

## 医药生物

2025年09月24日

# 原料药公司加速创新药布局，AI+医疗布局逐步深化

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

余汝意（分析师）

阮帅（分析师）

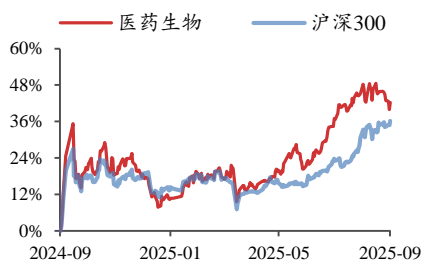
yuruyi@kysec.cn

ruanshuai@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790524040007

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《集采优化叠加创新驱动，Pharma 迎新发展阶段——行业点评报告》

-2025.9.22

《创新药行业进入快速成长期，关注未来 6-12 个月投资机会——行业周报》

-2025.9.14

《中药及医药商业 2025H1 复盘：短期承压，静待花开——行业点评报告》

-2025.9.8

### ● 原料药板块：创新转型正当时

原料药行业经历近 4 年周期下行，各类产品价格跌至部分龙头企业处于亏损的阶段，行业整体处于底部区域，其中沙坦类、肝素类、动保类等价格跌到历史最低水平。受抗感染类产品价格大幅下跌及部分公司加大研发投入影响，2025 上半年原料药板块收入及净利润呈现下降趋势。

国内原料药公司积极转型创新药，华海药业聚焦肿瘤及自免领域、自免领域，HB0034 申报上市阶段，HB0017 处于 III 期临床阶段，HB0025 的子宫内膜癌、非小细胞肺癌等适应症处于 II 期及 III 期阶段。博瑞医药的 BGM0504 处于临床 III 期阶段。昂利康的 ALK-N001 处于 I 期临床阶段，ALK-N002 处于临床前阶段。联邦制药的 UBT251 注射液处于临床 II 期，UBT37034 注射液美国获得 IND 批件，UBT48128 口服制剂处于临床前阶段。

### ● 疫苗及血制品板块：新技术、新产品加速布局中

疫苗：受新生儿数下降及竞争格局变化，疫苗行业业绩呈现持续下行趋势。部分公司逐步布局新技术、新产品，欧林生物的金葡菌疫苗预计 2026 年初临床揭盲，有望成为全球第一家也是唯一一家提交上市申请的公司。康希诺的肺炎系列产品有望加速布局中，此外，公司逐步布局新型肿瘤疫苗等。近期康泰生物宣布布局针对耐药菌的创新疫苗。

血制品：受血制品库存水平及院内需求受医保抑制等影响，2025 年血制品板块营收及净利润规模有所下降，血制品行业处于周期底部阶段。随着行业头部公司加快并购重组，未来行业集中度有望进一步提升，行业价格体系有望逐步回归稳定水平。

### ● 医疗服务：AI+医疗，有望加快医疗服务行业提质增效

受 DRGs 及消费环境影响，医疗服务板块业绩有所下降。医疗服务行业核心竞争力为优质医生的获得及培养、医院运营管理等，优质医生供给有限，行业逐步转向运用 AI 技术复制优质医生的丰富经验，有望显著提升优质医生的患者覆盖面，快速提升逐步初级医生的诊疗能力，进而带来行业盈利能力的提升。

### ● 投资建议

国内原料药行业处于周期底部，部分公司积极布局创新药赛道，持续拓展公司天花板，有望进入收获期。国内血制品行业处于周期底部，行业并购整合加速进行中，2025 年天坛生物控股股东并购派林生物，拉开中大型血制品企业并购重组的序幕，我们预计血制品行业并购整合进入加速阶段。受行业政策影响，国内医疗服务行业受影响较大，行业处于出清阶段，我们认为部分品牌强、运营能力强、AI 布局领先的公司有望率先走出困境。

**推荐标的：**联邦制药、普洛药业、国邦医药、健友股份、华海药业、博瑞医药、奥锐特、固生堂、海吉亚医疗、爱博医疗、爱尔眼科、通策医疗等；**受益标的：**天宇股份、美诺华、同和药业、派林生物、华夏眼科、司太立、仙琚制药等。

● **风险提示：**政策变化风险、市场竞争加剧的风险、药物临床研发失败等。

## 目 录

1、原料药板块：创新转型正当时 .....	4
2、血制品板块业绩持续下行，估值水平处于历史最低水平 .....	11
3、疫苗板块：新技术、新产品加速布局中 .....	14
4、AI+医疗服务，医疗服务行业有望迎来效率提升阶段 .....	18
5、投资建议 .....	20
6、风险提示 .....	21

## 图表目录

图 1：原油价格企稳（美元/桶） .....	4
图 2：工业原料价格企稳 .....	4
图 3：人民币汇率处于低位 .....	4
图 4：中国化学原料药 PPI 指数底部企稳回升 .....	4
图 5：缬沙坦价格处于底部（元/kg） .....	5
图 6：厄贝沙坦价格处于底部（元/kg） .....	5
图 7：青霉素工业盐价格有所下降（元/BOU） .....	5
图 8：6-APA 价格有所下降（元/kg） .....	5
图 9：阿莫西林原料药价格有所下降（元/kg） .....	6
图 10：氨苄西林原料药价格有所下降（元/kg） .....	6
图 11：7-ADCA 价格平稳（元/kg） .....	6
图 12：头孢曲松钠原料药价格有所下降（元/kg） .....	6
图 13：硫红价格稳步上涨（元/kg） .....	6
图 14：阿奇霉素原料药价格稳步上涨（元/kg） .....	6
图 15：克拉霉素原料药价格稳步上涨（元/kg） .....	7
图 16：罗红霉素原料药价格稳步上涨（元/kg） .....	7
图 17：氟苯尼考价格处于底部区域（元/kg） .....	7
图 18：强力霉素价格底部企稳回升（元/kg） .....	7
图 19：氟苯尼考价格跌至历史最低位（元/kg） .....	8
图 20：强力霉素价格企稳回升（元/kg） .....	8
图 21：2025 年肝素 API 价格企稳（美元/kg） .....	8
图 22：2025 年碘价格有所回升（美元/kg） .....	8
图 23：2025 年原料药板块营收有所下降 .....	9
图 24：2025 年原料药板块净利润有所下降 .....	9
图 25：原料药板块毛利率水平维持稳定趋势 .....	9
图 26：原料药板块估值处于底部企稳回升阶段 .....	10
图 27：2025Q2 血制品板块营收同比略有下降 .....	11
图 28：2025Q2 血制品板块净利润同比有所下降 .....	11
图 29：血制品板块盈利能力有所下降 .....	12
图 30：血制品板块市盈率跌到历史最低水平附近 .....	12
图 31：疫苗板块单季度营收持续下降 .....	14
图 32：疫苗板块单季度呈现亏损状态 .....	14
图 33：疫苗板块盈利能力持续下降 .....	14
图 34：疫苗板块市盈率跌到历史较低水平 .....	15

图 35: 医疗服务板块单季度收入维持稳健增长.....	18
图 36: 医疗服务板块单季度归母净利润波动较大.....	18
图 37: 2025Q2 医疗服务板块盈利能力持续修复.....	18
图 38: 近期医疗服务板块市盈率处于历史底部回升阶段.....	19
图 39: 固生堂中医 AI 服务平台架构.....	19
图 40: 公司推出首个名医 AI 分身.....	20
表 1: 国内原料药公司加速创新药产品布局.....	10
表 2: 多家血制品公司浆站数和采浆量稳步提升.....	13
表 3: 多家血制品公司毛利率同比下降, 研发投入有所上升.....	13
表 4: 国内疫苗公司加速新产品布局.....	15
表 5: 原料药转型布局创新药、AI+医疗公司推荐.....	21

## 1、原料药板块：创新转型正当时

近些年原油现货价格有所回落，工业原料现货指数逐步稳定，化学原料药行业上游原材料价格基本趋于稳定。

图1：原油价格企稳（美元/桶）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：工业原料价格企稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

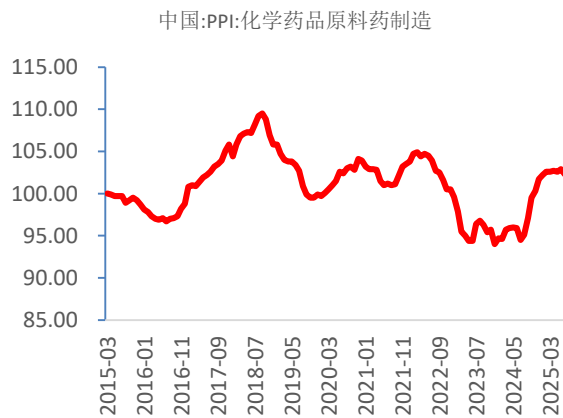
人民币汇率持续贬值，有望增强原料药出口竞争力。中国化学原料药行业 PPI 指数呈现底部回升趋势。

图3：人民币汇率处于低位



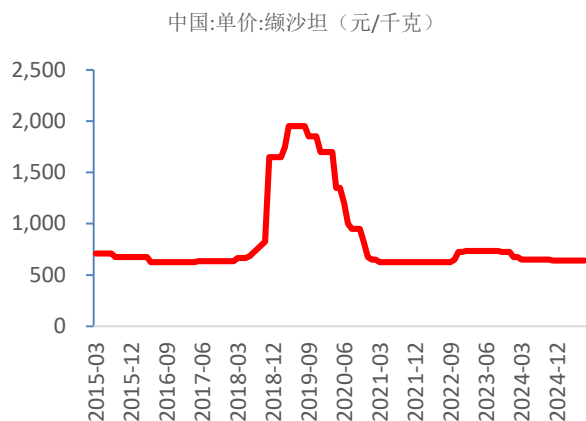
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：中国化学原料药 PPI 指数底部企稳回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

受疫情、经济环境、行业竞争等因素影响，近些年沙坦类原料药产品价格呈现下降趋势，部分企业盈利压力较大，沙坦类原料药价格处于底部区域。

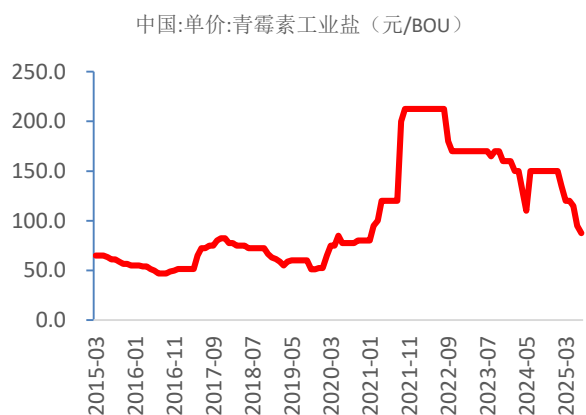
**图5：缬沙坦价格处于底部（元/kg）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

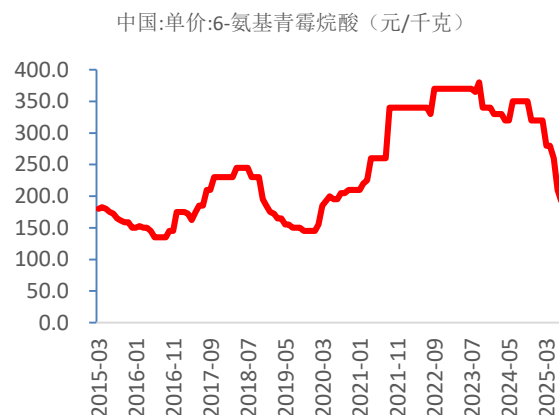
**图6：厄贝沙坦价格处于底部（元/kg）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

受行业需求波动影响，抗生素上游中间体价格近两年有所下降，其中 6-APA、青霉素工业盐价格降幅较大，下游阿莫西林及氨苄西林等原料药价格持续下降，7-ADCA 等头孢类中间体价格相对坚挺。

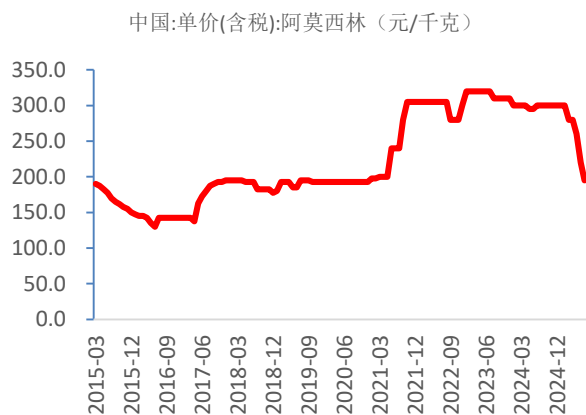
**图7：青霉素工业盐价格有所下降（元/BOU）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图8：6-APA 价格有所下降（元/kg）**


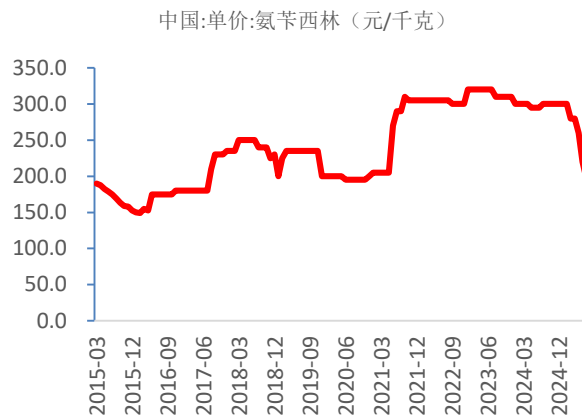
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：阿莫西林原料药价格有所下降（元/kg）



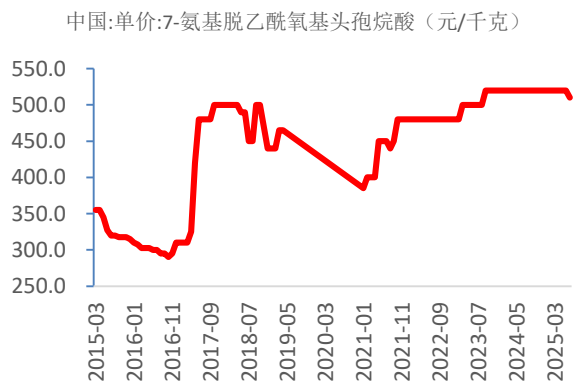
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：氨苄西林原料药价格有所下降（元/kg）



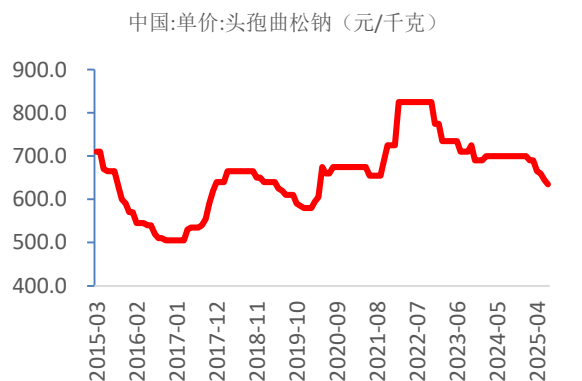
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：7-ADCA 价格平稳（元/kg）



数据来源：Wind、开源证券研究所

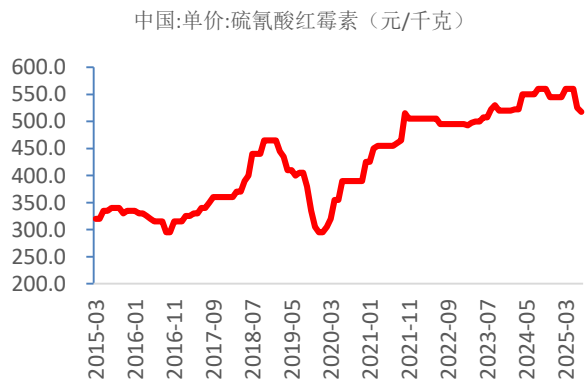
图12：头孢曲松钠原料药价格有所下降（元/kg）



数据来源：Wind、开源证券研究所

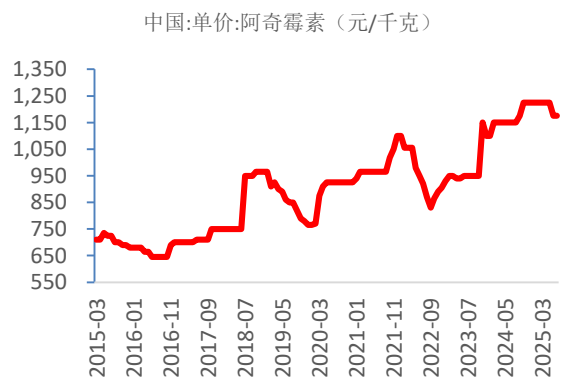
受供给端限制，硫红价格处于高位稳定。受上游成本推动及下游需求旺盛影响，阿奇霉素、克拉霉素原料药价格处于价格高位企稳状态。

图13：硫红价格稳步上涨（元/kg）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：阿奇霉素原料药价格稳步上涨（元/kg）



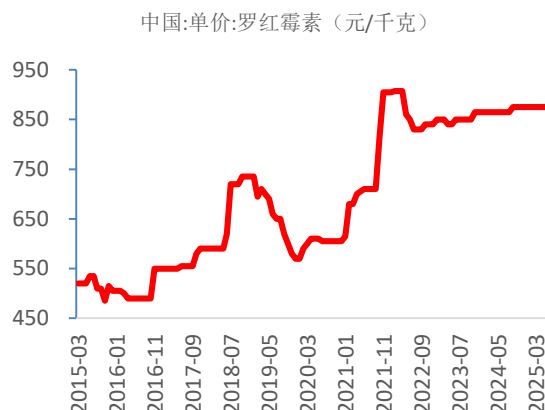
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15: 克拉霉素原料药价格稳步上涨 (元/kg)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 罗红霉素原料药价格稳步上涨 (元/kg)



数据来源: Wind、开源证券研究所

受行业供给过剩及下游需求疲弱影响, 近些年动保原料药价格持续下行, 氟苯尼考均价从400-700元/kg的区间下降到近期的150-200元/kg区间, 强力霉素价格也下降到历史底部区间。部分企业出现连续亏损, 行业出清加速。

图17: 氟苯尼考价格处于底部区域 (元/kg)



数据来源: Wind、开源证券研究所

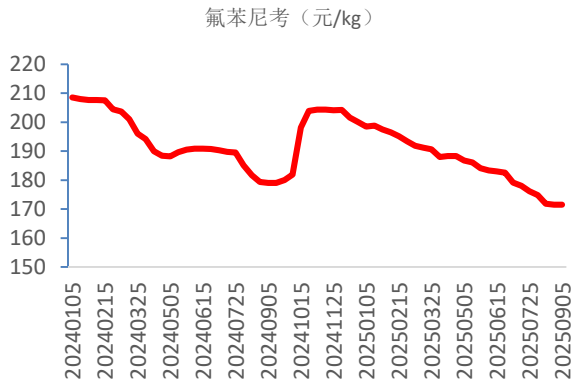
图18: 强力霉素价格底部企稳回升 (元/kg)



数据来源: Wind、开源证券研究所

动保原料药迎来价格拐点。从周度趋势来看, 行业出清进入尾声, 相比低位价格, 氟苯尼考价格跌至历史最低位, 强力霉素价格略有回升。

图19: 氟苯尼考价格跌至历史最低位 (元/kg)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 强力霉素价格企稳回升 (元/kg)



数据来源: Wind、开源证券研究所

肝素原料药行业经历 2019-2021 年高潮阶段, 整体处于供过于求的状态。2023 年肝素原料药价格呈现下降趋势, 其中 2023Q4 价格呈现急速下降, 主要受非规范市场价格下跌影响。2025 年肝素 API 价格基本处于企稳阶段。

从 2021-2022 年, 受智利和日本地震、疫情等因素影响, 碘原料供给端出现明显收缩, 碘原料价格经历快速上涨, 2022-2023 年处于价格周期顶点。受其他行业需求旺盛拉动, 2025 年碘原料价格有所回升。

图21: 2025 年肝素 API 价格企稳 (美元/kg)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图22: 2025 年碘价格有所回升 (美元/kg)

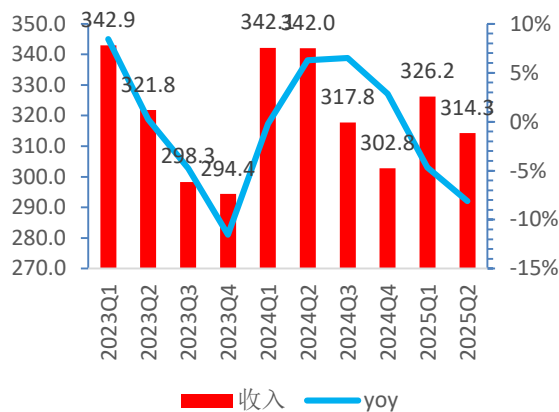


数据来源: Wind、开源证券研究所

我们选取以下公司构成 A 股原料药板块: 普洛药业、新华制药、海翔药业、仙琚制药、润都股份、金城医药、山河药辅、富祥药业、同和药业、共同药业、拓新药业、亨迪药业、津药药业、华海药业、奥翔药业、威尔药业、司太立、美诺华、奥锐特、东亚药业、国邦医药、天宇股份、博瑞医药、川宁生物、国药现代、赛托生物、诺泰生物、圣诺生物、联邦制药、海正药业、福元医药、海普瑞、浙江医药、花园生物、兄弟科技、亿帆医药、新天地、千红制药、健友股份。

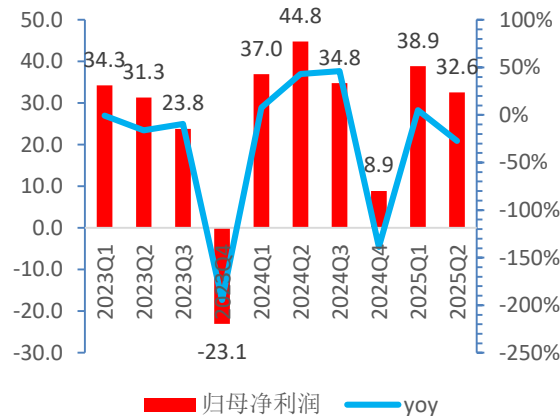
受行业需求影响, 部分中间体原料药价格持续下降, 2025Q2 原料药板块收入及净利润规模同比下降。此外, 部分原料药公司转型创新药, 新药研发投入持续增长, 导致表现利润一般。

图23：2025 年原料药板块营收有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

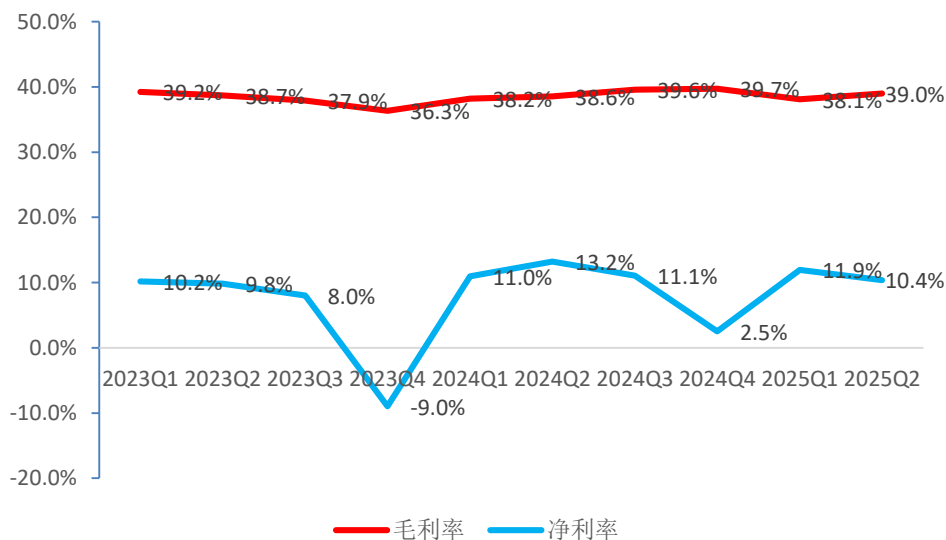
图24：2025 年原料药板块净利润有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

近些年原料药板块毛利率基本稳定在 38-39%附近，受资产减值等非经常性因素影响，净利率季度间波动较大。

图25：原料药板块毛利率水平维持稳定趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

近些年原料药板块估值水平持续下行，2024 年 2 月份最低跌到 18 倍 PE 附近。受部分原料药公司转型创新药影响，整体原料药板块估值有所回升。

**图26：原料药板块估值处于底部企稳回升阶段**


数据来源：Wind、开源证券研究所

此外，国内原料药公司积极转型创新药，华海药业聚焦肿瘤及自免领域、自免领域，HB0034 申报上市阶段，HB0017 处于 III 期临床阶段，HB0025 的子宫内膜癌、非小细胞肺癌等适应症处于 II 期及 III 期阶段。博瑞医药的 BGM0504 处于临床 III 期阶段。昂利康的 ALK-N001 处于 I 期临床阶段，ALK-N002 处于临床前阶段。联邦制药的 UBT251 注射液处于临床 II 期，UBT37034 注射液美国获得 IND 批件，UBT48128 口服制剂处于临床前阶段。

**表1：国内原料药公司加速创新药产品布局**

公司名称	项目名称	进展情况
华海药业	HB0017	中重度斑块状银屑病适应症：III 期临床；强直性脊柱炎适应症：III 期临床
	HB0034	II 期临床
	HB0056	I 期临床
	HB0025	II 期临床
	HB0052	I 期临床
博瑞医药	BGM0504 注射液	临床 III 期
	口服 BGM0504 片剂	临床 I 期研究
	BGM1812 注射液	临床前研究
	BGM2102 注射液	临床前研究
	BGM2101 注射液	临床前研究
昂利康	ALKA016-1	已申报注册
	NHKC-1	临床阶段
	ALK-N002	临床前阶段
	注射用 ALK-N001/QHL-1618	临床阶段
联邦制药	UBT251 注射液	超重/肥胖、糖尿病、代谢相关脂肪性肝病、慢性肾病适应症均处于临床试验阶段
	UBT37034 注射液	美国临床获批；中国已递交临床申请
	UBT38006 注射液	临床前研究
	UBT48128 口服制剂	临床前研究
	白介素-2 融合蛋白	临床前研究

Lp(a)降血脂药物	临床前研究
sgp130-Fc 融合蛋白	临床前研究
抗 IL-4Ra/TSRP 双特异性抗体	临床前研究
TUL01101 片	类风湿关节炎、中重度特应性皮炎适应症均处于临床试验阶段
TUL01101 软膏	临床试验
LB2012	临床前研究
TUL321 胶囊	临床前研究
TUL12101 滴眼液	临床试验

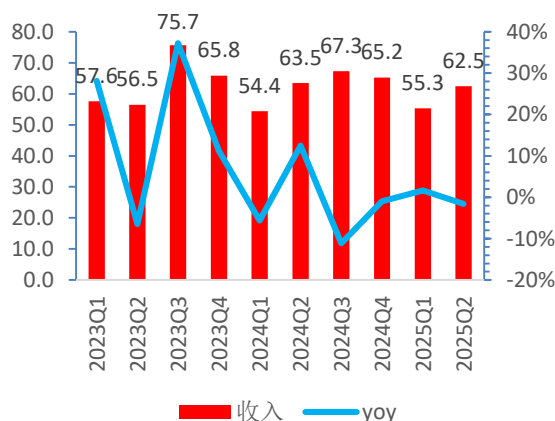
资料来源：各公司 2024 年报及 2025 年中报、开源证券研究所

## 2、血制品板块业绩持续下行，估值水平处于历史最低水平

我们选取以下公司构成 A 股血制品板块：派林生物、天坛生物、博雅生物、卫光生物、上海莱士、华兰生物、博晖创新。

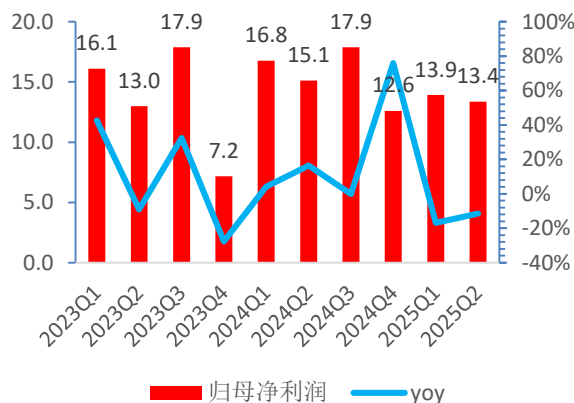
受血制品库存水平高影响，部分血制品产品院外价格有所回落，院内需求受医保抑制，2025 年血制品板块营收及净利润规模有所下降。

图27：2025Q2 血制品板块营收同比略有下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

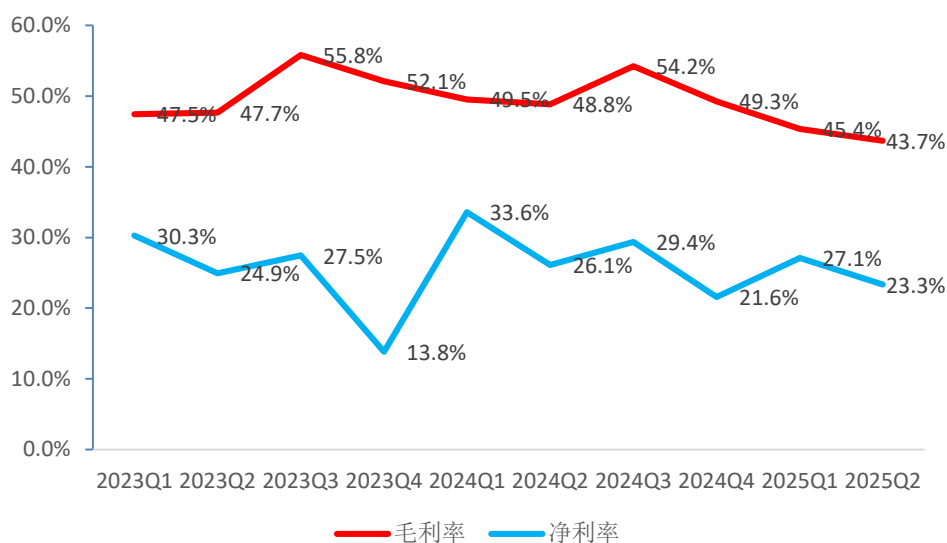
图28：2025Q2 血制品板块净利润同比有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

受行业库存水平较高影响，2025 年血制品板块盈利能力有所下降。

图29：血制品板块盈利能力有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

受进口白蛋白竞争、国内重组白蛋白进度的影响，血制品板块估值水平从2020年的超过90倍PE下跌到2025年9月的25倍附近，呈现持续下跌趋势。

图30：血制品板块市盈率跌到历史最低水平附近



数据来源：Wind、开源证券研究所

2025年上半年，血制品板块公司的采浆量实现稳健增长。2025年上半年，血制品上市公司通过兼并收购方式扩大了浆站资源，采浆量实现稳健增长。例如，派林生物在2025H1实现采浆770吨，同比增长11%，预计多家血制品上市公司全年采浆量增速有望维持较快增长。

**表2: 多家血制品公司浆站数和采浆量稳步提升**

证券代码	600161.SH	603520.SH	603538.SH	300702.SZ	603229.SH	300636.SZ	600062.SH
证券简称	天坛生物	博雅生物	派林生物	华兰生物	上海莱士	卫光生物	博晖创新
2024 年全年采浆量 [吨]	2781	630.6	超 1400	1586.37	超 1600	562	412.06
2025 年上半年采浆量 [吨]	1361	320.39	770	803.66	/	/	186.1
总浆站数 [家]	107	21	38	34	55	9	23
在营浆站数 [家]	85	20	36	29	/	9	21
单浆站采浆量 [吨]	16.01	16.02	21.39	27.71	/	/	8.86
吨浆收入[万元/吨]	228.54	266.05	128.11	216.29	/	/	131.52

数据来源: 各公司 2024 年年报及 2025 中报、开源证券研究所

**表3: 多家血制品公司毛利率同比下降, 研发投入有所上升**

证券代码	600161.SH	603520.SH	603538.SH	300702.SZ	603229.SH	300636.SZ	600062.SH
证券简称	天坛生物	博雅生物	派林生物	华兰生物	上海莱士	卫光生物	博晖创新
产品结构	人血白蛋白 43.24%, 静注人免疫球蛋白(含层析)45.89%, 其他血液制品 10.55%	人血白蛋白 24.67%, 静注人免疫球蛋白 19.37%, 人纤维蛋白原 21.42%, 人凝血因子 VIII 12.43%	血液制品 99.52%, 其他 0.48%	人血白蛋白 38.66%, 静注丙球 25.20%, 其他血液制品 32.71%, 流感疫苗 1.45%, 其他 1.98%	自产白蛋白 17.18%, 进口白蛋白 48.05%, 静丙 18.26%, 其他血液制品 15.72% 检测设备及试剂 0.76%, 其他业务 0.03%	人血白蛋白 37.32%, 静注人免疫球蛋白 36.16%, 其他血液制品 12.30%	质谱检测系列产品 12.80%, 人血白蛋白 41.45%, 静注人免疫球蛋白 19.14%
毛利率	45.40%	53.01%	47.63%	50.69%	37.73%	41.81%	39.71%
净利率	27.84%	22.37%	23.92%	27.15%	26.05%	20.98%	-7.55%
研发投入[亿元]	1.44	0.45	0.58	1.61	1.01	0.23	0.35
研发投入占营收比例	4.62%	4.44%	5.90%	8.98%	2.56%	4.60%	8.90%
产品品种数 [个]	15	10	11	11	12	11	8
销售费用率	1.94%	19.42%	9.06%	8.40%	3.20%	2.20%	10.11%
管理费用率	7.49%	11.23%	10.45%	7.01%	5.04%	7.98%	20.75%
财务费用率	-0.3%	-0.93%	-2.20%	0.03%	-0.84%	1.81%	4.50%

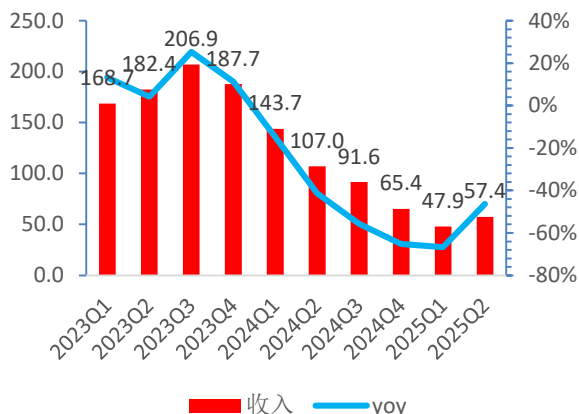
数据来源: 各公司 2025 年中报、开源证券研究所

## 3、疫苗板块：新技术、新产品加速布局中

我们选取以下公司构成 A 股疫苗板块：智飞生物、万泰生物、沃森生物、康泰生物、康华生物、欧林生物、康希诺、金迪克、成大生物、百克生物、华兰疫苗。

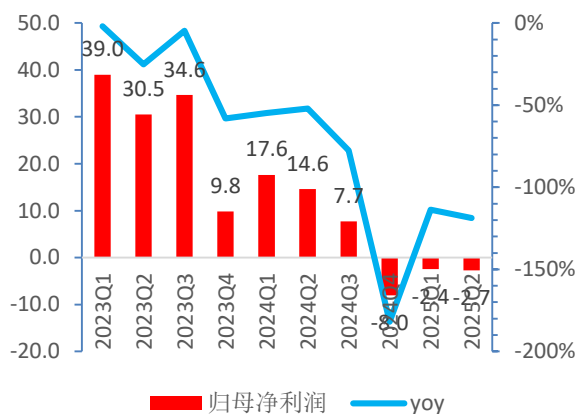
2025 年疫苗板块业绩快速下滑，主要受 HPV 疫苗销售较弱影响，此外，中国大陆新生儿数量呈下降趋势，儿童苗市场竞争格局恶化，带来儿童苗市场规模有所下滑。

图31：疫苗板块单季度营收持续下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

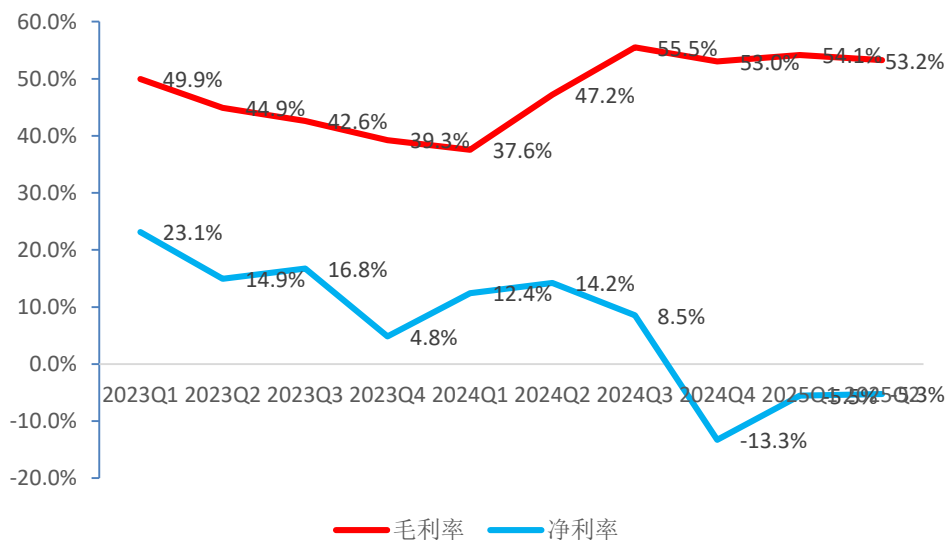
图32：疫苗板块单季度呈现亏损状态



数据来源：Wind、开源证券研究所

2022 年以来，疫苗板块盈利能力持续下降，主要受行业竞争格局及新生儿数量下降影响。

图33：疫苗板块盈利能力持续下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

疫苗板块估值水平从 2020 年的超过 200 倍 PE 下跌到 2024 年的 24 倍附近。2025 年估值有所上升，主要受板块部分公司出现亏损导致。

**图34：疫苗板块市盈率跌到历史较低水平**


数据来源：Wind、开源证券研究所

受新生儿数下降趋势影响，国内疫苗公司加速新技术、新产品布局。欧林生物的金葡菌疫苗预计 2026 年初临床揭盲，有望成为全球第一家也是唯一一家提交上市申请的公司。康希诺的肺炎系列产品有望加速布局中，此外，公司逐步布局新型肿瘤疫苗等。近期康泰生物宣布布局针对耐药菌的创新疫苗。

**表4：国内疫苗公司加速新产品布局**

公司名称	项目名称	进展情况
欧林生物	重组金葡菌疫苗	III期临床
	A 群链球菌疫苗	临床前研究
	AC-Hib 联合疫苗	III期临床
	口服重组幽门螺杆菌疫苗（大肠杆菌）	I 期临床研究许可（澳大利亚）
	四价流感病毒裂解疫苗（MDCK 细胞）	I 期临床
	三价流感病毒裂解疫苗（MDCK 细胞）	I 期临床
	B 群脑膜炎球菌疫苗	临床前研究
	重组鲍曼不动杆菌蛋白疫苗	临床前研究
	重组带状疱疹疫苗（CHO 细胞）	临床前研究
	铜绿假单胞菌疫苗	临床前研究
康希诺	吸附无细胞百（三组份）白破联合疫苗	临床前研究
	百白破疫苗组合	婴幼儿用 DTcP 药品注册申请获得受理，正式纳入优先审评，正在持续收集分析加强针接种相关临床数据；青少年及成人用 Tdcp 已完成临床 II/III 期试验现场工作
	重组脊髓灰质炎疫苗	于印尼开展临床 I/II 期试验；已获得境内药物临床试验批准通知书
	PCV13i	已获国家药监局授予新药申请批准
	吸附破伤风疫苗	药品注册申请获得受理
康泰生物	DTcP-Hib- MCV4 联合疫苗	已获得药物临床试验批准通知书
	结核病加强疫苗	结核病加强疫苗于加拿大完成临床 I b 期试验，升级版吸入用结核病加强疫苗于获得印尼临床试验批准
	重组带状疱疹疫苗	于加拿大开展临床 I 期试验，包括肌肉注射及吸入给药方式

	Sabin 株脊髓灰质炎灭活疫苗 (Vero 细胞)	申请生产注册获得受理并完成注册现场核查
	四价流感病毒裂解疫苗 (3 岁及以上人群)	申请生产注册获得受理并完成注册现场核查
	吸附破伤风疫苗	申请生产注册获得受理
	ACYW135 群脑膜炎球菌结合疫苗	已完成 III 期临床研究现场工作
	甲型肝炎灭活疫苗	已完成 III 期临床研究现场工作
	吸附无细胞百白破 (组分) 联合疫苗	已完成 I 期临床试验, 处于 III 期临床试验阶段
	重组乙型肝炎疫苗 (汉逊酵母)	完成 I 期临床
	口服五价重配轮状病毒减毒活疫苗 (Vero 细胞)	处于 III 期临床试验阶段
	20 价肺炎球菌多糖结合疫苗	处于 I 期、II 期临床试验阶段
康泰生物	吸附无细胞百白破灭活脊髓灰质炎和 b 型流感嗜血杆菌联合疫苗	已获得 I 期临床试验初步数据, 正在与国家药品监督管理局药品审评中心沟通 III 期临床事宜
	吸附无细胞百白破灭活脊髓灰质炎联合疫苗	处于 I 期临床试验阶段
	麻腮风联合减毒活疫苗	处于 I 期临床试验阶段
	四价肠道病毒灭活疫苗 (Vero 细胞)	处于 I 期临床试验阶段
	四价流感病毒裂解疫苗 (6-35 月龄人群)	已取得临床试验批准通知书
	四价流感病毒裂解疫苗 (MDCK 细胞) (3 岁及以上人群)	已取得临床试验批准通知书
	二价肠道病毒灭活疫苗 (Vero 细胞)	已取得临床试验批准通知书
	三价流感病毒裂解疫苗 (MDCK 细胞)	已取得临床试验批准通知书
	60 μg 重组乙型肝炎疫苗 (酿酒酵母) (免疫调节剂)	临床数据自查中
		冻干人用狂犬病疫苗 (人二倍体细胞)
	流感病毒裂解疫苗	申报上市, 审评中
	15 价肺炎球菌结合疫苗	申报上市, 审评中
	ACYW135 群流脑结合疫苗	申报上市, 审评中
	冻干人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞)	III 期临床试验进行中
	福氏宋内氏痢疾双价结合疫苗	III 期临床试验进行中
	组份百白破疫苗	III 期临床试验进行中
	四价重组诺如病毒疫苗 (毕赤酵母)	III 期临床试验进行中
	治疗用卡介苗	III 期临床试验进行中
	冻干重组结核疫苗 (AEC/BC02)	II 期临床试验进行中
智飞生物	卡介苗纯蛋白衍生物	II 期临床试验进行中
	26 价肺炎球菌结合疫苗	II 期临床试验进行中
	四价流感病毒裂解疫苗 (ZFA02 佐剂)	I/II 期临床试验进行中
	皮内注射用卡介苗	I 期临床试验进行中
	轮状病毒灭活疫苗	I 期临床试验进行中
	重组 B 群脑膜炎球菌疫苗 (大肠杆菌)	I 期临床试验进行中
	三价流感病毒裂解疫苗 (ZFA02 佐剂)	获批临床
	吸附无细胞百白破 (组分) b 型流感嗜血杆菌 (结合) 联合疫苗	获批临床
	吸附破伤风疫苗	获批临床
	重组带状疱疹疫苗 (CHO 细胞)	获批临床

	吸附无细胞百白破（组分）联合疫苗（成人及青少年用）	申请获得受理
	重组乙型肝炎疫苗（汉逊酵母）	临床前研究
	四价手足口病疫苗	临床前研究
	重组轮状病毒疫苗（毕赤酵母）	临床前研究
	乙型肝炎灭活疫苗	临床前研究
	灭活水痘带状疱疹疫苗	临床前研究
	呼吸道合胞病毒（RSV）疫苗	临床前研究
	重组 MERS 病毒疫苗	临床前研究
	百白破基础联合疫苗	临床前研究
	流脑五联苗	临床前研究
	猴痘疫苗	临床前研究
	冻干人用狂犬病疫苗（ZFB-3 细胞）	临床前研究
	EBV 疫苗	临床前研究
	带状疱疹 mRNA 疫苗	临床前研究
	九价 HPV 疫苗	1、获批上市 2、男性 III 期临床试验已启动并完成首例受试者入组
	20 价肺炎结合疫苗	I 期临床按计划推进中，2024 年 2 月所有组别均已完成入组，2024 年 12 月启动最后一次访视工作
	重组带状疱疹疫苗	IND 注册申报推进中
万泰生物	冻干水痘减毒活疫苗	1、III 期临床研究完成，达到主要终点，临床研究总结报告完成； 2、正在进行上市申报前临床现场和申报资料的准备工作，与 2025 年 5 月向 CDE 递交临床专业 pre-NDA 沟通交流资料。
	冻干水痘减毒活疫苗（VZV-7D）	III 期临床于 2025 年 6 月正式启动，已完成首例受试者入组，注册生产准备中
	四价肠道病毒灭活疫苗	完成工艺开发研究，正在进行中试放大研究
	鼻喷通用流感减毒活疫苗	疫苗毒株评测筛选工作进行中
	重组三价轮状病毒亚单位疫苗	临床前研究按计划开展
	第三代 HPV 疫苗	临床前研究按计划开展
	重组呼吸道合胞病毒疫苗	临床前研究按计划开展
	重组人乳头瘤病毒九价病毒样颗粒疫苗（6、11、16、18、31、33、45、52、58 型 L1 蛋白）（毕赤酵母）	III 期临床研究阶段
	ACYW135 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	III 期临床研究阶段
	新型冠状病毒变异株 mRNA 疫苗（S 蛋白嵌合体）	III 期临床研究阶段，已完成免疫持久性及长期安全性研究工作，完成商业化规模工艺验证。
沃森生物	新型冠状病毒变异株 mRNA 疫苗（OmicronXBB.1.5）	2023 年 12 月获批准纳入紧急使用。已完成迭代疫苗的免疫原性桥接临床试验，通过了药品监管部门对于申请上市许可需要完成的药品注册核查和检验。
	吸附破伤风疫苗	2024 年 11 月获得《药物临床试验批准通知书》，正在开展 I 期临床研究准备工作。
	20 价肺炎球菌多糖结合疫苗	2025 年 4 月获得《药物临床试验批准通知书》，正在开展 I 期临床研究准备工作。
	呼吸道合胞病毒 mRNA 疫苗	2025 年 8 月申报临床研究获得受理，目前处于技术审评阶段。

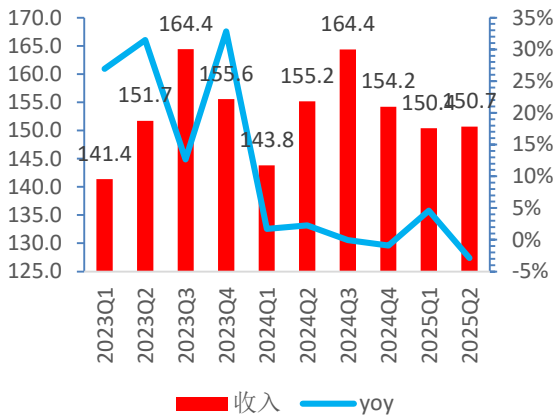
资料来源：各公司 2025 中报、开源证券研究所

## 4、AI+医疗服务，医疗服务行业有望迎来效率提升阶段

我们选取以下公司构成 A 股医疗服务板块：国际医学、美年健康、光正眼科、皓宸医疗、爱尔眼科、何氏眼科、普瑞眼科、华夏眼科、三博脑科、通策医疗、盈康生命、信邦制药、新里程。

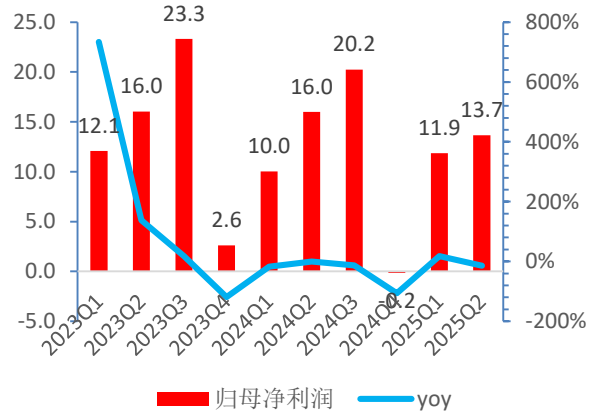
近年来受消费环境影响，医疗服务板块单季度营收稳定在 140-170 亿元，归母净利润波动较大。3 季度受暑期旺季影响，每年 3 季度板块业绩规模处于较高水平。

图35：医疗服务板块单季度收入维持稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

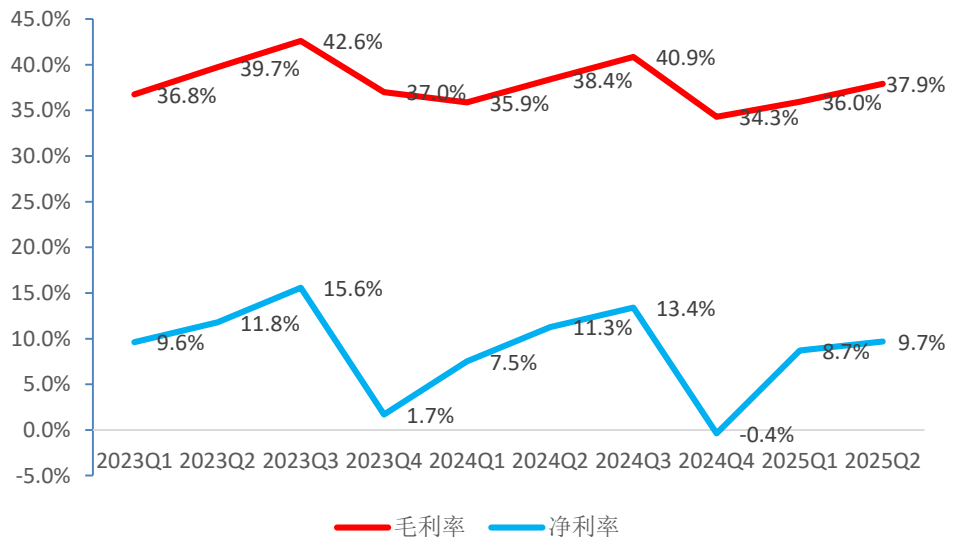
图36：医疗服务板块单季度归母净利润波动较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

受行业竞争趋缓、价格战进入尾声，2025 年医疗服务板块盈利能力持续回升，2025Q2 达到 37.9%，净利率 9.7%。

图37：2025Q2 医疗服务板块盈利能力持续修复



数据来源：Wind、开源证券研究所

近几年医疗服务板块估值水平持续下行，市盈率从 2021 年的 100 倍以上下降到 2024 年 9 月的 29.3 倍附近，近期逐步修复到 40 倍以上，处于企稳回升趋势。

图38：近期医疗服务板块市盈率处于历史底部回升阶段

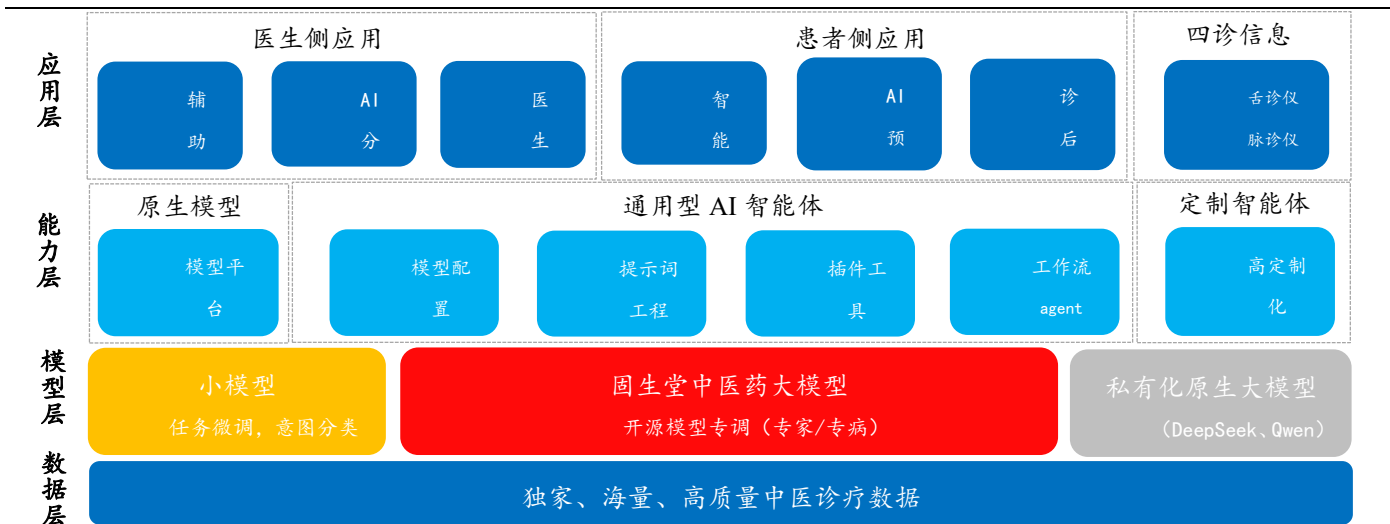


数据来源：Wind、开源证券研究所

医疗服务公司凭借掌握的医院数据,借助AI有望实现医疗效率的提升。固生堂、美年健康、国际医学、爱尔眼科、盈康生命等公司已在内部效率提升有所体现。

固生堂积极拥抱中医 AI, 为用户提供全方位的健康管家服务。一方面, 通过与华为、百度等顶尖科技企业达成战略合作, 进军中医大模型, 搭建“数据层—模型层—能力层—应用层”的 AI 服务平台架构, 在供给侧实现名医产能倍增的同时提升患者服务能力, 以实现更广泛的客户触达。

图39：固生堂中医 AI 服务平台架构



资料来源：公司公告、开源证券研究所

2025年6月9日, 固生堂发布首个名医李浩医生的数字 AI 分身, 该 AI 分身将率先应用于“在线复诊”场景, 由名医 AI 分身问诊辨证后, 医生本人审核并开具处方, 以提升医生的看诊效率。名医 AI 分身在增加医生收入的同时, 也能传承其诊疗经验。公司持续聚焦“AI+中医”的深度融合, 2025年, 固生堂预计上线 20 个名医 AI 分身, 覆盖耳鼻喉科、中医妇科、皮肤科、中医男科、消化科、中医肿瘤科等多个科室。

图40：公司推出首个名医 AI 分身



资料来源：固生堂主公众号

## 5、投资建议

国内原料药行业处于周期底部，部分公司积极布局创新药赛道，持续拓展公司天花板，有望进入收获期。

国内血制品行业处于周期底部，行业并购整合加速进行中，2025 年天坛生物控股股东并购派林生物，拉开中大型血制品企业并购重组的序幕，我们预计血制品行业并购整合进入加速阶段。

受行业政策影响，国内医疗服务行业受影响较大，行业处于出清阶段，我们认为部分品牌强、运营能力强、AI 布局领先的公司有望率先走出困境。

**推荐标的：**联邦制药、普洛药业、国邦医药、健友股份、华海药业、博瑞医药、奥锐特、固生堂、海吉亚医疗、爱博医疗、爱尔眼科、通策医疗、天坛生物等；**受益标的：**天宇股份、美诺华、同和药业、仙琚制药、司太立、派林生物、华夏眼科等。

**表5：原料药转型布局创新药、AI+医疗公司推荐**

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	净利润增速 (%)			PE			评级
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
3933.HK	联邦制药	15.82	11.38	-10.20	10.00	9.64	10.73	9.76	买入
000739.SZ	普洛药业	16.49	6.00	17.73	20.40	17.48	14.85	12.33	买入
605507.SH	国邦医药	22.54	22.65	20.07	15.67	13.14	10.95	9.46	买入
603707.SH	健友股份	10.77	24.39	30.20	24.77	16.93	13.01	10.42	买入
600521.SH	华海药业	22.96	13.08	12.26	11.96	27.23	24.28	21.65	买入
688166.SH	博瑞医药	94.19	-1.34	22.49	28.30	213.34	174.17	135.76	买入
605116.SH	奥锐特	22.68	32.36	25.96	23.30	19.62	15.57	12.63	买入
2273.HK	固生堂	33.26	34.37	27.12	25.13	17.42	13.70	10.95	买入
6078.HK	海吉亚医疗	14.85	7.69	15.56	16.18	13.04	11.28	9.71	买入
688050.SH	爱博医疗	75.60	16.83	23.61	23.19	32.22	26.07	21.16	买入
300015.SZ	爱尔眼科	12.48	12.84	14.76	14.58	29.00	25.27	22.06	买入
600763.SH	通策医疗	45.74	7.21	9.61	11.68	38.06	34.72	31.09	买入
600161.SH	天坛生物	19.37	3.72	15.52	13.83	23.84	20.63	18.13	买入
300702.SZ	天宇股份	26.44	416.67	34.24	26.43	31.84	23.72	18.76	未评级
603538.SH	美诺华	22.73	116.16	36.48	28.66	34.60	25.35	19.71	未评级
300636.SZ	同和药业	8.83	21.97	21.15	22.86	28.53	23.55	19.17	未评级
002332.SZ	仙琚制药	10.03	52.94	14.93	16.52	16.33	14.21	12.20	未评级
603520.SH	司太立	11.48	286.61	147.14	54.32	54.93	22.23	14.40	未评级
000403.SZ	派林生物	17.08	15.82	16.77	13.73	18.80	16.10	14.16	未评级
301267.SZ	华夏眼科	20.56	17.86	15.66	14.38	34.19	29.56	25.84	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：数据截至 2025 年 9 月 19 日收盘；联邦制药、固生堂、海吉亚医疗收盘价以港元计，汇率选择 1 元=1.0992 港元

## 6、风险提示

**政策变化风险：**原料药公司布局制剂业务，有望增厚公司业绩，血制品公司竞争充分，有部分省份纳入集采，如果未来制剂及血制品集采加剧，原料药及血制品公司业绩有受影响的风险；

**市场竞争加剧的风险：**血制品板块产品主要是人源性的，如果未来重组产品大量上市的话，竞争格局有加剧的风险；

**药物临床研发失败：**创新药研发具有较大不确定性，临床阶段以及 NDA 申报阶段都有失败的风险。

## 特别声明

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

## 分析师承诺

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

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

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

## 法律声明

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

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

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

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

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn