



医药健康行业研究

买入（维持评级）
行业周报
 证券研究报告

医药组

 分析师：甘坛焕（执业 S1130525060003） gantanhuan@gjzq.com.cn
 分析师：赵海春（执业 S1130514100001） zhaohc@gjzq.com.cn
 分析师：何冠洲（执业 S1130523080002） heguanzhou@gjzq.com.cn

 分析师：唐玉青（执业 S1130525080003） tangyuqing@gjzq.com.cn
 分析师：王奔奔（执业 S1130525070006） wangbenben@gjzq.com.cn
 分析师：马居东（执业 S1130525070004） majudong@gjzq.com.cn

关注优质防御资产，同时期待 BD 持续落地

投资逻辑

上周再现创新药大额 BD，我们认为创新药产业长期逻辑不变，中国药企出海实力持续彰显，期待后续国内其他药企 BD 进一步催化。短期市场调整阶段，我们也建议关注优质防御资产，比如部分药店龙头现金状况良好，自我造血能力强，既能在行业合适时机加大并购提升市占率，又能通过分红回报投资者，且行业边际也有所回暖。季报披露后，部分左侧板块如中药等，其低估值的优质资产也建议积极关注。

药品：国内药企出海实力再度印证，期待后续 BD 催化。10月22日，信达生物宣布与武田达成重磅全球战略合作，将三款第二代 IO 及 ADC 产品（IBI363、IBI343、IBI3001）授权出海，将获得 12 亿美元首付款（含 1 亿美元的溢价战略股权投资）以及潜在里程碑付款，总交易额最高可达 114 亿美元，后期同时公司还将获得销售分成。中国药企出海实力再度印证，期待后续国内其他药企 BD 进一步催化。

药店：行业出清期，部分龙头公司造血能力强，现金流充沛，时机成熟时有望加大并购，以此提升市占率。虽然几家头部连锁短期放缓自建门店速度，但投入相对减少，分红意愿相对提升。因此药店龙头进可攻、退可守，是医药板块相对优质的防御资产。建议重点关注益丰药房、大参林等。

中药：关注基药目录更新进展，关注具备入选新版基药目录潜力的公司，相关公司如方盛制药等。同时，重视估值底部的优质资产，如已经消化 25H1 高基数压力的华润三九。此外，部分中药公司保持高股息率，亦具备防御属性。

生物制品：旨在治疗乙型肝炎的在研反义寡核苷酸（ASO）药物 Bepirovirsen 在 B-Sure 研究中长达 2 年的随访情况于 AASLD（美国肝病学会年会）2025 公布，数据显示，对于采用 bepirovirsen 加 Peg-IFN 序贯治疗的完全应答参与者，功能性治愈可维持长达 1 年。小核酸类药物有望为乙肝治疗提供新的解决方案，建议持续关注领域内研发进展。

医疗器械：产品海外布局稳步推进，龙头企业国际化战略加速。心脉医疗 Hercules/通天杖 Low Profile 直管型覆膜支架及输送系统在厄瓜多尔获得注册批准，此前公司已有多款主动脉介入治疗重点产品在厄瓜多尔获批上市并应用于临床，未来海外市场拓展有望维持高速增长趋势。

医疗服务及消费医疗：2025 年 1-8 月，重庆全市医疗卫生机构总诊疗人次 1.44 亿人次（同比+1.69%）。其中 2025 年 8 月，全市医疗卫生机构总诊疗人次 1708 万人次（同比+4.38%），院内诊疗人次阶段性回暖，建议关注后续复苏节奏。

投资建议

我们认为创新药主线和左侧板块困境反转依旧是 2025 年医药板块的最大投资机会。创新药建议关注泛癌种潜力的双/多抗药物，解决未满足临床需求的慢病药，持续关注 ADC、双抗/多抗、小核酸赛道等的投资机会。国内外创新药投融资数据边际改善，CXO 行业订单趋势向上，伴随下游创新药技术迭代，行业回暖，有望迎来估值、业绩双双改善。同时，建议关注优质防御资产，比如部分药店龙头；季报披露后，部分左侧板块如中药等，其低估值的优质资产也建议积极关注。

重点标的

信达生物、康方生物、科伦博泰、恒瑞医药、诺诚健华、华东医药、特宝生物、华润三九、益丰药房、大参林、迈瑞医疗、长春高新、三诺生物、固生堂等。

风险提示

汇兑风险、国内外政策风险、投融资周期波动风险、并购整合不及预期的风险等。



内容目录

关注优质防御资产，同时期待 BD 持续落地.....	4
药品板块：信达生物达成超百亿 BD，创新出海持续兑现.....	6
A/H 股创新药标的股价高位震荡，信达生物与武田达成创纪录 BD	6
信达生物达成超百亿 BD，国内药企出海实力再度印证，期待后续 BD 催化.....	10
药店：龙头公司进可攻、退可守，防御属性突出.....	11
中药：关注基药目录更新进展，重视估值底部的优质资产.....	13
生物制品：Bepirovirsen 1 年随访数据公布，关注乙肝领域研发进展.....	14
医疗器械：产品海外布局稳步推进，龙头企业国际化战略加速.....	15
心脉医疗 Hercules Low Profile 直管型支架在厄瓜多尔获批上市.....	15
三诺生物公布三季报业绩，收入端增长加速.....	16
医疗服务及消费医疗：院内诊疗人次阶段性回暖，关注后续复苏节奏.....	16
投资建议.....	17
风险提示.....	18

图表目录

图表 1：年初至今各申万一级行业表现 (%)	4
图表 2：10 月 20 日~10 月 24 日各申万一级行业表现 (%)	4
图表 3：10 月 20 日~10 月 24 日医药生物申万三级细分涨跌幅 (%)	5
图表 4：本周医药生物涨跌幅前十.....	5
图表 5：本周医药板块景气度.....	6
图表 6：本周 A 股创新药整体股价走势 (2025/10/20-2025/10/24)	6
图表 7：本周 A 股部分个股股价走势 (2025/10/20-2025/10/24)	7
图表 8：本周 H 股创新药整体股价走势 (2025/10/20-2025/10/24)	7
图表 9：本周 H 股部分个股股价走势 (2025/10/20-2025/10/24)	8
图表 10：本周美股创新药整体股价走势 (2025/10/20-2025/10/25)	8
图表 11：9-10 月国内创新药获批上市情况.....	8
图表 12：9-10 月国内创新药申报上市情况.....	9
图表 13：9-10 月创新药跨国交易情况.....	9
图表 14：信达生物达成超百亿 BD，涉及 3 款核心管线.....	10
图表 15：实体药店零售市场规模近期表现回暖.....	11
图表 16：社会消费品零售总额：中西药品类近期增速回升.....	11
图表 17：2024 年 Q4 以来，行业处于净关店状态 (数量：家).....	11
图表 18：部分药店经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	12



图表 19: 部分药店现金及现金等价物余额 (亿元)	12
图表 20: 部分药店保持较低的有息负债率	12
图表 21: 部分中药上市公司股息率	13
图表 22: Bepirovirsen 序贯 IFN 后可改善停药后疗效	14
图表 23: 部分进入 II/III 期的在研乙肝小核酸药物	15
图表 24: 心脉医疗 Hercules Low Profile	16
图表 25: AI 医疗相关标的年初至今区间涨跌	17
图表 26: AI 医疗相关标的 10.20~10.24 区间涨跌	17

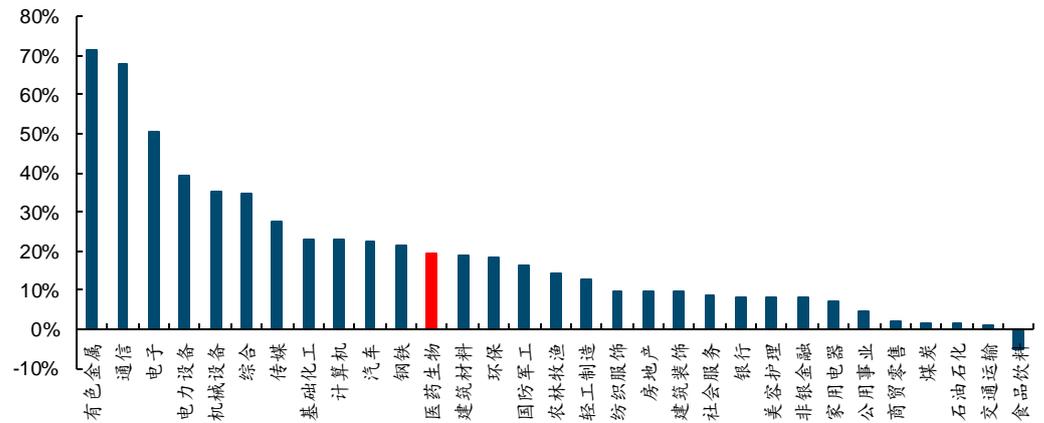


关注优质防御资产，同时期待 BD 持续落地

上周再现创新药大额 BD，我们认为创新药产业长期逻辑不变，中国药企出海实力持续彰显，期待后续国内其他药企 BD 进一步催化。短期市场调整阶段，我们也建议关注优质防御资产，比如部分药店龙头现金状况良好，自我造血能力强，既能在行业合适时机加大并购提升市占率，又能通过分红回报投资者，且行业边际也有所回暖。三季报披露后，部分左侧板块如中药等，其低估值的优质资产也建议积极关注。

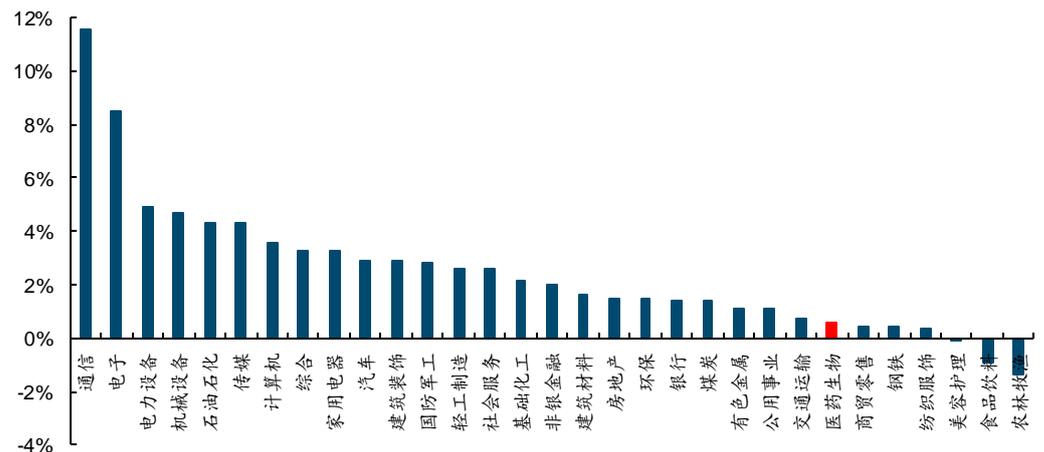
我们认为创新药主线和左侧板块困境反转依旧是 2025 年医药板块的最大投资机会。创新药建议关注泛癌种潜力的双/多抗药物，解决未满足临床需求的慢病药，持续关注 ADC、双抗/多抗、小核酸赛道等的投资机会。国内外创新药投融资数据边际改善，CXO 行业订单趋势向上，伴随下游创新药技术迭代，行业回暖，有望迎来估值、业绩双双改善。同时，建议关注优质防御资产。

图表1：年初至今各申万一级行业表现 (%)



来源：iFinD，国金证券研究所

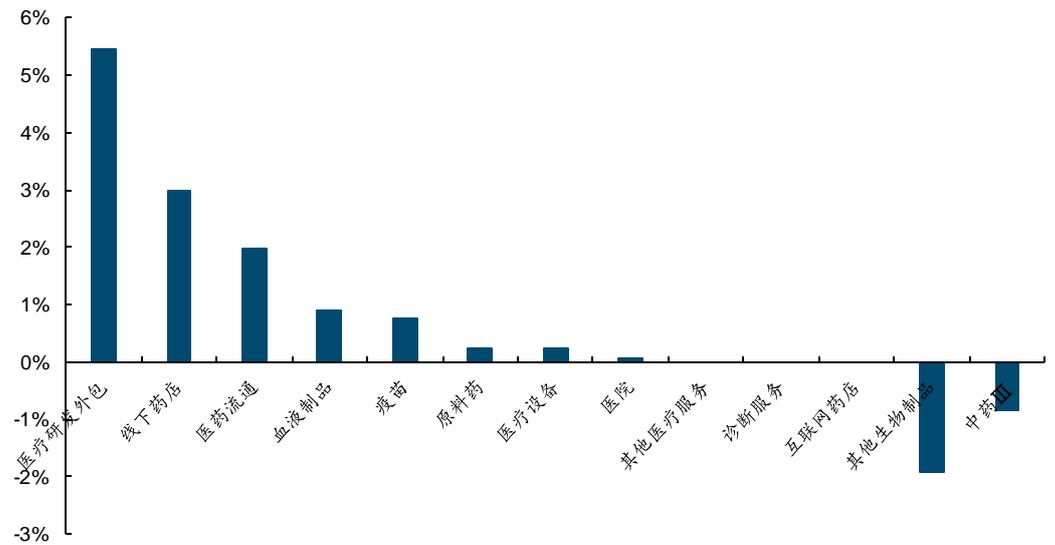
图表2：10月20日~10月24日各申万一级行业表现 (%)



来源：iFinD，国金证券研究所



图表3: 10月20日~10月24日医药生物申万三级细分涨跌幅(%)



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表4: 本周医药生物涨跌幅前十

排名	名称	上周涨跌幅
1	特一药业	22.32%
2	毕得医药	18.87%
3	*ST景峰	16.56%
4	金石亚药	16.19%
5	华兰股份	15.51%
6	亨迪药业	15.25%
7	博拓生物	14.74%
8	皓元医药	13.05%
9	硕世生物	12.85%
10	百普赛斯	12.67%
487	片仔癀	-7.96%
488	海泰新光	-8.06%
489	康芝药业	-8.15%
490	亚太药业	-8.26%
491	ST香雪	-8.60%
492	热景生物	-11.97%
493	昂利康	-12.67%
494	舒泰神	-14.86%
495	新诺威	-17.47%
496	透景生命	-18.56%

来源: iFinD, 国金证券研究所



图表5：本周医药板块景气度

细分赛道	景气度指标
创新药	加速向上
仿制药	底部企稳
原料药	下行趋缓
生物制品	底部企稳
医疗器械	拐点向上
药房	拐点向上
中药	底部企稳
医疗服务与消费	稳健向上

来源：国金证券研究所

药品板块：信达生物达成超百亿 BD，创新出海持续兑现

A/H 股创新药标的股价高位震荡，信达生物与武田达成创纪录 BD

本周 A 股创新药标的股价高位震荡，其中中证创新药产业指数本周上涨 0.1%，而申万医药生物指数本周上涨 0.1%。

图表6：本周 A 股创新药整体股价走势（2025/10/20-2025/10/24）

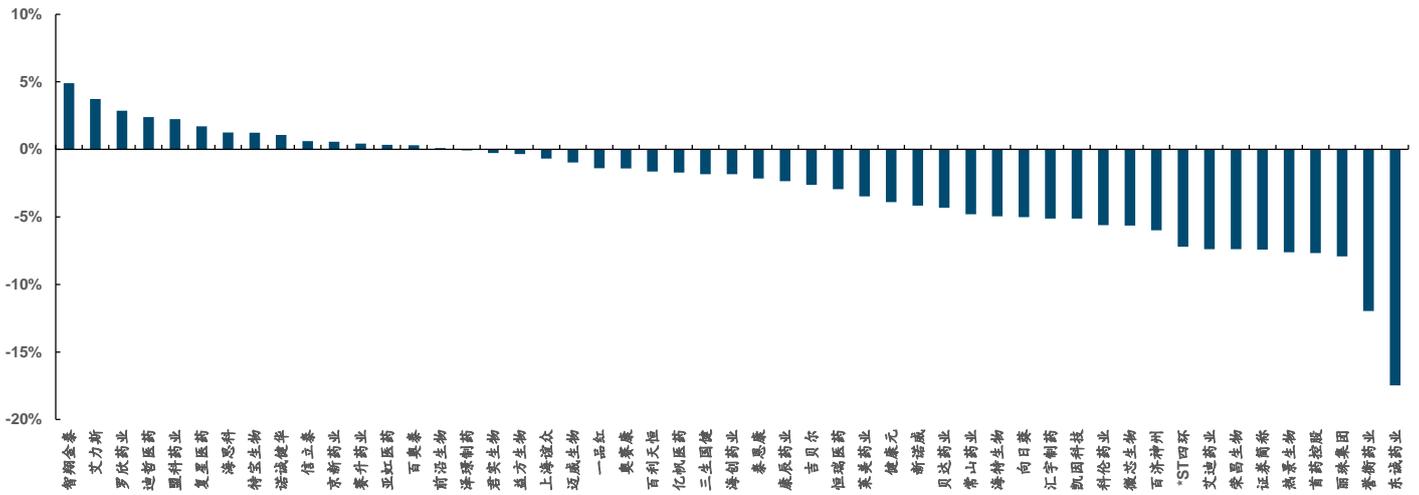


来源：iFind，国金证券研究所

- A 股创新药板块的 51 家上市公司，共计 15 家上涨，36 家下跌，平均涨跌幅-2.4%。其中涨跌幅前三分别为*ST 四环 (+7.9%)、常山药业 (+4.9%)、海创药业 (+3.7%)，涨跌幅后三分别为新诺威 (-17.5%)、热景生物 (-12.0%)、海特生物 (-7.9%)。



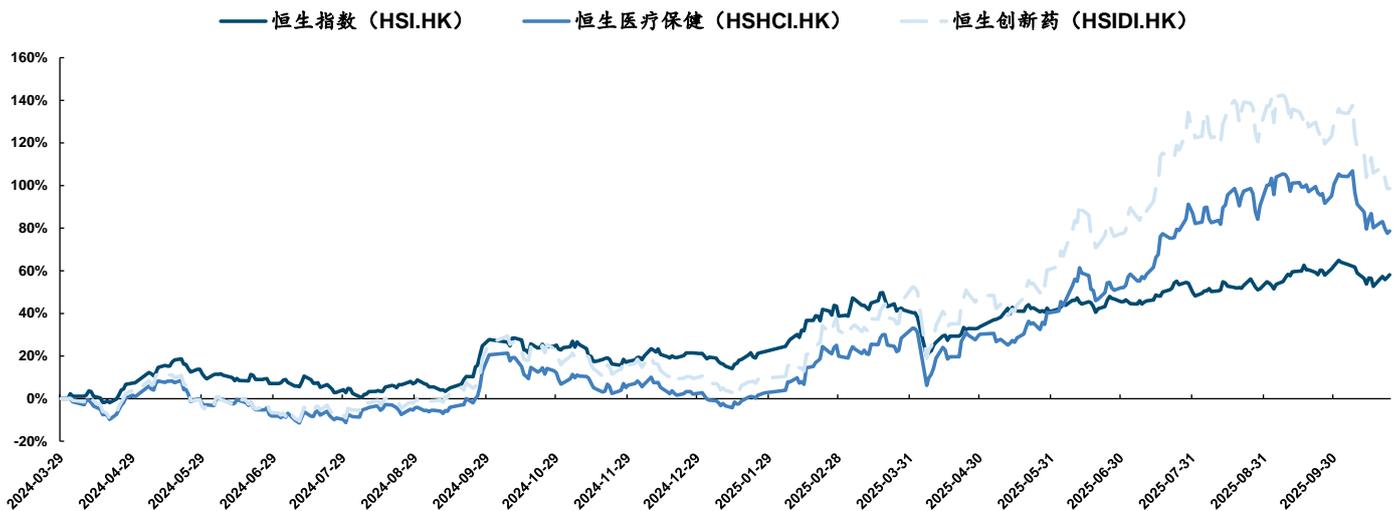
图表7: 本周A股部分个股股价走势 (2025/10/20-2025/10/24)



来源: iFind, 国金证券研究所

本周H股创新药标的股价高位震荡, 恒生医疗保健指数本周下跌 2.20%, 其中恒生创新药指数下跌 4.6%。

图表8: 本周H股创新药整体股价走势 (2025/10/20-2025/10/24)

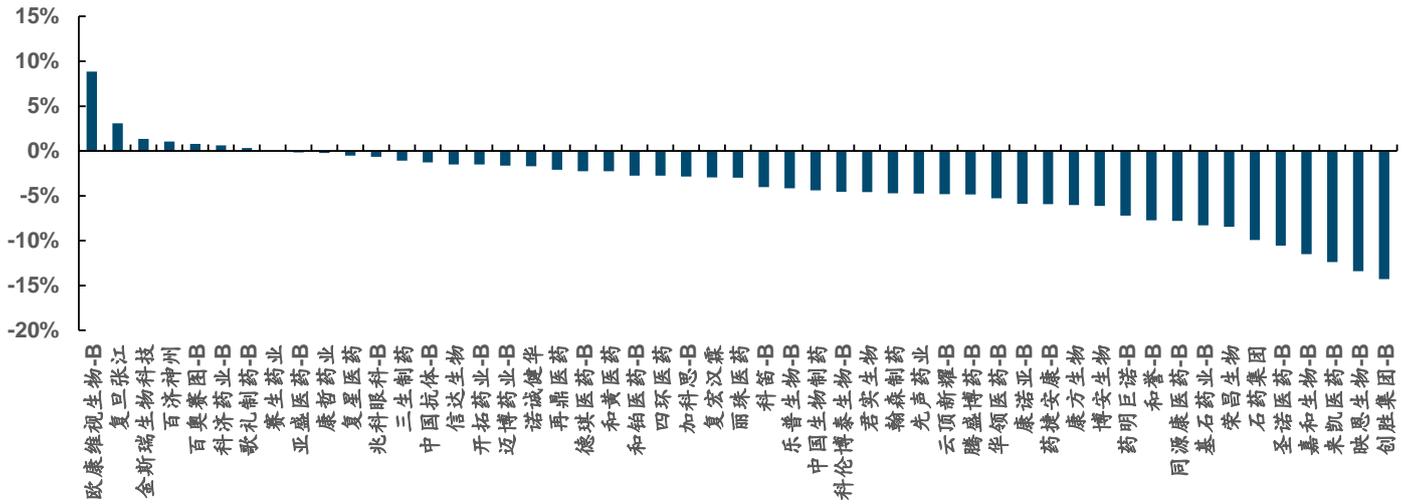


来源: iFind, 国金证券研究所

- H股创新药板块的51家上市公司, 共计7家上涨, 43家下跌, 平均涨跌幅-3.6%。其中涨跌幅前三分别为欧康维视生物-B (+8.9%)、复旦张江 (+3.1%)、金斯瑞生物科技 (+1.3%), 涨跌幅后三分分别为创胜集团-B (-14.3%)、映恩生物-B (-13.4%)、来凯医药-B (-12.4%)。



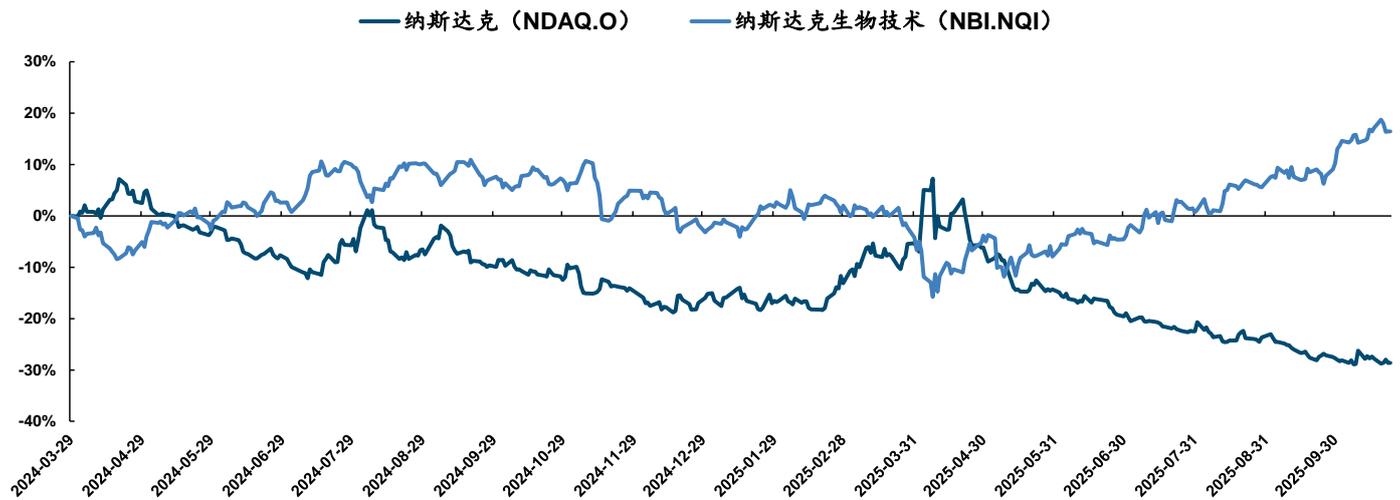
图表9：本周H股部分个股股价走势（2025/10/20-2025/10/24）



来源：iFinD，国金证券研究所

本周美股创新药整体景气度震荡，其中纳斯达克生物技术指数本周小幅下滑1.90%。

图表10：本周美股创新药整体股价走势（2025/10/20-2025/10/25）



来源：iFinD，国金证券研究所

2025/09/01-2025/10/24，共计9款新药获CDE批准上市，其中5款为国产药物，4款进口药物；共22款创新药申报NDA，其中14款为国产药物，8款为进口药物；共有26款创新药申报NDA，其中20款为license-out，6款为license-in。

图表11：9-10月国内创新药获批上市情况

通用名	靶点	厂家	适应症（按项目）国内状态	国产/进口	获批日期	注册分类（CDE）
地罗阿克	ALK, ROS1	轩竹生物	非小细胞肺癌	国产	2025/8/19	1
六价轮状病毒减毒活疫苗	Rotavirus	武汉生物制品研究所	轮状病毒感染	国产	2025/8/19	1
泽美安司他	EZH2	恒瑞医药	外周T细胞淋巴瘤	国产	2025/8/26	1
宗艾替尼	HER2-Ex20Ins	BI	NSCLC	进口	2025/8/26	1
非苏拉生	H+/K+ ATPase	大熊制药	反流性食管炎	进口	2025/9/02	1
替利珠单抗	CD3	赛诺菲	1型糖尿病	进口	2025/9/02	2.2
博度曲妥珠单抗	HER2	科伦博泰	HER2阳性乳腺癌	国产	2025/10/14	1
瑞美吡嗪	-	MediBeacon	肾脏病（荧光造影）	国产	2025/10/14	1
那米司特	PDE4B	BI	特发性肺纤维化	进口	2025/10/21	1



来源: insight, 国金证券研究所

图表12: 9-10月国内创新药申报上市情况

通用名	厂家	靶点	CDE 承办时间	受理号适应症	注册分类	国产/进口
HRS9531	恒瑞医药	GLP1R,GIPR	2025-09-02	肥胖	1	国产
斯贝利单抗注射液	大家制药	APRIL	2025-09-02	IgA肾病	1	进口
玛氟诺沙韦颗粒	先声药业	PA	2025-09-02	甲/乙型流感病毒感染	1	国产
盐酸醋克利定滴眼液	Graphite Bio	CHRM	2025-09-09	老视	5.1	进口
Insulin efsitora alfa 注射液	Lilly	INSR	2025-09-11	Insulin efsitora alfa 注射液	1	进口
安尼妥单抗注射液	石药集团/康宁杰瑞	HER2	2025-09-12	胃癌	1	国产
Gadoquatrane 注射液	拜耳医药	-	2025-09-16	核磁共振成像	1	进口
甲苯磺酸艾司他片	无锡药明康德	HDAC	2025-09-17	滤泡性淋巴瘤	1	国产
泰卡西单抗注射液	信立泰	PCSK9	2025-09-19	高胆固醇血症、混合型高脂血症	1	国产
富马酸仑博替尼胶囊	科伦博泰	RET	2025-09-22	非小细胞肺癌	1	国产
SHR7280片	恒瑞医药	GNRRH	2025-09-23	辅助生殖防止早发排卵	1	国产
地法米司特软膏	大家制药	PDE4	2025-09-25	特应性皮炎	5.1	进口
重组人源化单克隆抗体MIL62注射液	天广实	CD20	2025-09-29	原发性膜性肾病	1	国产
注射用盐酸曲拉西利	先声药业	CDK4,CDK6	2025-09-30	化疗引起的骨髓抑制	5.1	进口
伊立艾普α眼内注射液	荣昌制药	VEGF,FGF2	2025-09-30	糖尿病黄斑水肿	1	国产
瑞西奇拜单抗注射液	华海药业	IL36R	2025-10-01	泛发性脓疱型银屑病	1	国产
注射用E型肉毒毒素	艾伯维	RHOB,SNAP25	2025-10-13	面部皱纹	1	进口
依达格鲁肽α注射液	石药集团	GLP1R	2025-10-14	肥胖	1	国产
德文替尼乳膏	Leo Pharma	JAK	2025-10-16	慢性手部湿疹	5.1	进口
MY008211A片	启瑞药业	CFB	2025-10-18	阵发性睡眠性血红蛋白尿症	1	国产
索替替尼片	首药控股	RET	2025-10-22	非小细胞肺癌	1	国产
HS-10365胶囊	翰森制药	RET	2025-10-22	非小细胞肺癌	1	国产

来源: insight, 国金证券研究所

图表13: 9-10月创新药跨国交易情况

项目名称	靶点	交易时间	转让方	受让方	交易类型一	交易类型二
STAGR320	-	2025/9/3	Stallergenes Greer	优锐医药	授权/许可	License in
Valiloxibate	GABBR	2025/9/3	凯瑞康宁	Avadel	授权/许可	License out
BW-00112	ANGPTL3	2025/9/3	船望制药	诺华制药	授权/许可	License out
HRS-1893	Myosin	2025/9/5	恒瑞医药	Braveheart Bio	授权/许可	License out
尘螨变应原舌下片/尘螨变应原	-	2025/9/17	丹麦爱尔开-阿贝优	金赛药业	授权/许可	License in
2MW7141	-	2025/9/17	迈威生物	Kalexo Bio, Inc.	授权/许可	License out
IBI324	ANGPT2、VEGFA	2025/9/18	信达生物	Ollin Biosciences	授权/许可	License out
瑞康曲妥珠单抗	HER2	2025/9/24	恒瑞医药	格兰马克有限公司	授权/许可	License out
DF-003	ALPK1	2025/9/24	药苑生物	辛辛那提儿童医院	授权/许可	License out
KQ-19B	CD19、BCMA	2025/9/28	科舜药业	Vrise Therapeutics	授权/许可	License out
Vaxzevria	SARS-CoV-2 S	2025/9/30	阿斯利康	康泰生物	授权/许可	License in
UGX202	-	2025/10/9	星明优健生物	AviadoBio	期权	License out
奥布替尼/ICP-105043/ICP 330	BTK/IL17A/TYK2	2025/10/9	诺诚健华	泽纳仕生物医药	授权/许可	License out
维派那肽	GPC3	2025/10/10	派格生物医药	PDC	授权/许可	License out
LBL-047	BDCA2、BAFF	2025/10/16	维立志博	Dianthus Therapeutics	授权/许可	License out
原位编辑疗法(普瑞金)	-	2025/10/16	普瑞金生物	Kite Pharma	授权/许可	License out
GZR4、GZR102、基于公司成熟的IINSR、GLP1R		2025/10/16	甘李药业	Fiocruz	授权/许可	License out
ASKG712	VEGFA、ANGPT2	2025/10/16	嵩睦医疗	Visara, Inc.	转让/收购	License out
ASKG712	VEGFA、ANGPT2	2025/10/16	Visara, Inc.	云顶新耀	授权/许可	License in
ASKG712	VEGFA、ANGPT2	2025/10/16	AskGene Pharma	Visara, Inc.	授权/许可	License out
HS-20110	CDH17	2025/10/17	江苏豪森药业	罗氏制药	授权/许可	License out
SRB5	CCR9	2025/10/20	SunRock Biopharma	鼎康生物	合作	License in
TJ108	EGFR*HER3 ADC	2025/10/21	拓济医药	Samsung Bioepis	授权/许可	License out
干细胞疗法	干细胞疗法	2025/10/22	亿珂再生医学	Visionary Yike Stemcell Technologies	授权/许可	License out
帕洛诺司琼	5-HT3 receptor	2025/10/22	赫尔辛医药集团	复星医药	合作	License in
IBI363/IBI343/IBI3001	PD-1*IL2RA/B7-H3*1	2025/10/22	信达生物	武田制药	授权/许可	License out

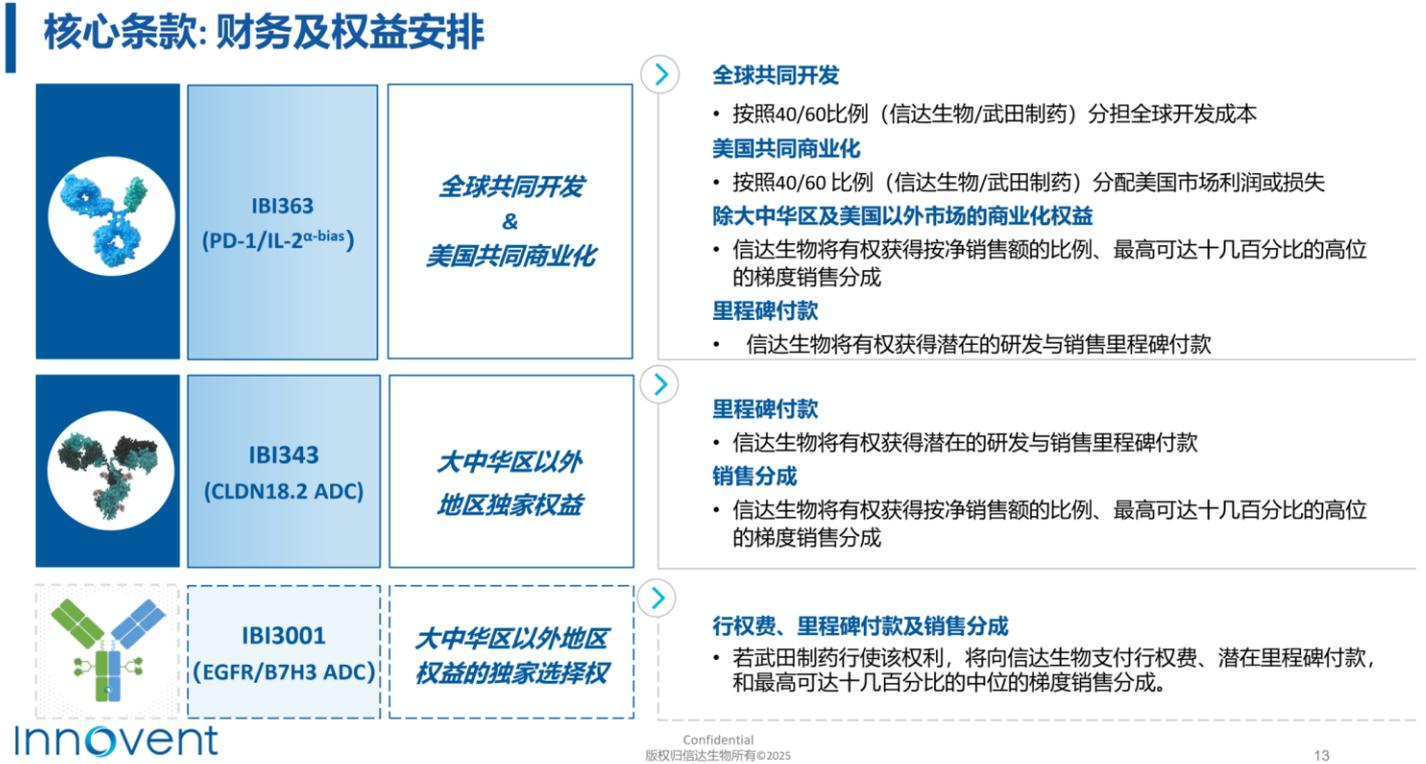
来源: insight, 国金证券研究所



信达生物达成超百亿 BD，国内药企出海实力再度印证，期待后续 BD 催化

10月22日，信达生物宣布与武田达成重磅全球战略合作，共同加速推进信达生物新一代 10 与 ADC 疗法的全球开发。信达生物将三款第二代 10 及 ADC 产品（IBI363、IBI343、IBI3001）授权出海，将获得 12 亿美元首付款（含 1 亿美元的溢价战略股权投资）以及潜在里程碑付款，总交易额最高可达 114 亿美元，后期同时公司还将获得销售分成。

图表14：信达生物达成超百亿 BD，涉及 3 款核心管线



来源：信达生物，国金证券研究所

- **IBI363 (PD-1/IL-2 α -bias)：全球共同开发与商业化合作**
信达生物将和武田在美国共同实现该分子商业化（按 40%/60%分享销售），武田制药将在共同治理和协同一致的开发计划下主导相关工作（按照 40%/60%分担开发费用）；同时，信达生物授予武田制药 IBI363 在除大中华区及美国以外地区的商业化权益，公司可以获得最高可达十几百分比的高位的梯度销售分成。目前该分子针对后线治疗肢端型/黏膜型黑色素瘤在中国启动关键注册临床、10 经治 sq-NSCLC 即将开启 III 期 MRCT。本次交易达成之后，双方将率先推进一线 NSCLC 和一线 CRC 适应症的开发以及更多适应症，全球注册有望进一步加速。
- **IBI343 (CLDN18.2 ADC)：全球开发与商业化授权**
信达生物将授予武田制药 IBI343 在大中华区以外地区的全球独家开发、生产与商业化权益，公司可以获得最高可达十几百分比的高位的梯度销售分成。武田制药将重点拓展 IBI343 的全球开发至一线胃癌与一线胰腺癌治疗。目前，IBI343 正在中国与日本开展针对胃/胃食管交界处癌的 III 期临床研究（G-HOPE-001）；同时，IBI343 针对既往接受过治疗的胰腺导管腺癌（PDAC）的全球 I/II 期临床研究已完成，有望进入关键临床开发。
- **IBI3001 (EGFR/B7H3 ADC)：全球开发与商业化权益的选择权**
武田可行使选择权，但后期需要支付行权费、潜在里程碑：信达生物将授予武田制药 IBI3001 在大中华区以外地区的全球独家开发、生产与商业化权益的选择权。若武田制药行使该权利，将向信达生物支付行权费、潜在里程碑付款，和最高可达十几百分比的中位的梯度销售分成。

本次信达生物与武田的新合作模式，更加突出中国创新药企的出海主动权，尤其是在后期



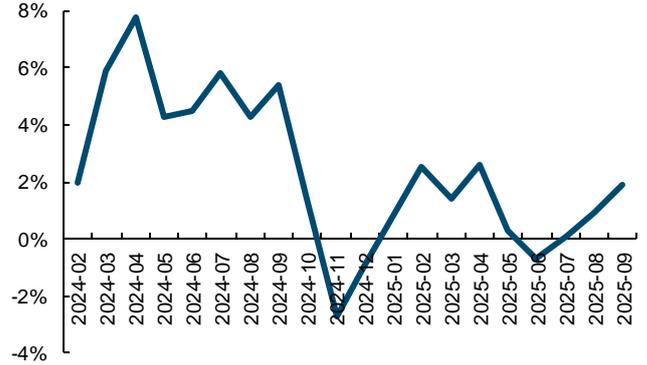
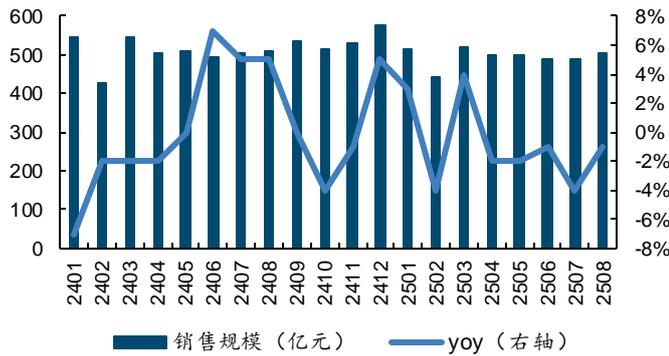
资产全球商业化权益的长期分享 (IBI363 的美国 40% 销售分成, 中美以外其他地区的最高百分之十几的销售分成), 信达将掌握更多主动权。中国药企出海实力再次印证, 期待后续 BD 进一步落地

药店：龙头公司进可攻、退可守，防御属性突出

米内网零售数据库最新数据显示, 2025 年 8 月中国实体药店零售规模 (含药品与非药品) 达 504 亿元, 虽同比仍略有下降, 但达到近 4 个月的月度规模高点, 呈现阶段回暖趋势。从国家统计局公布的社会消费品零售总额来看, 中西药品类自 6 月以来同比增速亦有所回升。

图表15: 实体药店零售市场规模近期表现回暖

图表16: 社会消费品零售总额：中西药品类近期增速回升



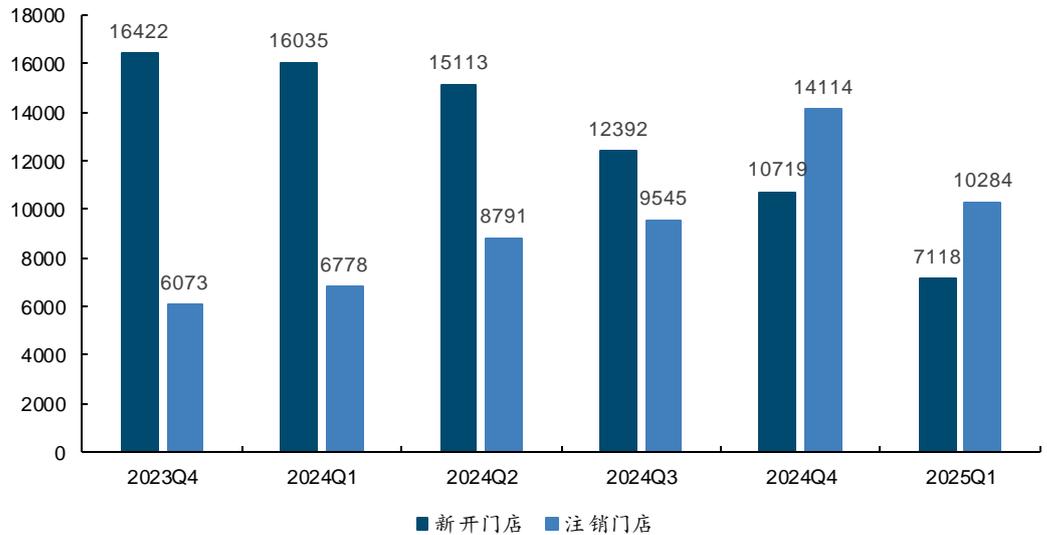
来源：米内零售观察，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

长期来看, 我们认为集中度提升与处方外流仍是药店行业发展的两大重要逻辑。短期来看, 虽然药店端门诊统筹的落地推广仍需要时间, 但行业已经进入出清期, 闭店潮阶段, 龙头公司有望进一步提升市占率。

根据中康药店通数据, 2025 年 Q1, 全国新开药店 7118 家, 闭店 10284 家, 净减少约 3000 家。2024 年 Q4 至 2025 年 Q1, 药店行业连续两个季度处于“净关店”状态。我们认为, 在药品追溯码持续落地、医保资质授予趋严的情况下, 国内药店门店数量有望进一步减少, 竞争格局有望优化。

图表17: 2024 年 Q4 以来, 行业处于净关店状态 (数量: 家)



来源：第一药店财智，中康药店通，国金证券研究所

药店龙头进可攻、退可守，是医药板块相对优质的防御资产



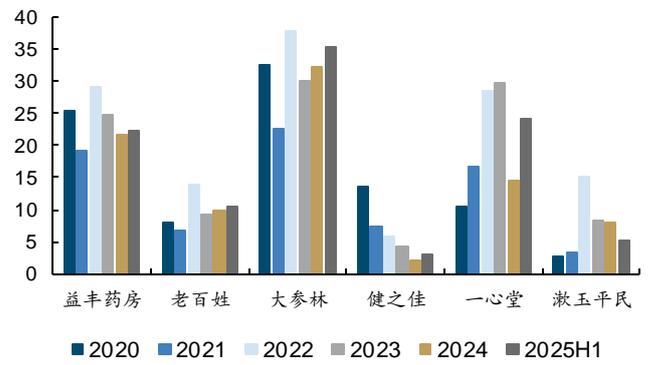
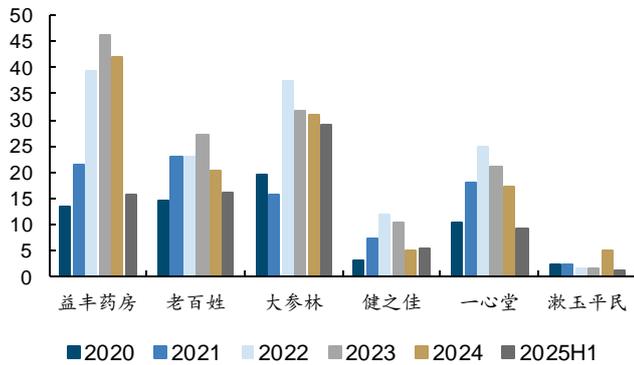
从“造血”能力来看，几家头部连锁均保持正经营活动现金流净额，且部分公司账上现金充沛、有息负债率相对较低，如益丰药房、大参林等。

虽然 2025 年几家头部连锁放缓自建门店速度，但更多是基于行业出清期自身门店结构调整优化考虑。同时，考虑到中小连锁估值较前几年已有所回落，不排除部分资产状况良好、现金充沛的公司，在时机成熟时加大并购，以此提升市占率，因此药店龙头“进可攻”。

此外，由于短期扩张放缓，投入相对减少，分红意愿相对提升，如益丰药房 2024 年股利支付率超过 50%，大参林 2024 年股利支付率达到 76.73%，老百姓在《未来三年（2024-2026 年）股东回报规划》中提到“每年对股东以现金方式分配利润，在符合现金分红条件且保证公司正常经营和发展的资金需求的情况下，2024 年-2026 年公司每年以现金方式分配的利润最低应达到当年合并报表归属于上市公司股东净利润的 50%”。因此药店龙头“退可守”。

图表18：部分药店经营活动产生的现金流量净额（亿元）

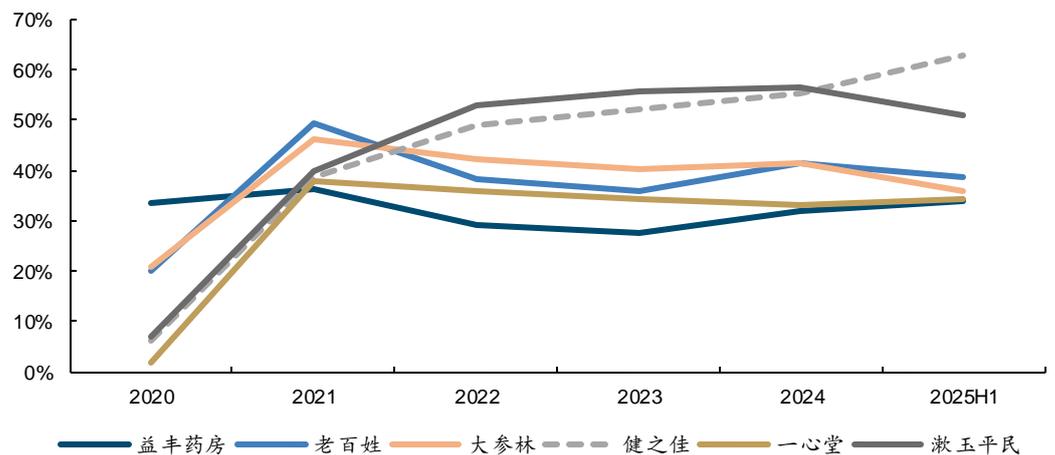
图表19：部分药店现金及现金等价物余额（亿元）



来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

图表20：部分药店保持较低的有息负债率



来源：iFinD，国金证券研究所

另外，在政策端也呈现积极变化，非药作为增量业务具备发展潜力

今年 4 月，商务部、国家卫生健康委等 12 部门发布《促进健康消费专项行动方案》，其中单独一条为强化药店健康促进功能，“引导零售药店拓展健康促进、营养保健等功能”。我们认为政策呈支持导向，非药在品类拓展、陈列、销售等方面有望迎来更多机会。且 24 年以来，政策措施持续优化行业环境，药品追溯码工作持续推进，自 25 年 7 月 1 日起，销售环节按要求扫码后方可进行医保基金结算，自 26 年 1 月 1 日起，所有医药机构都要实现药品追溯码全量采集上传。医保监管更省心省力，药店医保结算将更加合规，也有望为非药拓展提供更适合的环境。



考虑到非药品类拓展的边际运营成本较低，头部连锁具备强供应链能力以及庞大的社区流量入口，非药品类作为增量业务的重要性值得继续关注。

中药：关注基药目录更新进展，重视估值底部的优质资产

2025年9月，国家卫健委对十四届全国人大三次会议第8016号建议的答复中提到：“关于及时优化调整基药目录，满足患者临床需求。近年来，我委会同相关部门持续完善有关政策体系，依据《基本医疗卫生与健康促进法》《药品管理法》等，在前期调研和专家研讨的基础上，形成《国家基本药物目录管理办法（修订稿）》，广泛征求听取意见建议，适时发布。”

当前执行的是2018年出台的基药目录，2018年基药目录公布后，国家陆续出台多项推动基药使用的政策文件。其中，在2019年《关于进一步做好短缺药品保供稳价工作的意见》中提到“986政策”以及“1+X”用药模式：“逐步实现政府办基层医疗卫生机构、二级公立医院、三级公立医院基本药物配备品种数量占比原则上分别不低于90%、80%、60%”、“推动各级医疗机构形成以基本药物为主导的“1+X”（“1”为国家基本药物目录、“X”为非基本药物，由各地根据实际确定）用药模式，优化和规范用药结构”。

因此，产品入选基药目录后，有望迎来快速放量。根据米内网数据，2018版国家基药目录新增的独家中成药中，有25个产品2022年在中国城市公立医院、县级公立医院、城市社区中心及乡镇卫生院（合称中国公立医疗机构）终端的销售额比进入目录前（2018年）增长超过1亿元。

建议关注产品具备入选新版基药目录潜力的公司，相关公司如方盛制药、贵州三力、盘龙药业、济川药业、康恩贝等。

2025年10月24日，华润三九发布三季度报：

- 25年前三季度：公司收入219.9亿元，同比+11.38%；归母净利润23.5亿元，同比-20.5%；扣非归母净利润21.9亿元，同比-20.56%。
- 25年Q3：公司收入71.8亿元，同比+27.4%；归母净利润5.4亿元，同比-4.26%；扣非归母净利润4.9亿元，同比+10.12%。

受到流感等呼吸道疾病发病率同比降低、零售渠道阶段性调整、叠加去年同期的高基数等因素影响，公司上半年业绩承压，但在25Q3行业呼吸品类整体仍面临较大压力的背景下，公司表现稳健，彰显强品牌力和经营韧性。我们认为，公司消化25H1高基数之后，内生有望轻装上阵，后续有望延续稳健增长表现，当前处于估值低位，建议重点关注。

此外，中药板块继续关注股息率较高或逐渐向好的公司，相关公司如东阿阿胶、云南白药、江中药业、羚锐制药、济川药业等。

图表21：部分中药上市公司股息率

排名	公司	2024年股息率	排名	公司	2023年股息率	排名	公司	2022年股息率	排名	公司	2021年股息率
1	济川药业	7.2%	1	江中药业	6.2%	1	江中药业	8.0%	1	振东制药	34.2%
2	江中药业	5.3%	2	葵花药业	5.8%	2	桂林三金	6.1%	2	江中药业	6.0%
3	亚宝药业	4.9%	3	羚锐制药	4.7%	3	汉森制药	4.9%	3	桂林三金	5.3%
4	达仁堂	4.2%	4	云南白药	4.2%	4	羚锐制药	4.6%	4	千金药业	4.8%
5	羚锐制药	4.1%	5	zl药业	4.2%	5	步长制药	4.6%	5	大唐药业	4.4%
6	云南白药	4.0%	6	桂林三金	4.1%	6	九芝堂	4.5%	6	葵花药业	4.3%
7	桂林三金	4.0%	7	济川药业	4.1%	7	方盛制药	4.4%	7	特一药业	3.8%
8	zl药业	3.9%	8	沃华医药	4.1%	8	葵花药业	4.3%	8	九芝堂	3.7%
9	东阿阿胶	3.9%	9	吉林敖东	4.0%	9	恩威医药	4.0%	9	沃华医药	3.5%
10	九芝堂	3.8%	10	康恩贝	4.0%	10	达仁堂	3.8%	10	康恩贝	3.2%
11	天士力	3.7%	11	九芝堂	4.0%	11	千金药业	3.6%	11	羚锐制药	3.2%
12	千金药业	3.4%	12	达仁堂	3.8%	12	济川药业	3.2%	12	新光药业	3.0%
13	康恩贝	3.2%	13	东阿阿胶	3.6%	13	仁和药业	3.2%	13	华润三九	2.5%
14	华润三九	3.0%	14	千金药业	3.2%	14	新光药业	3.2%	14	昆药集团	2.4%
15	吉林敖东	2.9%	15	仁和药业	3.0%	15	康恩贝	3.2%	15	济川药业	2.4%

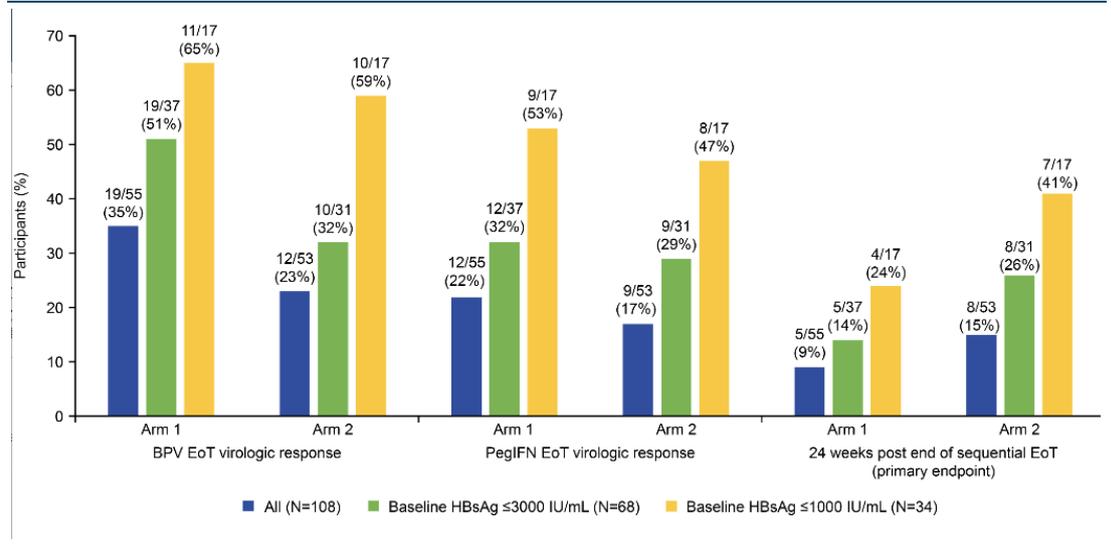
来源：iFind，国金证券研究所，注：以每年年末股价计算股息率



生物制品：Bepirovirsen 1 年随访数据公布，关注乙肝领域研发进展

Bepirovirsen 是一款在研反义寡核苷酸 (ASO) 药物，目前正在 B-Well III 期临床试验项目中评估其治疗慢性乙型肝炎 (CHB) 的效果。Bepirovirsen 旨在识别并破坏乙型肝炎病毒 (HBV) 中可能导致慢性疾病的遗传成分，从而可能帮助人体免疫系统重新获得控制。Bepirovirsen 可抑制体内病毒 DNA 的复制，降低血液中乙型肝炎表面抗原 (HBsAg) 的水平，并刺激免疫系统，从而提高产生持久应答的可能性。

图表22: Bepirovirsen 序贯 IFN 后可改善停药后疗效



来源: aasld, 国金证券研究所

此前进行的 B-Together 研究显示，使用核苷(酸)类似物治疗的慢乙肝患者采用 12 或 24 周 Bepirovirsen 和 24 周长效干扰素序贯治疗能使部分慢乙肝患者实现完全应答和部分应答。这种应答持续至停用长效干扰素后 24 周。

这部分获得完全应答和部分应答的患者被纳入了一项长期随访的 B-Sure 研究。研究人员在 2025 美国肝病学会年会 (AASLD2025) 上报道了在 B-Together 研究中获得完全应答和部分应答的患者被纳入到 B-Sure 研究中长达 2 年的随访情况。

总共有 23 名来自 B-Together 的 On-NA 参与者 (13 例完全应答, 8 例部分应答和 2 例无应答者) 入组 B-Sure, 19 名参与者 (83%) 为乙型肝炎 e 抗原 (HBeAg) 阴性, 16 名 (70%) 有 ≥10 年的乙肝病毒 (HBV) 感染病史, 17 名 (74%) 的乙型肝炎表面抗原 (HBsAg) 水平 ≤1000 IU/mL。

在进入 B-Sure 三个月后, 13 例完全应答中有 12 例停用了核苷(酸)类药物 (NA); 12 例中有 9 例在停药后 6 个月仍维持完全应答, 从而实现功能性治愈; 3 例 (3/12) 完全应答者由于 HBsAg 再次复阳或退出研究失访。除此之外, 8 例已获得停药随访 12 个月的数据, 有 7 例停药后 12 个月后仍维持功能性治愈 (即至少维持 6 个月); 有数据的 2 例参与者在停药后 18 个月仍维持功能性治愈 (即功能性治愈持续 12 个月)。

数据显示, 对于采用 bepirovirsen 加长效干扰素 (Peg-IFN) 序贯治疗的完全应答参与者, 功能性治愈可维持长达 1 年。



图表23：部分进入 II/III 期的在研乙肝小核酸药物

药品成分	研发机构	全球最高状态	最高状态时间	适应症	成分类别
Bepirovirsen	Ionis Pharmaceuticals/GSK	临床 III 期	2022-10-04	临床 III 期：乙型病毒性肝炎	ASO
Elebsiran	Alnylam Pharmaceuticals/VIR Biotechnology/腾盛博药	临床 III 期	2025-03-30	临床 III 期：丁型病毒性肝炎 临床 II 期：乙型病毒性肝炎	siRNA
AHB-137	浩博医药	临床 III 期	2025-07-23	临床 III 期：乙型病毒性肝炎	ASO
Imdusiran	Arbutus Biopharma	临床 II 期	2021-03-29	临床 II 期：乙型病毒性肝炎， 丁型病毒性肝炎	siRNA
RBD1016	瑞博生物	临床 II 期	2023-05-17	临床 II 期：乙型病毒性肝炎， 丁型病毒性肝炎	siRNA
HRS-5635	恒瑞医药	临床 II 期	2024-05-22	临床 II 期：乙型病毒性肝炎	siRNA
BW-20507	翰望制药	临床 II 期	2025-04-21	临床 II 期：乙型病毒性肝炎	siRNA
HT-101	赫吉亚生物/星曜坤泽	临床 II 期	2025-10-13	临床 II 期：乙型病毒性肝炎	siRNA

来源：insight，国金证券研究所

目前已有多款旨在治疗乙型肝炎的小核酸药物进入临床后期阶段，其中包括多家国内企业；已有的临床试验结果显示小核酸类药物可以快速降低患者的 HBsAg 水平，有望为乙肝治疗提供新的解决方案，建议持续关注领域内研发进展

医疗器械：产品海外布局稳步推进，龙头企业国际化战略加速

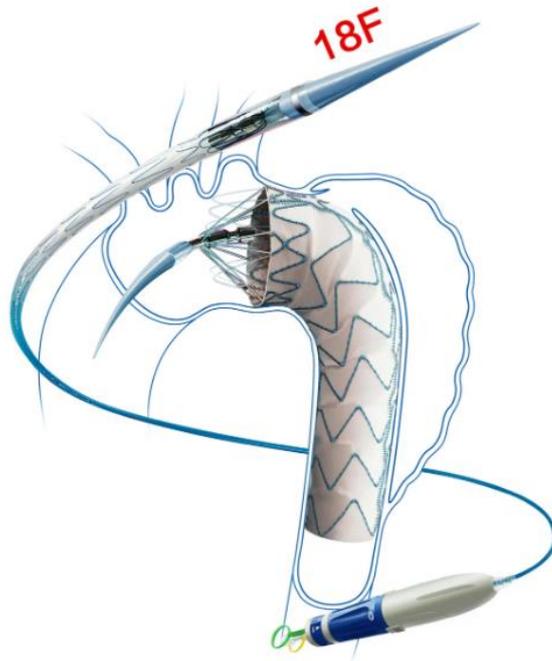
心脉医疗 Hercules Low Profile 直管型支架在厄瓜多尔获批上市

10月24日，心脉医疗宣布，公司 Hercules/通天杖 Low Profile 直管型覆膜支架及输送系统在厄瓜多尔获得注册批准。此前，心脉医疗已有多款主动脉介入治疗重点产品在厄瓜多尔获批上市并应用于临床。此次该产品注册获批，进一步丰富了公司在当地的产品组合，并将助力公司在拉美地区的业务拓展。

Hercules/通天杖 Low Profile 直管型支架主要适用于血管直管段的主动脉瘤的治疗。其输送系统采用 Low Profile 设计，可以适应更狭窄、更迂曲的入路动脉；输送系统内置覆膜软鞘，保护支架系统轻松跨越弓部；支架多种锥度设计，更好地贴合胸主动脉夹层的解剖形态。该产品于 2015 年在中国获批上市，2020 年获欧盟 CE 认证，目前已在海外 30 个国家进入临床应用，包括英国、荷兰、德国、巴西、土耳其、印度、哥伦比亚、泰国、新加坡等。



图表24: 心脉医疗 Hercules Low Profile



来源: 心脉医疗微信公众号, 国金证券研究所

心脉医疗此前已进入厄瓜多尔市场的产品包括 Castor/通天戈分支型主动脉覆膜支架及输送系统、Tallos/通天眼直管型胸主动脉覆膜支架系统、Minos/定海塔腹主动脉覆膜支架及输送系统和 Hercules/通天锤球囊扩张导管, 覆盖胸、腹主动脉疾病腔内介入治疗, 此次 Hercules/通天杖 Low Profile 直管型支架获批上市, 有望使更多当地主动脉疾病患者获益。

三诺生物公布三季度业绩, 收入端增长加速

10月23日, 公司发布2025年三季度报告: 2025年前三季度公司实现收入34.53亿元, 同比+9%; 归母净利润2.11亿元, 同比-17%; 实现扣非归母净利润1.80亿元, 同比-22%; 2025Q3公司实现收入11.90亿元, 同比+13%; 归母净利润3035万元, 同比-48%; 实现扣非归母净利润2211万元, 同比-58%。

收入端增长加速, 毛利率略有承压。Q3公司收入增速重回双位数增长, 血糖类产品呈现加速增长趋势。第三季度公司毛利率43.29%, 同比-12.1pct, 主要系与罗氏专利交叉授权指出所致, 预计有望将回归正常区间。未来公司将在保持以血糖监测产品为核心的慢性病快速检测业务的第一曲线持续稳定增长的同时, 努力培育和促进以CGM为基础的第二曲线快速增长。

专利诉讼影响短期利润, 未来有望逐步恢复。2024年6月, 罗氏向公司孙公司 Trividia 提起专利侵权诉讼, 经协商 2025年10月2日 Trividia 已与罗氏就 BGM 产品签订交叉专利许可和解协议, Trividia 根据协议须向罗氏净额支付 1900 万美元。该事项对公司 2025年Q3净利润影响金额约为 1.36 亿元, 剔除该影响后公司 2025年Q3实现归母净利润 1.05 亿元, 同比+81.83%。相关专利诉讼已终结, 预计未来公司利润有望恢复。

医疗服务及消费医疗: 院内诊疗人次阶段性回暖, 关注后续复苏节奏

院内数据: 重庆全市诊疗人次阶段性回暖, 公立医院次均费用同比下降

2025年1-8月, 重庆全市医疗卫生机构总诊疗人次1.44亿人次(同比+1.69%)。其中2025年8月, 全市医疗卫生机构总诊疗人次1708万人次(同比+4.38%)。按医院等级拆分, 8月三级医院总诊疗人次同比+12.04%, 二级医院总诊疗人次同比-13.95%, 一级医院总诊疗人次同比-4.98%, 未定级医院总诊疗人次同比+4.51%。

2025年1-8月, 重庆全市公立医院门诊次均费用294.34元(同比-1.36%)。其中2025年



8月，全市公立医院门诊次均费用 283.64 元（同比-4.40%）。全市公立医院住院次均费用 7057.05 元（同比-0.24%）。其中 2025 年 8 月，全市公立医院住院次均费用 7142.70 元（同比-2.53%）。

固生堂：固生堂控股合作新加坡 1doc，加速海外拓展进程

2025 年 10 月 22 日，固生堂与新加坡综合数字医疗平台 1doc 宣布达成战略合作。双方计划在 1doc 旗下的西医家庭诊所系统性引入中医服务，打造覆盖临床诊疗、日常保健及社区健康的中西医协同诊疗模式。此次合作以控股经营为路径，1doc 将在现有诊所网络中设立独立的中医诊疗区域，由固生堂控股 70%，并全面负责运营与管理，1doc 持股 30%，共同开展中医业务。

通过该模式，患者将在同一医疗体系内享受中西医结合的诊疗方案，实现从预防、诊断到康复的全周期健康管理体验。固生堂以数字化融入国际主流医疗体系，实现中医出海模式创新，同时有望加速海外拓展进程。

锦欣生殖：运营优化措施落地，业务量持续改善

2025 年 10 月 24 日，锦欣生殖发布公告称，截至 2025 年第三季度末，公司 IVF 累计取卵周期数同比降幅由 25H1 的 8.3% 收窄至 5.2%。大中华区受益于行业环境企稳及内部运营优化，改善幅度向好。其中成都旗舰院区取卵周期同比降幅由 6.1% 显著收窄至 1.9%，深圳院区升级改造稳步进行。海外业务方面，受美国辅助生殖保险覆盖法案 SB729 Mandate 延期影响，部分周期出现递延，前三季度周期数保持稳定。

虽然行业政策对公司业务量带来暂时影响，但目前业务已在稳定恢复，辅助生殖的市场需求依然旺盛，中长期来看，政策有望推动行业向好发展。

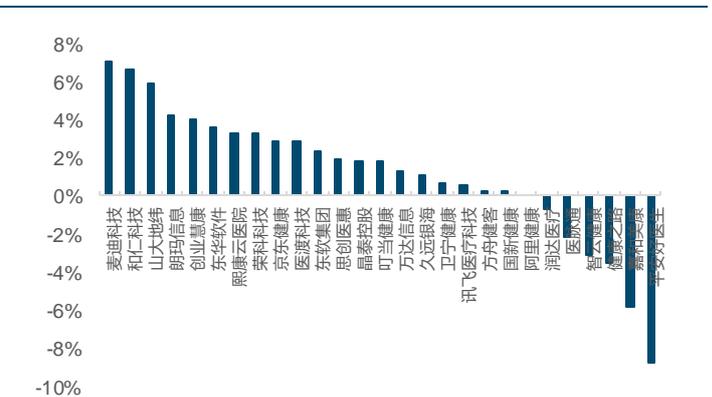
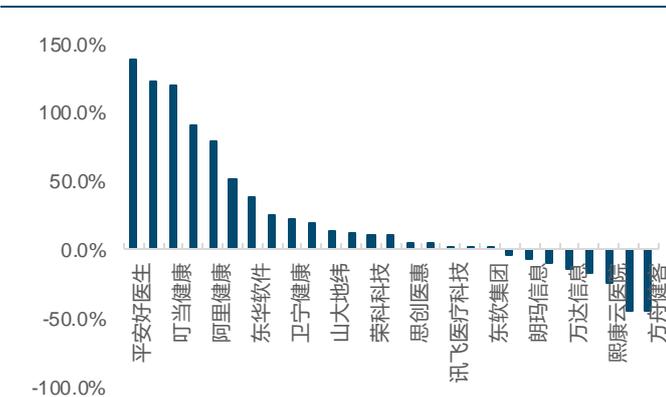
■ AI 医疗：

涨跌幅复盘：年初至今，AI 医疗（辅助决策）方向 27 家标的共计 18 家上涨，9 家下跌，平均涨幅 18.53%。涨幅前三分别为平安好医生（+138.87%）、京东健康（+122.42%）、叮当健康（+120.00%）。

本周 AI 医疗（辅助决策）方向 27 家标的共计 20 家上涨，6 家下跌，平均涨幅 1.09%。涨幅前两名分别为麦迪科技（+7.20%）、和仁科技（+6.73%）、山大地纬（+5.89%）。

图表25：AI 医疗相关标的年初至今区间涨跌

图表26：AI 医疗相关标的 10.20~10.24 区间涨跌



来源：同花顺 ifind、国金证券研究所

来源：同花顺 ifind、国金证券研究所

投资建议

我们认为创新药主线和左侧板块困境反转依旧是 2025 年医药板块的最大投资机会。创新药建议关注泛癌种潜力的双/多抗药物，解决未满足临床需求的慢病药，持续关注 ADC、双抗/多抗、小核酸赛道等的投资机会。国内外创新药投融资数据边际改善，CXO 行业订单趋势向上，伴随下游创新药技术迭代，行业回暖，有望迎来估值、业绩双双改善。同时，建议关注优质防御资产，比如部分药店龙头；季报披露后，部分左侧板块如中药等，其低估值的优质资产也建议积极关注。



风险提示

汇兑风险：部分公司海外业务占比高，人民币汇率的大幅波动可能会对公司利润产生明显影响。其程度依赖于汇率本身的波动，同时也取决于公司套期保值相关工具的使用和实施。

国内外政策风险：若海外贸易摩擦导致产品出口出现障碍或海外原材料采购价格提升，将对部分公司业绩增长产生影响。

投融资周期波动风险：医药行业投融资水平对部分公司有较大影响，若全球医药投融资市场不够活跃，将影响部分公司的业绩表现。

并购整合不及预期的风险：部分公司进行并购扩大业务布局，如并购整合不能顺利完成，可能影响公司整体业绩表现。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究