用率	8%	7%	7.3%	7.6%	7.8%	8%
财务费用率	1%	1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
研发费用率	7%	8%	8.3%	8.6%	8.8%	9%

药品板块2025H1业绩速览

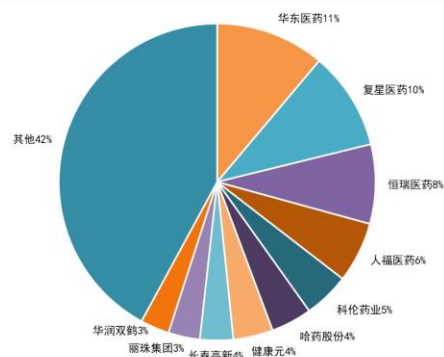
收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-2.04%	3	6	33	52
占比		4%	7%	39%	61%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	1.23%	13	20	44	41
占比		15%	24%	52%	48%

药品板块2025年中报总结

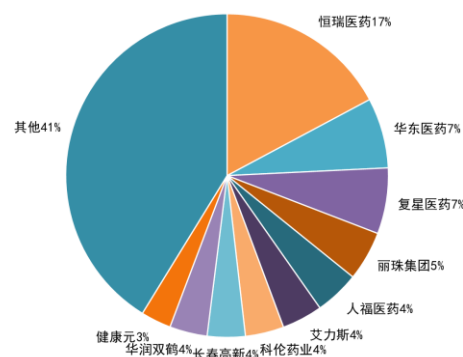
药品板块

- **收入贡献前二十企业**的收入占比约为75.2%，前十企业占比约为57.9%，华东医药、复星医药、恒瑞医药、人福医药、科伦药业、哈药股份、健康元、长春高新、丽珠集团、华润双鹤等贡献最高。
- **净利润贡献前二十企业**的净利润占比约为79.0%，前十企业占比约为57.9%，恒瑞医药、华东医药、复星医药、丽珠集团、人福医药、艾力斯、科伦药业、长春高新、华润双鹤、健康元、康弘药业等贡献最高。

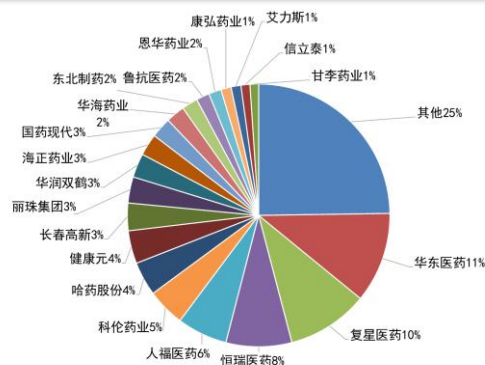
2025H1收入前十占比



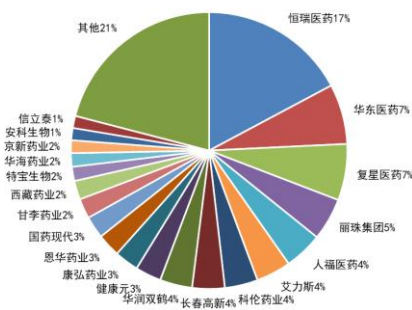
2025H1归母净利润前十占比



2025H1收入前二十占比



2025H1归母净利润前二十占比

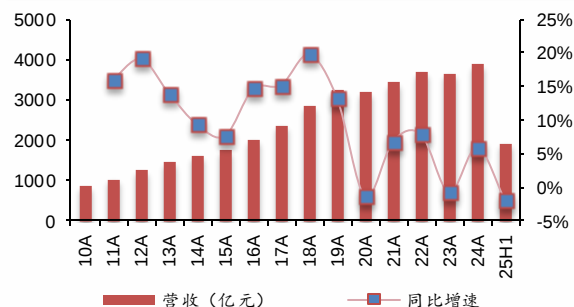


药品板块2025年中报总结

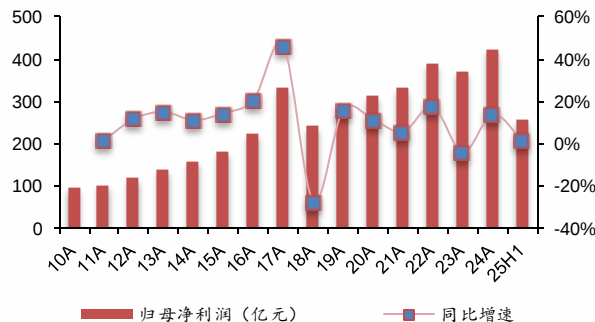
累计表现

- 药品板块2025H1收入1946亿元(-2.0%)，归母净利润258.48亿元(+1.2%)，扣非归母净利润234.9亿元(-3.2%)，四费率为39%(+1pp)，销售费用率23%(+0pp)，管理费用率8%(+1pp)，研发费用率9%(+1pp)。

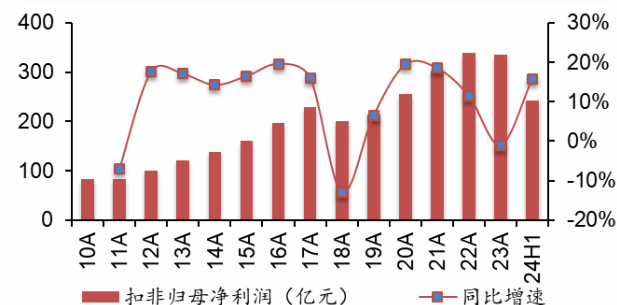
2010~25H1收入及增速



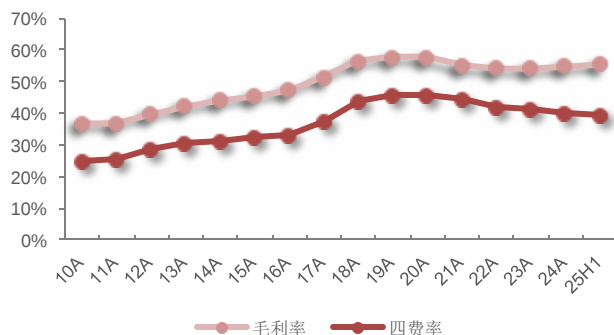
2010~25H1归母净利润及增速



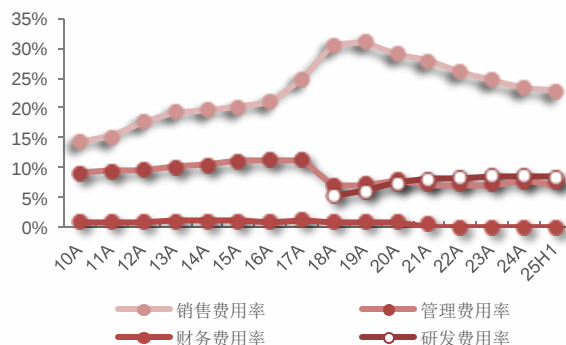
2010~25H1扣非归母净利润及增速



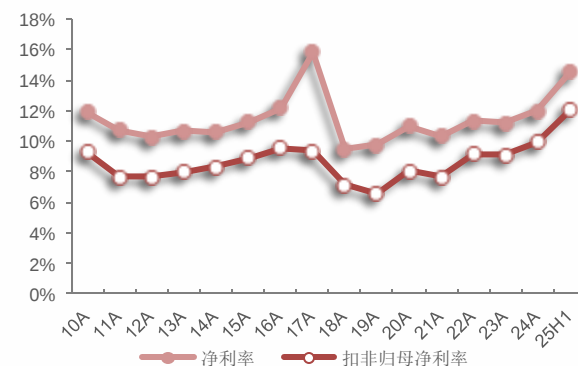
2010~25H1毛利率与四费率变化趋势



2010~25H1期间费用率变化趋势



2010~25H1净利率变化趋势

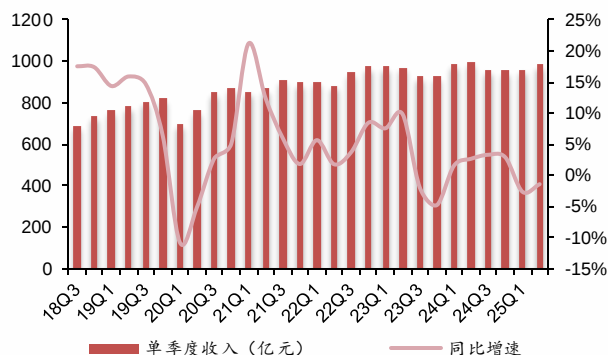


药品板块2025年中报总结

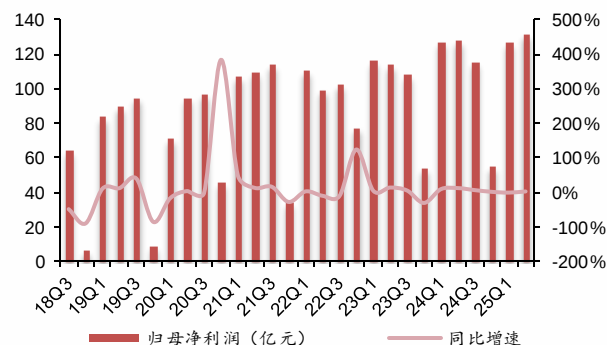
单季度表现

- 药品板块2025Q2收入984.3亿元(-1.4%)，归母净利润131.7亿元(+2.9%)，扣非归母净利润117.1亿元(-3.8%)，四费率为40.1%(+1pp)，销售费用率23.4%(+0.3pp)，管理费用率7.7%(+0.4pp)，研发费用率8.9%(+0.2pp)。

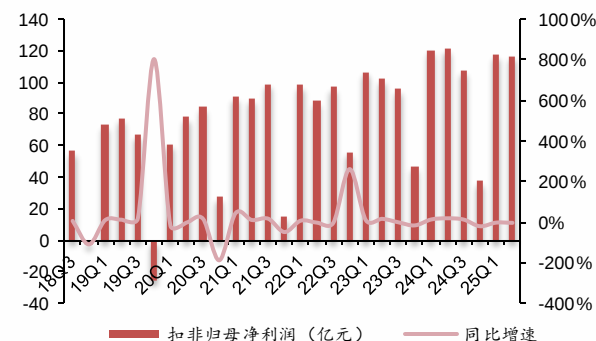
18Q3~25Q2收入及增速(单季度)



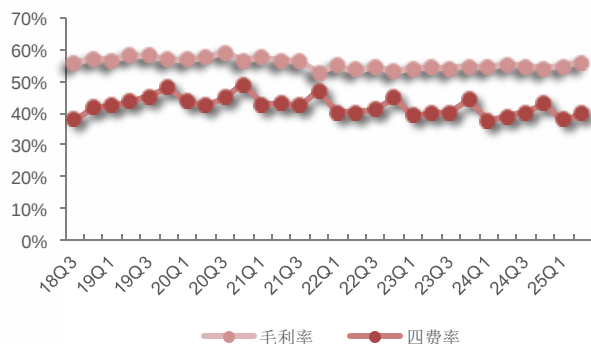
18Q3~25Q2归母净利润及增速(单季度)



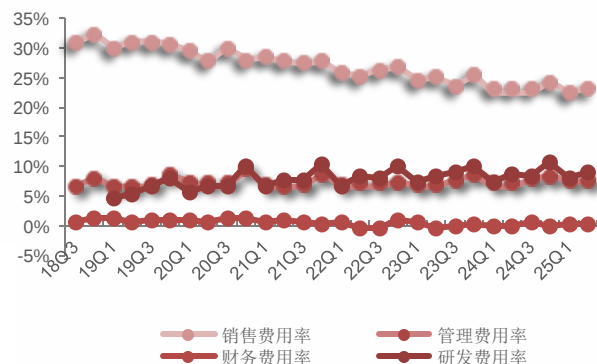
18Q3~25Q2扣非归母净利润及增速(单季度)



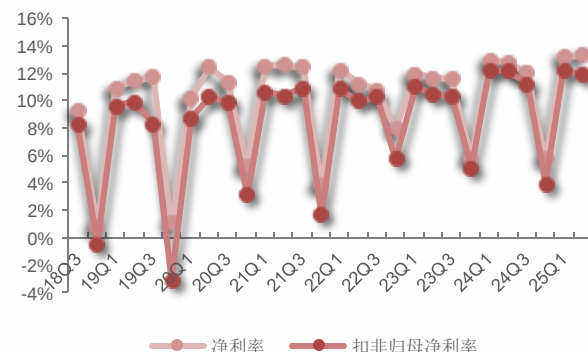
18Q3~25Q2毛利率与四费率变化趋势(单季度)



18Q3~25Q2期间费用率变化趋势(单季度)



18Q3~25Q2净利率变化趋势(单季度)



药品板块2025年中报总结

■ 85家A股药品公司25H1实现收入约1946亿元（-2.0%），归母净利润约259亿元（+1.2%）；归母净利润增速为正，收入增速为负，主要系24Q4起外部环境变化导致药品企业费用呈下降趋势，降本增效成为主旋律。

A股药品标的2025H1营收利润(按市值排序)

证券代码	证券简称	市值（亿元）	2025H1		2024H1		2025Q1		2025Q2		2025H1		收入同比增量	净利润同比增量	研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
			收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润			2025H1	占比	2025H1	占比	2025H1	占比	2025H1	占比
600276.SH	恒瑞医药	4,547.2	157.6	44.5	136.0	34.3	17%	27%	11%	20%	16%	30%	21.6%	10.1%	3227.93	20.5%	4389.31	27.8%	1285.10	8.2%	41.04	-1.5%
000963.SZ	华东医药	797.2	216.7	18.1	209.7	17.0	3%	6%	4%	7%	3%	7%	7.1%	1.9%	99.67	4.6%	3229.04	14.9%	725.30	3.3%	22.42	0.1%
600196.SH	复星医药	770.1	195.1	17.0	204.6	12.2	-8%	20%	-2%	34%	-5%	39%	(0.43)	4.7%	1716.66	8.8%	4211.06	21.6%	2028.11	10.4%	60.32	3.3%
002422.SZ	科伦药业	641.0	90.8	10.0	118.3	18.0	-42%	-76%	-19%	-86%	-23%	-44%	(2.34)	(1.99)	1948.16	11.5%	1436.97	15.8%	616.39	6.8%	31.70	0.3%
002294.SZ	信立泰	596.9	21.3	3.7	20.4	3.4	-3%	0%	11%	13%	4%	6%	0.8%	0.21	235.26	11.0%	836.37	39.2%	139.57	6.5%	(8.79)	-0.4%
688578.SH	艾力斯	526.4	23.7	10.5	15.8	6.6	32%	25%	35%	45%	51%	60%	7.9%	3.95	200.59	8.5%	947.19	39.9%	79.42	3.3%	(21.45)	-0.9%
603087.SH	甘李药业	470.2	20.7	6.0	13.1	3.0	43%	69%	30%	30%	57%	102%	7.5%	3.05	264.52	12.8%	656.48	31.8%	134.03	6.5%	(18.96)	-2.4%
300255.SZ	常山药业	467.3	4.9	-0.3	5.7	-0.5	-14%	1730%	-17%	145%	-13%	38%	(0.75)	0.18	15.85	3.2%	10.44	2.1%	51.99	10.6%	1.76	8.5%
000661.SZ	长春高新	462.5	66.0	9.8	66.4	17.2	-6%	-82%	4%	-69%	-1%	-43%	(0.36)	(0.37)	1155.17	17.5%	2388.82	36.1%	723.87	11.0%	(8.44)	-0.1%
600521.SH	华海药业	398.1	45.2	4.1	51.3	7.5	-5%	9%	-22%	-326%	-12%	-45%	(6.82)	(1.39)	523.19	11.6%	945.36	20.9%	720.11	15.9%	9.59	2.2%
002773.SZ	康弘药业	385.7	24.5	7.3	22.9	6.9	9%	7%	4%	3%	7%	5%	1.6%	0.37	214.62	8.7%	925.06	37.7%	231.86	9.4%	(30.19)	-1.2%
000513.SZ	丽珠集团	358.2	62.7	12.8	62.8	11.7	-2%	5%	2%	13%	0%	9%	(0.10)	1.10	432.05	6.9%	1736.69	27.7%	299.48	4.8%	(65.12)	-2.6%
688278.SH	特宝生物	349.4	15.1	4.3	11.9	3.0	19%	29%	23%	29%	27%	41%	3.2%	1.14	174.80	11.6%	598.91	39.6%	140.33	9.3%	2.62	-0.2%
600079.SH	人福医药	334.3	120.6	11.5	128.6	11.1	-4%	10%	-10%	-2%	-6%	4%	(1.37)	0.44	743.38	6.2%	2215.29	18.3%	882.54	7.1%	10.84	1.0%
300723.SZ	一品红	332.6	5.8	-0.7	9.1	0.5	-65%	-78%	-40%	58%	-36%	-258%	(3.88)	(1.20)	83.73	14.3%	208.38	35.7%	168.45	28.9%	27.25	4.7%
688336.SH	三生国健	326.6	6.4	1.9	6.0	1.3	14%	11%	0%	56%	8%	47%	0.4%	0.61	185.34	28.9%	94.62	14.7%	42.60	6.6%	(33.96)	-5.3%
300558.SZ	贝达药业	307.8	17.3	1.4	15.0	2.2	20%	2%	6%	-216%	15%	-38%	2.3%	(0.84)	254.66	14.7%	593.57	34.3%	260.68	15.1%	39.53	2.3%
300204.SZ	舒泰神	257.3	1.3	-0.2	1.8	0.0	-50%	-61%	-40%	102%	-31%	-620%	(0.57)	(0.21)	46.34	36.9%	62.14	49.5%	18.63	14.8%	0.49	0.4%
002262.SZ	恩华药业	254.1	30.1	7.0	27.6	6.3	10%	12%	6%	9%	9%	11%	2.4%	0.72	335.75	11.2%	970.84	32.3%	149.50	5.0%	(6.41)	-0.2%
603800.SH	健康元	249.9	79.0	7.8	82.3	7.8	-6%	-1%	-2%	4%	-4%	1%	(3.15)	0.09	611.15	7.7%	2016.79	25.5%	421.89	5.3%	(21.70)	-2.8%
000766.SZ	通化金马	230.5	6.5	0.2	6.5	0.1	1%	21%	-1%	37%	0%	35%	0.0%	0.04	18.62	2.9%	332.38	51.1%	54.92	8.4%	39.88	6.1%
002755.SZ	奥赛康	220.2	10.1	1.6	9.2	0.8	12%	42%	5%	58%	9%	112%	0.8%	0.34	90.43	9.0%	532.43	52.9%	57.90	5.7%	(6.59)	-0.7%
300436.SZ	广生堂	209.5	2.1	-0.7	2.2	-0.4	-23%	49%	12%	44%	-4%	-85%	(0.09)	(0.31)	14.76	7.1%	100.32	48.0%	50.68	24.3%	16.31	7.8%
600062.SH	华润双鹤	205.2	57.4	9.8	59.3	10.5	8%	18%	-16%	-34%	-3%	-7%	(1.88)	(0.71)	233.45	4.1%	1197.63	26.1%	500.59	8.7%	0.57	0.0%
300009.SZ	安科生物	199.5	12.9	3.7	13.0	4.2	-4%	-4%	3%	-26%	-1%	-12%	(0.07)	(0.50)	95.82	7.4%	395.37	30.6%	76.12	5.9%	2.85	0.2%
300573.SZ	兴齐眼药	190.2	11.6	3.3	8.9	1.7	35%	76%	14%	29%	30%	98%	2.7%	1.16	91.76	7.9%	366.10	31.5%	77.90	6.7%	3.24	0.3%
300357.SZ	我武生物	174.9	4.8	1.8	4.3	1.5	5%	-4%	17%	30%	13%	19%	0.5%	0.28	58.83	12.1%	178.12	36.8%	37.67	7.8%	(3.99)	-2.9%
002020.SZ	京新药业	171.3	20.2	3.9	21.5	4.0	-11%	-5%	-3%	-3%	-6%	-4%	(1.33)	(0.14)	184.91	9.2%	311.44	15.4%	90.45	4.5%	(26.58)	-1.3%
600867.SH	通化东宝	169.4	13.7	2.2	7.4	-2.3	9%	-97%	79%	510%	86%	194%	6.3%	4.48	80.65	5.9%	553.76	40.3%	114.92	8.4%	9.34	0.7%
301263.SZ	泰恩康	156.9	3.5	0.4	4.0	0.9	-2%	-44%	-27%	-627%	-12%	-57%	(0.48)	(0.49)	33.96	9.8%	79.33	22.9%	39.94	11.5%	3.87	1.1%
600211.SH	西藏药业	156.0	16.5	5.7	16.1	6.2	1%	-16%	3%	-4%	2%	-9%	0.3%	(0.56)	18.77	1.1%	903.03	54.7%	52.43	3.2%	(52.40)	-3.2%
600420.SH	国药现代	150.7	48.8	6.7	59.6	7.2	-20%	8%	-25%	-25%	-18%	-6%	(11.32)	(1.46)	229.50	4.7%	267.35	5.5%	341.35	7.0%	(33.57)	-0.7%
688091.SH	上海谊众	149.8	1.6	0.4	1.2	0.3	3%	-106%	40%	78%	31%	10%	0.3%	0.03	28.77	17.9%	55.73	34.8%	11.99	7.5%	(6.94)	-4.3%
002675.SZ	东诚药业	137.4	13.8	0.9	14.2	1.1	6%	-160%	-11%	26%	-3%	-21%	(0.37)	(0.23)	94.75	6.8%	206.45	14.9%	155.47	11.2%	33.25	3.8%
002550.SZ	千红制药	136.2	8.6	2.6	8.6	1.8	-2%	35%	4%	19%	1%	41%	0.0%	0.75	43.85	5.1%	150.42	17.5%	59.08	6.9%	(2.79)	-0.3%
688658.SH	悦康药业	131.4	11.7	-1.0	19.5	1.2	-68%	241%	-66%	199%	-40%	-183%	(1.83)	(2.17)	203.05	17.4%	318.39	27.3%	133.28	11.4%	7.47	0.6%
600267.SH	海正药业	130.9	52.5	3.0	52.4	4.4	-4%	-28%	4%	-78%	0%	-31%	0.7%	(0.36)	202.37	3.9%	963.98	20.3%	373.56	7.1%	39.60	0.8%
601089.SH	福元医药	119.4	16.3	2.7	16.6	2.9	3%	-1%	-6%	-15%	-1%	-8%	(0.22)	(0.23)	165.69	10.1%	548.47	33.6%	69.31	4.2%	(4.32)	-0.3%
603367.SH	辰欣药业	114.9	17.4	2.3	20.7	2.7	-25%	-13%	-12%	-26%	-16%	-15%	(3.81)	(0.41)	145.96	8.4%	442.38	25.4%	132.66	7.6%	(12.04)	-0.7%
688553.SH	汇宇制药-W	103.4	4.5	-0.8	5.3	0.7	-1%	281%	-35%	134%	-15%	-224%	(0.79)	(1.46)	149.42	33.0%	173.51	38.3%	41.58	9.2%	(32.16)	-7.1%
002940.SZ	昂利康	98.8	7.2	0.7	8.5	0.7	-18%	-77%	-16%	20%	-15%	-3%	(1.23)	(0.02)	84.08	11.6%	82.95	11.5%	39.77	5.5%	(2.11)	-0.3%
603590.SH	康辰药业	98.5	4.6	0.9	4.1	0.8	6%	6%	17%	19%	14%	15%	0.5%	0.12	20.50	4.4%	204.38	44.3%	66.70	14.5%	(0.45)	-0.1%

注：收入、净利润同比增量单位为亿元，研发费用、销售费用、管理费用、财务费用单位为百万元

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券整理，市值基准日为2025年9月1日

药品板块2025年中报总结

A股药品标的2025H1营收利润(按市值排序) -2

证券代码	证券简称	市值（亿元）	2025H1		2024H1		2025Q1		2025Q2		2025H1		收入同比增量	净利润同比增量	研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
			收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润			2025H1	占比	2025H1	占比	2025H1	占比	2025H1	占比
300705.SZ	九典制药	94.5	15.1	2.9	13.7	2.8	15%	0%	5%	4%	11%	3%	1.4%	0.07	124.84	8.3%	610.42	40.4%	54.20	3.6%	4.98	0.3%
600664.SH	哈药股份	94.2	81.2	2.6	81.4	3.4	1%	17%	-1%	-256%	0%	-24%	(0.37)	(1.84)	60.07	0.7%	1257.54	15.5%	396.42	4.9%	20.33	0.3%
688136.SH	科兴制药	91.3	7.0	0.8	7.6	0.1	-2%	52%	-15%	101%	-8%	576%	(0.59)	0.58	81.66	11.7%	254.95	36.4%	43.44	6.2%	11.98	1.7%
600789.SH	普抗医药	90.0	31.5	1.1	32.8	3.0	-7%	14%	0%	-724%	-4%	-64%	(1.35)	(1.93)	138.18	4.4%	216.35	6.9%	124.08	3.9%	21.96	0.7%
000534.SZ	万泽股份	88.7	6.3	1.2	5.0	1.0	13%	10%	27%	31%	24%	22%	1.2%	0.21	82.84	13.2%	157.23	25.1%	66.41	10.6%	18.09	2.9%
688505.SH	复旦张江	82.6	3.9	0.1	4.1	0.7	18%	12%	-24%	-2134%	-4%	-92%	(0.38)	(1.65)	177.98	45.6%	181.91	46.6%	20.30	5.2%	(0.39)	-0.1%
000597.SZ	东北制药	81.6	38.5	1.3	41.7	1.6	0%	-59%	-17%	-7%	-8%	-18%	(3.86)	(1.28)	71.80	1.9%	625.11	16.2%	382.33	9.9%	(3.12)	-0.1%
688566.SH	吉贝尔	80.8	4.5	1.5	4.3	1.2	4%	-6%	5%	30%	5%	22%	0.21	0.27	19.64	4.3%	225.52	49.6%	32.76	7.2%	(2.07)	-0.5%
002038.SZ	双鹭药业	80.5	3.0	1.2	3.9	0.3	-45%	-53%	-8%	154%	-22%	309%	(0.67)	0.91	52.66	17.3%	45.72	15.0%	78.11	25.6%	(3.18)	-1.0%
000915.SZ	华特达因	78.4	11.7	3.4	11.5	3.3	7%	8%	-5%	-5%	1%	2%	0.16	0.06	43.11	3.7%	181.69	15.5%	32.66	2.8%	(14.44)	-1.2%
300584.SZ	海辰药业	76.7	3.1	0.3	2.4	0.2	27%	11%	20%	19%	30%	18%	0.72	0.04	16.90	5.5%	128.61	41.7%	69.02	22.4%	3.48	1.1%
300233.SZ	金城医药	75.8	13.6	0.4	17.6	1.3	-29%	-137%	-30%	-472%	-23%	-67%	(3.88)	(1.87)	73.91	5.4%	160.34	11.8%	187.94	13.8%	1.05	0.1%
688799.SH	华纳药厂	70.6	7.1	0.7	7.4	1.1	-11%	-46%	3%	-76%	-3%	-37%	(0.25)	(1.42)	74.66	10.5%	241.26	33.8%	48.23	6.8%	(5.71)	-0.8%
600513.SH	联环药业	67.1	12.9	-0.4	11.3	0.6	16%	-41%	9%	148%	14%	-164%	1.5%	(1.03)	68.42	5.3%	263.15	20.5%	86.78	6.8%	15.10	1.2%
002393.SZ	力生制药	65.2	7.3	3.4	7.4	1.0	1%	-7%	-5%	85%	-2%	235%	(0.33)	2.1%	59.99	8.2%	222.72	30.4%	71.44	9.8%	(44.84)	-6.1%
301393.SZ	昊帆生物	62.6	2.7	0.8	2.3	0.7	33%	14%	1%	12%	20%	15%	0.45	0.10	19.26	7.1%	8.05	3.0%	14.92	5.5%	(6.05)	-2.2%
600851.SH	海欣股份	60.9	3.7	1.1	4.1	1.0	-3%	3%	-16%	7%	-8%	6%	(0.34)	0.06	10.52	2.8%	135.38	36.3%	61.54	16.5%	(6.49)	-1.7%
300111.SZ	向日葵	57.9	1.4	0.0	1.6	0.0	-16%	521%	-2%	3%	-8%	-36%	(0.33)	(0.01)	6.52	4.5%	9.15	6.3%	16.28	11.3%	(6.06)	-4.2%
688687.SH	凯因科技	57.7	5.7	0.5	6.0	0.4	8%	14%	-15%	7%	-5%	12%	(0.30)	0.05	66.89	11.8%	275.84	48.7%	64.03	11.3%	(6.68)	-1.2%
300016.SZ	北陆药业	56.7	5.8	0.3	4.7	0.2	27%	21%	12%	48%	23%	53%	1.1%	0.10	39.03	6.7%	128.35	22.0%	43.66	7.5%	25.97	4.4%
300194.SZ	福安药业	55.8	9.2	1.1	14.3	2.2	-73%	-77%	-38%	-113%	-36%	-48%	(5.83)	(1.03)	62.51	6.8%	99.54	10.8%	107.40	11.7%	(1.52)	-0.2%
603676.SH	卫信康	54.6	5.9	1.8	6.3	1.6	-7%	-12%	-9%	30%	-7%	12%	(0.47)	0.19	50.55	8.6%	103.36	17.6%	53.48	9.1%	(1.00)	-0.2%
688247.SH	宣泰医药	53.0	2.2	0.5	2.2	0.5	-2%	-12%	4%	-25%	1%	-16%	0.02	(0.09)	25.70	11.7%	4.42	2.0%	18.64	8.5%	(1.46)	-0.7%
300006.SZ	莱美药业	50.6	3.8	-0.3	3.8	0.0	9%	67%	-12%	134%	-1%	-2462%	(0.05)	(1.33)	22.31	5.9%	149.79	39.7%	63.80	16.9%	(5.67)	-1.5%
600624.SH	复旦复华	50.0	3.3	-0.1	3.2	-0.2	3%	-37%	1%	562%	2%	55%	0.07	0.09	14.47	4.4%	53.94	16.5%	49.81	15.3%	6.10	1.9%
002370.SZ	亚太药业	48.8	1.5	1.1	2.2	0.1	-75%	62%	-25%	92%	-31%	1821%	(0.29)	1.80	6.91	4.5%	25.56	16.8%	28.24	18.6%	30.66	20.2%
002923.SZ	润都股份	48.0	5.5	-0.4	6.0	0.4	-20%	-1455%	1%	123%	-8%	-196%	(0.49)	(1.74)	52.25	9.5%	128.65	23.5%	38.76	7.1%	6.48	1.2%
603811.SH	诚意药业	47.7	4.2	1.1	3.6	0.8	18%	29%	12%	34%	17%	47%	0.6%	0.36	19.63	4.7%	91.04	21.9%	54.91	13.2%	2.81	0.7%
002900.SZ	哈三联	47.3	4.1	-0.9	5.2	0.3	-20%	165%	-33%	112%	-21%	-452%	(1.30)	(1.19)	37.94	9.2%	128.86	31.2%	96.25	23.3%	8.15	2.0%
000919.SZ	金陵药业	44.7	16.0	0.5	15.1	0.5	8%	-89%	3%	67%	-7%	-14%	0.9%	(0.03)	45.34	2.8%	41.51	2.6%	183.26	11.4%	(4.19)	-0.3%
603669.SH	灵康药业	44.4	1.7	-0.4	1.4	-0.4	-53%	14%	47%	-42%	21%	12%	0.30	0.05	5.03	2.9%	15.79	9.2%	35.88	20.9%	10.12	5.9%
300434.SZ	金石亚药	42.1	4.9	0.7	5.2	0.4	-24%	-43%	20%	1849%	-6%	68%	(0.39)	0.27	24.21	4.9%	94.96	19.3%	78.01	15.9%	(1.14)	-0.2%
300110.SZ	华仁药业	40.2	6.2	0.4	7.7	0.7	-34%	-217%	-14%	-5%	-19%	-49%	(1.48)	(1.36)	29.96	4.8%	83.11	13.3%	44.68	7.2%	23.47	3.8%
000788.SZ	北大医药	38.4	9.6	1.0	10.1	0.9	2%	3%	-13%	22%	-5%	16%	(0.51)	0.13	11.83	1.2%	66.03	6.9%	45.77	4.8%	(1.39)	-0.1%
002826.SZ	易明医药	37.9	3.1	0.4	3.5	0.4	-8%	-48%	-18%	37%	-12%	-5%	(0.41)	(0.02)	2.24	0.7%	178.85	57.4%	30.46	9.8%	(0.23)	-0.1%
600613.SH	神奇制药	34.4	9.6	0.3	11.1	0.4	-20%	-60%	-11%	22%	-13%	-13%	(1.90)	(0.05)	13.85	1.4%	317.99	33.1%	44.99	4.7%	1.44	0.1%
300239.SZ	东宝生物	34.1	3.7	0.4	4.4	0.5	-29%	-36%	-12%	-42%	-17%	-28%	(0.15)	(0.14)	12.48	3.4%	9.44	2.6%	24.41	6.6%	0.83	0.2%
000153.SZ	丰原药业	31.7	20.3	0.8	23.1	1.0	-19%	-24%	-9%	-39%	-12%	-24%	(2.81)	(1.24)	31.99	1.6%	185.83	9.2%	74.27	3.7%	14.27	0.7%
603168.SH	莎普爱思	31.6	2.4	0.2	2.4	-0.2	-35%	51%	26%	323%	0%	188%	(0.01)	0.47	11.77	5.0%	42.75	18.1%	52.51	22.2%	4.83	2.0%
600774.SH	汉商集团	29.9	5.1	0.0	6.3	0.1	-31%	-359%	-13%	-265%	-18%	-81%	(1.13)	(0.07)	17.41	3.4%	70.31	13.7%	126.85	24.7%	18.00	3.5%
300254.SZ	仟源医药	28.5	3.7	0.0	4.0	0.3	-4%	-76%	-11%	252%	-7%	-99%	(0.48)	(0.33)	27.73	7.4%	129.87	34.8%	63.35	17.0%	11.83	3.2%
688163.SH	赛伦生物	26.9	1.0	0.3	1.0	0.3	-3%	61%	5%	-6%	3%	2%	0.08	0.01	8.48	8.4%	21.96	21.8%	11.13	11.0%	(1.07)	-1.1%
301130.SZ	西点药业	1.3	0.2	1.3	0.2	-0.3	-69%	18%	37%	-1%	2%	2400%	(0.01)	0.00	5.67	4.4%	48.17	37.5%	19.07	14.9%	(0.05)	0.0%

注：收入、净利润同比增量单位为亿元，研发费用、销售费用、管理费用、财务费用单位为百万元

药品板块2025年中报总结

■ A股药品板块85家公司25H1合计投入研发费用约165.9亿元（+4%），研发费用率9%（+1pp）。

A股药品标的2025H1研发费用/研发费用率(按研发费用排序)

证券代码	证券简称	市值（亿元）	收入（百万元）			归母净利润（百万元）			研发费用（百万元）			研发费用率		
			2024/6/30	2025/6/30	同比	2024/6/30	2025/6/30	同比	2024/6/30	2025/6/30	同比	2024/6/30	2025/6/30	同比(pp)
600276.SH	恒瑞医药	4,547	13601	15761	15.9%	3432	4450	29.7%	3038	3228	6.3%	22.3%	20.5%	-1.9%
600196.SH	复星医药	770	20463	19514	-4.6%	1225	1702	39.0%	1862	1717	-7.8%	9.1%	8.8%	-0.3%
000661.SZ	长春高新	462	6639	6603	-0.5%	1720	983	-42.8%	887	1155	30.2%	13.4%	17.5%	4.1%
002422.SZ	科伦药业	641	11827	9083	-23.2%	1800	1001	-44.4%	1078	1048	-2.8%	9.1%	11.5%	2.4%
000963.SZ	华东医药	797	20965	21675	3.4%	1696	1815	7.0%	643	1000	55.4%	3.1%	4.6%	1.5%
600079.SH	人福医药	334	12861	12064	-6.2%	1111	1155	3.9%	706	743	5.3%	5.5%	6.2%	0.7%
600380.SH	健康元	250	8235	7898	-4.1%	776	785	1.1%	715	611	-14.5%	8.7%	7.7%	-0.9%
600521.SH	华海药业	398	5128	4516	-11.9%	749	409	-45.3%	440	523	18.9%	8.6%	11.6%	3.0%
000513.SZ	丽珠集团	358	6282	6272	-0.2%	1171	1281	9.4%	491	432	-11.9%	7.8%	6.9%	-0.9%
002262.SZ	恩华药业	254	2763	3010	8.9%	629	700	11.4%	302	336	11.4%	10.9%	11.2%	0.2%
603087.SH	甘李药业	470	1315	2067	57.2%	299	604	102.0%	266	265	-0.7%	20.3%	12.8%	-7.5%
300558.SZ	贝达药业	308	1501	1731	15.4%	224	140	-37.5%	256	255	-0.6%	17.1%	14.7%	-2.4%
002294.SZ	信立泰	597	2043	2131	4.3%	344	365	6.1%	202	235	16.3%	9.9%	11.0%	1.1%
600062.SH	华润双鹤	205	5929	5742	-3.2%	1047	975	-6.8%	329	233	-29.0%	5.5%	4.1%	-1.5%
600420.SH	国药现代	151	5960	4878	-18.2%	718	672	-6.5%	245	230	-6.2%	4.1%	4.7%	0.6%
002773.SZ	康弘药业	386	2294	2454	7.0%	692	730	5.4%	193	215	11.3%	8.4%	8.7%	0.3%
688658.SH	悦康药业	131	1950	1167	-40.1%	119	-99	-183.4%	178	203	14.3%	9.1%	17.4%	8.3%
600267.SH	海正药业	131	5243	5250	0.1%	435	299	-31.3%	178	202	14.0%	3.4%	3.9%	0.5%
688578.SH	艾力斯	526	1576	2374	50.6%	656	1051	60.2%	131	201	52.8%	8.3%	8.5%	0.1%
688336.SH	三生国健	327	597	642	7.6%	130	190	47.0%	148	185	25.5%	24.7%	28.9%	4.1%
002020.SZ	京新药业	171	2150	2017	-6.2%	402	388	-3.5%	197	185	-6.1%	9.2%	9.2%	0.0%
688505.SH	复旦张江	83	408	390	-4.4%	70	6	-91.9%	155	178	15.1%	37.9%	45.6%	7.7%
688278.SH	特宝生物	349	1190	1511	27.0%	304	428	40.6%	114	175	53.5%	9.6%	11.6%	2.0%
601089.SH	福元医药	119	1655	1634	-1.3%	291	268	-7.8%	189	166	-12.5%	11.4%	10.1%	-1.3%
688553.SH	汇宇制药-W	103	532	453	-14.9%	65	-81	-223.8%	148	149	1.1%	27.8%	33.0%	5.2%
603367.SH	辰欣药业	115	2071	1740	-16.0%	270	229	-15.2%	179	146	-18.5%	8.6%	8.4%	-0.3%
600789.SH	鲁抗医药	90	3279	3154	-3.8%	300	107	-64.4%	159	138	-13.0%	4.8%	4.4%	-0.5%
300705.SZ	九典制药	95	1366	1512	10.7%	284	291	2.6%	114	125	9.5%	8.3%	8.3%	-0.1%
300009.SZ	安科生物	200	1299	1292	-0.5%	416	367	-11.9%	81	96	17.7%	6.3%	7.4%	1.1%
002675.SZ	东诚药业	137	1421	1384	-2.6%	112	89	-20.7%	91	95	4.2%	6.4%	6.8%	0.4%
300573.SZ	兴齐眼药	190	892	1163	30.4%	169	335	97.7%	79	92	16.6%	8.8%	7.9%	-0.9%
002755.SZ	奥赛康	220	923	1007	9.2%	76	160	111.6%	124	90	-27.0%	13.4%	9.0%	-4.5%
002940.SZ	昂利康	99	847	724	-14.5%	68	66	-3.2%	102	84	-17.5%	12.0%	11.6%	-0.4%
300723.SZ	一品红	333	913	584	-36.0%	46	-74	-258.3%	143	84	-41.3%	15.6%	14.3%	-1.3%
000534.SZ	万泽股份	89	503	625	24.4%	98	119	21.8%	59	83	40.5%	11.7%	13.2%	1.5%
688136.SH	科兴制药	91	760	700	-7.8%	12	80	576.5%	80	82	1.7%	10.6%	11.7%	1.1%
600867.SH	通化东宝	169	740	1373	85.6%	-230	218	-194.5%	47	81	71.1%	6.4%	5.9%	-0.5%
688799.SH	华纳药厂	71	739	714	-3.4%	113	71	-37.0%	66	75	12.3%	9.0%	5.9%	-1.5%
300233.SZ	金城医药	76	1759	1360	-22.7%	131	43	-66.8%	82	74	-9.4%	4.6%	5.4%	0.8%
000597.SZ	东北制药	82	4169	3853	-7.6%	157	129	-17.6%	36	72	99.5%	0.9%	1.9%	1.0%
600513.SH	联环药业	67	1126	1285	14.1%	63	-40	-163.7%	68	68	1.2%	6.0%	5.3%	-0.7%

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券整理，市值基准日为2025年9月1日

药品板块2025年中报总结

A股药品标的2025H1研发费用/研发费用率(按研发费用排序) -2

证券代码	证券简称	市值(亿元)	收入(百万元)			归母净利润(百万元)			研发费用(百万元)			研发费用率		
			2024/6/30	2025/6/30	同比	2024/6/30	2025/6/30	同比	2024/6/30	2025/6/30	同比	2024/6/30	2025/6/30	同比(pp)
688687.SH	凯因科技	58	597	566	-5.0%	42	47	11.7%	62	67	8.2%	10.4%	11.8%	1.4%
300194.SZ	福安药业	56	1433	921	-35.8%	216	113	-47.7%	64	63	-2.8%	4.5%	6.8%	2.3%
600664.SH	哈药股份	94	8142	8125	-0.2%	343	260	-24.4%	53	60	12.5%	0.7%	0.7%	0.1%
002393.SZ	力生制药	65	745	732	-1.8%	102	343	235.0%	55	60	9.7%	7.3%	8.2%	0.9%
300357.SZ	我武生物	175	429	484	12.8%	149	177	18.6%	59	59	-0.7%	13.8%	12.1%	-1.7%
002038.SZ	双鹭药业	81	392	305	-22.2%	30	121	309.1%	57	53	-8.3%	14.6%	17.3%	2.6%
002923.SZ	润都股份	48	597	548	-8.2%	38	-36	-195.7%	60	52	-12.7%	10.0%	9.5%	-0.5%
603676.SH	卫信康	55	633	586	-7.4%	163	183	11.8%	50	51	0.6%	7.9%	8.6%	0.7%
300204.SZ	舒泰神	257	182	126	-31.1%	-3	-25	619.7%	58	46	-20.5%	32.0%	36.9%	4.9%
000919.SZ	金陵药业	45	1511	1601	6.0%	52	48	-6.7%	38	45	20.5%	2.5%	2.8%	0.3%
002550.SZ	千红制药	136	856	862	0.7%	183	258	41.2%	32	44	37.5%	3.7%	5.1%	1.4%
000915.SZ	华特达因	78	1154	1170	1.4%	332	337	1.7%	44	43	-1.3%	3.8%	3.7%	-0.1%
300016.SZ	北陆药业	57	474	584	23.3%	20	30	53.4%	35	39	10.1%	7.5%	6.7%	-0.8%
002900.SZ	哈三联	47	523	413	-21.1%	26	-92	-451.7%	48	38	-21.2%	9.2%	9.2%	0.0%
301263.SZ	泰恩康	157	395	347	-12.2%	86	37	-56.8%	39	34	-13.3%	9.9%	9.8%	-0.1%
000153.SZ	丰原药业	32	2308	2027	-12.2%	100	76	-23.9%	26	32	21.4%	1.1%	1.6%	0.4%
300110.SZ	华仁药业	40	771	624	-19.1%	73	37	-49.0%	35	30	-14.1%	4.5%	4.8%	0.3%
688091.SH	上海谊众	150	122	160	31.5%	35	38	10.1%	15	29	87.6%	12.6%	17.9%	5.4%
300254.SZ	仟源医药	28	401	373	-7.0%	34	0	-98.9%	29	28	-2.9%	7.1%	7.4%	0.3%
688247.SH	宣泰医药	53	218	220	0.7%	54	46	-15.8%	34	26	-24.5%	15.6%	11.7%	-3.9%
300434.SZ	金石亚药	42	522	492	-5.8%	39	66	67.7%	20	24	21.9%	3.8%	4.9%	1.1%
300006.SZ	莱美药业	51	382	377	-1.2%	1	-31	-2462.5%	26	22	-13.9%	6.8%	5.9%	-0.9%
603590.SH	康辰药业	98	405	461	13.8%	79	91	15.0%	23	20	-12.0%	5.8%	4.4%	-1.3%
688566.SH	吉贝尔	81	434	455	4.9%	122	149	22.4%	17	20	12.9%	4.0%	4.3%	0.3%
603811.SH	诚意药业	48	356	417	17.1%	76	112	47.0%	23	20	-14.6%	6.5%	4.7%	-1.7%
301393.SZ	昊帆生物	63	225	270	20.1%	66	76	15.3%	17	19	13.9%	7.5%	7.1%	-0.4%
600211.SH	西藏药业	156	1615	1651	2.2%	623	567	-9.0%	11	19	78.4%	0.7%	1.1%	0.5%
000766.SZ	通化金马	231	649	650	0.1%	12	17	34.8%	18	19	1.5%	2.8%	2.9%	0.0%
600774.SH	汉商集团	30	626	513	-18.1%	9	2	-80.9%	18	17	-1.7%	2.8%	3.4%	0.6%
300584.SZ	海辰药业	77	237	309	30.5%	25	29	17.9%	20	17	-14.4%	8.3%	5.5%	-2.9%
300255.SZ	常山药业	467	568	492	-13.4%	-47	-29	-38.0%	19	16	-17.8%	3.4%	3.2%	-0.2%
300436.SZ	广生堂	210	218	209	-4.3%	-36	-67	85.1%	14	15	2.7%	6.6%	7.1%	0.5%
600624.SH	复旦复华	50	319	326	2.2%	-16	-7	-54.9%	15	14	-3.6%	4.7%	4.4%	-0.3%
600613.SH	神奇制药	34	1110	961	-13.5%	38	33	-13.3%	25	14	-44.9%	2.3%	1.4%	-0.8%
300239.SZ	东宝生物	34	444	369	-16.9%	51	37	-28.0%	9	12	39.0%	2.0%	3.4%	1.4%
000788.SZ	北大医药	38	1008	957	-5.0%	87	100	15.5%	9	12	28.3%	0.9%	1.2%	0.3%
603168.SH	莎普爱思	32	237	236	-0.3%	-25	22	-188.5%	36	12	-66.9%	15.0%	5.0%	-10.0%
600851.SH	海欣股份	61	406	373	-8.3%	102	108	5.6%	10	11	2.2%	2.5%	2.8%	0.3%
688163.SH	赛伦生物	27	98	101	2.8%	32	33	2.1%	12	8	-31.6%	12.6%	8.4%	-4.2%
002370.SZ	亚太药业	49	222	152	-31.5%	5	105	1821.0%	7	7	-3.4%	3.2%	4.5%	1.3%
300111.SZ	向日葵	58	158	144	-8.3%	2	1	-35.7%	11	7	-42.6%	7.2%	4.5%	-2.7%
301130.SZ	西点药业	24	129	128	-0.5%	24	25	2.0%	7	6	-20.2%	5.5%	4.4%	-1.1%
603669.SH	灵康药业	44	141	172	21.3%	-40	-36	-11.6%	11	5	-52.7%	7.5%	2.9%	-4.6%
002826.SZ	易明医药	38	352	311	-11.5%	40	38	-5.3%	8	2	-72.0%	2.3%	0.7%	-1.5%

WWW.SWSC.COM.CN

数据来源：Wind，西南证券整理，市值基准日为2025年9月1日

药品板块2025年中报总结

- A股创新药72家公司截止20250910板块共计70家上涨，板块平均涨跌幅78%，中位涨跌幅62.43%，上涨超过100%的共计14家，超200%共计6家。
- 港股创新药64家公司截止20250910板块共计59家上涨，板块涨跌幅232.38%，中位涨跌幅133.44%，上涨超过100%的共计23家，超300%共计11家，超600%共计7家，超1000%共计2家。

A股、H股创新药标的2025.1.1-2025.9.10涨跌幅排名

A股	证券简称	年初至今涨跌幅	B股	证券简称	年初至今涨跌幅
300204.SZ	舒泰神	399.60%	1228.HK	北海康成-B	2103.01%
300723.SZ	一品红	260.02%	6996.HK	德琪医药-B	1089.23%
300584.SZ	海辰药业	255.10%	2142.HK	和铂医药-B	825.27%
688331.SH	荣昌生物	242.58%	6628.HK	创胜集团-B	804.76%
002940.SZ	昂利康	207.49%	1167.HK	加科思-B	754.33%
688166.SH	博瑞医药	203.00%	2197.HK	三叶草生物-B	680.08%
688382.SH	益方生物-U	163.76%	9995.HK	荣昌生物	604.17%
688336.SH	三生国健	161.74%	2257.HK	圣诺医药-B	454.91%
301263.SZ	泰恩康	151.94%	1530.HK	三生制药	445.47%
688062.SH	迈威生物-U	146.04%	2616.HK	基石药业-B	413.04%
603590.SH	康辰药业	126.15%	1672.HK	歌礼制药-B	371.43%
688428.SH	诺诚健华-U	114.33%	2126.HK	药明巨诺-B	300.78%
300765.SZ	新诺威	110.69%	2256.HK	和誉-B	288.70%
002773.SZ	康弘药业	102.76%	2617.HK	药捷安康-B	282.98%
688488.SH	艾迪药业	99.49%	2509.HK	荃信生物-B	278.05%
688235.SH	百济神州-U	96.86%	2696.HK	复宏汉霖	242.19%
688189.SH	南新制药	92.20%	6622.HK	兆科眼科-B	232.50%
688578.SH	艾力斯	91.19%	2157.HK	乐普生物-B	212.60%
688799.SH	华纳药厂	89.82%	9966.HK	康宁杰瑞制药-B	210.29%
688266.SH	泽璟制药-U	83.63%	1244.HK	思路迪	207.14%
688513.SH	苑东生物	82.26%	6990.HK	科伦博泰生物-B	206.49%
688302.SH	海创药业-U	80.98%	2315.HK	百奥赛图-B	203.53%
688321.SH	微芯生物	80.25%	1877.HK	君实生物	201.55%
002294.SZ	信立泰	79.35%	2552.HK	华领医药-B	188.36%
688506.SH	百利天恒-U	78.90%	9969.HK	诺诚健华	183.82%
688180.SH	君实生物-U	77.46%	1541.HK	宜明昂科-B	180.62%
688192.SH	迪哲医药-U	76.30%	2181.HK	迈博药业-B	178.57%
002317.SZ	众生药业	73.38%	1177.HK	中国生物制药	178.49%
002653.SZ	海思科	73.07%	6998.HK	嘉和生物-B	177.46%
002755.SZ	奥赛康	72.15%	1801.HK	信达生物	172.13%
688176.SH	亚虹医药-U	70.10%	2162.HK	康诺亚-B	150.32%
603087.SH	甘李药业	70.06%	9939.HK	开拓药业-B	135.05%

药品板块2025年中报总结

A股、H股创新药标的2025.1.1-2025.9.10涨跌幅排名-2

A股	证券简称	年初至今涨跌幅	B股	证券简称	年初至今涨跌幅
300683.SZ	海特生物	69.83%	1093.HK	石药集团	131.83%
688566.SH	吉贝尔	64.94%	2171.HK	科济药业-B	125.19%
002550.SZ	千红制药	64.40%	6978.HK	永泰生物-B	124.78%
688520.SH	神州细胞-U	63.23%	3692.HK	翰森制药	124.26%
688553.SH	汇宇制药	61.62%	1477.HK	欧康维视	121.56%
000766.SZ	通化金马	59.43%	9926.HK	康方生物	119.93%
688177.SH	百奥泰	59.08%	2137.HK	腾盛博药-B	115.31%
002020.SZ	京新药业	57.21%	9606.HK	映恩生物-B	111.22%
300357.SZ	我武生物	57.18%	0512.HK	远大医药	102.23%
603367.SH	辰欣药业	56.55%	2096.HK	先声药业	98.30%
600211.SH	西藏药业	54.82%	2196.HK	复星医药	95.53%
600276.SH	恒瑞医药	53.76%	0867.HK	康哲药业	95.51%
688221.SH	前沿生物-U	51.02%	6160.HK	百济神州	90.66%
601089.SH	福元医药	47.68%	3681.HK	中国抗体-B	82.57%
688373.SH	盟科药业	47.17%	1548.HK	金斯瑞生物科技	76.52%
688197.SH	首药控股-U	46.48%	6855.HK	亚盛医药-B	73.60%
002793.SZ	罗欣药业	44.50%	2186.HK	绿叶制药	70.51%
300573.SZ	兴齐眼药	44.46%	2105.HK	来凯医药-B	68.09%
688091.SH	上海谊众	43.79%	1276.HK	恒瑞医药-B	55.39%
002019.SZ	亿帆医药	40.14%	1349.HK	复旦张江	48.96%
600521.SH	华海药业	39.42%	6955.HK	博安生物	40.30%
688687.SH	凯因科技	38.97%	1513.HK	丽珠医药	38.65%
688443.SH	智翔金泰-U	34.28%	1875.HK	东曜药业-B	31.28%
300558.SZ	贝达药业	33.79%	1952.HK	云顶新耀-B	24.38%
002675.SZ	东诚药业	30.23%	9688.HK	再鼎医药	17.70%
600267.SH	海正药业	29.30%	0013.HK	和黄医药	11.22%
600196.SH	复星医药	28.29%	2348.HK	东瑞制药	8.02%
002422.SZ	科伦药业	28.20%	9887.HK	维立志博-B	-6.71%
300009.SZ	安科生物	26.62%	2591.HK	银诺医药-B	-22.62%
000661.SZ	长春高新	25.59%	2561.HK	维昇药业-B	-34.85%
688505.SH	复旦张江	25.14%	2563.HK	华昊中医医药-B	-54.52%
000963.SZ	华东医药	23.84%	2410.HK	同源康医药-B	-70.12%
600380.SH	健康元	17.17%			
688278.SH	特宝生物	12.52%			
000513.SZ	丽珠集团	8.36%			
600867.SH	通化东宝	8.05%			
002262.SZ	恩华药业	8.03%			
002038.SZ	双鹭药业	1.48%			
600062.SH	华润双鹤	-0.78%			
600079.SH	人福医药	-2.28%			

药品板块2025年中报总结

港股18A标的2025H1营收利润及研发费用(按市值排序, 单位: 亿元)

成分股	收入		归母净利润		市值 (亿元)	PS	研发费用			市值/研发投入	涨跌幅(%)		
	2024/6/30	2025/6/30	2024/6/30	2025/6/30			2024H1	2025H1	研发费用率		2023全年	2024全年	2025至今
百济神州	119.5	173.0	-26.4	6.8	2,634	15	66.28	72.78	42.07%	36	-1.76	2.78	85.71
信达生物	39.5	59.5	-3.9	8.3	1,669	28	9.23	13.99	23.51%	119	188.63	173.25	192.35
康方生物-B	10.2	14.1	-2.5	-5.9	1,256	89	9.09	8.49	60.13%	148	170.40	290.91	153.05
先声药业	31.1	35.8	4.6	6.0	304	8	10.51	6.95	19.40%	44	-50.66	-48.54	89.86
亚盛医药-B	8.2	2.3	1.6	-5.9	273	117	5.75	5.94	254.34%	46	-30.70	22.51	77.23
再鼎医药-B	13.7	15.5	-9.8	-6.4	267	17	5.40	8.06	52.03%	33	-96.38	-96.15	25.26
微创机器人-B	1.0	1.8	-2.8	-1.1	264	150	3.10	4.44	252.76%	60	-56.71	-71.90	197.79
诺诚健华-B	4.2	7.3	-2.7	-0.4	252	34	5.48	4.82	65.96%	52	-32.29	-27.60	201.63
云顶新耀-B	3.0	4.5	-6.3	-2.5	205	46	9.49	5.46	122.47%	37	-66.29	-12.18	32.23
康诺亚-B	0.5	5.0	-3.4	-0.8	197	39	3.61	4.21	84.49%	47	-4.22	-22.33	133.82
和黄医药	22.3	19.9	1.9	32.6	193	10	7.76	5.66	28.48%	34	-26.93	-36.16	7.94
荣昌生物-B	7.4	10.9	-7.8	-4.5	182	17	2.88	2.53	23.18%	72	-28.41	-67.41	565.97
基石药业-B	2.5	0.5	0.2	-2.7	161	326	2.17	1.51	305.37%	107	-80.25	-79.83	426.09
歌礼制药-B	0.0	0.0	-1.3	-0.9	128	11,860	2.05	2.15	-	60	-87.57	-85.07	368.44
和铂医药-B	1.7	7.3	0.1	5.2	124	17	3.39	1.86	25.63%	67	-87.24	-90.23	764.52
复宏汉霖	27.5	28.2	3.9	3.9	120	4	1.95	1.95	6.90%	62	-75.48	-55.14	240.93
科济药业-B	0.1	0.5	-3.5	-0.8	117	229	2.50	3.31	649.58%	35	-72.01	-67.50	141.26
和普-B	5.0	6.1	2.1	3.3	112	18	2.95	1.81	29.54%	62	-72.31	-63.08	291.96
康宁杰瑞制药-B	1.7	3.2	-0.4	0.2	85	27	3.12	1.64	51.39%	52	-37.16	-63.33	172.86
君实生物	7.9	11.7	-6.9	-4.7	77	7	0.92	1.32	11.33%	58	6.30	-29.10	181.00
加科思-B	0.1	0.5	-1.7	-0.6	76	166	0.71	1.20	262.31%	63	-73.57	-89.79	728.35
归创唐桥-B	3.7	4.8	0.7	1.2	74	15	1.99	1.77	36.69%	42	-70.77	-72.13	112.56
欧康维视生物-B	1.7	2.9	-1.5	-1.3	70	24	3.23	2.46	83.51%	29	-52.93	-66.10	104.44
康希诺生物	2.9	3.7	-2.3	-0.1	63	17	2.26	1.31	34.98%	48	3.86	51.36	65.08
诺辉健康-B	0.0	0.0	0.0	0.0	58	-	1.43	1.73	-	33	-15.23	-46.96	0.00
沛嘉医疗-B	3.0	3.5	-0.7	-0.7	47	13	2.02	1.26	35.70%	38	-51.24	-73.50	94.97
德琪医药-B	0.6	0.5	-1.7	-0.8	44	82	0.74	0.91	171.34%	48	-88.00	-96.57	987.69
华领医药-B	1.0	2.2	-1.4	11.8	38	18	2.25	1.10	50.44%	35	-71.50	-81.76	173.97
先瑞达医疗-B	2.9	3.5	0.4	0.9	35	10	2.08	1.03	29.32%	34	-49.75	-71.22	103.02
中国抗体-B	0.0	0.0	-0.9	-0.5	32	-	1.71	1.00	-	32	-79.34	-86.18	133.94
心通医疗-B	2.2	2.3	-0.6	0.0	31	13	0.90	1.00	43.85%	30	-86.80	-94.02	104.41
迈博药业-B	1.1	2.7	-1.0	0.0	30	11	3.86	0.98	35.85%	31	-67.33	-79.00	189.29
嘉和生物-B	0.1	0.3	-1.3	-0.5	26	82	0.73	0.59	182.07%	45	-95.67	-93.38	219.08
永泰生物-B	0.0	0.1	-0.9	-1.3	25	192	1.09	0.83	637.19%	30	-63.73	-73.36	132.61
药明巨诺-B	0.9	1.1	-2.4	-2.7	21	20	0.57	0.49	46.07%	43	-88.28	-93.82	332.81
创胜集团-B	0.0	0.0	-1.3	-1.1	20	748	0.31	0.14	525.64%	142	-77.56	-96.19	707.94
兆科眼科-B	0.5	0.2	-0.8	-1.2	19	121	0.64	0.70	440.68%	28	-76.55	-91.96	220.00
三叶草生物-B	-0.1	0.0	-1.0	-1.0	19	570	0.75	0.00	0.00%	-	-94.77	-97.87	551.45
百心安-B	0.0	0.2	-0.3	-0.3	18	87	0.70	0.32	152.19%	57	-83.58	-92.14	418.29
启明医疗-B	2.3	1.9	-2.1	-1.3	17	9	0.50	0.46	24.61%	38	-82.97	-82.97	-22.60
心玮医疗-B	1.3	1.9	-0.1	0.5	17	9	0.67	0.55	29.67%	31	-85.76	-86.29	173.58
盈博医疗-B	0.3	0.1	-0.6	-0.6	16	137	1.65	0.39	332.56%	41	-96.26	-97.27	471.19
东曜药业-B	5.2	4.9	0.3	0.0	16	3	2.05	0.90	18.36%	18	-71.60	-71.30	28.49
鹰瞳科技-B	0.9	0.8	-0.8	0.0	14	17	1.87	0.66	79.14%	21	-86.02	-83.86	21.92
圣诺医药-B	0.1	0.0	-3.2	-0.2	13	1,517	0.28	0.13	-	102	-35.28	-95.57	302.89
腾盛博药-B	0.0	0.3	-2.8	-1.5	13	47	0.60	0.56	200.11%	24	-89.03	-95.82	104.08
微泰医疗-B	1.5	2.5	-0.4	0.0	13	5	0.32	0.35	14.05%	38	-85.25	-84.59	39.18
北海康成-B	0.4	0.2	-2.5	0.6	10	46	0.74	0.47	212.96%	22	-93.76	-98.80	1,584.21
开拓药业-B	0.0	0.1	-0.7	-0.8	10	166	0.68	0.22	364.14%	46	-90.82	-94.69	140.21
贝康医疗-B	1.2	1.0	-1.2	-1.2	3	3	1.31	1.02	100.20%	3	-91.67	-89.66	24.82

药品板块2025年中报总结

科创板创新药标的2025H1研发费用/研发费用率(按市值排序)

证券代码	证券简称	市值（亿元）	2025H1（亿元）		2024H1（亿元）		2025H1（亿元）			
			收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入同比增量	净利润同比增量	研发费用	研发费用率
688235.SH	百济神州-U	2,605.9	175.2	4.5	120.0	-28.8	55.22	33.27	7277.64	41.5%
688506.SH	百利天恒-U	1,391.5	1.7	-11.2	55.5	46.7	(53.82)	(57.84)	1038.64	606.7%
688331.SH	荣昌生物	536.4	11.0	-4.5	7.4	-7.8	3.56	3.31	647.22	58.9%
688578.SH	艾力斯	526.4	23.7	10.5	15.8	6.6	7.97	3.95	200.59	8.5%
688180.SH	君实生物-U	439.3	11.7	-4.1	7.9	-6.4	3.82	2.32	705.58	60.4%
688166.SH	博瑞医药	409.7	5.4	0.2	6.6	1.1	(1.20)	(0.89)	138.29	25.7%
688192.SH	迪哲医药-U	371.6	3.6	-3.8	2.0	-3.4	1.51	(0.33)	408.27	115.0%
688278.SH	特宝生物	349.4	15.1	4.3	11.9	3.0	3.21	1.24	174.80	11.6%
688336.SH	三生国健	326.6	6.4	1.9	6.0	1.3	0.45	0.61	185.34	28.9%
688428.SH	诺诚健华-U	317.6	7.3	-0.3	4.2	-2.6	3.12	2.32	449.70	61.5%
688520.SH	神州细胞-U	293.3	9.7	-0.3	13.0	1.3	(3.33)	(1.59)	378.95	39.0%
688266.SH	泽璟制药-U	281.1	3.8	-0.7	2.4	-0.7	1.35	(0.06)	196.50	52.3%
688382.SH	益方生物-U	243.0	0.2	-1.2	0.1	-2.1	0.04	0.95	115.46	602.5%
688062.SH	迈威生物-U	230.2	1.0	-5.5	1.2	-4.4	(0.14)	(1.06)	392.09	387.6%
688321.SH	微芯生物	158.9	4.1	0.3	3.0	-0.4	1.04	0.71	105.52	26.0%
688091.SH	上海谊众	149.8	1.6	0.4	1.2	0.3	0.38	0.03	28.77	17.9%
688177.SH	百奥泰	143.8	4.4	-1.2	4.0	-2.4	0.40	1.12	348.82	78.9%
688443.SH	智翔金泰-U	135.7	0.5	-2.9	0.0	-3.6	0.45	0.73	219.35	483.2%
688658.SH	悦康药业	131.4	11.7	-1.0	19.5	1.2	(7.83)	(2.17)	203.05	17.4%
688513.SH	苑东生物	122.1	6.5	1.4	6.7	1.5	(0.15)	(0.10)	129.50	19.8%
688553.SH	汇宇制药	103.4	4.5	-0.8	5.3	0.7	(0.79)	(1.46)	149.42	33.0%
688136.SH	科兴制药	91.3	7.0	0.8	7.6	0.1	(0.59)	0.68	81.66	11.7%
688505.SH	复旦张江	82.6	3.9	0.1	4.1	0.7	(0.18)	(0.65)	177.98	45.6%
688566.SH	吉贝尔	80.8	4.5	1.5	4.3	1.2	0.21	0.27	19.64	4.3%
688488.SH	艾迪药业	72.8	3.6	0.1	1.8	-0.5	1.81	0.55	41.60	11.5%
688197.SH	首药控股-U	71.9	0.0	-1.0	0.0	-1.0	(0.02)	(0.02)	108.17	5408.5%
688176.SH	亚虹医药-U	71.4	1.3	-1.6	0.8	-1.8	0.50	0.22	116.49	89.4%
688799.SH	华纳药厂	70.6	7.1	0.7	7.4	1.1	(0.25)	(0.42)	74.66	10.5%
688221.SH	前沿生物-U	67.4	0.6	-1.0	0.5	-1.6	0.08	0.63	47.94	81.7%
688302.SH	海创药业-U	62.5	0.1	-0.6	0.0	-1.0	0.13	0.39	56.97	432.6%
688687.SH	凯因科技	57.7	5.7	0.5	6.0	0.4	(0.30)	0.05	66.89	11.8%
688247.SH	宣泰医药	53.0	2.2	0.5	2.2	0.5	0.02	(0.09)	25.70	11.7%
688373.SH	盟科药业	50.1	0.7	-1.4	0.6	-2.0	0.06	0.63	116.41	173.8%
688189.SH	南新制药	42.6	0.6	-0.4	2.2	0.1	(1.53)	(0.50)	17.55	28.4%
688163.SH	赛伦生物	26.9	1.0	0.3	1.0	0.3	0.03	0.01	8.48	8.4%

药品板块2025年中报总结

主线一：BD持续攀升，授权出海带来增量

- 随着国内新药创制水平的不断提升，国产创新药的国际认可度稳步上升，国产创新药出海渐入佳境，License out金额持续攀升。随着国内新药创制水平的不断提升，国产创新药的国际认可度稳步上升，国产创新药License out金额持续攀升。据不完全统计，超过20个License out项目总交易金额超20亿美元，其中超60亿美元的项目包括启德医药的FGFR3 ADC及技术平台（130亿美元）、恒瑞医药PDE3/4抑制剂和11个项目（125亿美元）、科伦药业的7个ADC项目（95亿美元）、百利天恒的BL-B01D1（84亿美元）、三生制药的PDE×VEGF双抗（62亿美元）、恒瑞医药的GLP-1类药物（60亿美元）。

近年部分重磅出海BD交易

时间	转让方	受让方	药品汇总	靶点	总交易总金额 (百万美元)	首付款 (百万美元)
2025.1	启德医药	Biohaven	FGFR3 ADC (GQ1011)；ADC技术平台（赋能21个靶点药物）；	FGFR3	13000	-
2025.7	恒瑞医药	GSK	PDE3/4抑制剂和11个项目	PDE4；PDE3	12500	500
2022.12	科伦药业	Merck	7个在研临床前ADC项目		9475	175
2023.12	百利天恒	BMS	BL-B01D1	HER3/EGFR ADC	8400	800
2025.5	三生制药；三生国健	Pfizer	PD-1/VEGF双抗SSGJ-707	VEGF；PD1	6200	1250
2024.5	恒瑞医药	Hercules	GLP-1类药物：HRS-7535、HRS9531	GLP-1类药物	6035	110
2025.6	石药集团	AstraZeneca	口服小分子候选药物	-	5330	110
2022.12	康方生物	Summit	依沃西单抗（AK112）	PD-1/VEGF	5000	500
2025.6	荣昌生物	Vor Biopharma	泰它西普	TAC1	4230	45
2024.1	船望制药	诺华	多个心血管RNAi疗法	小核酸	4165	185
2024.11	礼新医药	默沙东	LM-299	PD-1/VEGF	3288	588
2021.8	荣昌生物	Seagen	维迪西妥单抗	HER2 ADC	2600	200
2021.1	百济神州	Novartis	替雷利珠单抗	PD-1	2200	650
2025.7	石药集团	Madrigal Pharmaceuticals	小分子GLP-1受体激动剂	GLP-1R	2075	120
2024.12	翰森制药	MSD	HS-10535	口服GLP-1	2012	112
2025.6	翰森制药	Regeneron Pharmaceuticals	HS-20094	GLP-1R；GIPR	2010	80
2024.8	宜明昂科	Instil bio	IMM2510；IMM27M	VEGF×PD-L1；CTLA-4	2000	50
2024.1	瑞博生物	勃林格殷格翰	NASH/MASH小核酸疗法		2000	-

药品板块2025年中报总结

主线一：BD持续攀升，授权出海带来增量

➤ **抗体类药物BD交易持续升温，License out大手笔频现**，不断刷新交易金额。2020年起，国产抗体领域发生10余款交易金额超10亿美元的License out项目。2025年上半年，三生制药PD-1/VEGF双抗于5月授权辉瑞，取得12亿+美元首付款，刷新首付款金额记录。目前国内达成大DEAL的靶点主要集中在PD-(L)1+双抗、自免靶点等。

近年部分重磅抗体药物出海BD交易

时间	转让方	受让方	药品汇总	靶点	类型	总交易总金额（百万美元）	首付款（百万美元）
2025.5	三生制药	辉瑞	SSGJ-707	PD-1/VEGF	双抗	6050	1250
2022.12	康方生物	Summit	依沃西单抗（AK112）	PD-1/VEGF		5000	500
2024.11	礼新医药	默沙东	LM-299	PD-1/VEGF		3288	588
2021.1	百济神州	Novartis	替雷利珠单抗	PD-1	单抗	2200	650
2024.8	宜明昂科	Instil bio	IMM2510	PD-1/VEGF	双抗	2000	50
			IMM27M	CTLA-4	单抗		
2023.12	科望医药	安斯泰来	ES019和另一分子项目	PD-L1/SIRPα	双抗	1700	37
2024.6	明济生物	艾伯维	FG-M701	TL1A	单抗	1700	150
2023.1	药明生物	GSK	四款TCE双抗/多抗	-	双抗/多抗	1500	40
2024.8	同润生物	MSD	CN201	CD3/CD19	双抗	1300	700
2021.2	君实生物	Coherus	特瑞普利单抗	PD-1	单抗	1100	150
2023.11	普米斯生物	BioNTech	PM8002	PD-L1/VEGF	双抗	1055	55
2025.1	先声药业	AbbVie	SIM0500	CD3/GPRC5D/TNFRSF17	多抗	1055	-
2023.8	恒瑞医药	One Bio	SHR-1905	TSLP	单抗	1025	21.5
2020.8	信达生物	Eli Lilly	信迪利单抗	PD-1	单抗	1025	200

药品板块2025年中报总结

主线一：BD持续攀升，授权出海带来增量

➤ **ADC多个方向、多个靶点发展潜力巨大，为BD热门赛道之一。**2025年出海项目数量和金额再度提升。ADC药物的海外授权交易时点明显提前。许多项目在临床前期或刚获临床批准时就达成合作。靶点布局愈发多元，CLDN18.2、B7-H3、B7-H4、HER3等潜力靶点逐渐受到关注。ADC药物研发技术推陈出新，双抗ADC、双毒素ADC等新型技术崭露头角，ADC未来仍将是BD热门赛道之一。

近年部分重磅抗体药物出海BD交易

交易时间	转让方	受让方	药品汇总	靶点	总金额(百万美元)	首付款(百万美元)	疾病
2025-06-16	先声药业	NextCure	SIM0505	CDH6	745	-	实体瘤; 肾细胞癌; 卵巢癌
2025-05-30	信诺维	Astellas Pharma(Top20 MNC)	XNW27011	CLDN18.2	1,540	130	卵巢癌; 胃癌; 实体瘤; 胰腺癌; 胃食管交界处癌; 胆道癌; 非小细胞肺癌; 结直肠癌
2025-02-19	石药集团	Radiance	SYS6005	ROR1	1,240	15	非小细胞肺癌; 小淋巴细胞性淋巴瘤; 慢性淋巴细胞白血病; 癌症; 套细胞淋巴瘤; 卵巢癌; 弥漫性大B细胞淋巴瘤; 实体瘤; 血癌
2025-01-22	乐普生物	ArriVent Biopharma(NewCo)	MRG007	CDH17	1,207	47	结直肠癌; 实体瘤; 消化道癌症; 胰腺癌
2025-01-13	启德医药	Biohaven	GR1017	FGFR3	13,000	-	实体瘤; 胶质母细胞瘤; 尿路上皮癌
2025-01-09	百奥赛图	Sotio	SOT109	CDH17	-	-	癌症; 消化道癌症
2025-01-07	映恩生物	Avenzo Therapeutics	DB-1418	HER3; EGFR	1,200	50	实体瘤
2025-01-02	信达生物	Roche(Top20 MNC)	IBI3009	DLL3	1,080	80	神经内分泌肿瘤; 小细胞肺癌

药品板块2025年中报总结

主线一：BD持续攀升，授权出海带来增量

- **GLP-1RA：减肥药多方向具备出海潜力。**2024年5月起，中国GLP-1RA创新药BD授权交易集中达成。展望未来，下一梯队GLP-1RA仍具出海潜力，差异化品种与疗效/安全性更优的品种颇具出海潜力，差异化方向包括：1) 药频率更低（长效化），由目前主流的单周给药延长至双周给药；2) 口服药：肽类口服药与小分子口服药在患者依从性等方面具备差异化优势、独具市场，中国药企走在全球研发前列；3) 减重增肌：GLP-1RA核心机制为控制食欲，在减脂肪的同时肌肉同步流失，联用靶点实现减重增肌是未来需要被满足的需求之一。

近年部分重磅GLP-1RA出海BD交易

时间	转让方	受让方	总金额(百万)美元	首付款(百万)美元	里程碑(百万)美元	项目名称	靶点
2024-05-16	恒瑞医药	Kailera (NewCo)	6,035	100	5,935	HRS-4729	GLP-1R; GCGR; GIPR
						HRS-7535	GLP-1R
						HRS9531	GLP-1R; GIPR
2025-01-09	先为达生物	Verdiva Bio	2,470	70	2,400	VRB-103	amylin
						XW004 (伊诺格鲁肽口服片)	GLP-1R
2024-12-18	翰森制药	Merck & Co.	2,012	112	1,900	HS-10535	GLP-1R
2025-06-02	翰森制药	Regeneron Pharmaceuticals	2,010	80	1,930	HS-20094	GLP-1R; GIPR
2023-11-09	诚益生物	AstraZeneca	2,010	185	1,825	ECC5004	GLP-1R
2025-03-24	联邦制药	Novo Nordisk	2,000	200	1,800	UBT251	GLP-1R; GCGR; GIPR
2021-12-10	锐格医药	Eli Lilly	1,550	50	1,500	代谢疾病的创新疗法	GLP-1R
2024-10-01	领康医药	PT Leadermed Combiphar				pegapamodutide	OXM; GLP-1R; GCGR
2024-05-07	先为达生物	inno.N			56	伊诺格鲁肽	GLP-1R
2022-06-23	华东医药	Julphar				利鲁平 (生物类似物)	GLP-1R
2025-03-24	联邦制药	Novo Nordisk	2,000	200	1,800	UBT251	GLP-1R; GCGR; GIPR
2021-12-10	锐格医药	Eli Lilly	1,550	50	1,500	代谢疾病的创新疗法	GLP-1R
2024-10-01	领康医药	PT Leadermed Combiphar				pegapamodutide	OXM; GLP-1R; GCGR
2024-05-07	先为达生物	inno.N			56	伊诺格鲁肽	GLP-1R
2022-06-23	华东医药	Julphar				利鲁平 (生物类似物)	GLP-1R

药品板块2025年中报总结

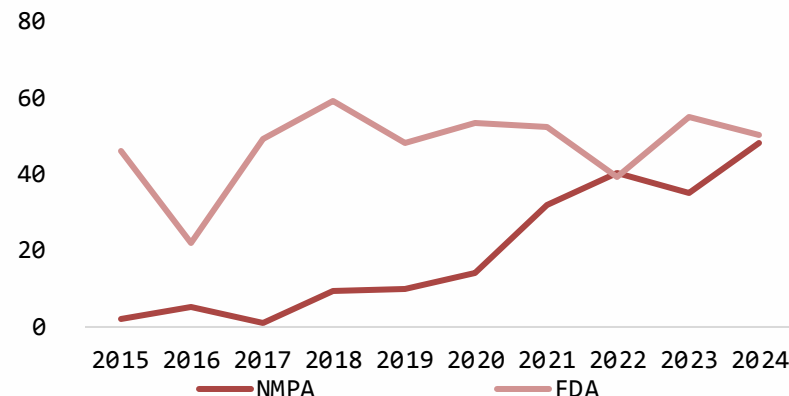
主线二：国产新药研发/商业化倍道而进，把握临床数据读出/研发进展和商业化关键节点

- **创新药加速落地，企业迎来收获季。**随着我国新药审评审批的提速，我国创新药正加速落地。2024年我国批准上市创新药（化药及治疗用生物制品，未纳入中药和其他生物制品）数量为48个，美国批准上市创新药50个，我国和美国上市创新药数量差距逐步缩小。
- **关注突破性治疗药物数量和附条件批准上市药物**，这些药物有望缩短临床试验研发时间，使其尽早应用于无法继续等待的危重疾病或公共卫生方面急需的患者。
- **2025年上半年多个国产创新药大品种核心适应症临床数据读出**（如信达生物IBI363（PD-1/IL-2）治疗黑色素瘤和非小细胞肺癌ORR和mPFS数据亮眼、云顶新耀EVER001治疗膜性肾病UPCR数据亮眼）、**多个核心品种获批上市/实现新市场商业化**（如长春高新伏欣奇拜单抗6月30日获批上市、亿帆医药亿立舒于二季度实现美国发货），市场对相应管线的价值预期产生重大变化从而推动股价上涨。持续关注创新药临床结果/进展、准入结果/进展。

2020-2024年突破性治疗药物纳入和不纳入量（件）



2015-2024年中美创新药批准数量（个）



2020-2024年附条件批准和转为常规批准量（个）

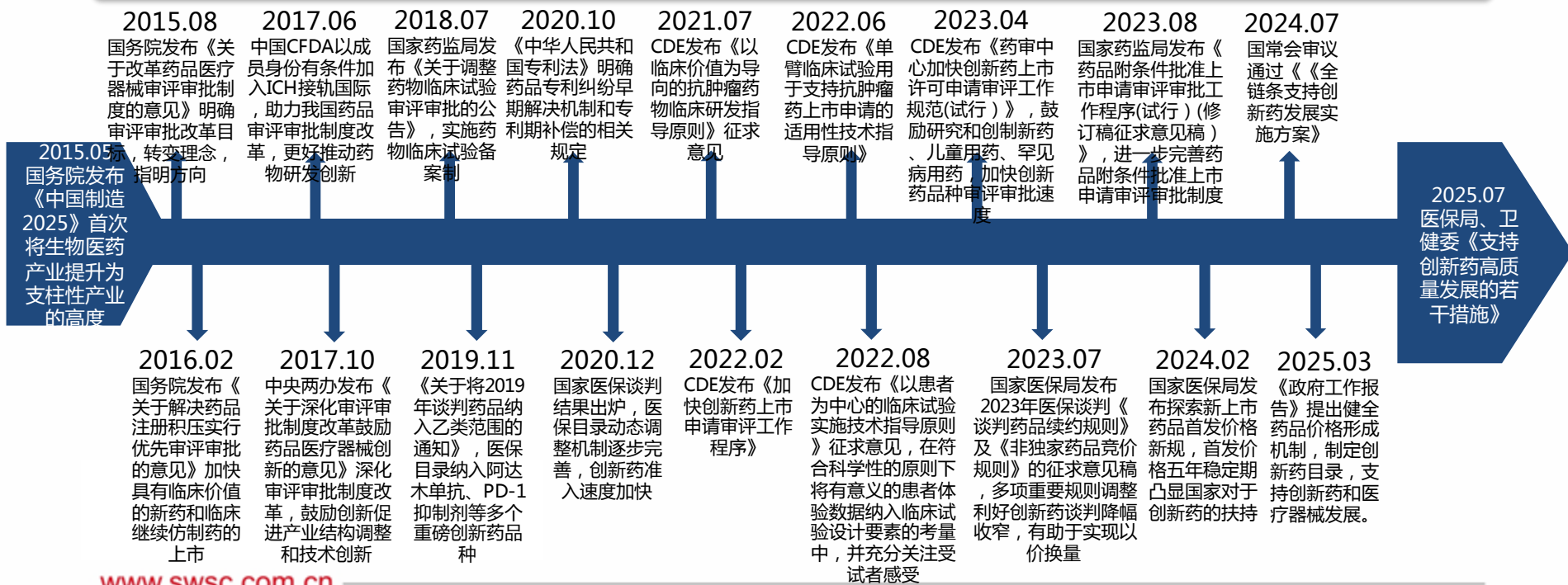


药品板块2025年中报总结

主线三：2025政策端明确“支持创新药发展”，关注政策面对产业发展的支撑、支付端的改善

- 2025年3月，第十四届全国人民代表大会第三次会议《政府工作报告中》首次提出“健全药品价格形成机制，制定创新药目录，支持创新药和医疗器械发展”。2025年7月1日，国家医保局、国家卫生健康委发布关于印发《支持创新药高质量发展的若干措施》的通知，为进一步完善全链条支持创新药发展举措，推动创新药高质量发展，更好满足人民群众多元化就医用药需求，提出了如下措施：**1) 加大创新药研发支持力度**：支持医保数据用于创新药研发；鼓励商业健康保险扩大创新药投资规模；统筹推动创新药研发。**2) 支持创新药进入基本医保药品目录和商业健康保险创新药品目录**：健全基本医保药品目录动态调整机制；合理确定创新药医保支付标准；增设商业健康保险创新药品目录；强化创新药真实世界研究。**3) 支持创新药临床应用**：优化药品挂网程序；推动创新药加快进入定点医药机构；提高临床使用创新药的能力；完善创新药医保支付管理；做好供需双方医保服务。**4) 提高创新药多元支付能力**：发挥多层次医疗保障制度体系功能；促进创新药全球市场发展。**5) 强化保障措施**：加强组织领导。

创新药行业相关政策汇总



www.swsc.com.cn

数据来源：国家医保局，国家药监局，政府官网，西南证券整理

药品板块2025年中报总结

Biopharma代表性企业：出海提速，创新管线价值逐步兑现，研发进程稳步推进

- Biopharma集采影响放缓，创新药销售收入与BD授权总额增加，业绩整体向好。随着各企业创新研发能力的成熟，国际竞争力与日俱增，创新品种出海提速。
- **恒瑞医药**：公司2025上半年实现营业收入157.61亿元，同比增加15.88%；利润总额达到50.51亿元，同比+34.63%；实现归母净利润44.50亿元，同比+29.67%；实现扣非归母净利润42.73亿元，同比+22.43%。2025年上半年公司创新药销售及许可收入95.61亿元，占公司营业收入比重达60.66%，其中创新药销售收入75.70亿元。BD方面，截至中报公司已实现3笔对外授权：1) 3月，与MSD就Lp(a)口服小分子HRS-5346达成合作，首付款2亿美元，里程碑付款最高可达17.7亿美元。2) 4月，与德国默克就口服GnRH SHR7280达成合作，首付款0.15亿欧元。3) 7月，与GSK就HRS-9821等项目达成合作，首付款5亿美元，潜在总金额120亿美元，授权出海提速，带来增量价值。研发方面，上半年公司共有6款1类创新药获批上市，6个新适应症获批上市；共有5项上市申请获NMPA受理，10项临床推进至III期，22项临床推进至II期，15项创新产品首次推进至临床I期。预计2025-2027年将有近50项新药或新增适应症上市。
- **百济神州**：随着泽布替尼的加速放量，2025年上半年公司实现营业收入175.18亿元，同比+46.03%，其中产品收入173.60亿元，同比+45.78%，泽布替尼销售125.27亿元，同比+56.2%；实现归母净利润4.50亿元、实现扣非归母净利润2.61亿元，扭亏。公司血液瘤、实体瘤等管线多项结果将陆续读出。
- **科伦药业**：2025年上半年公司实现营业收入90.83亿元，同比下滑23.20%，归母净利润为10.01亿元，同比下滑44.41%，扣非后归母净利润为9.85亿元，同比下滑43.79%。上半年业绩下滑主要由授权收入同比减少、输液产品市场需求下降、部分产品集采降价等因素综合导致。

部分Biopharma企业2023~2025H1财务数据(百万元)

公司	恒瑞医药			百济神州			科伦药业		
年份	2023	2024	2025H1	2023	2024	2025H1	2023	2024	2025H1
总收入	22,820	27,985	15,761	17,423	27,214	17,518	21,454	21,812	9,083
yoy	7.3%	22.6%	15.9%	82.1%	56.2%	46.0%	12.7%	1.7%	-23.2%
毛利率	84.6%	86.2%	86.6%	84.6%	84.4%	86.8%	52.4%	51.7%	49.8%
净利率	18.7%	22.6%	28.3%	-38.5%	-18.3%	2.6%	12.3%	15.4%	12.3%
归母净利润	4,302	6,337	4,450	-6,716	-4,978	450	2,456	2,936	1,001
yoy	10.1%	47.3%	29.7%	50.8%	25.9%	115.6%	44.0%	19.5%	-44.4%

药品板块2025年中报总结

Biopharma代表性企业：出海提速，创新管线价值逐步兑现，研发进程稳步推进

- **贝达药业**：2025年上半年实现营业收入17.31亿元，同比增长15.37%；利润总额1.88亿元，同比下降24.90%；归母净利润为1.40亿元，同比下滑37.53%。截至中报，公司自研乳腺癌新药泰瑞西利Ⅲ期临床研究数据展示优异疗效，已于2025年6月获批上市；其治疗ALK+晚期NSCLC的小分子药物恩沙替尼已获FDA、ISAF批准上市，已纳入NCCN非小细胞肺癌指南和医保；其三代EGFR-TKI贝福替尼PFS（22.1个月）表现优异，已于2024年11月纳入医保，有望快速放量；其国内首个肾癌创新药伏罗尼布已纳入医保，获CSCO指南Ⅰ级推荐。在研管线方面，公司已进入临床阶段的主要研发项目共14个。其中恩沙替尼和贝福替尼术后辅助治疗均已进入三期临床，有望拓展相关适应症；EYP-1901玻璃体内植入剂DURAVYU的眼科适应症研究已完成两项Ⅲ期临床研究入组。
- **华东医药**：2025年上半年公司实现营业收入216.75亿元，同比增加3.39%；利润总额达到21.93亿元，同比增加7.06%；实现归母净利润18.15亿元，同比增加7.01%。上半年公司自研管线持续推进：1）内分泌领域，口服GLP-1RA药物HDM1002减重Ⅲ期临床启动，双靶点HDM1005预计四季度进入Ⅲ期；2）肿瘤领域，迈华替尼片获突破性疗法认定，ADC药物HDM2005、PROTAC药物HDM2006进入临床；3）自免领域，拥有20余款在研生物药及小分子创新药。公司已形成ADC、GLP-1和外用制剂三大特色产品矩阵，差异化竞争优势凸显。
- **信立泰**：2025年上半年公司实现营业收入21.31亿元，同比增长4.32%；归属于上市公司股东的净利润3.65亿元，同比增长6.10%。专利及新产品销售放量增长，营收贡献显著提升，其中信立坦、复立坦在核心医院、基层市场及零售电商等渠道均实现较快增长。此外，上半年信超妥、复立安如期获批上市。公司积极筹备医保谈判、准入等工作。

部分Biopharma企业2023~2025H1财务数据(百万元)

公司	贝达药业			华东医药			信立泰		
年份	2023	2024	2025H1	2023	2024	2025H1	2023	2024	2025H1
总收入	2,456	2,892	1,731	40,624	41,906	21,675	3,365	4,012	2,131
yoy	3.3%	17.7%	15.4%	7.7%	3.2%	3.4%	-3.4%	19.2%	4.3%
毛利率	83.5%	81.4%	81.2%	32.4%	33.2%	33.9%	68.6%	72.6%	75.3%
净利率	13.6%	13.4%	7.5%	7.0%	8.3%	8.3%	17.3%	15.1%	17.6%
归母净利润	348	403	140	2,839	3,512	1,815	580	602	365
yoy	139.3%	15.7%	-37.5%	13.6%	23.7%	7.0%	-9.0%	3.7%	6.1%

药品板块2025年中报总结

Biotech代表性企业：重磅品种商业化稳步提升

- **荣昌生物**：2025上半年实现营业收入达11亿元（+48%），归属于上市公司股东的净亏损-4.5亿元，业绩符合预期，泰它西普和维迪西妥单抗持续放量，截至2025年6月30日，自身免疫商业化团队约900人，已准入超过1000家医院。肿瘤科商业化团队超500人，已准入超过1000家医院。BD方面，2025年6月公司将泰它西普有偿许可给Vor Bio，取得价值1.25亿美元现金及认股权证，最高可达41.05亿美元的临床注册及商业化里程碑付款，以及高个位数至双位数销售提成款。2025年8月，公司将RC28-E注射液有偿许可给参天中国，根据协议，荣昌生物将从参天中国取得2.5亿元人民币的不可退还且不可抵扣的首付款，以及最高可达5.2亿元人民币的开发及监管里程碑付款和最高可达5.25亿元人民币的销售里程碑付款。研发与适应症拓展方面，泰它西普中国治疗重症肌无力适应症于2025年5月批准上市，治疗原发性干燥综合症(pSS)的III期临床试验于2025年8月达到主要研究终点。维迪西妥单抗联合特瑞普利单抗一线治疗HER2+尿路上皮癌的上市许可申请于2025年6月获得受理。
- **泽璟制药**：2025年上半年实现营业收入3.8亿元（+56.1%），归母净利润-0.7亿元，业绩符合预期。多纳非尼、重组人凝血酶、吉卡昔替尼、注射用重组人促甲状腺激素等已上市或临近上市产品商业化稳步推进。研发方面，公司重点推动以注射用ZG005（PD-1/TIGIT）、注射用ZG006（CD3/DLL3/DLL3）为代表的抗体新药的后续临床研发进程。公司在今年的ASCO大会中公布了包括ZG006、ZG005等产品在内的28项最新临床研究数据，其中ZG006单药治疗在三线及以上小细胞肺癌患者中展现出显著的抗肿瘤活性及良好的安全性，ZG005在二线及以上宫颈癌患者中展现出优异的抗肿瘤活性和良好的安全性。

主要Biotech 2023~2025H1财务数据(百万元)

公司	荣昌生物			泽璟制药		
年份	2023	2024	2025Q1	2023	2024	2025Q1
总收入	1,083	1,717	1,098	386	533	376
yoy	40.3%	58.5%	48.0%	27.8%	37.9%	56.1%
毛利率	77.4%	80.4%	84.1%	92.4%	93.1%	89.7%
净利率	-139.5%	-85.5%	-40.9%	-76.4%	-28.2%	-20.1%
归母净利润	-1,511	-1,468	-450	-279	-138	-73
yoy	-51.3%	2.8%	42.4%	39.1%	50.5%	-9.4%

药品板块2025年中报总结

转型创新代表性企业：以传统业务为基，创新转型注入新动能

- **恩华药业**：公司2025上半年实现营业收入30.1亿元，同比增长8.9%，实现归母净利润7亿元，同比增长+11.4%；实现扣非归母净利润7亿元，同比增长10.3%。其中麻醉线收入16.3亿元（同比+7.3%），主要依赖管制麻醉药（即“羟瑞舒阿”组合）快速放量。在研创新管线方面，公司目前共有17项在研创新药项目，其中完成Ⅲ期临床1项（NH600001乳状注射液）；完成Ⅱ期临床研究项目2项（NHL35700片、YH1910-Z02注射液）；开展Ⅱ期临床研究项目2项（NH102鼻喷剂）；开展Ⅰ期临床研究项目6项（NH130片、NH104片、Protollin鼻喷剂、NH160030片、NH140068片、NH280105胶囊）。
- **亿帆医药**：2025年上半年公司实现营业收入26.4亿元，同比增长0.1%；实现归母净利润3.0亿元，同比增长19.9%。实现扣非归母净利润2.4亿元，同比增长32.2%。其中，国内药品市场实现营业收入19.2亿元，同比增长3.6%；其中国内医药自有（含进口）实现入17.7亿元，同比增长7.2%。其中亿立舒和易尼康两款创新药合计实现销售收入同比增长169.6%，亿立舒发货同比增长96.0%。亿立舒上半年共发货22万支，预计全年将实现发货40万支以上、海外发货4万支以上，持续快速起量。

部分转型创新企业2023~2025H1财务数据(百万元)

公司	恩华药业			亿帆医药		
年份	2023	2024	2025H1	2023	2024	2025H1
总收入	5,042	5,698	3,010	4,068	5,160	2,635
yoy	17.3%	13.0%	8.9%	6.0%	26.8%	0.1%
毛利率	72.8%	73.6%	75.2%	47.8%	47.4%	48.6%
净利率	20.5%	20.0%	23.3%	-21.8%	6.3%	10.8%
归母净利润	1,037	1,144	700	-551	386	304
yoy	15.1%	10.3%	11.4%	-388.2%	170.0%	19.9%

药品板块2025年中报总结

生物药代表性企业：立足核心产品，拓展新技术、新管线

- **长春高新**：2025年上半年实现营业收入66.03亿元，较上年同期降低0.54%；实现归属于上市公司股东净利润9.83亿元，较上年同期降低42.85%。其中，金赛药业实现收入54.69亿元，较上年同期增长6.17%；实现归属于母公司所有者的净利润11.08亿元，较上年同期降低37.35%。新产品方面，伏欣奇拜单抗（粉剂）获批上市，伏欣奇拜单抗（水剂）、亮丙瑞林注射乳剂等产品上市申请相继获得受理。IL-1 β 靶点的伏欣奇拜单抗适用于对非甾体类抗炎药和/或秋水仙碱禁忌、不耐受或缺乏疗效的，以及不适合反复使用类固醇激素的成人痛风性关节炎急性发作，具有优异的减痛疗效，并可显著延缓复发，国内管线稀缺，现有治疗手段有限。
- **特宝生物**：2025年上半年实现营收15.1亿元，同比增长27.0%；实现归母净利润4.3亿元，同比增长40.6%；实现扣非归母净利润4.3亿元，同比增长30.7%，主要受益于乙肝临床治愈基石产品派格宾的持续放量。当前长效干扰素渗透率相较于广大的慢乙患者数量仍较低，随着医生与患者认识的提升、联合用药的策略优化、慢乙肝临床治愈研究的推进，仍有成长空间。新品方面，2025年5月底公司自主研发的国家1类新药长效生长激素产品批上市。研发方面，2025H1公司通过全资子公司伯赛基因收购基因治疗公司九天生物的腺相关病毒（AAV）基因治疗技术平台和管线产品，涉及眼科、心脏疾病及脊髓性肌肉萎缩症（SMA）等领域，同时稳步推进慢乙肝临床治愈研究项目、YPEG-EPO、ACT300、ACT500等研究项目的临床进展。

部分生物药企业2023~2025H1财务数据(百万元)

公司	长春高新			特宝生物		
年份	2023	2024	2025H1	2023	2024	2025H1
总收入	14,566	13,466	6,603	2,100	2,817	1,511
yoy	15.4%	-7.6%	-0.5%	37.6%	34.1%	27.0%
毛利率	86.0%	85.7%	83.4%	93.3%	93.5%	93.0%
净利率	32.8%	20.1%	14.1%	26.4%	29.4%	28.3%
归母净利润	4,532	2,583	983	555	828	428
yoy	9.5%	-43.0%	-42.8%	93.5%	49.0%	40.6%

医疗器械板块2025年中报总结

医疗器械：2025H1业绩有所承压，子板块表现分化

- **2025H1医疗器械板块总结：**器械板块(85家样本公司) 2025H1收入968亿元(-5%)，归母净利润186亿元(-16.9%)，业绩有所承压。主要因为：1) 国内：宏观环境趋严背景下，2024年医院招投标节奏放缓，24Q3开始逐渐恢复正常节奏，叠加设备以旧换新政策逐步落地，医疗设备板块业绩或将兑现在25H2。IVD板块面临集采调价和补税现状，短期业绩承压。2) 海外：企业多处于前期投入阶段，费用率偏高，收入规模暂未打开。建议关注地缘政治导致的中美关税和欧盟IPI出海降速风险。新冠相关标的在2023年已基本完成进行基数消化、商誉计提和减值，相关企业的常规业务发展步入正轨。利润端下滑速度更快，主要因市场竞争激烈和集采加速，毛利率有所波动；出海和市场开拓下，销售、研发费用率等处于较高水平。分业务看，设备、IVD和低耗板块在25H1承压，高值整体保持稳中有升。
- **强调自主可控和国产替代，建议关注政策动态变化。**“内需+出口”仍是2025年主旋律。**展望未来**，随着反腐常态化、新版配置证，叠加持续性的以旧换新重大利好政策逐步体现到报表端，将会驱动相关医疗设备需求，**重点关注2025年新一轮以旧换新政策开展及落地节奏**。家用设备如呼吸机、CGM等受老龄化、消费政策和中美关系影响，**建议关注出海进度**。IVD和高值耗材集采范围持续扩大，但降幅规则趋于温和，无需过度担忧，**建议重点关注国产龙头以及具有出海逻辑标的**。低值耗材库存压力接近尾声，业绩逐步恢复稳态。此外2025年**需要关注美国关税及行业政策对医疗器械板块的影响**。
- **2025H2关注三个方向及其相关标的：**
 - 1) **“常态化”(反腐+控费)医疗刚需下的国产替代：**神经介入(赛诺医疗)、主动脉及外周介入(心脉医疗)、骨科(爱康医疗、春立医疗)、以旧换新(联影医疗、迈瑞医疗、开立医疗、澳华内镜)、电生理(微电生理)、TAVR(佰仁医疗)、内镜耗材(开立医疗、澳华内镜、南微医学)、神经外科、人工晶体等。
 - 2) **出海：**神经介入(赛诺医疗)、家用呼吸机(美好医疗、瑞迈特、鱼跃医疗)、低值耗材(英科医疗、山东药玻、振德医疗)、IVD(新产业、普门科技、迈瑞医疗、万孚生物)、CGM(三诺生物)、设备(迈瑞医疗、祥生医疗、联影医疗、理邦仪器)、NASH检测(福瑞股份)。
 - 3) **主题投资(AI+脑机接口+测序)：**AI健康管理(美年健康)、AI医疗影像(祥生医疗、安必平、迪安诊断)、AI信息化(金域医学、润达医疗)、脑机接口(三博脑科、微创脑科学、翔宇医疗、乐普医疗)、测序(华大智造、圣湘生物)。

风险提示：关税风险、竞争加剧风险、渗透率提升不及预期风险等。

医疗器械板块2025年中报总结

2025年中报器械板块关键财务数据：

- **2025H1器械板块总结：**器械板块(85家样本公司)，2025H1收入968亿元(-5%)，归母净利润186亿元(-16.9%)，主要受到医保控费DRG、竞争格局等影响，2025H1利润承压。新冠相关标的在2023年已基本完成进行基数消化、商誉计提和减值，相关企业的常规业务发展步入正轨。
- **单季度看，**25Q1/Q2单季度收入同比增速分别为-4.5%/-5.5%，归母净利润同比增速分别为-11.8%/-21.4%，医疗器械板块自24Q4起开始承压。

医疗器械板块2020-25H1关键财务数据(累计)

(亿元)	20A	21A	22A	23A	24A	25H1
营收	1689	1910	2306	1913	1981	968
yoy	52.4%	13.1%	20.7%	-17.1%	3.6%	-5.0%
归母净利润	443	474	603	368	360	186
yoy	130.2%	7.0%	27.2%	-39.0%	-2.1%	-16.9%
毛利率	58.8%	56.1%	55.3%	53.5%	52.9%	52.0%
净利率	26.7%	25.1%	26.5%	19.3%	18.2%	19.2%
销售费用率	13.5%	13.6%	13.1%	16.4%	16.0%	15.7%
管理费用率	5.8%	6.2%	5.9%	7.4%	7.5%	7.5%
财务费用率	0.9%	0.2%	-1.2%	-1.4%	-1.0%	-0.9%
研发费用率	6.7%	7.5%	7.6%	9.2%	10.0%	9.4%

医疗器械板块24Q1-25Q2关键财务数据(单季度)

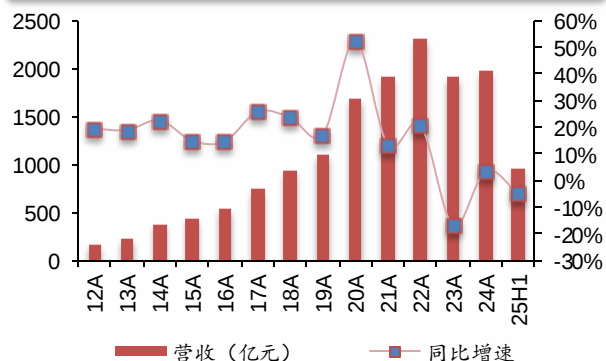
(亿元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
营收	494	525	474	488	472	496
yoy	2.5%	5.4%	4.4%	1.9%	-4.5%	-5.5%
归母净利润	105	119	85	51	93	93
yoy	5.8%	3.1%	-9.6%	-13.8%	-11.8%	-21.4%
毛利率	53.9%	54.9%	52.7%	49.7%	52.4%	51.6%
净利率	21.3%	22.6%	18.0%	10.4%	19.6%	18.8%
销售费用率	15.1%	15.5%	15.4%	18.2%	15.3%	16.1%
管理费用率	6.8%	6.9%	7.7%	8.8%	7.4%	7.7%
财务费用率	-1.0%	-1.3%	0.8%	-2.5%	-0.9%	-1.0%
研发费用率	9.5%	9.0%	10.3%	11.5%	9.5%	9.4%

医疗器械板块2025年中报总结

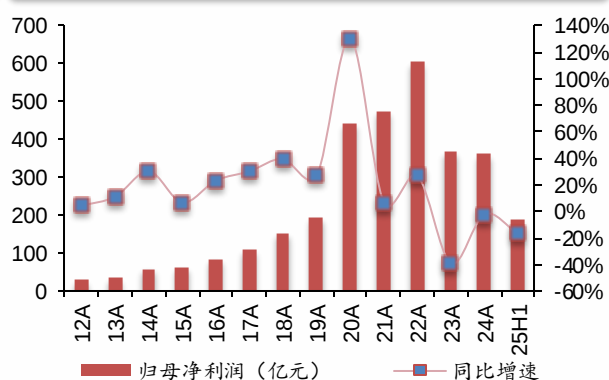
累计报表看：2025H1器械板块表观收入同比下降5%，利润下滑16.9%

- 2025H1收入968亿元(-5%)，归母净利润186亿元(-16.9%)，承压加剧。业绩端增速放缓主要因1)国内：宏观环境趋严背景下，2024年医院招投标节奏放缓，24Q3开始逐渐恢复正常节奏，叠加设备以旧换新政策逐步落地，医疗设备板块业绩或将兑现在25H2。IVD板块面临集采调价和补税现状，短期业绩承压。2)海外：企业多处于前期投入阶段，费用率偏高，收入规模暂未打开。建议关注地缘政治导致的中美关税和欧盟IPI出海降速风险。

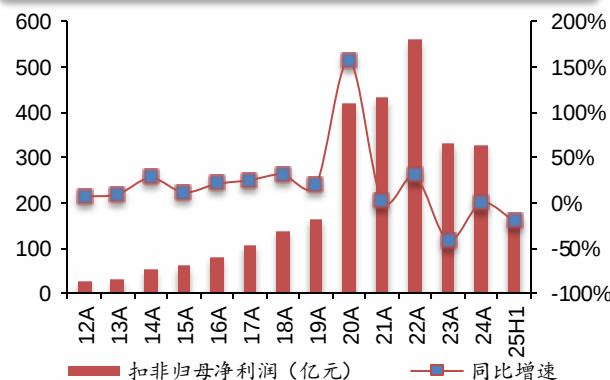
2012~2025H1收入及增速(累计)



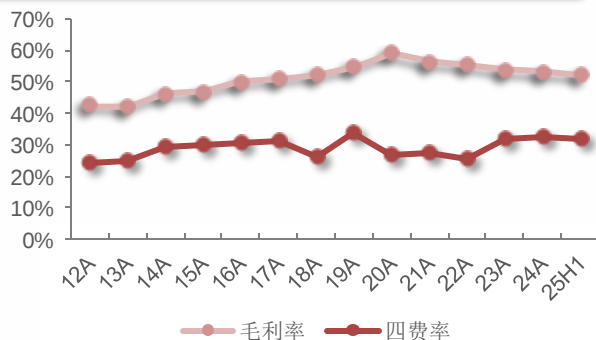
2012~2025H1归母净利润及增速(累计)



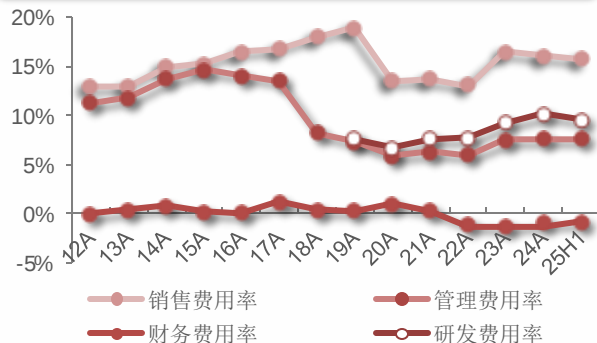
2012~2025H1扣非归母净利润及增速(累计)



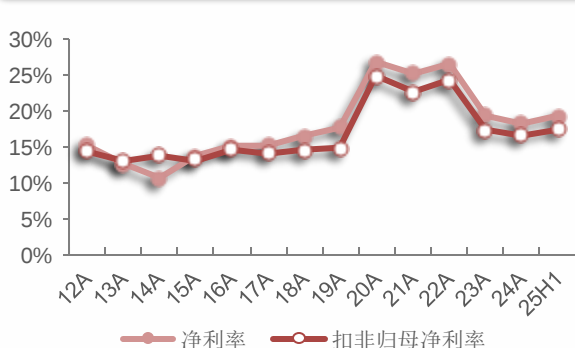
2012~2025H1毛利率与四费率变化趋势(累计)



2012~2025H1期间费用率变化趋势(累计)



2012~2025H1净利率变化趋势(累计)

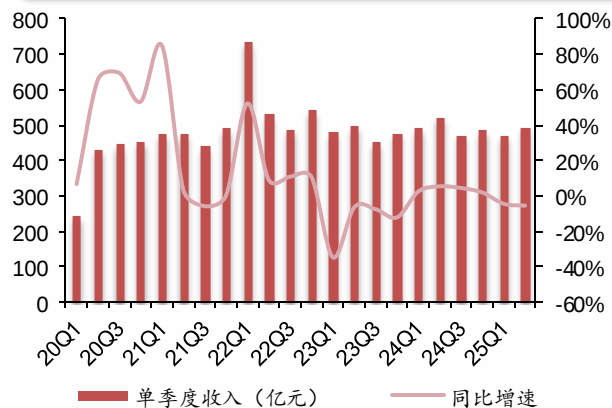


医疗器械板块2025年中报总结

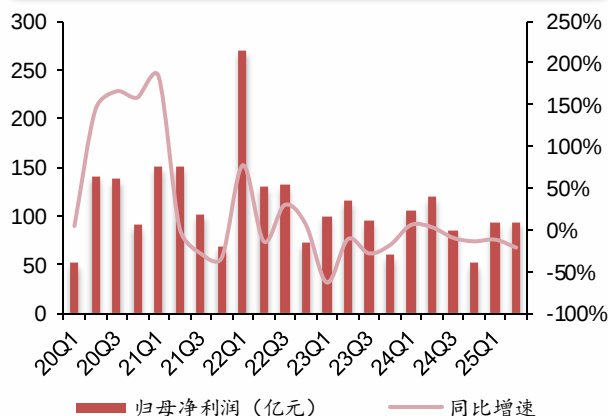
分季度看：25Q2业绩持续承压

- 分季度看，25Q1/Q2单季度收入同比增速分别为-4.5%/-5.5%，归母净利润同比增速分别为-11.8%/-21.4%，板块收入端自25Q1起开始承压，利润端从24Q3开始呈现负增速，原因包括：1）医疗器械板块主要经由经销商入院，调价提前在毛利率端反映。2）部分公司重视海外和市场开拓战略布局，费用端有所提高，25Q2四费率为32.2%(+2.2pp)。

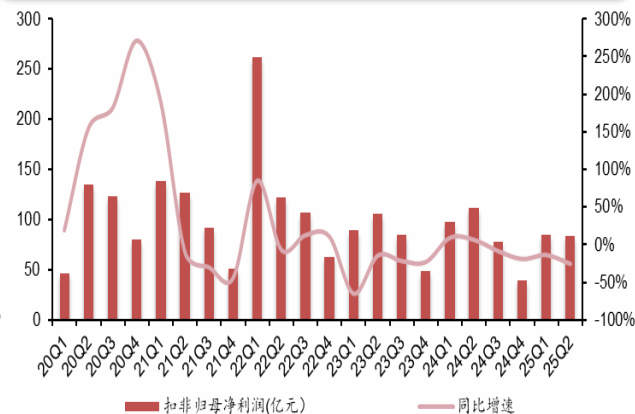
2019~2025Q2收入及增速(单季度)



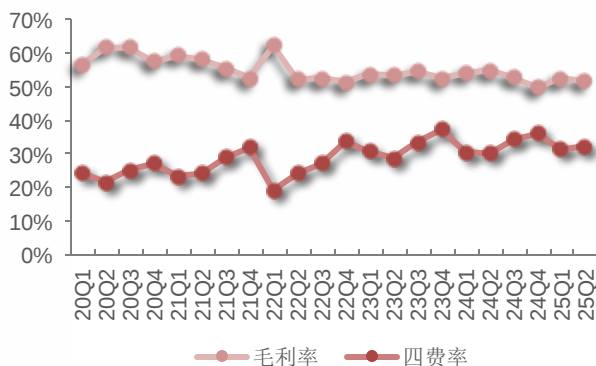
2019~2025Q2归母净利润及增速(单季度)



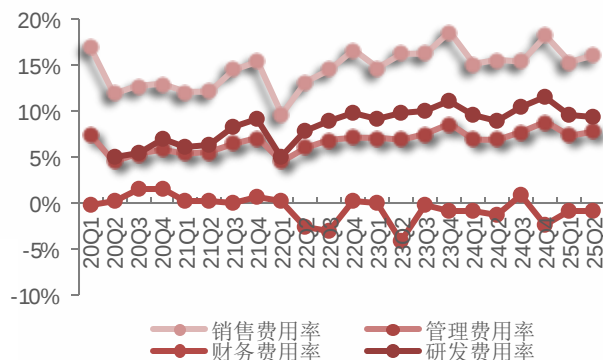
2019~2025Q2扣非归母净利润及增速(单季度)



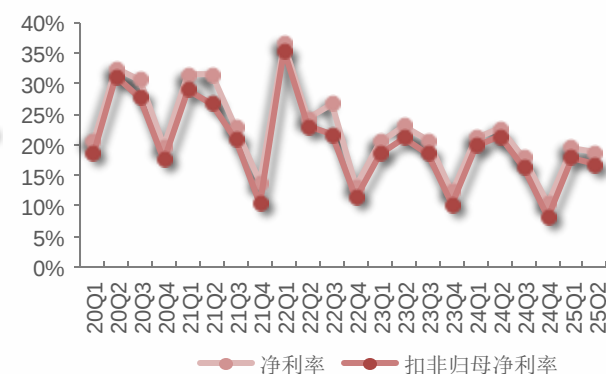
2019~2025Q2毛利率与四费率变化趋势(单季度)



2019~2025Q2期间费用率变化趋势(单季度)



2019~2025Q2净利率变化趋势(单季度)

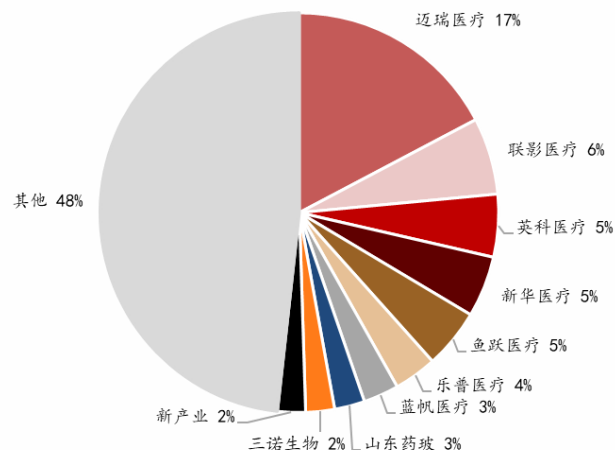


医疗器械板块2025年中报总结

2025H1：44%器械公司净利润实现同比增长，前十净利润贡献约63%

- 2025H1器械板块(85家样本，含科创板)收入实现**正增长**的有**41家**，占比**48%**，无超过**50%增长**的公司；
- 2025H1器械板块(85家样本，含科创板)归母净利润实现**正增长**的有**37家**，占比**44%**，超过**50%增长**有**9家**，占比**11%**；
- **从收入贡献看**，迈瑞医疗、联影医疗、英科医疗、新华医疗、鱼跃医疗、乐普医疗、蓝帆医疗、山东药玻、三诺生物、新产业贡献最高，贡献了52%收入。
- **从归母净利润贡献看**，迈瑞医疗、鱼跃医疗、联影医疗、九安医疗、新产业、英科医疗、乐普医疗、安图生物、惠泰医疗、健帆生物贡献最高，贡献了63%归母净利润。

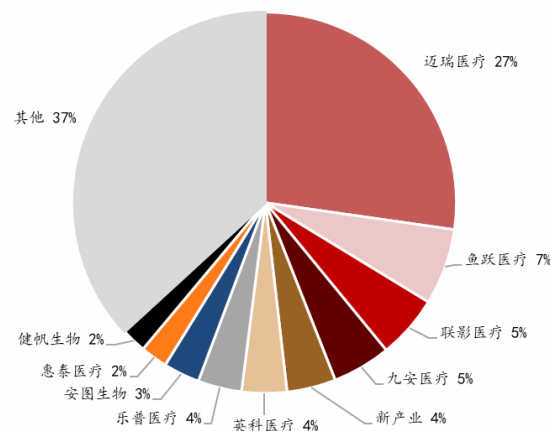
2025H1收入前十占比



子板块2025H1业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	3.56%	0	2	41	44
占比		0%	2%	48%	52%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-2.15%	9	14	37	48
占比		11%	16%	44%	56%

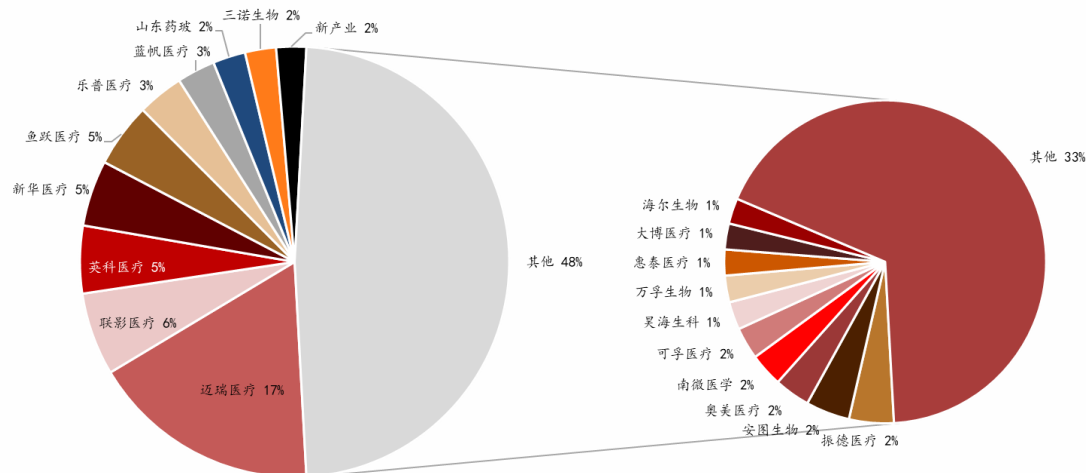
2025H1归母净利润前十占比



医疗器械板块2025年中报总结

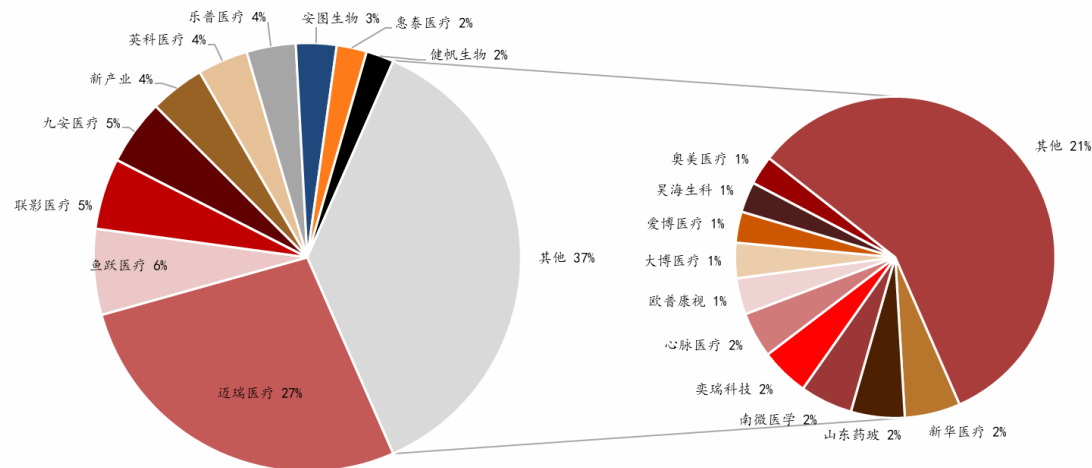
25H1收入前20占比

- 从25H1收入贡献看，迈瑞医疗、联影医疗、英科医疗、新华医疗、鱼跃医疗、乐普医疗、蓝帆医疗、山东药玻、三诺生物、新产业、振德医疗、安图生物、奥美医疗、南微医学、可孚医疗、昊海生科、万孚生物、惠泰医疗、大博医疗、海尔生物贡献了67%收入。



25H1归母净利润前20占比

- 从25H1归母净利润贡献看，迈瑞医疗、鱼跃医疗、联影医疗、九安医疗、新产业、英科医疗、乐普医疗、安图生物、惠泰医疗、健帆生物、新华医疗、山东药玻、南微医学、奕瑞科技、心脉医疗、欧普康视、大博医疗、爱博医疗、昊海生科、奥美医疗贡献了79%归母净利润。



医疗器械板块2025年中报总结

2025年中报医疗器械板块总结：高耗保持稳定，其他板块均有所承压

- **按细分板块：**2025H1设备收394亿元(-5.9%)；IVD收入214亿元(-16.1%)；高耗收入166亿元(+4.5%)，归母净利润40亿元(+0.8%)；低耗收入178亿元(+0.8%)，归母净利润16亿元(-8.1%)。
- **单季度看，**2025Q1/Q2设备单季度收入同比增速分别为-5.4%/-6.4%，IVD单季度收入同比增速分别为-15.4%/-16.9%，高耗单季度收入同比增速分别为+0.6%/+8.3%，低耗单季度收入同比增速分别为+2.1%/-3.5%。**设备、IVD板块在25H1承压，耗材整体保持稳定。**

医疗器械板块2020-25H1关键财务数据(累计)

(亿元)	20A	21A	22A	23A	24A	25H1
营收						
设备	577	660	750	813	794	394
YOY	35.1%	14.4%	13.7%	8.3%	-2.3%	-5.9%
IVD	416	498	894	476	487	214
YOY	45.3%	19.6%	79.6%	-46.8%	2.4%	-16.1%
高值耗材	224	296	305	300	312	166
YOY	10.0%	32.1%	3.0%	-1.6%	3.8%	4.5%
低值耗材	470	454	355	322	369	178
YOY	150.6%	-3.4%	-21.9%	-9.2%	14.6%	-0.8%
归母净利润						
设备	-	-	-	-	-	-
YOY	-	-	-	-	-	-
IVD	-	-	-	-	-	-
YOY	-	-	-	-	-	-
高值耗材	60	72	66	62	62	40
YOY	30.1%	19.0%	-8.9%	-4.7%	-1.5%	0.8%
低值耗材	140	115	32	16	35	16
YOY	503.6%	-17.7%	-72.0%	-48.8%	111.3%	-8.1%

医疗器械板块24Q1-25Q2关键财务数据(单季度)

(亿元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
营收						
设备	198	221	173	202	188	207
YOY	-0.3%	-4.3%	-6.0%	1.5%	-5.4%	-6.4%
IVD	130	126	124	108	110	105
YOY	3.8%	10.0%	7.2%	-10.7%	-15.4%	-16.9%
高值耗材	78	80	76	77	79	87
YOY	2.5%	8.2%	1.4%	3.4%	0.6%	8.3%
低值耗材	87	92	95	94	89	89
YOY	7.2%	19.1%	20.3%	12.1%	2.1%	-3.5%
归母净利润						
设备	-	-	-	-	-	-
YOY	-	-	-	-	-	-
IVD	-	-	-	-	-	-
YOY	-	-	-	-	-	-
高值耗材	21	19	17	5	19	21
YOY	6.0%	14.2%	-1.9%	-46.9%	-7.1%	9.3%
低值耗材	8	10	7	10	10	6
YOY	63.9%	12.8%	77.2%	-1150.6%	27.0%	-36.7%

医疗器械板块2025年中报总结

医疗器械四大领域

- **细分业务有所分化。**细分业务来看，2025H1设备板块的家用设备、康复类、高耗板块的心脑血管、骨科、低耗板块的手套、医用导管敷料耗材表现较好。影像设备、生命信息支持设备、内窥镜、测序仪、IVD板块、肾科、药用玻璃瓶等有所承压，主要因医疗控费政策加紧、地缘政治紧张和竞争加剧。

医疗器械板块2025H1关键财务数据(按细分领域)

主营业务	25H1						25Q1						25Q2					
	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY
医疗设备板块（迈瑞生命信息 & 影像单拆）	39429	-5.9%	-	-	4312	-	18771	-5.4%	-	-	1925	-	20659	-6.4%	-	-	2388	-
影像设备	15911	-2.9%	-	-	1557	-	7543	-2.3%	-	-	636	-	8368	-3.4%	-	-	921	-
家用设备	10216	6.6%	49.4%	18.0%	1839	2.2%	5050	5.8%	48.9%	18.5%	935	-2.9%	5167	7.4%	49.9%	17.5%	904	8.1%
生命信息与支持	6393	-28.4%	-	-	154	-	2881	-27.2%	-	-	65	69.0%	3511	-29.4%	-	-	89	3.2%
内窥镜	1490	-6.1%	62.8%	5.4%	81	-67.3%	701	-8.6%	64.1%	3.7%	26	-81.6%	790	-3.8%	61.6%	6.9%	55	-48.1%
测序仪	1114	-7.9%	52.8%	-9.4%	-104	-65.3%	455	-14.3%	54.7%	-29.3%	-133	33.7%	659	-2.9%	51.6%	4.4%	30	130.6%
康复	811	7.0%	68.3%	20.8%	169	-5.7%	400	10.8%	67.3%	24.0%	96	-1.1%	410	3.5%	69.4%	17.7%	73	-11.2%
自动化药房	290	0.5%	42.9%	-1.2%	-3	-131.4%	133	45.6%	39.5%	-8.1%	-11	23.1%	157	-20.4%	45.8%	4.7%	7	-62.0%
其他	3204	1.1%	48.2%	19.3%	620	-6.9%	1608	-1.5%	47.9%	19.3%	311	-10.4%	1597	3.8%	48.6%	19.4%	309	-3.1%
IVD	21440	-16.1%	-	-	-	-	10977	-15.4%	-	-	-	-	10462	-16.9%	-	-	-	-
免疫	13414	-12.5%	-	-	-	-	6641	-10.8%	-	-	-	-	6773	-14.1%	-	-	-	-
分子	2539	-1.0%	70.9%	12.2%	310	-7.4%	1265	0.6%	72.5%	13.2%	167	-15.7%	1274	-2.7%	69.4%	11.2%	143	4.6%
POCT	3433	-25.8%	64.2%	43.3%	1488	-1.3%	2055	-19.8%	68.5%	33.3%	685	-12.4%	1378	-33.3%	57.9%	58.2%	803	10.8%
生化	1405	-20.7%	59.3%	16.5%	232	-45.9%	694	-20.7%	58.7%	16.4%	114	-43.1%	711	-20.6%	59.8%	16.7%	118	-48.3%
其他	649	-48.7%	49.8%	1.1%	7	-97.1%	324	-61.5%	51.3%	8.6%	28	-82.7%	325	-23.5%	48.3%	-6.3%	-21	-124.4%
高值耗材	16559	4.5%	67.3%	24.3%	4025	0.8%	7868	0.6%	67.0%	24.3%	1912	-7.1%	8691	8.3%	67.6%	24.3%	2113	9.3%
心脑血管	6369	4.6%	68.2%	25.4%	1616	4.2%	3106	-1.1%	67.5%	25.2%	784	-7.4%	3262	10.7%	68.8%	25.5%	833	18.1%
眼科	2962	-0.4%	69.7%	22.8%	674	-12.2%	1454	2.3%	70.4%	23.6%	343	-12.8%	1508	-2.9%	69.1%	22.0%	331	-11.5%
骨科	2609	16.1%	69.5%	21.3%	556	54.7%	1153	8.1%	68.1%	20.6%	237	38.0%	1456	23.3%	70.6%	21.9%	319	70.0%
肾科	2252	-8.4%	59.6%	24.9%	560	-20.5%	1098	-11.3%	59.7%	25.5%	280	-25.0%	1155	-5.5%	59.4%	24.3%	280	-15.5%
其他	2367	13.8%	67.0%	26.1%	618	1.6%	1057	10.6%	67.4%	25.4%	268	-2.0%	1310	16.5%	66.7%	26.7%	350	4.5%
低值耗材	5620	-8.7%	29.8%	10.1%	569	-33.2%	2850	-6.7%	29.8%	12.7%	363	-14.0%	2769	-10.7%	29.7%	7.4%	206	-52.1%
手套	7694	2.3%	20.7%	7.5%	576	34.9%	3972	8.6%	21.6%	10.8%	430	208.6%	3722	-3.6%	19.7%	3.9%	146	-49.3%
医用导管及敷料	4522	5.1%	34.3%	9.9%	449	-1.2%	2098	3.9%	34.7%	9.4%	197	-9.6%	2423	6.2%	34.0%	10.4%	252	6.5%
药用玻璃瓶	3196	-11.4%	28.9%	13.3%	426	-25.3%	1680	-5.6%	28.8%	16.4%	275	3.2%	1516	-17.0%	29.0%	10.0%	151	-50.3%
注射穿刺类	1867	-6.4%	30.9%	4.9%	92	-50.3%	906	-9.8%	31.1%	6.7%	60	-45.3%	961	-3.1%	30.7%	3.3%	32	-57.7%
其他	557	0.6%	31.3%	9.0%	50	-47.2%	264	-2.7%	32.4%	10.4%	27	-39.2%	292	3.8%	30.3%	7.8%	23	-54.3%

医疗器械板块2025年中报总结

器械板块主要细分领域表现：医疗设备

❑ **医疗设备**：2025H1收入394.3亿元（-5.9%），25Q2收入206.6亿元（-6.4%）。受公开招标到收入确认周期拉长、去年同期基数较高、国内价格竞争以及县域集采降价的影响，25H1医疗设备板块增速有所放缓。25Q3开始医疗设备以旧换新项目收入确认有望体现在报表端，部分设备厂商25年重点仍在产品去库存。

医疗设备领域2025H1板块财务数据

主营业务	2025H1						2025Q2					
	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY
医疗设备板块（迈瑞生命信息及影像单拆归类）	39430	-5.9%	-	-	-	-	20659	-6.4%	-	-	-	-
影像设备	15911	-2.9%	-	-	-	-	8368	-3.4%	-	-	-	-
家用设备	10216	6.6%	49.4%	18.0%	1839	2.2%	5167	7.4%	49.9%	17.5%	904	8.1%
生命信息与支持	6393	-28.4%	-	-	-	-	3511	-29.4%	-	-	-	-
内窥镜	1490	-6.1%	62.8%	5.4%	81	-67.3%	790	-3.8%	61.6%	6.9%	55	-48.1%
康复	811	7.0%	68.3%	20.8%	169	-5.7%	410	3.5%	69.4%	17.7%	73	-11.2%
自动化药房	290	0.5%	42.9%	-1.2%	-3	-131.4%	157	-20.4%	45.8%	4.7%	7	-62.0%
测序仪	1114	-7.9%	52.8%	-9.4%	-104	65.3%	659	-2.9%	51.6%	4.4%	30	130.6%
其他	3204	1.1%	48.2%	19.3%	620	-6.9%	1597	3.8%	48.6%	19.4%	309	-3.1%

医疗器械板块2025年中报总结

器械板块主要细分领域表现：医疗设备

□ 影像设备：受公开招标到收入确认周期拉长、去年同期基数较高、国内价格竞争以及县域集采降价的影响，25H1医疗设备板块有所承压

- 2025H1收入159.1亿（-2.9%），2025Q2收入83.7亿元（-3.4%）。25H1受公开招标到收入确认周期拉长、去年同期基数较高、国内价格竞争以及县域集采降价的影响，25H1医疗设备板块有所承压，其中个股业绩增速表现情况较为分化。此外，考虑到海外市场占全球80%比重，随着国产品牌技术突破和产品升级，海外市场逐渐成为战略重心。伴随着高端化智能化升级，海外市场快速拓展，“一带一路”机遇亦引领医疗器械出口市场增长。
- 展望未来，后续随着反腐的常态化以及设备以旧换项目逐步收入确认到报表端，预计业绩将会逐步回暖。同时部分设备厂商25年重点在降低渠道库存率。高端影像领域建议关注：**联影医疗、迈瑞医疗、开立医疗、祥生医疗、理邦仪器**。

□ 测序仪：政策催化下国产替代加速

- 2025H1收入11.1亿（-7.9%），2025Q2收入6.6亿元（-2.9%）。2025年2月，商务部将illumina纳入不可靠实体清单，在华业务受到限制，存量设备预计在未来3年内陆续替换为其他产品，行业竞争格局面临重塑，本土测序厂商将加速替代。2024年全球测序仪新增销售装机超4500台，其中华大智造新增约1270台，市场份额占28%；据众成数科数据，25H1国内共招标测序仪196台，华大市占率达32%，赛默飞、海尔施、贝瑞和Illumina市占率分别为4%、4%、2%和2%，国产份额持续提升。建议关注：**华大智造**。

□ 家用设备：呼吸业务承压见底，出海增速整体平稳。

- 2025H1收入102.2亿（+6.6%），2025Q2收入51.7亿元（+7.4%）。2024年主要受到国内消费疲软和海外去库存的影响短期承压，25H1板块恢复稳健增速。其中美好医疗及瑞迈特呼吸机业务的库存影响在24H2已基本消退，但仍需关注关税对呼吸机业务的影响。CGM相关业务需求持续增长。
- 展望未来，2025年预计国内需求依旧疲软，但相关企业海外布局加速，需关注海外贸易和取证上市进度（**瑞迈特、美好医疗、鱼跃医疗**）、CGM（**三诺生物**）。

□ 内窥镜设备：受国内价格竞争以及渠道库存率偏高的影响，25H1医疗设备板块有所承压

- 2025H1收入14.9亿（-6.1%），2025Q2收入7.9亿元（-3.8%），25年重点关注板块内公司去库存节奏。板块内收录的上市公司较少，仅包括开立医疗、澳华内镜、海泰新光，迈瑞医疗的硬镜业务未计算在内。根据众成数科，2023年消化道软镜国产化率已快速提升至17%，呼吸科国产化率已提升至28%，硬镜国产化率已提升至19%，国产化率进一步提升的逻辑不断兑现。
- 我们搭建量价模型，根据各级医院数量、微创渗透率、科室平均配置硬镜数量、单台主机配备镜体数量、主机及镜体的单价、更换周期以及国产化率的假设，测算2030年中国硬镜整机市场有望达到100亿元，根据软镜渗透率及一些假设，测算2030年中国软镜整机市场有望超过120亿元。
- 硬镜技术上趋于4K+荧光+3D多模态融合，软镜技术更加注重操控性、耐用性、稳定性以及AI的融合。硬镜领域关注国产硬镜龙头**迈瑞医疗、海泰新光、开立医疗**。软镜受益于胃镜、肠镜检查渗透率的提升，行业持续扩容，国产软镜龙头**开立医疗、澳华内镜**有望突围。

医疗器械板块2025年中报总结

器械板块主要细分领域表现：医疗设备

各主营业务按市值排序

主营业务	公司	2025H1						2025Q2					
		营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY
影像	迈瑞医疗	3,312	-22.5%	-	-	-	-	1,386	-37.1%	-	-	-	-
	联影医疗	6016	12.8%	47.9%	16.4%	998	5.0%	3538	18.6%	46.5%	17.6%	628	7.0%
	福瑞股份	713	11.0%	75.3%	10.9%	52	-31.1%	383	19.8%	74.0%	9.5%	23	-28.6%
	新华医疗	4790	-7.6%	25.2%	8.1%	386	-20.3%	2483	-6.6%	26.5%	9.2%	225	-17.6%
	万东医疗	843	20.5%	35.2%	6.1%	51	-39.5%	470	20.0%	33.1%	3.6%	16	-68.4%
	祥生医疗	236	-4.6%	60.6%	29.5%	70	-14.3%	108	1.4%	59.8%	25.9%	28	-21.6%
家用设备	鱼跃医疗	4659	8.2%	50.4%	25.7%	1203	7.4%	2223	7.1%	50.4%	25.9%	578	25.4%
	三诺生物	2264	6.1%	51.9%	8.0%	181	-8.5%	1222	9.2%	54.6%	8.2%	109	-6.9%
	美好医疗	733	3.7%	37.5%	15.6%	114	-32.4%	437	2.9%	36.3%	14.3%	62	-43.8%
	可孚医疗	1496	-4.0%	52.5%	11.1%	167	-9.5%	758	0.9%	52.8%	9.9%	76	-9.3%
	瑞迈特	544	42.3%	52.2%	24.6%	131	42.2%	279	46.5%	54.6%	21.8%	59	39.9%
	乐心医疗	521	4.6%	35.0%	7.9%	42	21.4%	248	-0.7%	32.4%	7.4%	19	-8.7%
生命信息与支持	迈瑞医疗	5479	-31.6%	-	-	-	-	3018	-32.8%	-	-	-	-
	理邦仪器	914	-0.9%	58.6%	17.0%	154	23.5%	493	3.1%	58.8%	18.3%	89	3.2%
内窥镜	开立医疗	964	-4.8%	62.1%	4.9%	47	-72.4%	534	0.2%	61.2%	7.3%	39	-44.7%
	澳华内镜	260	-26.4%	62.4%	-15.7%	-41	-820.0%	137	-25.8%	58.8%	-8.9%	-12	-512.6%
	海泰新光	266	20.5%	65.8%	27.3%	74	5.5%	119	15.5%	66.9%	22.5%	28	-13.6%
康复	伟思医疗	210	9.9%	66.1%	32.9%	69	39.7%	115	10.2%	65.6%	31.5%	36	29.6%
	麦澜德	241	5.6%	70.9%	26.7%	64	-12.0%	123	-0.9%	71.0%	20.4%	24	-33.8%
	翔宇医疗	359	6.3%	67.9%	9.3%	35	-37.5%	173	2.5%	70.7%	6.4%	12	-29.1%
自动化药房	健麾信息	159	9.0%	44.7%	1.3%	5	-83.0%	82	-25.7%	51.8%	0.8%	2	-93.4%
	艾隆科技	131	-8.1%	40.7%	-7.3%	-8	55.5%	75	-13.6%	39.1%	7.1%	6	-218.5%
测序仪	华大智造	1114	-7.9%	52.8%	-9.4%	-104	65.3%	659	-2.9%	51.6%	4.4%	30	130.6%
其他	奕瑞科技	1067	3.9%	53.0%	30.5%	335	8.8%	585	9.3%	56.3%	32.4%	191	13.9%
	海尔生物	1196	-2.3%	46.3%	12.3%	143	-39.1%	507	-5.6%	43.5%	6.1%	32	-66.4%
	麦克奥迪	691	5.6%	40.6%	13.0%	92	18.5%	375	5.3%	39.6%	14.8%	57	24.6%
	戴维医疗	251	-5.5%	58.4%	20.3%	51	9.6%	130	17.7%	59.6%	21.8%	28	237.4%

医疗器械板块2025年中报总结

影像：受公开招标到收入确认周期拉长、去年同期基数较高、国内价格竞争以及县域集采降价的影响，25H1医疗设备板块有所承压

- ❑ 2025H1收入159.1亿（-2.9%），2025Q2收入83.7亿元（-3.4%）。25H1受公开招标到收入确认周期拉长、去年同期基数较高、国内价格竞争以及县域集采降价的影响，25H1医疗设备板块有所承压，其中个股业绩增速表现情况较为分化。此外，考虑到海外市场占全球80%比重，随着国产品牌技术突破和产品升级，海外市场逐渐成为战略重心。伴随着高端化智能化升级，海外市场快速拓展，“一带一路”机遇亦引领医疗器械出口市场增长。
- ❑ **联影医疗**：2025H1收入60.2亿元（+12.8%），归母净利润10亿元（+5%）。随着招投标市场回暖，业绩实现同比复苏。分地区看，公司2025上半年国内市场实现收入48.7亿元（+10.7%），国内业务占比仍旧较高，25H1设备更新政策加速落地，招投标市场显著回暖。同时，公司高端产品占比提升，民营市场的拓展也成效显著；海外市场收入11.4亿元（+22.5%），收入占比19%。MR、MI深耕欧美高端市场与亚太新兴市场；XR与DSA保持高增；五大产品线协同释放动能。硬件+服务闭环逐步形成，验证规模化与长效增长潜力。
- ❑ **迈瑞医疗**：2025H1收入167.4亿元（-18.45%），归母净利润50.7亿元（-33%）。公司预计第三季度营业收入同比增速将实现转正，业绩迎来拐点。分业务来看，生命信息与支持业务实现营业收入54.8亿元（-31.6%）。体外诊断业务实现营业收入64.2亿元（-16.1%）。医学影像业务实现营业收入33.1亿元（-22.5%）。公司已经完成了“设备+IT+AI”的数智医疗生态系统搭建，以医疗物联网和设备融合创新为基础，“瑞智、瑞检、瑞影”专科信息系统为载体，并结合持续进化的启元AI垂域大模型，最终实现精准诊疗个体化，助力高水平医疗均质化，赋能医院管理精益化，开创数智医疗新范式。瑞智重症决策辅助系统&启元重症大模型，专为重症医学科设计，通过整合设备数据与AI技术，实现患者全程监测和个体化诊疗支持，推动重症诊疗的规范化与高效化。截至25H1，瑞智重症决策辅助系统&启元重症大模型实现装机医院8家，其中包括浙江大学医学院附属第一医院、上海交通大学医学院附属仁济医院、广西医科大学第一附属医院、沈阳市第一人民医院、苏州市立医院、北京大学深圳医院、上海市第一人民医院和深圳市中西医结合医院。瑞智麻醉决策辅助系统&启元麻醉大模型实现装机医院2家，分别为上海交通大学医学院附属仁济医院和上海市老年医学中心。

主要影像上市公司25H1财务数据（百万元）

公司	联影医疗		万东医疗		迈瑞医疗		祥生医疗		开立医疗	
年份	2025H1	2025Q2	2025H1	2025Q2	2025H1	2025Q2	2025H1	2025Q2	2025H1	2025Q2
总收入	6,016	3538	843	470	16,743	8506	236	108	964	534
yoy	12.8%	18.6%	20.5%	20.0%	-18.5%	-23.8%	-4.6%	1.4%	-4.8%	0.2%
毛利率	47.9%	46.5%	35.2%	33.1%	61.7%	60.8%	60.6%	59.8%	62.1%	61.2%
净利率	16.6%	17.7%	6.1%	3.5%	30.3%	28.7%	29.5%	25.9%	4.9%	7.3%
归母净利润	998	628	51	16	5,069	2,440	70	28	47	39
yoy	5.0%	7.0%	-39.5%	-68.4%	-33.0%	-44.6%	-14.3%	-21.6%	-72.4%	-44.7%

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券整理及分析

医疗器械板块2025年中报总结

测序仪：illumina受制让出国内空间，国产测序产业链迎来契机

- ❑ **Illumina 列入不可靠实体清单，国产测序产业链迎来契机。**2月4日，中国商务部发布《不可靠实体清单工作公告》，将美国PVH集团和Illumina公司列入不可靠实体清单，相关在华业务将受到限制，部分已中标订单也作废。预计将对国内基因检测行业产生连锁反应。本土基因测序厂商有望迎来发展契机，建议关注基因测序产业链标的以及后续中美贸易关系走向。
- ❑ **华大智造：**2025H1实现收入11.1亿元（-7.9%），归母净利润-1亿元（+65.3%）。2024年全球测序仪新增销售装机超4500台，其中华大智造新增约1270台，市场份额占28%；据众成数科数据，25H1国内共招标测序仪196台，华大市占率达32%，赛默飞、海尔施、贝瑞和Illumina市占率分别为4%、4%、2%和2%，国产份额持续提升。
- ❑ **圣湘生物：**子公司真迈测序产品矩阵丰富，技术路线与illumina相近，有天然替换优势。2025年1月，公司SansureSeq1000高通量测序仪获批上市，有望抢占国产替代窗口期。

主要测序仪上市公司2025H1财务数据（百万元）

公司	华大智造		
时间	25H1	25Q1	25Q2
总收入	1114	455	659
yoy	-7.9%	-14.3%	-2.9%
毛利率	52.8%	54.7%	51.6%
归母净利润	-104	-133	30
yoy	65.3%	33.7%	130.6%

医疗器械板块2025年中报总结

家用设备：25H1业绩表现稳健，海外布局加速

- 家用设备板块2025H1实现收入102亿元（+6.6%），归母净利润18亿元（+2.2%），2024年主要受到国内消费疲软和海外去库存的影响短期承压，25H1板块恢复稳健增速。其中美好医疗及瑞迈特呼吸机业务的库存影响在24H2已基本消退，但仍需关注关税对呼吸机业务的影响。CGM相关业务需求持续增长。展望未来，2025年预计国内需求依旧疲软，但相关企业海外布局加速，需关注海外贸易和取证上市进度。
- **瑞迈特**：25H1收入5.4亿元（+42.3%），归母净利润1.3亿元（+42.2%）。24年公司因美国市场飞利浦产品在限定时间召回的偶发性影响导致渠道库存积压，24H2起库存压力减小，25H1逐渐恢复正常经营节奏，建议关注后续中美关税影响。
- **美好医疗**：25H1收入7.3亿元（+3.7%），归母净利润1.1亿元（-32.4%），利润端短期受关税压制，订单交付节奏放缓。公司积极向血糖管理、心血管、IVD等高潜力赛道拓展，其中血糖管理业务进展迅速，胰岛素注射笔已于2024年实现规模化量产，有望在2025年贡献收入增量。CGM（持续血糖监测）组件已进入交付准备期，后续订单落地值得期待。
- **鱼跃医疗**：25H1收入47亿元（+8.2%），归母净利润12亿元（+7.4%）。公司海外市场表现亮眼，多款产品获得欧盟MDR认证，全球销售渠道稳步拓展。25H1实现海外收入6亿元（+26.6%），收入占比提升2pp。
- **三诺生物**：25H1收入23亿元（+6.1%），归母净利润2亿元（-8.5%）。CGM快速增长，海外注册证加速推进。

主要家用设备上市公司2025H1财务数据（百万元）

公司	瑞迈特			美好医疗			鱼跃医疗			三诺生物		
时间	25H1	25Q1	25Q2	25H1	25Q1	25Q2	25H1	25Q1	25Q2	25H1	25Q1	25Q2
总收入	544	265	279	733	296	437	4659	2436	2223	2264	1042	1222
yoy	42.3%	38.1%	46.5%	3.7%	5.0%	2.9%	8.2%	9.2%	7.1%	6.1%	2.8%	9.2%
毛利率	52.2%	49.6%	54.6%	37.5%	39.3%	36.3%	50.4%	50.3%	50.4%	51.9%	48.7%	54.6%
归母净利润	131	72	59	114	52	62	1203	625	578	181	72	109
yoy	42.2%	44.1%	39.9%	-32.4%	-10.6%	-43.8%	7.4%	-5.3%	25.4%	-8.5%	-10.9%	-6.9%

医疗器械板块2025年中报总结

内镜设备：受国内价格竞争以及渠道库存率偏高的影响，25H1医疗设备板块有所承压

- ❑ 2025H1收入14.9亿（-6.1%），2025Q2收入7.9亿元（-3.8%），25年重点关注板块内公司去库存节奏。板块内收录的上市公司较少，仅包括开立医疗、澳华内镜、海泰新光，迈瑞医疗的硬镜业务未计算在内。根据众成数科，2023年消化道软镜国产化率已快速提升至17%，呼吸科国产化率已提升至28%，硬镜国产化率已提升至19%，国产化率进一步提升的逻辑不断兑现。
- ❑ 我们搭建量价模型，根据各级医院数量、微创渗透率、科室平均配置硬镜数量、单台主机配备镜体数量、主机及镜体的单价、更换周期以及国产化率的假设，测算2030年中国硬镜整机市场有望达到100亿元，根据软镜渗透率及一些假设，测算2030年中国软镜整机市场有望超过120亿元。
- ❑ **开立医疗**：2025H1收入9.6亿元（-4.8%），归母净利润0.47亿元（-72.4%）。25Q2收入5.3亿元（+0.2%），归母净利润0.4亿元（-45%）。H1终端医院招标采购强劲复苏，其中超声行业招标额同比增长超50%，公司自身中标额增速达110%。但由于渠道尚在去库存阶段，强劲的终端需求向收入端的传导存在一定滞后。2025年为公司“产品大年”。高端4K内镜HD-650已于H1获批上市，市场反馈积极。高端超声S80/P80平台持续迭代，产科超声AI技术“凤眼S-Fetus”获国内首张相关注册证。公司正处于战略投入期，新兴业务的快速放量 and 高端产品的持续推出，有望优化产品结构，提升长期竞争力。随着渠道库存逐步消化及终端需求持续向好，预计下半年业绩将迎来改善拐点
- ❑ **澳华内镜**：2025H1收入2.6亿元（-26.4%），归母净利润-0.41亿元（-820%）。25Q2收入1.4亿元（-25.8%），归母净利润-0.12亿元（-512.6%）。业绩下滑主要系公司在国内市场为迎接新品，主动进行AQ-300渠道去库存，导致国内业务收入阶段性调整。公司新一代旗舰机型AQ-400主机及镜体已获批，预计2025年Q4正式上市，2026年开始贡献主要增量。AQ-400在功能上对标国际龙头奥林巴斯最新X1平台，并具备3D等差异化优势，有望在行业升级换代周期中提升高端市场份额。
- ❑ **海泰新光**：2025H1收入2.7亿元（+20.5%）；归母净利润0.74亿元（+5.5%）。25Q2收入1.2亿元（+15.5%）；归母净利润0.3亿元（-13.6%）。利润增速低于收入主要系公司加大国内外市场及研发投入、汇兑收益减少等所致。美国大客户去库存结束，需求强劲恢复。公司前瞻性布局泰国产能，大部分销美产品已转至泰国生产，有效对冲关税影响，毛利率保持稳定。此外，与大客户正式启动下一代内窥镜系统合作开发，将引入公司专利光学除雾技术，合作范围从普外科拓展至骨科、耳鼻喉科，打开长期增长空间

主要内窥镜产业链上市公司2025H1财务数据（百万元）

公司	开立医疗		澳华内镜		南微医学		海泰新光	
年份	2025H1	2025Q2	2025H1	2025Q2	2025H1	2025Q2	2025H1	2025Q2
总收入	964	534	260	137	1,565	866	266	119
yoy	-4.8%	0.2%	-26.4%	-25.8%	17.4%	21.4%	20.5%	15.5%
毛利率	62.1%	61.2%	62.4%	58.8%	64.9%	64.3%	65.8%	66.9%
净利率	4.9%	7.3%	-15.7%	-8.8%	23.2%	23.4%	28.0%	23.4%
归母净利润	47	39	-41	-12	363	202	74	28
yoy	-72.4%	-44.7%	-820.0%	-512.6%	17.0%	21.2%	5.5%	-13.6%

医疗器械板块2025年中报总结

器械板块主要细分领域表现：IVD

- **IVD**：2025H1器械板块IVD细分领域实现收入214.4亿元(-16.1%)，25Q2收入104.6亿(-16.9%)，IVD增速放缓，主要因：1) 省联盟集采落地，2023年开展的生化和免疫联盟集采在24H2逐渐在各省落地，采购价格下降；2) DRG/DIP 2.0发布，部分检验大套餐拆分。24Q4启动新一轮生化和免疫的全国联采，至此IVD领域已进行5轮联盟及以上带量集采（生化3轮、免疫2轮），生化、免疫核心品种和常规项目已基本全部纳入。
- **免疫检测**：25H1收入134.1亿元(-12.5%)，2025Q2收入67.7亿元(-14.1%)。
- **POCT**：25H1收入34.3亿元(-25.8%)，归母净利润14.9亿元(-1.3%)。2025Q2收入13.8亿元(-33.3%)，归母净利润8亿元(+10.8%)
- **生化检测**：25H1收入14.1亿元(-20.7%)，归母净利润2.3亿元(-45.9%)。2025Q2收入7.1亿元(-20.6%)，归母净利润1.2亿元(-48.3%)
- **分子检测**：25H1收入25.4亿元(-1%)，归母净利润3.1亿元(-7.4%)。2025Q2收入12.7亿元(-2.7%)，归母净利润1.4亿元(+4.6%)

IVD板块2025H1财务数据

主营业务	2025H1						2025Q2					
	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY
IVD板块	21439	-16.1%	-	-	-	-	10462	-16.9%	-	-	-	-
免疫	13414	-12.5%	-	-	-	-	6773	-14.1%	-	-	-	-
POCT	3433	-25.8%	64.2%	43.3%	1488	-1.3%	1378	-33.3%	57.9%	58.2%	803	10.8%
分子	2539	-1.0%	70.9%	12.2%	310	-7.4%	1274	-2.7%	69.4%	11.2%	143	4.6%
生化	1405	-20.7%	59.3%	16.5%	232	-45.9%	711	-20.6%	59.8%	16.7%	118	-48.3%
其他	649	-48.7%	49.8%	1.1%	7	-97.1%	325	-23.5%	48.3%	-6.3%	-21	-124.4%

医疗器械板块2025年中报总结

IVD：集采价格执行叠加DRG控费，业绩承压，后续关注全国联采落地和出海进度

- **医保控费政策下，25H1业绩持续承压，持续关注全国联采和出海进度。** IVD板块可细分为生化、免疫、分子、POCT等诊断方法。2025H1器械板块IVD细分领域实现收入214.4亿元(-16.1%)，25Q2收入104.6亿(-16.9%)。主要受到集采价格落地和DRG 2.0等医保控费政策影响。近年IVD领域已实施3轮集采：(1) 2022.11江西省联盟集采肝功生化试剂，24.8已全部落地执行；(2) 2023.9江西省联盟集采肾功生化试剂，24.6开始执行；(3) 2023.10 安徽省联盟集采传染病等免疫试剂和HPV试剂，2024.9开始执行。24Q4继续由江西和安徽牵头新一轮生化和免疫试剂集采，集采后核心品种已基本全部纳入。IVD板块相关标的：**迈瑞医疗、新产业、九安医疗、普门科技、圣湘生物、万孚生物**。
- **免疫诊断：集采利好国产龙头替代，出海布局加速。** 2024.10安徽省发布新一轮免疫诊断试剂集采征求意见稿，从此前采购结果来看，免疫集采设置保底降幅，国产试剂在利润端更具优势，国产龙头有望进一步提高市占率。同时国产IVD将通过差异化竞争和可靠性性价比布局海外市场，尤其是发展中和一带一路国家，出海将成为IVD厂商第二增长曲线。
- **生化诊断：常规项目基本全部纳入全国联采，行业集中度有望进一步集中。** 2024.10江西牵头26省完成35项生化检测试剂数据填报环节，3轮集采后生化带量项目已达90项。新一轮生化集采扩品类、扩范围、降价趋势已成，集采将加速生化试剂行业的马太效应，市场格局将进一步向头部企业集中。
- **分子诊断、POCT：新冠基数已消化，呼吸道检测需求旺盛。** 国内新冠检测基数主要集中在分子、POCT两大细分赛道，在2023年已基本完成消化，2024年增长主要集中在常规业务的需求，尤其是海内外对呼吸道检测试剂的需求。流感高发时间通常从10月底到次年3月底，呼吸道相关标的：圣湘生物、英诺特、九安医疗、东方生物、万孚生物。

主要IVD公司2025H1财务数据（百万元）

公司	免疫		生化		分子		POCT	
	新产业		九强生物		圣湘生物		万孚生物	
年份	2025H1	2025Q2	2025H1	2025Q2	2025H1	2025Q2	2025H1	2025Q2
总收入	2,185	1060	668	349	869	393	1,246	445
yoy	-1.2%	-10.9%	-18.7%	-18.5%	21.2%	20.6%	-20.9%	-37.6%
毛利率	68.4%	68.9%	79.6%	78.4%	73.3%	69.1%	62.9%	56.0%
净利率	35.3%	31.5%	26.2%	26.4%	18.7%	18.1%	15.2%	0.0%
归母净利润	771	334	175	92	163	71	189	0
yoy	-14.6%	-30.1%	-30.0%	-29.1%	3.8%	-6.2%	-46.8%	-100.0%

医疗器械板块2025年中报总结

IVD：集采价格执行叠加DRG控费，业绩承压，后续关注全国联采落地和出海进度

各主营业务按市值排序

主营业务	公司	2025H1						2025Q2					
		营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY
免疫	迈瑞医疗	6424	-16.1%	-	-	-	-	3206	-17.2%	-	-	-	-
	新产业	2185	-1.2%	68.4%	35.3%	771	-14.6%	1060	-10.9%	68.9%	31.5%	334	-30.1%
	安图生物	2060	-6.7%	64.4%	28.1%	571	-7.8%	1064	-4.8%	63.8%	28.7%	301	2.0%
	亚辉龙	808	-15.8%	62.1%	3.0%	26	-84.8%	391	-26.1%	64.9%	3.5%	16	-84.9%
	迈克生物	1075	-15.9%	57.0%	3.4%	34	-83.1%	565	-14.8%	57.1%	2.0%	10	-87.6%
	普门科技	507	-14.1%	64.7%	23.9%	122	-29.3%	292	2.7%	64.5%	23.1%	68	5.0%
	科美诊断	165	-27.0%	67.7%	14.8%	24	-68.2%	83	-27.0%	68.5%	11.8%	10	-74.4%
	浩欧博	190	-6.5%	59.2%	6.4%	12	-39.1%	112	-4.4%	60.0%	9.4%	11	-34.9%
POCT	九安医疗	765	-43.4%	66.2%	120.2%	920	52.9%	258	-56.1%	57.8%	248.7%	654	84.5%
	万孚生物	1246	-20.9%	62.9%	15.3%	189	-46.8%	445	-37.6%	56.0%	0.0%	0	-100.0%
	英诺特	276	-34.4%	80.4%	45.2%	125	-39.4%	69	-50.2%	72.3%	42.9%	30	-50.5%
	基蛋生物	513	-17.0%	69.4%	20.0%	109	-25.9%	269	-9.3%	62.3%	15.1%	45	-26.8%
	奥泰生物	430	8.4%	56.5%	30.7%	132	6.6%	221	12.6%	57.3%	32.0%	71	-10.5%
	博拓生物	203	-23.9%	46.9%	5.3%	12	-82.8%	115	-12.3%	47.4%	2.7%	4	-88.7%
分子	圣湘生物	869	21.2%	73.3%	16.4%	163	3.8%	393	20.6%	69.1%	15.8%	71	-6.2%
	之江生物	60	-36.9%	63.6%	-16.5%	-10	-137.9%	28	-36.5%	62.6%	22.4%	6	-783.7%
	艾德生物	579	6.7%	84.0%	32.6%	189	31.4%	307	-0.8%	84.5%	32.1%	99	23.7%
	中源协和	716	-10.7%	68.7%	7.3%	58	-32.2%	366	-9.6%	69.1%	7.3%	30	-34.0%
	凯普生物	315	-23.0%	47.0%	-43.5%	-90	-16.5%	181	-19.9%	45.8%	-51.3%	-62	-0.5%
生化	九强生物	668	-18.7%	79.6%	26.3%	175	-30.0%	349	-18.5%	78.4%	26.4%	92	-29.1%
	美康生物	736	-22.4%	40.8%	7.6%	57	-68.2%	362	-22.5%	41.9%	7.1%	26	-73.4%
其他	迪瑞医疗	351	-60.1%	38.9%	-8.1%	-28	-117.1%	168	-22.0%	34.6%	-26.1%	-44	-201.3%
	赛科希德	139	-12.6%	62.1%	34.5%	48	-23.5%	70	-15.5%	61.8%	35.3%	25	-23.0%
	安必平	159	-30.1%	63.1%	-8.6%	-12	-176.4%	87	-31.4%	64.1%	-1.7%	-1	-117.1%

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券整理（注：迈瑞医疗拆分为生命信息支持、影像和IVD三大业务线，单季度收入为测算数据，净利率为销售净利率）

医疗器械板块2025年中报总结

器械板块主要细分领域表现：高值耗材

- ❑ **高值耗材（剔除后）**：在做板块分析时，因考虑到乐普医疗体量较大（存在药品、医疗服务及健康管理业务）且24年其药品板块受到政策短期承压，因此会对心血管板块数据分析造成影响，予以剔除。2025H1高耗板块收入131.9亿元（+5.8%），归母净利润33.3亿元（+1.2%）。不同赛道结构差异较大，骨科增速较快。电生理、眼科、主动脉介入领域增速较快主要因为创新产品渗透率持续提升。
- **心脑血管：手术量恢复带来板块销量增长，集采续标/落地后，企业实现以价换量。**2025H1收入30亿元（+11%），归母净利润9.3亿元（+8.3%）。在做板块分析时，因考虑到乐普医疗体量较大（存在药品、医疗服务及健康管理业务）且24年其药品板块受到政策短期承压，因此会对心血管板块数据分析造成影响，予以剔除。心脑血管高耗领域相关标的：**惠泰医疗、心脉医疗、微电生理、先健科技、微创脑科学等。**
 - **眼科：渗透率低，有望成为消费器械核心赛道。**2025H1收入29.6亿元（-0.4%），归母净利润6.7亿元（-12.2%）。眼科建议关注：**欧普康视、爱博医疗。**
 - **骨科：25H1业绩向好，续采后骨科耗材实现量价提升。**2025H1收入26.1亿元（+16.1%），归母净利润5.6亿元（+54.7%）。目前骨科三大领域已经全面执行集采。骨科建议关注：**爱康医疗、春立医疗。**
 - **肾科：行业需求稳定，设备、耗材增速企业分化较大。**2025H1收入22.5亿元（-8.4%），归母净利润5.6亿元（-20.5%）。肾科建议关注：**山外山、三鑫医疗、健帆生物。**

高值耗材2025H1板块财务数据

主营业务	2025H1						2025Q2					
	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY
高耗板块	13190	5.8%	68.1%	25.3%	3334	1.2%	7058	7.5%	68.3%	25.5%	1801	4.8%
心脑血管	2999	11.0%	72.6%	30.9%	925	8.3%	1629	9.8%	73.2%	31.9%	520	6.2%
骨科	2609	16.1%	69.5%	21.3%	556	54.7%	1456	23.3%	70.6%	21.9%	319	70.0%
肾科	2252	-8.4%	59.6%	24.9%	560	-20.5%	1155	-5.5%	59.4%	24.3%	280	-15.5%
眼科	2962	-0.4%	69.7%	22.8%	674	-12.2%	1508	-2.9%	69.1%	22.0%	331	-11.5%
其他	2367	13.8%	67.0%	26.1%	618	1.6%	1310	16.5%	66.7%	26.7%	350	4.5%

医疗器械板块2025年中报总结

器械板块主要细分领域表现：高值耗材

各主营业务按市值排序

主营业务	公司	2025H1						2025Q2					
		营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY
心脑血管	惠泰医疗	1214	21.3%	73.5%	34.5%	425	24.1%	650	19.0%	73.9%	36.8%	242	19.6%
	佰仁医疗	248	30.1%	88.5%	26.4%	71	102.9%	148	29.3%	90.5%	23.9%	39	44.8%
	心脉医疗	714	-9.2%	69.2%	43.5%	315	-22.0%	382	-10.9%	68.8%	47.8%	185	-15.6%
	微电生理	224	12.8%	60.1%	14.6%	33	92.0%	120	9.6%	59.7%	12.4%	15	15.2%
	赛诺医疗	240	12.5%	63.6%	5.5%	14	296.5%	140	13.9%	66.5%	7.5%	11	110.6%
	迈普医学	158	29.3%	80.6%	30.0%	47	46.0%	84	29.7%	80.6%	27.5%	23	32.6%
	冠昊生物	201	5.9%	78.1%	8.2%	20	1.3%	106	8.0%	78.9%	1.7%	6	-3.8%
骨科	大博医疗	1210	25.5%	71.0%	21.4%	244	76.7%	660	23.0%	72.1%	22.2%	141	84.5%
	威高骨科	741	-1.3%	66.5%	19.5%	142	52.4%	451	11.9%	68.3%	20.4%	90	54.9%
	春立医疗	488	28.3%	67.1%	23.5%	114	44.9%	258	62.8%	67.4%	21.9%	56	136.7%
	康拓医疗	170	11.1%	78.7%	32.0%	55	12.7%	88	5.3%	79.6%	35.1%	31	7.3%
肾科	健帆生物	1134	-24.2%	79.8%	34.3%	390	-29.5%	587	-21.9%	79.0%	34.2%	201	-24.9%
	山外山	357	28.7%	47.7%	15.2%	55	20.3%	168	45.5%	48.8%	10.3%	18	56.5%
	三鑫医疗	761	10.8%	35.0%	16.7%	115	8.3%	400	12.6%	35.3%	16.9%	61	16.7%
眼科	欧普康视	871	-1.4%	73.2%	31.7%	250	-22.9%	392	-6.3%	69.9%	26.0%	90	-31.7%
	爱博医疗	787	14.7%	65.3%	26.3%	213	2.5%	430	14.4%	65.8%	27.3%	121	14.9%
	昊海生科	1304	-7.1%	70.2%	15.5%	211	-10.3%	686	-9.6%	70.8%	17.2%	121	-12.3%
其他	南微医学	1565	17.4%	64.9%	24.3%	363	17.0%	866	21.4%	64.3%	24.5%	202	21.2%
	安杰思	302	14.6%	70.2%	41.7%	126	1.3%	174	14.0%	69.9%	40.1%	70	-2.7%
	正海生物	188	-5.1%	83.9%	24.7%	46	-46.0%	90	-16.6%	87.1%	22.0%	20	-56.5%
	西山科技	155	2.4%	65.3%	22.2%	34	-41.6%	89	15.5%	63.6%	25.7%	23	-30.6%
	天臣医疗	156	17.7%	63.0%	30.9%	48	67.1%	90	24.6%	66.4%	38.8%	35	100.2%

医疗器械板块2025年中报总结

心脑血管高值耗材：手术量恢复带来板块销量增长，集采续标/落地后，企业实现以价换量

- ❑ **冠脉介入**：整体板块业绩表现较好。1) 冠脉支架国采续标提价，平均提价幅度约为25%；2) 国采续标后量的份额提升较高企业表现较好，且手术量恢复；3) 续采进入国采范围内企业增量明显；4) 部分近年获批的标外新产品放量；5) 海外市场渗透率提升。
- ❑ **主动脉介入**：心脉医疗的创新性产品Castor分支型主动脉覆膜支架及输送系统、Minos腹主动脉覆膜支架及输送系统、Reewarm PTX药物球囊扩张导管持续发力，新产品Talos直管型胸主动脉覆膜支架系统及Fontus分支型术中支架系统入院家数及终端植入量均增长较快。此外，Cratos 新一代分支型主动脉支架（25/3月取证，亦已取得欧盟定制证书），简化了分支型支架的手术操作，实现了支架小弯侧主动调控，提升了手术安全性。行业层面上静待后续主动脉支架集采。
- ❑ **电生理**：集采实现以价换量。惠泰医疗在福建27省联盟集采中产品全线中标，其中三维磁盐水消融导管在上市18个月月后，预报量在该竞价单元全部品牌中取得较好成绩。通过报量在全国头部大中心的准入渗透率从27%提升至70%。2025H1手术量增速略不及预期，后续静待福建省牵头的省际联盟集采续采文件。

主要心脑血管高值耗材上市公司2025H1财务数据（百万元）

公司	赛诺医疗		心脉医疗		惠泰医疗		乐普医疗	
年份	2025H1	2025Q2	2025H1	2025Q2	2025H1	2025Q2	2025H1	2025Q2
总收入（百万）	240	140	714	382	1,214	650	3,369	1633
yoy	12.5%	13.9%	-9.2%	-10.9%	21.3%	19.0%	-0.4%	11.7%
毛利率	63.6%	66.5%	69.2%	68.8%	73.5%	73.9%	64.3%	64.5%
净利率	5.8%	7.8%	44.0%	48.4%	35.0%	37.3%	20.5%	19.1%
归母净利润（百万）	14	11	315	185	425	242	691	312
yoy	296.5%	110.6%	-22.0%	-15.6%	24.1%	19.6%	-0.9%	45.0%

医疗器械板块2025年中报总结

眼科：渗透率低，有望成为消费器械核心赛道

- ❑ **人工晶体**：从份额看，进口品牌占据国内市场绝大多数份额，国产品牌销量占比约为20%。软性人工晶体为主要战场，多焦点和叠加附加技术的高端产品仍以进口企业为主。随着带量采购推行和国产技术突破，未来国产率有望不断提升。
- ❑ **角膜塑形镜**：青少年近视防控需求旺盛，驱动角膜塑形镜市场持续扩容。
 - **爱博医疗**：2025H1收入7.9亿元（+14.7%），归母净利润2.1亿元（+2.5%）。司核心创新产品，如用于近视矫正的“龙晶”有晶体眼人工晶状体（PRL）于2025年1月获批上市后，正加速入院和推广，有望成为新的增长引擎。同时，公司在海外市场拓展上取得显著进展，上半年在欧盟、马来西亚、越南等多个国家和地区获得产品注册证，推动境外收入同比增长80%
 - **欧普康视**：2025H1收入8.7亿元（-1.4%），归母净利润2.5亿元（-22.9%）。公司于2025年二季度密集推出两款重磅新品：硬性巩膜接触镜（3月上市）和新一代超高透氧（DK185）角膜塑形镜（6月上市）。DK185材料的透氧性为目前全球市场最高，具备显著的临床安全优势，有望提升产品均价（ASP）和市场份额。新产品上市后的初步销售数据显示出强劲的增长势头，有望在下半年成为重要的业绩增长点。2025年7月国家发布育儿补贴制度，有望提振母婴及儿童相关消费。作为儿童青少年近视防控领域的龙头企业，公司核心业务与儿童健康消费高度相关，或将受益于政策带来的市场情绪提振和消费意愿提升。

主要眼科器械上市公司2025H1财务数据（百万元）

公司	爱博医疗		欧普康视		昊海生科	
年份	2025H1	2025Q2	2025H1	2025Q2	2025H1	2025Q2
总收入	787	430	871	392	1,304	686
yoy	14.7%	14.4%	-1.4%	-6.3%	-7.1%	-9.6%
毛利率	65.3%	65.8%	73.2%	69.9%	70.2%	70.8%
净利率	27.1%	28.1%	28.7%	22.9%	16.2%	17.6%
归母净利润	213	121	250	90	211	121
yoy	2.5%	14.9%	-22.9%	-31.7%	-10.3%	-12.3%

医疗器械板块2025年中报总结

骨科高值耗材：25H1业绩向好，续采后骨科耗材实现量价提升

- **骨科高值耗材**：25H1板块实现收入26亿元（+16.1%），归母净利润6亿元（+54.7%）。
- ✓ **关节**：关节续标于24H2陆续在各省份落地，续标价和集采量均呈现稳中有升的趋势。相关企业表现较好，25H1年爱康医疗髌关节收入+14%，膝关节收入-1%，主要受限于标外产品限价。
- ✓ **脊柱**：2023年至2024年初，骨科脊柱类耗材带量采购已在全国范围内落地执行，自24Q3起，降价影响已基本消除，企业以价换量逻辑走通，威高骨科25H1脊柱条线实现收入2.5亿元（+13%），销量同比增长14%。
- ✓ **创伤**：两联盟集采陆续实行，恢复量增逻辑，大博医疗25H1整体实现收入12亿元（+25.5%），威高骨科创伤领域25H1实现销售收入1.3亿元，环比25Q1增长21%。

主要骨科高值耗材上市公司2025H1财务数据(百万元)

公司	爱康医疗			春立医疗			威高骨科			大博医疗		
时间	25H1	25Q1	25Q2	25H1	25Q1	25Q2	25H1	25Q1	25Q2	25H1	25Q1	25Q2
总收入	694	-	-	488	230	258	741	290	451	1210	550	660
yoy	5.2%	-	-	28.3%	3.6%	62.8%	-1.3%	-16.6%	11.9%	25.5%	28.8%	23.0%
毛利率	59.1%	-	-	67.1%	66.7%	67.4%	66.5%	63.7%	68.3%	71.0%	69.6%	72.1%
归母净利润	161	-	-	114	58	56	142	52	90	244	103	141
yoy	15.3%	-	-	44.9%	5.2%	136.7%	52.4%	48.4%	54.9%	76.7%	67.0%	84.5%

医疗器械板块2025年中报总结

肾科：由于高基数影响有所承压，耗材端渠道库存出清，靠集采带来收入增长

- ❑ **山外山**：考虑到公司设备收入确认以终端装机为准，在手订单饱满，随着医院采购活动恢复，前期积压需求有望在下半年集中释放，驱动业绩环比持续改善。血液净化设备市场长期由外资品牌主导，国产化率低。公司作为国产龙头，产品性能比肩进口，且具备性价比和快速服务优势。在国内终末期肾病（ESRD）患者数量以年复合8.1%增长，而透析渗透率仅26%（远低于发达国家75%）的背景下，市场空间广阔。公司已完成血液净化耗材全产业链布局，拥有7项三类医疗器械注册证，依托超过1万台血透机和3000台CRRT的存量设备基础，耗材业务具备强大的协同效应。
- ❑ **三鑫医疗**：分业务来看，国内端25H1耗材价格降低，总体上还是受到集采和竞争环境影响。国外受益于血液透析设备的增长，也受益于印尼的自主持证业务量的爆发。国外血液透析器、血液透析浓缩物、血液透析管路经营业绩快速增长，血液透析设备全球竞争力加强，出口订单规模快速扩大。国际化布局已初见成效，客户覆盖全球110多个国家和地区，累计服务超5000家医疗机构，透析服务人次超过3亿，展现出强大的市场渗透力和全球服务能力。
- ❑ **健帆生物**：25H1收入端有所下滑，主要原因在于 2024 年初核心产品 HA130 主动降价 26% 带来同期高基数，以及公司主动加强渠道管理，期末应收账款较年初大幅下降 53%，尽管短期业绩有波动，但公司新品放量迅速，肾科 KHA 系列和 PHA 系列、危重症 CA 系列等高附加值产品均实现高速增长。政策层面，近期国家层面明确集采将“反内卷”、“不再唯低价论”，利好公司这类具备品牌和技术优势的龙头企业，市场对集采的悲观预期得到修复。

主要肾科高值耗材上市公司2025H1财务数据

公司	山外山		健帆生物		三鑫医疗	
年份	2025H1	2025Q2	2025H1	2025Q2	2025H1	2025Q2
总收入	357	168	1,134	587	761	400
yoy	28.7%	45.5%	-24.2%	-21.9%	10.8%	12.6%
毛利率	47.7%	48.8%	79.8%	79.0%	35.0%	35.3%
净利率	15.4%	10.7%	34.4%	34.3%	15.1%	15.3%
归母净利润	55	18	390	201	115	61
yoy	20.3%	56.5%	-29.5%	-24.9%	8.3%	16.7%

医疗器械板块2025年中报总结

器械板块主要细分领域表现：低值耗材

- **低值耗材**：25H1实现收入56亿元（-8.7%），归母净利润6亿元（-33.2%），一次性手套行业渠道出清效果明显，行业整体产能利用率提升明显，行业内供需关系呈逐步回归平衡趋势。敷料导管需求稳健增长，药用玻璃瓶、注射穿刺类竞争加速短期承压，海外市场是低耗企业重要发展市场，建议关注中美关税
- **手套**：25H1板块实现收入77亿元（+2.3%），归母净利润6亿元。自21H2起，随着手套行业需求自高点回落及新建基地释放大量产能，手套行业进入去库存和清理落后产能进程，价格出现回落。24年厂商渠道出清已见底，25H1供需关系和价格逐渐回归正常趋势。短期中美关税已基本落地，但部分公司已逐渐将海外订单向海外基地转移，短期可能会对利润端造成扰动。
- **医用敷料/医用导管**：25H1板块实现收入45亿元（+5.1%），归母净利润4亿元（-1.2%）。公司已基本完成对隔离防护用品的计提减值，核心业务恢复常规订单节奏。
- **药用玻璃瓶**：25H1板块实现收入32亿元（-11.4%），归母净利润4亿元（-25.3%）。国内集采背景下，药用玻璃瓶作为部分药品的装载容器同步承压。
- **注射穿刺类**：25H1板块实现收入19亿元（-6.4%），归母净利润1亿元（-50.3%）。集采叠加行业竞争加剧，注射穿刺类短期承压，此外贸易摩擦事件和中美关税也对行业有所影响，部分公司已提前做好本地化生产布局，可在一定程度上规避风险。
- 低值耗材领域建议关注：**英科医疗、山东药玻、振德医疗**。

低值耗材领域2025H1板块财务数据

主营业务	25H1						25Q1						25Q2					
	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY
低值耗材	5620	-8.7%	29.8%	10.1%	569	-33.2%	2850	-6.7%	29.8%	12.7%	363	-14.0%	2769	-10.7%	29.7%	7.4%	206	-52.1%
手套	7694	2.3%	20.7%	7.5%	576	34.9%	3972	8.6%	21.6%	10.8%	430	208.6%	3722	-3.6%	19.7%	3.9%	146	-49.3%
医用导管及敷料	4522	5.1%	34.3%	9.9%	449	-1.2%	2098	3.9%	34.7%	9.4%	197	-9.6%	2423	6.2%	34.0%	10.4%	252	6.5%
药用玻璃瓶	3196	-11.4%	28.9%	13.3%	426	-25.3%	1680	-5.6%	28.8%	16.4%	275	3.2%	1516	-17.0%	29.0%	10.0%	151	-50.3%
注射穿刺类	1867	-6.4%	30.9%	4.9%	92	-50.3%	906	-9.8%	31.1%	6.7%	60	-45.3%	961	-3.1%	30.7%	3.3%	32	-57.7%
其他	557	0.6%	31.3%	9.0%	50	-47.2%	264	-2.7%	32.4%	10.4%	27	-39.2%	292	3.8%	30.3%	7.8%	23	-54.3%

医疗器械板块2025年中报总结

器械板块主要细分领域表现：低值耗材

各主营业务按市值排序

主营业务	公司	25H1						25Q1						25Q2					
		营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY
药用玻璃瓶	山东药玻	2374	-8.2%	31.6%	15.6%	371	-21.9%	1242	-2.0%	30.2%	18.0%	224	1.3%	1131	-14.2%	33.2%	13.0%	148	-42.0%
	力诺药包	499	-11.1%	21.5%	8.2%	41	-20.1%	276	3.4%	26.5%	14.7%	41	63.4%	223	-24.2%	15.3%	0.2%	0	-98.3%
	正川股份	324	-29.7%	19.8%	4.4%	14	-68.3%	162	-34.2%	21.6%	6.8%	11	-48.1%	162	-24.6%	18.0%	2.0%	3	-86.4%
注射穿刺类	济民健康	366	-21.3%	36.9%	-13.6%	-53	-307.1%	181	-22.5%	37.6%	-6.5%	-14	-191.7%	185	-20.1%	36.1%	-20.5%	-39	-469.2%
	康德莱	1125	0.2%	32.7%	12.2%	125	18.9%	548	-3.8%	32.0%	11.8%	61	0.3%	577	4.3%	33.3%	12.6%	64	44.3%
	五洲医疗	217	2.3%	14.3%	4.8%	11	-51.7%	104	15.6%	14.6%	5.4%	6	-43.0%	113	-7.6%	14.1%	4.3%	5	-58.9%
	采纳股份	158	-18.5%	26.8%	5.5%	9	-71.8%	73	-34.3%	31.2%	10.0%	8	-69.3%	86	2.2%	23.1%	1.8%	2	-79.3%
医用导管及敷料	振德医疗	2100	2.8%	34.2%	6.2%	128	-20.7%	992	2.9%	34.3%	5.3%	51	-30.2%	1109	2.8%	34.1%	7.1%	77	-12.8%
	奥美医疗	1676	6.0%	29.6%	12.1%	200	6.9%	759	1.6%	30.5%	11.4%	87	-7.9%	918	9.9%	28.9%	12.7%	113	21.7%
	维力医疗	745	10.2%	45.0%	17.0%	121	14.2%	348	12.6%	44.8%	17.4%	59	17.2%	397	8.2%	45.3%	16.7%	62	11.4%
手套	英科医疗	4913	8.9%	24.2%	14.8%	710	21.0%	2494	13.2%	24.2%	14.5%	353	48.1%	2420	4.8%	24.3%	15.1%	358	2.5%
	蓝帆医疗	2781	-7.5%	14.3%	-5.1%	-135	-15.9%	1478	1.6%	17.2%	5.6%	77	177.9%	1303	-16.0%	11.1%	-17.3%	-212	-245.5%
其他	拱东医疗	557	0.6%	31.3%	9.0%	50	-47.2%	264	-2.7%	32.4%	10.3%	27	-39.2%	292	3.8%	30.3%	7.9%	23	-54.3%

医疗器械板块2025年中报总结

手套：供需关系逐渐恢复平衡，行业拐点将至

- **英科医疗**：2025H1公司实现收入49亿元，同比增长8.9%，毛利率24.2%，主要因行业库存消化，老旧产能出清，叠加手套价格回暖。公司一次性手套年化产能为870亿只。其中一次性丁腈手套年化产能为560亿只，一次性PVC手套年化产能为310亿只。同时公司加速非美市场布局，25H1海外非美市场营收+45%，中国市场营收+35%。
- **中红医疗**：2025H1公司实现收12亿元（+7.8%），公司拥有不同种类丁腈、PVC 等防护手套产能260亿只，天然乳胶医用外科手套产能5亿副。
- **蓝帆医疗**：2025H1公司实现收28亿元（-7.5%），其中手套产品开工率维持在80%以上，位居行业前列。公司积极拓展B+C端用户，25H1新增合作医院超200家，其中电商to B端占比超50%。自有端销售实现有序增长，拼多多全平台销售额+20%，视频号、即时零售平台销售额+30%。2024年10月，公司与万华化学签署战略合作协议，将合作推出一一次性聚氨酯手套新产品，整体性能优于一次性丁腈手套，有望成为公司新的业绩增长点。

主要手套业务上市公司2025H1财务数据(百万元)

公司	英科医疗			中红医疗			蓝帆医疗		
时间	25H1	25Q1	25Q2	25H1	25Q1	25Q2	25H1	25Q1	25Q2
总收入	4913	2494	2420	1238	629	608	2781	1478	1303
yoy	8.9%	13.2%	4.8%	7.8%	15.5%	0.8%	-7.5%	1.6%	-16.0%
毛利率	24.2%	24.2%	24.3%	11.4%	13.4%	9.3%	14.3%	17.2%	11.1%
归母净利润	710	353	358	6	19	-13	-135	77	-212
yoy	21.0%	48.1%	2.5%	-82.3%	1369.9%	-142.2%	15.9%	177.9%	-245.5%

医疗器械板块2025年中报总结

药用玻璃瓶：业绩短期承压，出口与新兴品类展现韧性

- **山东药玻**：2025H1收入24亿元（-8.2%）；归母净利润4亿元（-21.9%）。2025H1业绩出现波动，主要系国内医药行业下游需求不足，传统制药企业受医保支付方式改革等政策影响，用药量减少，导致对上游药包材的需求下降。核心产品中硼硅模制瓶销量下滑较为明显。尽管国内市场面临压力，但公司出口业务保持增长，主要得益于模制瓶（注射类）、日化食品瓶等在国际市场的份额提升。
- **正川股份**：2025H1收入3亿元（-29.7%），归母净利润0.1亿元（+68.3%）。25Q1实现收入2亿元（-34.2%），归母净利润0.1亿元（-48.1%）。受医药集采、市场竞争加剧等多重因素影响，公司下游客户市场需求波动，部分产品价格下调，业绩短期承压。

主要药用玻璃瓶类上市公司2025H1财务数据（百万元）

公司	山东药玻			正川股份		
时间	25H1	25Q1	25Q2	25H1	25Q1	25Q2
总收入	2374	1242	1131	324	162	162
yoy	-8.2%	-2.0%	-14.2%	-29.7%	-34.2%	-24.6%
毛利率	31.6%	30.2%	33.2%	19.8%	21.6%	18.0%
归母净利润	371	224	148	14	11	3
yoy	-21.9%	1.3%	-42.0%	-68.3%	-48.1%	-86.4%

医疗器械板块2025年中报总结

医用敷料/医用导管：25H1增长稳健，积极布局海外生产基地

- **振德医疗**：2025H1收入21亿元（+2.8%）；归母净利润1亿元（-20.7%）。利润端下滑主要因公司积极推进全球化布局，立足欧美市场，加速非洲、墨西哥等海外国家本地化建设，非洲生产基地已于24H2建设完成并投产，处于产能爬坡和海外注册期，短期费用较高。
- **奥美医疗**：2025H1收入17亿元（+6%）；归母净利润2亿元（+6.9%）。市场需求复苏及供应链优化等因素影响下，客户补库存意愿强烈，业绩恢复稳健增长。
- **维力医疗**：2025H1收入7亿元（+10.2%）；归母净利润1亿元（+14.21%）。海外业务加速拓展，公司自2024年布局筹建墨西哥工厂，目前已完成生产基地的土地购买手续和项目规划设计，正在积极推进厂房建设各项工作。2025Q2公司启动第二大海外基地印尼工厂筹建，预计2025年内可以完成一期工程建设和投产。

主要医用敷料/医用导管上市公司2025H1财务数据（百万元）

公司	振德医疗			奥美医疗			维力医疗		
时间	25H1	25Q1	25Q2	25H1	25Q1	25Q2	25H1	25Q1	25Q2
总收入	2100	992	1109	1676	759	918	745	348	397
yoy	2.8%	2.9%	2.8%	6.0%	1.6%	9.9%	10.2%	12.6%	8.2%
毛利率	34.2%	34.3%	34.1%	29.6%	30.5%	28.9%	45.0%	44.8%	45.3%
归母净利润	128	51	77	200	87	113	121	59	62
yoy	-20.7%	-30.2%	-12.8%	6.9%	-7.9%	21.7%	14.2%	17.2%	11.4%

医疗器械板块2025年中报总结

注射穿刺类：行业竞争加剧，行业短期承压

- ❑ **三鑫医疗**：2025H1收入8亿元（+10.8%），归母净利润1亿元（+8.3%）。分业务来看，25H1血液净化类产品收入6亿元（+19.7%），主要海外市场开拓成效显著，优势产品血液透析器、血液透析粉、血液透析管路等快速增长，血液透析设备出口订单实现大幅增长。给药器具类产品收入1亿元（-15.1%），心胸外科类收入0.3亿元（+0.7%）输注类产品收入约1.9亿元，同比下降18.9%。海外市场方面，随着公司陆续完成印度尼西亚、秘鲁、墨西哥等国家的产品注册，并加速推进公司产品在海外其他市场的注册认证进程，国际化进程不断加快，海外市场有望成为驱动公司成长的重要动力。
- ❑ **五洲医疗**：2025H1收入2亿元（+2.3%），归母净利润0.1亿元（-51.7%）。净利润下滑主要因竞争加剧毛利率受到挤压，以及销售、研发费用同比提升。
- ❑ **康德莱**：2025H1收入11亿元（+0.2%），归母净利润1亿元（+18.9%），公司降本增效战略和销售模式优化战略已显成效。公司积极拓展海外市场，与当地分销商建立紧密的合作伙伴关系，以KDL自主品牌模式开展海外市场培育。2025H1海外收入3亿元（+15.4%），国内市场收入8亿元（-4.5%）。

主要注射穿刺类上市公司2025H1财务数据（百万元）

公司	三鑫医疗			五洲医疗			济民健康			康德莱		
时间	25H1	25Q1	25Q2	25H1	25Q1	25Q2	25H1	25Q1	25Q2	25H1	25Q1	25Q2
总收入	761	361	400	217	104	113	366	181	185	1125	548	577
yoy	10.8%	8.9%	12.6%	2.3%	15.6%	-7.6%	-21.3%	-22.5%	-20.1%	0.2%	-3.8%	4.3%
毛利率	35.0%	34.6%	35.3%	14.3%	14.6%	14.1%	36.9%	37.6%	36.1%	32.7%	32.0%	33.3%
归母净利润	115	54	61	11	6	5	-53	-14	-39	125	61	64
yoy	8.3%	0.2%	16.7%	-51.7%	-43.0%	-58.9%	-307.1%	-191.7%	-469.2%	18.9%	0.3%	44.3%

医疗器械板块2025年中报总结

医疗器械板块(按市值排序, 25H1)

单位(百万元)：收入同比增量、净利润同比增量、四费

成分股	25H1		市值(亿元)	营收同比增量	归母净利润同比增量	研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润		25H1	25H1	25H1	占比	25H1	占比	25H1	占比	25H1	占比
迈瑞医疗	-18%	-33%	2,936	(3758)	(2432)	1607	9.6%	2424	14.5%	682	4.1%	(336)	-2.0%
联影医疗	13%	5%	1,241	682	48	766	12.7%	938	15.6%	257	4.3%	(50)	-0.8%
新产业	-1%	-15%	489	(26)	(132)	237	10.9%	370	16.9%	59	2.7%	(29)	-1.3%
惠泰医疗	21%	24%	431	213	83	157	13.0%	209	17.2%	57	4.7%	(8)	-0.7%
鱼跃医疗	8%	7%	374	351	83	295	6.3%	812	17.4%	220	4.7%	(10)	-2.2%
乐普医疗	0%	-1%	353	(15)	(6)	395	11.7%	549	16.3%	312	9.3%	62	1.8%
华大智造	-8%	65%	289	(96)	195	272	24.4%	334	30.0%	222	19.9%	(95)	-8.6%
英科医疗	9%	21%	239	401	123	204	4.1%	135	2.7%	292	5.9%	2	0.1%
安图生物	-7%	-8%	234	(147)	(49)	250	12.2%	389	18.9%	102	5.0%	4	0.2%
奕瑞科技	4%	9%	227	40	27	154	14.5%	46	4.3%	59	5.5%	(7)	-0.7%
大博医疗	26%	77%	226	246	106	160	13.2%	323	26.7%	79	6.5%	(24)	-2.0%
健帆生物	-24%	-29%	188	(361)	(163)	97	8.6%	250	22.0%	75	6.6%	20	1.8%
九安医疗	-43%	53%	186	(586)	318	166	21.7%	199	26.0%	294	38.4%	(22)	-2.9%
南微医学	17%	17%	172	232	53	88	5.6%	338	21.6%	199	12.7%	(78)	-5.0%
福瑞股份	11%	-31%	167	71	(23)	50	7.0%	187	26.2%	147	20.7%	20	2.8%
欧普康视	-1%	-23%	162	(13)	(74)	21	2.4%	241	27.7%	63	7.2%	7	0.8%
佰仁医疗	30%	103%	157	57	36	74	29.9%	62	25.1%	21	8.5%	(1)	-0.3%
爱博医疗	15%	3%	154	101	5	49	6.2%	126	16.0%	87	11.1%	8	1.1%
山东药玻	-8%	-22%	147	(212)	(104)	96	4.0%	45	1.9%	128	5.4%	(15)	-0.6%
开立医疗	-5%	-72%	142	(48)	(124)	244	25.3%	305	31.6%	69	7.1%	(35)	-3.6%
美好医疗	4%	-32%	142	26	(55)	69	9.4%	25	3.4%	62	8.5%	(22)	-3.0%
赛诺医疗	13%	297%	134	27	10	60	24.8%	35	14.8%	47	19.5%	2	0.8%
心脉医疗	-9%	-22%	133	(73)	(89)	37	5.2%	96	13.4%	37	5.2%	(9)	-1.2%
威高骨科	-1%	52%	127	(10)	49	58	7.9%	196	26.5%	56	7.6%	(7)	-1.0%
万东医疗	20%	-39%	123	143	(33)	107	12.7%	117	13.9%	54	6.4%	(22)	-2.7%
圣湘生物	21%	4%	121	152	6	119	13.6%	276	31.8%	105	12.1%	(35)	-4.0%
中源协和	-11%	-32%	120	(86)	(27)	77	10.8%	157	21.9%	168	23.4%	(10)	-1.4%
三诺生物	6%	-9%	116	131	(17)	145	6.4%	611	27.0%	217	9.6%	31	1.4%

医疗器械板块2025年中报总结

医疗器械板块(按市值排序, 25H1)

单位(百万元) : 收入同比增量、净利润同比增量、四费

成分股	25H1		市值 (亿元)	营收同比增量	归母净利润同比增量	研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润		25H1	25H1	25H1	占比	25H1	占比	25H1	占比	25H1	占比
昊海生科	-7%	-10%	116	(100)	(24)	98	7.5%	392	30.1%	205	15.7%	(31)	-2.4%
微电生理	13%	92%	112	25	16	31	13.7%	63	28.1%	21	9.3%	(4)	-1.8%
万孚生物	-21%	-47%	106	(330)	(167)	174	14.0%	319	25.6%	91	7.3%	17	1.3%
海尔生物	-2%	-39%	104	(28)	(92)	160	13.4%	174	14.5%	96	8.0%	(17)	-1.5%
艾德生物	7%	31%	100	36	45	91	15.6%	149	25.7%	44	7.5%	(24)	-4.2%
新华医疗	-8%	-20%	100	(396)	(99)	202	4.2%	388	8.1%	178	3.7%	14	0.3%
麦克奥迪	6%	18%	89	37	14	41	5.9%	63	9.1%	92	13.3%	(25)	-3.7%
翔宇医疗	6%	-38%	88	21	(21)	84	23.5%	116	32.3%	29	8.0%	(6)	-1.7%
亚辉龙	-16%	-85%	86	(152)	(147)	141	17.4%	203	25.1%	83	10.3%	7	0.9%
九强生物	-19%	-30%	84	(153)	(75)	84	12.6%	148	22.2%	63	9.5%	20	3.0%
可孚医疗	-4%	-10%	84	(63)	(18)	40	2.7%	480	32.1%	80	5.4%	(3)	-0.2%
瑞迈特	42%	42%	80	162	39	58	10.6%	57	10.4%	39	7.1%	(3)	-0.6%
浩欧博	-6%	-39%	80	(13)	(8)	21	11.3%	45	23.5%	31	16.2%	1	0.3%
春立医疗	28%	45%	79	107	35	51	10.4%	96	19.7%	28	5.8%	(7)	-1.4%
迈克生物	-16%	-83%	74	(204)	(168)	153	14.2%	275	25.5%	92	8.6%	7	0.7%
理邦仪器	-1%	23%	73	(8)	29	152	16.6%	186	20.3%	61	6.7%	(13)	-1.4%
澳华内镜	-26%	-820%	66	(93)	(46)	74	28.4%	100	38.5%	50	19.3%	(1)	-0.3%
振德医疗	3%	-21%	65	58	(33)	64	3.0%	178	8.5%	287	13.7%	15	0.7%
奥美医疗	6%	7%	65	95	13	59	3.5%	51	3.1%	128	7.6%	(9)	-0.5%
博拓生物	-24%	-83%	61	(64)	(60)	40	19.7%	20	9.9%	35	17.5%	(13)	-6.4%
普门科技	-14%	-29%	60	(83)	(50)	113	22.3%	90	17.7%	32	6.3%	(20)	-4.0%
济民健康	-21%	-307%	60	(99)	(78)	20	5.4%	72	19.7%	57	15.6%	10	2.9%
安杰思	15%	1%	59	38	2	34	11.4%	24	7.9%	32	10.5%	(3)	-1.0%
蓝帆医疗	-7%	16%	59	(225)	25	122	4.4%	215	7.7%	149	5.3%	69	2.5%
奥泰生物	8%	7%	55	33	8	48	11.2%	38	8.9%	35	8.1%	(13)	-3.0%
海泰新光	21%	6%	52	45	4	33	12.5%	20	7.5%	29	10.8%	(3)	-1.0%
山外山	29%	20%	51	80	9	35	9.8%	63	17.6%	20	5.6%	(3)	-0.9%
迈普医学	29%	46%	51	36	15	17	11.0%	28	17.7%	30	19.2%	(1)	-0.9%

www.swsc.com.cn

数据来源 : Wind , 西南证券整理 , 市值基准日为2025年9月2日

医疗器械板块2025年中报总结

医疗器械板块(按市值排序，25H1)

单位(百万元)：收入同比增量、净利润同比增量、四费

成分股	25H1		市值(亿元)	营收同比增量	归母净利润同比增量	研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润		25H1	25H1	25H1	占比	25H1	占比	25H1	占比	25H1	占比
三鑫医疗	11%	8%	50	74	9	33	4.4%	37	4.9%	58	7.6%	0	0.0%
伟思医疗	10%	40%	49	19	20	20	9.7%	37	17.6%	20	9.4%	(2)	-0.9%
之江生物	-37%	-138%	49	(35)	(36)	29	49.1%	20	33.2%	43	71.3%	(36)	-60.5%
天臣医疗	18%	67%	47	23	19	19	12.1%	22	14.2%	18	11.4%	(11)	-6.9%
冠昊生物	6%	1%	45	11	0	19	9.2%	78	39.0%	31	15.2%	2	0.9%
力诺药包	-11%	-20%	44	(62)	(10)	16	3.2%	27	5.4%	19	3.8%	11	2.2%
拱东医疗	1%	-47%	43	3	(45)	25	4.5%	26	4.7%	52	9.4%	(2)	-0.3%
基蛋生物	-17%	-26%	43	(105)	(38)	83	16.3%	112	21.9%	44	8.7%	(11)	-2.1%
英诺特	-34%	-39%	42	(145)	(81)	42	15.1%	37	13.3%	19	6.9%	(4)	-1.3%
戴维医疗	-5%	10%	42	(15)	4	26	10.2%	45	18.0%	33	13.1%	(5)	-1.9%
维力医疗	10%	14%	42	69	15	47	6.3%	63	8.4%	63	8.4%	8	1.0%
美康生物	-22%	-68%	42	(213)	(122)	71	9.7%	104	14.2%	87	11.8%	(1)	-0.2%
康德莱	0%	19%	41	2	20	42	3.7%	92	8.2%	83	7.4%	7	0.6%
麦澜德	6%	-12%	40	13	(9)	28	11.7%	47	19.4%	28	11.4%	(1)	-0.3%
迪瑞医疗	-60%	-117%	38	(528)	(194)	47	13.4%	104	29.5%	27	7.7%	(23)	-6.6%
凯普生物	-23%	-16%	38	(94)	(13)	34	10.8%	91	28.8%	101	32.1%	(22)	-6.9%
正海生物	-5%	-46%	37	(10)	(40)	25	13.4%	71	37.9%	16	8.5%	(0)	-0.1%
祥生医疗	-5%	-14%	34	(11)	(12)	38	15.9%	28	11.8%	16	6.6%	(13)	-5.6%
乐心医疗	5%	21%	33	23	7	50	9.6%	42	8.1%	36	7.0%	(1)	-0.2%
科美诊断	-27%	-68%	32	(61)	(52)	36	21.7%	31	18.9%	22	13.6%	(1)	-0.7%
正川股份	-30%	-68%	31	(137)	(30)	6	1.7%	7	2.1%	21	6.4%	8	2.4%
西山科技	2%	-42%	31	4	(25)	25	16.0%	36	23.0%	17	11.1%	(7)	-4.3%
康拓医疗	11%	13%	30	17	6	11	6.3%	28	16.7%	25	14.5%	(1)	-0.4%
五洲医疗	2%	-52%	29	5	(11)	4	2.0%	8	3.6%	10	4.4%	(2)	-0.8%
健麾信息	9%	-83%	29	13	(25)	10	6.1%	16	10.1%	23	14.6%	2	1.0%
赛科希德	-13%	-23%	28	(20)	(15)	9	6.8%	19	13.6%	11	7.9%	(8)	-6.1%
安必平	-30%	-176%	26	(69)	(29)	18	11.4%	72	45.1%	34	21.4%	(3)	-1.9%
采纳股份	-19%	-72%	26	(36)	(24)	11	6.8%	5	3.0%	25	15.7%	(2)	-1.0%
艾隆科技	-8%	55%	17	(12)	10	22	16.8%	28	21.2%	29	22.0%	4	2.8%

CXO板块2025年中报总结

- **2024-2025 CXO板块股价复盘与估值：**2024年上半年CXO板块在美国生物安全法案事件等因素催化下继续走低；2024年9月下旬A股出现政策驱动性牛市，CXO板块同步上涨；2025年3月部分头部CXO上市公司年报业绩数据、订单数据超预期，二级市场Price in；2025年4月特朗普政府关税政策引发全球股市大跌；2025年5月-6月随短期扰动出清、下游创新药结构牛拉动，CXO板块整体上行。**截至9月3日，CXO板块样本公司平均估值47倍，高于近3年平均估值40倍。**
- **业绩表现：2025H1CXO板块重回增长轨道。**2025H1实现收入448.5亿元（+13.8%）；实现归母净利润113.1亿元（+64.6%）；实现扣非净利润总额78.6亿元（+24.1%）。分季度看，板块25Q1实现收入211.7亿元（+12.3%）；实现归母净利润48.4亿元（+77.4%）；实现扣非归母净利润增速33.2亿元（+20.4%）。板块25Q2实现收入236.8亿元（+15.3%）；实现归母净利润64.7亿元（+56.2%）；实现扣非归母净利润45.4亿元（+26.9%）。自2024年四季度起，板块收入重回增长轨道、利润快速回升。2025H1板块整体毛利率为39.4%（+2.2pp）、净利率为25.2%（+7.7pp）；销售费用率（2.7%，-0.1pp）、管理费用率（8.8%，-1.4pp）、研发费用率（4.5%，-1.3pp）下降，财务费用率提高（0.8%，+2.9pp），由收入增长下规模效应放大、部分产能利用率提升、部分赛道/细分市场竞逐触底等因素综合导致。
- **宏观维度：美联储降息周期下投融资环境有望改善。**2024年美联储货币政策转向宽松，目前联邦基金利率区间为4.25%-4.5%。美联储点阵图2025年/2026年/2027年预测中值区间分别为3.75%-4.0%/3.5%-3.75%/3.25%-3.5%，较前次点阵图有所上调，总体上来看，降息周期下医药生物投融资环境或向好，biotech外包服务需求有望改善。
- **行业维度：中国医疗健康投融资回暖，全球同比收缩。**长期看，预计2021-2028年全球医药研发将以2.6%的复合增速增长；**1）国内：**2021年以来中国医疗健康领域投融资总额持续收缩，2024投融资金额、事件数均下降至近十年底部位置。**2025H1**中国医疗健康领域投融资金额、事件数均同比增长，投融资总金额为333.6亿元（+18.2%）、投融资事件数267件（+1.9%）。2025Q1、Q2投融资总额分别为186.3亿元、147亿元，分别同比+10.5%、+24.6%，内需持续修复；**2）海外：**2022年-2023年全球医药投融资活动趋于冷静，2024年上半年融资额迎来21年后的小高峰。2025H1全球医疗健康投融资总额为2529.85亿元，同比-46.2%；投融资事件数共计1072件，同比-24.3%，相对去年同期收缩。
- **CXO板块未来持续关注多肽、ADC等新分子药物的商业化进程、国内外医药生物行业投融资活动复苏状况、中美货币政策走向、AI对药品研发的长期影响等。**
- **相关标的：**药明康德、康龙化成、凯莱英、药明生物、泰格医药、诺泰生物、圣诺生物、博腾股份等。
- **风险提示：**CXO企业在手订单转化与新增订单增速不及预期的风险、创新药进展不及预期的风险、宏观政策变动的风险等。

CXO板块2025年中报总结

2025H1CXO板块重回增长轨道。CXO板块共选取19家公司，2025H1实现收入448.5亿元（+13.8%）；实现归母净利润113.1亿元（+64.6%）；实现扣非净利润总额78.6亿元（+24.1%）。分季度看，板块25Q1实现收入211.7亿元（+12.3%）；实现归母净利润48.4亿元（+77.4%）；实现扣非归母净利润增速33.2亿元（+20.4%）。板块25Q2实现收入236.8亿元（+15.3%）；实现归母净利润64.7亿元（+56.2%）；实现扣非归母净利润45.4亿元（+26.9%）。自2024年四季度起，板块收入重回增长轨道、利润快速回升。

CXO板块盈利能力提升。2025H1板块整体毛利率为39.4%（+2.2pp）、净利率为25.2%（+7.7pp）；销售费用率（2.7%，-0.1pp）、管理费用率（8.8%，-1.4pp）、研发费用率（4.5%，-1.3pp）下降，财务费用率提高（0.8%，+2.9pp），由收入增长下规模效应放大、部分产能利用率提升、部分赛道/细分市场竞触底等因素综合导致。

CXO板块23Q2-25Q2业绩速览

（亿元）	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
单季度收入	230.9	227.1	222.3	188.6	205.4	221.9	237.9	211.7	236.8
同比增速	-1.8%	-5.0%	-9.4%	-13.6%	-11.0%	-2.3%	7.0%	12.3%	15.3%
归母净利润	62.6	49.9	12.9	27.3	41.4	34.6	25.9	48.4	64.7
同比增速	-21.5%	-16.0%	-64.0%	-43.4%	-33.8%	-30.6%	101.2%	77.4%	56.2%
扣非归母净利润	54.0	49.6	18.0	27.6	35.8	32.9	32.1	33.2	45.4
同比增速	-6.7%	-11.0%	-53.3%	-35.1%	-33.8%	-33.5%	78.3%	20.4%	26.9%

CXO板块23Q2-25Q2盈利能力指标概览

（亿元）	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
毛利率	42.3%	42.1%	37.2%	36.2%	38.1%	38.9%	36.9%	37.9%	40.7%
净利率	27.1%	22.0%	5.8%	14.5%	20.2%	15.6%	10.9%	22.9%	27.3%
销售费率	2.3%	2.3%	2.6%	2.8%	2.8%	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%
管理费率	9.0%	9.5%	10.3%	10.4%	10.1%	9.0%	10.3%	9.2%	8.4%
财务费率	-4.6%	-0.8%	1.1%	-2.6%	-1.7%	3.4%	-4.0%	0.6%	1.0%
研发费率	5.2%	5.5%	5.8%	5.9%	5.8%	5.3%	4.9%	4.6%	4.5%

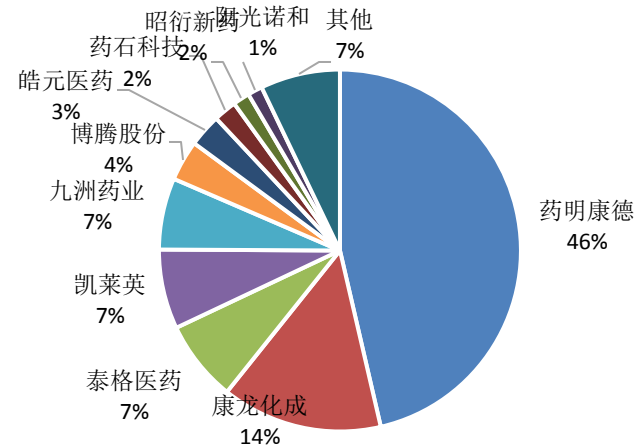
CXO板块2025年中报总结

龙头CXO企业为业绩主要贡献者

2025H1：实现收入448.5亿元（+13.8%）；实现归母净利润113.1亿元（+64.6%）。其中15家样本公司收入实现正增长，1家公司收入增速超30%、7家公司净利润增速超30%；0家公司收入增速超50%，7家公司净利润增速超50%。

从收入贡献看，2025H1药明康德、康龙化成、泰格医药、凯莱英、九洲药业贡献比例为46%、14%、7%、7%、7%；从净利润贡献看，药明康德、康龙化成、凯莱英、九洲药业、泰格医药贡献比例为76%、6%、5%、5%、3%。

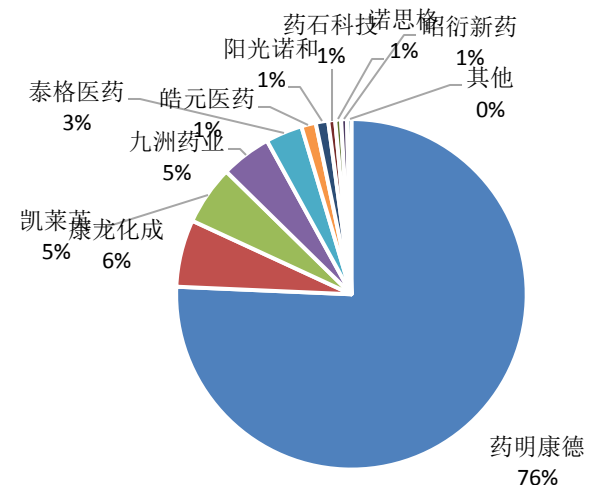
2025H1板块收入占比



板块2025H1业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	13.84%	0	1	15	4
占比		0%	5%	79%	21%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	64.62%	7	7	11	8
占比		37%	37%	58%	42%

2025H1归母净利润占比

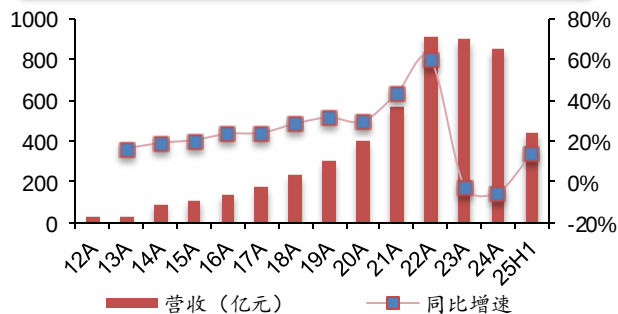


CXO板块2025年中报总结

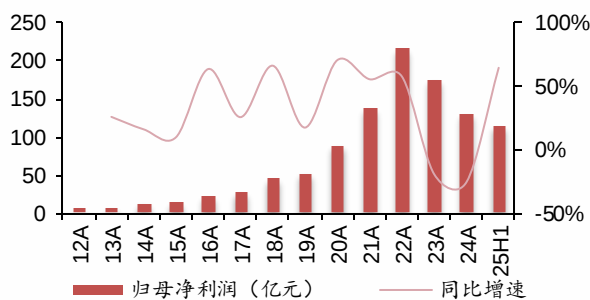
累计季度表现

2025H1收入增长，利润端快速回升。在2023年高利润商业化订单完全消化后，2024年CXO板块表现收入小幅下降并逐步企稳。2025H1，伴随着2024年全球医药生物投融资在研发外包市场的释放、CDMO部分新增产能的爬坡、新分子快速增长、临床CRO竞争的逐步触底等，上半年全板块样本公司合计实现收入448.5亿元（+13.8%），叠加产能利用率提升、规模效应放大等因素，实现归母净利润113.1亿元（+64.6%）；实现扣非净利润总额78.6亿元（+24.1%）

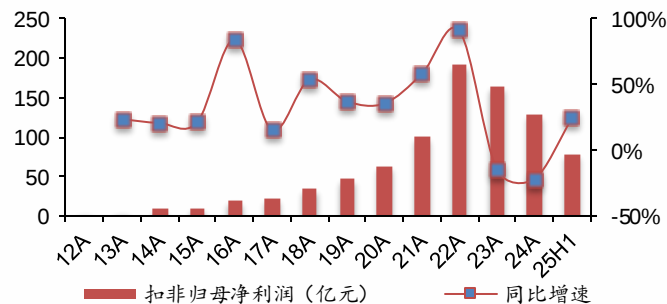
2012年~2025H1收入及增速



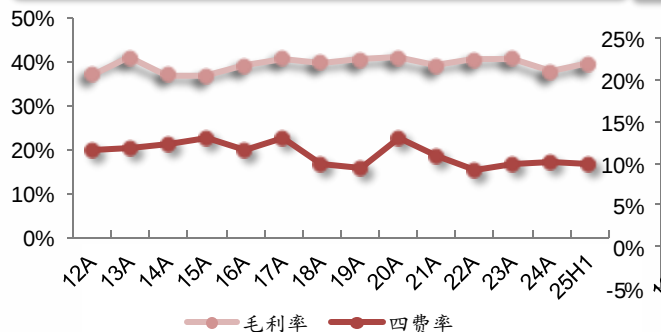
2012年~2025H1归母净利润及增速



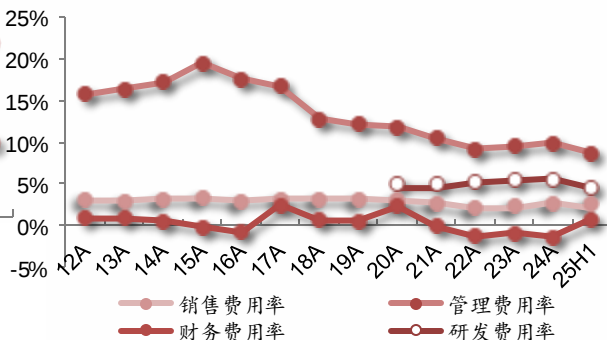
2012年~2025H1扣非归母净利润收入及增速



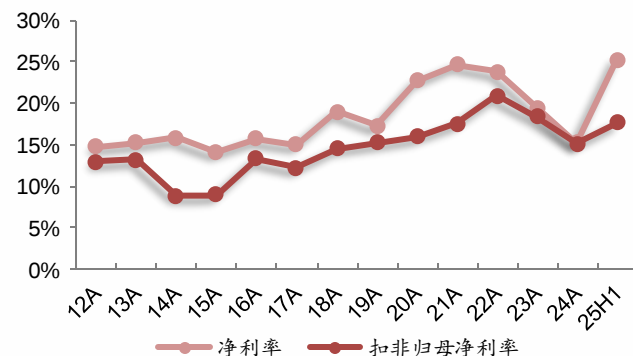
2012年~2025H1毛利率与四费率变化趋势



2012年~2025H1期间费用率变化趋势



2012年~2025H1净利率变化趋势

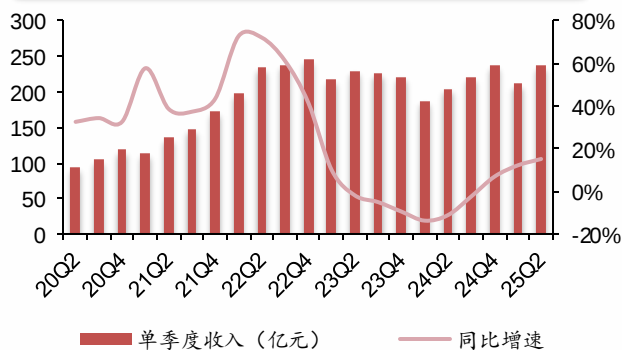


CXO板块2025年中报总结

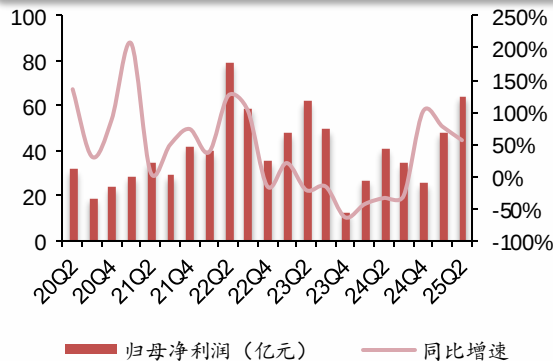
单季度表现

业绩逐季提升。分季度看，CXO板块19家样本企业25Q1共实现营业收入211.7亿元（+12.3%）；共实现归母净利润48.4亿元（+77.4%）；共实现扣非归母净利润33.2亿元（+20.4%）。25Q2共实现营业收入236.8亿元（+15.3%）；共实现归母净利润64.7亿元（+56.2%）；共实现扣非归母净利润45.4亿元（+26.9%），板块业绩呈现逐季度提升趋势。

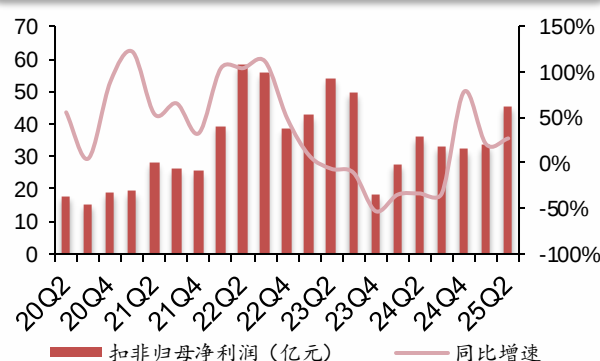
20Q2~25Q2收入及增速（单季度）



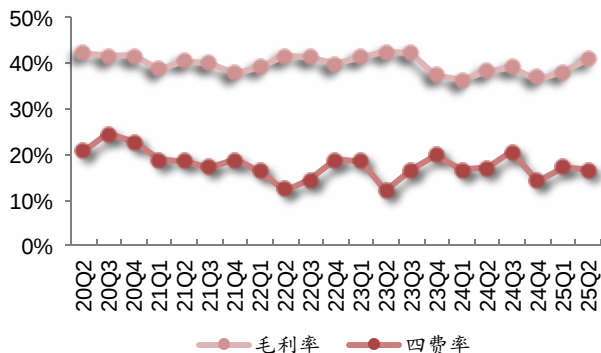
20Q2~25Q2归母净利润及增速（单季度）



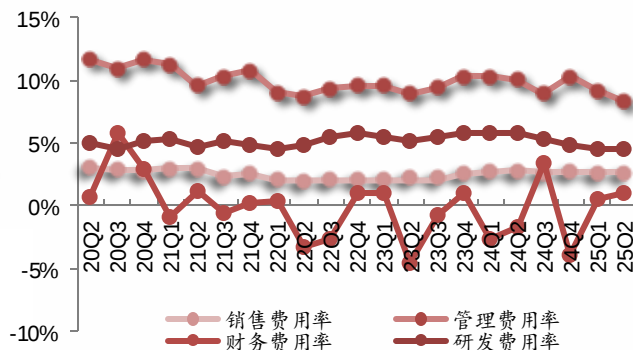
20Q2~25Q2扣非归母净利润及增速（单季度）



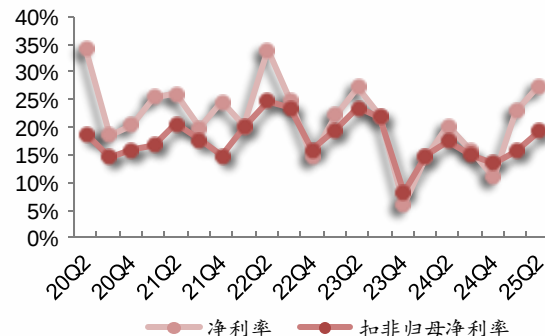
20Q2~25Q2毛利率与四费率变化趋势



20Q2~25Q2期间费用率变化趋势



20Q2~25Q2净利率变化趋势



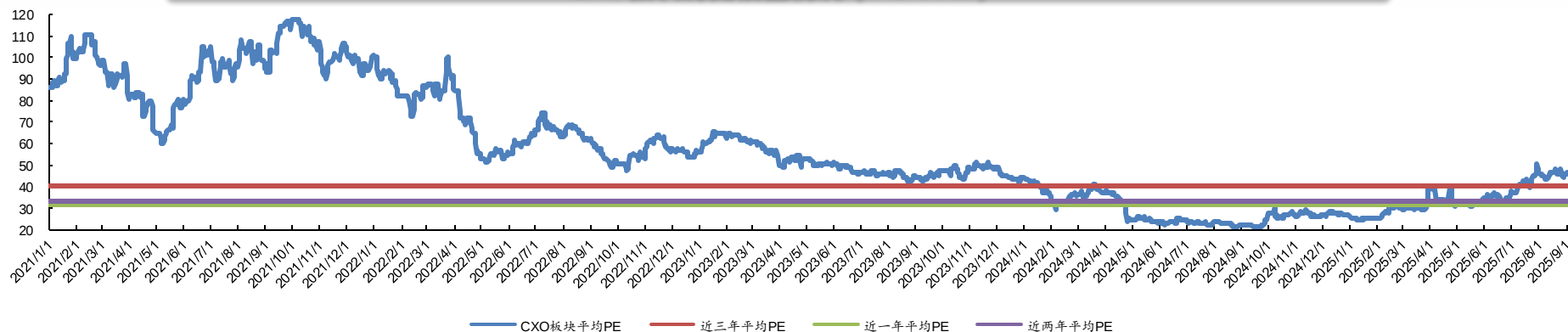
CXO板块2025年中报总结

复盘：上半年股价与估值快速上升。2024年上半年，CXO板块估值在美国生物安全法案事件催化、各企业业绩增速预期调整等因素的影响下继续走低；2024年9月下旬，国内股市出现政策驱动性牛市，CXO板块股价同步上涨；2025年3月，部分CXO头部上市公司业绩数据、订单数据超预期，二级市场Price in；2025年4月后，特朗普政府关税政策的频繁变化对股市带来了短期扰动；2025年5月-6月随短期扰动出清、下游创新药结构牛拉动，CXO板块整体上行。7月，随着中报业绩预告的兑现、全年预期的进一步上调，股价与估值进一步上升，截至9月3日，CXO板块样本公司平均估值47倍，高于近3年平均估值40倍。

部分CXO公司股价复盘



CXO板块历史估值情况 (PE-TTM)



数据来源：Wind，西南证券整理

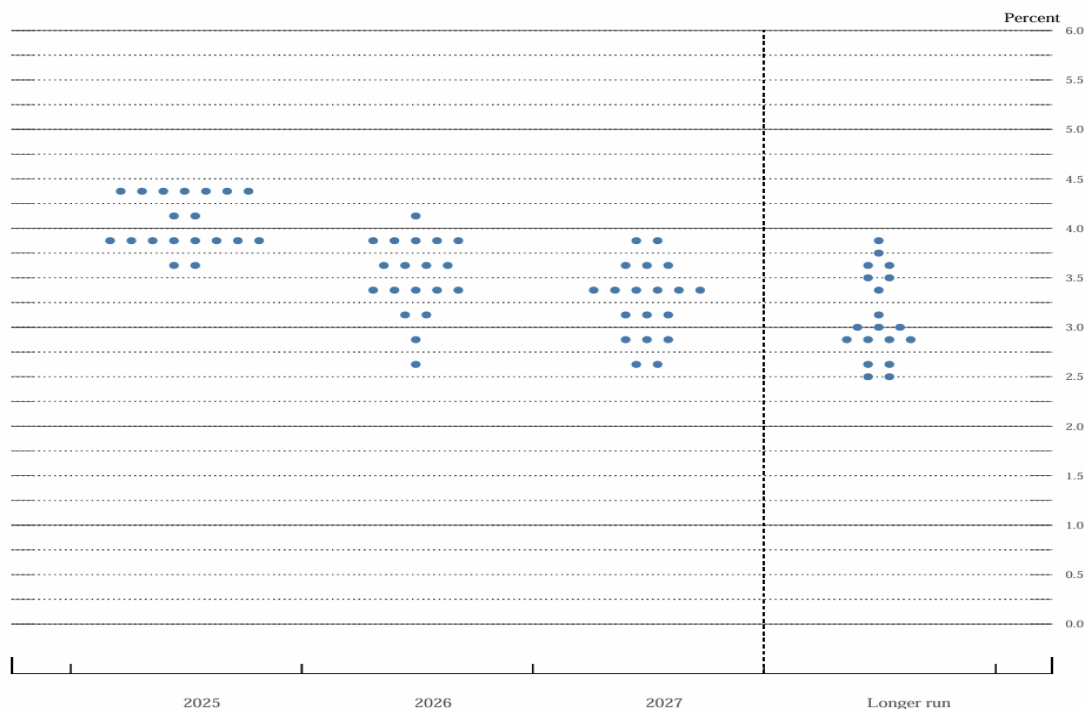
CXO板块2025年中报总结

宏观维度：降息周期下医药生物投融资环境、药企外包需求向好

美联储在2022年3月至2023年7月进行了总共11次、总计5.25个百分点的加息后，货币政策转向宽松，2024年两次降息后，目前联邦基金利率区间为4.25%-4.5%。美联储6月18日点阵图显示，美联储官员2025年联邦基金利率预测中值为3.75%-4.0%、2026年预测中值为3.5%-3.75%、2027年预测中值在3.25%-3.5%。较3月点阵图有所上调，整体上目前仍处于降息周期，医药生物一级市场投融资环境或向好，biotech医疗外包服务需求有望改善。

美联储官员目标联邦基金利率点阵图 (%)

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



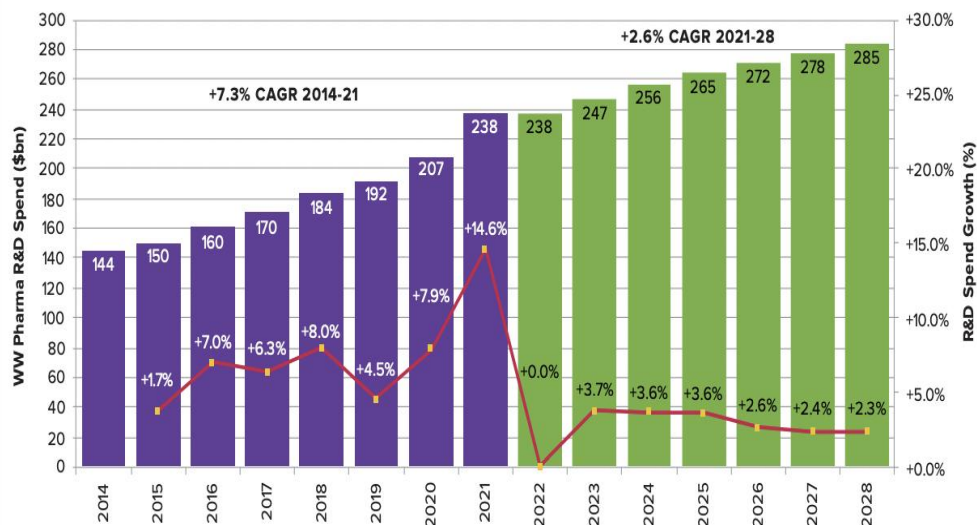
CXO板块2025年中报总结

行业维度：医药研发投入持续增长，2025H1国内医药投融资强度回暖

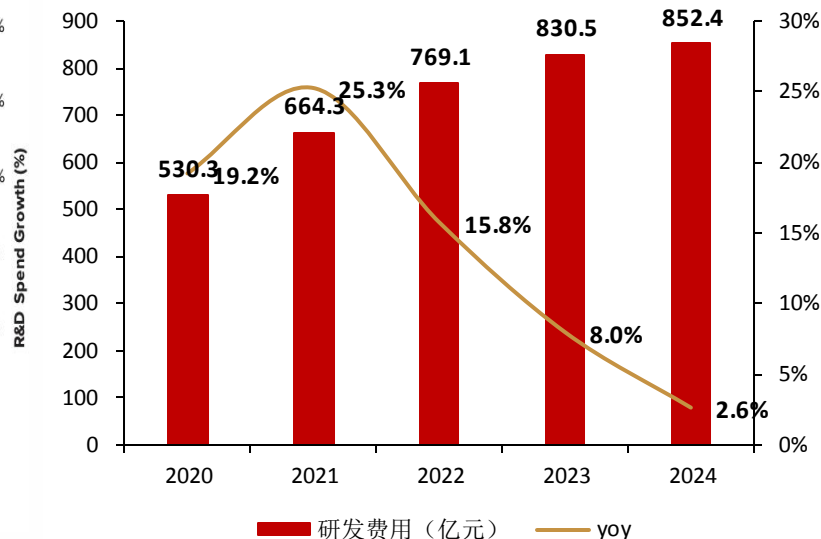
全球医药生物企业研发投入稳步增长。2008年金融危机对全球医药研发造成较大冲击，研发投入增速降至1%；2011年开始增速逐步企稳回升，根据Evaluate Pharma统计，2021年全球医药研发投入同比增速接近14.6%。从绝对值来看，全球医药研发投入从2014年的1440亿美元增至2021年的2380亿美元，复合增长率为7.3%，预计2021-2028年全球医药研发仍将以2.6%的增速稳步增长。

我国医药生物企业研发费用持续增长。我国A股医药生物企业研发投入持续增长，2024年355家医药生物样本上市公司研发费用总额达852.4亿元，同比增长2.6%，2021年-2024年CAGR约12.6%。

全球医药生物研发投入及预测（十亿美元）



医药生物上市公司研发费用合计额



CXO板块2025年中报总结

行业维度：医药研发投入持续增长，2025H1国内医药投融资强度回暖

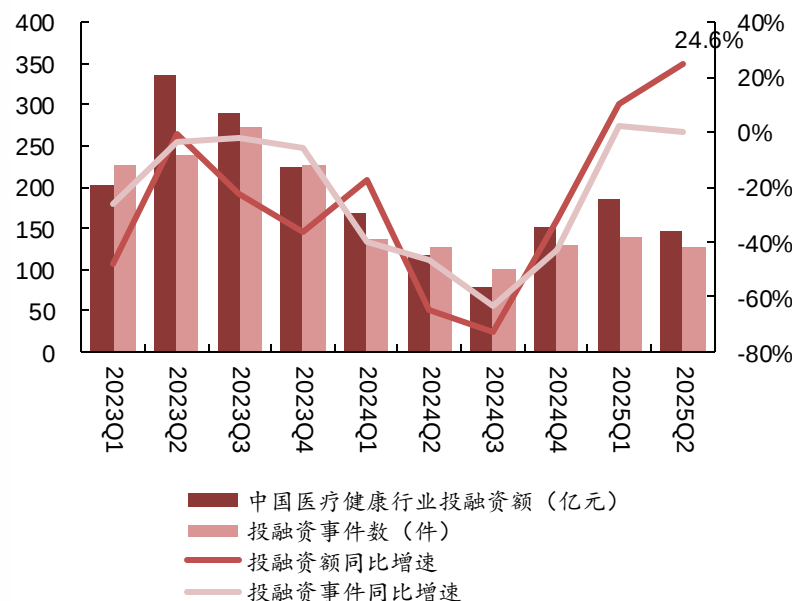
2021年以来中国医疗健康领域投融资总额持续收缩，2024投融资金额、事件数均下降至近十年底部位置。

2025H1中国医疗健康领域投融资金额、事件数均同比增长，投融资总金额为333.6亿元（+18.2%）、投融资事件数267件（+1.9%）。**分季度看**，2024Q4-2025Q2国内医疗健康行业投融资活动回暖，2024Q4、2025Q1、2025Q2投融资总额分别为151.7亿元、186.5亿元、147.0亿元，分别同比-32.3%、+10.5%、+24.6%，分别环比+93.7%、+23.0%、-21.2%；投融资事件数分别为129件、140件、127件，分别同比-43.2%、2.0%、同比持平，分别环比+27.7%、+8.5%、-9.3%，国内创新药研发景气度与外包需求回暖。

中国年度医疗健康投融资额及事件数



中国季度医疗健康投融资额及事件数



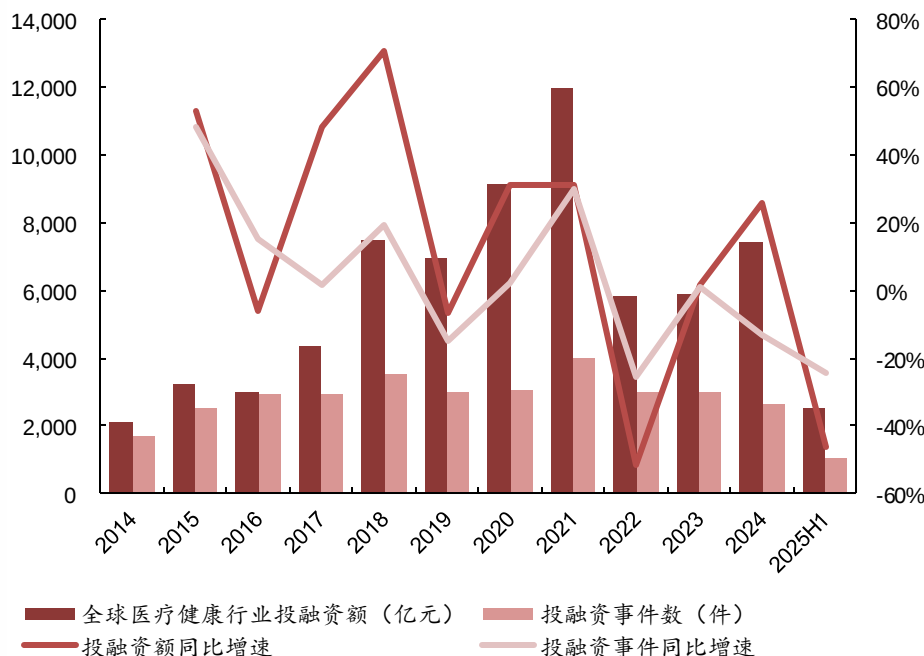
CXO板块2025年中报总结

行业维度：医药研发投入持续增长，2025H1国内医药投融资强度回暖

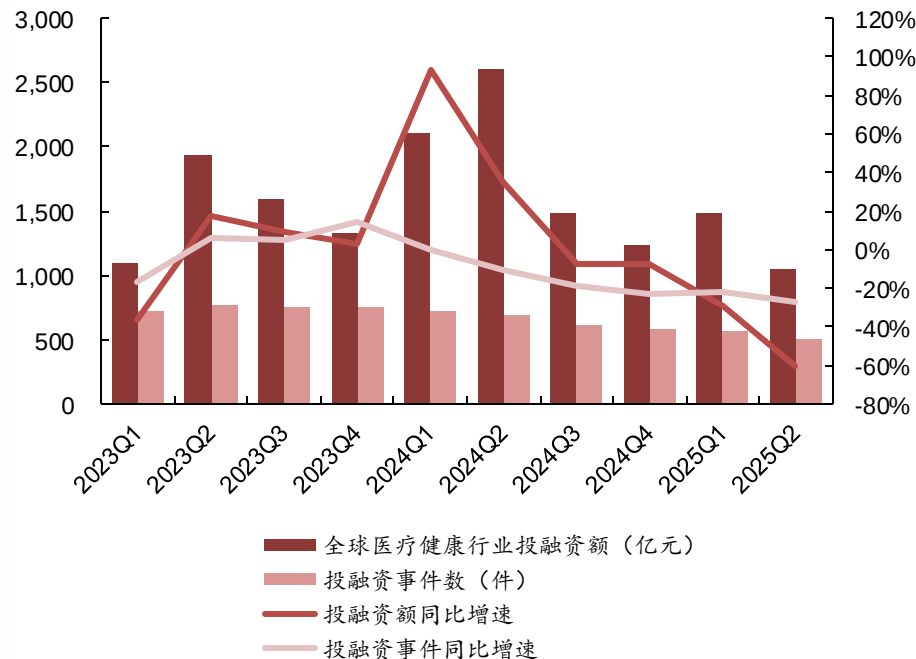
全球医疗健康领域投融资活动2016-2018年快速爆发，2019年短暂放缓，2020年-2021年高增长。2022年-2023年全球趋于冷静，投融资活动强度较2021年显著下降，2024年上半年融资额迎来21年后的小高峰。

2025H1全球投融资强度收缩，在高基数下同比下降。2025H1全球医疗健康投融资总额为2529.85亿元，同比-46.2%；投融资事件数共计1072件，同比-24.5%。其中，2025年二季度全球医疗健康投融资总额为1045.16亿元，同比-59.9%，环比-29.6%；投融资事件数共计508件，同比-26.7%，环比-9.9%。

全球年度医疗健康投融资额及事件数



全球季度医疗健康投融资额及事件数



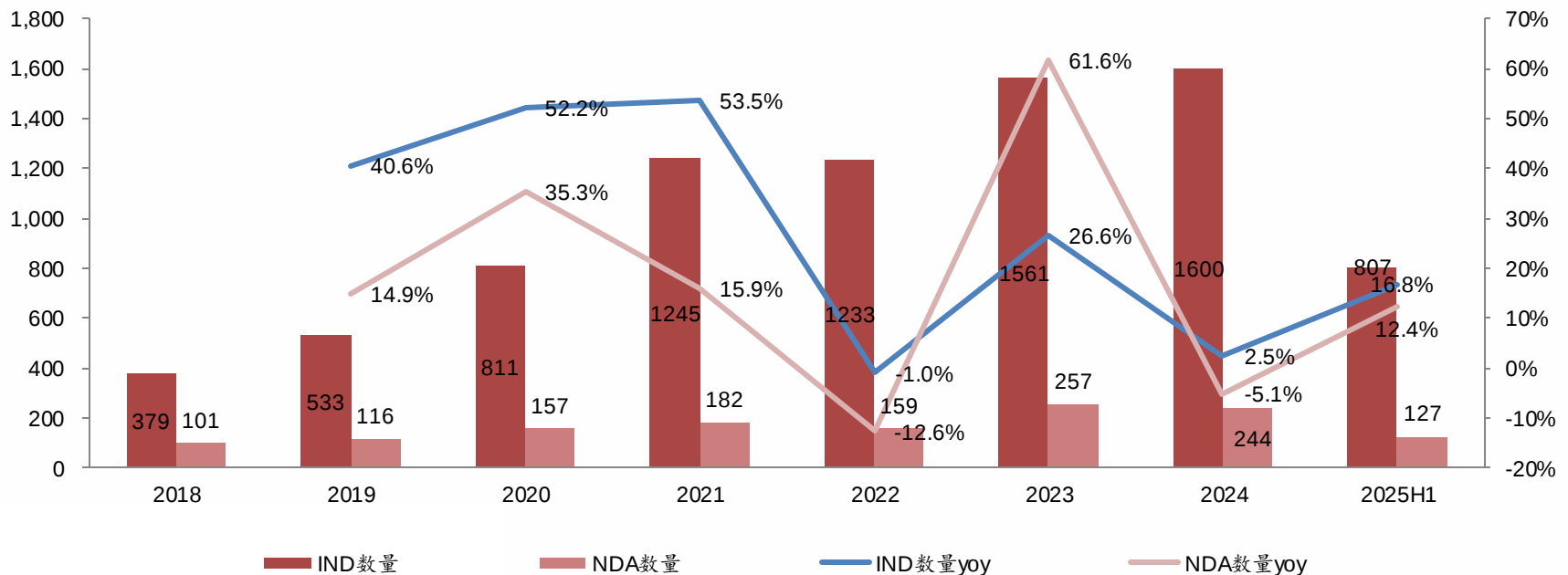
CXO板块2025年中报总结

行业维度：医药研发投入持续增长，2025H1国内医药投融资强度回暖

近年来，我国创新药IND、NDA数量稳步提升，创新药IND数量从2018年的379个增至2024年的1600个；创新药NDA数量从2018年的101个增至2024年的244个。

2025年H1我国创新药新增IND数量807个（+16.8%）、新增NDA数量127个（+12.4%），稳步增加。

中国创新药IND与NDA受理情况



CXO板块2025年中报总结

CXO板块2025H1业绩速

按市值排序；收入、利润单位为亿元，费用单位为百万元

成分股	2025H1		2024H1		市值（亿元） 2025.09.03	收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润		2025H1	2025H1	2025H1	2025H1	2025H1	占比	2025H1	占比	2025H1	占比	2025H1	占比
药明康德	208.0	85.6	172.4	42.4	3,254.6	35.58	43.21	514.43	2.5%	394.37	1.9%	1175.42	5.7%	206.20	1.0%		
泰格医药	32.5	3.8	33.6	4.9	545.7	(1.08)	(1.10)	127.00	3.9%	107.91	3.3%	355.29	10.9%	63.28	1.9%		
康龙化成	64.4	7.0	56.0	11.1	534.0	8.36	(4.12)	250.46	3.9%	142.94	2.2%	805.43	12.5%	112.37	1.7%		
凯莱英	31.9	6.2	27.0	5.0	388.3	4.91	1.18	285.75	9.0%	90.95	2.9%	378.62	11.9%	(62.33)	-2.0%		
昭衍新药	6.7	0.6	8.5	-1.7	235.1	(1.81)	2.31	43.45	6.5%	14.61	2.2%	134.51	20.1%	(37.42)	-5.6%		
九洲药业	28.7	5.3	27.6	4.7	167.9	1.07	0.51	128.07	4.5%	51.17	1.8%	192.13	6.7%	(7.55)	-0.3%		
皓元医药	13.1	1.5	10.6	0.7	149.5	2.55	0.81	116.90	8.9%	30.22	9.9%	145.85	11.1%	16.69	1.3%		
博腾股份	16.2	0.3	13.5	-1.7	145.7	2.69	1.97	131.51	8.1%	80.15	4.9%	174.37	10.8%	39.42	2.4%		
药石科技	9.2	0.7	7.4	1.0	96.9	1.75	(0.26)	48.35	5.3%	30.89	3.4%	86.29	9.4%	18.67	2.0%		
美迪西	5.4	-0.1	5.2	-0.7	89.7	0.19	0.57	49.21	9.1%	40.30	7.5%	53.50	9.9%	3.62	0.7%		
阳光诺和	5.9	1.3	5.6	1.5	86.0	0.27	(0.19)	76.27	12.9%	17.69	3.0%	51.10	8.7%	6.20	1.1%		
百诚医药	3.3	0.0	5.3	1.3	68.7	(1.93)	(1.31)	100.97	30.4%	5.72	1.7%	53.97	16.2%	7.53	2.3%		
睿智医药	5.3	0.3	4.7	-0.6	62.8	0.69	0.88	24.72	4.6%	25.03	4.7%	81.83	15.3%	0.92	0.2%		
泓博医药	3.5	0.2	2.7	0.2	53.3	0.87	0.09	19.00	5.4%	7.13	2.0%	46.70	13.2%	1.42	0.4%		
诺思格	3.8	0.6	3.8	0.6	53.2	0.01	0.03	30.67	8.1%	6.31	1.7%	41.92	11.0%	(1.86)	-0.5%		
和元生物	1.2	-1.0	1.1	-1.1	49.8	0.07	0.09	23.21	19.4%	21.90	18.3%	34.96	29.2%	2.44	2.0%		
诚达药业	1.8	0.1	1.6	0.3	43.4	0.18	(0.12)	20.07	11.0%	2.11	1.2%	60.64	33.2%	(0.38)	-0.2%		
博济医药	3.6	0.2	3.4	0.3	40.9	0.20	(0.15)	23.20	6.4%	25.60	7.1%	35.51	9.8%	0.67	0.2%		
普蕊斯	3.9	0.5	3.9	0.5	36.2	(0.04)	(0.01)	18.57	4.8%	4.42	1.1%	20.01	5.1%	(0.70)	-0.2%		

原料药板块2025年中报总结

- **原料药板块收入端稳健，利润端改善。**原料药板块共选取37家公司，2025年上半年原料药板块实现收入528.8亿元（基本持平）；实现归母净利润81.6亿元（+19.1%）；扣非归母净利润79.1亿元（+27.0%）。分季度看，板块2025Q1实现收入264.6亿元（+2.0%），归母净利润42.7亿元（+44.0%），扣非归母净利润40.9亿元（+43.9%）。板块2025Q2实现收入264.2亿元（-2.1%），归母净利润38.9亿元（基本持平），扣非归母净利润38.2亿元（+12.9%）。从盈利能力看，原料药板块利润率持续修复，2025年上半年原料药板块毛利率（36.4%，+2.0pp）、净利率（15.0%，+2.3pp）持续修复，管理费用率（6.3%，持平）、销售费用率（5.8%，-0.8pp），研发费用率（6.3%，+0.4pp）、财务费用率（-0.8%，-0.7pp）。2025Q1实现毛利率36.7%（+2.1pp）、净利率14.7%（+0.3pp）。展望2025年，原料药板块预计将进一步延续整体平稳回升的趋势。
- **优质公司产业能力升级，打开长期成长空间。**1）“原料药+制剂”一体化巩固制造优势，制剂出口加速+集采放量打开成长空间：海外出口加速：2018年起，获批ANDA的本土药企数量显著提升；国内集采放量：带量采购模式为原料药企业省去销售环节，具备成本与质量优势的光脚品种借助集采有望以量换价，加速国内市场放量。2）**基于创新技术平台的高稀缺性、高壁垒业务有望打破周期属性，长期成长确定性高**：博瑞医药为例，凭借核心药物研发技术平台实现“仿+创”双轮驱动。高稀缺性、高壁垒的创新赛道有望打破周期属性，长期成长确定性高。
- **相关标的**：博瑞医药、健友股份、海普瑞等。
- **风险提示**：原料药价格不及预期；产品销量不及预期；原料药行业政策变动等风险。

原料药板块2025年中报总结

原料药板块收入稳健、利润端改善

原料药板块共选取37家公司，2025年上半年原料药板块实现收入528.8亿元（基本持平）；实现归母净利润81.6亿元（+19.1%）；扣非归母净利润79.1亿元（+27.0%）。分季度看，板块2025Q1实现收入264.6亿元（+2.0%），归母净利润42.7亿元（+44.0%），扣非归母净利润40.9亿元（+43.9%）。板块2025Q2实现收入264.2亿元（-2.1%），归母净利润38.9亿元（基本持平），扣非归母净利润38.2亿元（+12.9%）。板块收入端稳健，利润端改善。

从盈利水平看，原料药板块利润率持续修复，2025年上半年原料药板块毛利率（36.4%，+2.0pp）、净利率（15.0%，+2.3pp）持续修复，管理费用率（6.3%，持平）、销售费用率（5.8%，-0.8pp），研发费用率（6.3%，+0.4pp）、财务费用率（-0.8%，-0.7pp）。2025Q2实现毛利率36.7%（+2.1pp）、净利率14.7%（+0.3pp）。

原料药板块23Q2-25Q2业绩速览

（亿元）	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
单季度收入	248.8	228.4	236.6	259.3	269.7	264.8	253.7	264.6	264.2
同比增速	-3.3%	-5.4%	-11.5%	-2.2%	8.4%	16.0%	7.2%	2.0%	-2.1%
归母净利润	31.2	22.2	-0.4	29.7	38.9	38.5	14.4	42.7	38.9
同比增速	-19.2%	-20.5%	-101%	-5.4%	24.7%	73.2%	-3972%	44.0%	0.0%
扣非归母 净利润	30.6	20.4	-2.8	28.4	33.8	36.6	15.5	40.9	38.2
同比增速	-17.7%	-26.8%	-116%	-1.0%	10.6%	79.1%	-645%	43.9%	12.9%

原料药板块23Q2-25Q2盈利能力指标概览

	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
毛利率	34.0%	33.9%	30.6%	34.0%	34.6%	36.4%	37.5%	36.0%	36.7%
净利率	12.5%	9.7%	-0.2%	11.4%	14.4%	14.5%	5.7%	16.2%	14.7%
销售费率	7.2%	7.5%	8.5%	7.0%	6.3%	6.0%	7.3%	5.6%	6.0%
管理费率	6.7%	7.5%	8.0%	6.3%	6.3%	6.8%	7.8%	6.2%	6.4%
财务费率	-2.7%	0.9%	0.5%	0.3%	-0.4%	0.9%	-0.4%	-0.5%	-1.0%
研发费率	6.3%	6.3%	6.9%	5.8%	6.1%	6.4%	8.4%	6.3%	6.4%

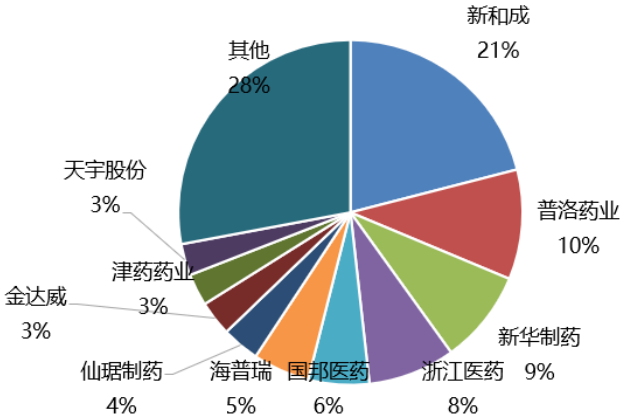
原料药板块2025年中报总结

2025年上半年头部企业贡献近一半业绩

2025年上半年：原料药板块实现收入528.8亿元，18家样本公司收入实现正增长，0家公司收入增速超30%、9家公司净利润增速超30%；0家公司收入增速超50%，9家公司净利润增速超50%。

从收入贡献看，2024年新和成、普洛药业、新华制药、浙江医药、国邦医药贡献比例为21%、10%、9%、8%、6%；**从净利润贡献看，**新和成、浙江医药、普洛药业、国邦医药、海普瑞贡献比例为44%、8%、7%、6%、5%。

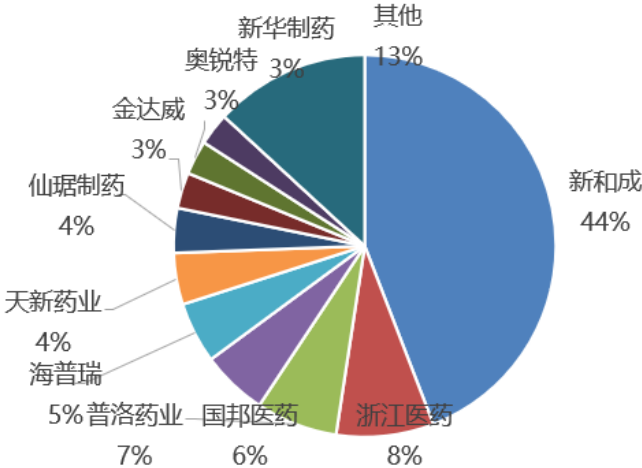
2025年上半年板块收入占比



板块2025年上半年业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	0.0%	0	0	18	19
占比		0%	0%	49%	51%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	19.1%	9	9	18	19
占比		24%	24%	49%	51%

2025年上半年板块归母净利润占比

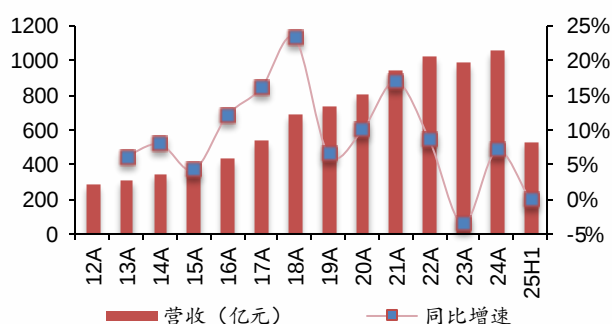


原料药板块2025年中报总结

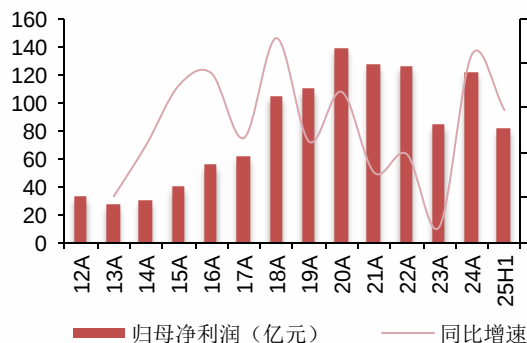
累计季度表现

2025年上半年收入稳健，利润端改善。2025年上半年原料药板块实现收入528.8亿元（基本持平）；实现归母净利润81.6亿元（+19.1%）；扣非归母净利润79.1亿元（+27.0%）。

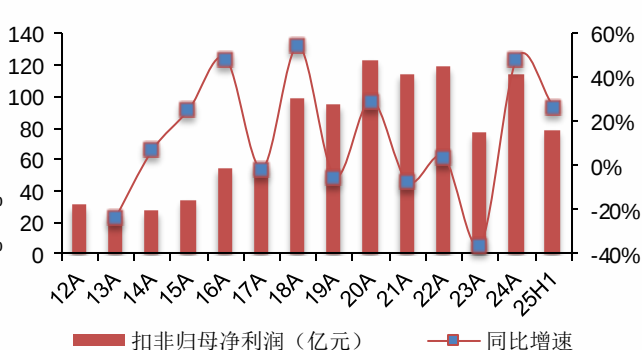
2012年~2025年上半年收入及增速



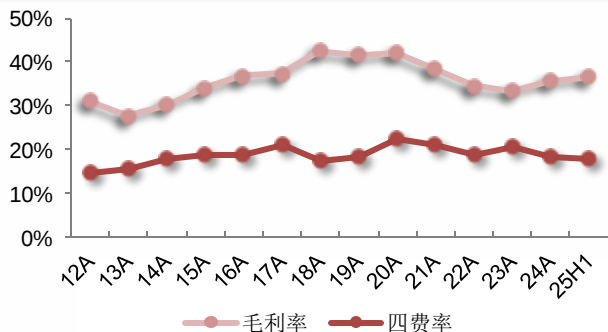
2012年~2025年上半年归母净利润及增速



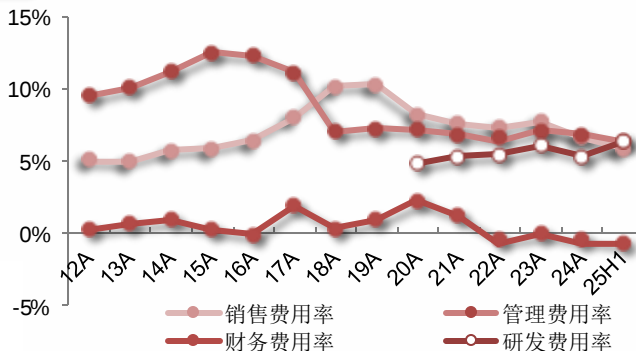
2012年~2025年上半年扣非归母净利润收入及增速



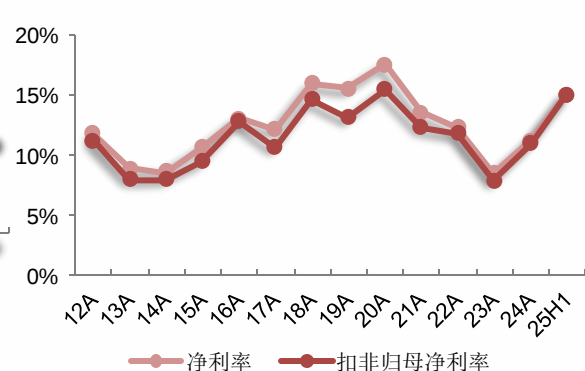
2012年~2025年上半年毛利率与四费率变化趋势



2012年~2025年上半年期间费用率变化趋势



2012年~2025年上半年净利率变化趋势

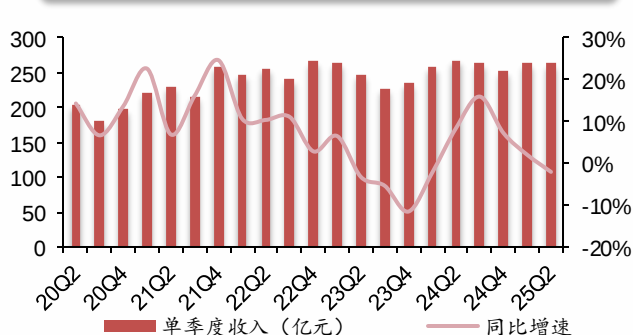


原料药板块2025年中报总结

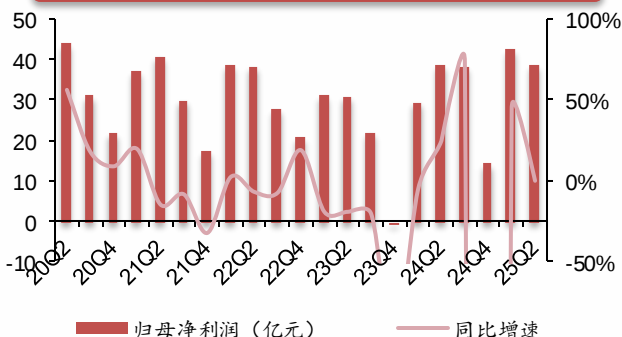
单季度表现

利润端延续回暖趋势。原料药板块2025Q1实现收入264.6亿元（+2%），实现归母净利润42.7亿元（+44.0%）。2025Q2实现收入264.2亿元（-2.1%），归母净利润38.9亿元（基本持平），扣非归母净利润38.2亿元（+12.9%）。

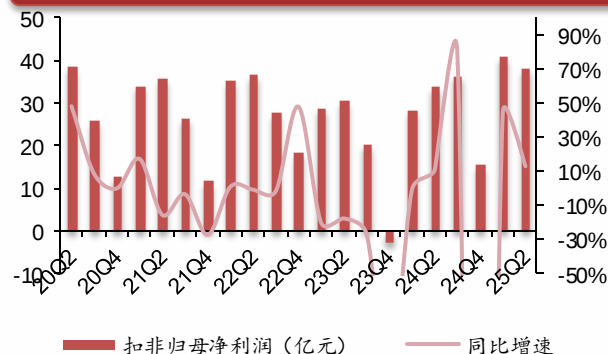
20Q2~25Q2收入及增速（单季度）



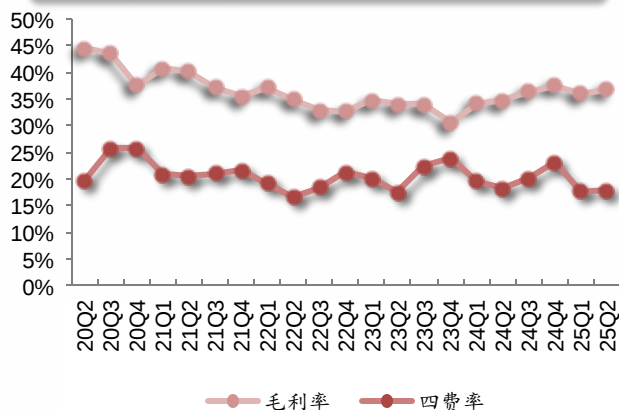
20Q2~25Q2归母净利润及增速（单季度）



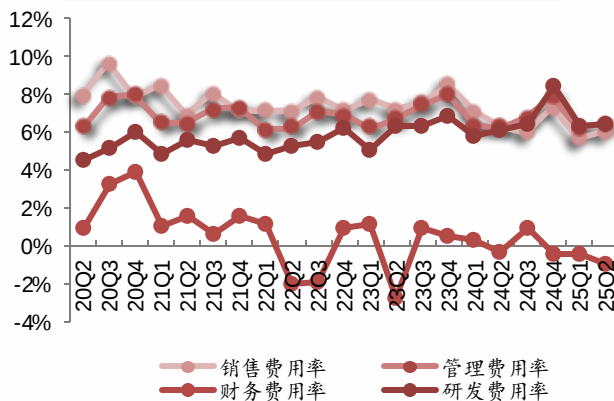
20Q2~25Q2扣非归母净利润及增速（单季度）



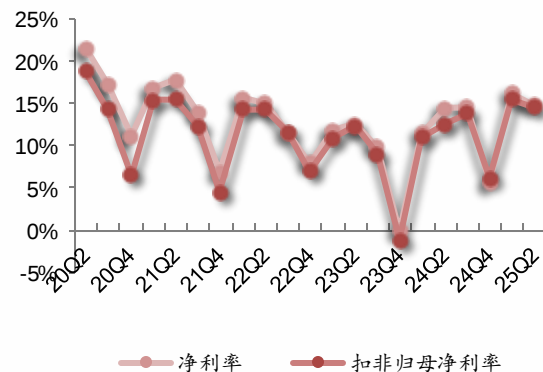
20Q2~25Q2毛利率与四费率变化趋势



20Q2~25Q2期间费用率变化趋势



20Q2~25Q2净利率变化趋势



原料药板块2025年中报总结

多重因素共同驱动，原料药行业集中度有望持续提升

- **带量采购+一致性评价+关联审评+环保政策等多重因素共同驱动下，过剩产能逐步出清，原料药行业集中度有望持续提升。** 1) 带量采购大幅降低仿制药价格，快速提升药品可及性，带动原料药需求快速提升；2) 持续推进的一致性评价提高了药品质量标准，加强了制剂和原料药的绑定，提升更换原料药成本，原料药企业议价权不断加强；3) 关联审评使得原料药和制剂企业能够事前互相遴选，从而建立起更加牢固、长期的合作关系，制剂企业更换原料药供应商的成本和难度明显增加，与上游供应商绑定更深；4) 环保政策持续趋严，技术落后、环保不达标中小原料药企业低成本优势不再，被迫退出市场，行业供给减少，特色原料药和大宗原料药均出现明显涨价趋势。

带量采购常态化全面推进

一致性评价准备

一致性评价执行

带量采购从试点到全面推广

集采常态化

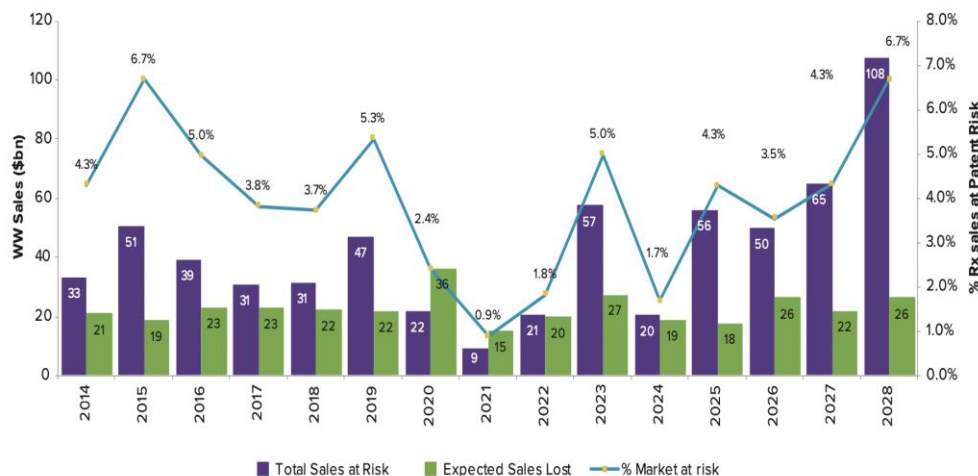


原料药板块2025年中报总结

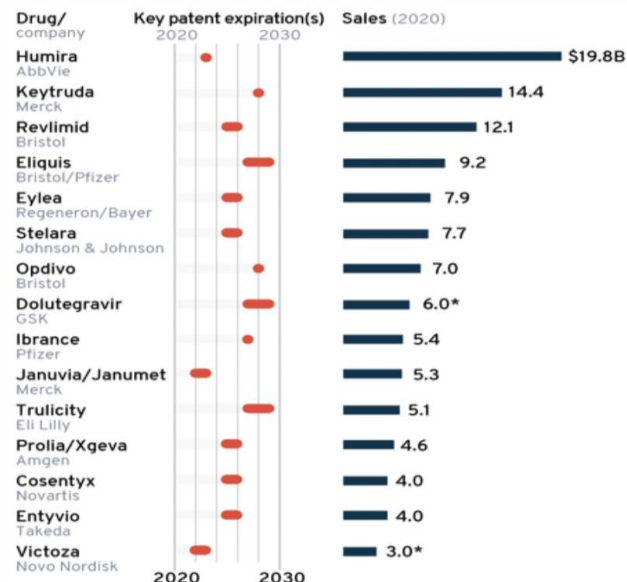
全球专利悬崖+国产替代加速，原料药发展空间广阔

- 全球范围的专利药到期叠加我国仿制药国产替代持续加速，我国原料药行业发展空间广阔。据Evaluate Pharma统计，2022-2028年全球将有近3770亿美元专利药到期，预计因此损失的销售额将达1580亿美元，到期专利药市场约有41.9%将被仿制药占领。美媒Fierce Pharma统计了未来10年内专利即将到期的15款重磅炸弹药物，其中包括2020年最畅销的四款药品Humira（阿达木单抗）、Keytruda（帕博利珠单抗）、Revlimid（来那度胺）和Eliquis（阿哌沙班）。目前，中国及其他发展中国家在全球仿制药市场中份额逐步提升，且带量采购等政策推行加速了我国原料药企业的国产替代步伐，我国特色原料药市场或将持续扩容。

专利到期影响原研药物销售情况（十亿美元）



未来十年即将面临专利悬崖的重磅原研品种



原料药板块2025年中报总结

制剂出口加速+集采放量打开成长空间

- “原料药+制剂”一体化巩固制造优势，制剂出口加速+集采放量打开成长空间。《“十四五”医药工业发展规划》鼓励原料药企业向下游延伸，加速推进“原料药+制剂”一体化，巩固先进制造优势。
- 海外出口加速：我国药企国际化业务正在迭代升级，海外制剂市场表现尤其靓丽，企业加速探索海外市场。健友股份2024年海外收入30.1亿元（+4.6%），占公司总营业收入76.6%；普洛药业2024年海外收入53.9亿元（+9.5%），占公司总营收的44.8%。
- 国内集采放量：带量采购模式为原料药企业省去销售环节，具备成本与质量优势的光脚品种借助集采有望以量换价，加速国内市场放量。

2022-2024部分原料药及制剂企业海外收入

企业		2022（亿元）	2023（亿元）	2024（亿元）
健友股份	国内	11.59	10.47	9.17
	海外	25.48	28.75	30.07
普洛药业	国内	59.58	65.55	66.33
	海外	45.48	49.19	53.89
海普瑞	国内	6.49	4.11	3.60
	海外	65.09	50.33	49.20

原料药板块2025年中报总结

创新驱动的高稀缺性、高壁垒业务值得关注

■ 基于创新技术平台的高稀缺性、高壁垒业务有望打破周期属性，长期成长确定性高。以博瑞医药为例，凭借核心药物研发技术平台实现“仿+创”双轮驱动：1）仿制药：发力稀缺性高、技术难度高的药物仿制，目前已掌握恩替卡韦、卡泊芬净、米卡芬净钠等40余种高端药物的生产核心技术；2）创新药：孵化高度差异化、较大临床获益产品。截至2024年年报披露日，公司自主多肽类药物BGM0504注射液2型糖尿病治疗和减重两项适应症已获得国内Ⅲ期临床试验伦理批件、在美国开展的I期临床试验已完成最后一例参与者出组。高稀缺性、高壁垒创新赛道有望打破周期属性，长期成长确定性高。

博瑞医药主要在研项目

药（产）品名称	注册分类	适应症或功能主治	是否处方药	是否属于中药保护品种（如涉及）	研发（注册）所处阶段
BGM0504注射液	化学药品1类	减重和2型糖尿病	是	否	临床Ⅲ期
羧基麦芽糖铁注射液及原料药	化学药品4类	治疗缺铁性贫血（IDA）	是	否	已申报
吸入用布地奈德混悬液	化学药品4类	哮喘等	是	否	已申报
噻托溴铵奥达特罗吸入喷雾剂	化学药品4类	COPD的维持治疗	是	否	已申报
噻托溴铵吸入喷雾剂	化学药品4类	COPD的维持治疗	是	否	已申报
沙美特罗替卡松吸入粉雾剂	化学药品4类	哮喘、慢性阻塞性肺病	是	否	50μg/250μg规格：临床阶段 50μg/500μg规格：工艺验证阶段
噻托溴铵吸入粉雾剂	化学药品4类	COPD维持治疗	是	否	BE阶段

原料药板块2025年中报总结

原料药板块2025H1业绩速览

按市值排序；收入、利润单位为亿元，费用单位为百万元

成分股	2025H1		2024H1		市值（亿元） 2025.09.03	收入同比增长		净利润同比增长		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润		2025H1	2025H1	2025H1	2025H1	2025H1	占比	2025H1	占比	2025H1	占比	2025H1	占比
新诺威	10.5	0.0	9.7	1.4	791.3	0.78	(1.40)	455.38	43.4%	125.25	11.9%	41.11	3.9%	(23.38)	-2.2%		
新和成	111.0	36.0	98.4	22.0	743.5	12.56	13.99	522.72	4.7%	88.60	0.8%	309.62	2.8%	(175.19)	-1.6%		
博瑞医药	5.4	0.2	6.6	1.1	380.9	(1.20)	(0.89)	138.29	25.7%	39.65	7.4%	70.73	13.2%	19.74	3.7%		
普洛药业	54.4	5.6	64.3	6.2	185.0	(9.84)	(0.62)	324.20	6.0%	259.71	4.8%	204.26	3.8%	(21.12)	-0.4%		
海普瑞	28.2	4.2	28.4	6.6	171.0	(0.20)	(2.42)	102.72	3.6%	93.15	6.9%	185.41	6.6%	(190.45)	-6.8%		
浙江医药	43.2	6.7	44.1	3.2	146.6	(0.83)	3.58	313.51	7.3%	451.72	10.4%	209.43	4.8%	(104.31)	-2.4%		
国邦医药	30.3	4.6	28.9	4.0	128.6	1.34	0.51	97.43	3.2%	39.25	1.3%	142.84	4.7%	(0.71)	0.0%		
金达威	17.3	2.5	15.2	1.3	123.8	2.05	1.17	40.92	2.4%	171.07	9.9%	189.19	10.9%	(1.89)	-0.1%		
天新药业	11.2	3.6	10.7	3.5	118.9	0.56	0.11	42.46	3.8%	19.85	1.8%	77.51	6.9%	(25.41)	-2.3%		
仙琚制药	18.7	3.1	21.4	3.4	103.5	(2.69)	(0.31)	125.93	6.7%	547.77	29.3%	164.43	8.8%	(4.89)	-0.3%		
海翔药业	9.3	0.1	10.4	0.4	96.0	(1.14)	(0.24)	61.50	6.6%	9.63	1.0%	133.33	14.4%	(11.88)	-1.3%		
新华制药	46.4	2.2	47.3	2.7	93.6	(0.94)	(0.42)	102.43	4.4%	172.61	3.7%	215.10	4.6%	9.88	0.2%		
天宇股份	15.7	1.5	12.7	0.5	93.6	3.02	0.96	116.43	7.4%	70.19	4.5%	167.52	10.7%	11.21	0.7%		
奥锐特	8.2	2.3	7.3	1.9	93.1	0.91	0.46	71.80	8.7%	69.91	8.5%	81.07	9.9%	8.34	1.0%		
奥翔药业	4.8	1.7	4.9	1.8	91.9	(0.11)	(0.10)	56.34	11.7%	8.55	1.8%	38.98	8.1%	(8.62)	-1.8%		
花园生物	6.4	1.6	6.0	1.4	78.1	0.35	0.19	32.93	5.2%	81.95	12.9%	48.68	7.7%	8.33	1.3%		
尔康制药	6.8	0.4	6.2	0.1	77.1	0.61	0.31	19.94	2.9%	23.74	3.5%	09.94	16.1%	1.43	0.2%		
立方制药	7.3	0.9	7.7	0.8	64.2	(0.37)	0.13	51.71	7.1%	302.49	41.3%	33.30	4.5%	0.06	0.0%		
键凯科技	1.3	0.2	1.3	0.3	56.3	0.01	(0.06)	24.66	19.0%	3.43	2.6%	25.63	19.8%	(0.64)	-0.5%		
美诺华	6.8	0.5	6.1	0.2	54.8	0.69	0.30	40.12	5.9%	36.58	5.4%	69.96	10.3%	26.20	3.9%		
新天地	3.6	0.8	4.0	1.1	53.7	(0.38)	(0.33)	28.06	7.8%	2.12	0.6%	23.87	6.7%	(0.62)	-0.2%		
富祥药业	5.1	-0.1	6.8	-0.2	53.3	(1.68)	0.16	29.92	5.8%	6.17	1.2%	59.64	11.6%	17.43	3.4%		
亨迪药业	2.3	0.2	2.4	0.7	52.9	(0.07)	(0.50)	15.25	6.5%	11.77	5.0%	21.22	9.0%	(6.01)	-2.6%		
司太立	14.0	0.3	13.3	0.2	50.3	0.67	0.06	62.05	4.4%	64.75	4.6%	62.97	4.5%	28.52	2.0%		
津药药业	15.9	0.5	18.0	1.4	45.6	(2.13)	(0.93)	63.17	4.0%	86.84	11.8%	195.67	12.3%	5.18	0.3%		
拓新药业	1.8	-0.2	2.2	0.0	40.8	(0.37)	(0.17)	21.00	11.5%	5.32	2.9%	46.99	25.8%	(0.10)	-0.1%		
威尔药业	6.7	0.7	6.9	0.8	38.5	(0.14)	(0.06)	38.84	5.8%	7.32	1.1%	48.43	7.2%	5.47	0.8%		
同和药业	4.3	0.6	3.8	0.7	37.8	0.45	(0.11)	26.65	6.2%	11.53	2.7%	17.63	4.1%	(10.94)	-2.6%		
圣达生物	4.0	0.4	3.8	0.2	32.3	0.16	0.21	23.02	5.7%	6.86	1.7%	31.41	7.8%	(1.81)	-0.5%		
富士莱	2.2	0.4	2.2	0.0	31.5	0.07	0.43	17.71	7.9%	1.86	0.8%	17.69	7.9%	(2.49)	-1.1%		
山河药辅	4.7	0.9	4.5	1.0	31.2	0.21	(0.02)	22.05	4.7%	14.24	3.0%	15.75	3.3%	5.04	1.1%		
赛托生物	5.1	-0.5	5.7	0.1	30.1	(0.59)	(0.66)	22.46	4.4%	5.74	1.1%	45.80	9.0%	17.04	3.4%		
共同药业	3.0	-0.1	2.3	-0.1	25.0	0.69	(0.06)	35.93	11.9%	2.66	0.9%	28.29	9.4%	23.55	7.8%		
本立科技	3.4	0.4	3.8	0.4	24.8	(0.37)	0.03	13.53	4.0%	1.61	0.5%	20.12	5.9%	(8.94)	-2.6%		
广济药业	2.8	-0.8	3.0	-1.1	22.5	(0.12)	0.31	24.88	8.8%	15.61	5.5%	95.86	33.7%	24.80	8.7%		
东亚药业	4.2	-0.3	6.5	0.3	22.1	(2.32)	(0.63)	42.37	10.2%	7.08	1.7%	78.08	18.8%	1.98	0.5%		
黄山胶囊	2.4	0.4	2.4	0.3	22.1	0.09	0.06	6.06	2.5%	13.14	5.4%	15.61	6.4%	(6.21)	-2.6%		

生命科学上游板块2025年中报总结

- **生命科学上游板块：**2025H1收入39亿元（-1.8%），归母净利润2.7亿元（-3.6%），扣非归母净利润1.6亿元（+1.3%）。收入端受益于需求逐渐恢复、产品品类逐渐拓宽等因素有所增长。利润端下滑主要系费用端持续投放所致。2025Q2下滑幅度有所收窄。从盈利能力看，2025H1板块毛利率为48.4%（+3.3pp），净利率为7%（-0.1pp），四费率为41.8%（+2.8pp）。
- **终端需求有所恢复，利润端受费用投入较大影响仍有下滑。**
- **生命科学试剂行业受益于生物药市场快速扩容、政策支持，市场规模达百亿级别。**1）国内生命科学领域资金投入增速迅猛，预计CAGR为18.8%，将从2019年的866亿元增长到2025年的2434亿元。由此将会带动研发端、生产端生命科学试剂行业快速扩容。2）政策导向下，创新是药企发展壮大的必要条件。生命科学试剂行业的卖水人属性突显，有望在行业发展路径中持续受益。3）市场规模全球千亿，国内百亿。根据Frost&Sullivan数据，全球生物科研试剂市场2019年达到175亿美元，预计2024年将达到246亿美元，CAGR为7.1%。中国市场增速较快，预计2024年达到260亿元。
- **主要标的：**百普赛斯（301080）、诺唯赞（688105）、阿拉丁（688179）、药康生物（688046）、义翘神州（301047）、泰坦科技（688133）、优宁维（301166）、南模生物（688265）等。
- **风险提示：**产品拓展不及预期、行业竞争格局加剧、疫情影响销售放量的风险。

生命科学上游板块2025年中报总结

- 生命科学上游板块：2025H1收入39亿元（-1.8%），归母净利润2.7亿元（-3.6%），扣非归母净利润1.6亿元（+1.3%）。收入端受益于需求逐渐恢复、产品品类逐渐拓宽等因素有所增长。利润端下滑主要系费用端持续投放所致。2025Q2下滑幅度有所收窄。从盈利能力看，2025H1板块毛利率为48.4%（+3.3pp），净利率为7%（-0.1pp），四费率为41.8%（+2.8pp）。

生命科学上游板块23Q1-25Q2业绩速览

（亿元）	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
单季度收入	18.4	18.6	20.1	21.6	18.7	20.8	20.6	22.2	18.4	20.5
同比增速	-22.4%	-8.0%	-15.5%	-24.4%	1.9%	12.3%	2.7%	2.8%	-2.0%	-1.6%
归母净利润	1.6	1.8	1.9	1.5	1.2	1.6	1.0	0.9	1.2	1.5
同比增速	-78.3%	-56.5%	-55.5%	552.9%	-22.1%	-13.2%	-46.4%	-44.1%	-3.0%	-4.0%
扣非归母净利润	0.7	1.1	1.3	0.2	0.6	1.0	0.5	0.2	0.6	1.0
同比增速	-88.7%	-68.8%	-59.4%	-64.6%	-20.8%	-9.8%	-60.7%	-31.3%	1.5%	1.3%

生命科学上游板块20-25H1盈利能力指标概览

	20A	21A	22A	23A	24A	25H1
营收（亿元）	63.3	74.5	96.2	78.6	82.4	38.9
同比增速	108.3%	17.6%	29.1%	-18.3%	4.8%	-1.8%
归母净利润（亿元）	24.4	21.0	15.8	6.8	4.7	2.7
同比增速	646.0%	-13.9%	-24.6%	-57.1%	-31.5%	-3.6%
毛利率	65.4%	55.5%	51.4%	45.6%	45.2%	48.4%
四费率	19.5%	25.1%	28.3%	38.3%	40.3%	41.8%
净利率	38.5%	28.2%	16.5%	8.6%	5.7%	7.0%
扣非归母净利率	37.7%	24.8%	14.3%	4.2%	2.7%	4.0%
销售费用率	8.3%	10.4%	12.1%	16.6%	16.9%	17.5%
管理费用率	5.2%	7.3%	8.3%	10.8%	11.8%	11.9%
财务费用率	0.7%	-0.1%	-1.6%	-1.5%	-0.5%	0.0%
研发费用率	5.3%	7.5%	9.5%	12.4%	12.0%	12.5%

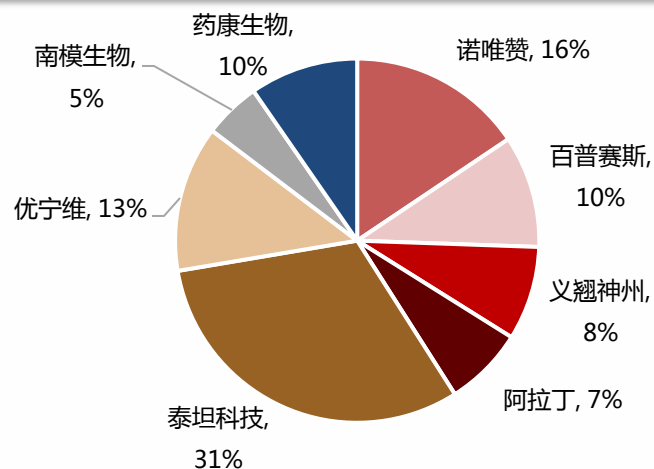
生命科学上游板块2025年中报总结

泰坦科技/诺唯赞为板块收入主要贡献者

2025H1收入39亿元（-1.8%），归母净利润2.7亿元（-3.6%）。5家样本公司收入实现正增长，0家公司收入增速均超过50%增长，2家公司净利润增速超过50%增长。

从2025H1生命科学上游板块收入占比看，泰坦科技占比31%；从归母净利润占比看，百普赛斯占比28%；其次是药康生物占比24%，义翘神州占比23%。

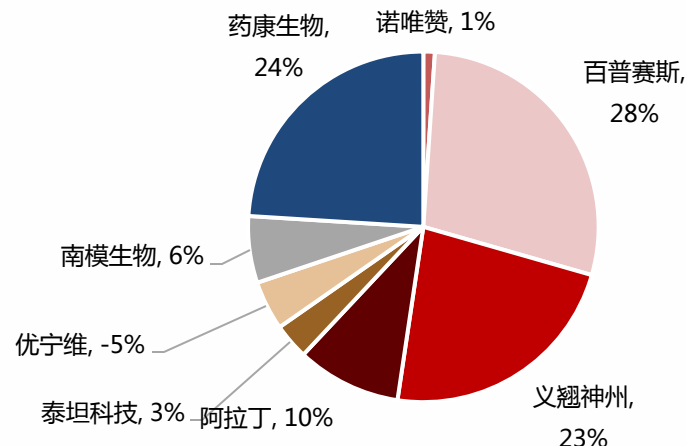
2025H1板块收入占比（%）



板块2025H1业绩速览

收入增速	全行业	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-1.8%	0	0	5	3
占比		0%	0%	63%	38%
归母净利润增速	全行业	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-3.6%	2	3	3	5
占比		25%	38%	38%	63%

2025H1板块归母净利润占比（%）

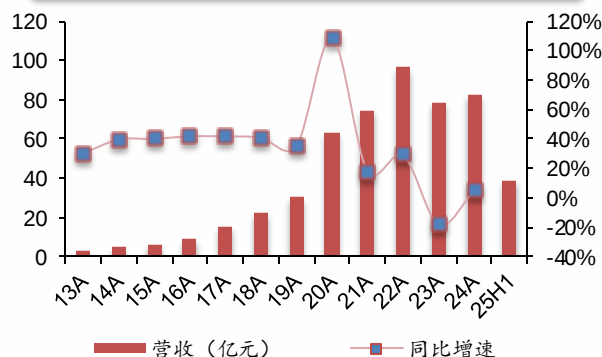


生命科学上游板块2025年中报总结

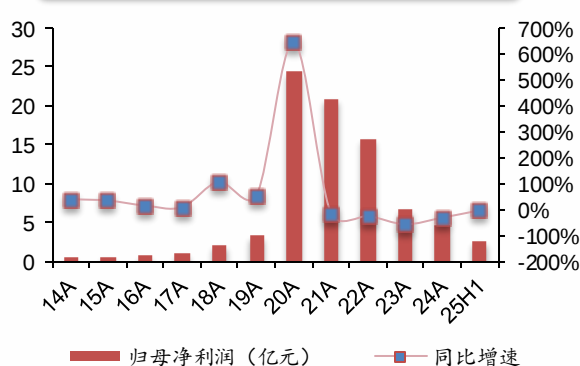
累计年度：终端需求有所恢复，利润端受费用投入较大影响仍有下滑

2025H1收入39亿元（-1.8%），归母净利润2.7亿元（-3.6%），扣非归母净利润1.6亿元（+1.3%）。收入端受益于需求逐渐恢复、产品品类逐渐拓宽等因素有所增长。利润端下滑主要系费用端持续投放所致。2025Q2下滑幅度有所收窄。从盈利能力看，2025H1板块毛利率为48.4%（+3.3pp），净利率为7%（-0.1pp），四费率为41.8%（+2.8pp）。

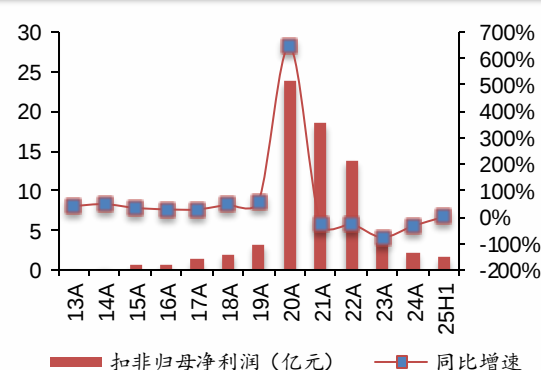
2010-2025H1收入及增速



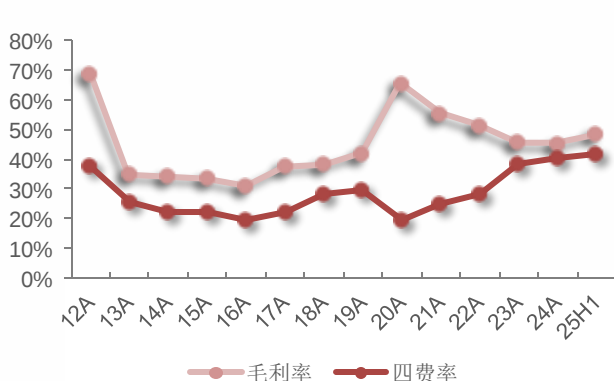
2010-2025H1归母净利润及增速



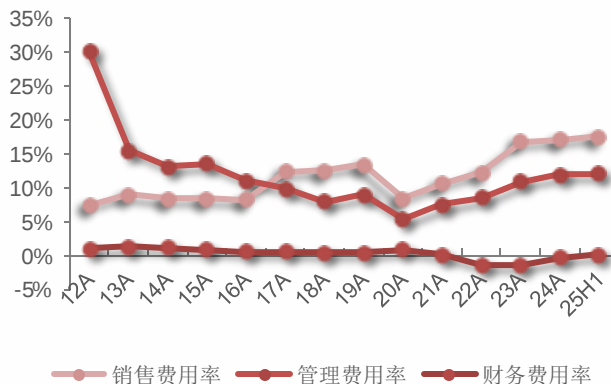
2010-2025H1扣非归母净利润收入及增速



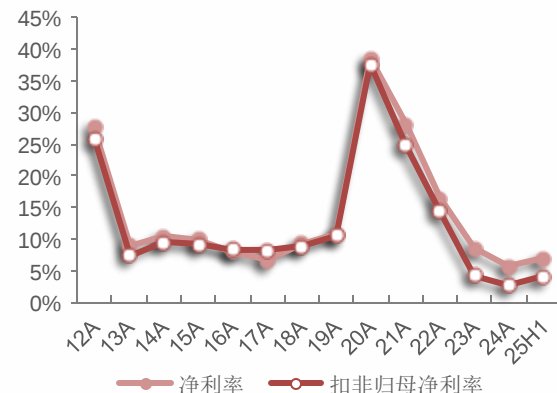
2010-2025H1毛利率与四费率变化趋势



2010-2025H1期间费用率变化趋势



2010-2025H1净利率变化趋势

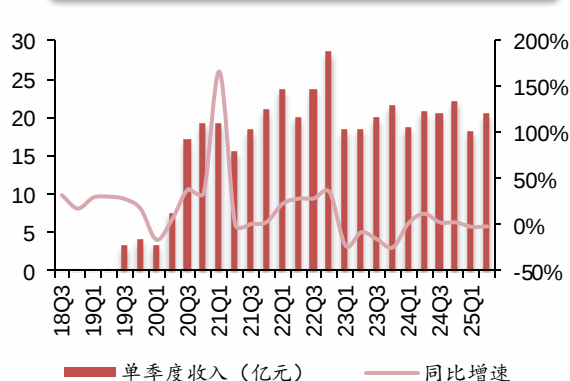


生命科学上游板块2025年中报总结

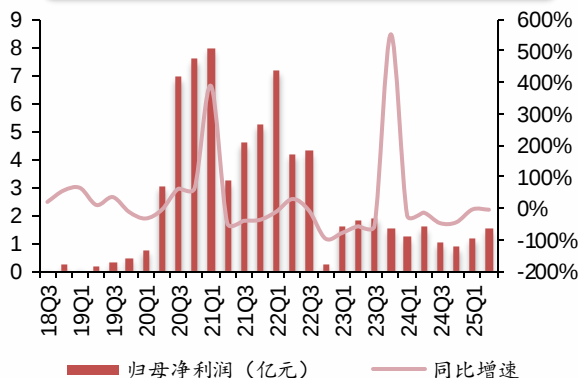
2025Q2：收入略有下滑，下滑幅度环比有所收窄

2025Q2收入20.5亿元（-1.6%），归母净利润1.5亿元（-4%），扣非归母净利润1亿元（+1.3%），25Q2板块收入略有下滑，下滑幅度环比有所收窄

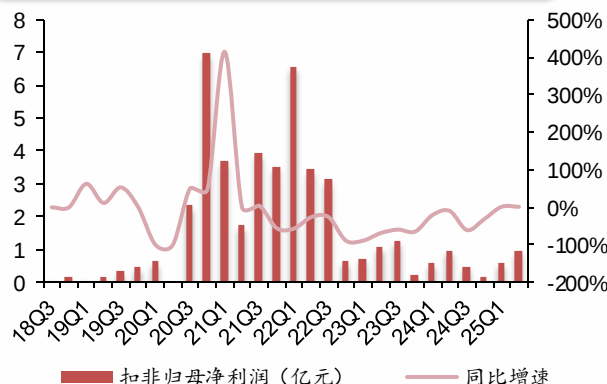
18Q3~25Q2收入及增速（单季度）



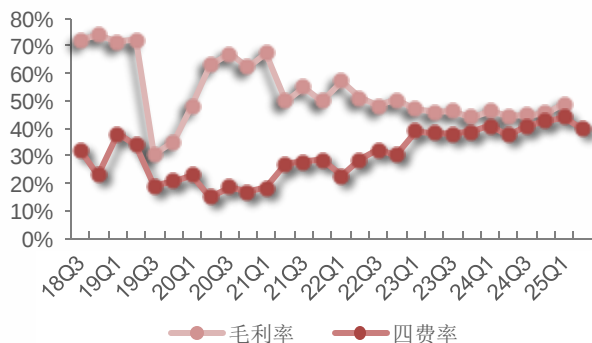
18Q3~25Q2归母净利润及增速（单季度）



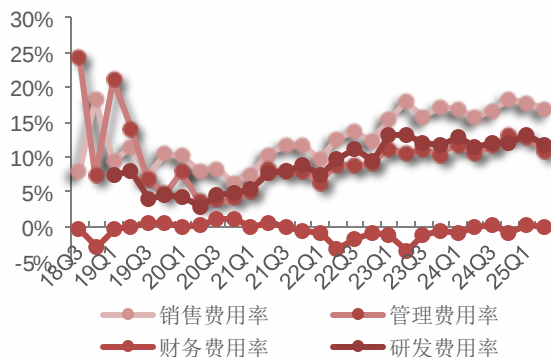
18Q3~25Q2扣非归母净利润及增速（单季度）



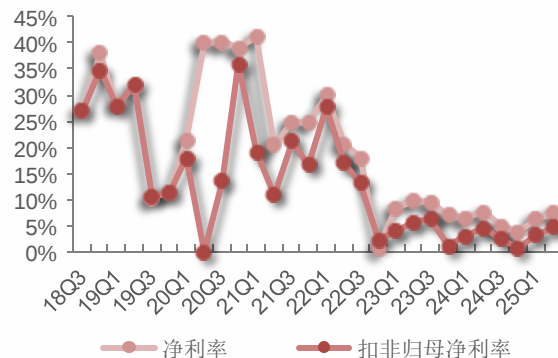
18Q3~25Q2毛利率与四费率变化趋势



18Q3~25Q2期间费用率变化趋势



18Q3~25Q2净利率变化趋势



生命科学上游板块2025年中报总结

生命科学上游板块成分股

成分股	2025H1		2025/9/3	收入同比增量		归母净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)		2025H1 (亿元)		2025H1 (亿元)		2025H1 (百万元)	占比 (%)	2025H1 (百万元)	占比 (%)	2025H1 (百万元)	占比 (%)	2025H1 (百万元)	占比 (%)
诺唯赞	6.1	0.0	92.4		(0)		(0.13)	131.15	21.6%	222.84	36.8%	101.73	16.8%	1.43	0.2%
百普赛斯	3.9	0.8	109.9		1		0.27	90.11	23.3%	115.02	29.7%	59.50	15.4%	(27.89)	-7.2%
义翘神州	3.2	0.7	100.8		0		(0.03)	42.52	13.1%	79.40	24.5%	72.81	22.4%	(3.18)	-1.0%
阿拉丁	2.8	0.3	42.9		0		(0.19)	33.50	12.2%	29.47	10.7%	43.20	15.7%	14.15	5.1%
泰坦科技	12.2	0.1	40.5		(2)		0.05	75.97	6.2%	89.82	7.4%	81.12	6.7%	19.53	1.6%
优宁维	5.0	-0.1	26.8		(0)		(0.28)	29.99	5.9%	60.18	11.9%	22.43	4.4%	(0.49)	-0.1%
南模生物	2.0	0.2	43.7		0		0.27	41.59	21.2%	29.48	15.1%	16.61	8.5%	1.17	0.6%
药康生物	3.7	0.7	71.1		0		(0.05)	39.38	10.5%	52.54	14.0%	63.52	16.9%	(3.87)	-1.0%

- 8家生命科学上游公司样本选择标准：1) 剔除了2023年9月30日后上市的公司；2) 主营业务包括试剂、模式动物、试剂服务商。

医疗服务板块2025年中报总结

- **2025年中报医疗服务板块总结**：我们选取了医疗服务板块13家上市公司，2025H1收入总额283亿元（+0.9%），归母净利润36.4亿元（-10.2%），扣非归母净利润35.3亿元（-5.5%）。分季度来看，2025Q1/2025Q2收入141.3/141.7亿元（+5.0%/-2.8%），归母净利润18.0/18.4亿元（+4.6%/-21.1%），扣非后归母净利润17.5/17.8亿元（+6.4%/-14.9%）。**从盈利能力来看**，25Q1/25Q2医疗服务板块的毛利率为43.6%/45.2%，25Q1/25Q2四费率分别为32.1%/27.9%。
- **关注政策赋能，2025年下半年需寻找医疗服务板块个股机会**。**政策端支撑利好板块边际变化**：1）政策持续赋能AI医疗发展，破解老龄化时代健康管理难题。；2）商业医保补充支持行业发展，DRG全面推广。鼓励商业保险发展，作为国家医保的补充，能促进行业发展。随着反腐、飞检逐步进入尾声，医院逐步进入到常态化的运营状态。下半年需寻找医疗服务板块个股机会。1)重视Ai+布局标的；2)重视政策倾斜板块；3)关注并购催化、业绩反转、业务结构转型等逻辑的个股标的。
- **相关标的**：板块估值进入底部区间，相关标的包括爱尔眼科、华夏眼科、普瑞眼科、通策医疗、瑞尔集团、国际医学、信邦制药等。
- **风险提示**：市场竞争加剧风险，行业发展不及预期风险，集采风险。

医疗服务板块2025年中报总结

2025年中报总结：

- **板块总结：** 我们选取了医疗服务板块13家上市公司，2025年上半年收入总额283亿元（+0.9%），归母净利润36.4亿元（-10.2%），扣非归母净利润35.3亿元（-5.5%）。
- **分季度来看，** 2025Q1/2025Q2 收入141.3/141.7亿元（+5.0%/-2.8%），归母净利润18.0/18.4亿元（+4.6%/-21.1%），扣非后归母净利润17.5/17.8亿元（+6.4%/-14.9%）。
- **从盈利能力来看，** 25Q1/25Q2医疗服务板块的毛利率为43.6%/45.2%，25Q1/25Q2四费率分别为32.1%/27.9%。

板块业绩概览

(亿元)	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
单季度收入	154.0	143.2	134.6	145.8	153.7	143.3	141.3	141.7
同比增速	11.28%	37.78%	3.19%	3.48%	-0.17%	0.07%	4.96%	-2.78%
归母净利润	28.2	9.1	17.2	23.3	25.9	7.1	18.0	18.4
同比增速	18.62%	-271.05%	-2.60%	0.89%	-7.88%	-21.93%	4.59%	-21.14%
扣非归母净利润	27.1	10.9	16.4	20.9	24.4	5.0	17.5	17.8
同比增速	14.39%	-643.57%	4.96%	-12.62%	-9.77%	-54.33%	6.41%	-14.89%

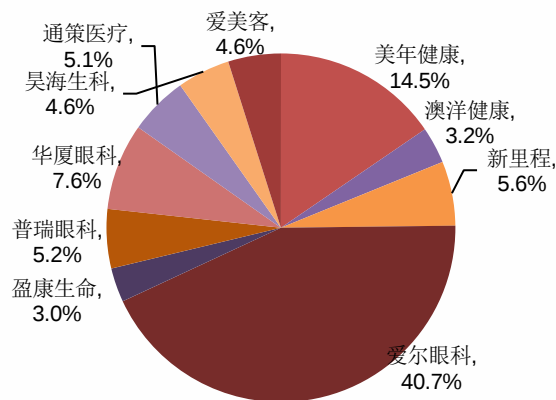
板块财务数据概览

	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
毛利率	49.99%	44.88%	44.69%	46.96%	48.54%	41.86%	43.64%	45.17%
四费率	26.54%	28.86%	27.74%	28.58%	27.42%	34.99%	32.06%	27.89%
销售费用率	12.12%	13.60%	12.30%	13.57%	12.55%	14.57%	14.77%	11.75%
管理费用率	11.32%	11.85%	12.18%	11.84%	11.70%	12.73%	11.87%	12.12%
财务费用率	1.20%	1.12%	1.30%	1.33%	1.33%	5.33%	3.64%	1.98%
研发费用率	1.90%	2.29%	1.94%	1.83%	1.83%	2.36%	1.77%	2.04%
净利率	18.28%	6.34%	12.80%	15.98%	16.87%	4.95%	12.76%	12.96%

医疗服务板块2025年中报总结

- 从25年中报看，收入方面，13家公司中，共有6家公司实现正增长；归母净利润方面，7家公司归母净利润有所下滑。
- 从收入占比来看，爱尔眼科、美年健康、华夏眼科、普瑞眼科、通策医疗占比较高，上述公司25H1年收入合计占比为73%。从净利润来看，前五大分别为爱尔眼科、爱美客、通策医疗、华夏眼科、昊海生科，25H1合计占比为100.4%（其他公司部分亏损）。

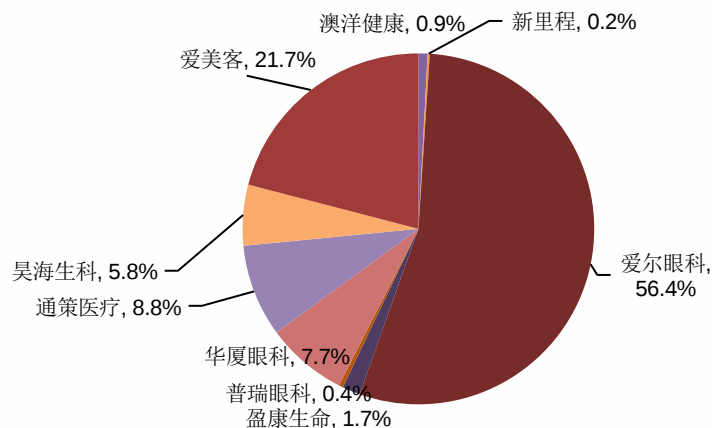
2025H1各公司收入占比



子板块2025年中报业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	2.4%	0	0	6	7
占比		0%	0%	46%	54%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-2.8%	1	1	6	7
占比		8%	8%	46%	54%

2025H1各公司归母净利润（亿元）及占比占比

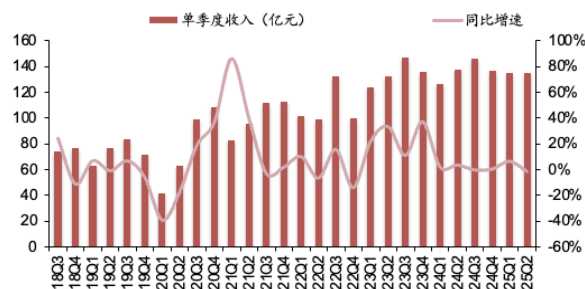


医疗服务板块2025年中报总结

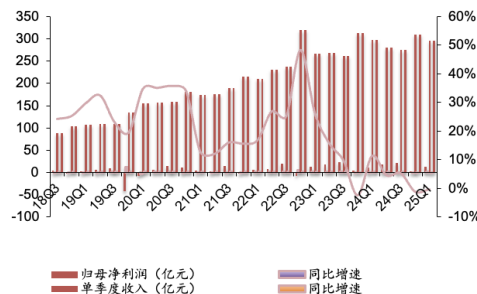
单季度表现

25Q2较25Q1营收、归母净利润水平环比提升，行业重回向上态势。分季度看，25Q2较25Q1无论是营收、归母净利润、毛利率均环比提升，四费率环比下降，服务板块呈现逐季复苏态势，同时降本增效效果显著。13家样本企业25Q2共实现营业收入141.7亿元（-2.8%）；共实现归母净利润18.4亿元（-21.1%）；共实现扣非归母净利润17.8亿元（-14.9%）；25Q1共实现营业收入141.3亿元（+5.0%）；共实现归母净利润18.0亿元（+4.6%）；共实现扣非归母净利润增速17.5亿元（+6.4%）。

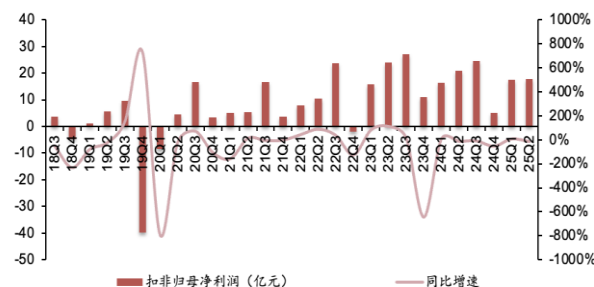
18Q3~25Q2收入及增速（单季度）



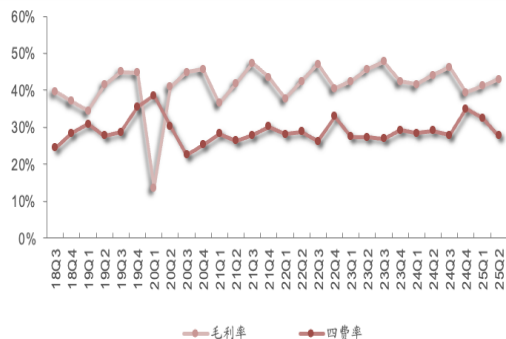
18Q3~25Q2归母净利润及增速（单季度）



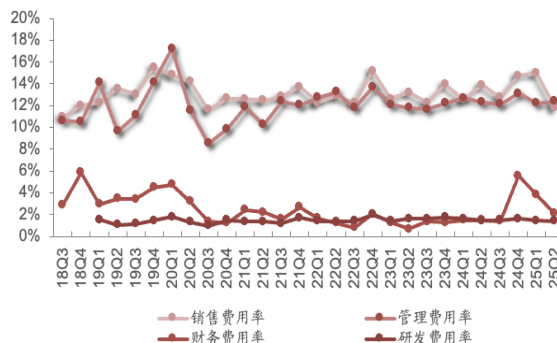
18Q3~25Q2扣非归母净利润及增速（单季度）



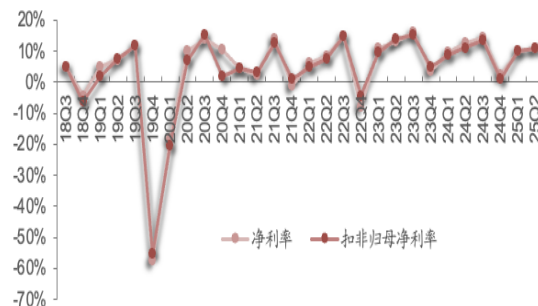
18Q3~25Q2毛利率与四费率变化趋势



18Q3~25Q2期间费用率变化趋势



18Q3~25Q2净利率变化趋势

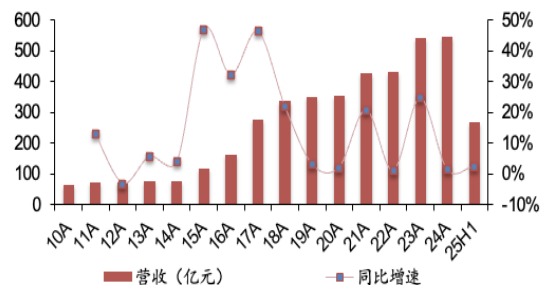


医疗服务板块2025年中报总结

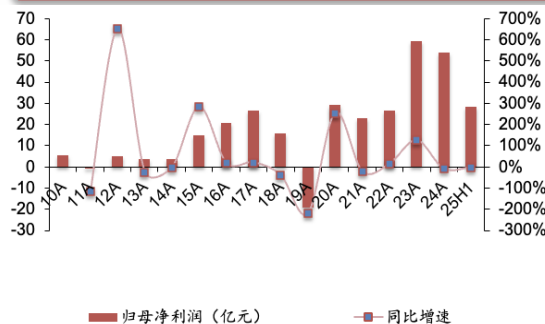
累计季度表现

2025H1收入扣非后净利润同比提升。受医保控费政策、宏观经济环境以及行业竞争等因素影响，过去两年服务板块整体承压，2025年有望出现拐点，上半年13家样本公司共实现营业收入283亿元（+0.9%）；共实现归母净利润36.4亿元（-10.2%）；共实现扣非净利润35.3亿元（-5.5%）。

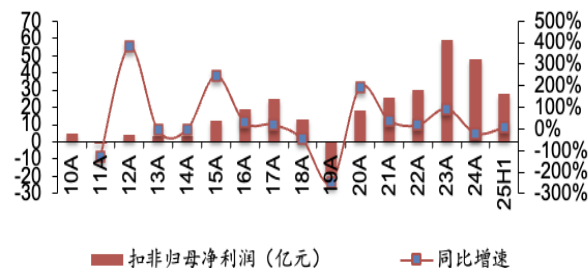
2010年~2025H1收入及增速



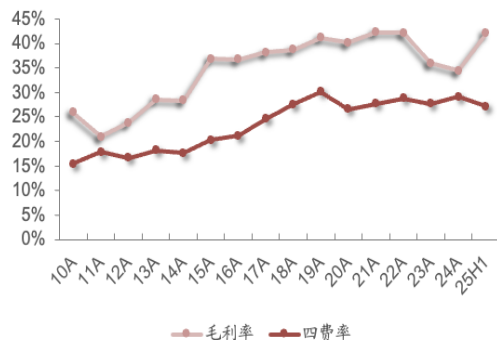
2010年~2025H1归母净利润及增速



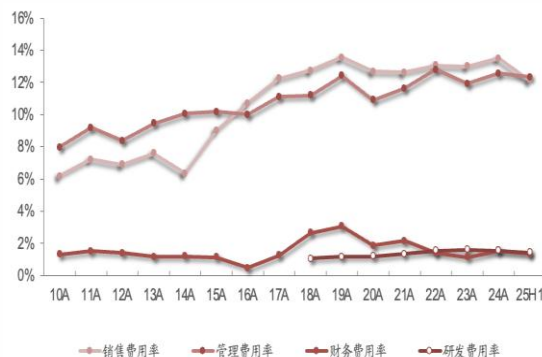
2010年~2025H1扣非归母净利润收入及增速



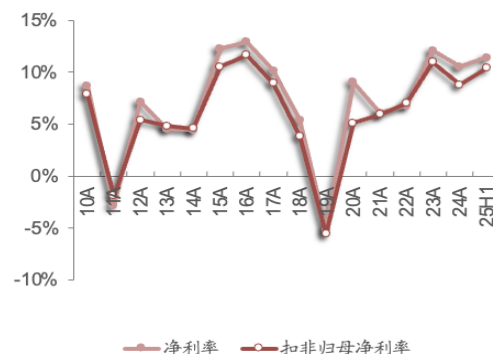
2010年~2025H1年毛利率与四费率变化趋势



2010年~2025H1期间费用率变化趋势



2010年~2025H1净利率变化趋势



医疗服务板块2025年中报总结

- **支持社会办医，增加医疗服务供给。**社会办医的行业环境日趋规范，作为公立医疗机构重要补充的历史任务，社会办医在满足多样化医疗需求方面越来越发挥着不可替代的作用。
- **医药反腐，推动行业高质量发展。**全国医药反腐工作开展，净化医疗市场，推动医药费用下降。降低百姓用药和治疗成本，驱使企业更关注于做好以药效和医疗价值服务为导向。

时间	事件	内容
2023.2	《关于进一步深化改革促进乡村医疗卫生体系健康发展的意见》	鼓励社会力量办诊所、门诊部、民营医院等，为农民群众提供多元化医疗服务。
2023.3	《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》	促进优质医疗资源扩容和区域均衡布局，建设中国特色优质高效的医疗卫生服务体系。社会办医疗机构可牵头组建或参加医疗联合体。
2023.8	《全国医药领域腐败问题集中整治工作有关问答》	启动了为期1年的全国医药领域腐败问题集中整治工作，以问题为导向，聚焦医药行业“关键少数”和关键岗位，坚决整治违规违纪违法行为，构建风清气正的行业氛围，为医药卫生事业高质量发展提供保障。
2023.12	《关于全面推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的指导意见》	鼓励引导社会力量办医疗机构加入县域医共体。
2024.4	《2024年医疗保障基金飞行检查工作方案》	重点检查2022年1月1日—2023年12月31日期间医保基金使用、管理及有关内部控制制度建设、实施等情况，必要时追溯检查以前年度或延伸检查至2024年度。
2024.5	《2024年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点》	加大对高额费用病例的抽检评价，推进医疗行业信用体系建设。落实办医主体责任，开展大型医院巡查工作。
2024.6	《关于打造消费新场景培育消费新增长点的措施》	明确提出鼓励有条件的地区和医疗机构提供特需医疗服务，支持社会力量进入高端医疗服务领域。
2025.3	《2025年政府工作报告》	2025年政府工作报告提出，促进优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局，实施医疗卫生强基工程。加强护理、儿科、病理、老年医学专业队伍建设，完善精神卫生服务体系。

医疗服务板块2025年中报总结

- **利好优质企业，促进行业集中度提升。**政策压缩毛利空间，倒逼医疗服务机构提高运营效率、加强成本控制、优化资源配置。龙头企业依托供应链与技术等优势，展现出更强适应性与韧性。随着成本控制不佳的企业陆续退出，行业集中度将进一步提升。

时间	事件	内容
2021.4	《关于开展国家组织高值医用耗材集中带量采购和使用的指导意见》	针对价格虚高、群众反映强烈的高值医用耗材，如人工晶体、冠脉支架等，通过集中带量采购，降低高值医用耗材的价格，减轻患者负担。
2021.11	《关于印发DRG/DIP支付方式改革三年行动计划的通知》	从2022年到2024年，全面完成DRG/DIP付费方式改革任务，实现医保支付方式改革全覆盖。加强医疗机构系数管理，有效体现医疗服务技术含量，促进医疗服务下沉，促进分级诊疗，大幅提高医疗服务资源和医保基金使用绩效。
2022.1	《关于开展口腔种植体系统集中带量采购工作的通知》	明确了种植牙集采的具体要求和实施步骤。
2024.7	《关于印发按病组（DRG）和病种分值（DIP）付费2.0版分组方案并深入推进相关工作的通知》	进一步细化和完善分组规则，提高分组的科学性和准确性。提出特例单议机制，将特病单议的DRG比例从1%提高到5%，提升医院对危重症患者的接纳能力。

医疗服务板块2025年中报总结

- **政策持续赋能AI医疗发展，破解老龄化时代健康管理难题。**面对老龄化与医疗资源分布不均的挑战，我国通过顶层设计推动AI技术与医疗服务深度融合。政策层面聚焦“技术创新+场景落地”双路径：一方面鼓励医疗机构与科技企业合作，加速AI辅助诊断、智能健康管理系统的研发，推动AI在慢性病筛查（如糖尿病视网膜病变识别）、康复护理（如智能理疗设备）等领域的应用；另一方面重点支持基层医疗场景的AI工具普及，通过试点项目推动AI问诊、远程影像诊断等技术下沉，缓解县域及社区医疗机构的资源缺口。

发布时间	政策名称	内容
2024年7月	《健康中国行动——糖尿病防治行动实施方案(2024—2030年)》	运用互联网、人工智能等技术开展远程会诊、临床辅助决策，推进糖尿病智慧健康管理试点人工智能糖尿病视网膜病变筛查等新技术，提升健康管理效率
2024年7月	《健康中国行动——慢性呼吸系统疾病防治行动实施方案(2024—2030年)》	加强慢性呼吸系统疾病规范化诊疗和健康管理，完善诊疗指南、临床路径，探索应用人工智能、大数据等技术建立规范化基层诊疗辅助系统
2024年7月	《中药标准管理专门规定》	坚持传承与创新，遵循中医药理论，鼓励在中药标准中应用大数据、人工智能等先进技术，持续提高中药质量可控性
2024年6月	《2024—2025年持续开展“公立医疗机构经济管理学院”活动》	建立以业财融合为核心的运营管理信息集成平台，强化人工智能等技术应用，加快信息系统互通互联与数据共享共用，提升运营管理精细化水平和效率效益
2023年10月	《健康中国行动—癌症防治行动实施方案(2023—2030年)》	推进多学科诊疗模式，探索以癌症病种为单元的专病中心建设，运用互联网、人工智能等技术开展远程医疗服务，建立规范化诊治辅助系统，提高基层诊疗能力
2022年9月	《“十四五”国家高新技术产业开发区发展规划》	强调在生物技术等关键行业实施技术创新驱动发展战略的重要性
2022年11月	《“十四五”全民健康信息化规划》	提出促进医学人工智能应用试点，推动AI医疗市场扩容
2021年7月	《人工智能医用软件产品分类界定指导原则》	对于算法在医疗应用中成熟度低（指未上市或安全有效性尚未得到充分证实）的人工智能医用软件，若用于辅助决策，如提供病灶特征识别、病变性质判定、用药指导、治疗计划制定等临床诊疗建议，按照第三类医疗器械管理；若用于非辅助决策，如进行数据处理和测量等提供临床参考信息，按照第二类医疗器械管理。
2019年9月	《促进健康产业高质量发展行动纲要(2019-2022年)》	加快人工智能在医学影像辅助判读、临床辅助诊断、多维医疗数据分析等方面应用，推动符合条件的人工智能产品进入临床试验，探索医疗资源薄弱地区及基层医疗机构应用人工智能辅助技术提高诊疗质量，促进分级诊疗
2018年7月	《关于深入开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动的通知》	加快推进智慧医院建设，优化诊疗流程，推进智能医学影像识别、病理分型、多学科会诊及智能语音技术应用，提升医疗服务效率
2018年4月	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	研发基于人工智能的临床诊疗决策支持系统，开展智能医学影像识别及多种医疗健康场景下的智能语音技术应用

医疗服务板块2025年中报总结

- 目前全球领先的可用于AI辅助诊断的重点模型主要包括谷歌的DeepMind MediGemini、微软InnerEye、达摩院的DAMO PANDA等。

模型名称	应用领域
谷歌DeepMind MediGemini	能通过血液样本，在约 3 秒内精准识别 13 种早期癌症，总体准确率达 97.8%，超越全球三甲医院专家组约 92.5% 的平均水平，在胰腺癌、卵巢癌、胆管癌等传统难以早期确诊的癌症类型上优势明显。
微软InnerEye	主要用于肿瘤检测与分割、解剖结构识别等，可用于AI辅助放疗定位，扫描和绘制速度提升2.5倍，准确率达90%
医联 MedGPT	2025 年其诊断准确率超过 97.5%，能覆盖 80% 以上的成年人疾病和 90% 以上的儿科疾病
百度灵医大模型	实现病历语义深度解析，结构化输出准确率超 98%，中文医疗实体识别达行业领先水平

医疗服务板块2025年中报总结

医疗服务（按市值排序）

	2025/9/3	收入同比增量	归母净利润同比增	研发费用（百万元）		销售费用（百万元）		管理费用（百万元）		财务费用（百万元）	
成分股增速	市值（亿元）	2025H1	2024H1	2025H1	占比	2025H1	占比	2025H1	占比	2025H1	占比
爱尔眼科	1,180.6	10	0.01	154.84	11.9%	1052.50	9.1%	1559.06	13.5%	48.13	0.4%
爱美客	567.4	(4)	(3.31)	156.55	17.3%	144.16	11.1%	69.42	7.7%	5.04	0.4%
美年健康	205.9	(1)	(0.06)	24.39	0.6%	981.96	23.9%	414.76	26.1%	152.19	3.7%
通策医疗	203.2	0	0.11	24.31	1.7%	14.63	1.0%	139.10	44.3%	21.07	1.5%
华夏眼科	169.0	1	0.16	30.52	1.4%	275.24	12.9%	246.41	2.1%	21.45	1.0%
三博脑科	122.6	1	0.03	0.00	0.0%	12.41	1.5%	89.80	10.7%	4.33	0.5%
昊海生科	114.0	(1)	(0.24)	98.40	7.5%	392.38	30.1%	204.54	36.5%	(30.89)	-2.4%
盈康生命	89.7	0	0.07	21.28	2.5%	26.20	3.1%	84.62	5.8%	0.33	0.0%
新里程	72.8	(2)	(0.53)	10.48	0.7%	86.48	5.4%	219.26	10.3%	61.44	3.9%
普瑞眼科	56.9	0	(0.29)	5.34	0.4%	258.21	17.7%	161.22	19.5%	43.77	3.0%
何氏眼科	33.9	(0)	0.20	6.12	1.1%	79.76	14.2%	93.84	6.5%	(1.36)	-0.2%
皓宸医疗	33.1	(1)	(0.24)	10.48	3.3%	76.94	24.5%	68.77	5.3%	20.65	6.6%
澳洋健康	31.5	(1)	(0.06)	0.00	0.0%	17.82	2.0%	43.93	3.4%	18.50	2.0%

血制品板块2025年中报总结

血制品：

- **2025H1血制品经调整利润增速-10.8%**：剔除华兰生物疫苗业务后，7家血液制品上市公司2025H1年收入总额约为117亿元(-0.3%)，归母净利润总额约27.14亿元(-14.4%)，扣非归母净利润26.18亿元（-10.3%），若加回资产/信用减值损失，并扣除投资/公允价值变动收益，经调整归母净利润24.30亿元（-10.8%）。
- **分季度来看**，7家公司（剔除华兰生物疫苗业务）2025Q1/Q2的收入总额分别为55.0/62.1亿元，分别同比增长1.9%/-2.1%，经调整归母净利润分别为12.6/12.7亿元，分别同比增长-5.1%/-12.0%。Q2单季度业绩环比提升，预计主要系医疗机构Q1补库存后进入消化周期。
- **从盈利能力看**，7家公司（剔除华兰生物疫苗业务）2025H1整体销售毛利率为44%，同比-5pp，预计毛利率下降主要系产品结构变化、价格边际变化、多地集采政策对常规品种价格形成压制等因素。
- **2025H1，国产/进口人白签发批次分别同比增长7%/11%，静丙签发批次同比增长2%。其中25Q2人白/静丙批次分别同比增长12%/1%。**2025H1我国血制品整体需求稳健增长，静丙等品种需求旺盛，销售费用率下降0.9pp，制造企业面向下游话语权提升。
- **我们看好浆量规模领先、产品盈利能力强的个股。**相关标的：上海莱士（002252）、天坛生物（600161）、卫光生物（002880）、华兰生物（002007）、派林生物（000403）等。
- **风险提示**：采浆不达预期风险；行业竞争加剧的风险；成本上涨风险；政策风险。

血制品板块2025年中报总结

- **2025H1血制品经调整利润增速-10.8%**：剔除华兰生物疫苗业务后，7家血液制品上市公司2025H1年收入总额约为117亿元(-0.3%)，归母净利润总额约27.14亿元(-14.4%)，扣非归母净利润26.18亿元（-10.3%），若加回资产/信用减值损失，并扣除投资/公允价值变动收益，经调整*归母净利润24.30亿元（-10.8%）。
- **分季度来看**，2025Q1/Q2的收入总额分别为55.0/62.1亿元，分别同比增长1.9%/-2.1%，经调整归母净利润分别为12.6/12.7亿元，分别同比增长-5.1%/-12.0%。Q2单季度业绩增速提升，预计主要系医疗机构Q1补库存后进入消化周期、主要品种供应过剩致价格下降、部分公司费用投入加大等因素。
- **从盈利能力看**，7家公司（剔除华兰生物疫苗业务）2025H1整体销售毛利率为44%，同比-5pp，预计毛利率下降主要系产品结构变化、价格边际变化、多地集采政策对常规品种价格形成压制等因素。

24Q1-25Q2分季度看血制品表现

(亿元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
单季度收入	54.0	63.5	58.0	63.5	55.0	62.1
同比增速	-3.8%	12.5%	-3.2%	7.7%	1.9%	-2.1%
归母净利润	16.5	15.2	16.2	13.0	13.7	13.4
同比增速	6.7%	18.0%	13.0%	132.1%	-17.0%	-11.6%
经调归母净利润	13.3	14.4	14.8	13.2	12.6	12.7
同比增速	-0.3%	31.1%	10.8%	-3.6%	-5.1%	-12.0%

2018-2025H1分年度看血制品表现

(亿元)	18A	19A	20A	21A	22A	23A	24A	25H1
全年营收	117	136	140	173	201	232	239	117
同比增速	30.2%	16.5%	2.7%	23.1%	16.8%	14.9%	3.3%	-0.3%
归母净利润	7.03	29.81	35.26	35.07	45.45	48.34	60.97	27.14
同比增速	-79.7%	324.0%	18.3%	-0.6%	29.6%	6.4%	26.1%	-14.4%
经调归母净利润	20.62	29.91	30.28	38.68	42.29	51.49	55.06	24.30
同比增速	27.3%	45.0%	1.2%	27.7%	9.3%	21.8%	6.9%	-10.8%

血制品板块2025年中报总结

- 2025年上半年，国产/进口人白批次分别同比增长7%/11%，静丙批次同比增长2%。
- 其中25Q2人白/静丙批次分别同比增长12%/1%。

分品种批签发数据汇总								
血制品名称		企业名称	批签发批次		同比增长	批签发批次		同比增长
			2024Q2	2025Q2		2024H1	2025H1	
人血白蛋白		进口总计	852	964	12%	1674	1795	7%
		进口占比	68%	68%	/	69%	68%	/
		国产总计	395	450	12%	747	841	11%
		国产占比	32%	32%	/	31%	32%	/
		合计	1247	1414	12%	2421	2636	8%
免疫球蛋白	静注人免疫球蛋白	合计	319	322	1%	589	604	2%
	狂犬病免疫球蛋白	合计	53	31	-71%	76	64	-19%
	破伤风免疫球蛋白	合计	30	31	3%	61	66	8%
	人免疫球蛋白	合计	32	8	-300%	33	20	-65%
	乙型肝炎免疫球蛋白	合计	10	8	-25%	11	19	42%
	冻干静注人免疫球蛋白	合计	13	10	-30%	18	18	0%
	静注乙型肝炎免疫球蛋白	合计	1	1	/	3	3	/
凝血因子类	凝血因子Ⅷ	合计	115	169	32%	258	333	23%
	凝血酶原复合物	合计	59	76	22%	123	158	22%
	纤维蛋白原	合计	58	74	22%	122	143	15%

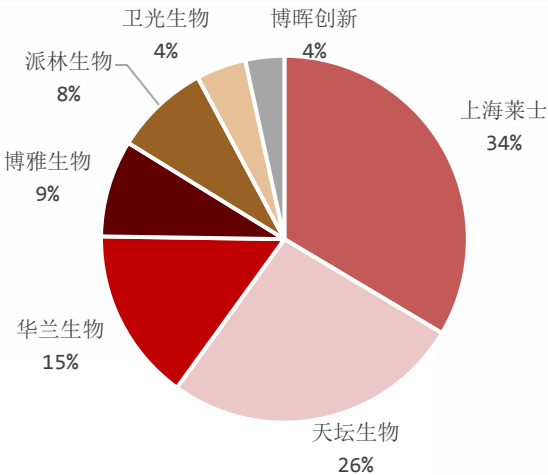
血制品板块2025年中报总结

■ 血制品板块此次共选取7家公司。板块2025H1度收入总额增速为-0.3%，归母净利润增速为-14.4%。收入方面，3家公司收入实现正增长，4家公司收入出现同比下滑。归母净利润方面，1家公司实现正增长，6家公司出现同比下滑。

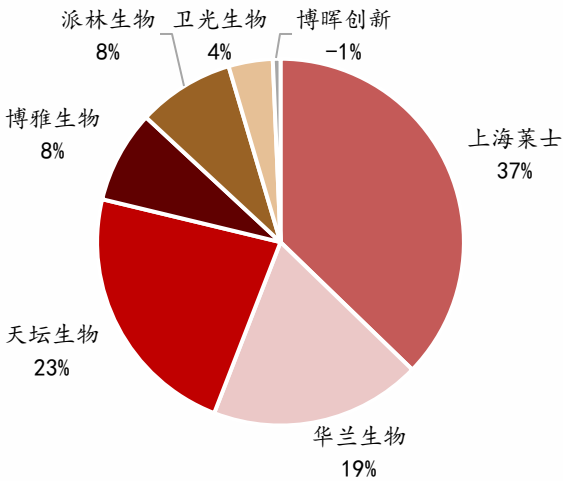
血制品板块2025H1业绩速览

收入增速	血制品	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-0.3%	0	0	3	4
占比		0%	0%	43%	57%
归母净利润增速	血制品	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-14.4%	0	0	1	6
占比		0%	0%	14%	86%

2025H1各公司收入占比



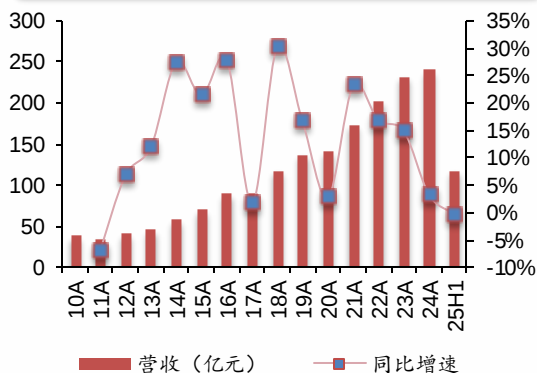
2025H1各公司归母净利润占比



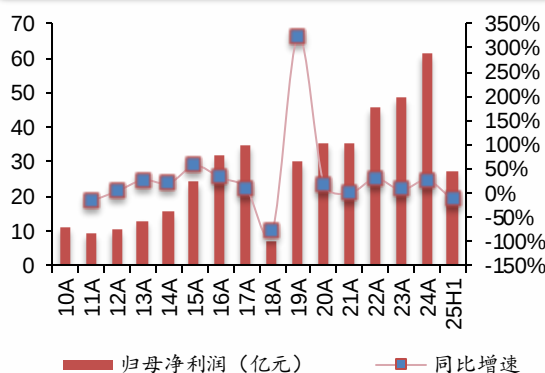
血制品板块2025年中报总结

累计年度表现（剔除华兰生物疫苗业务）

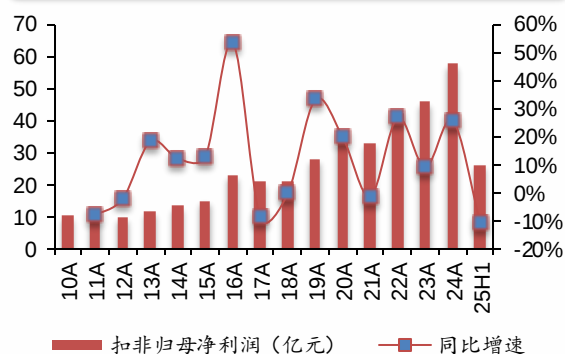
2010年~2025H1收入及增速



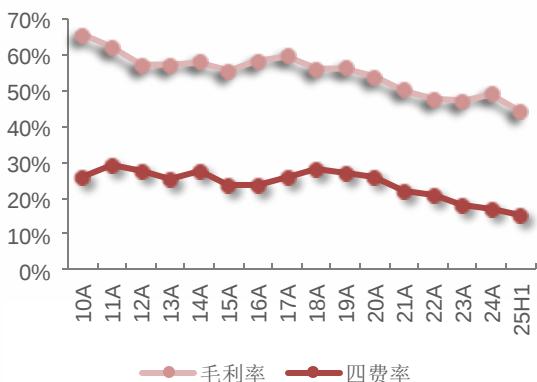
2010年~2025H1归母净利润及增速



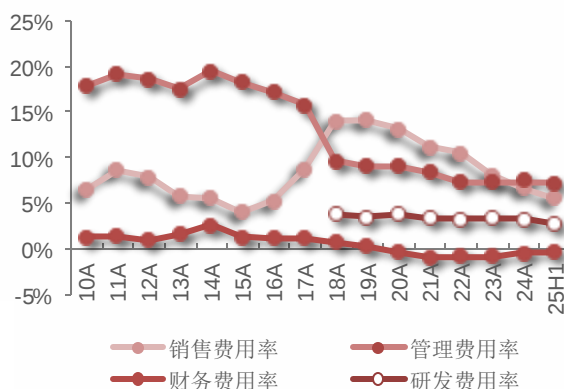
2010年~2025H1扣非归母净利润及增速



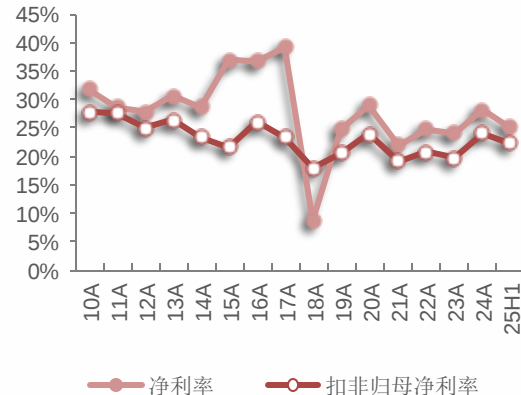
2010年~2025H1毛利率与四费率变化趋势



2010年~2025H1期间费用率变化趋势



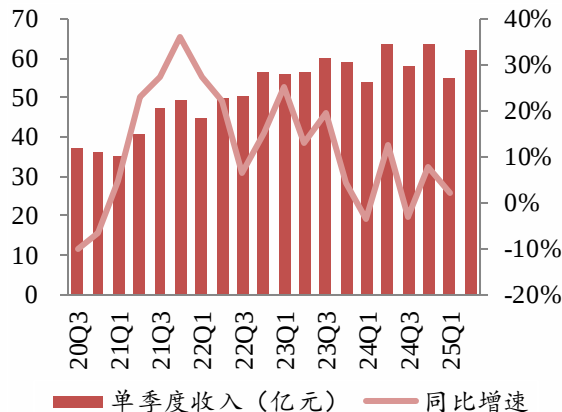
2010年~2025H1净利率变化趋势



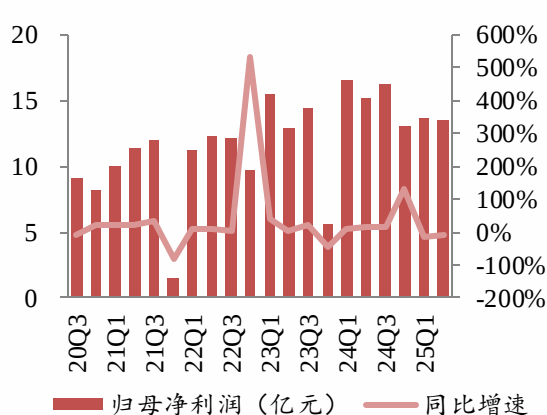
血制品板块2025年中报总结

单季度表现（剔除华兰生物疫苗业务）

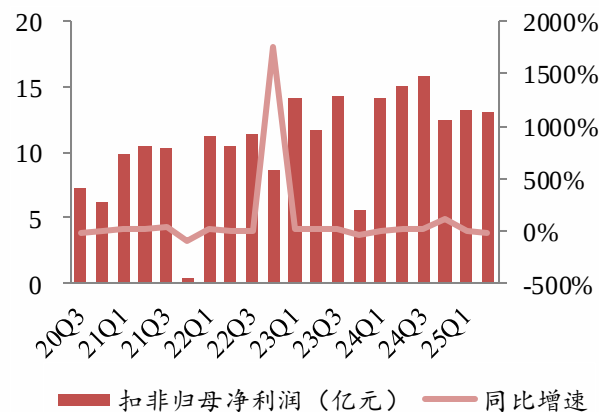
20Q3~25Q2收入及增速（单季度）



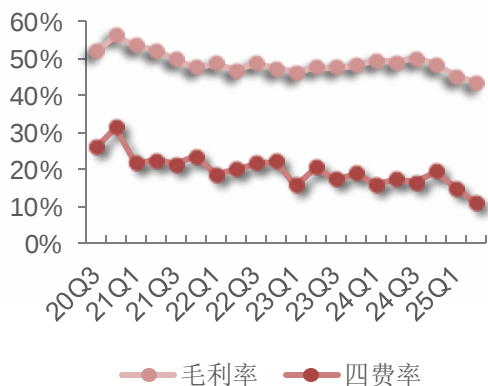
20Q3~25Q2归母净利润及增速（单季度）



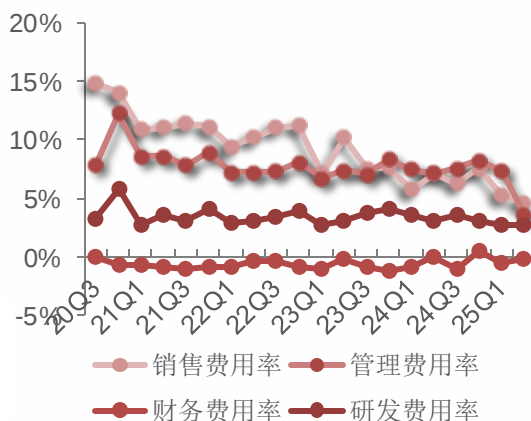
20Q3~25Q2扣非归母净利润及增速（单季度）



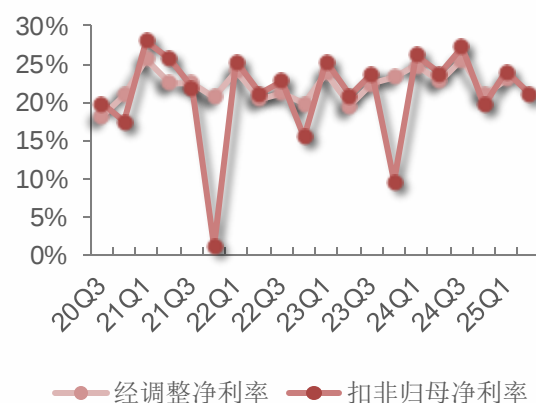
20Q3~25Q2毛利率与四费率变化趋势



20Q3~25Q2期间费用率变化趋势



20Q3~25Q2净利率变化趋势



血制品板块2025年中报总结

血制品（按市值排序）

成分股	2025H1（亿元）		市值(亿元) 2025/9/1	收入同比增量	净利润同比增量	研发费用（百万元）		销售费用（百万元）		管理费用（百万元）		财务费用（百万元）	
	收入	归母净利润		2025H1	2025H1	2025H1	占比	2025H1	占比	2025H1	占比	2025H1	占比
上海莱士	39.5	10.3	456.0	(3.80)	(2.11)	101.26	2.6%	126.41	3.2%	199.26	5.0%	(33.34)	-0.8%
天坛生物	31.1	6.3	397.5	2.69	(0.94)	56.94	1.8%	60.36	1.9%	232.97	7.5%	(0.91)	0.0%
华兰生物	18.0	5.2	314.0	1.45	0.76	161.35	9.0%	151.07	8.4%	126.06	7.0%	0.46	0.0%
派林生物	9.9	2.4	168.6	(1.50)	(0.91)	18.80	1.9%	94.48	9.6%	92.88	9.4%	(20.35)	-2.1%
博雅生物	10.1	2.3	133.1	1.12	(0.91)	23.18	2.3%	195.66	19.4%	113.22	11.2%	(9.34)	-0.9%
卫光生物	5.2	1.1	64.8	(0.05)	(0.02)	21.59	4.2%	11.40	2.2%	41.36	8.0%	9.39	1.8%
博晖创新	4.0	-0.2	48.9	(0.83)	(0.46)	25.52	6.3%	40.85	10.1%	83.84	20.8%	18.18	4.5%

药店板块2025年中报总结

- **药店板块2025年中报总结**：选取8家A股药店领域上市公司，2025H1收入总额578亿元（+0.1%），归母净利润25.5亿元（+0.9%），扣非归母净利润24.8亿元（+3.5%）。
- **分季度来看**，8家公司2024Q3/Q4/2025Q1/Q2收入总额分别为275.1亿元（+19.2%）/309.9亿元（+14.0%）/296.1亿元（+13.8%）/281.6亿元（+15.3%），2024Q3/Q4/2025Q1/Q2归母净利润分别为7.0亿元（-37.12%）/0.8亿元（-87.3%）/14.5亿元（-4.6%）/11.1亿元（+9.1%）。受到行业竞争加剧，新店亏损等因素影响，利润端下滑幅度较大。
- **从盈利能力来看**，2025Q2/Q1样本公司整体毛利率为34.4%/34.2%，整体费用率为28.8%/27.2%。
- **看好药店三大方向**：1）**门诊统筹政策推进，加速处方外流**。利好头部药店，促进行业集中度提升。行业竞争激励，店均服务人口数量下降，客单价下降，5月底以来，医保局发文对“五同药品”进行比价，多地陆续上线医保比价小程序，使用者可查询到药品在药店、医院的均价以及价格区间从而实现实时比价，促使比价药品在医院以及药店间价格趋同，供应链能力薄弱的中小药店难以在价格战中存活。随着头部企业持续拓店与中小药店闭店潮，行业连锁化程度与集中度提升；2）**“互联网+医药”高增长赛道，推动中国医药新零售发展**。定点医疗机构和零售药店线上医保购药逐步开放，《药品网络销售监督管理办法》落地，消费者网络购药意识逐年提高，医药电商市场拥有较大增长空间。互联网医院发展，电子处方加速外流。零售药店积极对接各级政府及医院处方流转平台，承接外流电子处方；3）**建议关注积极探索多元化经营、线下零售新业态的公司**。
- **相关标的**：建议关注国药一致（000028）、大参林（603233）、益丰药房（603939）、一心堂（002727）、老百姓（603883）、健之佳（605266）。
- **风险提示**：门店扩张不及预期风险；政策变动风险；药品降价风险。

药店板块2025年中报总结

2025年中报板块总结：

- **板块总结：**选取8家A股医药药店领域上市公司，2025H1收入总额578亿元（+0.1%），归母净利润25.5亿元（+0.9%），扣非归母净利润24.8亿元（+3.5%）。
- **分季度来看，8家公司** 2024Q3/Q4/2025Q1/Q2 收入总额分别为275.1亿元（+19.2%）/309.9亿元（+14.0%）/296.1亿元（+13.8%）/281.6亿元（+15.3%），2024Q3/Q4/2025Q1/Q2 归母净利润分别为7.0亿元（-37.12%）/0.8亿元（-87.3%）/14.5亿元（-4.6%）/11.1亿元（+9.1%）。
- **从盈利能力来看，2025Q2/Q1样本** 公司整体毛利率为34.4%/34.2%，整体费用率为28.8%/27.2%。

板块业绩概览

(亿元)	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
单季度收入	230.8	271.9	260.2	244.2	275.1	309.9	296.1	281.6
同比增速	10.6%	-4.0%	10.6%	3.9%	19.2%	14.0%	13.8%	15.3%
归母净利润	11.2	6.5	15.1	10.1	7.0	0.8	14.5	11.1
同比增速	5.76%	-56.73%	-3.13%	-31.32%	-37.12%	-87.25%	-4.60%	9.07%
扣非归母净利润	10.5	7.4	14.6	9.3	6.9	1.1	14.1	10.7
同比增速	2.31%	-49.52%	-3.34%	-34.38%	-34.49%	-85.46%	-3.45%	14.42%

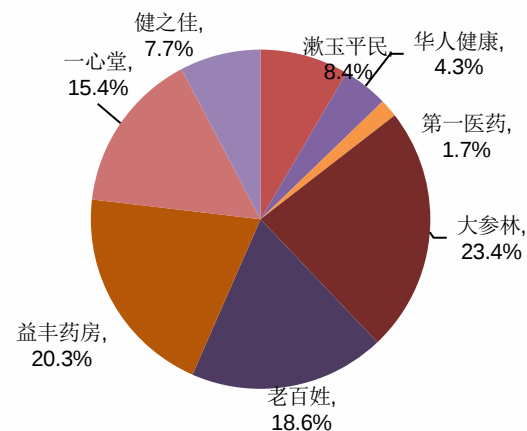
板块财务数据概览

	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
毛利率	25.65%	22.16%	24.91%	24.90%	34.24%	32.84%	34.18%	34.37%
四费率	31.95%	32.46%	30.70%	34.07%	30.34%	30.05%	27.18%	28.78%
销售费用率	26.40%	26.21%	25.64%	28.26%	25.17%	24.30%	22.46%	23.96%
管理费用率	4.51%	5.26%	4.11%	4.70%	4.15%	4.89%	3.86%	3.84%
财务费用率	0.93%	0.69%	0.82%	0.97%	0.90%	0.78%	0.74%	0.73%
研发费用率	0.11%	0.30%	0.12%	0.15%	0.13%	0.08%	0.11%	0.24%
净利率	4.85%	2.38%	5.82%	4.16%	2.56%	0.27%	4.88%	3.93%

药店板块2025年中报总结

- 从25年中报来看，收入方面，4家公司实现正增长；归母净利润方面，3家公司归母净利润有所下滑。
- 从收入占比来看，大参林、益丰药房、老百姓占比较高，上述公司25H1收入合计占比为62.3%。从净利润来看，上述公司25H1合计占比为81.3%。

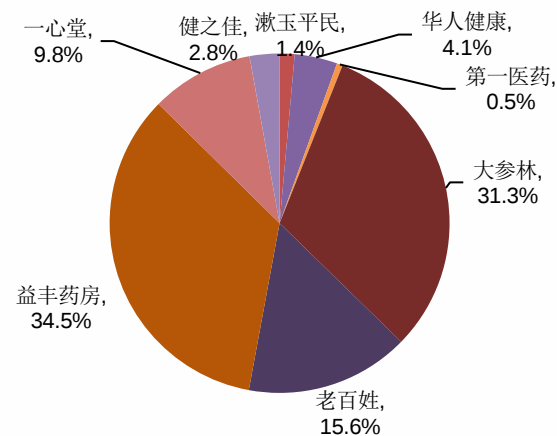
2025H1各公司收入占比



子板块2025年中报业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	0.10%	0	0	4	4
占比		0%	0%	50%	50%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	0.88%	0	2	5	3
占比		0%	25%	63%	38%

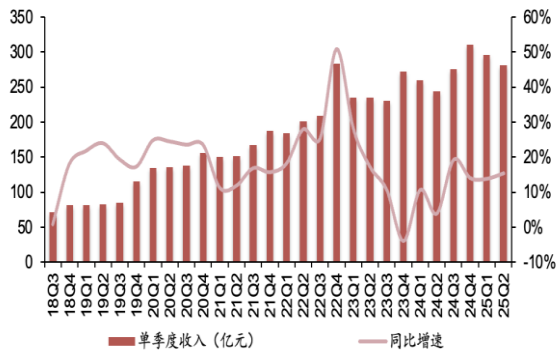
2025H1各公司归母净利润占比



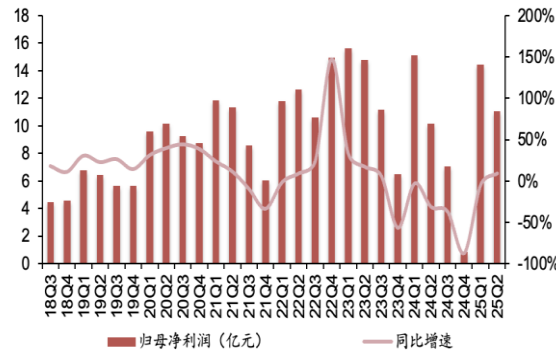
药店板块2025年中报总结

单季度表现

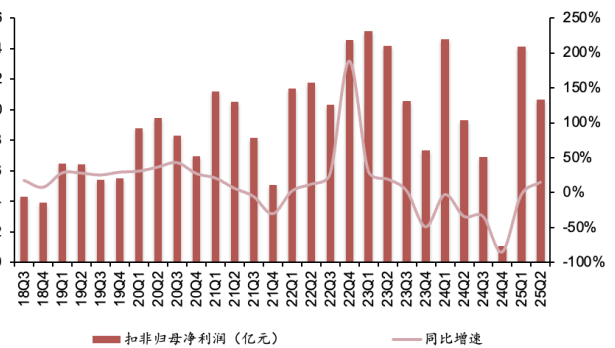
18Q3~25Q2收入及增速



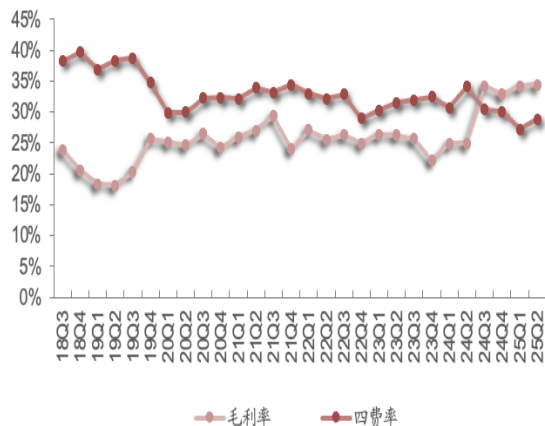
18Q3~25Q2归母净利润及增速



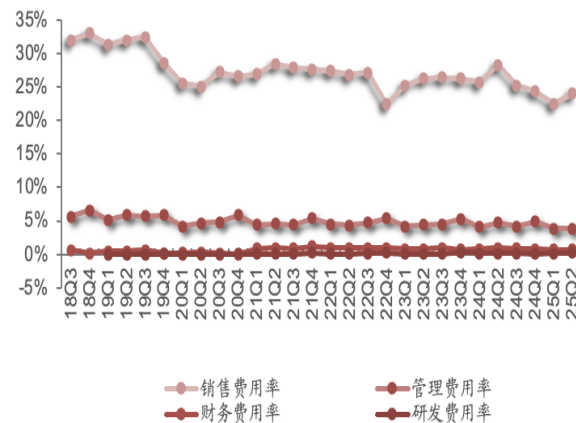
18Q3~25Q2扣非归母净利润及增速



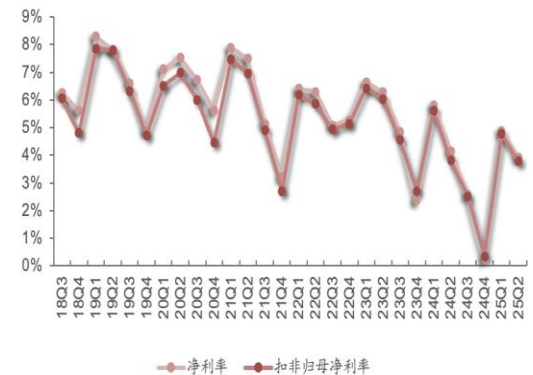
18Q3~25Q2毛利率与四费率变化趋势



18Q3~25Q2期间费用率变化趋势



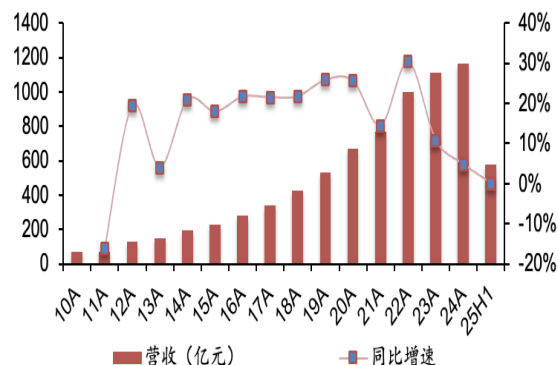
18Q3~25Q2净利率变化趋势



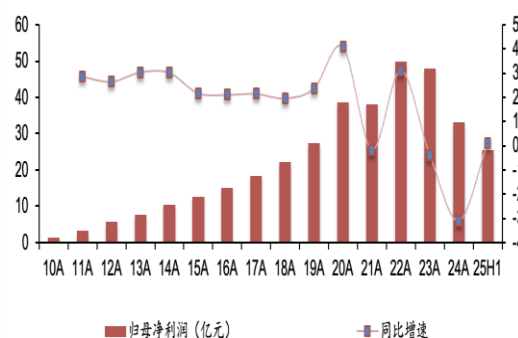
药店板块2025年中报总结

累计表现

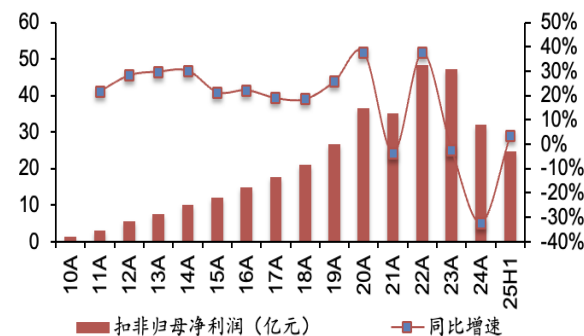
2010年~2025H1收入及增速



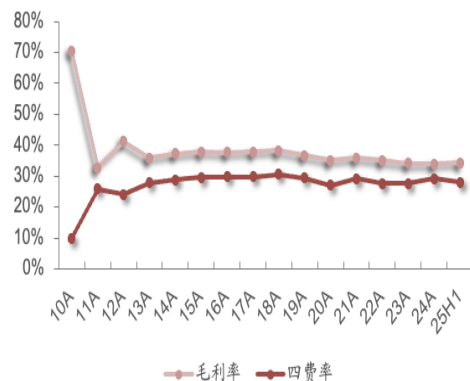
2010年~2025H1归母净利润及增速



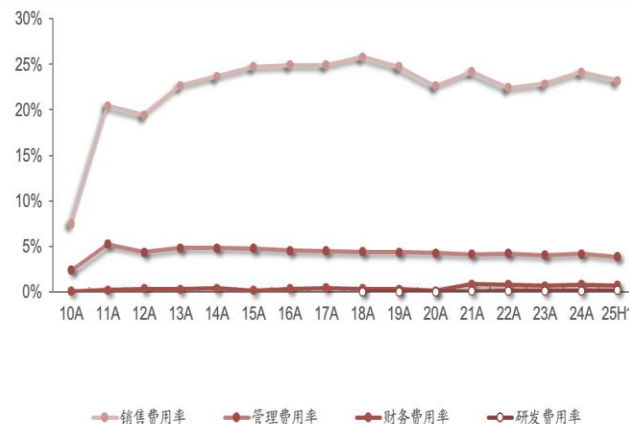
2010年~2025H1扣非归母净利润及增速



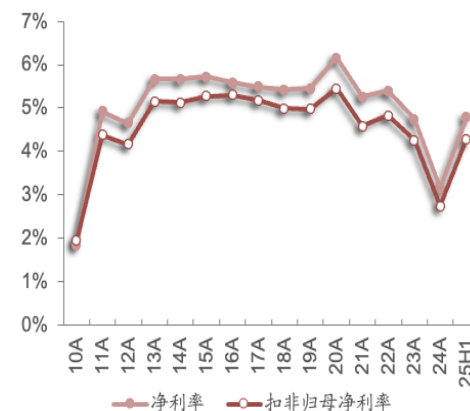
2010年~2025H1毛利率与四费率变化趋势



2010年~2025H1期间费用率变化趋势



2010年~2025H1净利率变化趋势



药店板块2025年中报总结

药店（按市值排名）

	2025/9/3	收入同比增量	归母净利润同比增	研发费用（百万元）		销售费用（百万元）		管理费用（百万元）		财务费用（百万元）	
成分股增速	市值（亿元）	2025H1	2024H1	2025H1	占比	2025H1	占比	2025H1	占比	2025H1	占比
益丰药房	302.3	(0)	1	0.00	0.0%	1012.36	20.7%	150.68	3.1%	67.38	1.4%
大参林	192.8	2	1	12.86	0.5%	538.54	21.5%	111.36	4.4%	10.42	0.4%
老百姓	131.5	(2)	(3)	0.00	0.0%	134.64	13.5%	29.80	3.0%	(4.58)	-0.5%
一心堂	86.3	(3)	(0)	29.40	0.2%	2909.77	21.5%	581.19	4.3%	82.04	0.6%
华人健康	54.2	3	0	36.89	0.3%	2356.97	21.9%	497.29	4.6%	70.74	0.7%
漱玉平民	47.3	1	0	14.99	0.1%	2898.41	24.7%	521.18	4.4%	79.97	0.7%
健之佳	32.7	(0)	0	7.72	0.1%	2250.33	25.2%	223.64	2.5%	55.72	0.6%
第一医药	32.1	1	(0)	0.00	0.0%	1295.76	29.1%	112.01	2.5%	65.29	1.5%

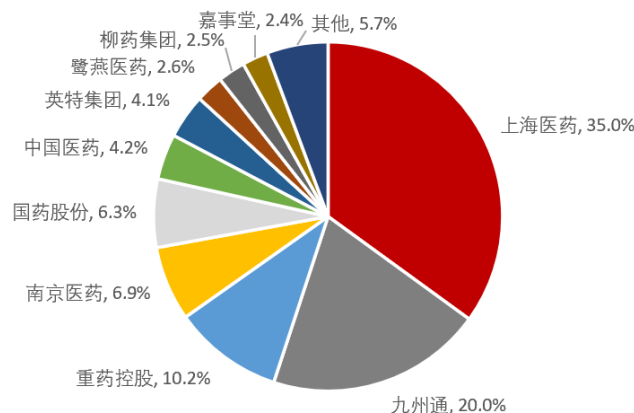
医药分销板块2025年中报总结

- **2025H1医药流通板块总结**：选取19家A股医药流通领域上市公司，2025H1年收入总额4045.7亿元（+0.9%），归母净利润88.5亿元（+12.4%），扣非归母净利润58.3亿元（-21.0%）。
- **分季度来看**，19家公司2025Q1/Q2收入总额分别为2037.8亿元（-0.3%）/2007.9亿元（+2.1%）。行业在政策出清与结构调整中逐步企稳，带量采购扩面、医保支付改革深化及监管趋严持续推动渠道整合，中小型分销商在品种结构调整与资金压力下面临退出，行业集中度有望进一步提升。同时，医疗机构回款周期延长加剧流通企业现金流压力，具备规模优势、融资渠道畅通及运营效率突出的头部企业，更能够在行业洗牌中巩固竞争力、抢占市场份额，长期结构优化逻辑依然清晰。
- **从盈利能力来看**，2025H1样本公司整体毛利率为9.1%（-0.7pp），Q1/Q2毛利率分别为8.9%/9.2%（-0.5/-0.9pp），整体费用率为6.2%（-0.4pp），Q1/Q2费用率为6.0%/6.5%（-0.4/-0.3pp）。行业毛利率略有承压，预计毛利率下降与医疗反腐及院内端集采和药品比价政策等因素有关。费用率下行体现各家降本增效卓有成效，销售费用率下降，主要系带量采购不断落地、行业集中度提升的影响；管理费用率持续下降，主要系规模效应不断显现，数字物流和供应链解决方案带来管理效率提升。精细化运营与成本控制能力成为企业韧性的关键，具备规模和管理优势的龙头企业更易在严苛环境中维持相对稳定的盈利水平。
- **相关标的**：全国性的流通企业覆盖面广泛，可发展空间大，建议关注上海医药（601607）、重药控股（000950）；区域性流通企业深耕当地市场，对接上游品种和下游客户的能力强，建议关注柳药集团（603368）等。
- **风险提示**：行业政策波动风险；药品降价风险；项目不及预期风险。

医药分销板块2025年中报总结

- 收入方面，19家公司中有10家实现正增长。归母净利润方面，4家公司归母净利润实现正增长，15家下滑。
- 从收入占比来看，收入前五大成分股分别为上海医药、九州通、重药控股、南京医药、国药股份，合计占比78.5%。从净利润来看，上海医药、九州通、国药股份、柳药集团、中国医药合计占比85.6%。

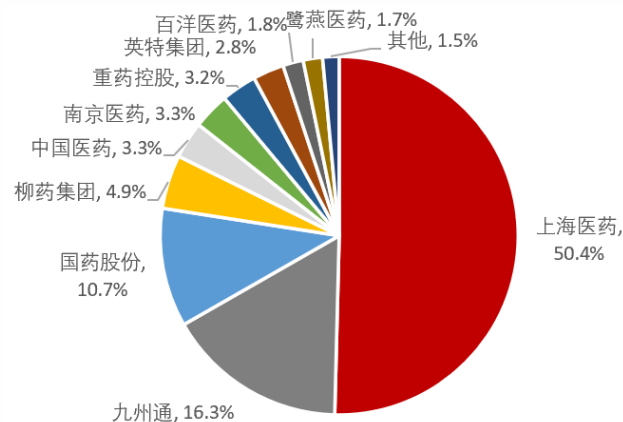
2025H1年各公司收入占比



子板块2025H1业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	0.88%	0	0	10	9
占比		0%	0%	53%	47%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	12.39%	1	1	4	15
占比		5%	5%	21%	79%

2025H1年各公司归母净利润占比



医药分销板块2025年中报总结

2025H1板块总结：

- **板块总结：**选取19家A股医药流通领域上市公司，2025H1收入总额4045.7亿元（+0.9%），归母净利润88.47亿元（+12.4%），扣非归母净利润58.3亿元（-21.0%）。
- **分季度来看，**19家公司20251Q1/Q2收入总额分别为2037.8亿元（-0.3%）/2007.9亿元（+2.1%）。
- **从盈利能力来看，**2025H1样本公司整体毛利率为9.1%（-0.7pp），Q1/Q2毛利率分别为8.9%/9.2%(-0.5/-0.9pp)，整体费用率为6.2%(-0.4pp)，Q1/Q2费用率为6.0%/6.5%(-0.4/-0.3pp)。

板块业绩概览

（亿元）	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
单季度收入	1948.6	2044.4	1966.1	1990.2	1948.3	2037.8	2007.9
同比增速	6.3%	0.8%	-1.1%	5.6%	0.0%	-0.3%	2.1%
归母净利润	24.1	38.7	40.0	31.9	23.9	38.5	50.0
同比增速	198.9%	-1.6%	-6.1%	-1.0%	-0.5%	-0.7%	25.1%
扣非归母净利润	20.1	36.2	37.5	29.7	12.5	32.5	25.8
同比增速	45.2%	-2.1%	3.2%	-0.5%	-37.5%	-10.4%	-31.2%

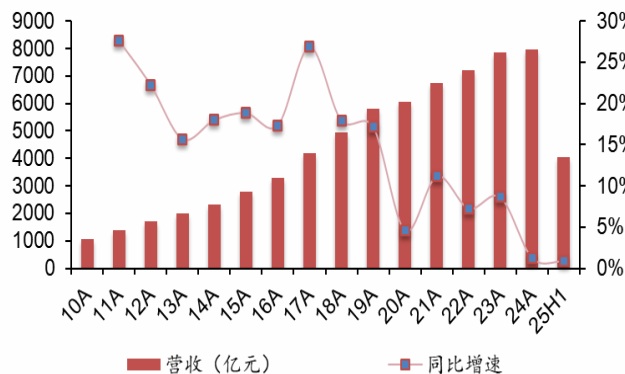
板块财务数据概览

	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
毛利率	9.8%	9.4%	10.1%	9.3%	9.5%	8.9%	9.2%
四费率	7.4%	6.3%	6.8%	6.6%	7.4%	6.0%	6.5%
销售费用率	4.0%	3.5%	3.8%	3.6%	4.0%	3.3%	3.7%
管理费用率	2.2%	1.8%	1.9%	1.9%	2.2%	1.8%	1.8%
财务费用率	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%
研发费用率	0.5%	0.3%	0.4%	0.3%	0.5%	0.3%	0.3%
净利率	1.2%	1.9%	2.0%	1.6%	1.2%	1.9%	2.5%

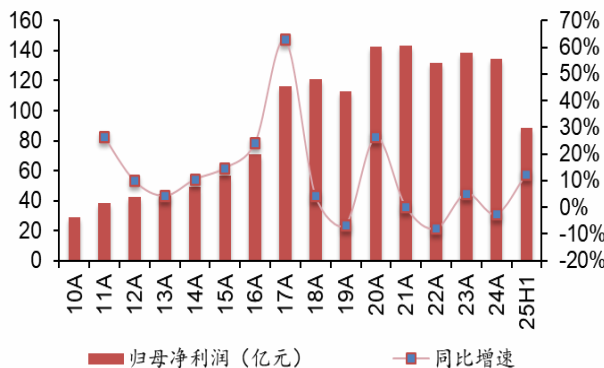
医药分销板块2025年中报总结

累计季度表现

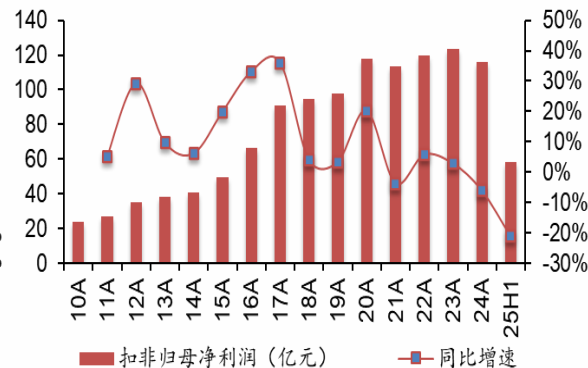
2010-2025H1公司收入及增速



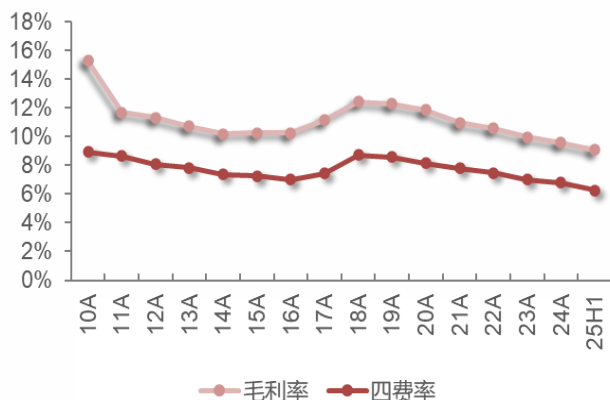
2010-2025H1归母净利润及增速



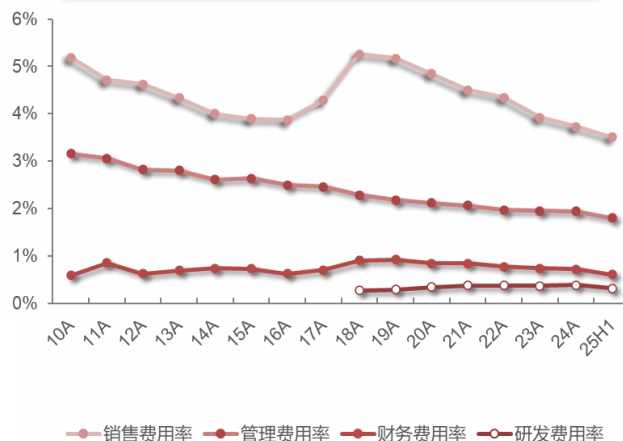
2010-2025H1扣非归母净利润及增速



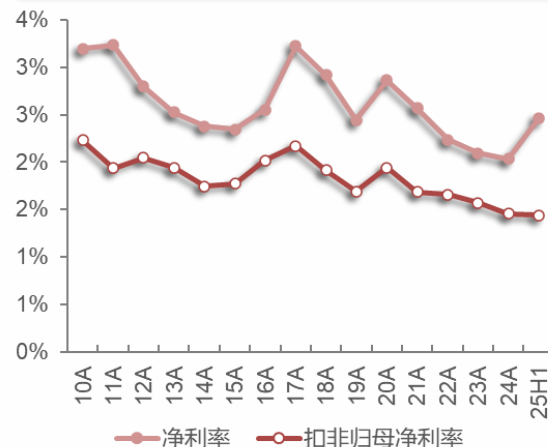
2010-2025H1毛利率与四费率变化趋势



2010-2025H1期间费用率变化趋势



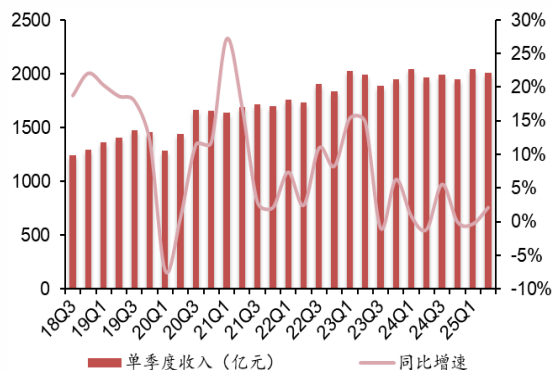
2010-2025H1净利率变化趋势



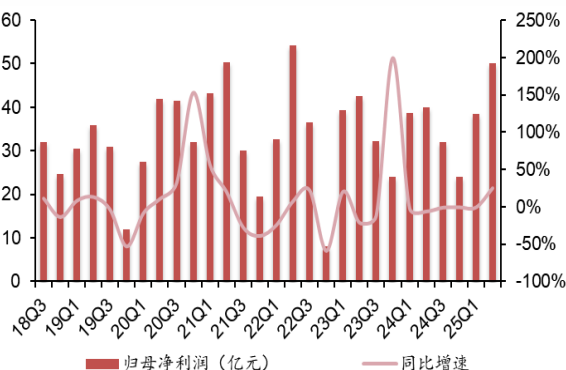
医药分销板块2025年中报总结

单季度表现

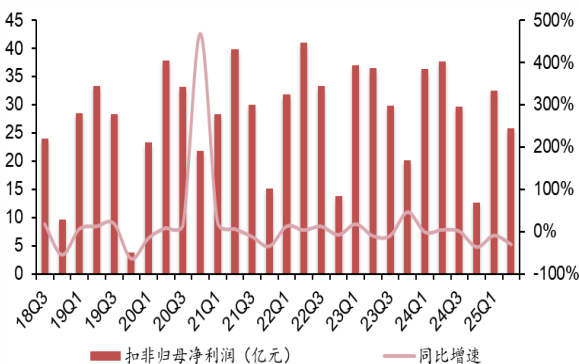
18Q3~25Q2收入及增速



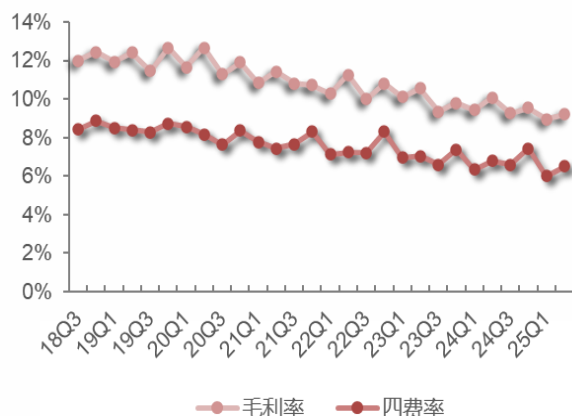
18Q3~25Q2归母净利润及增速



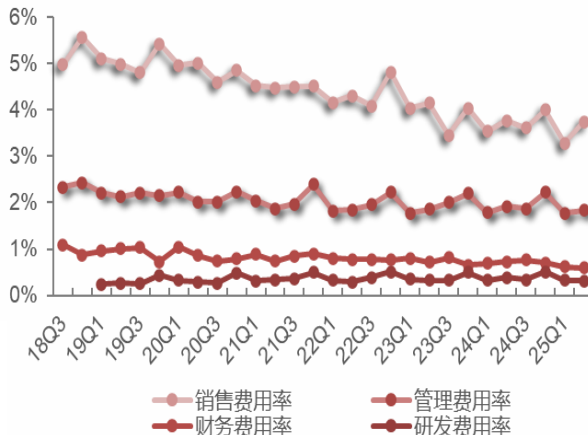
18Q3~25Q2扣非归母净利润及增速



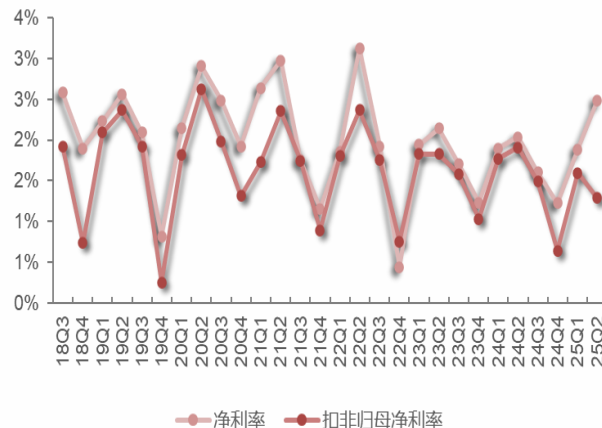
18Q3~25Q2毛利率与四费率变化趋势



18Q3~25Q2期间费用率变化趋势



18Q3~25Q2净利率变化趋势



医药分销板块2025年中报总结

- **上海医药**：公司发布2025年中报，25H1实现营收1415.93亿元，同比+1.56%；实现归母净利润44.59亿元，同比+51.56%，其中Q1/Q2实现收入707.63/708.30亿元，同比+0.87%/+2.27%，归母净利润13.33/31.26亿元，同比-13.56%/+123.33%。Q2利润超额增长主要源于1）收购上海和黄药业有限公司10%股权并将其纳入合并范围，产生32.57亿元一次性投资收益；2）政府补助带来的其他收益增长127.74%。**商业板块**，公司为国内进口药品、疫苗及医疗器械的主要服务商，25H1新增进口总代品规25个，实现销售收入175亿元，同比+11.7%；流通网络覆盖25个省市，具备显著的渠道优势；**工业板块**研发管线丰富，研发费用占医药工业销售收入的9.44%，新药管线共计56项，其中创新药44项。I001片（SPH3127）高血压适应症NDA已获受理；SRD4610（藁芩生肌颗粒）ALS已启动III期临床，并在美国提交pre-IND。25H1创新药业务实现销售收入242亿元，同比增长22.6%。
- **柳药集团**：公司发布2025年中报，25H1实现营收103.01亿元，同比-3.21%；实现归母净利润4.29亿元，同减7.52%，其中Q1/Q2实现收入53.17/49.84亿元，同比-7.93%/+2.39%，归母净利润2.77/1.52亿元，同比-7.66%/-7.26%，利润下降主要受集采品种规模扩大及院端控费政策影响。**医药批发**实现收入80.51亿元，同减4.70%，但仍贡献了62.99%的归母净利润。公司通过SPD项目覆盖区内40余家核心医疗机构，新增5家合作医院，结合AI算法优化库存与物流路径，有效提升医院客户粘性和药械市场份额；**医药零售**收入16.43亿元，同增3.62%，期内新开35家门店（含30家加盟店），药店总数达931家。

医药分销板块2025年中报总结

医药流通

单位：亿元	2025H1		2024H1		2025Q1		2025Q2		2025H1		2025/9/1	收入同比 增量	归母净利润 同比增量	研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
成分股	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	市值	2025H1	2025H1	2025H1	占比	2025H1	占比	2025H1	占比	2025H1	占比
上海医药	1,415.9	44.6	1,394.1	29.4	1%	-14%	2%	123%	2%	52%	619	22.8	15.17	9.59	0.7%	61.65	4.4%	26.62	1.9%	7.50	0.5%
九州通	811.1	14.5	771.7	12.1	4%	80%	7%	-29%	5%	20%	259	39.4	2.38	0.67	0.1%	23.40	2.9%	14.72	1.8%	4.56	0.6%
国药股份	256.3	9.5	247.6	10.0	5%	0%	2%	-10%	4%	-5%	224	8.8	-0.52	0.28	0.1%	3.06	1.2%	2.01	0.8%	-0.12	0.0%
中国医药	170.8	2.9	178.0	3.3	-6%	14%	-2%	-38%	-7%	-16%	163	7.2	-0.31	0.66	0.4%	4.95	2.9%	5.40	3.2%	-0.10	-0.1%
百洋医药	37.5	1.6	35.9	3.7	11%	-54%	-1%	-64%	-6%	-59%	136	1.6	-2.06	0.18	0.5%	8.07	21.5%	1.41	3.8%	0.50	1.3%
润达医疗	34.7	-1.2	41.4	0.9	-20%	-406%	-12%	-175%	-16%	-232%	106	-6.6	-2.12	0.55	1.6%	3.70	10.7%	2.00	5.8%	1.32	3.8%
重药控股	411.9	2.8	397.8	2.4	5%	22%	2%	16%	4%	19%	91	14.1	0.44	0.00	0.0%	10.09	2.5%	7.52	1.8%	3.80	0.9%
柳药集团	103.0	4.3	106.4	4.6	-8%	-8%	2%	-7%	-3%	-8%	73	-3.4	-0.35	0.18	0.2%	2.80	2.7%	1.90	1.8%	1.10	1.1%
南京医药	279.7	2.9	272.3	3.1	2%	11%	3%	-25%	3%	-6%	65	7.4	-0.20	0.18	0.1%	5.54	2.0%	2.18	0.8%	2.35	0.8%
英特集团	166.3	2.5	166.1	2.6	-2%	-6%	2%	-2%	0%	-3%	64	0.2	-0.09	0.09	0.1%	4.11	2.5%	1.73	1.0%	0.68	0.4%
人民同泰	51.5	0.7	49.9	1.4	3%	-41%	4%	-53%	3%	-46%	48	1.6	-0.63	0.00	0.0%	2.08	4.0%	0.44	0.9%	0.13	0.3%
瑞康医药	35.4	0.2	40.3	0.3	-13%	-7%	-11%	-66%	-12%	-32%	44	-4.9	-0.13	0.11	0.3%	1.82	5.1%	1.70	4.8%	0.82	2.3%
嘉事堂	97.0	1.1	128.4	1.7	-37%	-39%	-7%	-34%	-24%	-36%	42	-31.4	-0.61	0.00	0.0%	1.47	1.5%	1.28	1.3%	0.47	0.5%
鹭燕医药	104.0	1.5	103.1	1.9	1%	-15%	1%	-22%	1%	-19%	33	0.9	-0.36	0.03	0.0%	2.34	2.3%	1.60	1.5%	0.96	0.9%
浙江震元	12.8	0.6	19.6	0.4	-28%	86%	-42%	-16%	-34%	29%	31	-6.8	0.13	0.24	1.8%	1.89	14.7%	0.72	5.6%	-0.02	-0.1%
药易购	21.6	-0.1	22.3	0.1	-8%	-55%	3%	-511%	-3%	-163%	28	-0.7	-0.20	0.06	0.3%	1.64	7.6%	0.34	1.6%	0.05	0.2%
开开实业	5.4	0.1	4.9	0.3	15%	-66%	7%	-51%	11%	-62%	28	0.5	-0.19	0.00	0.0%	0.33	6.0%	0.31	5.8%	0.02	0.4%
合富中国	3.7	-0.1	4.8	0.2	-26%	-184%	-21%	-109%	-24%	-133%	27	-1.1	-0.30	0.02	0.6%	0.29	8.0%	0.30	8.1%	0.002	0.1%
达嘉维康	27.1	0.0	26.0	0.3	2%	-84%	7%	-118%	4%	-97%	25	1.1	-0.31	0.08	0.3%	2.88	10.6%	0.79	2.9%	0.53	2.0%

中药板块2025年中报总结

- **2025年中药板块中报总结：**我们选取65家A股中药领域上市公司，2025H1收入总额1730亿元（-4.8%），归母净利润220.5亿元（+0.6%），扣非归母净利润189.7亿元（-8.9%）。**分季度来看**，2025Q1和2025Q2收入898.4、831.4亿元（-8.6%/-3.4%），归母净利润120/100.6亿元（-4.7%/+7.6%），扣非归母净利润112.7/77.0亿元（-5.44%/-13.5%）。**从盈利能力来看**，25Q2/25Q1中药板块的毛利率为41.1%/42.1%，我们认为主要是产品结构变化以及中药材价格逐渐回落所致。2025Q2/25Q1四费率分别为29.5%/26.2%。其中销售费用率分别为20.9%/18.9%，销售费用率有所提升。
- 从2025年中报来看，收入方面，65家公司中，共有21家公司2025H1实现正增长，其中增速超过50%有1家。归母净利润方面，27家公司归母净利润实现正增长，其中增长超过50%的有10家，38家公司归母净利润有所下滑。从收入占比来看，25年中报前十大分别为白云山、云南白药、华润三九、同仁堂、步长制药、太极集团、片仔癀、天士力、以岭药业、康恩贝，上述公司25H1收入合计占比为67.1%。从净利润来看，前十大分别为云南白药、白云山、华润三九、片仔癀、吉林敖东、同仁堂、东阿阿胶、天士力、济川药业，上述公司25H1归母净利润合计占比为72%。
- **看好中药三大方向：**1) **品牌中药。**品牌OTC具有强品牌，提价具有较强的客户基础和品牌基础，能够持续不断释放业绩。2) **国企混改释放红利，高股息具备防御属性。**中药行业国企混改以及公司治理改善加速推进，高股息资产在市场调整期的投资性价比较高，具有“防御性”的类固收特征。建议从两个维度“高股息+高增长”、“高股息+央国企”关注优质标的。3) **基药目录调整带来中药发展新机会。**新一轮基药目录即将启动，部分中药品种有望获益于此轮基药目录调整实现院内放量。4) **关注有中药创新药管线的公司。**
- **相关标的：**1、OTC主线：太极集团、华润三九、达仁堂、云南白药、马应龙、佐力药业、健民集团、东阿阿胶、济川药业、寿仙谷等；2、中药创新药主线：以岭药业、康缘药业等；3、中药饮片/配方颗粒主线关注华润三九、柳药集团、中国中药等。
- **风险提示：**市场竞争风险，行业发展不及预期风险，集采降价风险。

中药板块2025年中报总结

2025年中报板块总结：

- **板块总结：**选取65家A股中药领域上市公司，2025H1收入总额1730亿元（-4.8%），归母净利润220.5亿元（+0.6%），扣非归母净利润189.7亿元（-8.9%）。
- **分季度来看，**2025Q1和2025Q2收入898.4、831.4亿元（-8.6%/-3.4%），归母净利润120/100.6亿元(-4.7%/+7.6%)，扣非归母净利润112.7/77.0亿元（-5.41%/-13.5%）。
- **从盈利能力来看，**25Q2/25Q1中药板块的毛利率为41.1%/42.1%，我们认为主要是产品结构变化以及中药材价格逐渐回落所致。2025Q2/25Q1四费率分别为29.5%/26.2%。其中销售费用率分别为20.9%/18.8%，销售费用率有所提升。

板块业绩概览

(亿元)	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
单季度收入	822.3	900.0	983.3	860.7	789.1	806.5	898.4	831.4
同比增速	0.6%	-1.6%	-0.3%	-5.4%	-4.0%	-10.4%	-8.6%	-3.4%
归母净利润	84.0	35.9	125.8	93.5	75.2	-9.4	120.0	100.6
同比增速	17.63%	118.76%	-6.61%	-9.56%	-10.49%	-126.07%	-4.65%	7.58%
扣非归母 净利润	76.0	22.8	119.1	89.0	62.7	-27.1	112.7	77.0
同比增速	1.63%	938.75%	-5.68%	-3.60%	-17.51%	-218.61%	-5.41%	-13.54%

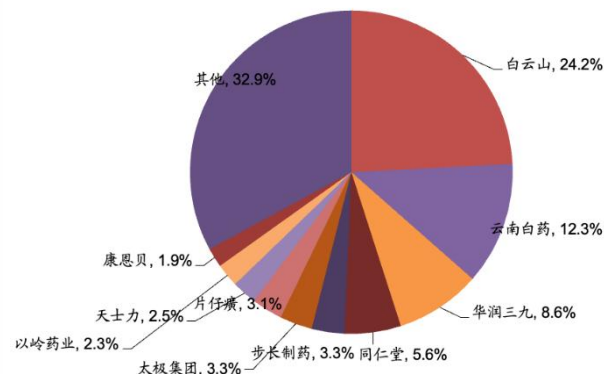
板块财务数据概览

	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
毛利率	43.79%	43.20%	43.82%	42.92%	39.49%	40.08%	42.05%	41.07%
四费率	30.57%	34.78%	27.00%	28.31%	29.38%	36.09%	26.16%	29.53%
销售费用率	22.28%	24.42%	20.25%	20.41%	20.37%	23.93%	18.83%	20.93%
管理费用率	5.68%	6.51%	4.65%	5.26%	6.03%	7.76%	4.94%	5.71%
财务费用率	-0.08%	-0.04%	-0.11%	-0.07%	0.30%	0.17%	0.19%	0.27%
研发费用率	2.69%	3.89%	2.21%	2.70%	2.67%	4.23%	2.21%	2.62%
净利率	10.21%	3.99%	12.79%	10.86%	9.52%	-1.16%	13.35%	12.10%

中药板块2025年中报总结

- 从2025年中报来看，收入方面，65家公司中，共有21家公司2025H1实现正增长，其中增速超过50%有1家。归母净利润方面，27家公司归母净利润实现正增长，其中增长超过50%的有10家，38家公司归母净利润有所下滑。
- 从收入占比来看，25年中报前十大分别为白云山、云南白药、华润三九、同仁堂、步长制药、太极集团、片仔癀、天士力、以岭药业、康恩贝，上述公司25H1收入合计占比为67.1%。从净利润来看，前十大分别为云南白药、白云山、达仁堂、华润三九、片仔癀、吉林敖东、同仁堂、东阿阿胶、天士力、济川药业，上述公司25H1归母净利润合计占比为72%。

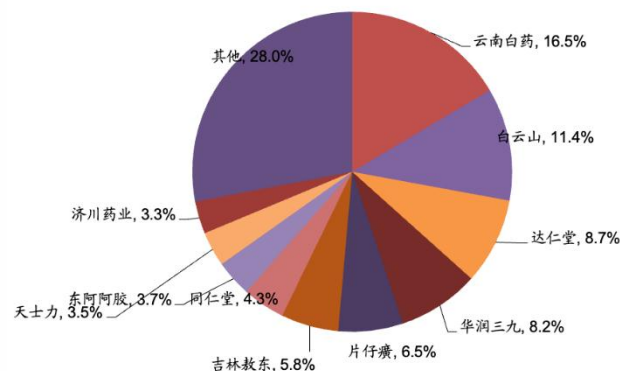
2025年中报各公司收入占比



子板块2025年中报业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-4.85%	1	1	21	44
占比		2%	2%	32%	68%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	0.57%	10	11	27	38
占比		15%	17%	42%	58%

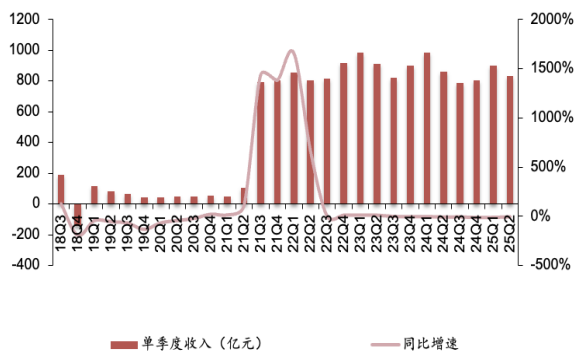
2025年中报各公司归母净利润占比



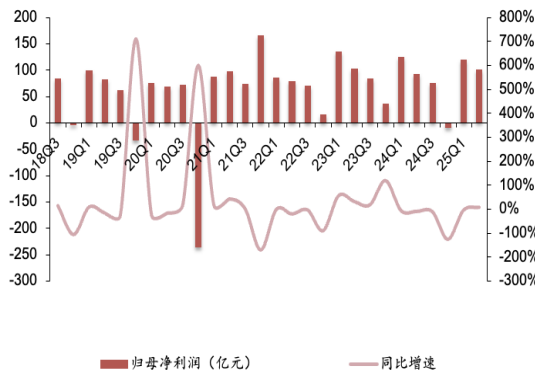
中药板块2025年中报总结

单季度表现

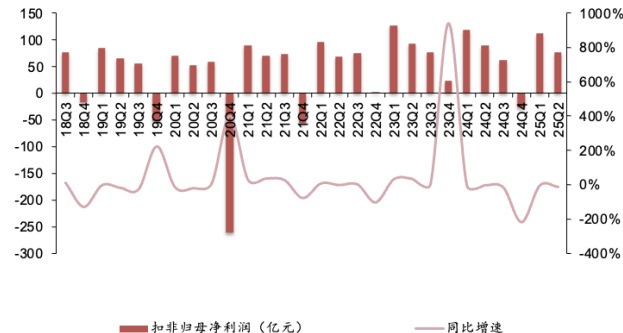
2018Q3-2025Q2收入及增速



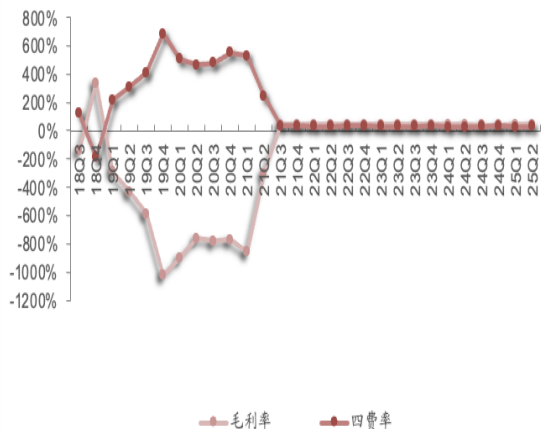
2018Q3-2025Q2归母净利润及增速



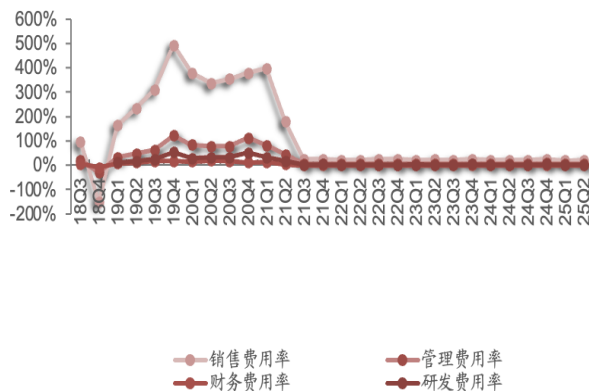
2018Q3-2025Q2扣非归母净利润及增速



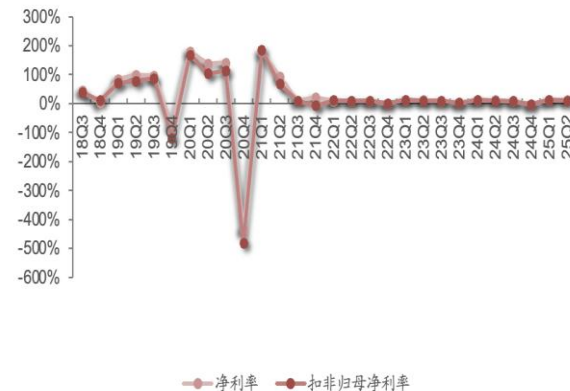
2018Q3-2025Q2毛利率与四费率变化趋势



2018Q3-2025Q2期间费用率变化趋势



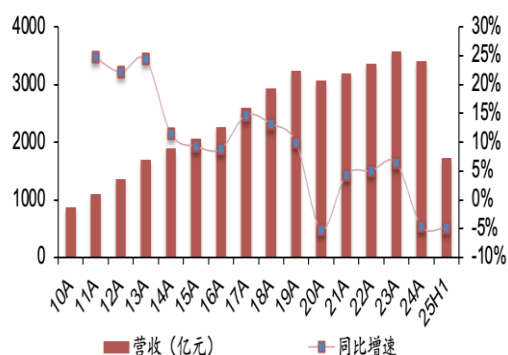
2018Q3-2025Q2净利率变化趋势



中药板块2025年中报总结

累计表现

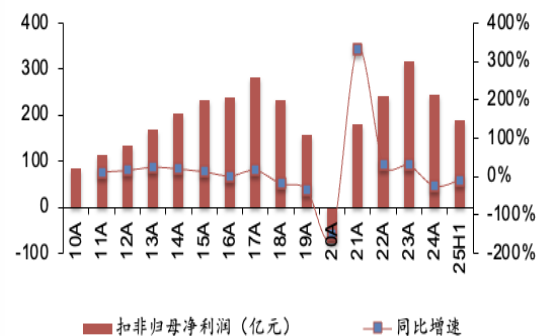
2010年~2025H1收入及增速



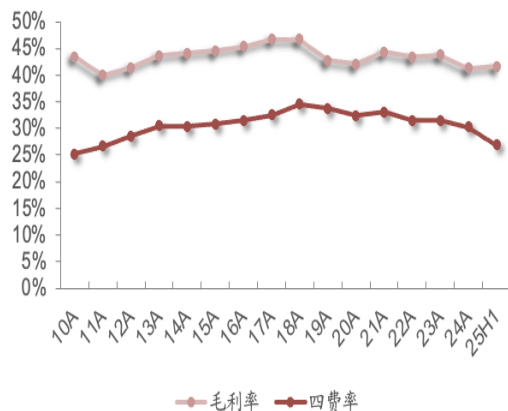
2010年~2025H1归母净利润及增速



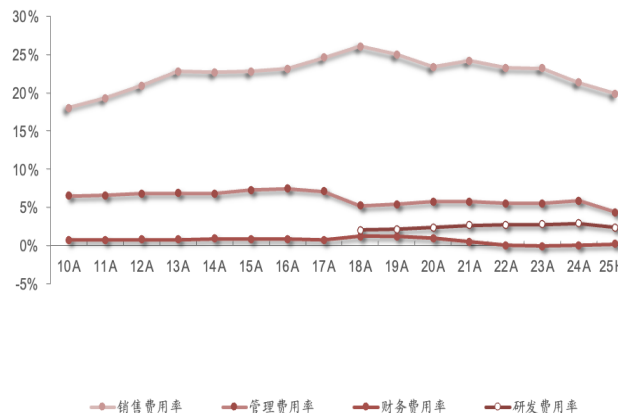
2010年~2025H1扣非归母净利润及增速



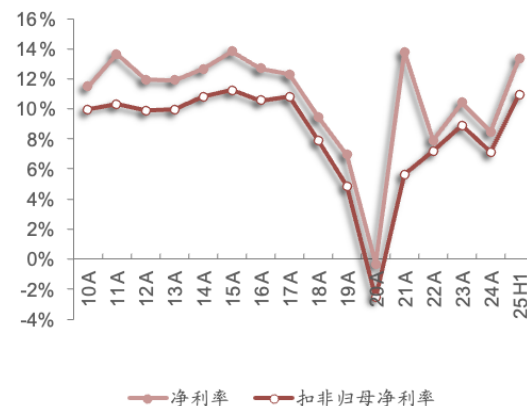
2010年~2025H1毛利率与四费率变化趋势



2010年~2025H1期间费用率变化趋势



2010年~2025H1净利率变化趋势



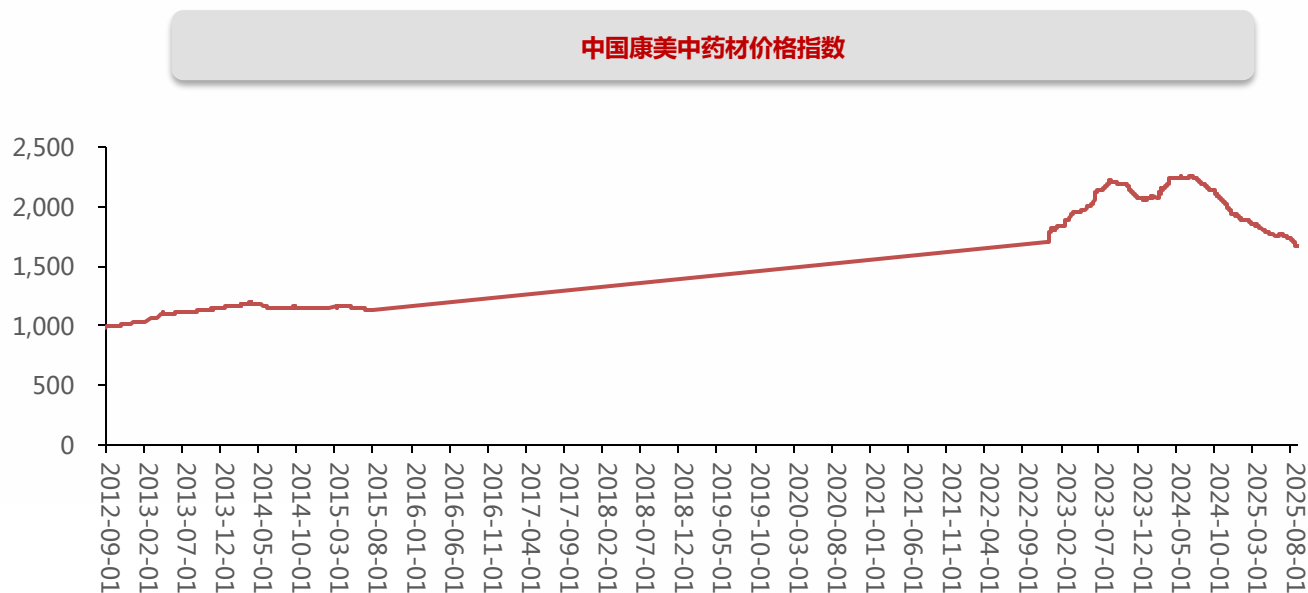
中药板块2025年中报总结

■ **高质量发展趋势已现。**2025年3月20日，国务院办公厅发布《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》，提出以提升中药质量为基础，以科技创新为支撑，以体制机制改革为保障，实现常用中药材规范种植和稳定供给，加快构建现代化产业体系，形成传承创新并重、布局结构合理、装备制造先进、质量安全可靠、竞争能力强的中医药产业高质量发展格局。

时间	事件	内容	影响
2024.4.9	江苏省医保局发布《关于推进阳光挂网药品价格治理工作通知》	申报价格不高于以已挂网同通用名产品数最多剂型规格中对应挂网产品中的最低价为基础，根据差比价系数计算的价格	“三同”价格治理，取消同规格，按照差比价计算，江苏省目前针对“三同”比价仅限于院内
2024.5.29	医保局发布《关于开展“上网店查药价，比数据，抓治理”专项行动的函》	要求以当日同城即时配送价格作为锚点，比对省级集采平台挂网价、集采中选价、定点零售药店药价。	消除线上低价吸引客流的现象，确保线上线下价格一致，部分药企受到定价策略压力后会选择提高线上平台价格，以达到“多端价格统一”
2024.6.13	国家医保局发布新闻《陕西医保上线“药品比价”功能》：	国家医保局发布消息，陕西医保上线“药品比价”功能，自药品比价功能上线以来，预计将使参保人员的购药成本下降10%-15%。	推动药品价格透明，药店端自主定价能力削弱，药店会将压力转移给品牌力较弱的上游药企
2024.10	国家医保局发布《药品价格影响因素知多少？——不同渠道运营模式有影响》	1、线下药店、非公立医院药品定价标准：未纳入医保定点的线下药店和非公立医院药品价格完全自主定价；而纳入医保定点的线下药店和非公立医院，则需要遵守医保定点协议 2、网络药店：一类是“外卖”模式，价格与线下药店接近，一些情况略低，另一类“快递”模式，由于成本较低，低于线下药店。 3、公立医院：大部分药品价格基本持平、少部分有高有低，其中集采药品价格普遍低于线下药店	承认各个渠道价格不一致现象，认可药店的运营成本、人力成本、房租物业等成本因素造成价格差异；允许线上价格因为成本原因价格更低，认可线下药店的便捷性和用药指导服务价值。
2025.3	国务院办公厅印发《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》	1、加强中药资源保护利用；2、提升中药材产业发展水平；3、加快推进中药产业转型升级；4、推进中药药品价值评估和配备使用；5、推进中药科技创新；6、强化中药质量监管；7、推动中药开放发展；8、提高综合治理能力和保障水平	提质增效、实现优质优价

中药板块2025年中报总结

- **中药材价格逐步回落，成本压力显著较低。**受到2022年底疫情需求带来上游中药材需求量激增，进而导致部分中药材价格出现大幅上涨。我们认为中药材价格上涨趋势可控，并且已经出现部分药材回落现象。中药企业对于需求量较大的大宗药材，将投入中药材生产基地建设保障供应，以平滑成本的波动。随着部分新增药材逐步进入收获期，药材持续高位的现象也将逐步得到缓解。2024年7月1日，国家药监局综合司、海关总署办公厅公开征求《关于允许进口牛黄试点用于中成药生产有关事项的公告（征求意见稿）》，拟定可以从不存在疯牛病疫情禁令国家（地区）进口、已获检疫准入并经海关检疫以及口岸药品检验机构检验合格的牛黄用于中成药生产。根据康美中药材价格指数，可以看到截止2025年9月3日，中药材价格指数为1662.4，较年初的1913.8已经下降13.1%，成本端压力显著降低。



中药板块2025年中报总结

中药（按市值排名）

	2025/9/3	收入同比增量	归母净利润同比增量	研发费用（百万元）		销售费用（百万元）		管理费用（百万元）		财务费用（百万元）	
成分股增速	市值（亿元）	2025H1	2024H1	2025H1	占比	2025H1	占比	2025H1	占比	2025H1	占比
片仔癀	1,233.2	(3)	(3)	120.34	2.2%	218.51	4.1%	156.07	2.9%	6.29	0.1%
云南白药	1,060.4	8	4	155.90	0.7%	2516.37	11.8%	363.48	1.7%	(23.11)	-0.1%
华润三九	494.0	7	(6)	459.04	3.1%	3938.65	26.6%	829.20	5.6%	7.37	0.0%
同仁堂	485.2	0	(1)	90.76	0.9%	1857.41	19.0%	686.96	7.0%	(34.55)	-0.4%
白云山	408.9	8	(0)	285.29	0.7%	3028.48	7.2%	1202.13	2.9%	123.14	0.3%
东阿阿胶	317.2	3	1	79.92	2.6%	1030.78	33.8%	184.93	6.1%	(30.72)	-1.0%
达仁堂	299.8	(13)	13	61.55	2.3%	1020.54	38.5%	185.74	7.0%	0.45	0.0%
康美药业	283.5	1	0	17.91	0.7%	241.97	9.4%	237.18	9.2%	0.45	0.0%
以岭药业	276.7	(6)	1	358.28	8.9%	913.22	22.6%	273.78	6.8%	(1.84)	0.0%
天士力	243.7	(1)	1	342.95	8.0%	1525.07	35.6%	149.61	3.5%	(7.77)	-0.2%
济川药业	236.5	(13)	(6)	189.89	6.9%	976.86	35.5%	209.60	7.6%	(55.73)	-2.0%
吉林敖东	228.3	(3)	7	31.29	2.8%	394.88	35.1%	98.26	8.7%	5.43	1.4%
步长制药	201.1	2	4	84.20	1.5%	2239.34	39.5%	394.73	7.0%	(57.33)	1.0%
众生药业	174.8	(1)	1	37.97	2.9%	437.88	33.7%	66.24	5.1%	(2.85)	-0.2%
奇正藏药	155.2	2	0	32.13	2.7%	465.68	39.6%	87.80	7.5%	27.27	2.3%
江中药业	137.9	(0)	0	67.43	3.1%	636.80	29.7%	97.16	4.5%	(39.90)	-1.9%
羚锐制药	129.6	2	1	63.06	3.0%	994.50	47.4%	106.58	5.1%	(4.14)	-0.2%
佐力药业	128.1	2	1	25.25	1.6%	499.57	31.2%	48.54	3.0%	3.56	0.2%
太极集团	123.1	(22)	(4)	137.42	2.4%	791.70	14.0%	345.30	6.1%	(68.20)	1.2%
马应龙	114.9	0	0	37.29	1.9%	455.74	23.4%	66.45	3.4%	(19.77)	-1.0%
康恩贝	112.6	(1)	(0)	119.81	3.6%	1061.53	31.6%	255.82	7.6%	(5.11)	-0.2%
珍宝岛	109.6	(9)	(5)	10.77	1.5%	74.63	10.5%	146.44	20.5%	(69.97)	9.8%
昆药集团	106.6	(2)	(0)	43.89	1.3%	808.86	24.1%	174.26	5.2%	23.11	0.7%

中药板块2025年中报总结

中药（按市值排名）

	2025/9/3	收入同比增量	归母净利润同比增量	研发费用（百万元）		销售费用（百万元）		管理费用（百万元）		财务费用（百万元）	
成分股增速	市值（亿元）	2025H1	2024H1	2025H1	占比	2025H1	占比	2025H1	占比	2025H1	占比
广誉远	97.3	1	0	20.72	2.7%	361.14	46.3%	40.84	5.2%	1.00	0.1%
康缘药业	96.9	(5)	(1)	246.57	15.0%	571.38	34.8%	166.77	10.2%	(0.78)	0.0%
葵花药业	90.8	(12)	(4)	45.18	3.4%	186.84	14.3%	185.38	14.1%	(3.13)	-0.2%
仁和药业	89.5	(4)	(0)	20.63	1.0%	166.91	8.5%	151.19	7.7%	0.17	0.0%
桂林三金	87.4	(1)	(0)	60.88	6.1%	292.26	29.3%	61.80	6.2%	(7.31)	-0.7%
中恒集团	86.0	0	0	47.47	3.3%	230.79	15.9%	147.82	10.2%	(16.68)	-1.1%
振东制药	82.5	(0)	(0)	77.44	5.3%	517.27	35.5%	136.84	9.4%	0.01	0.0%
香雪制药	72.3	(3)	(1)	33.41	4.1%	93.86	11.5%	134.77	16.5%	(36.10)	16.6%
华森制药	71.2	0	0	37.04	8.4%	136.61	30.9%	28.37	6.4%	(5.47)	-1.2%
信邦制药	70.4	(2)	(0)	3.01	0.1%	129.80	4.6%	175.09	6.2%	(6.76)	0.2%
健民集团	64.5	(2)	(0)	52.97	2.9%	778.71	43.2%	85.02	4.7%	(5.46)	0.3%
上海凯宝	63.9	(2)	(0)	54.41	9.0%	271.32	44.9%	37.35	6.2%	(15.28)	-2.5%
精华制药	62.4	0	(0)	28.84	3.9%	132.27	18.1%	57.66	7.9%	(11.81)	-1.6%
万邦德	59.0	(2)	(0)	31.14	5.4%	93.94	16.2%	78.09	13.5%	(4.29)	2.5%
贵州三力	52.5	(2)	(0)	16.86	2.4%	285.72	40.7%	75.77	10.8%	(4.74)	0.7%
方盛制药	49.9	(1)	0	68.09	8.2%	280.13	33.6%	64.93	7.8%	(6.07)	0.7%
亚宝药业	48.5	(3)	(0)	48.54	4.3%	222.15	19.5%	116.73	10.2%	(0.97)	-0.1%
佛慈制药	46.0	(1)	(0)	13.28	3.1%	46.90	10.9%	31.73	7.4%	(2.41)	-0.6%
千金药业	45.5	(1)	0	104.18	5.7%	473.37	26.0%	133.37	7.3%	(4.79)	-0.3%
特一药业	45.0	2	0	19.16	3.9%	191.00	38.9%	34.67	7.1%	1.60	0.3%
寿仙谷	41.9	(1)	(0)	29.76	9.9%	133.10	44.4%	45.87	15.3%	1.78	0.6%
太龙药业	38.6	(2)	(0)	25.91	3.4%	57.99	7.6%	59.05	7.7%	(26.82)	3.5%
沃华医药	38.2	0	0	20.32	4.8%	214.62	50.5%	34.11	8.0%	(2.18)	-0.5%
葫芦娃	36.7	(4)	(0)	19.38	3.8%	106.66	21.0%	59.34	11.7%	(21.07)	4.2%

中药板块2025年中报总结

中药（按市值排名）

	2025/9/3	收入同比增量	归母净利润同比增量	研发费用（百万元）		销售费用（百万元）		管理费用（百万元）		财务费用（百万元）	
成分股增速	市值（亿元）	2025H1	2024H1	2025H1	占比	2025H1	占比	2025H1	占比	2025H1	占比
恩威医药	35.0	1	0	2.54	0.6%	136.75	30.4%	34.64	7.7%	0.31	0.1%
汉森制药	34.2	0	(0)	18.51	3.6%	190.20	37.4%	36.42	7.2%	0.42	0.1%
益佰制药	34.1	(2)	1	37.11	3.7%	416.91	42.0%	136.58	13.8%	9.40	0.9%
维康药业	33.3	(2)	(1)	6.00	5.2%	53.29	46.5%	20.19	17.6%	2.98	2.6%
嘉应制药	31.8	0	0	4.81	2.4%	72.44	36.4%	19.46	9.8%	(0.29)	-0.1%
盘龙药业	30.9	1	0	15.85	2.8%	181.09	31.5%	30.44	5.3%	11.86	-2.1%
陇神戎发	30.3	(1)	0	13.84	2.8%	223.79	45.1%	25.59	5.2%	(1.03)	-0.2%
新天药业	28.1	(1)	(0)	20.12	5.6%	159.12	44.4%	58.15	16.2%	8.54	2.4%
启迪药业	28.0	(0)	0	8.29	5.8%	33.87	23.8%	44.45	31.2%	1.61	1.1%
金花股份	27.0	(0)	(0)	15.43	6.4%	138.72	57.5%	20.80	8.6%	(2.27)	-0.9%
益盛药业	26.1	(0)	(0)	8.03	2.5%	163.23	49.8%	49.56	15.1%	6.29	1.9%
粤万年青	26.0	0	(0)	3.89	2.5%	80.47	52.0%	24.77	16.0%	0.63	0.4%
新光药业	25.6	(0)	0	6.99	5.0%	10.77	7.6%	9.36	6.6%	10.66	-7.6%
华神科技	24.7	(2)	(1)	9.08	3.1%	141.90	48.6%	36.06	12.4%	0.18	3.5%
康惠制药	23.1	(0)	(0)	3.71	1.5%	68.00	27.5%	27.01	10.9%	6.22	6.6%
大唐药业	18.1	(0)	(0)	4.26	5.8%	39.93	54.1%	20.24	27.4%	(1.64)	-2.2%
长药控股	14.2	(0)	0	1.79	2.5%	5.59	7.9%	41.78	59.2%	26.61	37.7%
生物谷	13.6	(1)	(0)	6.68	3.2%	102.11	49.2%	37.77	18.2%	0.82	0.4%

制药设备及耗材板块2025年中报总结

- **2025H1总结**：选取5家A股制药设备及耗材领域上市公司，2025H1收入总额56亿元（-3.1%），归母净利润1.48亿元（+38.2%），扣非归母净利润0.75亿元（+30.1%）。
- **分季度来看**，5家公司25Q1/Q2的收入总额分别为25.6/30.2亿元，同比-9.1%/+2.7%，行业需求逐季恢复。25Q1/Q2毛利率分别为32.1%/36%，同比-1.3/+4.0pp，毛利率恢复趋势明显。
- **制药装备板块25H1收入增长**：楚天科技、泰林生物、东富龙收入分别同比增长24%、22%、6%。
- **耗材板块25H1收入端承压**：纳微科技、奥浦迈收入分别同比下降7%、15%。
- **相关标的**：纳微科技（688690.SH）、泰林生物（300813.SZ）、楚天科技（300358）、东富龙（300171）、奥浦迈（688293）。
- **风险提示**：行业竞争加剧的风险；成本上涨风险；政策风险。

制药设备及耗材板块2025年中报总结

23Q1-25Q1板块业绩概览

(亿元)	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
单季度收入	33.1	28.1	29.5	29.1	36.0	25.6	30.2
同比增速	-18.3%	-13.5%	-18.4%	-14.9%	8.7%	-9.1%	2.7%
归母净利润	0.9	0.9	0.2	-0.6	-1.9	0.6	0.9
同比增速	-81.6%	-79.4%	-94.3%	-132.5%	-319.7%	-31.5%	324.4%
扣非归母净利润	0.5	0.7	-0.1	-0.8	-2.7	0.3	0.5
同比增速	-86.8%	-82.8%	-104.0%	-151.0%	-623.2%	-58.6%	-453.0%

20-24年板块财务数据概览

	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
毛利率	33.2%	33.4%	32.0%	29.6%	30.4%	32.1%	36.0%
四费率	32.8%	29.5%	30.5%	31.4%	28.6%	30.0%	29.9%
销售费用率	10.8%	9.0%	9.9%	8.8%	8.8%	9.6%	9.7%
管理费用率	10.4%	10.7%	10.2%	10.5%	10.3%	10.9%	10.6%
财务费用率	0.3%	-0.2%	0.2%	0.9%	0.2%	-0.1%	0.1%
研发费用率	11.2%	10.1%	10.2%	11.2%	9.3%	9.7%	9.5%
净利率	2.6%	3.1%	0.7%	-2.1%	-5.2%	2.3%	2.9%

■ **板块总结**：选取5家A股制药设备及耗材领域上市公司，2025H1收入总额56亿元（-3.1%），归母净利润1.48亿元（+38.2%），扣非归母净利润0.75亿元（+30.1%）。

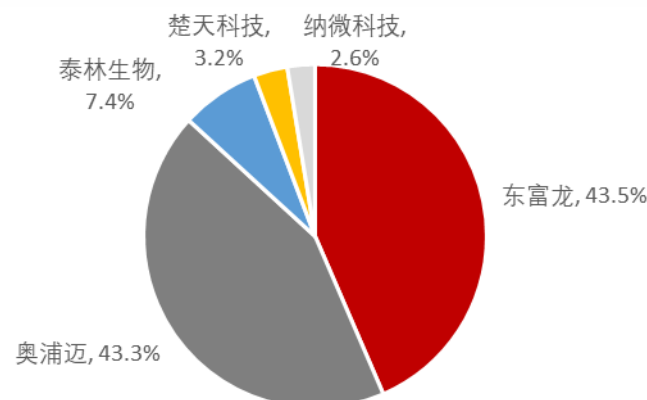
■ **分季度来看**，5家公司25Q1/Q2的收入总额分别为25.6/30.2亿元，同比-9.1%/+2.7%，行业需求逐季恢复。

■ **从盈利能力来看**，2025H1样本公司整体毛利率为34.2%，同比+1.53pp，25Q1/Q2分别为32.1%/36%，同比-1.3/+4.0pp，毛利率恢复趋势明显。2025H1整体费用率为29.9%，同比基本持平。

制药设备及耗材板块2025年中报总结

- **收入与利润增长方面**，5家公司2025H1收入总体同比-3.06%，其中3家公司2025H1收入实现正增长。归母净利润总体同比+38.19%，4家公司归母净利润实现增长，其中3家增长超过50%。
- **从收入占比来看**，东富龙、奥浦迈占比较高，合计收入合计占比为87%。从净利润来看，泰林生物、东富龙2025H1年合计占比为74%。

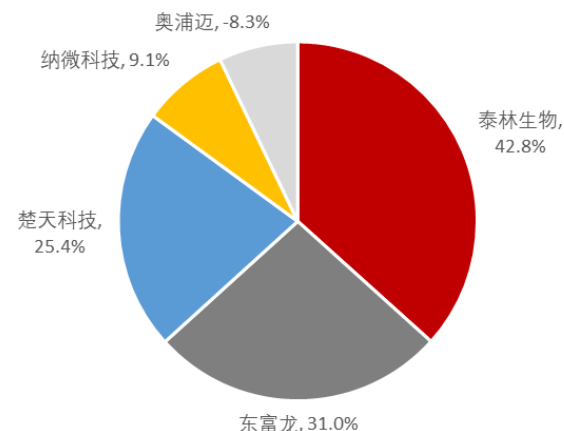
2025H1年各公司收入占比



子板块2025H1年业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-3.06%	0	0	3	2
占比		0%	0%	60%	40%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	38.19%	3	4	4	1
占比		60%	80%	80%	20%

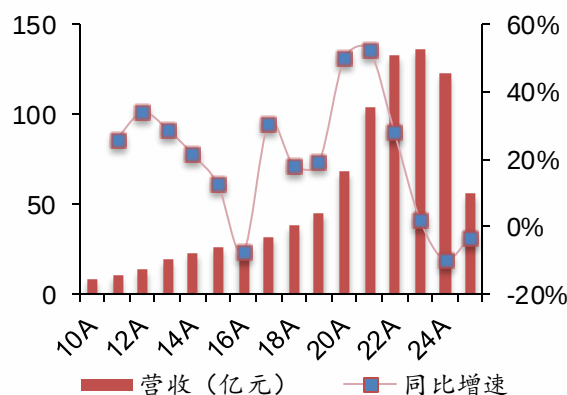
2025H1年各公司归母净利润占比



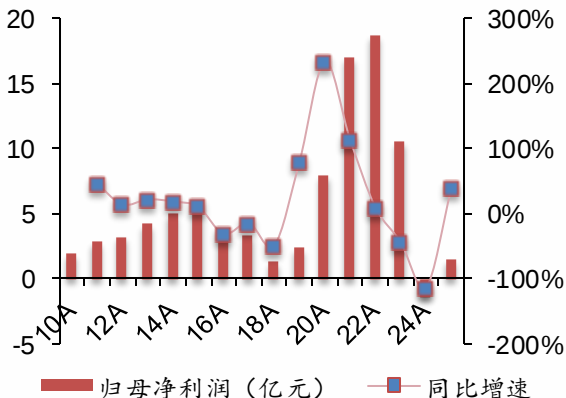
制药设备及耗材板块2025年中报总结

累计季度表现

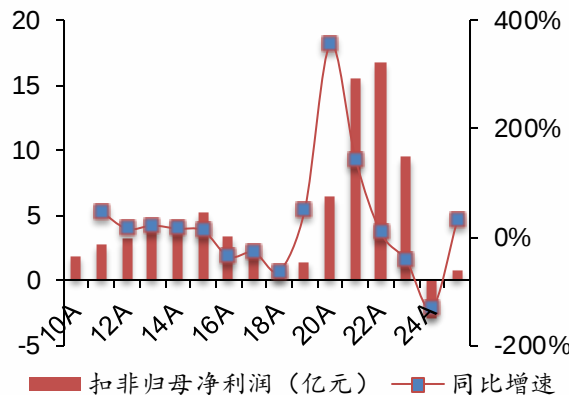
2010-2025H1年收入及增速



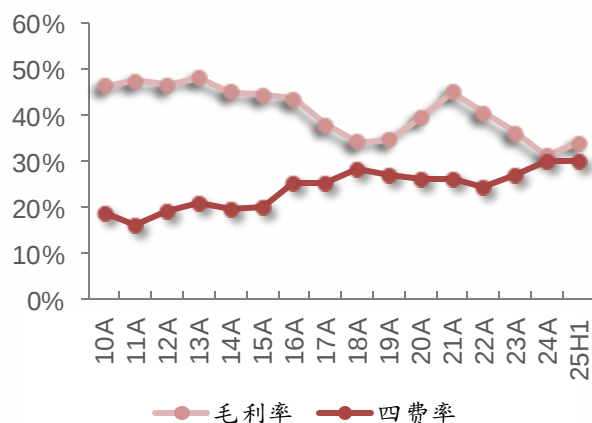
2010-2025H1年归母净利润及增速



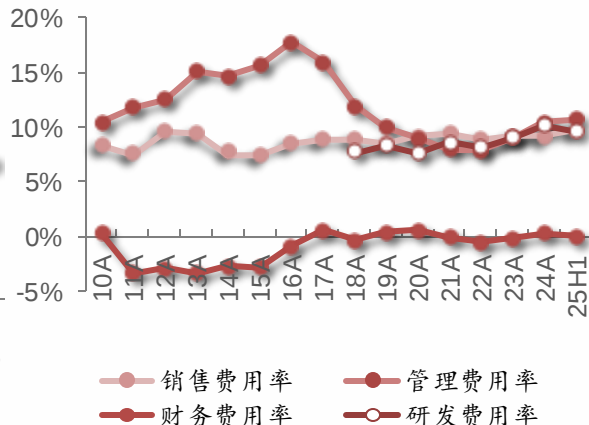
2010-2025H1年扣非归母净利润及增速



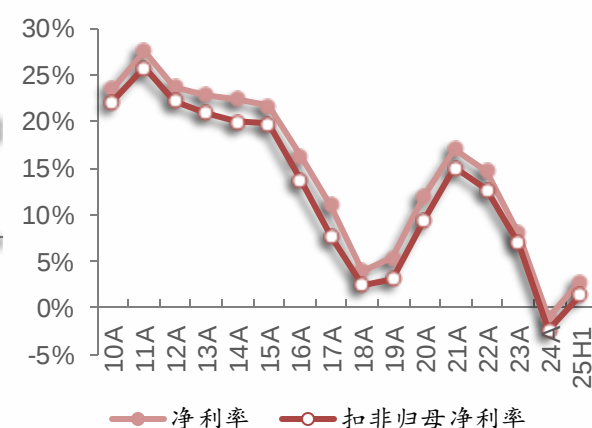
2010-2025H1年毛利率与四费率变化趋势



2010-2025H1年期间费用率变化趋势



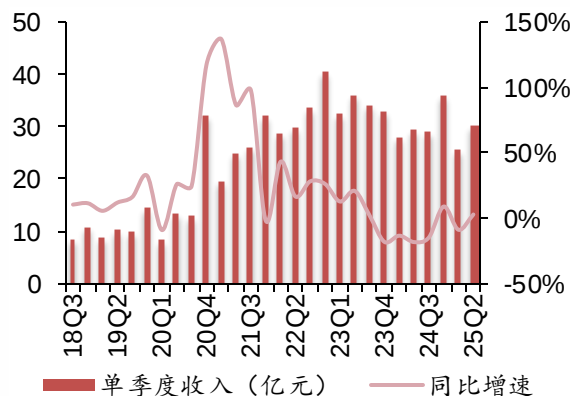
2010-2025H1年净利率变化趋势



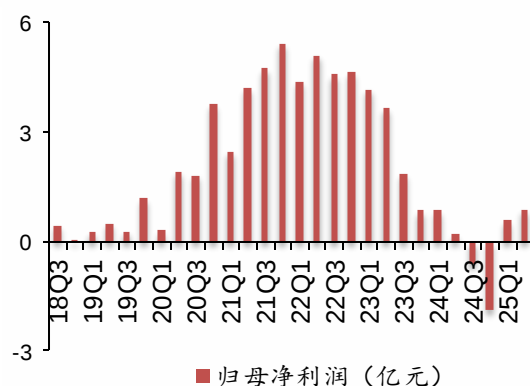
制药设备及耗材板块2025年中报总结

单季度表现

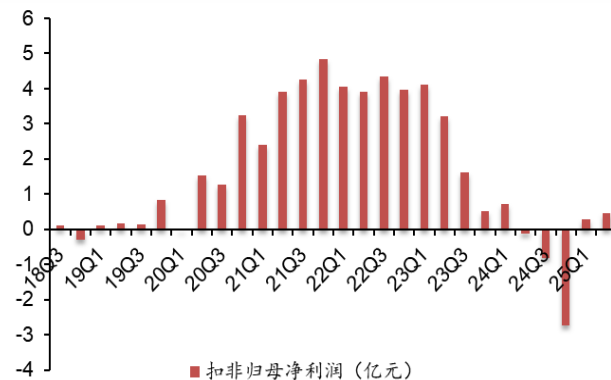
18Q3~25Q2收入及增速



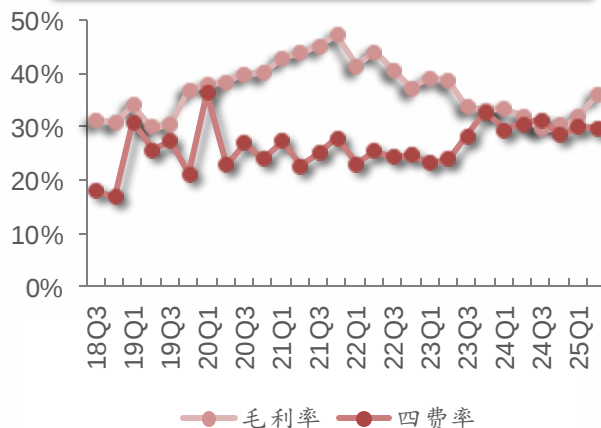
18Q3~25Q2归母净利润及增速



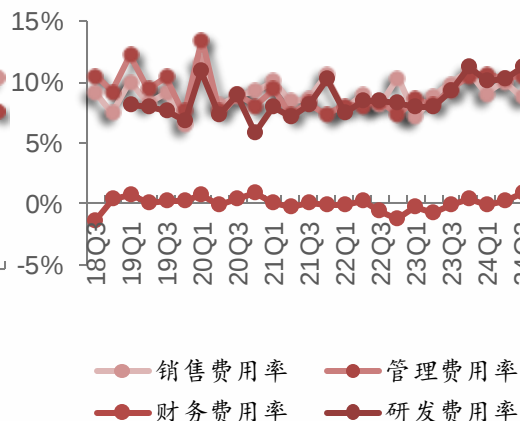
18Q3~25Q2扣非归母净利润及增速



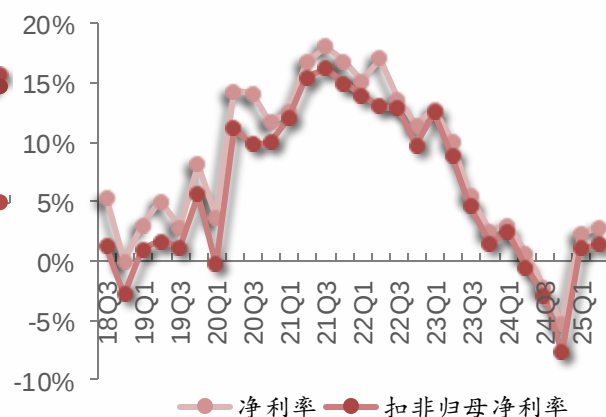
18Q3~25Q2毛利率与四费率变化趋势



18Q3~25Q2期间费用率变化趋势



18Q3~25Q2净利率变化趋势



制药设备及耗材板块2025年中报总结

制药设备及耗材板块成分股

(按市值排序)

单位：亿元	2025H1		2024H1		2025Q1		2025Q2		2025H1		2025/9/1	收入同比 增量	归母净利润 同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
成分股	收入	归母净利 润	收入	归母净利 润	收入	归母净利 润	收入	归母净利 润	收入	归母净利 润	市值	2025H1	2025H1	2025 H1	占比	2025 H1	占比	2025 H1	占比	2025 H1	占比	
奥浦迈	24.2	-0.1	28.3	-0.8	-22%	59%	-7%	94%	-15%	85%	51	-4.1	0.70	2.27	9%	2.88	12%	2.18	9%	0.47	2%	
东富龙	24.3	0.5	22.9	1.1	3%	-69%	9%	-48%	6%	-60%	112	1.4	-0.68	1.58	7%	1.43	6%	2.78	11%	-0.33	-1%	
泰林生物	4.1	0.6	3.4	0.5	22%	73%	21%	21%	22%	41%	112	0.7	0.18	0.95	23%	0.75	18%	0.58	14%	0.00	0%	
纳微科技	1.5	0.1	1.6	0.1	-16%	-40%	3%	1313%	-7%	106%	40	-0.1	0.07	0.31	21%	0.19	13%	0.16	11%	-0.04	-3%	
楚天科技	1.8	0.4	1.4	0.2	5%	-25%	47%	402%	24%	56%	61	0.3	0.13	0.24	14%	0.13	7%	0.29	16%	-0.10	-6%	

疫苗板块2025中报总结

- **2025中报疫苗板块总结：**2025H1疫苗板块(11家样本公司)实现收入105亿元(-58.0%)，归母净利润-5亿元(-116.0%)。单季度看，2025Q1/Q2单季度收入同比增速分别为-66.6%/-46.3%，归母净利润同比增速分别为-113.7%/-118.7%。收入端来看，2025H1受行业整体+竞争格局日益加剧影响，主要品类如HPV疫苗、流感疫苗等批签发和价格双跌，厂商业绩承压。从盈利能力来看，2025H1板块毛利率为53.6%(+12pp)，净利率为-4.9%(-17.8pp)，四费率为55.8%(+30.8pp)，利润端从24Q4起转亏，主要因板块收入端大幅下滑，以及费用率较高，疫苗板块整体承压。
- **传统品种边际改善，建议关注创新+出海两条主线。**传统品种狂苗与破苗均涉及院内渠道接种，所以受医疗反腐影响，短期发货周期有所递延，主要消化渠道库存为主，随着反腐进入常态化，我们认为此类较刚需品种基本面有望改善。国内价格竞争加速背景下，新品类疫苗研发节奏和出海进度将成为疫苗板块2025年主线。
- **关注独家和新品上市节奏催化。**独家品种：康希诺MCV4结合疫苗作为独家产品有望实现较快放量。新品：2025年康泰生物人二倍体狂苗、万泰生物九价HPV苗和康希诺13价肺炎疫苗均将实现商业化销售，有望实现较快增长。在研产品：HPV疫苗目前已有10余款品种在研，随着首款国产九价HPV疫苗在25.6上市，后续新品将在未来三年进入密集兑现期。肺炎球菌疫苗中，15价肺炎疫苗智飞生物进展最快，康希诺的PBPV疫苗目前已完成临床I期。欧林生物全球创新品种金黄色葡萄球菌疫苗目前已经进入三期临床，获批进度加速。随着国产替代和创新品种陆续上市，有望重塑竞争格局。
- **加速寻求海外增长空间。**在国内市场竞争加剧的背景下，国产疫苗企业凭借产能优势、技术突破和政策鼓励等，已在海外发展中市场崭露头角。主要出海品种包括HPV疫苗(万泰、沃森、康乐卫士)、肺炎疫苗(沃森、康泰、科兴)、流感及新冠疫苗(科兴)、流脑疫苗(康希诺)。
- **主要标的：**康希诺、欧林生物、康泰生物、百克生物、康华生物、华兰疫苗、金迪克、华北制药、智飞生物、万泰生物、成大生物等。
- **风险提示：**疫苗销售不及预期风险；疫情反复导致发货、接种资源限制风险；竞争格局加剧风险；关税风险。

疫苗板块2025中报总结

2025中报疫苗板块关键财务数据：

- **2025中报疫苗板块总结：**2025H1疫苗板块(11家样本公司)实现收入105亿元(-58.0%)，归母净利润-5亿元(-116.0%)。
- **单季度看，**2025Q1/Q2单季度收入同比增速分别为-66.6%/-46.3%，归母净利润同比增速分别为-113.7%/-118.7%。收入端来看，2025H1受行业整体+竞争格局日益加剧影响，主要品类如HPV疫苗、流感疫苗等批签发和价格双跌，厂商业绩承压。
- **从盈利能力来看，**2025H1板块毛利率为53.6%（+12pp），净利率为-4.9%（-17.8pp），四费率为55.8%（+30.8pp），利润端从24Q4起转亏，主要因板块收入端大幅下滑，以及费用率较高，疫苗板块整体承压。

疫苗板块2020-25H1关键财务数据(累计)

(亿元)	20A	21A	22A	23A	24A	25H1
营收	306	551	658	746	408	105
yoy	58.1%	80.2%	19.3%	13.4%	-45.3%	-58.0%
归母净利润	81	186	140	114	32	-5
yoy	77.9%	129.1%	-24.6%	-18.8%	-72.0%	-116.0%
毛利率	63.4%	64.0%	56.1%	44.0%	46.6%	53.6%
净利率	27.3%	34.2%	21.8%	14.7%	7.8%	-4.9%
销售费用率	21.0%	14.0%	17.0%	13.8%	18.7%	28.5%
管理费用率	4.4%	3.3%	3.1%	3.1%	5.9%	10.2%
财务费用率	0.3%	-0.2%	-0.6%	-0.6%	-0.2%	1.0%
研发费用率	6.7%	6.9%	8.0%	7.1%	10.5%	16.1%

疫苗板块24Q1-25Q2关键财务数据(单季度)

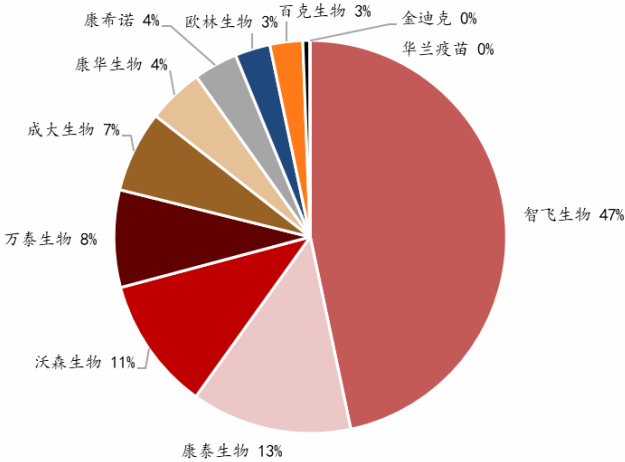
(亿元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
营收	144	107	92	65	48	57
yoy	-14.8%	-41.3%	-55.7%	-65.2%	-66.6%	-46.3%
归母净利润	18	15	8	-8	-2	-3
yoy	-54.8%	-52.1%	-77.7%	-181.9%	-113.7%	-118.7%
毛利率	37.6%	47.2%	55.5%	53.0%	54.1%	53.2%
净利率	12.3%	13.7%	8.4%	-12.3%	-5.1%	-4.8%
销售费用率	9.9%	16.7%	25.9%	31.2%	25.9%	30.6%
管理费用率	3.8%	5.2%	6.0%	11.7%	10.9%	9.7%
财务费用率	-0.5%	-0.2%	0.4%	-0.2%	1.1%	0.9%
研发费用率	6.5%	10.6%	10.7%	18.8%	16.7%	15.6%

疫苗板块2025中报总结

2025H1智飞生物仍为板块收入主要贡献者，利润转亏

- 2025H1疫苗板块(11家样本)收入实现**正增长**的有5家，占比45%，**超过50%增长**的有1家(华兰疫苗)；归母净利润实现**正增长**的有3家，占比27%。
- 从收入贡献看，智飞生物占比47%；从归母净利润贡献看，智飞生物净亏损6亿元，对疫苗板块影响较大。

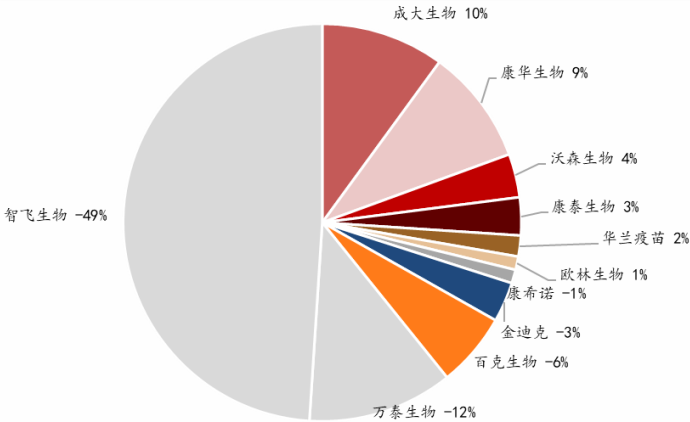
2025H1收入占比



子板块2025H1业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-58.0%	1	2	5	6
占比		9%	18%	45%	55%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-116.0%	2	2	3	8
占比		18%	18%	27%	73%

2025H1归母净利润占比

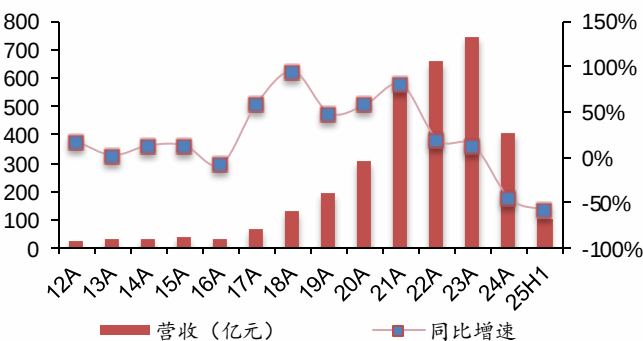


疫苗板块2025中报总结

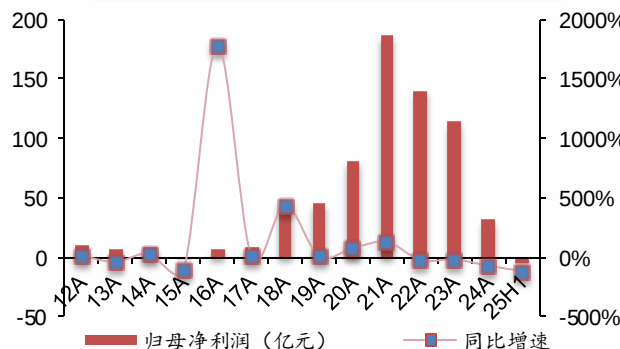
累计：受行业大环境和降价影响，2025H1业绩继续承压

2025H1疫苗板块(11家样本公司)实现收入105亿元(-58%)，归母净利润-5亿元(-116%)。2025H1受行业整体+竞争格局日益加剧影响，主要品类如HPV疫苗、流感疫苗等批签发和价格双跌，厂商业绩承压。

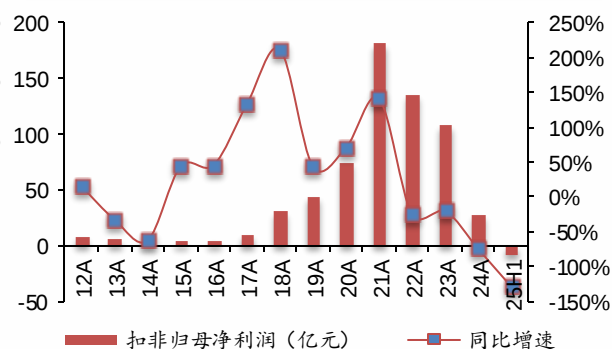
2012-2025H1收入及增速



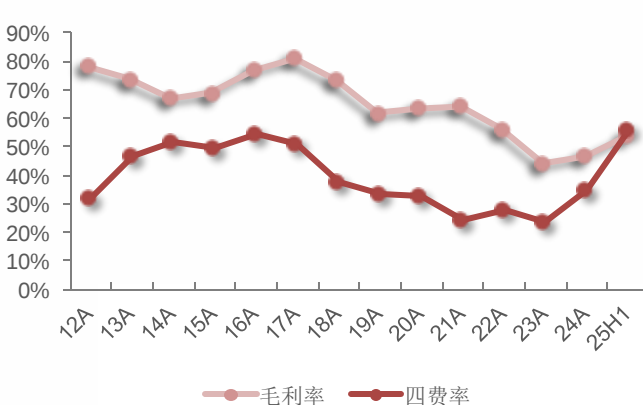
2012-2025H1归母净利润及增速



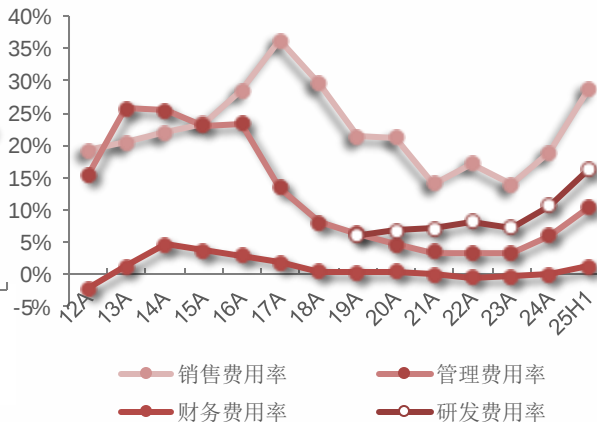
2012-2025H1扣非归母净利润收入及增速



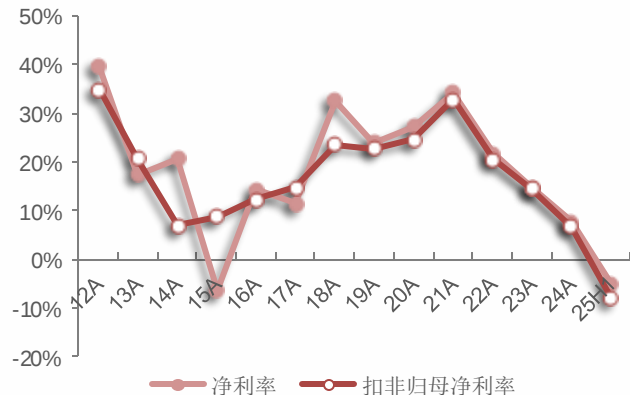
2012-2025H1毛利率与四费率变化趋势



2012-2025H1期间费用率变化趋势



2012-2025H1净利率变化趋势

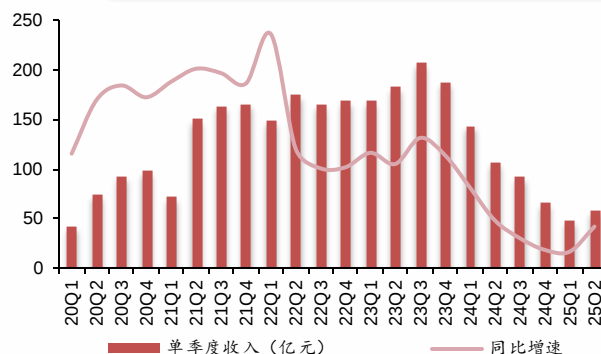


疫苗板块2025中报总结

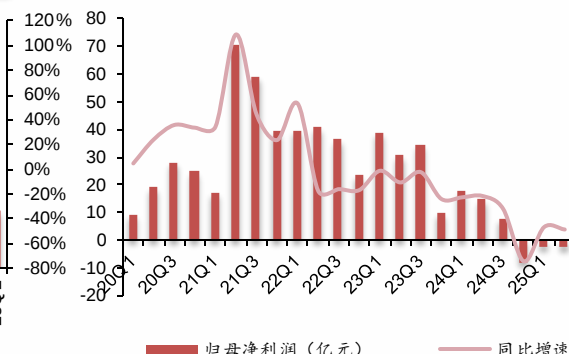
单季度：2025Q2利润持续亏损，板块业绩承压

2025Q2年疫苗板块实现收入57亿元(-46.3%)，归母净利润-3亿元(-118.7%)。单季度来看，利润端从2024Q4起转亏，主要因板块收入端大幅下滑，以及费用率较高，疫苗板块整体承压。

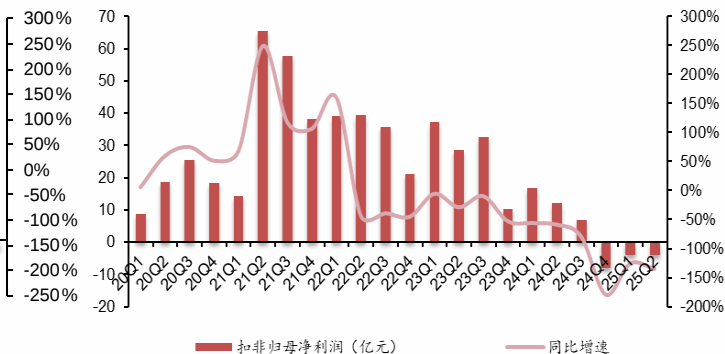
2019Q4~2025Q2收入及增速（单季度）



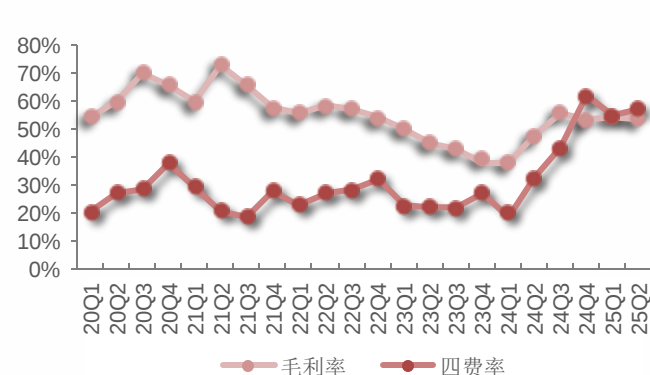
2019Q4~2025Q2归母净利润及增速（单季度）



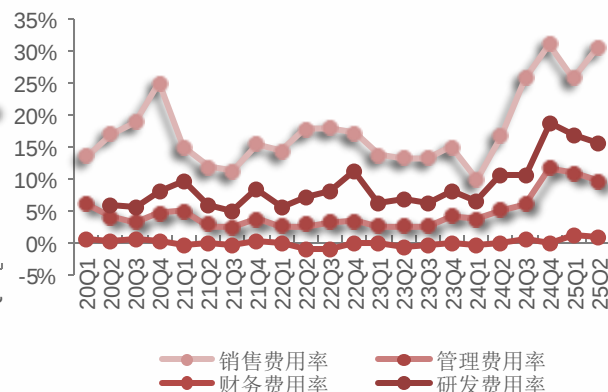
2019Q4~2025Q2扣非归母净利润及增速（单季度）



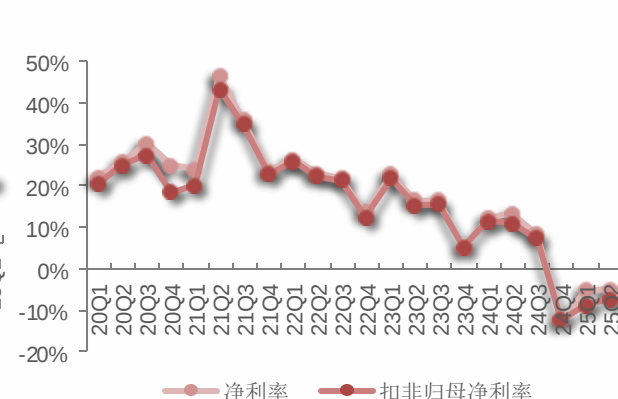
2019Q4~2025Q2毛利率与四费率变化趋势



2019Q4~2025Q2期间费用率变化趋势



2019Q4~2025Q2净利率变化趋势



疫苗板块2025中报总结

在研管线——短期关注重磅品种上市催化，长期看国内企业存在fic/me-better弯道超车可能

HPV疫苗：国产首家，全球第二款九价HPV疫苗25.5获批，2025H2起其他国产在研九价苗将陆续上市。

肺炎球菌疫苗：康希诺13价肺炎疫苗已于25.2获批上市，智飞15价肺炎已提交上市申请。

带状疱疹疫苗：百克生物已于2023年初获批上市。

金葡菌疫苗：欧林生物预计2026年后上市。

其他创新品种如RSV疫苗、诺如疫苗国内企业也在持续布局。

公司	产品	临床进展	临床阶段日期	预计获批时间
万泰生物	九价HPV（大肠埃希菌）	已上市	-	2025/5获批
	二价HPV	已上市	-	2019/12获批
沃森生物	二价HPV	已上市	-	2022/3获批
	九价HPV(毕赤酵母)	III期	2020/12	2026-2027
上海博唯	四价HPV（汉逊酵母）	III期	2021/9	2026
	九价HPV（汉逊酵母）	III期	2020/4	
	十五价HPV（汉逊酵母）	II期	2025/1	
中生集团/成都所	四价HPV（汉逊酵母）	申请上市	2024/7	2026
	11价HPV（汉逊酵母）	III期	2022/6	
康乐卫士	三价HPV（大肠杆菌）	上市申请	2025/4	2025H2~2026
	九价HPV（大肠埃希菌）	III期	2020/12	
	十五价HPV（成大生物）	II期	2025/4	
瑞科生物	重组九价HPV（汉逊酵母）	III期	2021/6	2025-2026
	重组二价（16/18）HPV疫苗	I期	2020/10	
	重组二价（6/11）HPV疫苗	I期	2021/5	
	第二代重组九价HPV疫苗	申请临床	2025/2	
诺宁生物/神州细胞	十四价HPV（昆虫细胞）	III期	2023/8	
上海所	四价HPV（毕赤酵母）	II期	2021/4	

产品	公司	临床进展	临床阶段日期	预计获批时间
13价肺炎球菌结合疫苗	成都所	I期	2023/5	
	成大生物	I期	2022/11	
	复星安特金	III期	2022/11	
	科兴中维	III期	2024/10	
	艾美生物	申请上市	2024/11	
	康希诺	已上市	-	2025/6获批
	康泰生物	已上市	-	2021/9获批
15价肺炎球菌结合疫苗	沃森生物	已上市	-	2019/12获批
	辉瑞	已上市	-	2016/10获批
	智飞生物	申请上市	2025/6	2026
20价肺炎结合疫苗	沃森生物	批准临床	2025/4	
	万泰生物	I期	2023/2	
	康泰生物	II期	2025/3	
23价肺炎球菌多糖疫苗	智飞生物	已上市	-	2023/8获批
	康泰生物	已上市	-	2018/8获批
	科兴生物	已上市	-	2020/9获批
	沃森生物	已上市	-	2017/3获批

www.swsc.com.cn

数据来源：医药魔方，各公司公告，西南证券整理

疫苗板块2025中报总结

疫苗板块成分股（25H1）

- 11家疫苗公司样本选择标准：1）根据申万行业疫苗分类选择；2）剔除了2024年后上市公司；3）剔除了疫苗收入占比小于50%的公司。

单位：亿元	成分股	25H1		市值	营收同比增量	归母净利润同比增量	研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
		收入	归母净利润		25Q1	25Q1	25Q1	占比	25Q1	占比	25Q1	占比	25Q1	占比
603392.SH	万泰生物	-38%	-155%	736	(522)	(405)	276	32.8%	217	25.7%	193	22.8%	(11)	-1.3%
300122.SZ	智飞生物	-73%	-127%	535	(13339)	(2831)	419	8.5%	1044	21.2%	179	3.6%	145	2.9%
300601.SZ	康泰生物	16%	-77%	224	190	(128)	297	21.3%	470	33.8%	159	11.4%	15	1.0%
300142.SZ	沃森生物	-19%	-75%	203	(279)	(127)	121	10.5%	377	32.6%	170	14.8%	(44)	-3.9%
688185.SH	康希诺	26%	94%	157	79	212	148	38.7%	156	40.9%	72	18.9%	17	4.5%
688319.SH	欧林生物	35%	147%	117	80	41	59	19.2%	145	47.5%	33	10.8%	7	2.3%
688739.SH	成大生物	-20%	-44%	115	(174)	(98)	121	17.2%	184	26.1%	104	14.7%	(22)	-3.1%
301207.SZ	华兰疫苗	69%	-18%	114	24	(4)	82	137.3%	29	48.4%	35	57.6%	(0)	-0.2%
688276.SH	百克生物	-54%	-153%	96	(334)	(211)	93	32.7%	166	58.1%	58	20.2%	0	0.2%
300841.SZ	康华生物	-35%	-63%	95	(257)	(192)	55	11.3%	204	42.2%	52	10.8%	(3)	-0.6%
688670.SH	金迪克	7%	3%	19	0	1	24	676.9%	10	276.8%	25	695.7%	0	7.9%

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究院

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部 经理、上海销售主管	18621310081	jsf@swsc.com.cn	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售岗	15905851569	jyj@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyyf@swsc.com.cn	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn	毛玮琳	销售岗	18721786793	mw1@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn				
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn	张鑫	销售岗	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	yangju@swsc.com.cn	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	txl@swsc.com.cn				