



医药行业2025年三季报总结

业绩逐步筑底

西南证券研究院
2025年11月

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

联系人 : 王钰玮
电话 : 021-68415819
邮箱 : wangyuwei@swsc.com.cn

- 我们选取了388家医药上市公司(包含科创板)，2025Q1-Q3收入总额16766.9亿元(-0.7%)；归母净利润1427.5亿元(-1.1%)；扣非归母净利润1219.9亿元(-8.5%)。主要剔除了在2024-2025前三季度提取巨额商誉减值损失的企业、ST类、新三板、北交所和2024Q3以后上市的公司。2025年前三季度实现收入正增长的公司有197家，占比51%；归母净利润正增长的公司有189家，占比49%。**分季度来看**，25Q3收入增速同比转正，归母净利润同比稳健增长。25Q1/Q2/Q3单季度实现收入5586/5593/5588亿元(-3.7%/-0.1%/+1.9%)；实现归母净利润497/510/420亿元(-7.8%/+3.3%/+2.4%)；实现扣非归母净利润442/411/368亿元(-12.9%/-9.9%/-0.7%)。
- **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2025Q1-Q3收入3437.8亿元(+0.6%)，归母净利润342.8亿元(+5.0%)，扣非归母净利润292.5亿元(-2.5%)。 **医疗器械**2025Q1-Q3收入1457亿元(-2.4%)，归母净利润265亿元(-14.4%)，其中Q3收入端业绩同比转正。**CXO**2025Q1-Q3实现收入695.7亿元(+13.0%)；实现归母净利润165.4亿元(+60.0%)；实现扣非净利润总额128.6亿元(+33.5%)。**原料药**2025Q1-Q3实现收入782.1亿元(同比-1.5%)；实现归母净利润114.2亿元(+6.6%)；扣非归母净利润109.0亿元(+10.3%)。**生命科学上游**2025Q1-Q3收入60.2亿元(+0.1%)，归母净利润4.4亿元(+15.6%)。**医疗服务**收入总额436亿元(+0.4%)，归母净利润57.3亿元(-13.8%)，扣非归母净利润55.1亿元(-10.9%)。**血制品**剔除华兰生物疫苗业务后2025Q1-Q3收入总额约为176亿元(0.5%)，归母净利润总额约37.7亿元(-20.0%)，扣非归母净利润36.1亿元(-18.5%)，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35.5亿元(-14.9%)。**零售药店**2025Q1-Q3收入总额859亿元(+0.7%)，归母净利润35.2亿元(+8.9%)，扣非归母净利润32.8亿元(+6.2%)。**医药分销**2025Q1-Q3收入总额6087.3亿元(+1.4%)，归母净利润116.8亿元(+5.5%)，扣非归母净利润84.4亿元(-18.4%)。**中药**2025Q1-Q3收入总额2506亿元(-3.6%)，归母净利润292.7亿元(-0.5%)，扣非归母净利润248.2亿元(-8.3%)。**制药装备及耗材**2025Q1-Q3收入总额88亿元(+1%)，归母净利润3.9亿元(+742.5%)，扣非归母净利润2.8亿元(+1237.3%)。**疫苗**2025Q1-Q3收入174亿元(-49.2%)，归母净利润-9亿元(-121.6%)。
- **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。

分行业来看：

- **创新药及制剂(113家)**：药品板块2025Q1-Q3收入3437.8亿元(+0.6%)，归母净利润342.8亿元(+5.0%)，扣非归母净利润292.5亿元(-2.5%)。分季度看，板块25Q1/25Q2/25Q3收入分别为1118.7/1163.6/1155.5亿元(-4.1%/+1.9%/+4.3%)，归母净利润分别为109.0/120.1/113.8亿元(-24.3%/+24.3%/+32.5%)。随着集采、国谈等“政策底”显现，外部环境变化导致销售费用下降，降本增效成为企业经营主旋律。
- **医疗器械(85家)**：器械板块2025Q1-Q3收入1457亿元(-2.4%)，归母净利润265亿元(-14.4%)，其中Q3收入端业绩同比转正。25Q1-Q3主要受到医保控费DRG、竞争格局等影响，2025年利润承压。细分业务来看，2025Q3医疗设备板块、高耗板块的心脑血管和骨科、低耗板块的医用导管敷料类表现较好。IVD板块、眼科、肾科、手套、药用玻璃瓶、注射穿刺类等有所承压，主要因医疗控费政策加紧、地缘政治紧张和竞争加剧。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。
- **CXO(19家)**：2025Q1-Q3实现收入695.7亿元(+13.0%)；实现归母净利润165.4亿元(+60.0%)；实现扣非净利润总额128.6亿元(+3.5%)。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%)。板块25Q3实现收入247.2亿元(+11.4%)；实现归母净利润52.3亿元(+51.0%)；实现扣非归母净利润50.0亿元(+51.7%)。自2024年四季度至2025年第三季度，板块收入延续增长态势、利润同步快速回升。2025年前三季度板块整体毛利率为40.3%(+2.5pp)、净利率为23.9%(+7.0pp)；销售费用率(2.6%, -0.1pp)、管理费用率(8.8%, -0.9pp)、研发费用率(4.5%, -1.1pp)下降，财务费用率提高(0.6%, +0.7pp)，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/细分市场价格竞争逐渐触底等因素综合导致。

分行业来看：

- 原料药 (37家)：**2025Q1-Q3实现收入782.1亿元 (同比-1.5%)；实现归母净利润114.2亿元 (+6.6%)；扣非归母净利润109.0亿元 (+1.3%)。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 (同比+0.02%)，扣非归母净利润38.2亿元 (+12.9%)；板块2025Q3实现收入253.3亿元 (-4.4%)，归母净利润32.6亿元 (-15.5%)，扣非归母净利润29.9亿元 (-18.2%)。板块利润端波动。从盈利水平看，原料药板块利润率持续修复，2025年前三季度，原料药板块毛利率 (36.0%, +1.0pp)、净利率 (14.2%, +1.0pp) 持续改善，管理费用率 (6.5%, +0.1pp)、销售费用率 (6.0%, -0.4pp)，研发费用率 (6.4%, +0.3pp)、财务费用率 (-0.2%, -0.5pp)。
- 生命科学上游板块 (8家)：**2025Q1-Q3收入60.2亿元 (+0.1%)，归母净利润4.4亿元 (+15.6%)。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。利润端亦有所回暖。2025Q3收入同比转正。从盈利能力看，2025Q1-Q3板块毛利率为49.2% (+4.1pp)，净利率为7.4% (+1pp)，四费率42% (+2.5pp)。
- 医疗服务 (13家)：**2025年Q1-Q3收入总额436亿元 (+0.4%)，归母净利润57.3亿元 (-13.8%)，扣非归母净利润55.1亿元 (-10.9%)。2025Q1/2025Q2/2025Q3收入141.3/141.7/152.6亿元 (+5.0%/-2.8%/-0.7%)，归母净利润18.0/18.4/20.9亿元 (+4.6%/-21.1%/-19.5%)，扣非后归母净利润17.5/17.8/19.8亿元 (+6.4%/-14.9%/-19.1%)。从盈利能力来看，25Q1/25Q2/25Q3医疗服务板块的毛利率为43.6%/45.2%/46.6%，25Q1/25Q2/25Q3四费率分别为32.1%/27.9%/29.7%。
- 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2025前三季度年收入总额约为176亿元(0.5%)，归母净利润总额约37.7亿元(-20.0%)，扣非归母净利润36.1亿元 (-18.5%)，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35.5亿元 (-14.9%)。分季度看，板块25Q1/25Q2/25Q3收入分别为55.0/62.1/59.2亿元 (1.9%/-2.1%/2.1%)，归母净利润分别为13.6/13.5/10.6亿元(-17.0% /-11.6%/-31.5%)。经调整归母净利润分别为12.5/12.7/10.2亿元，分别同比增长-5.1%/-12.0%/-27.0%。血制品板块业绩大幅承压，主要系2024年底以来，医控费政策趋严，报销条件严格，人血白蛋白院内用量减少，血制品企业普遍产能过剩，导致产品价格下降，挤压利润空间。

分行业来看：

- 零售药店 (8家)：**2025Q1-Q3收入总额859亿元(+0.7%)，归母净利润35.2亿元(+8.9%)，扣非归母净利润32.8亿元(+6.2%)。分季度来看，8家公司2025Q1/Q2/Q3收入总额分别为296.1亿元(-0.2%)/281.6亿元(+0.4%)/280.8亿元(+0.0%)，2025Q1/Q2/Q3归母净利润分别为14.5亿元(-4.6%)/11.1亿元(+9.1%)/9.7亿元(+37.8%)。从盈利能力来看，2025Q1/Q2/Q3样本公司整体毛利率为34.2%/34.4%/33.7%，整体费用率为27.2%/28.8%/29.0%。
- 医药分销 (19家)：**2025Q1-Q3收入总额6087.3亿元(+1.4%)，归母净利润116.8亿元(+5.5%)，扣非归母净利润84.4亿元(-18.4%)。分季度看，2025Q1/Q2/Q3收入总额分别为2037.8亿元(-0.3%)/2007.9亿元(+2.1%)/2041.6亿元(+2.6%)；归母净利润分别为38.5(-0.7%)/50(+25.1%)/28.3亿元(-11.4%)。2025Q1-Q3样本公司整体毛利率为9.1%(-0.5pp)，Q1/Q2/Q3毛利率分别为8.9%/9.2%/9.2%(-0.5/-0.9/-0.1pp)，整体费用率为6.3%(-0.2pp)，Q1/Q2/Q3费用率为6.0%/6.5%/6.5%(-0.4/-0.3/-0.1pp)。
- 中药 (63家)：**2025Q1-Q3收入总额2506亿元(-3.6%)，归母净利润292.7亿元(-0.5%)，扣非归母净利润248.2亿元(-8.3%)。分季度来看，2025Q1/2025Q2/2025Q3收入897/830/779.3亿元(-8.7%/-3.4%/-1.0%)，归母净利润120.1/100.9/71.7亿元(-4.4%/+7.9%/-4.6%)，扣非归母净利润112.9/77.4/58.0亿元(-5.2%/-13.2%/-7.5%)。从盈利能力来看，25Q1/25Q2/25Q3中药板块的毛利率为42.0%/41.0%/40.0%，我们认为主要是产品结构变化以及中药材价格虽逐渐回落但整体仍呈现涨价难。2025Q1/25Q2/25Q3四费率分别为26.1%/29.4%/30.4%，其中销售费用率分别为18.8%/20.9%/21.1%，销售费用率有所提升。
- 制药装备及耗材 (5家)：**2025Q1-Q3收入总额88亿元(+1%)，归母净利润3.9亿元(+742.5%)，扣非归母净利润2.8亿元(+1237.3%)。分季度来看，5家公司25Q1/Q2/Q3的收入总额分别为25.6/30.2/31.7亿元，同比-9.1%/+2.7%/+9%，行业需求逐季恢复。25Q1/Q2/Q3毛利率分别为32.1%/36%/37.6%，同比-1.3/+4/+8pp，毛利率恢复趋势明显。
- 疫苗 (11家)：**2025Q1-Q3实现收入174亿元(-49.2%)，归母净利润-9亿元(-121.6%)。单季度看，2025Q1/Q2/Q3单季度收入同比增速分别为-66.6%/-46.3%/-25.1%，单季度归母净利润同比增速分别为-113.7%/-118.7%/-144.9%。从盈利能力来看，2025Q1-3板块毛利率为52.2%(+6.8pp)，净利率为-5%(-16.7pp)，四费率为55.4%(+25.6pp)，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。

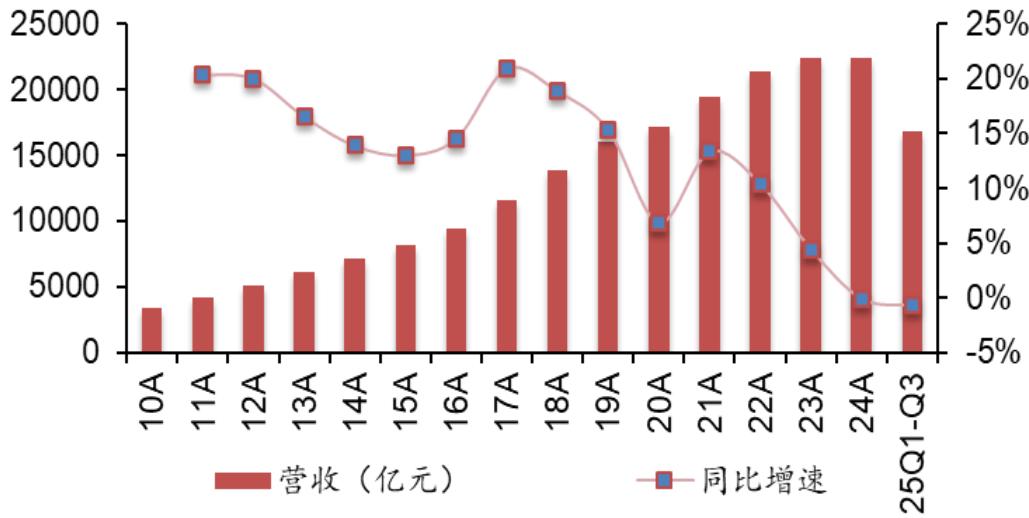
1.1 全行业(包括科创板公司)

- 我们选取了388家医药上市公司(包含科创板)，2025Q1-Q3收入总额**16766.9亿元(-0.7%)**；归母净利润**1427.5亿元(-1.1%)**；扣非归母净利润**1219.9亿元(-8.5%)**。
- 主要剔除了在2024-2025前三季度提取巨额商誉减值损失的企业、ST类、新三板、北交所和2024Q3以后上市的公司。
- 2025前三季度实现收入正增长的公司有197家，占比51%；归母净利润正增长的公司有189家，占比49%。

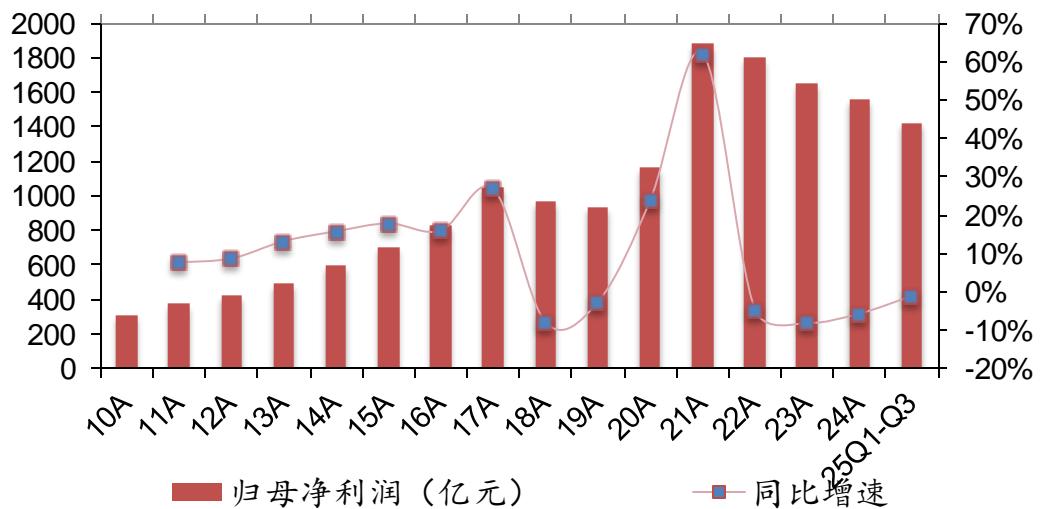
医药行业2025前三季度业绩速览

收入增速	全行业	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-0.7%	12	32	197	191
占比	3%	8%	51%	49%	
归母净利润增速	全行业	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-1.1%	68	93	189	199
占比	18%	24%	49%	51%	

2010-2025前三季度医药行业上市公司收入总额及增速



2010-2025前三季度医药行业上市公司归母净利润总额及增速



1.1 全行业(包括科创板公司)

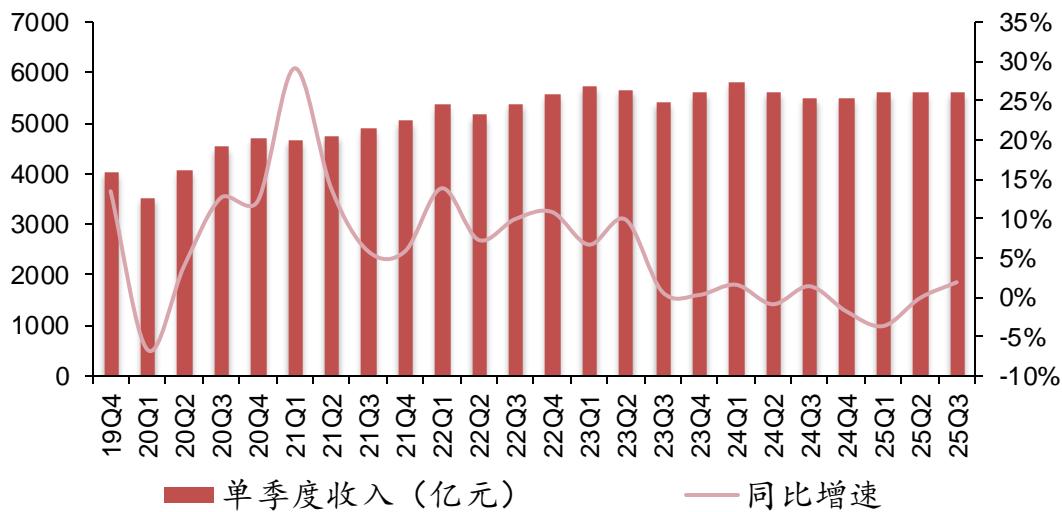
■ 分季度来看，25Q3收入同比回正，扣非归母净利润降幅收窄。

25Q1/Q2/Q3单季度实现收入5586/5593/5588亿元（-3.7%/-0.1%/+1.9%）；实现归母净利润497/510/420亿元（-7.8%/+3.3%/+2.4%）；实现扣非归母净利润442/411/368亿元（-12.9%/-9.9%/-0.7%）。

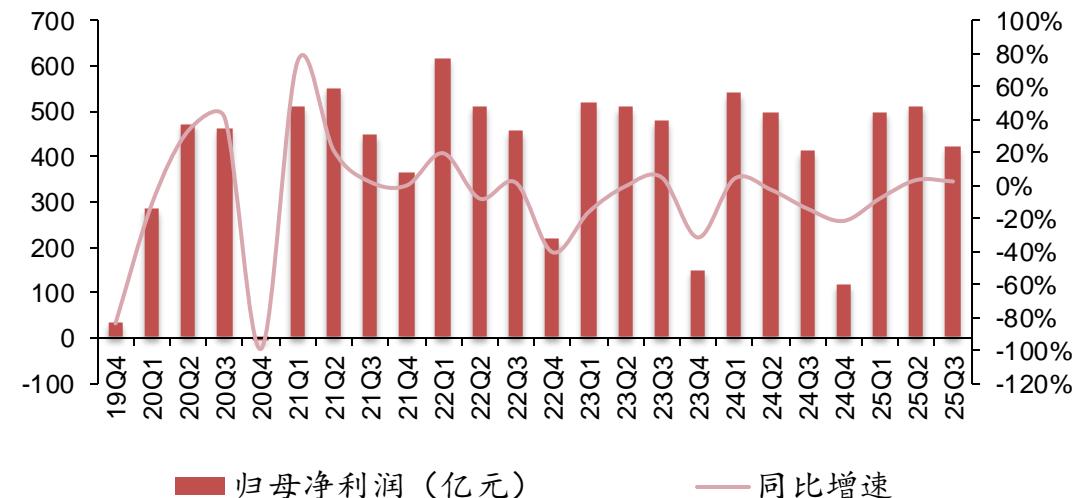
24Q2-25Q3分季度看医药行业整体表现

(亿元)	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
单季度收入	5599.4	5483.6	5490.3	5586.1	5592.7	5588.1
同比增速	-0.9%	1.4%	-1.8%	-3.7%	-0.1%	1.9%
归母净利润	494.0	410.3	116.7	497.0	510.4	420.1
同比增速	-2.6%	-14.1%	-21.5%	-7.8%	3.3%	2.4%
扣非归母净利润	455.6	370.3	59.5	441.7	410.7	367.5
同比增速	1.1%	-10.0%	-51.8%	-12.9%	-9.9%	-0.7%

19Q4~25Q3单季度医药行业上市公司收入总额及增速



19Q4~25Q3单季度医药行业上市公司归母净利润总额及增速



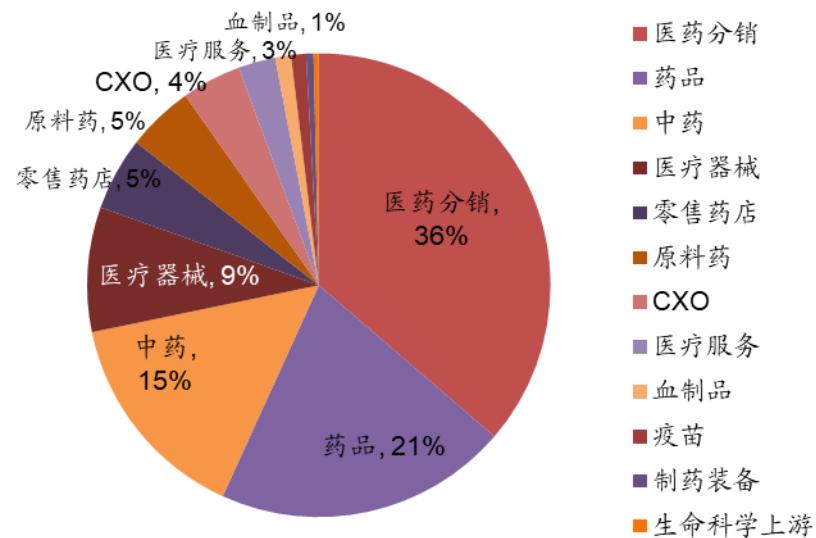
1.1 全行业(包括科创板公司)

- 收入端**，2025前三季度子行业中收入占比最大的为医药分销板块，占比高达36%；占比第二、第三的分别为药品板块、中药板块，占比分别为21%、15%。
- 利润端**，2025前三季度子行业中利润占比最大的为药品板块，占比高达24%；占比第二、第三的分别为中药、医疗器械板块，占比分别为20%、18%。

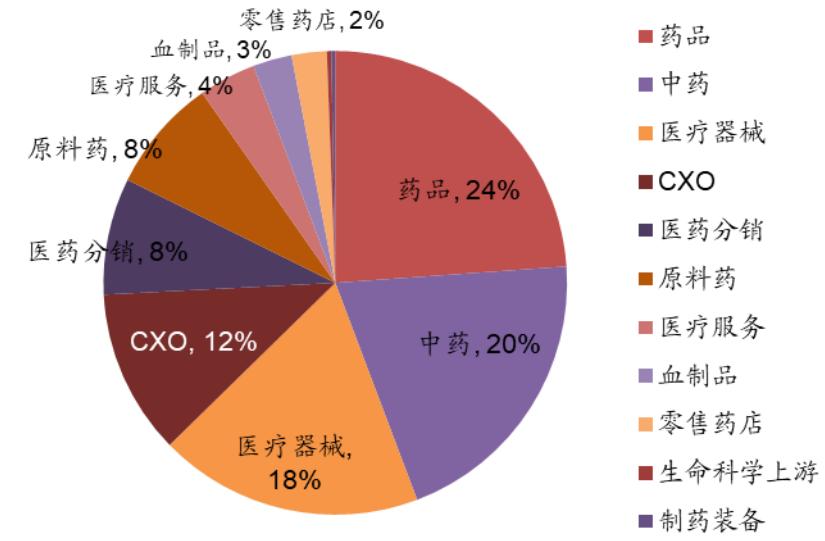
2019-2025前三季度医药行业整体表现

(亿元)	19A	20A	21A	22A	23A	24A	25Q1-Q3
全年营收	16024	17126	19412	21435	22388	22372	16767
同比增速	15.4%	6.9%	13.3%	10.4%	4.4%	-0.1%	-0.7%
归母净利润	939	1163	1886	1800	1654	1560	1428
同比增速	-2.7%	23.9%	62.2%	-4.6%	-8.1%	-5.7%	-1.1%
扣非归母净利润	772	936	1419	1626	1446	1393	1220
同比增速	-7.2%	21.3%	51.6%	14.6%	-11.1%	-3.7%	-8.5%

2025前三季度医药行业子板块收入占全行业比例



2025前三季度医药行业子板块归母净利润占全行业比例



1.1 全行业(包括科创板公司)

- 2025前三季度主要增量贡献：
- 收入：医药分销、CXO、药品
- 毛利：CXO、药品、原料药
- 净利润：CXO、药品、原料药

2025年前三季度医药增量贡献

亿元	收入同比额度	毛利润变动	净利润变动
药品	21.6	47.3	16.4
CXO	79.8	47.4	62.0
疫苗	-168.3	-64.6	-48.6
医疗器械	-35.9	-49.3	-44.4
血制品	-0.7	-11.5	-10.8
零售药店	6.3	0.0	2.9
医疗服务	1.5	-6.4	-9.2
医药分销	86.6	-21.3	6.1
原料药	-11.8	3.7	7.1
中药	-94.9	-52.5	-1.6
生命科学上游	0.0	2.5	0.6
制药装备	0.9	3.6	3.4
全行业	-114.9	-101.1	-16.0

1.1 全行业(包括科创板公司)

■ **结构分化更加明显。**从收入增速看，2025前三季度，CXO(+13%)、医疗分销(+1.4%)、制药装备(+1%)等板块稳健增长。

	收入增速 2025Q1-Q3	归母净利润增速 2025Q1-Q3	毛利率变动 2025Q1-Q3	毛利率水平 2025Q1-Q3
CXO	13.0%	60.0%	2.5pp	40.3%
医药分销	1.4%	5.5%	-0.5pp	9.1%
制药装备	1.0%	742.5%	3.8pp	35.4%
零售药店	0.7%	8.9%	-0.3pp	34.1%
医疗服务	0.4%	-13.8%	-1.6pp	45.2%
生命科学上游	0.1%	15.6%	4.1pp	49.2%
血制品	-0.4%	-21.6%	-6.0pp	45.0%
原料药	-1.5%	6.6%	1.0pp	36.0%
医疗器械	-2.4%	-14.4%	-2.1pp	51.8%
中药	-3.6%	-0.5%	-0.5pp	41.1%
药品	0.6%	5.0%	1.0pp	59.1%
疫苗	-49.2%	-121.6%	6.8pp	52.2%
全行业	-0.7%	-1.1%	-0.4pp	33.7%

1.1 全行业(包括科创板公司)

■ **结构分化更加明显。**从归母净利润增速看，2025前三季度，制药装备(+743%)、CXO(+60%)、生命科学上游(+16%)等板块增长突出。

	收入增速 2025Q1-Q3	归母净利润增速 2025Q1-Q3	毛利率变动 2025Q1-Q3	毛利率水平 2025Q1-Q3
制药装备	1.0%	742.5%	3.8pp	35.4%
CXO	13.0%	60.0%	2.5pp	40.3%
生命科学上游	0.1%	15.6%	4.1pp	49.2%
零售药店	0.7%	8.9%	-0.3pp	34.1%
原料药	-1.5%	6.6%	1.0pp	36.0%
医药分销	1.4%	5.5%	-0.5pp	9.1%
药品	0.6%	5.0%	1.0pp	59.1%
中药	-3.6%	-0.5%	-0.5pp	41.1%
医疗服务	0.4%	-13.8%	-1.6pp	45.2%
医疗器械	-2.4%	-14.4%	-2.1pp	51.8%
血制品	-0.4%	-21.6%	-6.0pp	45.0%
疫苗	-49.2%	-121.6%	6.8pp	52.2%
全行业	-0.7%	-1.1%	-0.4pp	33.7%

1.1 全行业(包括科创板公司)

■ **结构分化更加明显。**从单季度收入增速来看，25Q3 CXO(+11.4%)、制药装备(+9%)、医药分销(+3.6%)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	25Q3	25Q1	25Q2	25Q3	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3
CXO	12.3%	15.3%	11.4%	77.4%	56.2%	51.0%	1.7pp	2.6pp	3.0pp	41.9%
制药装备	-9.1%	2.7%	9.0%	-31.5%	324.4%	493.0%	-1.3pp	4.0pp	8.0pp	37.6%
医药分销	-2.0%	-1.6%	3.6%	-3.0%	-4.0%	68.0%	2.7pp	3.8pp	5.7pp	50.6%
零售药店	-4.5%	-5.5%	3.2%	-11.8%	-21.4%	-7.8%	-1.6pp	-3.2pp	-1.2pp	51.5%
药品	-0.3%	2.1%	2.6%	-0.7%	25.1%	-11.4%	-0.5pp	-0.9pp	-0.1pp	9.2%
血制品	-0.2%	0.4%	2.1%	-4.6%	9.1%	37.8%	0.0pp	-0.2pp	-0.6pp	33.7%
生命科学上游	5.0%	-2.8%	-0.7%	4.6%	-21.1%	-19.5%	-1.0pp	-1.8pp	-1.9pp	46.6%
中药	1.7%	-1.6%	-0.8%	-17.0%	-11.6%	-34.6%	-4.2pp	-5.2pp	-8.4pp	45.9%
原料药	-7.5%	-1.7%	-1.0%	-4.4%	7.9%	-4.6%	-1.0pp	-0.8pp	0.5pp	40.0%
医疗服务	2.0%	-2.1%	-4.4%	44.0%	0.0%	-15.5%	1.9pp	2.1pp	-1.1pp	35.3%
医疗器械	-4.1%	1.9%	-5.1%	-24.3%	24.3%	24.9%	-0.5pp	1.6pp	-0.7pp	56.9%
疫苗	-66.6%	-46.3%	-25.1%	-113.7%	-118.7%	-144.9%	16.6pp	6.0pp	-5.6pp	49.9%
全行业	-3.7%	-0.1%	1.9%	-7.8%	3.3%	2.4%	-0.7pp	-0.5pp	0.2pp	32.7%

1.1 全行业(包括科创板公司)

■ **结构分化更加明显。**从单季度归母净利润增速看，25Q3 制药装备 (+493%)、生命科学上游 (+68%)、CXO (+51%)等板块增长突出。

	收入增速			归母净利润增速			毛利率变动			毛利率水平
	25Q1	25Q2	25Q3	25Q1	25Q2	25Q3	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3
制药装备	-9.1%	2.7%	9.0%	-31.5%	324.4%	493.0%	-1.3pp	4.0pp	8.0pp	37.6%
生命科学上游	-2.0%	-1.6%	3.6%	-3.0%	-4.0%	68.0%	2.7pp	3.8pp	5.7pp	49.9%
CXO	12.3%	15.3%	11.4%	77.4%	56.2%	51.0%	1.7pp	2.6pp	3.0pp	41.9%
零售药店	-0.2%	0.4%	2.1%	-4.6%	9.1%	37.8%	0.0pp	-0.2pp	-0.6pp	51.5%
药品	-4.1%	1.9%	4.3%	-24.3%	24.3%	32.5%	-0.5pp	1.6pp	1.9pp	50.6%
中药	-7.5%	-1.7%	-1.0%	-4.4%	7.9%	-4.6%	-1.0pp	-0.8pp	0.5pp	45.9%
医疗器械	-4.5%	-5.5%	3.2%	-11.8%	-21.4%	-7.8%	-1.6pp	-3.2pp	-1.2pp	56.9%
医药分销	-0.3%	2.1%	2.6%	-0.7%	25.1%	-11.4%	-0.5pp	-0.9pp	-0.1pp	35.3%
原料药	2.0%	-2.1%	-4.4%	44.0%	0.0%	-15.5%	1.9pp	2.1pp	-1.1pp	46.6%
医疗服务	5.0%	-2.8%	-0.7%	4.6%	-21.1%	-19.5%	-1.0pp	-1.8pp	-1.9pp	9.2%
血制品	1.7%	-1.6%	-0.8%	-17.0%	-11.6%	-34.6%	-4.2pp	-5.2pp	-8.4pp	40.0%
疫苗	-66.6%	-46.3%	-25.1%	-113.7%	-118.7%	-144.9%	16.6pp	6.0pp	-5.6pp	33.7%
全行业	-3.7%	-0.1%	1.9%	-7.8%	3.3%	2.4%	-0.7pp	-0.5pp	0.2pp	32.7%

1.1 全行业(包括科创板公司)

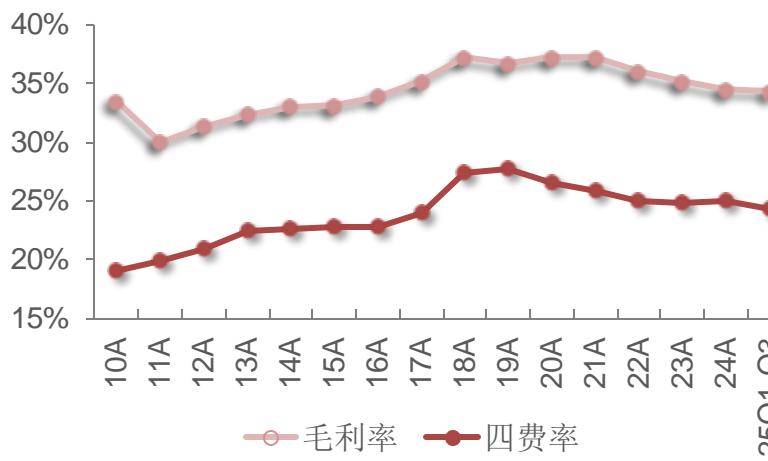
■ 盈利分析：2025前三季度四费率基本持平

2025前三季度累计收入同比下降0.7%，毛利同比下降1.8%，归母净利润同比下降1.1%。

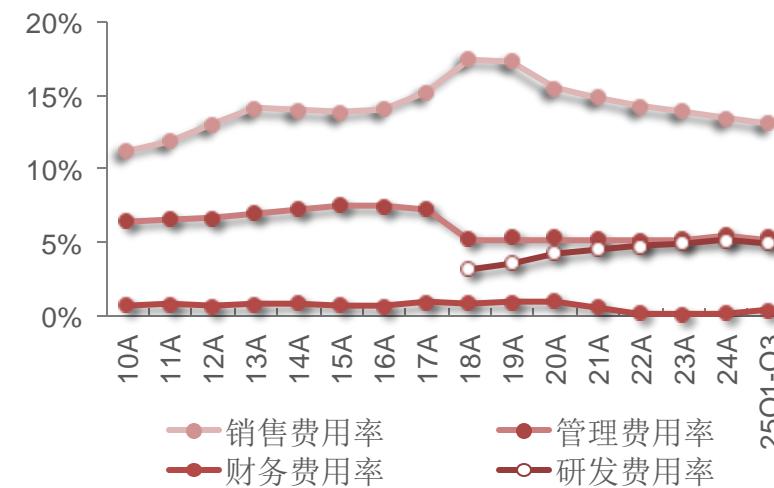
- 销售费用率13%，同比降低0pp。
- 管理费用率5%，同比增加0.1pp。
- 财务费用率0%，同比增加0.1pp。
- 研发费用率5%，同比增加0.2pp。

医药行业整体	25Q1-Q3 yoy	25Q1-Q3 增加额 (亿元)	对应费用率	费用率 +pp
营业收入	-0.7%	-115		
毛利润	-1.8%	-101		
归母净利润	-1.1%	-16		
销售费用	-1.0%	-22	13%	-0.0
管理费用	+2.1%	19	5%	0.1
财务费用	14.8%	8	0%	0.1
研发费用	+2.8%	23	5%	0.2

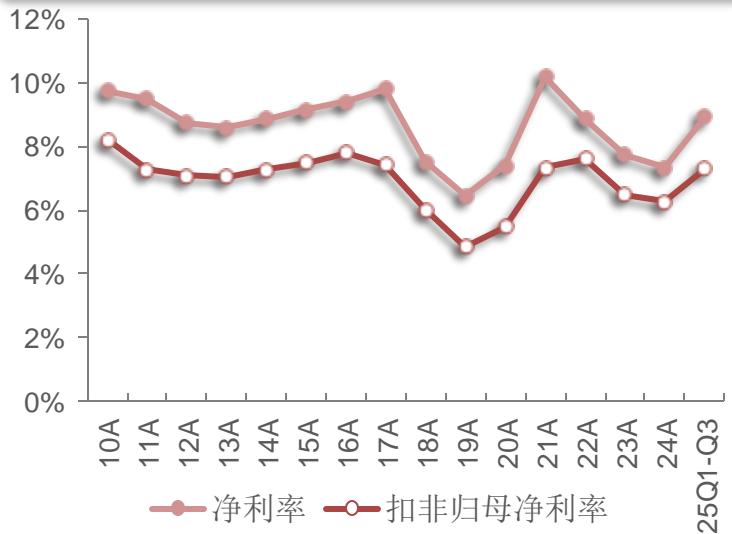
2010年-2025前三季度医药行业上市公司
毛利率及四费率



2010年-2025前三季度医药行业上市公司
费用率



2010年-2025前三季度医药行业上市公司
净利率及扣非归母净利率



1.1 全行业(包括科创板公司)

■ 2025前三季度销售费用率同比减少，研发费用率保持平稳

- 2025前三季度全行业销售费用同比减少22亿元，主要受中药板块影响。总销售费用率维持13.1%。
- 2025前三季度全行业研发费用同比增加23亿元，主要来自药品子版块研发费用上升。总体研发费用率为5%。

销售费用	费率		费率同比变动		绝对值(亿元)		绝对值同比增加	
	25Q1-Q3	25Q3	25Q1-Q3	25Q3	25Q1-Q3	25Q3	25Q1-Q3	25Q3
药品	24.4%	24.5%	0.3pp	-0.1pp	837.3	283.5	14.8	10.8
CXO	2.6%	2.5%	-0.1pp	-0.1pp	18.3	6.3	1.5	0.4
疫苗	29.5%	31.1%	13.2pp	5.2pp	51.4	21.4	-4.4	-2.4
医疗器械	16.1%	17.0%	0.8pp	1.6pp	234.9	83.0	6.0	10.0
血制品	8.1%	12.3%	-0.2pp	1.0pp	15.0	8.2	-0.4	0.6
零售药店	23.4%	23.8%	-0.7pp	-1.4pp	200.7	66.7	-4.3	-2.5
医疗服务	12.4%	12.9%	-0.5pp	0.3pp	53.8	19.6	-1.8	0.3
医药分销	3.5%	3.6%	-0.1pp	0.0pp	215.2	73.1	-3.3	1.2
原料药	6.0%	6.3%	-0.5pp	0.3pp	46.7	15.9	-4.3	0.1
中药	20.2%	21.1%	-0.3pp	0.7pp	505.9	164.1	-26.5	4.2
生命科学上游	17.5%	17.5%	1.0pp	0.8pp	10.5	3.7	0.6	0.3
制药装备	9.3%	8.6%	0.0pp	-0.2pp	8.1	2.7	0.1	0.2
全行业	13.1%	13.4%	0.0pp	0.2pp	2197.7	748.2	-22.0	23.3
研发费用	费率		费率同比变动		绝对值(亿元)		绝对值同比增加	
	25Q1-Q3	25Q3	25Q1-Q3	25Q3	25Q1-Q3	25Q3	25Q1-Q3	25Q3
药品	13.7%	14.3%	0.9pp	0.8pp	472.2	165.4	34.7	15.9
CXO	4.5%	4.5%	-1.1pp	-0.8pp	31.5	11.2	-3.2	-0.6
疫苗	15.3%	14.0%	6.4pp	3.3pp	26.5	9.6	-3.9	-0.2
医疗器械	9.5%	9.7%	0.0pp	-0.6pp	139.0	47.6	-4.0	-1.4
血制品	3.4%	3.3%	-0.2pp	-0.2pp	6.3	2.2	-0.4	-0.2
零售药店	0.2%	0.2%	0.1pp	0.1pp	1.6	0.6	0.6	0.3
医疗服务	1.9%	1.8%	0.0pp	0.0pp	8.1	2.7	0.0	-0.1
医药分销	0.3%	0.4%	0.0pp	0.0pp	20.2	7.2	-0.8	0.5
原料药	6.4%	6.7%	0.3pp	0.3pp	50.3	16.9	1.9	0.0
中药	2.6%	3.0%	0.0pp	0.3pp	64.7	23.2	-1.2	2.2
生命科学上游	12.3%	12.0%	0.2pp	0.0pp	7.4	2.6	0.1	0.1
制药装备	9.5%	9.3%	-1.0pp	-2.0pp	8.3	2.9	-0.8	-0.3
全行业	5.0%	5.2%	0.2pp	0.2pp	836.2	292.2	23.0	16.1

1.2 美股前15名医药公司

■ 2025前三季度美股前15公司的收入总计5520.8亿美元 (+8%) , 其中25Q3收入总计1953.7亿美元 (+6%) 。

单位: 亿美元	2025Q1-Q3		单季度收入			单季度增速			
	公司简称	收入	增速	25Q1	25Q2	25Q3	25Q1	25Q2	25Q3
强生公司	强生公司	696.3	5%	218.9	237.4	239.9	2%	6%	7%
默克	默克	486.1	0%	155.3	158.1	172.8	-2%	-2%	4%
礼来	礼来	458.9	46%	127.3	155.6	176.0	45%	38%	54%
辉瑞制药	辉瑞制药	450.2	-2%	137.2	146.5	166.6	-8%	10%	-6%
艾伯维	艾伯维	445.4	8%	133.4	154.2	157.8	8%	7%	9%
阿斯利康	阿斯利康	432.4	10%	135.9	144.6	151.9	7%	12%	12%
诺华制药	诺华制药	428.1	12%	136.2	148.4	143.6	12%	15%	9%
赛诺菲-安万特	赛诺菲-安万特	405.0	-1%	114.5	136.7	153.8	-5%	13%	-8%
诺和诺德	诺和诺德	361.5	18%	113.0	131.5	117.0	19%	35%	2%
百时美施贵宝	百时美施贵宝	356.9	-1%	112.0	122.7	122.2	-6%	1%	3%
葛兰素史克	葛兰素史克	323.3	4%	96.9	115.8	110.6	4%	16%	-7%
安进	安进	268.9	10%	81.5	91.8	95.6	9%	9%	12%
吉利德科学	吉利德科学	215.2	2%	66.7	70.8	77.7	0%	2%	3%
再生元制药	再生元制药	104.6	0%	30.3	36.8	37.5	-4%	4%	1%
福泰制药	福泰制药	88.1	9%	27.7	29.6	30.8	3%	12%	11%
美股前15总计	美股前15总计	5520.8	8%	1,686.7	1,880.4	1,953.7	5%	11%	6%

1.2 美股前15名医药公司

■ 2025前三季度美股前15公司的市场、销售及管理费用共计1266.1亿美元，同比-5.8%，市场、销售及管理费用费用率22.9%，同比-3.2pp。

单位：亿美元	2022/12			2023/12			2024/12			2025/9		
公司简称	市场、销售及管理费用	同比	费用率									
强生公司	247.7	0.4%	26.1%	215.1	-13.1%	25.3%	228.7	6.3%	25.7%	169.2	3.1%	24.3%
阿斯利康	184.2	20.9%	41.5%	192.2	4.3%	55.6%	199.8	4.0%	49.0%	144.4	-0.9%	33.4%
艾伯维	152.6	23.6%	26.3%	128.7	-15.6%	23.7%	147.5	14.6%	26.2%	101.2	-7.2%	22.7%
葛兰素史克	101.1	-31.8%	34.5%	119.6	18.3%	39.4%	137.9	15.3%	44.0%	86.7	-22.5%	26.8%
诺华制药	142.5	-4.3%	27.5%	125.2	-12.2%	26.8%	125.7	0.4%	24.3%	98.1	8.2%	22.9%
赛诺菲-安万特	134.2	6.5%	29.6%	142.3	6.0%	30.6%	113.2	-20.5%	25.6%	94.3	-10.8%	23.3%
辉瑞制药	172.9	5.4%	17.2%	195.0	12.8%	33.3%	200.2	2.6%	31.5%	132.8	-7.7%	29.5%
诺和诺德	72.9	16.7%	34.0%	91.4	25.4%	3.9%	93.5	2.3%	3.2%	83.1	18.0%	23.0%
礼来	64.4	0.1%	22.6%	74.0	14.9%	21.7%	85.9	16.1%	19.1%	79.6	29.1%	17.4%
默克	100.4	4.2%	16.9%	105.0	4.6%	17.5%	108.2	3.0%	16.9%	78.4	-1.5%	16.1%
百时美施贵宝	174.1	-1.7%	37.7%	168.2	-3.4%	37.4%	172.9	2.8%	35.8%	75.8	-43.7%	21.2%
安进	54.1	0.9%	20.6%	61.8	14.1%	21.9%	71.0	14.8%	21.2%	51.0	-2.3%	19.0%
吉利德科学	56.7	8.1%	20.8%	60.9	7.4%	22.5%	60.9	0.0%	21.2%	39.8	-4.9%	18.5%
再生元制药	21.2	15.9%	17.4%	26.3	24.4%	20.1%	29.5	12.3%	20.8%	19.3	-11.0%	18.4%
福泰制药	9.4	12.5%	10.6%	11.4	20.3%	11.5%	14.6	28.8%	13.3%	12.7	16.5%	14.4%
美股前15总计	1688.4	2.8%	25.8%	1,717.1	1.7%	21.3%	1789.4	4.2%	19.6%	1,266.1	-5.8%	22.9%

1.2 美股前15名医药公司

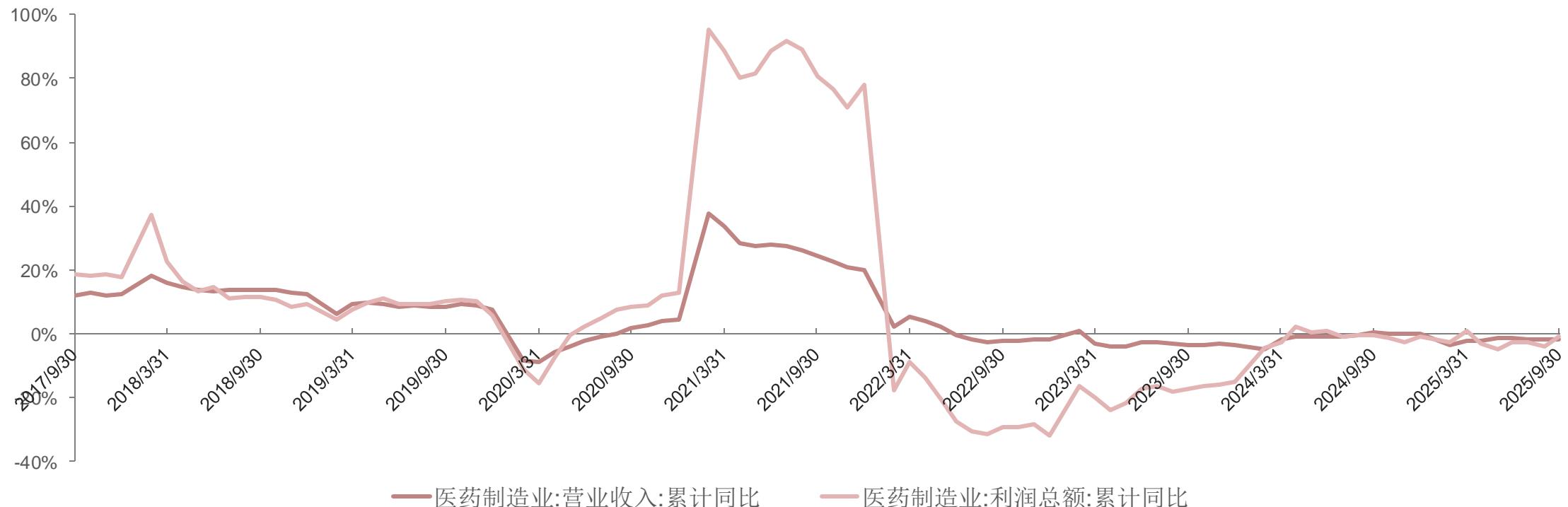
■ 2025前三季度美股前15公司研发费用共计1091.1亿美元，同比+1.8%，研发费用率19.8%，同比-1.1pp。

单位：亿美元	2022/12			2023/12			2024/12			2025/9		
公司简称	研发费用	同比	研发费用率									
默克	135.5	10.6%	22.9%	305.3	125.4%	50.8%	179.4	-41.2%	28.0%	119.0	-10.9%	24.5%
强生公司	146.0	-0.8%	15.4%	150.9	3.3%	17.7%	172.3	14.2%	19.4%	104.1	-14.1%	15.0%
阿斯利康	97.6	0.3%	22.0%	109.4	12.0%	23.9%	135.8	24.2%	25.1%	103.7	16.4%	24.0%
礼来	71.9	2.3%	25.2%	93.1	29.5%	27.3%	109.9	18.0%	24.4%	95.4	19.7%	20.8%
艾伯维	65.1	-8.1%	11.2%	76.8	17.9%	14.1%	127.9	66.7%	22.7%	65.2	8.3%	14.6%
诺华制药	100.0	4.8%	19.3%	113.7	13.8%	24.4%	100.2	-11.9%	19.4%	80.4	11.9%	18.8%
百时美施贵宝	95.1	-16.2%	20.6%	93.0	-2.2%	20.7%	111.6	20.0%	23.1%	73.7	-7.6%	20.6%
辉瑞制药	114.3	-17.4%	11.4%	106.8	-6.6%	18.3%	108.2	1.3%	17.0%	86.3	10.9%	19.2%
葛兰素史克	54.9	4.0%	18.7%	62.2	13.4%	20.5%	64.0	2.9%	20.4%	69.6	18.8%	21.5%
赛诺菲-安万特	67.1	17.8%	14.8%	67.3	0.3%	14.5%	73.9	9.9%	16.7%	65.1	10.8%	16.1%
诺和诺德	34.5	27.3%	16.1%	48.3	40.0%	14.0%	67.4	39.7%	16.6%	58.8	14.8%	16.3%
安进	44.3	-8.0%	16.8%	47.8	7.9%	17.0%	59.6	24.7%	17.8%	51.3	21.0%	19.1%
吉利德科学	49.8	-7.2%	18.2%	57.2	14.9%	21.1%	59.1	3.3%	20.5%	47.0	-44.4%	21.8%
再生元制药	38.5	32.3%	31.6%	46.3	20.2%	35.3%	52.3	13.1%	36.8%	42.2	13.6%	40.4%
福泰制药	25.4	-16.7%	28.4%	31.6	24.5%	32.0%	36.3	14.8%	32.9%	29.4	11.6%	33.3%
美股前15总计	1139.9	-1.2%	17.4%	1,409.6	23.7%	22.8%	1458.1	3.4%	21.6%	1,091.1	1.8%	19.8%

1.3 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1-9月全国规模以上医药制造业实现营业收入18211.4亿元，同比下降2%。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。预计2025Q4医药工业整体增速有望回暖。

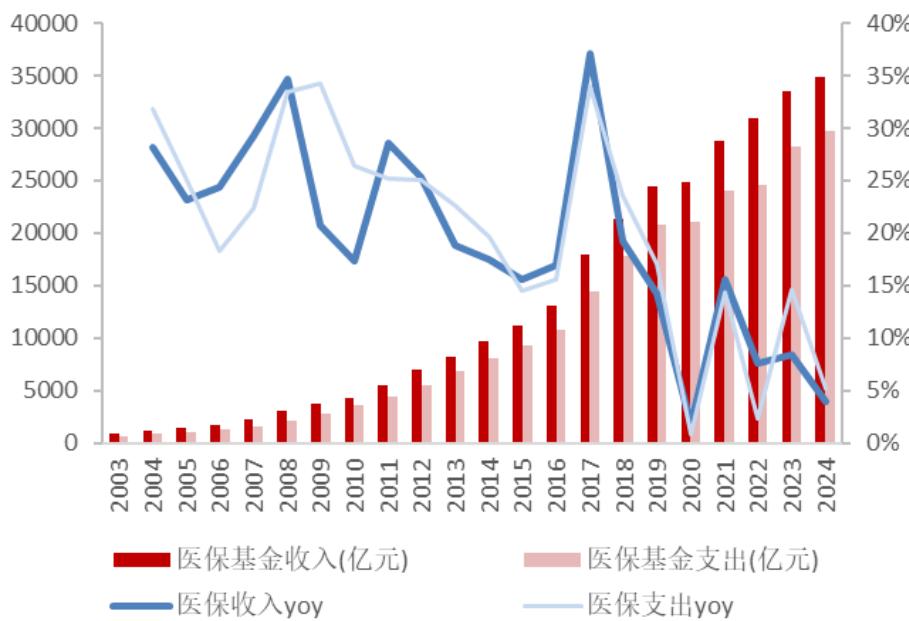
医药工业收入及利润累计同比增速（统计局）



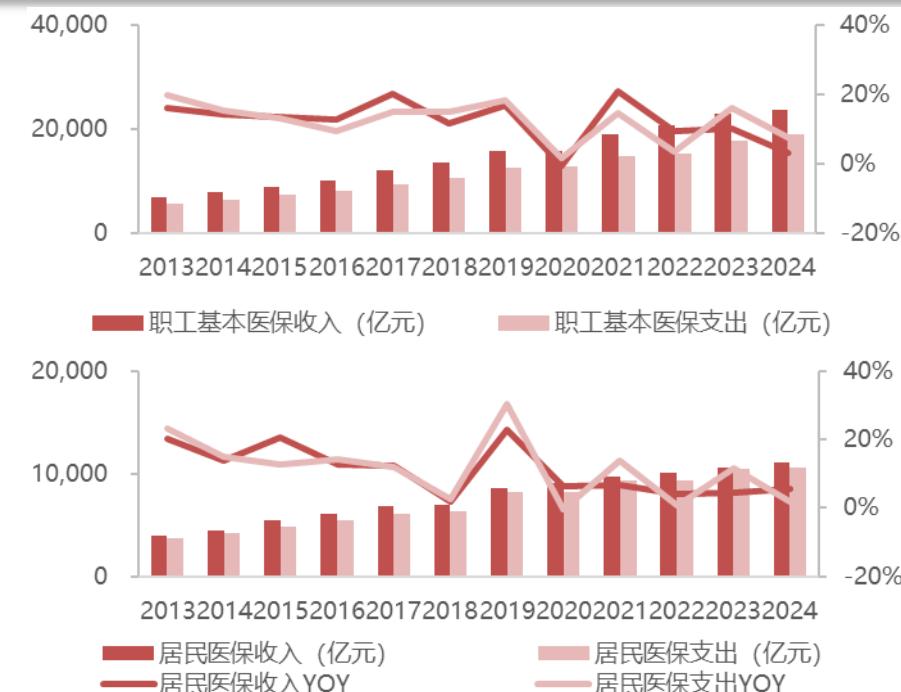
1.4 医保基金情况：2024年当期结余增速连续两年告负，医保控费刻不容缓

- 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1-9月医保统筹基金收入为21085.7亿元(+5%)，其中职工13513.52亿元，城乡居民7572.18亿元；统筹医保基金支出为17279.6亿元(-2%)，其中职工9895.02亿元(含生育保险)，城乡居民7384.57亿元。

2003-2024年医保收支及增速



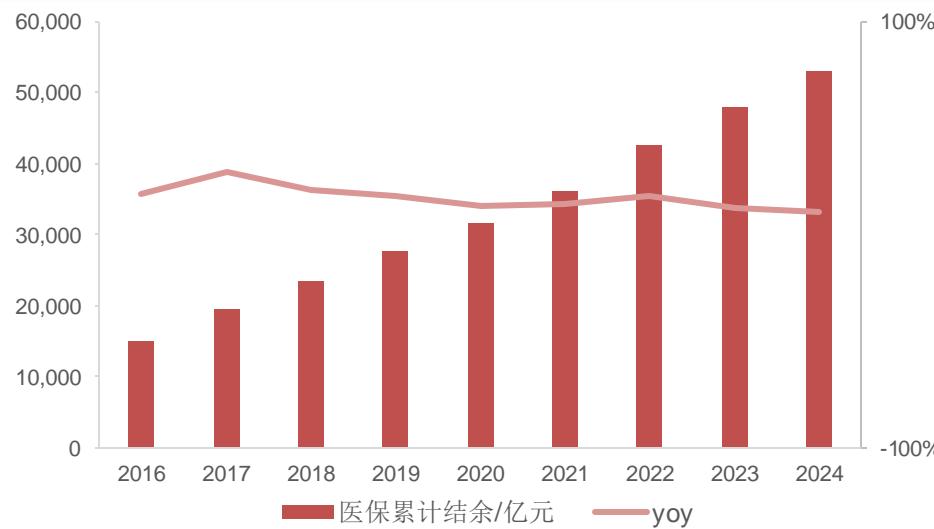
2013-2024年职工/城乡居民医保收支及增速



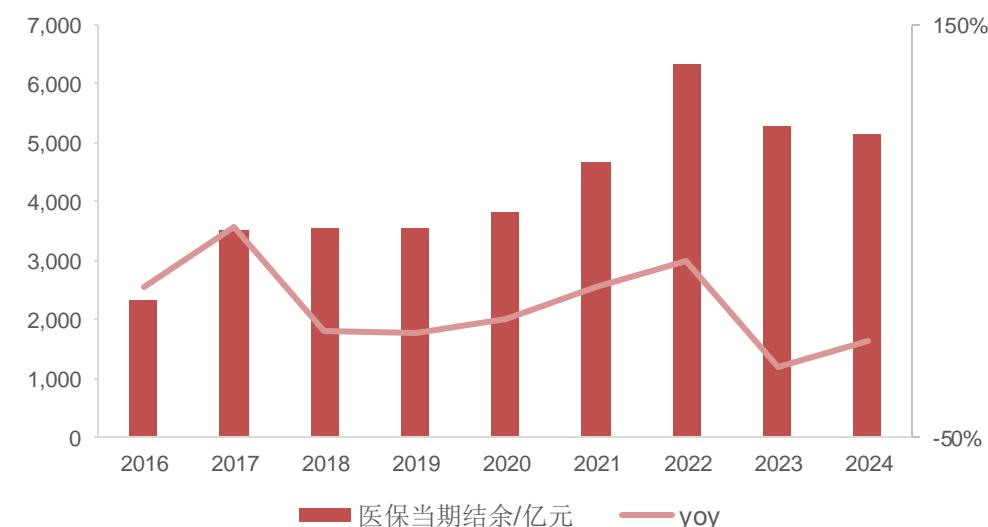
1.4 医保基金情况：2024年当期结余增速连续两年告负，医控费刻不容缓

- 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2024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。
- 2025前三季度医控费成果显现，运营效率改善。** 2024年当期结余5134亿元（-3%），2023/2024年当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。2025年1-9月医保基金结余3806亿元，结余率（结余/收入）18.1%，同比+3.5pp，运营效率持续改善。

2016-2024年医保收支及增速



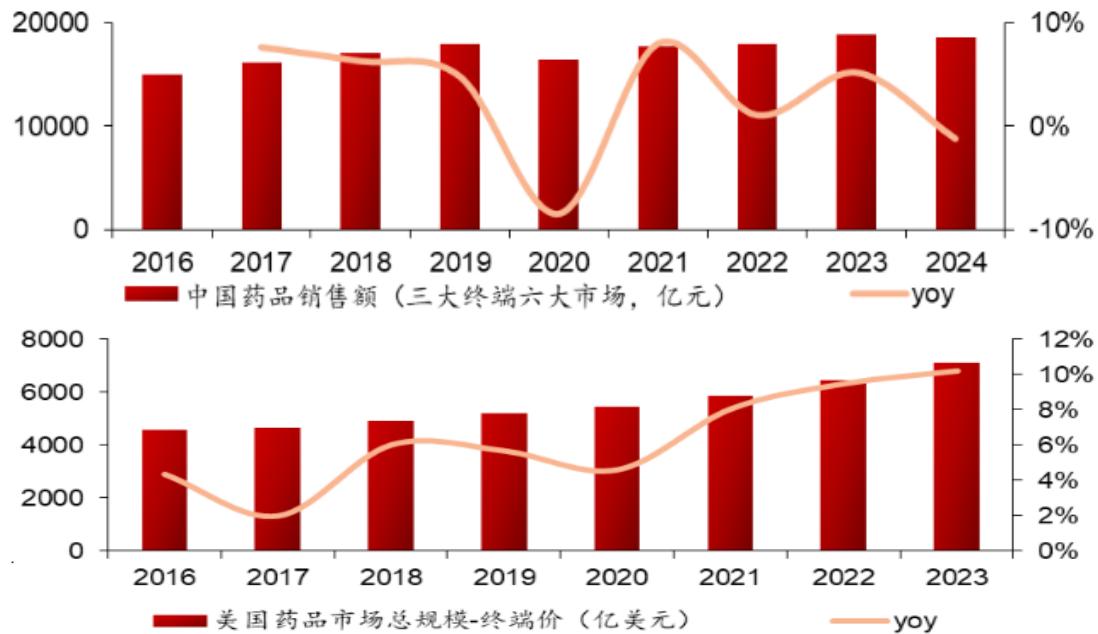
2016-2024年职工/城乡居民医保收支及增速



1.5 创新药商业化：国产创新药销售规模普遍偏小，提升空间广阔

- **美国药品市场稳定增长，中国增速波动较大。** 从中美药品市场总规模来看，1) 据IQVIA，美国药品市场规模从2016年的4560亿美元稳健增长至2023年的7110亿美元，2021年后增速进一步提高，2023年达到10.2%；2) 据米内网，中国药品市场规模从2016年14975亿元（约2069亿美元）增长至2024年的18638亿元（约2575亿美元）。2016-2023年中美药品市场规模CAGR分别为3.4%/6.6%。
- **国产创新药销售规模普遍偏小，增速较为稳健。** 2025H1中国药品销售TOP10（化药及生物药）中最高达格列净39+亿元，最低为充足人血小板生成素25+亿元。全球药品销售TOP10中最高为司美格鲁肽166亿美元，最低为Trikafta/Kaftrio 51亿美元。从增速看，25H1我国TOP10药品同比增速最高的是信迪利单抗（+43%），其余多在5%-20%区间。

中美药品市场规模及增速



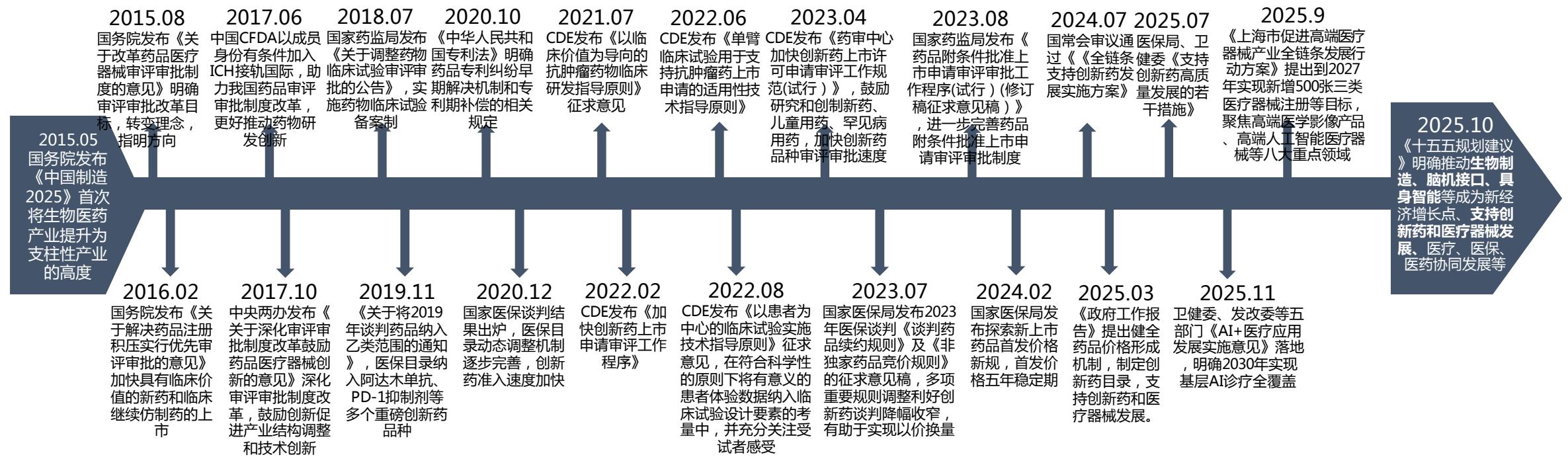
2025H1中国和全球药品销售TOP10

	中国TOP10	销售额 (亿元)	yoY	全球TOP10	销售额 (亿美元)	yoY
1	达格列净	39+	13%	司美格鲁肽	166	30%
2	阿托伐他汀	34+	6%	帕博利珠单抗	152	7%
3	司美格鲁肽	32+	<5%	替尔泊肽	147	121%
4	信迪利单抗	32+	43%	度普利尤单抗	80	21%
5	奥希替尼	28+	<5%	利生奇珠单抗	78	66%
6	替雷利珠单抗	28+	20%	阿哌沙班	72	2%
7	沙库巴曲缬沙坦	27+	15%	达雷妥尤单抗	68	22%
8	头孢哌酮舒巴坦	27+	6%	Biktarvy	67	8%
9	贝伐珠单抗	26+	13%	恩格列净	64	-
10	重组人血小板生成素	25+	<5%	Trikafta/Kaftrio	51	3%

1.6 医药行业相关政策：十五五规划明确“支持创新药械发展”，关注政策面对产业发展的支撑、支付端的改善

■ **十五规划全文发布，明确支持创新药械发展。**10月28日，中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议正式发布。具体来看，规划明确提出1)前瞻布局未来产业，首次提出**推动生物制造、脑机接口、具身智能等成为新经济增长点**，促进中小企业专精特新发展，培育独角兽企业。2)加快人工智能等数智技术创新，**全面实施“人工智能+”行动**。3) **支持创新药和医疗器械发展**；4)医疗、医保、医药“三医”协同发展。我们认为，创新药械以及AI医疗将为十五五重点发展方向，预计高端医疗设备国产化进入加速期，生物医药产业将迎来黄金发展期。

医药行业相关政策汇总



- **我们选取了113家A股药品公司**，药品板块2025Q1-Q3收入3437.8亿元(+0.6%)，归母净利润342.8亿元(+5.0%)，扣非归母净利润292.5亿元(-2.5%)。归母净利润增速显著高于收入增速，主要系24Q4起外部环境变化导致营业成本逐渐下降，降本增效成为主旋律。**1) 从盈利能力看**，2025Q1-Q3板块毛利率为59.1%(+1.0pp)，净利率为10.8%(+0.2pp)，四费率为46.9%(+1.5pp)，其中销售费用率24.4%(+0.3pp)，管理费用率8.5%(+0.2pp)，研发费用率13.7%(+0.9pp)。随着集采、国谈等“政策底”显现，外部环境变化导致企业营业成本下降，降本增效成为企业经营主旋律，2025年板块净利率整体呈上升趋势。**2) 从增速来看**，药品板块收入增速为正的公司共55家，占比49%，其中超过50%增速的10家、超过30%增速的20家；归母净利润增速为正的公司共64家，占比57%，其中超过50%增速的22家、超过30%增速的33家。**3) 分季度看**，板块25Q1/25Q2/25Q3收入分别为1118.7/1163.6/1155.5亿元(-4.1%/+1.9%/+4.3%)，归母净利润分别为109.0/120.1/113.8亿元(-24.3% /+24.3%/+32.5%)。季度盈利能力，Q1、Q2、Q3销售费用率同比+0.6pp、+0.3pp、-0.1pp，板块整体盈利能力稳中有升，Q1、Q2、Q3毛利率为58.0%(-0.5pp)、59.6% (+1.6pp)、59.6% (+1.9pp)；净利率分别为9.7%(-2.6pp)、10.3% (+1.9pp)、9.9%(+2.1pp)。
- **我们选取了75家创新药相关公司**，A股创新药板块2025Q1-Q3收入2828.9亿元(+2.3%)，归母净利润303.0亿元(+9.7%)，扣非归母净利润261.8亿元(+1.1%)。对比113家药品板块公司2025Q1-Q3收入总额增速为0.6%、归母净利润总额增速为5.0%，**创新药板块表现显著优于药品板块，尤其体现在利润层面**。主要系部分创新药企进入研发成果兑现期，除创新产品利润率较高外，BD出海等授权收入也能直接增厚利润。**1) 从盈利能力看**，2025Q1-Q3板块毛利率为63.8%(+1.4pp)，净利率为11.5%(+0.5pp)，四费率为50.8%(+1.7pp)，销售费用率26.2%(+0.6pp)，管理费用率8.5%(+0.1pp)，研发费用率15.8% (+0.9pp)。**2) 从增速来看**，创新药板块收入增速为正的公司共44家，占比59%，其中超过50%增速的10家、超过30%增速的19家；归母净利润增速为正的公司共49家，占比65%，其中超过50%增速的15家、超过30%增速的25家。**3) 分季度看**，创新药板块25Q1/25Q2/25Q3收入分别为908.1/959.4/961.5亿元(-3.5%/+4.0%/+6.5%)，归母净利润分别为92.4/104.4/106.2亿元(-26.3% /+33.3%/+46.6%)。季度盈利能力，2025Q3板块毛利率64.4%(+2.4pp)，净利率11.0%(+3.0pp)，研发费用率16.3% (+0.7pp)，随着集采、国谈等“政策底”显现，外部环境变化导致企业营业成本下降，降本增效成为企业经营主旋律，2024Q4以来板块净利率整体呈上升趋势。
- **IPO与配售(定增)活跃，港股为创新药企业融资主要市场**。今年A股创新药板块定增事件三条，包括百利天恒、迪哲医药-U和华海药业，分别募资37.64、17.96和6.00亿元，融资总金额达61.60亿元。根据Wind行业分类，2025年医药生物板块A股IPO上市共计9家，其中主板上市的包括威高血净和技源集团，融资金额共计75.64亿元。根据恒生行业分类，2025年医药生物板块H股IPO上市共计22家，融资金额达342.02亿港元。今年H股创新药板块配售事件共计39条，募集总额达332.76亿港元。港股的IPO与配售融资均非常活跃，已成为创新药企业的主要融资目标市场。

累计业绩回顾

- **我们选取了113家A股药品公司**，药品板块2025Q1-Q3收入3437.8亿元(+0.6%)，归母净利润342.8亿元(+5.0%)，扣非归母净利润292.5亿元(-2.5%)。归母净利润增速显著高于收入增速，主要系24Q4起外部环境变化导致营业成本逐渐下降，降本增效成为主旋律。
- **从盈利能力看**，2025Q1-Q3板块毛利率为59.1%(+1.0pp)，净利率为10.8%(+0.2pp)，四费率为46.9%(+1.5pp)，其中销售费用率24.4%(+0.3pp)，管理费用率8.5%(+0.2pp)，研发费用率13.7%(+0.9pp)。随着集采、国谈等“政策底”显现，外部环境变化导致企业营业成本下降，降本增效成为企业经营主旋律，2025年板块净利率整体呈上升趋势。
- **从增速来看**，药品板块收入增速为正的公司共55家，占比49%，其中超过50%增速的10家、超过30%增速的20家；归母净利润增速为正的公司共64家，占比57%，其中超过50%增速的22家、超过30%增速的33家。

药品板块2020-2025前三季度关键财务数据（累计）

(亿元)	20A	21A	22A	23A	24A	25前三季度
营收	3489.7	3940.3	4061.5	4287.1	4532.0	3437.8
同比增速	-1.9%	12.9%	3.1%	5.5%	5.7%	0.6%
归母净利润	140.9	246.4	158.8	221.7	325.3	342.8
同比增速	-14.7%	74.9%	-35.5%	39.6%	46.7%	5.0%
毛利率	58.3%	57.4%	55.3%	56.4%	57.9%	59.1%
净利率	6.9%	4.6%	5.9%	7.9%	10.8%	10.5%
销售费用率	29.8%	28.7%	27.7%	26.2%	24.5%	24.4%
管理费用率	8.9%	8.2%	8.3%	8.6%	8.6%	8.5%
财务费用率	1.0%	0.6%	0.5%	0.1%	0.1%	0.3%
研发费用率	12.1%	12.4%	13.3%	13.9%	13.7%	13.7%

药品板块2025年前三季度业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	0.63%	10	20	55	58
占比	9%	18%	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	5.03%	22	33	64	49
占比	19%	29%	57%	43%	

季度业绩回顾

- **分季度看**，板块25Q1/25Q2/25Q3收入分别为1118.7/1163.6/1155.5亿元(-4.1%/+1.9%/+4.3%)，归母净利润分别为109.0/120.1/113.8亿元(-24.3%/+24.3%/+32.5%)。
- **从盈利能力看**，Q1、Q2、Q3销售费用率同比+0.6pp、+0.3pp、-0.1pp，板块整体盈利能力稳中有升，Q1、Q2、Q3毛利率为58.0%(-0.5pp)、59.6%(+1.6pp)、59.6%(+1.9pp)；净利率分别为9.7%(-2.6pp)、10.3%(+1.9pp)、9.9%(+2.1pp)。

药品板块23Q1-25Q3业绩速览

(亿元)	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
营收	1066.2	1083.6	1049.9	1087.4	1167.0	1141.6	1107.6	1115.8	1118.7	1163.6	1155.5
同比增速	7.2%	11.6%	1.4%	2.3%	9.4%	5.2%	5.5%	2.6%	-4.1%	1.9%	4.3%
归母净利润	70.9	65.7	99.5	-14.3	143.9	96.6	85.9	-1.1	109.0	120.1	113.8
同比增速	7.4%	59.5%	176%	-192%	103%	47%	-14%	-92%	-24%	24.3%	32.5%

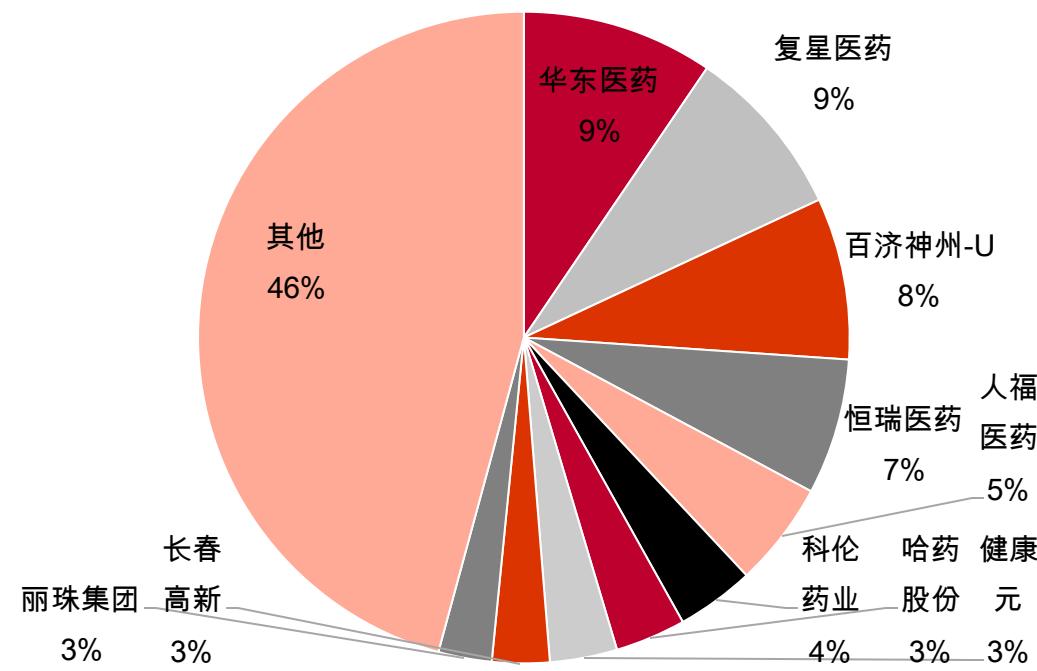
药品板块23Q1-25Q3盈利能力指标概览

(亿元)	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
毛利率	55.8%	56.4%	56.7%	56.6%	58.5%	58.1%	57.6%	57.4%	58.0%	59.6%	59.6%
净利率	6.6%	6.1%	9.5%	-1.3%	12.3%	8.5%	7.8%	-0.1%	9.7%	10.3%	9.9%
销售费用率	25.9%	26.6%	24.8%	27.4%	23.2%	24.4%	24.6%	25.8%	23.8%	24.7%	24.5%
管理费用率	8.0%	8.1%	8.7%	9.5%	7.9%	8.2%	8.9%	9.4%	8.3%	8.3%	8.7%
财务费用率	0.5%	0.3%	-0.1%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.6%	-0.1%	0.2%	0.2%	0.6%
研发费用率	12.1%	13.2%	14.0%	16.2%	11.6%	13.4%	13.5%	16.4%	13.1%	13.8%	14.3%

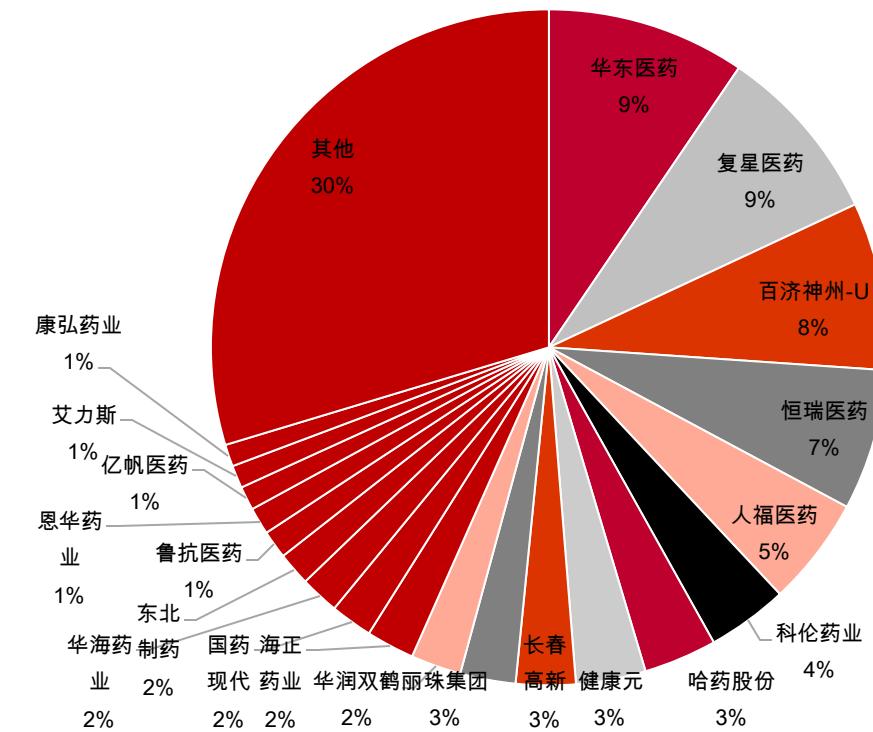
收入集中度

- 收入贡献前二十企业的收入占比约为70.3%，前十企业占比约为54.2%，华东医药、复星医药、百济神州、恒瑞医药、人福医药、科伦药业、哈药股份、健康元、长春高新、丽珠集团等贡献最高。

2025年前三季度收入前十占比



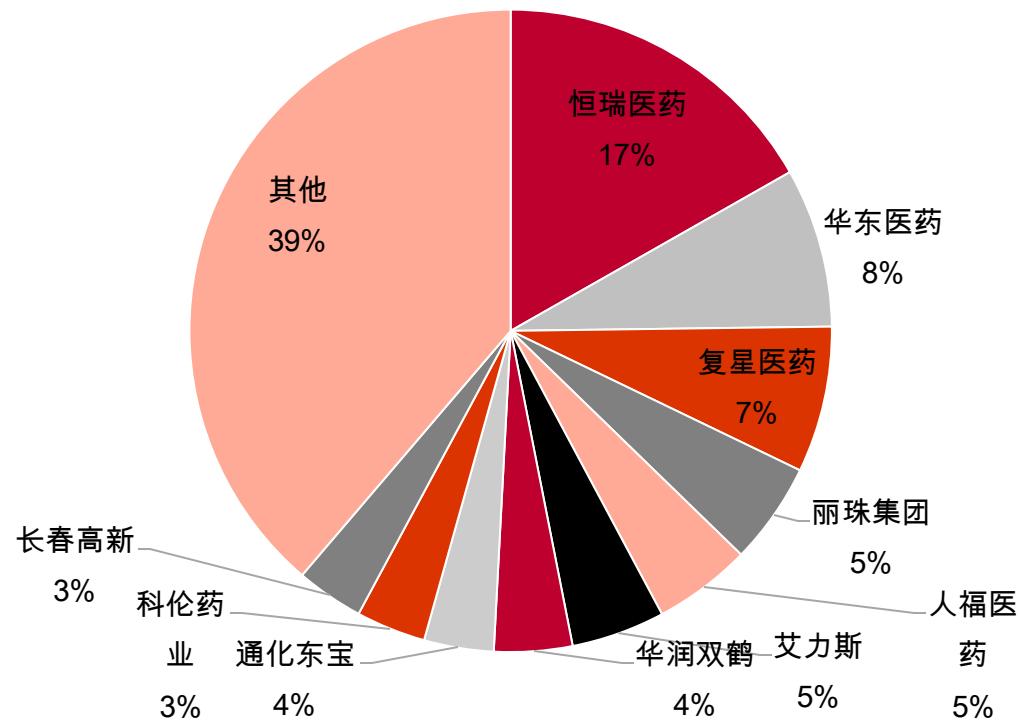
2025年前三季度收入前二十占比



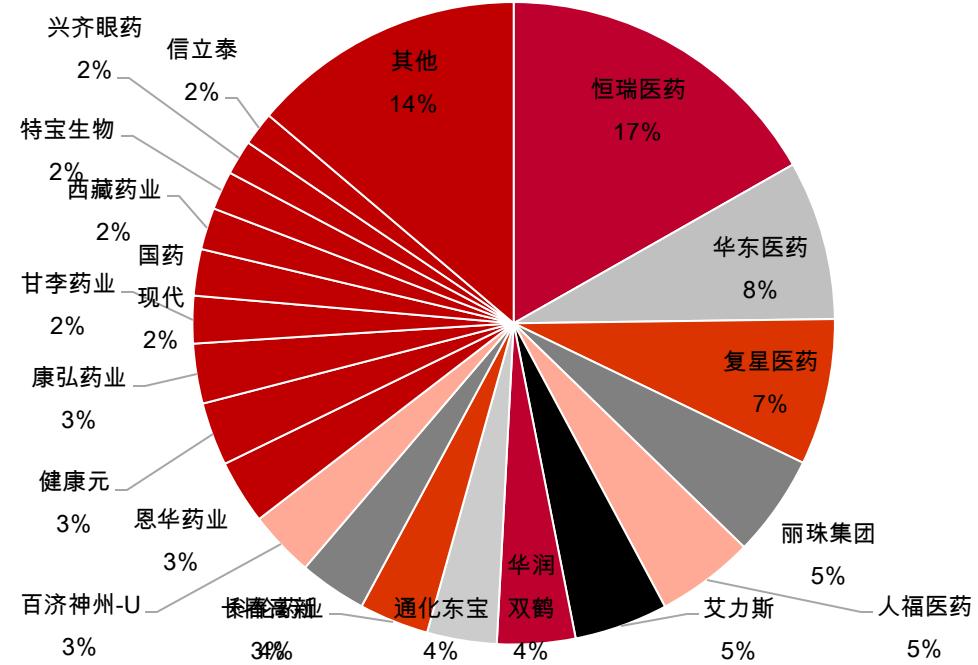
利润集中度

- 净利润贡献前二十企业的净利润占比约为86.2%，前十企业占比约为61.2%，恒瑞医药、华东医药、复星医药、丽珠集团、人福医药、艾力斯、华润双鹤、通化东宝、科伦药业、长春高新等贡献最高。

2025年前三季度归母净利润前十占比

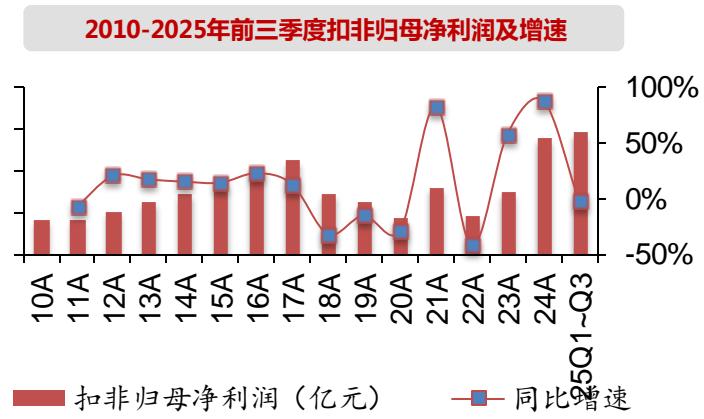
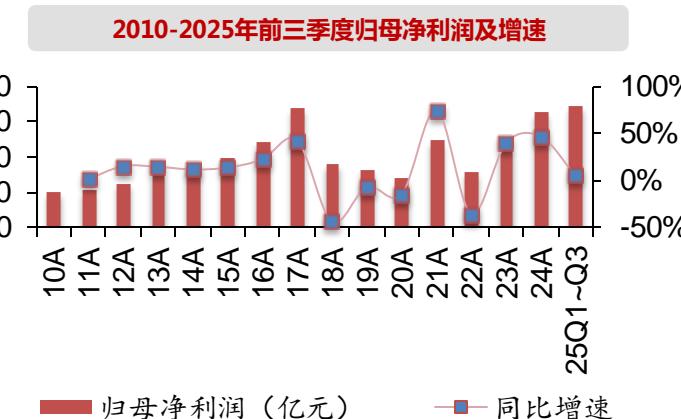


2025年前三季度归母净利润前二十占比



累计季度表现

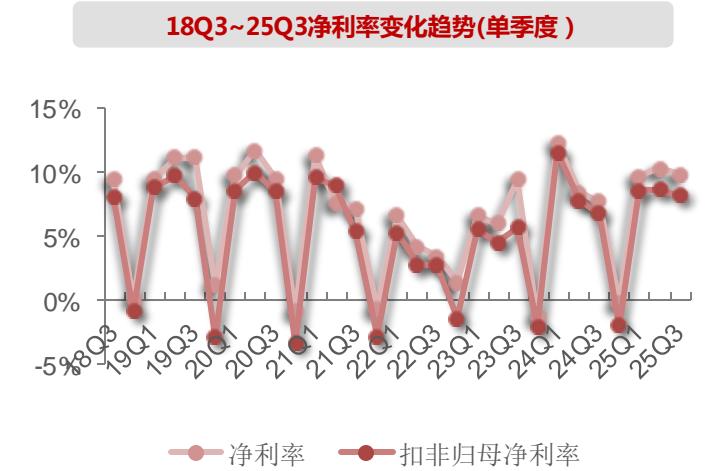
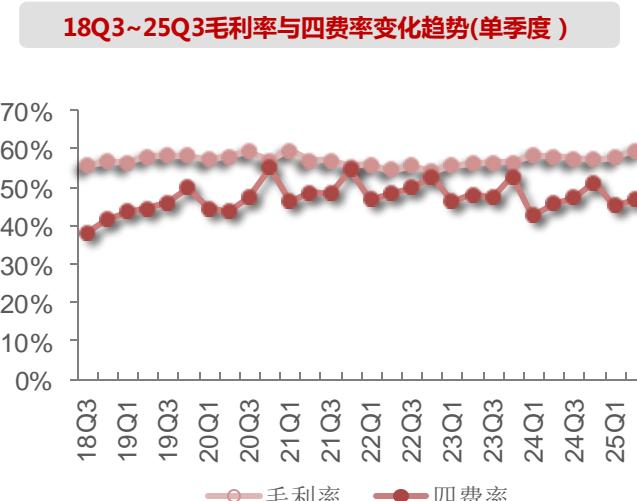
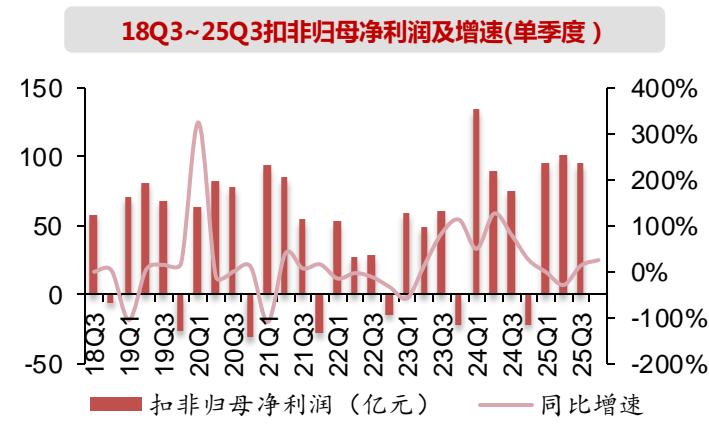
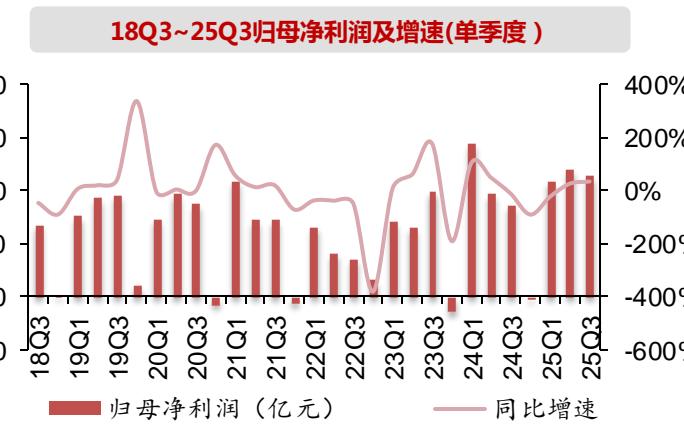
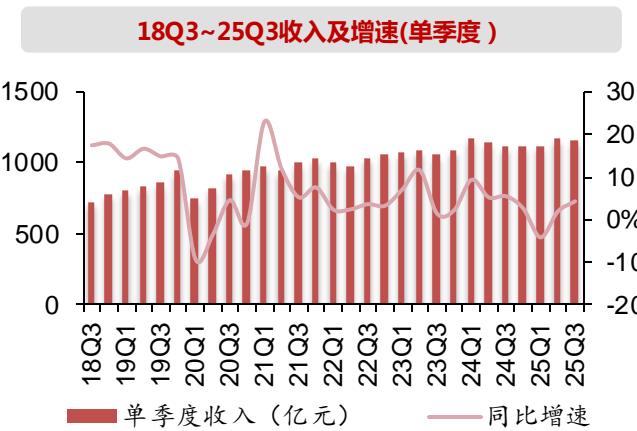
- 药品板块2025Q1-Q3药品板块收入3437.8亿元(+0.6%)，归母净利润342.8亿元(+5.0%)，扣非归母净利润292.5亿元(-2.5%)。从盈利能力看，2025Q1-Q3板块毛利率为59.1%(+1.0pp)，净利率为10.8%(+0.2pp)，四费率为46.9%(+1.5pp)，销售费用率24.4%(+0.3pp)，管理费用率8.5%(+0.2pp)，研发费用率13.7%(+0.9pp)。



数据来源：Wind，西南证券整理

单季度表现

- 药品板块2025年Q3收入1155.5亿元(+4.3%)，归母净利润113.8亿元(+32.5%)，扣非归母净利润94.9亿元(+25.2%)，四费率为48.2%(+0.6pp)，销售费用率24.5%(-0.1pp)，管理费用率8.7%(-0.1pp)，研发费用率14.3%(+0.8pp)。



■ 药品板块研发费用居前的公司为百济神州-U、恒瑞医药、复星医药、百利天恒-U、长春高新、科伦药业、华东医药，均为创新药企。

A股药品板块2025H1营收、利润、研发费用 - 按市值排序 - 1

证券代码	证券简称	市值(亿元)	2025Q1~Q3(亿元)		2024Q1~Q3(亿元)		2025Q1~Q3		收入同比增量	净利润同比增量	研发费用(百万元)			研发费用率		
			收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润			2025Q1~Q3	2024Q1~Q3	同比	2025Q1~Q3	2024Q1~Q3	同比(PP)
600276.SH	恒瑞医药	4,225.6	231.9	57.5	201.9	46.2	15%	24%	29.39	11.32	4945.32	4548.87	9%	21.3%	22.5%	(1.20)
688235.SH	百济神州-U	3,092.1	276.0	11.4	191.4	-36.9	44%	131%	64.59	48.25	11159.24	10165.93	10%	40.4%	53.1%	(12.69)
688506.SH	百利天恒-U	1,535.9	20.7	-4.9	56.6	40.7	-64%	-112%	(35.97)	(45.60)	1772.38	931.70	90%	85.8%	16.5%	69.34
000963.SZ	华东医药	765.6	326.6	27.5	314.8	25.6	4%	7%	11.86	1.36	1507.59	948.66	59%	4.6%	3.0%	1.60
600196.SH	复星医药	728.0	293.9	25.2	309.1	20.1	-5%	25%	(15.19)	5.30	2729.52	2648.04	3%	9.3%	8.6%	0.72
002294.SZ	信立泰	694.1	32.4	5.8	30.0	5.1	8%	14%	2.40	0.71	362.89	306.48	13%	11.2%	10.2%	0.98
002653.SZ	海思科	621.0	33.0	3.0	27.5	3.8	20%	-23%	5.49	(0.87)	542.39	377.97	44%	16.4%	13.7%	2.70
002422.SZ	科伦药业	552.8	132.8	12.0	167.9	24.7	-21%	-51%	(35.12)	(12.70)	1632.57	1584.14	3%	12.3%	9.4%	2.86
300255.SZ	常山药业	492.8	6.8	-0.4	7.8	0.1	-13%	-715%	(1.03)	(0.52)	24.57	23.44	5%	3.6%	3.0%	0.62
300765.SZ	新诺威	482.3	15.9	-0.2	14.8	1.4	8%	-117%	1.14	(1.63)	683.44	456.96	50%	42.9%	30.9%	12.00
688331.SH	荣昌生物	476.8	17.2	-5.5	12.1	-10.7	42%	49%	5.11	5.21	890.58	1153.41	23%	51.8%	95.4%	(43.63)
688578.SH	艾力斯	459.5	37.3	16.2	25.3	10.6	47%	52%	12.00	5.53	312.83	207.67	51%	8.4%	8.2%	0.18
688336.SH	三生国健	450.3	11.2	4.0	9.4	2.3	19%	71%	1.77	1.66	300.32	254.20	18%	26.9%	27.1%	(0.15)
000661.SZ	长春高新	426.1	98.1	11.6	103.9	27.9	-6%	-58%	(5.81)	(16.24)	1733.40	1409.77	23%	17.7%	13.6%	4.10
603087.SH	甘李药业	393.8	30.5	8.2	22.5	5.1	36%	61%	3.02	3.11	407.86	403.44	1%	13.4%	18.0%	(4.59)
688180.SH	君实生物-U	362.9	18.1	-6.0	12.7	-9.3	42%	36%	5.35	3.31	982.15	874.27	12%	54.4%	68.8%	(14.39)
600079.SH	人福医药	339.8	178.8	16.9	191.4	15.9	-7%	6%	(12.60)	0.99	1050.41	1093.26	4%	5.9%	5.7%	0.16
688278.SH	特宝生物	317.9	24.8	6.7	19.5	5.5	27%	20%	5.25	1.12	279.34	193.34	44%	11.3%	9.9%	1.37
000513.SZ	丽珠集团	316.6	91.2	17.5	90.8	16.7	0%	5%	0.34	0.31	683.26	734.49	7%	7.5%	8.1%	(0.59)
688192.SH	迪哲医药-U	302.4	5.9	-5.8	3.4	-5.6	73%	-4%	2.48	(0.21)	644.24	567.73	3%	109.9%	167.7%	(57.86)
002773.SZ	康弘药业	296.4	36.2	10.3	34.1	9.7	6%	6%	2.13	0.59	334.16	342.16	2%	9.2%	10.0%	(0.81)
600521.SH	华海药业	282.8	64.1	3.8	72.5	10.3	-12%	-63%	(8.39)	(6.51)	829.48	687.45	2%	12.9%	9.5%	3.46
000766.SZ	通化金马	280.9	8.9	0.2	9.7	0.2	-8%	4%	(0.76)	0.01	27.99	28.50	2%	3.1%	2.9%	0.19
688266.SH	泽璟制药-U	280.6	5.9	-0.9	3.8	-1.0	54%	5%	2.09	0.04	302.78	272.79	1%	51.0%	71.0%	(20.00)
688428.SH	诺诚健华-U	273.6	11.2	-0.6	7.0	-2.8	60%	77%	4.18	2.11	676.05	614.98	0%	60.6%	88.1%	(27.52)
002262.SZ	恩华药业	255.3	44.7	11.1	41.5	10.2	8%	8%	3.26	0.36	512.69	435.67	18%	11.5%	10.5%	0.96
300723.SZ	一品红	232.4	8.1	-1.4	12.4	-2.5	-34%	45%	(4.26)	1.10	105.57	200.74	47%	13.0%	16.2%	(3.22)
600380.SH	健康元	230.9	114.8	10.9	119.0	11.1	-4%	-2%	(4.21)	(0.20)	931.02	1036.38	10%	8.1%	8.7%	(0.60)
688520.SH	神州细胞-U	230.4	13.1	-2.5	19.4	1.5	-32%	-267%	(6.25)	(4.01)	581.82	671.79	13%	44.4%	34.7%	9.67
688166.SH	博瑞医药	230.1	8.7	0.5	9.8	1.8	-11%	-72%	(1.03)	(1.27)	216.43	212.38	2%	24.8%	21.7%	3.01
300558.SZ	贝达药业	229.2	27.2	3.2	23.4	4.2	16%	-24%	3.73	(0.99)	372.97	384.04	3%	13.7%	16.4%	(2.65)
600062.SH	华润双鹤	204.4	82.8	13.5	85.5	14.0	-3%	-3%	(2.65)	(0.48)	371.19	472.69	-21%	4.5%	5.5%	(1.05)
002317.SZ	众生药业	200.9	18.9	2.5	19.1	1.5	-1%	68%	(0.19)	1.02	59.92	86.09	-30%	3.2%	4.5%	(1.34)
300573.SZ	兴齐眼药	185.3	19.0	6.0	14.4	2.9	32%	106%	4.64	3.38	155.12	139.48	11%	8.1%	9.7%	(1.54)
300009.SZ	安科生物	184.3	19.6	5.5	19.2	5.9	2%	-6%	0.41	(0.38)	145.38	128.57	13%	7.4%	6.7%	0.72
688062.SH	迈威生物-U	183.3	5.7	-6.0	1.4	-6.9	301%	14%	4.25	0.96	712.15	481.01	48%	125.9%	340.9%	(215.05)
300204.SZ	舒泰神	182.5	1.8	-0.3	2.6	-0.1	-31%	-228%	(0.80)	(0.21)	58.10	77.69	-25%	32.2%	29.8%	2.42
600867.SH	通化东宝	181.0	21.8	12.0	14.5	-0.7	51%	1911%	7.32	12.69	116.43	75.09	35%	5.3%	5.2%	0.16

数据来源：wind，西南证券整理；注：市值基准日为2025年11月13日

■ 药品板块研发费用率居前的公司为首药控股-U、益方生物-U、海创药业-U、智翔金泰-U、盟科药业等。

A股药品板块2025H1营收、利润、研发费用 - 按市值排序 - 2

证券代码	证券简称	市值(亿元)	2025Q1~Q3(亿元)		2024Q1~Q3(亿元)		2025Q1~Q3		收入同比增量	净利润同比增量	研发费用(百万元)			研发费用率		
			收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润			2025Q1~Q3	2025Q1~Q3	2025Q1~Q3	2024Q1~Q3	同比	2025Q1~Q3
002755.SZ	奥赛康	180.0	14.3	2.2	13.8	1.3	4%	76%	0.49	0.96	115.22	165.59	-30%	8.0%	12.0%	(3.92)
300357.SZ	我武生物	171.0	8.5	3.4	7.3	2.7	17%	27%	1.23	0.73	85.70	87.86	-2%	10.0%	12.0%	(1.99)
300436.SZ	广生堂	170.2	3.2	-1.1	3.3	-0.7	-3%	-58%	(0.10)	(0.41)	27.55	22.87	-20%	8.7%	7.0%	1.72
688382.SH	益方生物-U	167.6	0.3	-1.8	0.2	-3.1	61%	41%	0.12	1.24	189.65	295.68	-36%	613.9%	1543.5%	(929.61)
002020.SZ	京新药业	159.9	30.5	5.8	32.1	5.8	-5%	0%	(1.61)	0.01	274.43	269.44	-2%	9.0%	8.4%	0.61
002019.SZ	亿帆医药	159.8	39.2	3.9	38.6	3.7	2%	6%	0.64	0.21	191.87	182.44	-5%	4.9%	4.7%	0.16
600211.SH	西藏药业	151.0	20.9	7.2	21.8	7.9	-4%	-9%	(0.86)	(0.70)	28.12	17.03	-65%	1.3%	0.8%	0.56
600420.SH	国药现代	143.6	69.2	8.0	85.9	9.5	-19%	-16%	16.73)	(1.53)	331.63	416.21	-20%	4.8%	4.8%	(0.05)
600267.SH	海正药业	135.6	79.2	4.6	78.7	5.2	1%	-11%	0.48	(0.54)	372.15	262.63	-42%	4.7%	3.3%	1.36
002675.SZ	东诚药业	129.8	20.4	1.5	21.6	1.7	-6%	-11%	(1.19)	(0.18)	162.33	153.89	-5%	7.9%	7.1%	0.83
301263.SZ	泰恩康	127.0	5.3	0.3	5.7	1.2	-8%	-73%	(0.47)	(0.35)	54.24	61.60	-12%	10.3%	10.8%	(0.45)
688321.SH	微芯生物	123.0	6.7	0.7	4.8	-0.5	40%	239%	1.93	1.22	162.39	147.57	-10%	24.1%	30.7%	(6.59)
002550.SZ	千红制药	117.9	12.2	3.8	12.1	3.1	1%	24%	0.07	0.74	69.86	60.92	-15%	5.8%	5.0%	0.71
000534.SZ	万泽股份	112.9	9.4	1.7	7.8	1.4	21%	22%	1.63	0.31	136.04	111.64	-22%	14.5%	14.4%	0.10
601089.SH	福元医药	112.4	25.2	3.8	25.5	4.0	-1%	-6%	(0.26)	(0.26)	276.84	297.59	-7%	11.0%	11.7%	(0.70)
688177.SH	百奥泰	110.6	6.8	-2.2	5.8	-3.7	18%	39%	1.02	1.41	556.73	599.20	-7%	81.4%	103.1%	(21.61)
688091.SH	上海谊众	110.0	2.4	0.5	1.7	0.3	43%	46%	0.74	0.16	54.50	25.34	-115%	22.4%	14.9%	7.47
688443.SH	智翔金泰-U	108.9	2.1	-3.3	0.1	-5.5	1562%	39%	1.95	2.14	349.37	437.94	-20%	168.3%	3506.9%	(3338.57)
688513.SH	苑东生物	102.3	10.2	2.2	10.4	2.2	-2%	1%	(0.21)	0.03	183.30	188.13	-3%	18.0%	18.1%	(0.10)
300111.SZ	向日葵	98.6	2.0	0.0	2.3	0.0	-12%	-53%	(0.27)	(0.01)	8.84	15.25	-42%	4.4%	6.7%	(2.29)
688658.SH	悦康药业	98.4	17.6	-1.5	29.9	2.1	-41%	-171%	12.33)	(3.58)	316.55	261.15	-21%	18.0%	8.7%	9.27
600664.SH	哈药股份	95.7	120.2	3.3	122.6	5.1	-2%	-35%	(2.35)	(1.80)	93.70	81.09	-16%	0.8%	0.7%	0.12
603367.SH	辰欣药业	95.1	25.8	3.8	30.0	4.0	-14%	-4%	(4.18)	(0.16)	221.07	272.31	-19%	8.6%	9.1%	(0.51)
600789.SH	鲁抗医药	94.8	46.2	1.4	46.7	3.5	-1%	-59%	(0.43)	(2.06)	220.89	223.17	-11%	4.8%	4.8%	(0.01)
688553.SH	汇宇制药	91.7	7.4	-0.5	8.5	2.3	-13%	-122%	(1.10)	(2.78)	231.62	225.02	-3%	31.2%	26.4%	4.81
002940.SZ	昂利康	89.8	10.6	0.8	11.2	0.5	-6%	56%	(0.66)	0.28	121.88	164.44	-26%	11.6%	14.7%	(3.11)
300705.SZ	九典制药	84.8	22.7	4.1	21.5	4.5	6%	-10%	1.22	(0.43)	174.15	167.43	-4%	7.7%	7.8%	(0.12)
000597.SZ	东北制药	83.6	54.8	1.7	61.3	2.1	-11%	-17%	(6.55)	(0.35)	103.96	53.42	-95%	1.9%	0.9%	1.03
000915.SZ	华特达因	83.0	16.0	4.1	13.8	3.7	16%	12%	2.25	0.43	68.74	64.28	-7%	4.3%	4.7%	(0.38)
002038.SZ	双鹭药业	81.2	4.6	1.4	5.4	-0.2	-15%	943%	(0.82)	1.58	75.10	98.93	-24%	16.4%	18.3%	(1.93)
688136.SH	科兴制药	76.2	11.5	1.1	10.4	0.2	11%	548%	1.09	0.94	132.62	113.45	-17%	11.6%	10.9%	0.63
603590.SH	康辰药业	75.4	6.9	1.3	6.5	1.1	7%	13%	0.46	0.15	32.80	35.04	-6%	4.7%	5.4%	(0.68)
688505.SH	复旦张江	74.7	5.5	-0.2	5.5	0.9	0%	-118%	0.02	(1.02)	244.03	235.75	-4%	44.3%	43.0%	1.33
300584.SZ	海辰药业	71.9	4.7	0.3	3.6	0.3	31%	16%	1.11	0.05	31.20	34.27	-9%	6.6%	9.5%	(2.89)
688799.SH	华纳药厂	68.7	10.9	2.1	10.7	1.6	2%	31%	0.17	0.49	96.05	100.56	-4%	8.8%	9.4%	(0.56)
300233.SZ	金城医药	67.9	19.3	0.3	25.2	1.5	-23%	-79%	(5.83)	(1.19)	111.83	122.56	-9%	5.8%	4.9%	0.92
600513.SH	联环药业	66.8	20.8	-0.4	16.4	0.9	27%	-138%	4.38	(1.28)	107.58	94.32	-4%	5.2%	5.7%	(0.57)

A股药品板块2025H1营收、利润、研发费用 - 按市值排序 - 3

证券代码	证券简称	市值(亿元)	2025Q1~Q3(亿元)		2024Q1~Q3(亿元)		2025Q1~Q3		收入同比增量	净利润同比增量	研发费用(百万元)			研发费用率		
			收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润			2025Q1~Q3	2025Q1~Q3	2024Q1~Q3	同比	2025Q1~Q3	2024Q1~Q3
002370.SZ	亚太药业	65.1	2.3	1.0	3.1	0.0	-26%	2909%	(0.79)	1.01	11.63	10.25	13%	5.1%	3.3%	1.75
688221.SH	前沿生物-U	64.7	1.0	-1.6	0.9	-1.9	13%	17%	0.12	0.34	83.87	109.34	23%	81.1%	119.3%	(38.18)
688488.SH	艾迪药业	63.5	5.5	-0.1	3.0	-0.6	85%	89%	2.54	0.54	65.00	64.02	2%	11.8%	21.4%	(9.65)
688566.SH	吉贝尔	62.5	7.0	2.0	6.4	1.7	10%	13%	0.61	0.22	30.21	31.16	3%	4.3%	4.8%	(0.56)
600851.SH	海欣股份	60.9	6.0	1.4	6.1	1.4	-1%	4%	(0.08)	0.05	13.88	15.80	12%	2.3%	2.6%	(0.29)
002793.SZ	罗欣药业	60.5	17.2	0.2	18.8	-2.7	-8%	109%	(1.58)	2.38	63.30	49.21	29%	3.7%	2.6%	1.06
688197.SH	首药控股-U	60.5	0.0	-1.5	0.0	-1.6	-47%	3%	(0.02)	0.05	155.27	164.04	5%	7763.5%	4316.9%	3446.54
301393.SZ	昊帆生物	60.4	4.3	1.0	3.3	1.0	32%	3%	1.07	0.03	30.61	26.23	7%	7.0%	8.0%	(0.95)
688176.SH	亚虹医药-U	57.6	2.2	-2.5	1.4	-2.7	56%	8%	0.77	0.22	169.85	219.04	22%	78.5%	157.6%	(79.15)
300006.SZ	莱美药业	57.1	5.8	-0.5	6.1	-0.3	-4%	-74%	(0.25)	(0.20)	39.19	44.37	12%	6.7%	7.3%	(0.58)
002393.SZ	众生药业	56.5	10.1	3.7	10.2	1.7	-2%	119%	(0.16)	2.01	90.30	93.86	4%	9.0%	9.2%	(0.20)
300194.SZ	福安药业	56.3	13.2	1.7	20.0	3.0	-34%	-45%	(6.80)	(1.35)	102.92	95.37	3%	7.8%	4.8%	3.04
603676.SH	卫信康	50.6	8.6	2.2	9.9	2.4	-13%	-10%	(1.32)	(0.24)	76.58	76.76	0%	8.9%	7.7%	1.16
300016.SZ	北陆药业	50.6	8.7	0.4	7.3	0.2	20%	81%	1.43	0.20	63.96	53.17	20%	7.3%	7.3%	0.04
688247.SH	宣泰医药	50.1	3.3	0.6	3.6	0.9	-9%	-31%	(0.31)	(0.29)	42.89	56.47	24%	12.9%	15.6%	(2.63)
688687.SH	凯因科技	49.2	9.3	1.0	10.1	1.1	-8%	-5%	(0.84)	(0.06)	92.58	104.03	11%	10.0%	10.3%	(0.30)
688373.SH	盟科药业	48.7	1.0	-1.9	1.0	-2.9	7%	34%	0.06	0.98	172.75	244.25	29%	166.1%	250.3%	(84.22)
300434.SZ	金石亚药	48.1	7.1	1.0	7.6	0.6	-6%	66%	(0.48)	0.39	38.07	30.03	27%	5.4%	4.0%	1.40
688302.SH	海创药业-U	47.7	0.2	-1.0	0.0	-1.5	21180%	36%	0.23	0.55	88.76	133.31	33%	380.1%	121482.6%	(121102.45)
002900.SZ	哈三联	47.4	5.8	-2.1	8.4	0.4	-31%	-615%	(2.58)	(2.49)	63.44	75.54	16%	10.9%	9.0%	1.92
002923.SZ	润都股份	47.1	8.8	-0.5	8.8	0.4	1%	-247%	0.07	(0.92)	71.32	97.60	27%	8.1%	11.1%	(3.06)
000919.SZ	金陵药业	46.3	23.8	0.7	22.2	0.7	-6%	-11%	1.60	(0.03)	75.14	64.40	7%	3.2%	2.9%	0.26
300683.SZ	海特生物	44.8	4.2	-1.6	4.5	-0.4	-6%	-298%	(0.29)	(1.18)	66.33	89.03	25%	15.7%	19.7%	(4.02)
300110.SZ	华仁药业	42.8	9.8	0.5	10.7	1.0	-9%	-43%	(0.97)	(0.41)	48.37	49.58	2%	5.0%	4.6%	0.34
603669.SH	灵康药业	41.5	2.8	-0.3	2.3	-0.5	22%	26%	0.51	0.12	5.98	14.99	60%	2.1%	6.5%	(4.36)
600624.SH	复旦复华	39.8	4.9	-0.2	4.8	-0.3	3%	44%	0.16	0.14	23.04	24.95	8%	4.7%	5.2%	(0.56)
000788.SZ	北大医药	39.3	12.3	1.4	15.3	1.3	-20%	4%	(3.03)	0.06	18.32	13.29	38%	1.5%	0.9%	0.62
603811.SH	诚意药业	38.9	6.0	1.4	5.2	1.2	15%	22%	0.76	0.26	31.91	37.14	14%	5.3%	7.1%	(1.79)
002826.SZ	易明医药	38.9	4.9	0.8	5.1	0.4	-5%	96%	(0.24)	0.40	9.88	12.08	18%	2.0%	2.4%	(0.34)
300239.SZ	东宝生物	35.3	5.3	0.5	6.3	0.7	-16%	-27%	(1.00)	(0.18)	18.91	16.01	3%	3.5%	2.5%	1.02
600613.SH	神奇制药	35.0	14.0	0.5	15.6	0.6	-11%	-15%	(1.65)	(0.09)	21.76	31.90	32%	1.6%	2.0%	(0.48)
000153.SZ	丰原药业	32.3	31.3	1.0	32.6	1.5	-4%	-32%	(1.36)	(0.47)	44.17	40.36	9%	1.4%	1.2%	0.18
603168.SH	莎普爱思	31.5	3.5	0.3	3.6	-0.3	-2%	190%	(0.09)	0.58	14.86	44.77	67%	4.2%	12.5%	(8.22)
600774.SH	汉商集团	30.3	7.6	0.1	9.0	0.0	-15%	274%	(1.40)	0.07	24.08	31.27	23%	3.2%	3.5%	(0.31)
300254.SZ	仟源医药	29.0	6.1	0.2	6.1	0.4	0%	-49%	0.03	(0.22)	37.16	36.31	2%	6.1%	6.0%	0.11
688189.SH	南新制药	27.4	0.8	-0.7	2.5	-0.6	-67%	-20%	(1.68)	(0.11)	27.30	26.33	4%	32.8%	10.5%	22.35
688163.SH	赛伦生物	26.5	1.8	0.6	1.7	0.6	1%	2%	0.02	0.01	12.88	16.17	20%	7.4%	9.3%	(1.98)
301130.SZ	西点药业	24.1	1.9	0.3	1.9	0.3	-2%	-3%	(0.04)	(0.01)	7.98	10.03	20%	4.2%	5.2%	(0.98)

■ A股药品113家公司，截至2025年11月13日共计107家上涨，板块平均涨跌幅83.23%，中位涨跌幅56.89%，上涨超过100%的共计17家，超200%共计5家，舒泰神、三生国健、昂利康、广生堂、一品红、海辰药业、荣昌生物涨幅居前。

A股药品标的2025.1.1-2025.11.13涨跌幅排名

股票代码	证券简称	年初至今涨跌幅	股票代码	证券简称	年初至今涨跌幅
300204.SZ	舒泰神	415.52%	300683.SZ	海特生物	44.55%
688336.SH	三生国健	241.46%	688180.SH	君实生物-U	43.43%
002940.SZ	昂利康	238.92%	688520.SH	神州细胞-U	42.78%
300436.SZ	广生堂	227.15%	688566.SH	吉贝尔	42.20%
300723.SZ	一品红	201.64%	688163.SH	赛伦生物	41.71%
300584.SZ	海辰药业	198.09%	301393.SZ	昊帆生物	41.26%
688331.SH	荣昌生物	195.58%	600267.SH	海正药业	39.40%
002370.SZ	亚太药业	186.23%	600276.SH	恒瑞医药	38.97%
300255.SZ	常山药业	168.23%	688177.SH	百奥泰	37.82%
600513.SH	联环药业	138.54%	600774.SH	汉商集团	37.25%
300111.SZ	向日葵	136.42%	688197.SH	首药控股-U	36.23%
688062.SH	迈威生物-U	127.13%	000915.SZ	华特达因	35.99%
688382.SH	益方生物-U	117.89%	688687.SH	凯因科技	34.90%
603590.SH	康辰药业	105.08%	688091.SH	上海谊众	33.32%
688428.SH	诺诚健华-U	104.97%	600211.SH	西藏药业	32.77%
002294.SZ	信立泰	103.92%	300009.SZ	安科生物	31.39%
301263.SZ	泰恩康	100.65%	300254.SZ	仟源医药	29.49%
002317.SZ	众生药业	97.71%	300765.SZ	新诺威	29.20%
002826.SZ	易明医药	97.55%	002675.SZ	东诚药业	29.08%
688513.SH	苑东生物	94.08%	000963.SZ	华东医药	28.88%
688506.SH	百利天恒-U	94.02%	002393.SZ	力生制药	27.13%
688488.SH	艾迪药业	92.11%	603168.SH	莎普爱思	25.67%
688235.SH	百济神州-U	89.16%	002019.SZ	亿帆医药	23.59%
000766.SZ	通化金马	85.10%	600851.SH	海欣股份	22.06%
688166.SH	博瑞医药	80.41%	301130.SZ	西点药业	20.99%
688221.SH	前沿生物-U	77.05%	688505.SH	复旦张江	19.39%
688799.SH	华纳药厂	76.87%	603676.SH	卫信康	18.76%
688136.SH	科兴制药	73.46%	600867.SH	通化东宝	18.43%
000534.SZ	万泽股份	72.69%	688443.SH	智翔金泰-U	18.41%
688578.SH	艾力斯	71.74%	600196.SH	复星医药	17.58%
688266.SH	泽璟制药-U	70.12%	002422.SZ	科伦药业	17.48%
002653.SZ	海思科	67.98%	000153.SZ	丰原药业	15.42%
002773.SZ	康弘药业	67.43%	000919.SZ	金陵药业	14.87%
300357.SZ	我武生物	62.50%	600380.SH	健康元	13.83%
688321.SH	微芯生物	62.27%	000597.SZ	东北制药	13.39%
688192.SH	迪哲医药-U	58.14%	600789.SH	鲁抗医药	11.69%
603811.SH	诚意药业	57.92%	000788.SZ	北大医药	10.87%
688302.SH	海创药业-U	56.89%	688247.SH	宣泰医药	10.49%
603367.SH	辰欣药业	56.77%	603669.SH	灵康药业	9.52%
300573.SZ	兴齐眼药	54.39%	300194.SZ	福安药业	7.84%
002900.SZ	哈三联	54.37%	000661.SZ	长春高新	7.58%
002755.SZ	奥赛康	53.54%	688278.SH	特宝生物	7.03%
688189.SH	南新制药	52.75%	600521.SH	华海药业	6.97%
603087.SH	甘李药业	52.06%	002038.SZ	双鹭药业	6.04%
688658.SH	悦康药业	51.70%	002262.SZ	恩华药业	4.90%
300233.SZ	金城医药	51.19%	300110.SZ	华仁药业	2.84%
002550.SZ	千红制药	51.11%	600613.SH	神奇制药	2.74%
601089.SH	福元医药	50.77%	600062.SH	华润双鹤	1.91%
688373.SH	盟科药业	50.40%	000513.SZ	丽珠集团	1.73%
002923.SZ	润都股份	49.03%	300558.SZ	贝达药业	1.35%
002020.SZ	京新药业	48.79%	300705.SZ	九典制药	-3.69%
688176.SH	亚虹医药-U	48.60%	300239.SZ	东宝生物	-4.77%
300006.SZ	莱美药业	47.81%	600420.SH	国药现代	-7.83%
300434.SZ	金石亚药	46.28%	600664.SH	哈药股份	-7.99%
688553.SH	汇宇制药	46.22%	600079.SH	人福医药	-9.58%
300016.SZ	北陆药业	46.08%	600624.SH	复旦复华	-10.81%
002793.SZ	罗欣药业	45.55%			

数据来源：wind，西南证券整理；注：涨跌幅统计至2025年11月13日

■ 根据选取的113家样本，我们拟合出了A股药品板块2020年11月16日至今指数K线图（基点1000，加权方式为流通A股），根据指数图，A股药品板块指数于2021年1月6日达到最高点，当下时点距最高点还有13.8%的空间。

A股药品板块拟合指数 (2020-11-16至今)



- A股药品板块截至2025年9月30日市值27975.23亿元，过去12个月营收 (TTM) 4505.82亿元，对应6.21的PS，为2018年以来最高值；
- 当下时点 (2025年11月13日) 市值27007.12亿元，过去12个月营收 (TTM) 4552.58亿元，对应5.93的PS，相比涨幅最高时点 (2021年1月6日) 6.09更低。

A股药品板块近几年营收、市值和PS (亿元)

年份时间	营收	市值	PS
2018/12/31	3066.71	8000.17	2.61
2019/12/31	3558.75	12519.44	3.52
2020/12/31	3489.71	20701.36	5.93
2021/12/31	3940.32	18609.56	4.72
2022/12/31	4061.55	17385.46	4.28
2023/12/31	4287.08	18338.02	4.39
2024/12/31	4532.03	17609.11	3.89
2025/09/30	4505.82(TTM)	27975.23	6.21
2025/11/13	4552.58 (TTM)	27007.12	5.93
2021/01/06	3489.71	21252.52	6.09

累计业绩回顾

- **我们选取了75家创新药相关公司**，A股创新药板块2025Q1-Q3收入2828.9亿元(+2.3%)，归母净利润303.0亿元(+9.7%)，扣非归母净利润261.8亿元(+1.1%)。对比113家药品板块公司2025Q1-Q3收入总额增速为0.6%、归母净利润总额增速为5.0%，创新药板块表现显著优于药品板块，尤其体现在利润层面。主要系部分创新药企进入研发成果兑现期，除创新产品利润率较高外，BD出海等授权收入也能直接增厚利润。
- **从盈利能力看**，2025Q1-Q3板块毛利率为63.8%(+1.4pp)，净利率为11.5%(+0.5pp)，四费率为50.8%(+1.7pp)，销售费用率26.2%(+0.6pp)，管理费用率8.5%(+0.1pp)，研发费用率15.8%(+0.9pp)。
- **从增速来看**，创新药板块收入增速为正的公司共44家，占比59%，其中超过50%增速的10家、超过30%增速的19家；归母净利润增速为正的公司共49家，占比65%，其中超过50%增速的15家、超过30%增速的25家。

药品板块2020-2025前三季度关键财务数据(累计)						
(亿元)	20A	21A	22A	23A	24A	25前三季度
营收	2745.9	3096.2	3188.9	3403.8	3674.2	2828.9
同比增速	-0.2%	12.8%	3.0%	6.7%	7.9%	2.3%
归母净利润	140.4	209.3	113.1	184.7	285.8	303.0
同比增速	-4.1%	49.1%	-46.0%	63.3%	54.8%	9.7%
毛利率	61.7%	61.0%	59.0%	60.4%	62.1%	63.8%
净利率	6.4%	7.5%	4.2%	6.0%	8.5%	11.5%
销售费用率	30.8%	29.7%	29.1%	27.6%	26.1%	26.2%
管理费用率	8.7%	8.3%	8.6%	8.8%	8.7%	8.5%
财务费用率	1.0%	0.5%	0.4%	0.1%	0.1%	0.3%
研发费用率	14.4%	14.7%	15.8%	16.3%	15.9%	15.8%

药品板块2025年前三季度业绩速览						
收入增速	板块整体	超过50%	超过30%	为正数	下滑	
家数	2.25%	10	19	44	31	
占比	2.25%	13%	25%	59%	41%	
归母净利润增速	板块整体	超过50%	超过30%	为正数	下滑	
家数	9.72%	15	25	49	26	
占比	9.72%	20%	33%	65%	35%	

季度业绩回顾

- **分季度看**，创新药板块25Q1/25Q2/25Q3收入分别为908.1/959.4/961.5亿元(-3.5%/+4.0%/+6.5%)，归母净利润分别为92.4/104.4/106.2亿元(-26.3%/+33.3%/+46.6%)。
- **从盈利能力看**，2025Q3板块毛利率64.4%(+2.4pp)，净利率11.0%(+3.0pp)，研发费用率16.3%(+0.7pp)，随着集采、国谈等“政策底”显现，外部环境变化导致企业营业成本下降，降本增效成为企业经营主旋律，2024Q4以来板块净利率整体呈上升趋势。

创新药板块23Q1-25Q3业绩速览

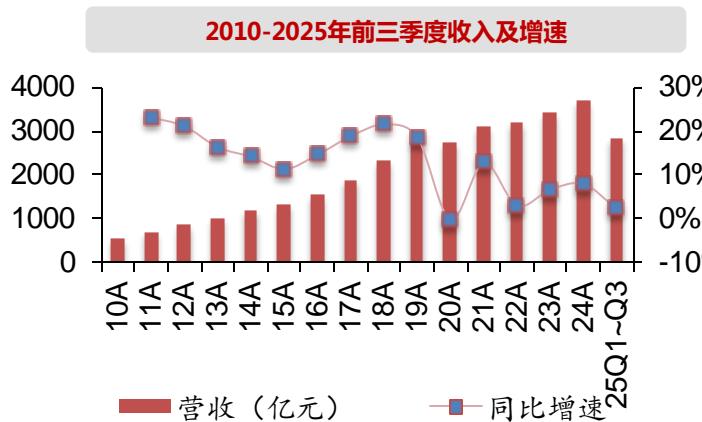
(亿元)	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
营收	835.0	862.2	841.4	865.2	941.0	922.6	903.0	907.6	908.1	959.4	961.5
同比增速	6.8%	13.2%	3.0%	4.1%	12.6%	6.9%	7.3%	4.9%	-3.5%	4.0%	6.5%
归母净利润	55.9	54.5	86.7	-12.4	125.4	78.3	72.5	9.6	92.4	104.4	106.2
同比增速	4.6%	89.7%	235%	-347%	125%	43.7%	-16.4%	-178%	-26.3%	33.3%	46.6%

创新药板块23Q1-25Q3盈利能力指标概览

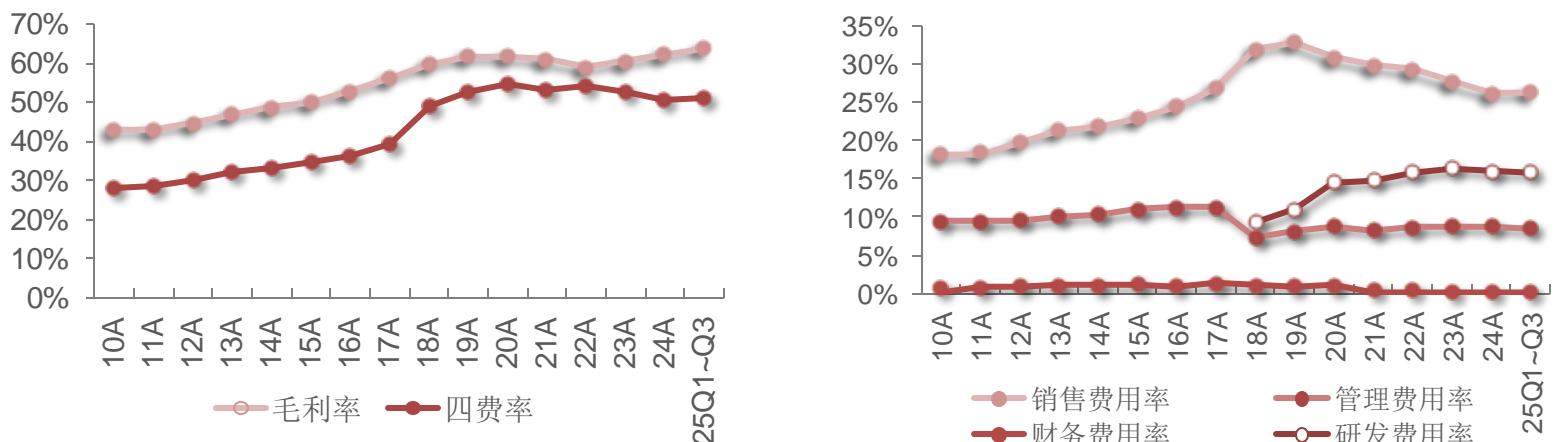
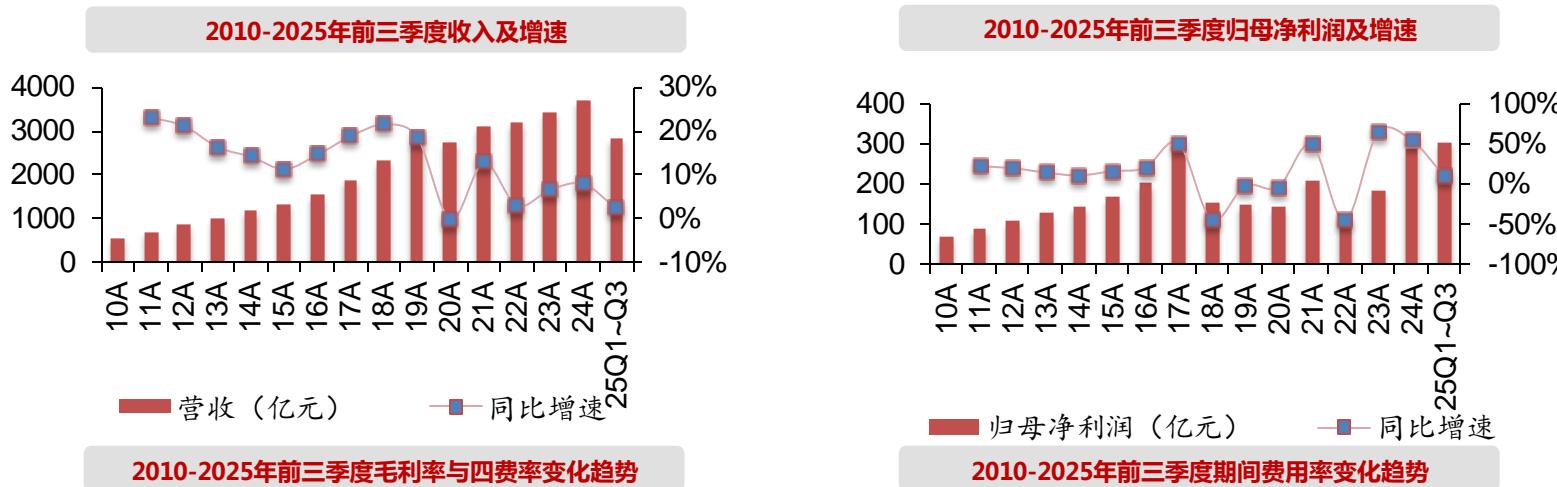
(亿元)	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
毛利率	59.7%	60.4%	60.8%	60.5%	62.7%	62.5%	62.1%	61.2%	62.6%	64.3%	64.4%
净利率	6.7%	6.3%	10.3%	-1.4%	13.3%	8.5%	8.0%	1.1%	10.2%	10.9%	11.0%
销售费用率	27.3%	28.0%	26.0%	29.0%	24.4%	26.1%	26.4%	27.7%	25.8%	26.6%	26.3%
管理费用率	8.2%	8.2%	9.0%	9.7%	8.0%	8.3%	9.0%	9.4%	8.5%	8.3%	8.7%
财务费用率	0.4%	0.4%	-0.2%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.6%	-0.2%	0.2%	0.1%	0.5%
研发费用率	14.6%	15.6%	16.4%	18.8%	13.6%	15.6%	15.6%	18.9%	15.3%	15.9%	16.3%

累计季度表现

■ A股创新药板块2025Q1-Q3收入2828.9亿元(+2.3%)，归母净利润303.0亿元(+9.7%)，扣非归母净利润261.8亿元(+1.1%)。2025Q1-Q3板块毛利率为63.8%(+1.4pp)，净利率为11.5%(+0.5pp)，四费率为50.8%(+1.7pp)，销售费用率26.2%(+0.6pp)，管理费用率8.5%(+0.1pp)，研发费用率15.8%(+0.9pp)。

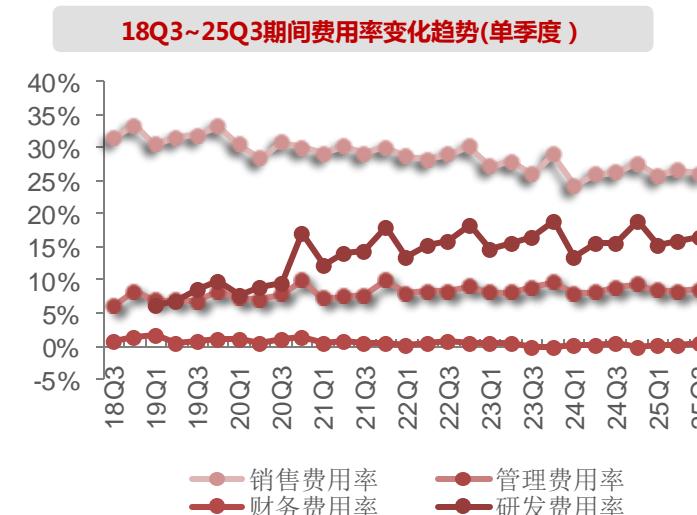
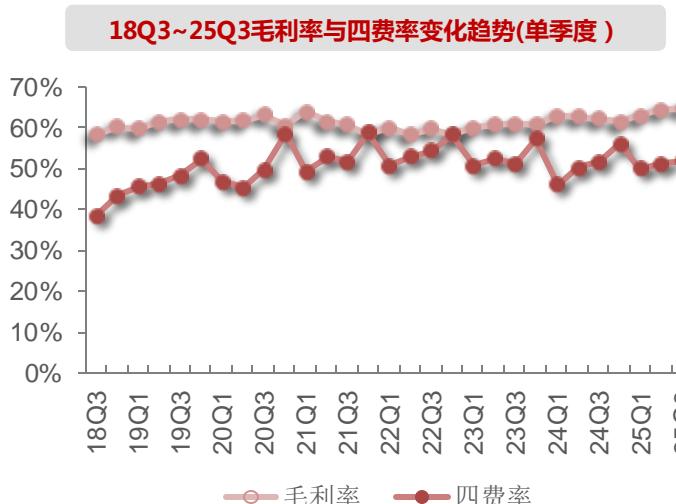
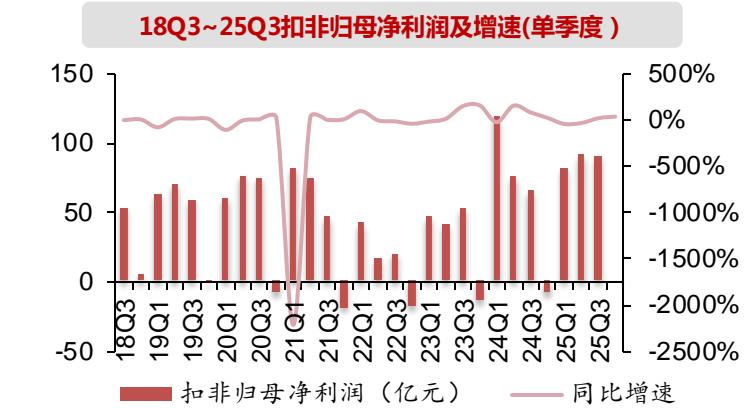
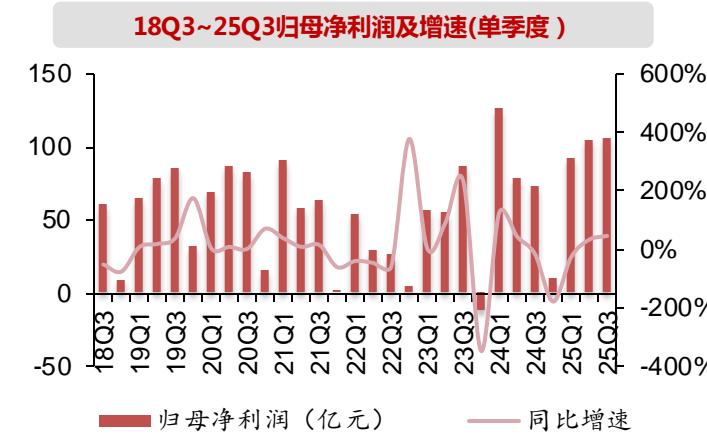
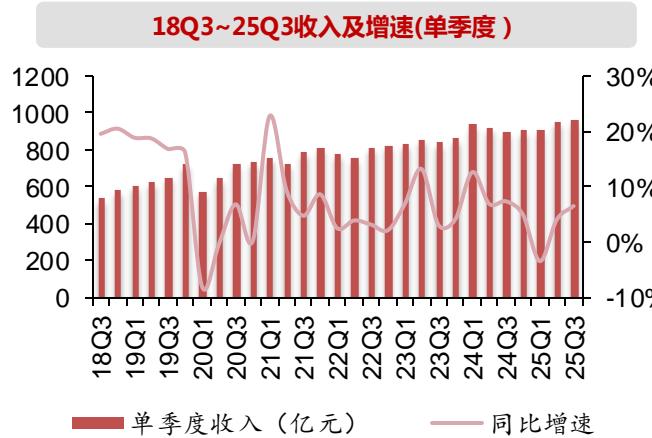


数据来源：Wind，西南证券整理



单季度表现

- A股创新药板块2025年Q3收入961.5亿元(+6.5%)，归母净利润106.2亿元(+46.6%)，扣非归母净利89.8亿元(+38.3%)，四费率为51.8%(+0.3pp)，销售费用率26.3%(-0.1pp)，管理费用率8.7%(-0.3pp)，研发费用率16.3%(+0.7pp)。



■ A股药品板块研发费用投入居前的企业包括百济神州-U、恒瑞医药、复星医药、百利天恒-U、长春高新、科伦药业等。

A股创新药板块2025Q1~Q3营收、利润、研发费用 - 按市值排序 - 1

证券简称	市值(亿元)	2025Q1-Q3(亿元)		2024Q1-Q3(亿元)		2025Q1-Q3		收入同比增量	净利润同比增量	研发费用(百万元)			研发费用率		
		收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润			2025Q1-Q3	2025Q1-Q3	2024Q1-Q3	同比	2025Q1-Q3	2024Q1-Q3
恒瑞医药	4,118.1	231.9	57.5	201.9	46.2	15%	24%	29.99	11.32	4945.32	4548.87	39%	21.3%	22.5%	(1.20)
百济神州-U	2,538.6	276.0	11.4	191.4	-36.9	44%	131%	84.59	48.25	11159.24	10165.93	10%	40.4%	53.1%	(12.69)
百利天恒-U	1,494.6	20.7	-4.9	56.6	40.7	-64%	-112%	35.97	(43.60)	1772.38	931.70	90%	85.8%	16.5%	69.34
华东医药	717.0	326.6	27.5	314.8	25.6	4%	7%	1.86	1.36	1507.59	948.66	59%	4.6%	3.0%	1.60
复星医药	713.4	293.9	25.2	309.1	20.1	-5%	25%	(15.19)	5.3	2729.52	2648.04	3%	9.3%	8.6%	0.72
信立泰	640.5	32.4	5.8	30.0	5.1	8%	14%	2.40	0.71	362.89	306.48	18%	11.2%	10.2%	0.98
海思科	603.5	33.0	3.0	27.5	3.8	20%	-23%	5.49	(0.87)	542.39	377.97	44%	16.4%	13.7%	2.70
科伦药业	542.7	132.8	12.0	167.9	24.7	-21%	-51%	35.12	(14.70)	1632.57	1584.14	3%	12.3%	9.4%	2.86
新诺威	468.0	15.9	-0.2	14.8	1.4	8%	-117%	1.14	(1.63)	683.44	456.96	50%	42.9%	30.9%	12.00
荣昌生物	516.5	17.2	-5.5	12.1	-10.7	42%	49%	5.11	5.21	890.58	1153.41	23%	51.8%	95.4%	(43.63)
艾力斯	458.5	37.3	16.2	25.3	10.6	47%	52%	2.00	5.38	312.83	207.67	51%	8.4%	8.2%	0.18
三生国健	472.4	11.2	4.0	9.4	2.3	19%	71%	1.77	1.56	300.32	254.20	18%	26.9%	27.1%	(0.15)
长春高新	435.5	98.1	11.6	103.9	27.9	-6%	-58%	(5.81)	(16.24)	1733.40	1409.77	23%	17.7%	13.6%	4.10
甘李药业	384.5	30.5	8.2	22.5	5.1	36%	61%	8.02	3.1	407.86	403.44	1%	13.4%	18.0%	(4.59)
君实生物-U	361.3	18.1	-6.0	12.7	-9.3	42%	36%	5.35	3.31	982.15	874.27	2%	54.4%	68.8%	(14.39)
人福医药	332.8	178.8	16.9	191.4	15.9	-7%	6%	(12.60)	0.99	1050.41	1093.26	-4%	5.9%	5.7%	0.16
特宝生物	299.4	24.8	6.7	19.5	5.5	27%	20%	5.25	1.2	279.34	193.34	44%	11.3%	9.9%	1.37
丽珠集团	306.1	91.2	17.5	90.8	16.7	0%	5%	0.34	0.31	683.26	734.49	-7%	7.5%	8.1%	(0.59)
迪哲医药-U	291.0	5.9	-5.8	3.4	-5.6	73%	-4%	2.48	(0.21)	644.24	567.73	3%	109.9%	167.7%	(57.86)
康弘药业	284.4	36.2	10.3	34.1	9.7	6%	6%	2.13	0.59	334.16	342.16	-2%	9.2%	10.0%	(0.81)
华海药业	275.8	64.1	3.8	72.5	10.3	-12%	-63%	(8.39)	(5.51)	829.48	687.45	21%	12.9%	9.5%	3.46
通化金马	270.3	8.9	0.2	9.7	0.2	-8%	4%	(0.76)	0.01	27.99	28.50	-2%	3.1%	2.9%	0.19
泽璟制药-U	274.4	5.9	-0.9	3.8	-1.0	54%	5%	2.09	0.04	302.78	272.79	1%	51.0%	71.0%	(20.00)
诺诚健华-U	260.8	11.2	-0.6	7.0	-2.8	60%	77%	4.18	2.1	676.05	614.98	0%	60.6%	88.1%	(27.52)
恩华药业	245.5	44.7	11.1	41.5	10.2	8%	8%	3.26	0.36	512.69	435.67	18%	11.5%	10.5%	0.96
一品红	233.3	8.1	-1.4	12.4	-2.5	-34%	45%	(4.26)	1.0	105.57	200.74	-47%	13.0%	16.2%	(3.22)
健康元	220.3	114.8	10.9	119.0	11.1	-4%	-2%	(4.21)	(0.20)	931.02	1036.38	-10%	8.1%	8.7%	(0.60)
神州细胞-U	228.2	13.1	-2.5	19.4	1.5	-32%	-267%	(6.25)	(4.01)	581.82	671.79	-13%	44.4%	34.7%	9.67
博瑞医药	235.7	8.7	0.5	9.8	1.8	-11%	-72%	(1.03)	(1.27)	216.43	212.38	2%	24.8%	21.7%	3.01
贝达药业	235.2	27.2	3.2	23.4	4.2	16%	-24%	3.73	(0.99)	372.97	384.04	-3%	13.7%	16.4%	(2.65)
华润双鹤	199.9	82.8	13.5	85.5	14.0	-3%	-3%	(2.65)	(0.48)	371.19	472.69	-21%	4.5%	5.5%	(1.05)
众生药业	167.8	18.9	2.5	19.1	1.5	-1%	68%	(0.19)	1.02	59.92	86.09	-30%	3.2%	4.5%	(1.34)
兴齐眼药	188.4	19.0	6.0	14.4	2.9	32%	106%	4.64	3.18	155.12	139.48	1%	8.1%	9.7%	(1.54)
安科生物	181.3	19.6	5.5	19.2	5.9	2%	-6%	0.41	(0.38)	145.38	128.57	3%	7.4%	6.7%	0.72
迈威生物-U	183.8	5.7	-6.0	1.4	-6.9	301%	14%	4.25	0.36	712.15	481.01	48%	125.9%	340.9%	(215.05)
舒泰神	181.8	1.8	-0.3	2.6	-0.1	-31%	-228%	(0.80)	(0.21)	58.10	77.69	-25%	32.2%	29.8%	2.42
通化东宝	178.6	21.8	12.0	14.5	-0.7	51%	1911%	7.32	12.69	116.43	75.09	55%	5.3%	5.2%	0.16

■ 创新药板块研发费用率居前的公司为首药控股-U、益方生物-U、海创药业-U、智翔金泰-U和盟科药业等。

A股创新药板块2025Q1~Q3营收、利润、研发费用 - 按市值排序 - 2

证券代码	证券简称	市值(亿元)	2025Q1~Q3(亿元)		2024Q1~Q3(亿元)		2025Q1~Q3		收入同比增量	净利润同比增量	研发费用(百万元)			研发费用率		
			收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润			2025Q1~Q3	2025Q1~Q3	2025Q1~Q3	2024Q1~Q3	同比	2025Q1~Q3
奥赛康	177.4	14.3	2.2	13.8	1.3	4%	76%	0.49	0.96	115.22	165.59	130%	8.0%	12.0%	(3.92)	
我武生物	178.3	8.5	3.4	7.3	2.7	17%	27%	1.23	0.73	85.70	87.86	2%	10.0%	12.0%	(1.99)	
益方生物-U	166.6	0.3	-1.8	0.2	-3.1	61%	41%	0.12	1.24	189.65	295.68	36%	613.9%	1543.5%	(929.61)	
京新药业	156.4	30.5	5.8	32.1	5.8	-5%	0%	(1.61)	0.01	274.43	269.44	2%	9.0%	8.4%	0.61	
亿帆医药	155.2	39.2	3.9	38.6	3.7	2%	6%	0.64	0.21	191.87	182.44	5%	4.9%	4.7%	0.16	
西藏药业	144.5	20.9	7.2	21.8	7.9	-4%	-9%	(0.86)	(0.70)	28.12	17.03	65%	1.3%	0.8%	0.56	
海正药业	132.2	79.2	4.6	78.7	5.2	1%	-11%	0.48	(0.54)	372.15	262.63	42%	4.7%	3.3%	1.36	
东诚药业	126.9	20.4	1.5	21.6	1.7	-6%	-11%	(1.19)	(0.18)	162.33	153.89	5%	7.9%	7.1%	0.83	
泰恩康	130.2	5.3	0.3	5.7	1.2	-8%	-73%	(0.47)	(0.85)	54.24	61.60	12%	10.3%	10.8%	(0.45)	
微芯生物	125.2	6.7	0.7	4.8	-0.5	40%	239%	1.93	1.22	162.39	147.57	10%	24.1%	30.7%	(6.59)	
千红制药	115.4	12.2	3.8	12.1	3.1	1%	24%	0.07	0.74	69.86	60.92	5%	5.8%	5.0%	0.71	
福元医药	106.9	25.2	3.8	25.5	4.0	-1%	-6%	(0.26)	(0.26)	276.84	297.59	7%	11.0%	11.7%	(0.70)	
百奥泰	109.9	6.8	-2.2	5.8	-3.7	18%	39%	1.02	1.11	556.73	599.20	7%	81.4%	103.1%	(21.61)	
上海谊众	111.1	2.4	0.5	1.7	0.3	43%	46%	0.74	0.16	54.50	25.34	15%	22.4%	14.9%	7.47	
智翔金泰-U	108.9	2.1	-3.3	0.1	-5.5	1562%	39%	1.95	2.14	349.37	437.94	20%	168.3%	3506.9%	(338.57)	
苑东生物	99.1	10.2	2.2	10.4	2.2	-2%	1%	(0.21)	0.03	183.30	188.13	3%	18.0%	18.1%	(0.10)	
悦康药业	92.4	17.6	-1.5	29.9	2.1	-41%	-171%	(12.33)	(3.58)	316.55	261.15	21%	18.0%	8.7%	9.27	
辰欣药业	94.8	25.8	3.8	30.0	4.0	-14%	-4%	(4.18)	(0.16)	221.07	272.31	19%	8.6%	9.1%	(0.51)	
汇宇制药	90.6	7.4	-0.5	8.5	2.3	-13%	-122%	(1.10)	(2.78)	231.62	225.02	3%	31.2%	26.4%	4.81	
昂利康	82.4	10.6	0.8	11.2	0.5	-6%	56%	(0.66)	0.28	121.88	164.44	26%	11.6%	14.7%	(3.11)	
双鹭药业	77.8	4.6	1.4	5.4	-0.2	-15%	943%	(0.82)	1.58	75.10	98.93	24%	16.4%	18.3%	(1.93)	
科兴制药	77.5	11.5	1.1	10.4	0.2	11%	548%	1.09	0.94	132.62	113.45	7%	11.6%	10.9%	0.63	
康辰药业	73.1	6.9	1.3	6.5	1.1	7%	13%	0.46	0.15	32.80	35.04	6%	4.7%	5.4%	(0.68)	
复旦张江	74.7	5.5	-0.2	5.5	0.9	0%	-118%	0.02	(1.02)	244.03	235.75	4%	44.3%	43.0%	1.33	
海辰药业	67.1	4.7	0.3	3.6	0.3	31%	16%	1.11	0.05	31.20	34.27	9%	6.6%	9.5%	(2.89)	
华纳药厂	65.5	10.9	2.1	10.7	1.6	2%	31%	0.17	0.49	96.05	100.56	4%	8.8%	9.4%	(0.56)	
前沿生物-U	57.4	1.0	-1.6	0.9	-1.9	13%	17%	0.12	0.34	83.87	109.34	23%	81.1%	119.3%	(38.18)	
艾迪药业	62.5	5.5	-0.1	3.0	-0.6	85%	89%	2.54	0.54	65.00	64.02	2%	11.8%	21.4%	(9.65)	
吉贝尔	65.4	7.0	2.0	6.4	1.7	10%	13%	0.61	0.22	30.21	31.16	3%	4.3%	4.8%	(0.56)	
罗欣药业	58.8	17.2	0.2	18.8	-2.7	-8%	109%	(1.58)	2.38	63.30	49.21	20%	3.7%	2.6%	1.06	
首药控股-U	59.2	0.0	-1.5	0.0	-1.6	-47%	3%	(0.02)	0.05	155.27	164.04	5%	7763.5%	4316.9%	3446.54	
亚虹医药-U	57.1	2.2	-2.5	1.4	-2.7	56%	8%	0.77	0.22	169.85	219.04	22%	78.5%	157.6%	(79.15)	
凯因科技	48.2	9.3	1.0	10.1	1.1	-8%	-5%	(0.84)	(0.06)	92.58	104.03	11%	10.0%	10.3%	(0.30)	
盟科药业	47.3	1.0	-1.9	1.0	-2.9	7%	34%	0.06	0.98	172.75	244.25	29%	166.1%	250.3%	(84.22)	
海创药业-U	47.7	0.2	-1.0	0.0	-1.5	21180%	36%	0.23	0.55	88.76	133.31	33%	380.1%	121482.6%	(121102.45)	
海特生物	45.0	4.2	-1.6	4.5	-0.4	-6%	-298%	(0.29)	(1.18)	66.33	89.03	25%	15.7%	19.7%	(4.02)	
南新制药	25.2	0.8	-0.7	2.5	-0.6	-67%	-20%	(1.68)	(0.11)	27.30	26.33	4%	32.8%	10.5%	22.35	
赛伦生物	26.0	1.8	0.6	1.7	0.6	1%	2%	0.02	0.01	12.88	16.17	20%	7.4%	9.3%	(1.98)	

■ A股科创板35家公司2025Q1~Q3收入569.3亿元(+16.0%)，归母净利润-1.5亿元(+92.8%)，收入同比大幅增长，净利润同比均大幅收窄，主要系科创板公司研发成果逐渐兑现。合计投入研发费用约222.9亿元(+9.3%)，研发费用率39.2%(-2.4pp)。

科创板公司2025Q1~Q3营收、利润、研发费用 - 按市值排序

证券代码	证券简称	市值(亿元)	2025Q1~Q3(亿元)		2024Q1~Q3(亿元)		2025Q1~Q3		收入同比增量	净利润同比增量	研发费用(百万元)			研发费用率		
			收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润			2025Q1~Q3	2025Q1~Q3	2024Q1~Q3	同比	2025Q1~Q3	2024Q1~Q3
688235.SH	百济神州-U	2,538.6	276.0	11.4	191.4	-36.9	44%	131%	84.59	48.25	11159.24	10165.93	10%	40.4%	53.1%	(12.69)
688506.SH	百利天恒-U	1,494.6	20.7	-4.9	56.6	40.7	-64%	-112%	(35.97)	(45.60)	1772.38	931.70	90%	85.8%	16.5%	69.34
688331.SH	荣昌生物	516.5	17.2	-5.5	12.1	-10.7	42%	49%	5.11	5.21	890.58	1153.41	-23%	51.8%	95.4%	(43.63)
688578.SH	艾力斯	458.5	37.3	16.2	25.3	10.6	47%	52%	12.00	5.53	312.83	207.67	51%	8.4%	8.2%	0.18
688336.SH	三生国健	472.4	11.2	4.0	9.4	2.3	19%	71%	1.77	1.66	300.32	254.20	18%	26.9%	27.1%	(0.15)
688180.SH	君实生物-U	361.3	18.1	-6.0	12.7	-9.3	42%	36%	5.35	3.11	982.15	874.27	12%	54.4%	68.8%	(14.39)
688278.SH	特宝生物	299.4	24.8	6.7	19.5	5.5	27%	20%	5.25	1.12	279.34	193.34	44%	11.3%	9.9%	1.37
688192.SH	迪哲医药-U	291.0	5.9	-5.8	3.4	-5.6	73%	-4%	2.48	(0.21)	644.24	567.73	13%	109.9%	167.7%	(57.86)
688266.SH	泽璟制药-U	274.4	5.9	-0.9	3.8	-1.0	54%	5%	2.09	0.04	302.78	272.79	11%	51.0%	71.0%	(20.00)
688428.SH	诺诚健华-U	260.8	11.2	-0.6	7.0	-2.8	60%	77%	4.18	2.11	676.05	614.98	10%	60.6%	88.1%	(27.52)
688520.SH	神州细胞-U	228.2	13.1	-2.5	19.4	1.5	-32%	-267%	(6.25)	(4.01)	581.82	671.79	-13%	44.4%	34.7%	9.67
688166.SH	博瑞医药	235.7	8.7	0.5	9.8	1.8	-11%	-72%	(1.03)	(1.27)	216.43	212.38	2%	24.8%	21.7%	3.01
688062.SH	迈威生物-U	183.8	5.7	-6.0	1.4	-6.9	301%	14%	4.25	0.96	712.15	481.01	48%	125.9%	340.9%	(215.05)
688382.SH	益方生物-U	166.6	0.3	-1.8	0.2	-3.1	61%	41%	0.12	1.24	189.65	295.68	-36%	613.9%	1543.5%	(929.61)
688321.SH	微芯生物	125.2	6.7	0.7	4.8	-0.5	40%	239%	1.93	1.22	162.39	147.57	10%	24.1%	30.7%	(6.59)
688177.SH	百奥泰	109.9	6.8	-2.2	5.8	-3.7	18%	39%	1.02	1.11	556.73	599.20	-7%	81.4%	103.1%	(21.61)
688091.SH	上海谊众	111.1	2.4	0.5	1.7	0.3	43%	46%	0.74	0.16	54.50	25.34	115%	22.4%	14.9%	7.47
688443.SH	智翔金泰-U	108.9	2.1	-3.3	0.1	-5.5	1562%	39%	1.95	2.14	349.37	437.94	-20%	168.3%	3506.9%	(3338.57)
688513.SH	苑东生物	99.1	10.2	2.2	10.4	2.2	-2%	1%	(0.21)	0.03	183.30	188.13	-3%	18.0%	18.1%	(0.10)
688658.SH	悦康药业	92.4	17.6	-1.5	29.9	2.1	-41%	-171%	(12.33)	(3.58)	316.55	261.15	21%	18.0%	8.7%	9.27
688553.SH	汇宇制药	90.6	7.4	-0.5	8.5	2.3	-13%	-122%	(1.10)	(2.78)	231.62	225.02	3%	31.2%	26.4%	4.81
688136.SH	科兴制药	77.5	11.5	1.1	10.4	0.2	11%	548%	1.09	0.94	132.62	113.45	17%	11.6%	10.9%	0.63
688505.SH	复旦张江	74.7	5.5	-0.2	5.5	0.9	0%	-118%	0.02	(1.02)	244.03	235.75	4%	44.3%	43.0%	1.33
688799.SH	华纳药厂	65.5	10.9	2.1	10.7	1.6	2%	31%	0.17	0.19	96.05	100.56	-4%	8.8%	9.4%	(0.56)
688221.SH	前沿生物-U	57.4	1.0	-1.6	0.9	-1.9	13%	17%	0.12	0.34	83.87	109.34	-23%	81.1%	119.3%	(38.18)
688488.SH	艾迪药业	62.5	5.5	-0.1	3.0	-0.6	85%	89%	2.54	0.54	65.00	64.02	2%	11.8%	21.4%	(9.65)
688566.SH	吉贝尔	65.4	7.0	2.0	6.4	1.7	10%	13%	0.61	0.22	30.21	31.16	-3%	4.3%	4.8%	(0.56)
688197.SH	首药控股-U	59.2	0.0	-1.5	0.0	-1.6	-47%	3%	(0.02)	0.05	155.27	164.04	-5%	7763.5%	4316.9%	3446.54
688176.SH	亚虹医药-U	57.1	2.2	-2.5	1.4	-2.7	56%	8%	0.77	0.22	169.85	219.04	-22%	78.5%	157.6%	(79.15)
688247.SH	宣泰医药	49.2	3.3	0.6	3.6	0.9	-9%	-31%	(0.31)	(0.29)	42.89	56.47	-24%	12.9%	15.6%	(2.63)
688687.SH	凯因科技	48.2	9.3	1.0	10.1	1.1	-8%	-5%	(0.84)	(0.06)	92.58	104.03	-11%	10.0%	10.3%	(0.30)
688373.SH	盟科药业	47.3	1.0	-1.9	1.0	-2.9	7%	34%	0.06	0.38	172.75	244.25	-29%	166.1%	250.3%	(84.22)
688302.SH	海创药业-U	47.7	0.2	-1.0	0.0	-1.5	21180%	36%	0.23	0.55	88.76	133.31	-33%	380.1%	121482.6%	(121102.45)
688189.SH	南新制药	25.2	0.8	-0.7	2.5	-0.6	-67%	-20%	(1.68)	(0.11)	27.30	26.33	4%	32.8%	10.5%	22.35
688163.SH	赛伦生物	26.0	1.8	0.6	1.7	0.6	1%	2%	0.02	0.01	12.88	16.17	-20%	7.4%	9.3%	(1.98)

数据来源：wind，西南证券整理；注：市值基准日为2025年11月13日

■ A股创新药75家公司截止2025.11.13板块共计74家上涨，板块平均涨跌幅65.78%，中位涨跌幅50.77%，上涨超过100%的共计12家，超200%共计4家，舒泰神、三生国健、昂利康、一品红、海辰药业涨幅居前。

A股75家创新药标的2025.1.1-2025.11.13涨跌幅排名

股票代码	证券简称	年初至今涨跌幅
300204.SZ	舒泰神	415.52%
688336.SH	三生国健	241.46%
002940.SZ	昂利康	238.92%
300723.SZ	一品红	201.64%
300584.SZ	海辰药业	198.09%
688331.SH	荣昌生物	195.58%
688062.SH	迈威生物-U	127.13%
688382.SH	益方生物-U	117.89%
603590.SH	康辰药业	105.08%
688428.SH	诺诚健华-U	104.97%
002294.SZ	信立泰	103.92%
301263.SZ	泰恩康	100.65%
002317.SZ	众生药业	97.71%
688513.SH	苑东生物	94.08%
688506.SH	百利天恒-U	94.02%
688488.SH	艾迪药业	92.11%
688235.SH	百济神州-U	89.16%
000766.SZ	通化金马	85.10%
688166.SH	博瑞医药	80.41%
688221.SH	前沿生物-U	77.05%
688799.SH	华纳药厂	76.87%
688136.SH	科兴制药	73.46%
688578.SH	艾力斯	71.74%
688266.SH	泽璟制药-U	70.12%
002653.SZ	海思科	67.98%
002773.SZ	康弘药业	67.43%
300357.SZ	我武生物	62.50%
688321.SH	微芯生物	62.27%
688192.SH	迪哲医药-U	58.14%
688302.SH	海创药业-U	56.89%
603367.SH	辰欣药业	56.77%
300573.SZ	兴齐眼药	54.39%
002755.SZ	奥赛康	53.54%
688189.SH	南新制药	52.75%
603087.SH	甘李药业	52.06%
688658.SH	悦康药业	51.70%
002550.SZ	千红制药	51.11%
601089.SH	福元医药	50.77%

数据来源：wind，西南证券整理；注：涨跌幅统计至2025年11月13日

■ H股创新药75家公司截止2025.11.13板块共计64家上涨，板块平均涨跌幅143.42%，中位涨跌幅93.06%，上涨超过100%的共计35家，超200%共计13家，北海康成、药捷安康、德琪医药、和铂医药、荣昌生物、三生制药、加科思、派格生物医药、创胜集团涨幅居前。

港股75家创新药标的2025.1.1-2025.11.13涨跌幅排名

股票代码	证券简称	年初至今涨跌幅	股票代码	证券简称	年初至今涨跌幅
1228.HK	北海康成-B	1298.50%	2171.HK	科济药业-B	91.42%
2617.HK	药捷安康-B	780.85%	0512.HK	远大医药	90.90%
6996.HK	德琪医药-B	646.15%	2137.HK	腾盛博药-B	90.82%
2142.HK	和铂医药-B	625.27%	6998.HK	嘉和生物-B	90.17%
9995.HK	荣昌生物-B	486.81%	2181.HK	迈博药业-B	85.71%
1530.HK	三生制药	460.06%	1093.HK	石药集团	71.05%
1167.HK	加科思-B	443.31%	2196.HK	复星医药	66.65%
2565.HK	派格生物医药-B	387.89%	1244.HK	思路迪	64.29%
6628.HK	创胜集团-B	357.14%	3681.HK	中国抗体-B	62.39%
1672.HK	歌礼制药-B	295.35%	9606.HK	映恩生物-B	61.56%
2315.HK	百奥赛图-B	282.35%	1061.HK	亿胜生物科技	61.00%
2256.HK	和誉-B	218.26%	8329.HK	海王英特龙	52.42%
6622.HK	兆科眼科-B	204.17%	2186.HK	绿叶制药	49.31%
2126.HK	药明巨诺-B	189.06%	1541.HK	宜明昂科-B	48.26%
9966.HK	康宁杰瑞制药-B	187.43%	6855.HK	亚盛医药-B	47.96%
6990.HK	科伦博泰生物	178.51%	6978.HK	永泰生物-B	46.60%
2509.HK	荃信生物-B	175.88%	0950.HK	李氏大药厂	36.96%
2696.HK	复宏汉霖	173.21%	1349.HK	复旦张江	36.24%
1801.HK	信达生物	151.23%	1276.HK	恒瑞医药-B	31.73%
9969.HK	诺诚健华	146.73%	2105.HK	来凯医药-B	27.64%
0775.HK	长江生命科技	146.34%	1513.HK	丽珠医药	23.28%
2511.HK	君圣泰医药-B	139.37%	2566.HK	九源基因	17.48%
2616.HK	基石药业-B	138.70%	6955.HK	博安生物	14.68%
2157.HK	乐普生物-B	137.79%	3933.HK	联邦制药	11.02%
1177.HK	中国生物制药	133.50%	0013.HK	和黄医药	7.32%
2552.HK	华领医药-B	131.51%	2348.HK	东瑞制药	4.04%
2257.HK	圣诺医药-B	131.50%	1952.HK	云顶新耀-B	-3.55%
1877.HK	君实生物	127.12%	2487.HK	科笛-B	-7.77%
3692.HK	翰森制药	125.29%	9887.HK	维立志博-B	-11.33%
0460.HK	四环医药	118.19%	9688.HK	再鼎医药-B	-17.42%
9939.HK	开拓药业-B	110.31%	2652.HK	长风药业	-21.19%
6160.HK	百济神州	109.71%	2595.HK	劲方医药	-25.75%
0690.HK	联康生物科技集团	107.79%	0455.HK	天大药业	-26.04%
2096.HK	先声药业	100.74%	2591.HK	银诺医药-B	-43.72%
9926.HK	康方生物	100.16%	2561.HK	维昇药业-B	-49.91%
1477.HK	欧康维视生物-B	94.67%	2410.HK	同源康医药-B	-70.99%
2162.HK	康诺亚-B	93.53%	2563.HK	华昊中天医药-B	-84.01%
0867.HK	康哲药业	93.06%			

■ H股18A创新药54家公司截止20251113板块共计45家上涨，板块平均涨跌幅167.06%，中位涨跌幅104.94%，上涨超过100%的共计28家，占H股创新药涨幅超100%公司的80%，超200%共计12家，占比92.3%，港股创新药涨幅居前的基本来自于18A公司。

港股18A创新药标的2025.1.1-2025.11.13涨跌幅排名

股票代码	证券简称	年初至今涨跌幅	股票代码	证券简称	年初至今涨跌幅
1228.HK	北海康成-B	1298.50%	9926.HK	康方生物	100.16%
2617.HK	药捷安康-B	780.85%	1477.HK	欧康维视生物-B	94.67%
6996.HK	德琪医药-B	646.15%	2162.HK	康诺亚-B	93.53%
2142.HK	和铂医药-B	625.27%	2171.HK	科济药业-B	91.42%
9995.HK	荣昌生物-B	486.81%	2137.HK	腾盛博药-B	90.82%
1167.HK	加科思-B	443.31%	6998.HK	嘉和生物-B	90.17%
2565.HK	派格生物医药-B	387.89%	2181.HK	迈博药业-B	85.71%
6628.HK	创胜集团-B	357.14%	1244.HK	思路迪	64.29%
1672.HK	歌礼制药-B	295.35%	3681.HK	中国抗体-B	62.39%
2315.HK	百奥赛图-B	282.35%	9606.HK	映恩生物-B	61.56%
2256.HK	和誉-B	218.26%	1541.HK	宜明昂科-B	48.26%
6622.HK	兆科眼科-B	204.17%	6855.HK	亚盛医药-B	47.96%
2126.HK	药明巨诺-B	189.06%	6978.HK	永泰生物-B	46.60%
9966.HK	康宁杰瑞制药-B	187.43%	0950.HK	李氏大药厂	36.96%
6990.HK	科伦博泰生物	178.51%	2105.HK	来凯医药-B	27.64%
2509.HK	荃信生物-B	175.88%	2566.HK	九源基因	17.48%
2696.HK	复宏汉霖	173.21%	6955.HK	博安生物	14.68%
1801.HK	信达生物	151.23%	0013.HK	和黄医药	7.32%
9969.HK	诺诚健华	146.73%	1952.HK	云顶新耀-B	-3.55%
2511.HK	君圣泰医药-B	139.37%	2487.HK	科笛-B	-7.77%
2616.HK	基石药业-B	138.70%	9887.HK	维立志博-B	-11.33%
2157.HK	乐普生物-B	137.79%	9688.HK	再鼎医药-B	-17.42%
2552.HK	华领医药-B	131.51%	2595.HK	劲方医药	-25.75%
2257.HK	圣诺医药-B	131.50%	2591.HK	银诺医药-B	-43.72%
1877.HK	君实生物	127.12%	2561.HK	维昇药业-B	-49.91%
9939.HK	开拓药业-B	110.31%	2410.HK	同源康医药-B	-70.99%
6160.HK	百济神州	109.71%	2563.HK	华昊中天医药-B	-84.01%

■ 根据选取的75家样本，我们拟合出了A股创新药板块2017年11月1日至今指数K线图（基点1000，加权方式为流通A股），根据指数图，A股创新药板块指数于2020年8月5日达到最高点，当下时点距最高点还有30.9%的空间。



- A股创新药板块截至2025年9月30日市值25489.71亿元，过去12个月营收 (TTM) 3678.04亿元，对应6.93的PS，与2020年基本持平；
- 当下时点 (2025年11月13日) 市值24257.07亿元，过去12个月营收 (TTM) 3735.47亿元，对应6.49的PS，相比涨幅最高时点 (2020年8月5日) 8.55更低。

A股创新药板块近几年营收、市值和PS (亿元)

年份时间	营收	市值	PS
2018/12/31	2319.68	6625.39	2.86
2019/12/31	2752.21	10946.83	3.98
2020/12/31	2745.88	10954.48	6.94
2021/12/31	3096.25	16653.33	5.38
2022/12/31	3189.93	15510.14	4.86
2023/12/31	3403.78	16890.07	4.96
2024/12/31	3674.18	15703.41	4.27
2025/09/30	3678.04(TTM)	25489.71	6.93
2025/11/13	3735.47(TTM)	24257.07	6.49
2020/08/05	2540.12(TTM)	21705.94	8.55

- 今年A股创新药板块定增事件三条，包括百利天恒、迪哲医药-U和华海药业，分别募资37.64、17.96和6.00亿元，融资总金额达61.60亿元。
- 根据Wind行业分类，2025年医药生物板块A股IPO上市共计9家，其中主板上市的包括威高血净和技源集团；融资金额共计75.64亿元，融资金额达10亿以上的共计3家，分别为禾元生物-U、必贝特-U和威高血净。

A股创新药板块2025年至今定增情况-按募资总额排序

代码	名称	发行日期	增发数量(万股)	实际募资总额(亿元)	实际配售家数
688506.SH	百利天恒	2025-09-09	1187.38	37.64	17
688192.SH	迪哲医药-U	2025-04-03	4176.48	17.96	14
600521.SH	华海药业	2025-03-10	4115.23	6.00	13

A股医药生物行业2025年至今IPO情况-按募资总额排序

代码	名称	上市日期	上市板	筹资金额(亿元)
688765.SH	禾元生物-U	2025-10-28	科创板	25.99
688759.SH	必贝特-U	2025-10-28	科创板	16.00
603014.SH	威高血净	2025-05-19	主板	10.90
603262.SH	技源集团	2025-07-23	主板	5.44
688755.SH	汉邦科技	2025-05-16	科创板	5.01
301584.SZ	建发致新	2025-09-25	创业板	4.46
301602.SZ	超研股份	2025-01-22	创业板	4.30
688758.SH	赛分科技	2025-01-10	科创板	2.16
920009.BJ	丹娜生物	2025-11-03	北证	1.37

■根据恒生行业分类，2025年医药生物板块H股IPO上市共计22家。融资金额达342.02亿港元，融资金额达70亿以上的包括恒瑞医药（113.74亿港元）和东阳光药（78.22亿港元），占总融资金额的56.1%，两者均已在A股上市；融资金额处于10-30亿的共计四家；处于5-10亿的共计10家。分季度来看，一季度上市3家、二季度上市7家、三季度上市8家、四季度截至11月21日上市4家。

H股医药生物行业2025年至今IPO情况-按募资总额排序

证券代码	名称	上市日期	募资总额（亿港元）	A股上市状态
1276.HK	恒瑞医药	2025-05-23	113.74	600276
6887.HK	东阳光药	2025-08-07	78.22	600673
2595.HK	劲方医药-B	2025-09-19	20.93	未上市
9606.HK	映恩生物-B	2025-04-15	18.86	未上市
9887.HK	维立志博-B	2025-07-25	14.84	未上市
2629.HK	MIRXES-B	2025-05-23	10.86	未上市
2637.HK	海西新药	2025-10-20	9.94	未上市
2561.HK	维昇药业-B	2025-03-21	7.83	未上市
2575.HK	轩竹生物-B	2025-10-15	7.81	未上市
2591.HK	银诺医药-B	2025-08-15	6.83	未上市
2592.HK	拨康视云-B	2025-07-03	6.12	未上市
2652.HK	长风药业	2025-10-08	6.08	未上市
2630.HK	旺山旺水-B	2025-11-06	5.87	未上市
6681.HK	脑动极光-B	2025-01-08	5.83	未上市
2609.HK	佰泽医疗	2025-06-23	5.62	未上市
3880.HK	泰德医药	2025-06-30	5.14	未上市
2627.HK	中慧生物-B	2025-08-11	4.31	未上市
2656.HK	健康160	2025-09-17	4.00	未上市
2565.HK	派格生物医药-B	2025-05-27	3.01	未上市

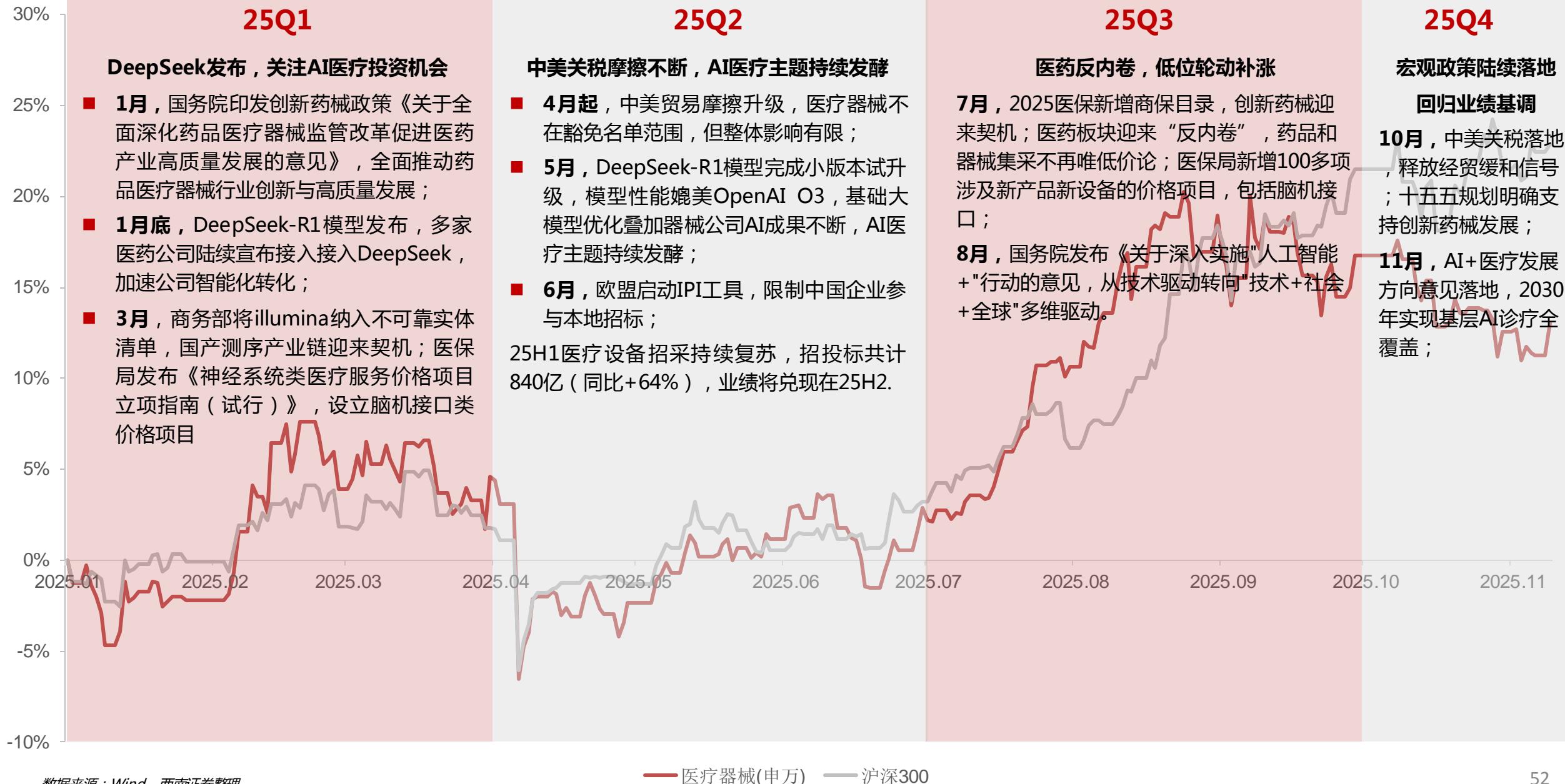
■今年H股创新药板块配售事件共计39条，募集总额达332.76亿港元，其中单笔融资金额达20亿港元以上的事件共4件，包括信达生物、瀚森制药、康方生物、联邦制药；达10亿港元以上的9件；达1亿港元以上的共35件。港股的IPO与配售融资均非常活跃，已成为创新药企业的主要融资目标市场。

H股创新药企业2025年至今配售情况-按募资总额排序

代码	名称	公告日期	实际发行数量(百万股)	拟配售股份占已发行股份比例(%)	募资总额(百万港元)	代码	名称	公告日期	实际发行数量(百万股)	拟配售股份占已发行股份比例(%)	募资总额(百万港元)
1801.HK	信达生物	2025-06-26	55.00	3.33	4,309.80	2616.HK	基石药业-B	2025-07-08	100.00	7.33	472.00
3692.HK	翰森制药	2025-08-20	108.00	1.82	3,920.40	2157.HK	乐普生物-B	2025-07-04	93.83	5.66	471.00
9926.HK	康方生物	2025-08-28	23.55	2.62	3,521.67	6955.HK	博安生物	2025-06-04	38.40	7.17	400.13
3933.HK	联邦制药	2025-07-18	156.00	8.59	2,209.00	3681.HK	中国抗体-B	2025-07-22	182.07	15.12	369.61
6990.HK	科伦博泰生物-B	2025-06-05	5.92	3.77	1,963.59	1541.HK	宜明昂科-B	2025-10-09	24.20	6.11	350.90
1952.HK	云顶新耀	2025-07-25	22.56	6.88	1,572.50	6978.HK	永泰生物-B	2025-09-19	102.92	20.00	257.29
2096.HK	先声药业	2025-09-02	121.00	4.89	1,566.95	2487.HK	科笛-B	2025-08-28	28.90	9.01	242.79
6855.HK	亚盛医药-B	2025-07-14	22.00	6.30	1,509.20	2105.HK	来凯医药-B	2024-11-21	17.64	4.52	235.62
1877.HK	君实生物	2025-06-13	41.00	18.70	1,039.00	2616.HK	基石药业-B	2025-04-02	80.00	6.23	234.64
6855.HK	亚盛医药-B	2025-01-24	29.30	8.50	983.56	1541.HK	宜明昂科-B	2024-11-21	33.15	9.50	233.71
2162.HK	康诺亚-B	2025-06-11	19.00	6.79	864.12	2257.HK	圣诺医药-B	2025-09-07		16.50	208.20
2142.HK	和铂医药-B	2025-03-21	76.27	9.96	819.20	2410.HK	同源康医药-B	2025-07-29	9.23	2.52	157.00
9995.HK	荣昌生物	2025-05-22	19.00	10.02	806.36	2511.HK	君圣泰医药-B	2025-06-26	56.56	11.66	125.00
6955.HK	博安生物	2025-08-07	48.00	8.36	788.16	3681.HK	中国抗体-B	2025-05-13	112.81	10.33	124.09
1530.HK	三生制药	2025-07-24	31.14	1.30	785.00	1228.HK	北海康成-B	2025-08-12	74.97	17.65	100.46
1801.HK	信达生物	2025-10-22		0.40	778.00	2509.HK	荃信生物-B	2025-08-18	5.00	2.25	100.00
2105.HK	来凯医药-B	2025-09-10	36.00	8.77	586.80	6628.HK	创胜集团-B	2025-09-10	14.40	3.29	62.35
2142.HK	和铂医药-B	2025-08-29	45.02	5.31	517.75	9939.HK	开拓药业-B	2025-11-12		6.51	50.00
1672.HK	歌礼制药-B	2025-08-19	28.82	2.97	474.09	9939.HK	开拓药业-B	2025-08-01	20.67	4.62	43.00
						1228.HK	北海康成-B	2025-09-15	10.00	2.00	22.59

医疗器械：2025Q3业绩有所回暖，子板块表现分化

- **2025Q1-Q3医疗器械板块总结**：器械板块(85家样本公司)，2025Q1-3收入1457亿元(-2.4%)，归母净利润265亿元(-14.4%)，其中Q3收入端业绩同比转正。25Q1-Q3主要受到医保控费DRG、竞争格局等影响，2025年利润承压。细分业务来看，2025Q3医疗设备板块、高耗板块的心脑血管和骨科、低耗板块的医用导管敷料类表现较好。IVD板块、眼科、肾科、手套、药用玻璃瓶、注射穿刺类等有所承压，主要因医疗控费政策加紧、地缘政治紧张和竞争加剧。前三季度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，医疗设备板块业绩将兑现至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。
- **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**。
- **长期看好自主可控和国产替代，全球化布局仍为中长期重要布局，相关标的：**
 - 1) **自主可控：自主可控/创新器械**：高端影像（联影医疗、迈瑞医疗）、手术机器人（微创机器人）、基因测序（华大智造）、外周介入、神经介入（赛诺医疗、微创脑科学）、电生理（微电生理、惠泰医疗）、内窥镜（澳华内镜、开立医疗、海泰新光）。
 - 2) **集采品类有望加速替代**：骨科（爱康医疗、春立医疗）、化学发光（新产业、圣湘生物、普门科技）、人工晶体（爱博医疗）。
 - 3) **国际化布局**：家用呼吸机（瑞迈特、美好医疗、鱼跃医疗）、CGM（三诺生物）、低值耗材（英科医疗、山东药玻、振德医疗）、NASH检测（福瑞股份）。
 - 4) **主题投资（AI+银发经济+呼吸道+并购重组）**：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、银发经济、呼吸道检测（圣湘生物、英诺特、九安医疗）、并购重组。
- **风险提示**：关税风险、竞争加剧风险、渗透率提升不及预期。



2025年三季报医疗器械板块业绩总结

- 2025Q1-3器械板块总结：器械板块(85家样本公司)，2025Q1-3收入1457亿元(-2.4%)，归母净利润265亿元(-14.4%)，主要受到医保控费DRG、竞争格局等影响，2025年利润承压。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/Q3单季度收入同比增速分别为-4.5%/-5.5%/+3.2%，归母净利润同比增速分别为-11.8%/-21.4%/-7.8%，医疗器械板块自24Q4起开始承压，25Q3收入恢复正增速。

医疗器械板块2020-25Q3关键财务数据(累计)

(亿元)	20A	21A	22A	23A	24A	25Q1-3
营收	1689	1910	2306	1913	1981	1457
^{yoY}	52.4%	13.1%	20.7%	-17.1%	3.6%	-2.4%
归母净利润	443	474	603	368	360	265
^{yoY}	130.2%	7.0%	27.2%	-39.0%	-2.1%	-14.4%
毛利率	58.8%	56.1%	55.3%	53.5%	52.9%	51.8%
净利率	26.7%	25.1%	26.5%	19.3%	18.2%	18.2%
销售费用率	13.5%	13.6%	13.1%	16.4%	16.0%	16.1%
管理费用率	5.8%	6.2%	5.9%	7.4%	7.5%	7.6%
财务费用率	0.9%	0.2%	-1.2%	-1.4%	-1.0%	-0.4%
研发费用率	6.7%	7.5%	7.6%	9.2%	10.0%	9.5%

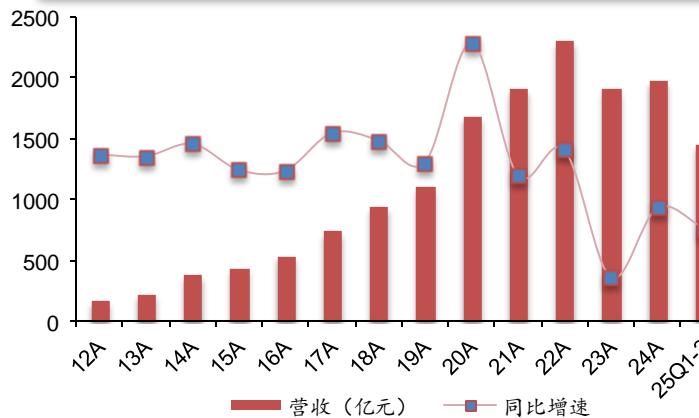
医疗器械板块24Q1-25Q3关键财务数据(单季度)

(亿元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25q2	25q3
营收	494	525	474	488	472	496	489
^{yoY}	2.5%	5.4%	4.4%	1.9%	-4.5%	-5.5%	3.2%
归母净利润	105	119	85	51	93	93	79
^{yoY}	5.8%	3.1%	-9.6%	-13.8%	-11.8%	-21.4%	-7.8%
毛利率	53.9%	54.9%	52.7%	49.7%	52.4%	51.6%	51.5%
净利率	21.3%	22.6%	18.0%	10.4%	19.6%	18.8%	16.1%
销售费用率	15.1%	15.5%	15.4%	18.2%	15.3%	16.1%	17.0%
管理费用率	6.8%	6.9%	7.7%	8.8%	7.4%	7.7%	7.9%
财务费用率	-1.0%	-1.3%	0.8%	-2.5%	-0.9%	-1.0%	0.6%
研发费用率	9.5%	9.0%	10.3%	11.5%	9.5%	9.4%	9.7%

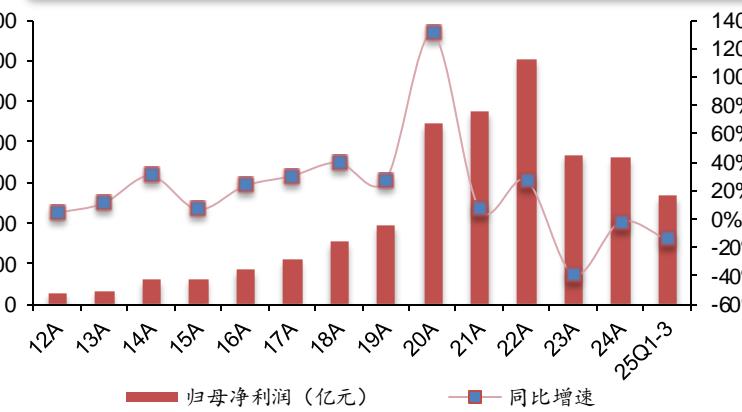
累计：2025Q1-3器械板块表观收入同比下降2.4%，利润下滑14.4%

2025Q1-3收入1457亿元(-2.4%)，归母净利润265亿元(-14.4%)，业绩短期承压主要因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，医疗设备板块业绩自25Q3起逐渐兑现。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。

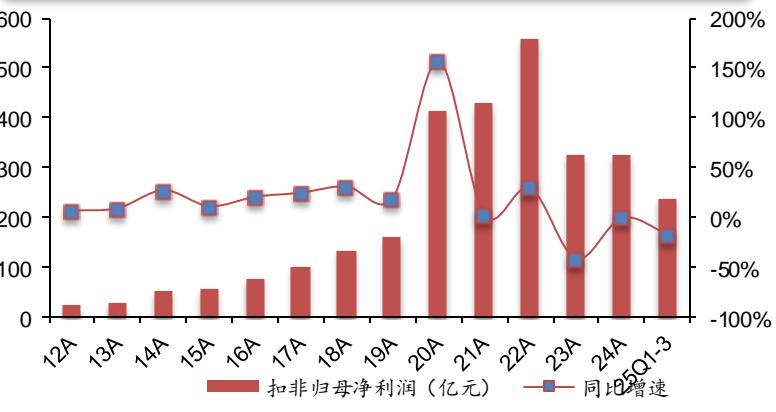
2012-2025Q3公司收入及增速



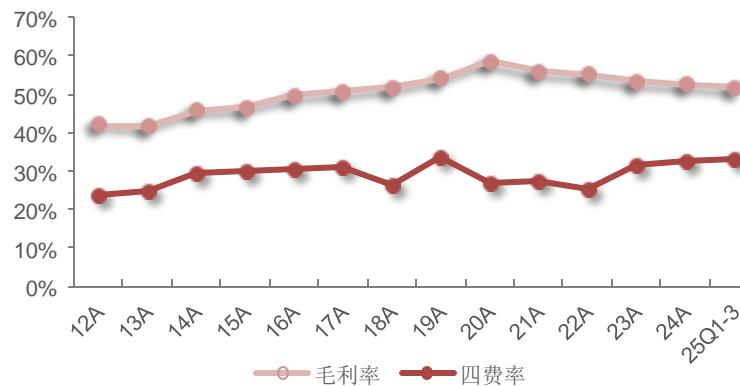
2012-2025Q3归母净利润及增速



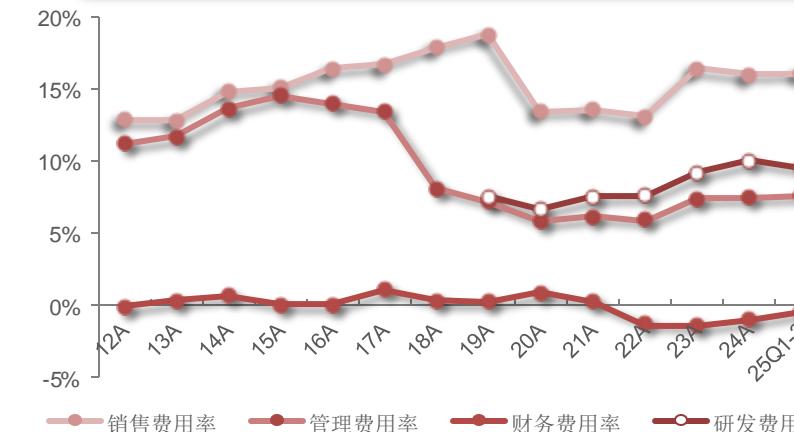
2012-2025Q3扣非归母净利润及增速



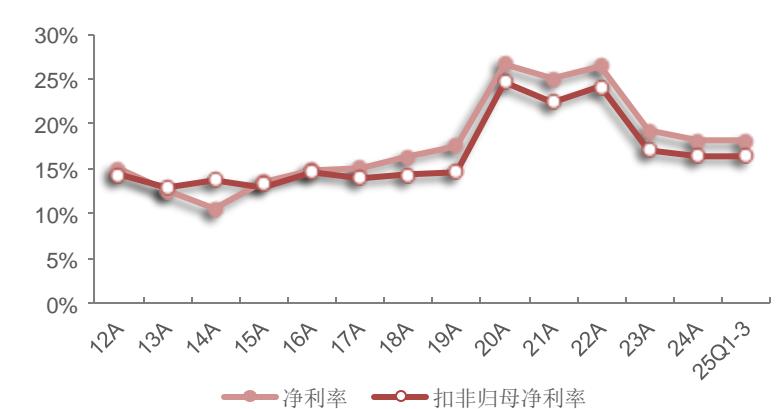
2012-2025Q3毛利率与四费率变化趋势



2012-2025Q3期间费用率变化趋势



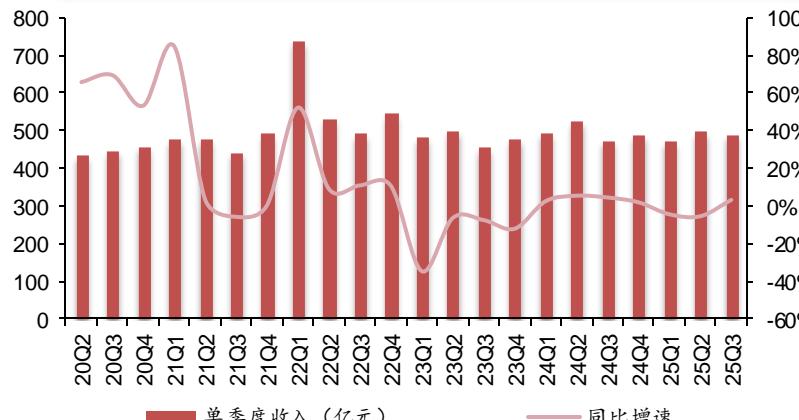
2012-2025Q3净利率变化趋势



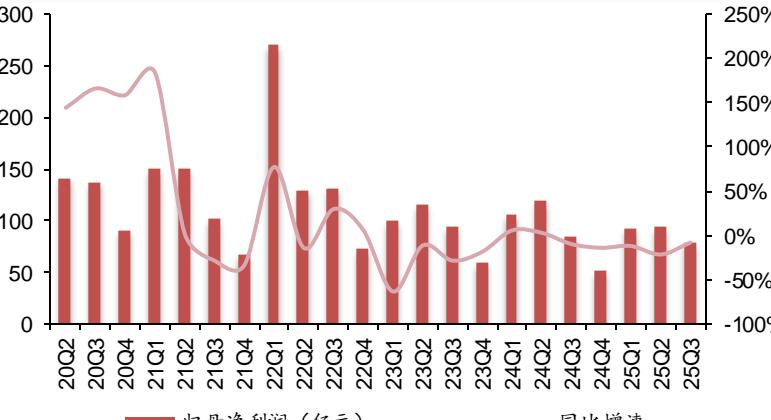
单季度：25Q3业绩边际改善，同比降速收窄

分季度看，25Q1/Q2/Q3单季度收入同比增速分别为-4.5%/-5.5%/+3.2%，归母净利润同比增速分别为-11.8%/-21.4%/-7.8%，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。25Q3利空基本出清，业绩迎来兑现期，Q3实现收入增速转正，利润增速大幅收窄。

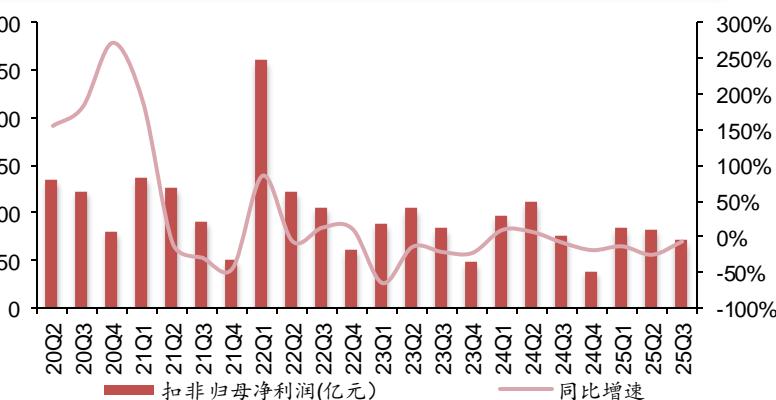
20Q2~25Q3收入及增速



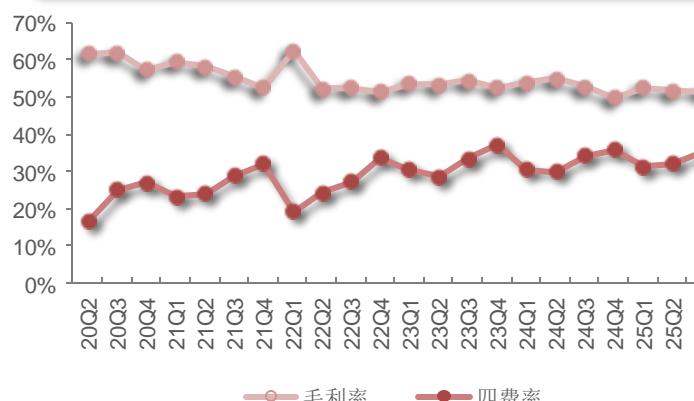
20Q2~25Q3归母净利润及增速



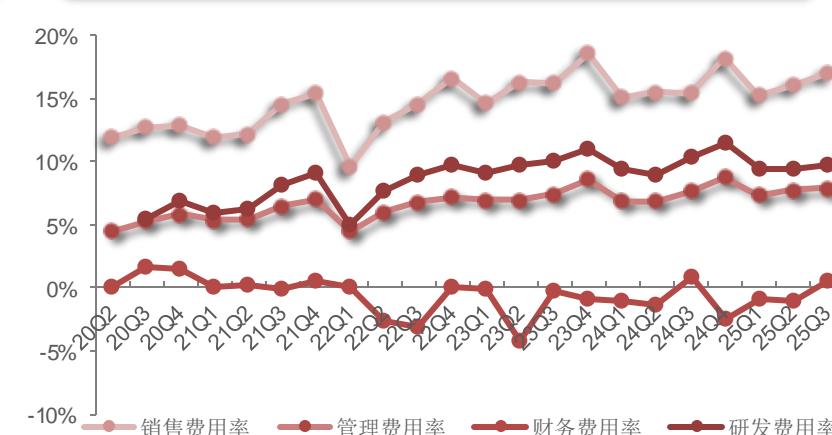
20Q2~25Q3扣非归母净利润及增速



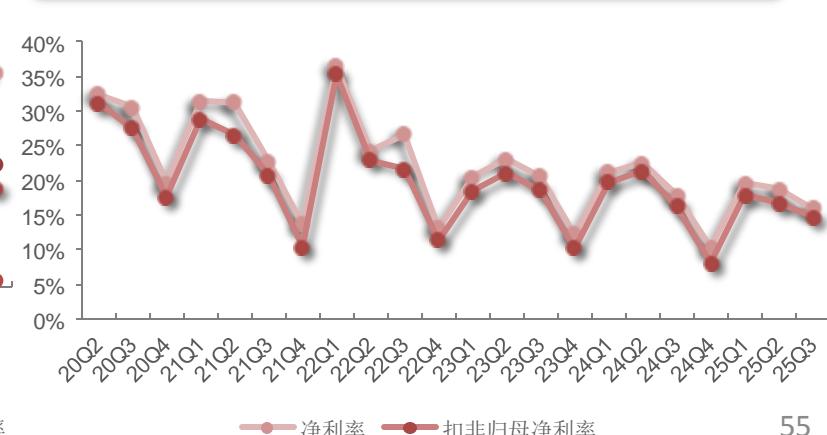
20Q2~25Q3毛利率与四费率变化趋势



20Q2~25Q3期间费用率变化趋势

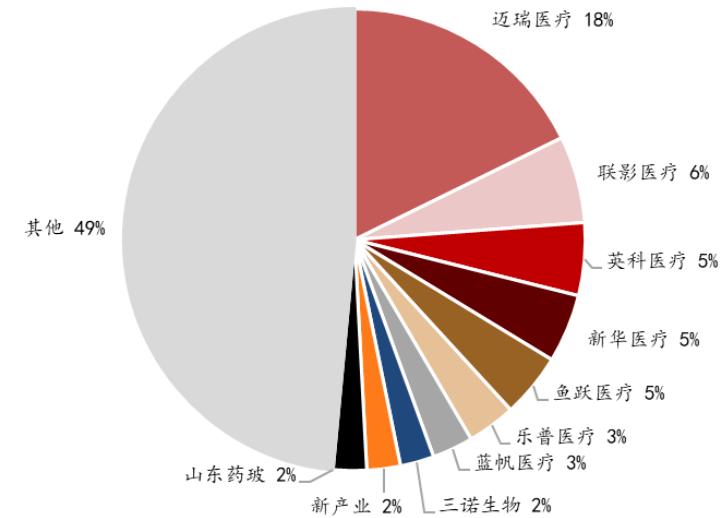


20Q2~25Q3净利率变化趋势



- 2025Q1-3器械板块(85家样本，含科创板)收入实现正增长的有50家，占比59%，无超过50%增长的公司。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、三诺生物、新产业、山东药玻贡献最高，贡献了51%收入。
- 2025Q1-3器械板块(85家样本，含科创板)归母净利润实现正增长的有34家，占比40%，超过50%增长有10家，占比12%。从归母净利润贡献看，迈瑞医疗、九安医疗、鱼跃医疗、新产业、联影医疗、乐普医疗、英科医疗、安图生物、惠泰医疗、山东药玻贡献最高，贡献了64%归母净利润。

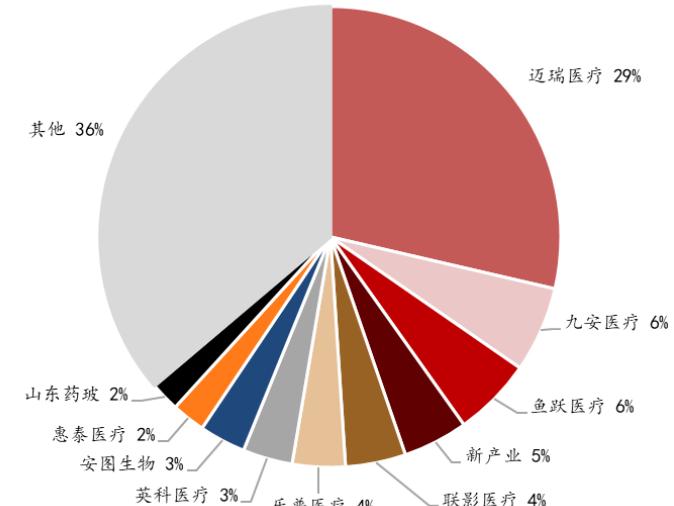
2025Q1-Q3各公司收入占比



子板块2025Q1-Q3业绩速览

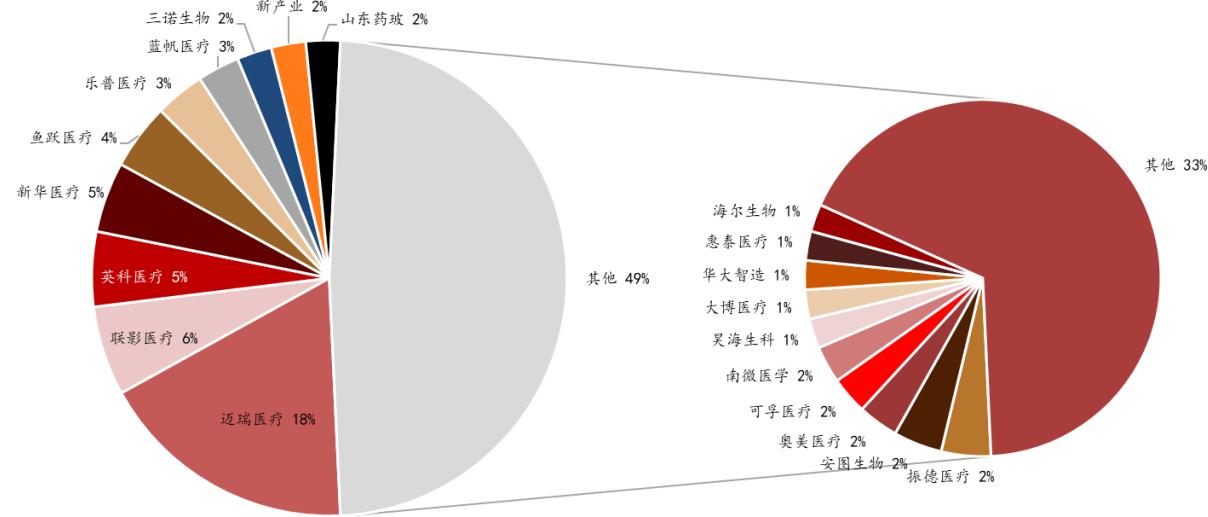
收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	3.6%	0	7	50	35
占比		0%	8%	59%	41%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-2.1%	10	17	34	51
占比		12%	20%	40%	60%

2025Q1-Q3各公司归母净利润占比



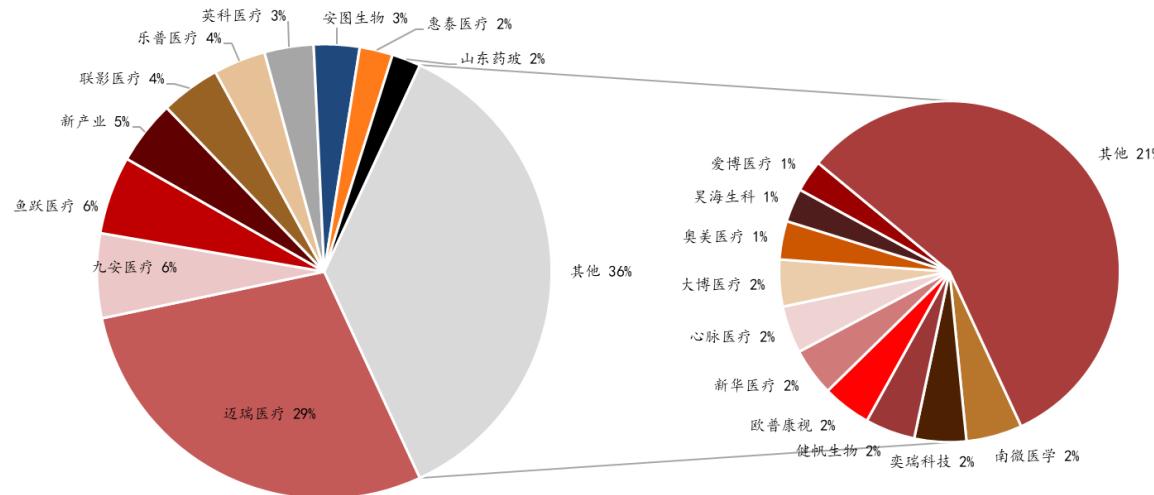
2025Q1-Q3收入前20占比

■ 从25Q1-3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、三诺生物、新产业、山东药玻、振德医疗、安图生物、奥美医疗、可孚医疗、南微医学、昊海生科、大博医疗、华大智造、惠泰医疗、海尔生物贡献了67%收入。



2025Q1-Q3归母净利润前20占比

■ 从25Q1-3归母净利润贡献看，迈瑞医疗、九安医疗、鱼跃医疗、新产业、联影医疗、乐普医疗、英科医疗、安图生物、惠泰医疗、山东药玻、南微医学、奕瑞科技、健帆生物、欧普康视、新华医疗、心脉医疗、大博医疗、奥美医疗、昊海生科、爱博医疗贡献了79%归母净利润。



2025年三季报医疗器械子板块总结

- 按细分板块**：2025Q1-3设备收入593亿元(+0.1%)；IVD收入325亿元(-14.5%)；高耗收入248亿元(+5.9%)，归母净利润58亿元(+2.8%)；低耗收入269亿元(-2.4%)，归母净利润22亿元(-10.9%)。
- 单季度看**，2025Q1/Q2/Q3设备单季度收入同比增速分别为-5.4%/-6.4%/+14.7%，IVD单季度收入同比增速分别为-15.4%/-16.9%/-11.1%，高耗单季度收入同比增速分别为+0.6%/+8.3%/+8.8%，低耗单季度收入同比增速分别为+2.1%/-3.5%/-5.4%。设备板块在25Q3迎来业绩拐点，收入增速转正，高值耗材在集采落地恢复稳健增速，IVD和低耗仍在承压。

医疗器械子板块2020-25Q3关键财务数据(累计)

(亿元)	20A	21A	22A	23A	24A	25Q1-3
营收						
设备	577	660	750	813	794	593
YOY	35.1%	14.4%	13.7%	8.3%	-2.3%	0.1%
IVD	416	498	894	476	487	325
YOY	45.3%	19.6%	79.6%	-46.8%	2.4%	-14.5%
高值耗材	224	296	305	300	312	248
YOY	10.0%	32.1%	3.0%	-1.6%	3.8%	5.9%
低值耗材	470	454	355	322	369	269
YOY	150.6%	-3.4%	-21.9%	-9.2%	14.6%	-2.4%
归母净利润						
设备	-	-	-	-	-	-
YOY	-	-	-	-	-	-
IVD	-	-	-	-	-	-
YOY	-	-	-	-	-	-
高值耗材	60	72	66	62	62	58
YOY	30.1%	19.0%	-8.9%	-4.7%	-1.5%	2.8%
低值耗材	140	115	32	16	35	22
YOY	503.6%	-17.7%	-72.0%	-48.8%	111.3%	-10.9%

医疗器械子板块24Q1-25Q3关键财务数据(单季度)

(亿元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
营收							
设备	198	221	173	202	188	207	198
YOY	-0.3%	-4.3%	-6.0%	1.5%	-5.4%	-6.4%	14.7%
IVD	130	126	124	108	110	105	110
YOY	3.8%	10.0%	7.2%	-10.7%	-15.4%	-16.9%	-11.1%
高值耗材	78	80	76	77	79	87	83
YOY	2.5%	8.2%	1.4%	3.4%	0.6%	8.3%	8.8%
低值耗材	87	92	95	94	89	89	90
YOY	7.2%	19.1%	20.3%	12.1%	2.1%	-3.5%	-5.4%
归母净利润							
设备	-	-	-	-	-	-	-
YOY	-	-	-	-	-	-	-
IVD	-	-	-	-	-	-	-
YOY	-	-	-	-	-	-	-
高值耗材	21	19	17	5	19	21	18
YOY	6.0%	14.2%	-1.9%	-46.9%	-7.1%	9.3%	7.5%
低值耗材	8	10	7	10	10	6	6
YOY	63.9%	12.8%	77.2%	-1150.6%	27.0%	-36.7%	-17.5%

医疗器械四大子板块

■ **细分业务有所分化。** 细分业务来看，2025Q3 **医疗设备**板块、**高耗**板块的心脑血管和骨科、**低耗**板块的医用导管敷料类表现较好。IVD板块、眼科、肾科、手套、药用玻璃瓶、注射穿刺类等有所承压，主要因医疗控费政策加紧、地缘政治紧张和竞争加剧。

主营业务	25Q1-3						25Q3					
	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)	59261	0.1%	-	-	-	-	19832	14.7%	-	-	-	-
影像设备	23471	3.0%	-	-	-	-	7559	18.1%	-	-	-	-
家用设备	15156	8.5%	49.0%	15.8%	2391	-3.3%	4939	12.6%	48.2%	11.2%	552	-17.9%
生命信息与支持	9877	-19.5%	-	-	-	-	3484	4.4%	-	-	-	-
内窥镜	2330	5.1%	61.6%	4.9%	114	-53.3%	839	33.1%	59.4%	3.9%	33	-1165.9%
测序仪	1869	0.0%	53.3%	-6.5%	-120	-74.2%	755	14.5%	54.0%	-2.2%	-16	90.3%
康复	1206	6.9%	67.9%	20.1%	242	-2.2%	396	6.6%	67.1%	18.6%	73	6.8%
自动化药房	550	31.4%	42.7%	1.4%	7	80.3%	261	99.3%	42.6%	4.2%	11	-265.9%
其他	4802	5.8%	47.8%	18.4%	886	0.1%	1598	16.8%	46.9%	16.6%	266	21.2%
IVD	32455	-14.5%	-	-	-	-	11016	-11.1%	-	-	-	-
免疫	20823	-9.6%	-	-	-	-	7409	-3.9%	-	-	-	-
POCT	4789	-28.3%	62.6%	46.5%	2227	-11.3%	1356	-34.0%	58.5%	54.5%	739	-26.4%
分子	3779	-1.5%	70.8%	10.7%	405	43.9%	1240	-2.3%	70.6%	7.6%	95	-276.6%
生化	2147	-18.8%	58.6%	15.5%	333	-44.3%	743	-14.9%	57.3%	13.6%	101	-40.2%
其他	917	-47.7%	48.1%	-3.6%	-33	-110.9%	268	-45.2%	44.1%	-15.2%	-41	-166.1%
高值耗材	24810	5.9%	67.2%	23.5%	5842	2.8%	8251	8.8%	67.0%	22.0%	1817	7.5%
心脑血管	9446	9.2%	68.4%	24.3%	2293	11.6%	3077	20.0%	68.7%	22.0%	676	34.5%
眼科	4476	-2.3%	69.8%	23.2%	1037	-12.2%	1515	-5.8%	70.1%	23.9%	362	-12.3%
骨科	3990	18.7%	69.1%	22.6%	900	66.1%	1380	24.1%	68.4%	25.0%	345	88.5%
肾科	3308	-10.5%	58.5%	22.5%	743	-27.3%	1055	-14.6%	56.3%	17.3%	183	-42.3%
其他	3590	14.3%	66.8%	24.2%	869	-1.5%	1223	15.4%	66.4%	20.5%	251	-8.4%
低值耗材	26860	-2.4%	26.8%	8.2%	2207	-10.9%	9024	-5.4%	26.4%	6.8%	614	-17.5%
手套	11606	-1.2%	20.1%	5.5%	638	36.5%	3912	-7.6%	19.0%	1.6%	63	53.8%
医用导管及敷料	6972	5.1%	34.2%	10.7%	744	0.6%	2450	4.9%	34.0%	12.0%	295	3.4%
药用玻璃瓶	4579	-13.0%	29.7%	13.3%	610	-27.7%	1383	-16.6%	31.8%	13.3%	183	-32.5%
注射穿刺类	2857	-5.5%	30.3%	5.0%	143	-49.8%	990	-3.6%	29.4%	5.1%	51	-48.9%
其他	845	1.1%	30.1%	8.5%	72	-49.1%	288	2.1%	27.9%	7.5%	22	-53.1%

器械板块主要细分领域表现：医疗设备

□ **医疗设备**：2025Q1-Q3收入592.6亿元（+0.1%），25Q3收入198.3亿元（+14.7%）。上半年医疗设备招标活动有所恢复，从第三季度开始国内设备类业务均开始复苏。25Q3开始医疗设备以旧换新项目收入确认如期体现在报表端，部分设备厂商25年重点仍在产品去库存。

医疗设备领域2025Q1-Q3板块财务数据

主营业务	2025Q1-Q3						2025Q3					
	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）	59261	0.1%	-	-	-	-	19831	14.7%	-	-	-	-
影像设备	23471	3.0%	-	-	-	-	7559	18.1%	-	-	-	-
家用设备	15156	8.5%	49.0%	15.8%	2391	-3.3%	4939	12.6%	48.2%	11.2%	552	-17.9%
生命信息与支持	9877	-19.5%	-	-	-	-	3484	4.4%	-	-	-	-
内窥镜	2330	5.1%	61.6%	4.9%	114	-53.3%	839	33.1%	59.4%	3.9%	33	-1165.9%
康复	1206	6.9%	67.9%	20.1%	242	-2.2%	396	6.6%	67.1%	18.6%	73	6.8%
自动化药房	550	31.4%	42.7%	1.4%	7	80.3%	261	99.3%	42.6%	4.2%	11	-265.9%
测序仪	1869	0.0%	53.3%	-6.5%	-120	74.2%	755	14.5%	54.0%	-2.2%	(16)	90.3%
其他	4802	5.8%	47.8%	18.4%	886	0.1%	1598	16.8%	46.9%	16.6%	266	21.2%

器械板块主要细分领域表现：医疗设备

□ 影像设备：设备以旧换新逐步落地到报表端，25Q3开始收入有所回暖

- 2025Q1-Q3收入234.7亿(+3%)，2025Q3收入75.6亿元(+18.1%)。上半年医疗设备招标活动有所恢复，从第三季度开始国内设备类业务均开始复苏。25Q3开始医疗设备以旧换新项目收入确认如期体现在报表端。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新项目逐步收入持续确认到报表端，预计业绩将会持续逐步回暖。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

- 2025Q1-Q3收入18.7亿(+0%)，2025Q3收入7.6亿元(+14.5%)。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。本土基因测序厂商迎来发展契机，国产化率快速提升。据众成数科数据，截至25Q3国内累计中标312台基因测序仪，国产化率增长至84.1%。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。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

- 2025Q1-Q3收入151.6亿(+8.5%)，2025Q3收入49.4亿元(+12.6%)。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，2025年板块恢复稳健增速。其中呼吸机行业的库存影响在24H2已基本消退，但仍需关注中美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，预计国内需求较为稳定，家用设备公司通过海外市场拓展和新品业务布局打造第二增长曲线。
- 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：设备以旧换新逐步落地到报表端，25Q3开始收入有所回暖

- 2025Q1-Q3收入23.3亿(+5.1%)，2025Q3收入8.4亿元(+33.1%)，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。

器械板块主要细分领域表现：医疗设备

主营业务	公司	2025Q1-Q3						2025Q3					
		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	5001	-16.2%	-	-	-	-	1689	-0.5%	-	-	-	-
	联影医疗	8859	27.4%	47.0%	12.4%	1120	66.9%	2843	75.4%	45.1%	4.0%	122	143.8%
	福瑞股份	1101	12.4%	75.3%	14.7%	112	9.7%	388	14.9%	75.3%	21.7%	60	125.1%
	新华医疗	6978	-6.0%	25.1%	6.4%	434	-29.6%	2188	-2.2%	24.9%	2.5%	49	-63.4%
	万东医疗	1189	8.7%	32.6%	-2.3%	-27	-123.5%	345	-12.2%	26.4%	-23.0%	-79	-353.3%
	祥生医疗	343	-5.3%	59.8%	27.4%	94	-4.6%	107	-6.7%	58.0%	22.6%	24	42.0%
家用设备	鱼跃医疗	6545	8.6%	50.3%	22.4%	1466	-4.3%	1886	9.6%	50.3%	14.1%	263	-36.0%
	三诺生物	3453	8.5%	48.9%	4.4%	211	-17.4%	1190	13.4%	43.3%	-2.5%	30	-47.5%
	美好医疗	1194	3.3%	39.3%	17.4%	208	-19.3%	462	2.6%	42.2%	20.3%	94	5.9%
	可孚医疗	2398	6.6%	53.4%	10.8%	260	3.3%	902	30.7%	54.8%	10.3%	93	38.7%
	瑞迈特	808	34.2%	52.4%	22.8%	180	43.9%	264	20.2%	52.8%	19.2%	49	48.6%
	乐心医疗	757	0.1%	35.6%	8.6%	66	30.0%	236	-8.5%	36.9%	10.0%	23	49.2%
生命信息与支持	迈瑞医疗	8431	-22.6%	-	-	-	-	2952	2.6%	-	-	-	-
	理邦仪器	1446	4.6%	58.4%	17.9%	257	49.3%	532	15.7%	58.1%	19.4%	102	118.3%
内窥镜	开立医疗	1459	4.4%	60.4%	2.3%	34	-69.3%	495	28.4%	57.0%	-2.7%	-14	78.0%
	澳华内镜	423	-15.6%	60.5%	-13.2%	-56	-250.4%	162	10.4%	57.5%	-9.2%	-15	-148.4%
	海泰新光	448	40.5%	66.6%	29.8%	136	40.0%	182	85.3%	67.6%	33.4%	62	130.7%
康复	伟思医疗	326	11.6%	66.9%	31.4%	102	30.7%	115	14.9%	68.3%	28.5%	33	15.0%
	麦澜德	344	4.0%	70.1%	27.8%	96	-0.1%	103	0.4%	68.1%	30.4%	32	36.7%
	翔宇医疗	537	6.0%	67.2%	7.8%	44	-40.1%	178	5.5%	65.7%	4.7%	9	-48.8%
自动化药房	健麾信息	270	38.5%	39.6%	1.7%	8	-73.6%	112	124.9%	32.3%	2.2%	3	36.7%
	艾隆科技	280	25.1%	45.8%	-0.9%	-1	96.6%	149	83.5%	50.3%	4.7%	7	-182.1%
测序仪	华大智造	1869	0.0%	53.3%	-6.5%	-120	74.2%	755	14.5%	54.0%	-2.2%	-16	90.3%
其他	奕瑞科技	1549	14.2%	52.0%	29.5%	471	20.6%	482	46.2%	49.8%	27.3%	136	64.4%
	海尔生物	1761	-1.2%	46.5%	11.5%	198	-35.8%	566	1.2%	47.0%	9.7%	56	-25.6%
	麦克奥迪	1099	10.4%	40.8%	12.7%	144	17.9%	408	19.5%	41.1%	12.3%	52	16.8%
	戴维医疗	393	-2.5%	56.4%	18.5%	73	14.7%	141	3.1%	52.9%	15.3%	22	29.0%

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，业务数据为预测值；净利率为销售净利率）

各主营业务按市值排序

影像：设备以旧换新逐步落地到报表端，25Q3开始收入有所回暖

- 2025Q1-Q3收入234.7亿（+3%），2025Q3收入75.6亿元（+18.1%）。上半年医疗设备招标活动有所恢复，从第三季度开始国内设备类业务均开始复苏。25Q3开始医疗设备以旧换新项目收入确认如期体现在报表端。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**：2025Q1-Q3收入88.6亿元（+27.4%），归母净利润11.2亿元（+67%）。主要受益于国内医疗设备政策落地加速及海外业务稳步拓展，带动利润端扭亏为盈。2025年前三季度，公司海外收入达19.9亿元（+42%），收入占比提升至22.5%。其中北美区域收入同比增长超50%，高端影像设备已覆盖美国约90%州级行政区，累计装机近500台/套，PET/CT设备超200台/套。欧洲市场收入同比增长超100%，亚太市场实现双位数增长，新兴市场收入同比增长近30%。
- **迈瑞医疗**：2025Q1-Q3收入258.34亿元（-12.38%），归母净利润75.70亿元（-28.83%）。三大产线分化，微创外科与高端影像表现突出。分业务来看，生命信息与支持业务Q3实现收入29.52亿元，同比增长2.60%，主要得益于微创外科业务超过25%的高速增长。医学影像业务Q3实现收入16.89亿元，同比基本持平，其中超高端超声产品前三季度收入实现翻倍增长，高端化战略成效显著。体外诊断业务Q3实现收入36.34亿元，同比下降2.81%，主要受国内行业规模萎缩影响。尽管如此，公司化学发光、生化、凝血等重点业务市占率稳步提升，全实验室自动化流水线装机进展迅速，前三季度国内装机180套，已接近去年全年水平；国际销售超过20套，提前完成全年任务，为未来试剂上量奠定坚实基础。

主要影像上市公司25Q1-Q3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	2025Q3	2025Q1-Q3	2025Q3	2025Q1-Q3	2025Q3	2025Q1-Q3	2025Q3	2025Q1-Q3	2025Q3	2025Q1-Q3
总收入	2843	8859	345	1189	9091	25834	107	343	495	1459
<code>yoY</code>	75.4%	27.4%	-12.2%	8.7%	1.5%	-12.4%	-6.7%	-5.3%	28.4%	4.4%
毛利率	45.1%	47.0%	26.4%	32.6%	62.5%	62.0%	58.0%	59.8%	57.0%	60.4%
净利率	4.3%	12.6%	-22.7%	-2.3%	27.5%	29.3%	22.6%	27.4%	-2.7%	2.3%
归母净利润	122	1,120	-79	-27	2,501	7,570	24	94	-14	34
<code>yoY</code>	-143.8%	66.9%	-353.3%	-123.5%	-18.7%	-28.8%	42.0%	-4.6%	-78.0%	-69.3%

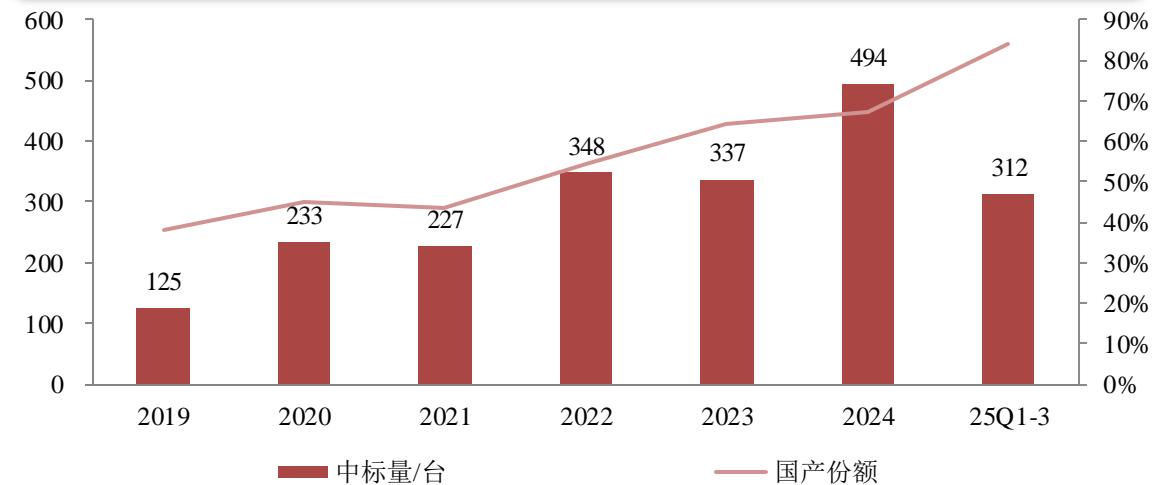
测序仪：illumina受制让出空间，国产替代加速推进

- illumina列入不可靠实体清单，国产测序仪加速替代。**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。本土基因测序厂商迎来发展契机，国产化率快速提升。据众成数科数据，截至25Q3国内累计中标312台基因测序仪，国产化率增长至84.1%，市占率前五分别为华大（52%）、赛默飞（7%）、贝瑞（4%）、真迈（圣湘，3%）、安诺优达（3%）。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：**2025Q1-3实现收入18.7亿元（0%），归母净利润-1.2亿元（+74.2%）。分业务看，全读长测序板块实现收入15亿元（-4%），主要受地缘政治和全球宏观背景影响，部分实验室更新和新建项目延迟。智能自动化收入1.9亿元（+17%），时空组学、细胞组学等新业务收入1.5亿元（+30%），新兴业务增长动力强劲。
- 圣湘生物：**携同子公司真迈生物打造测序产品矩阵，高通量SansureSeq1000、桌面级FASTASeq 300Dx和快速版FASTASeq S三款产品可满足全场景测序需求。公司测序技术路线与illumina相近，有天然替换优势，2025Q1-3公司测序业务实现150%以上增长，市占率已达国产前三。

主要测序仪上市公司2025年三季报财务数据（百万元）

公司	华大智造				
	时间	25Q1-3	25Q1	25Q2	25Q3
总收入	1869	455	659	755	
yoY	0.0%	-14.3%	-2.9%	14.5%	
毛利率	53.3%	54.7%	51.6%	54.0%	
归母净利润	-120	-133	30	-16	
yoY	74.2%	33.7%	130.6%	90.3%	

2025Q1-3国内基因测序仪中标数据



内镜设备：设备以旧换新逐步落地到报表端，25Q3开始收入有所回暖

- 2025Q1-Q3收入23.3亿（+5.1%），2025Q3收入8.4亿元（+33.1%），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，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**：2025Q1-Q3收入14.6亿元（+4.4%），归母净利润0.34亿元（-69.3%）。营收增长主要受益于医院终端招采量快速复苏，公司超声和内镜产品中标量同步增长，渠道库存逐步消化并反映在报表端。2025年前三季度，外科业务收入同比增长80%，血管内超声业务收入同比增长270%，成为新的业绩增长点。内镜产品收入同比增长超6%，而超声产品受集采影响收入下降6%。新产品线的快速放量有助于优化公司产品结构，提升中长期增长潜力。
- 澳华内镜**：2025Q1-Q3收入4.2亿元（-15.6%），归母净利润-0.56亿元（-250.4%）。呈现逐季回暖趋势，显示国内医疗设备招标复苏逐步传导至公司收入确认。此外，公司25/9月正式发布AQ-400 3D超高清软镜系统，具备3D立体成像、4K超高清、扩展景深与高光谱染色功能，性能行业领先，有望提升在三级医院核心市场的渗透率与份额。
- 海泰新光**：2025Q1-Q3收入4.5亿元（+40.5%）；归母净利润1.4亿元（+40%）。业务持续高增长。内窥镜及光学产品收入增速显著，海外业务占比提升，产能向泰国工厂转移完成，有助于规避关税风险并拓展新增长空间。2025年前三季度，内窥镜业务收入同比增长33%，光源模组收入增长超100%；光学产品收入保持30%以上的增长。售后业务收入达6000万元，同比增长80%，其中90%来自海外市场，显示公司维修业务增长潜力逐步释放。

主要内窥镜产业链上市公司2025Q1-Q3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	2025Q3	2025Q1-Q3	2025Q3	2025Q1-Q3	2025Q3	2025Q1-Q3	2025Q3	2025Q1-Q3
总收入	495	1,459	162	423	815	2,381	182	448
^{YoY}	28.4%	4.4%	10.4%	-15.6%	20.1%	18.3%	85.3%	40.5%
毛利率	57.0%	60.4%	57.5%	60.5%	63.9%	64.5%	67.6%	66.6%
净利率	-2.7%	2.3%	-9.4%	-13.3%	17.9%	21.4%	34.0%	30.5%
归母净利润	-14	34	-15	-56	146	509	62	136
^{YoY}	-78.0%	-69.3%	-148.4%	-250.4%	3.7%	12.9%	130.7%	40.0%

家用设备：业绩符合预期，海外和新品布局加速

- **家用设备板块**2025Q1-3实现收入152亿元(+8.5%)，归母净利润24亿元(-3.3%)，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，2025年板块恢复稳健增速。其中呼吸机行业的库存影响在24H2已基本消退，但仍需关注中美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，预计国内需求较为稳定，家用设备公司通过海外市场拓展和新品业务布局打造第二增长曲线。
- **瑞迈特**：25Q1-3收入8.1亿元(+34.2%)，归母净利润1.8亿元(+43.9%)。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，25年逐渐恢复正常经营节奏，25Q1-3海外业务实现收入5.6亿元(+53%)，增长主要来自美国和欧洲地区。
- **美好医疗**：25Q1-3收入12亿元(+3.3%)，归母净利润2.1亿元(-19.3%)，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。血糖板块进展迅速，为2025年贡献收入增量，其中胰岛素注射笔已于2024年实现规模化量产，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。另外公司基于精密制造优势，积极探索人形机器人和脑机接口布局，打造长期战略发展点。
- **鱼跃医疗**：25Q1-3收入65亿元(+8.6%)，归母净利润15亿元(-4.3%)。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。
- **三诺生物**：25Q1-3收入35亿元(+8.5%)，归母净利润2.1亿元(-17.4%)。25Q3利润端下滑主要系美国子公司Trividia Health Inc与罗氏就BGM产品达成交叉专利许可和解，根据协议向罗氏支付1900万美元，对25Q3利润产生1.4亿元的影响。剔除后25Q3实现归母净利润1.1亿元(+81.8%)，内生增长动力强劲。

主要家用设备上市公司2025年三季报财务数据(百万元)

公司	瑞迈特				美好医疗				鱼跃医疗				三诺生物			
时间	25Q1-3	25Q1	25Q2	25Q3	25Q1-3	25Q1	25Q2	25Q3	25Q1-3	25Q1	25Q2	25Q3	25Q1-3	25Q1	25Q2	25Q3
总收入	808	265	279	264	1194	296	437	462	6545	2436	2223	1886	3453	1042	1222	1190
yoy	34.2%	38.1%	46.5%	20.2%	3.3%	5.0%	2.9%	2.6%	8.6%	9.2%	7.1%	9.6%	8.5%	2.8%	9.2%	13.4%
毛利率	52.4%	49.6%	54.6%	52.8%	39.3%	39.3%	36.3%	42.2%	50.3%	50.3%	50.4%	50.3%	48.9%	48.7%	54.6%	43.3%
归母净利润	180	72	59	49	208	52	62	94	1466	625	578	263	211	72	109	30
yoy	43.9%	44.1%	39.9%	48.6%	-19.3%	-10.6%	-43.8%	5.9%	-4.3%	-5.3%	25.4%	-36.0%	-17.4%	-10.9%	-6.9%	-47.5%

器械板块主要细分领域表现：IVD

- 2025Q1-Q3器械板块IVD细分领域实现收入324.6亿元(-14.5%)，25Q3收入110.2亿(-11.1%)，IVD增速放缓，但对比25H1收入增速下滑已有所好转。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：25Q1-Q3收入208.2亿元(-9.6%)，2025Q3收入74.1亿元(-3.9%)。
 - POCT：25Q1-Q3收入47.9亿元(-28.3%)，归母净利润22.3亿元(-11.3%)。
 - 生化检测：25Q1-Q3收入21.5亿元(-18.8%)，归母净利润3.3亿元(-44.3%)。
 - 分子检测：25Q1-Q3收入37.8亿元(-1.5%)，归母净利润4.1亿元(+43.9%)。

IVD板块2025Q1-Q3财务数据

主营业务	2025Q1-Q3						2025Q3					
	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	32455	-14.5%	-	-	-	-	11016	-11.1%	-	-	-	-
免疫	20823	-9.6%	-	-	-	-	7410	-3.9%	-	-	-	-
POCT	4789	-28.3%	62.6%	46.5%	2227	-11.3%	1356	-34.0%	58.5%	54.5%	739	-26.4%
分子	3779	-1.5%	70.8%	10.7%	405	43.9%	1240	-2.3%	70.6%	7.6%	95	-276.6%
生化	2147	-18.8%	58.6%	15.5%	333	-44.3%	743	-14.9%	57.3%	13.6%	101	-40.2%
其他	917	-47.7%	48.1%	-3.6%	(33)	-110.9%	268	-45.2%	44.1%	-15.2%	-41	-166.1%

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，25Q1-Q3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。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，建议关注呼吸道相关标的：圣湘生物、英诺特、九安医疗、东方生物、万孚生物。

主要IVD公司2025Q1-Q3财务数据（百万元）

公司	免疫		生化		分子		POCT	
	新产业	九强生物	九强生物	圣湘生物	万孚生物			
年份	2025Q3	2025Q1-Q3	2025Q3	2025Q1-Q3	2025Q3	2025Q1-Q3	2025Q3	2025Q1-Q3
总收入	1,243	3,428	343	1,012	376	1,244	445	1,690
yoY	3.3%	0.4%	-17.4%	-18.2%	19.0%	20.5%	-26.7%	-22.5%
毛利率	69.2%	68.7%	80.4%	79.9%	72.3%	73.0%	53.1%	60.3%
净利率	34.9%	35.1%	28.3%	26.9%	7.6%	15.4%	-12.5%	7.9%
归母净利润	434	1,205	97	272	29	191	-55	134
yoY	-9.7%	-12.9%	-21.0%	-27.0%	-26.1%	-2.1%	-169.2%	-69.3%

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

主营业务	公司	2025Q1-Q3						2025Q3					
		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	10058	-11.8%	-	-	-	-	3634	-2.9%	-	-	-	-
	新产业	3428	0.4%	68.7%	35.1%	1205	-12.9%	1243	3.3%	69.2%	34.9%	434	-9.7%
	安图生物	3127	-7.5%	64.8%	27.9%	860	-10.1%	1067	-9.0%	65.6%	27.6%	289	-14.3%
	亚辉龙	1287	-7.7%	61.2%	4.3%	60	-72.4%	478	10.2%	59.7%	6.4%	34	-25.1%
	迈克生物	1608	-17.4%	55.9%	2.7%	37	-86.8%	533	-20.3%	53.9%	1.2%	3	-96.2%
	普门科技	763	-11.0%	63.3%	20.8%	163	-36.7%	256	-4.1%	60.5%	14.8%	41	-51.5%
	科美诊断	261	-24.1%	68.0%	15.9%	42	-62.9%	96	-18.6%	68.6%	17.9%	17	-51.5%
	浩欧博	292	-4.8%	59.2%	9.0%	26	-1.4%	103	-1.6%	59.1%	13.7%	14	113.0%
POCT	九安医疗	1069	-48.9%	65.4%	148.5%	1589	16.1%	304	-59.0%	63.4%	219.6%	669	-12.8%
	万孚生物	1690	-22.5%	60.3%	7.5%	134	-69.3%	445	-26.7%	53.1%	-14.3%	-55	-169.2%
	英诺特	330	-36.6%	78.3%	39.7%	131	-46.4%	54	-45.9%	67.6%	11.3%	6	-84.0%
	基蛋生物	758	-13.9%	68.9%	19.8%	161	-8.5%	245	-6.5%	68.0%	19.4%	52	80.8%
	奥泰生物	633	2.4%	56.2%	30.0%	190	-3.9%	203	-8.3%	55.6%	28.4%	58	-21.5%
	博拓生物	308	-20.8%	46.3%	6.6%	22	-75.0%	105	-13.8%	45.2%	9.2%	10	-42.1%
分子	圣湘生物	1244	20.5%	73.0%	13.0%	191	-2.1%	376	19.0%	72.3%	5.1%	29	-26.1%
	之江生物	90	-34.3%	62.6%	-32.5%	-29	-125.8%	31	-28.5%	60.8%	-63.5%	-20	49.9%
	艾德生物	866	2.1%	83.7%	30.3%	263	15.5%	286	-6.1%	83.2%	25.7%	73	-11.9%
	中源协和	1092	-9.4%	69.2%	9.1%	108	-19.2%	376	-6.8%	70.2%	12.7%	50	3.7%
	凯普生物	486	-20.4%	47.6%	-39.0%	-128	51.3%	171	-15.1%	48.6%	-30.6%	-38	79.4%
生化	九强生物	1012	-18.2%	79.9%	27.0%	272	-27.0%	343	-17.4%	80.4%	28.4%	97	-21.0%
	美康生物	1136	-19.3%	39.6%	5.2%	61	-73.0%	399	-12.7%	37.5%	0.8%	4	-91.9%
其他	迪瑞医疗	469	-60.1%	33.4%	-18.6%	-87	-145.3%	118	-60.3%	17.2%	-49.9%	-59	-315.6%
	赛科希德	196	-13.6%	62.2%	33.0%	65	-22.8%	57	-16.0%	62.4%	29.2%	17	-20.9%
	安必平	253	-28.3%	64.5%	-4.7%	-11	-136.3%	94	-24.9%	66.9%	2.1%	2	-87.0%

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）

各主营业务按市值排序

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。2025Q1-Q3高耗板块收入198.7亿元（+6.6%），归母净利润48.6亿元（-0.4%）。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。2025Q1-Q3收入45.1亿元（+16.6%），归母净利润13.1亿元（+4.7%）。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。2025Q1-Q3收入44.8亿元（-2.3%），归母净利润10.4亿元（-12.2%）。眼科建议关注：欧普康视、爱博医疗。
 - **骨科**：25Q1-3板块实现收入40亿元（+18.7%），归母净利润9亿元（+66.1%）。自2021年起骨科板块经历了7轮大范围集采，随着2023年底运动医学集采落地，骨科全系列产品基本已完成摸底降价，板块经历多年洗牌重组，2025年集采影响基本出清，行业恢复稳定增速，国产龙头集中度进一步提高。同时骨科公司加速海外布局和全球化战略，海外表现亮眼，为公司带来新的业绩增量。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。2025Q1-Q3收入33.1亿元（-10.5%），归母净利润7.4亿元（-27.3%）。肾科建议关注：山外山、三鑫医疗、健帆生物。

高值耗材2025Q1-Q3板块财务数据

主营业务	2025Q1-Q3						2025Q3					
	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	19871	6.6%	68.0%	24.5%	4860	-0.4%	6682	8.1%	67.6%	22.8%	1526	-3.7%
心脑血管	4507	16.6%	72.9%	29.1%	1311	4.7%	1508	29.7%	73.5%	25.6%	385	-3.0%
骨科	3990	18.7%	69.1%	22.6%	900	66.1%	1380	24.1%	68.4%	25.0%	345	88.5%
肾科	3308	-10.5%	58.5%	22.5%	743	-27.3%	1055	-14.6%	56.3%	17.3%	183	-42.3%
眼科	4476	-2.3%	69.8%	23.2%	1037	-12.2%	1515	-5.8%	70.1%	23.9%	362	-12.3%
其他	3590	14.3%	66.8%	24.2%	869	-1.5%	1223	15.4%	66.4%	20.5%	251	-8.4%

器械板块主要细分领域表现：高值耗材

主营业务	公司	2025Q1-Q3						2025Q3					
		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	1867	22.5%	73.2%	32.9%	623	18.0%	654	24.8%	72.6%	30.0%	198	6.8%
	佰仁医疗	382	30.6%	88.2%	21.8%	93	57.9%	134	31.5%	87.5%	13.2%	21	-9.4%
	心脉医疗	1015	4.7%	70.4%	41.7%	429	-22.5%	300	64.7%	73.3%	37.4%	114	-23.6%
	微电生理	336	15.7%	59.1%	12.5%	42	0.5%	113	21.8%	57.1%	8.2%	9	-62.6%
	赛诺医疗	364	14.2%	65.7%	5.7%	21	293.5%	123	17.7%	69.7%	6.1%	7	-150.5%
	迈普医学	249	30.5%	80.9%	30.4%	76	43.7%	91	32.7%	81.3%	31.2%	29	39.9%
	冠昊生物	293	5.5%	77.7%	7.0%	27	-4.0%	93	4.7%	76.9%	4.2%	6	-17.9%
骨科	大博医疗	1876	22.7%	71.2%	23.9%	425	77.0%	666	17.8%	71.6%	28.5%	180	77.5%
	威高骨科	1106	2.1%	64.6%	19.1%	207	26.2%	365	9.8%	60.8%	18.2%	65	-8.0%
	春立医疗	756	48.8%	67.3%	25.3%	192	213.2%	268	109.5%	67.6%	28.7%	77	-531.1%
	康拓医疗	251	4.6%	78.7%	30.2%	77	0.0%	81	-6.9%	78.7%	26.5%	22	-22.2%
肾科	健帆生物	1556	-29.1%	79.6%	29.0%	453	-42.7%	422	-39.8%	79.0%	15.0%	64	-73.4%
	山外山	584	39.8%	48.5%	17.6%	104	68.7%	227	61.7%	49.8%	21.5%	49	205.5%
	三鑫医疗	1168	7.9%	35.5%	17.5%	185	10.2%	407	2.8%	36.5%	19.0%	70	13.3%
眼科	欧普康视	1433	0.1%	73.2%	34.6%	442	-15.4%	562	2.6%	73.2%	39.1%	192	-3.1%
	爱博医疗	1144	6.4%	64.8%	24.3%	290	-8.6%	358	-8.2%	63.8%	20.1%	77	-29.9%
	昊海生科	1899	-8.5%	70.4%	15.5%	305	-10.6%	595	-11.3%	70.9%	15.6%	94	-11.4%
其他	南微医学	2381	18.3%	64.5%	22.3%	509	12.9%	815	20.1%	63.9%	18.4%	146	3.7%
	安杰思	459	7.5%	70.5%	38.5%	177	-10.4%	157	-3.9%	71.1%	32.5%	51	-30.2%
	正海生物	276	-5.4%	85.0%	24.4%	67	-46.1%	88	-5.8%	87.4%	23.8%	21	-46.4%
	西山科技	231	11.3%	64.3%	18.8%	43	-34.1%	76	35.5%	62.2%	11.9%	9	28.8%
	天臣医疗	244	20.7%	63.2%	29.5%	72	68.3%	88	26.4%	63.6%	27.1%	24	70.7%

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%。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2025Q1-Q3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	2025Q3	2025Q1-Q3	2025Q3	2025Q1-Q3	2025Q3	2025Q1-Q3	2025Q3	2025Q1-Q3
总收入	123	364	300	1,015	654	1,867	1,569	4,939
yoY	17.7%	14.2%	64.7%	4.7%	24.8%	22.5%	12.0%	3.2%
毛利率	69.7%	65.7%	73.3%	70.4%	72.6%	73.2%	64.1%	64.2%
净利率	5.9%	5.8%	38.1%	42.3%	30.3%	33.4%	18.6%	19.9%
归母净利润	7	21	114	429	198	623	291	982
yoY	-150.5%	293.5%	-23.6%	-22.5%	6.8%	18.0%	176.2%	22.4%

眼科：渗透率低，有望成为消费器械核心赛道

- **人工晶体**：2018年全国人工晶体销量370万片，CSR（每百万人白内障手术量）为2662例，相比美欧日10000例以上的水平还有很大提升空间。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，2021年渗透率经测算仅为1.8%，对比台湾的5.4%仍有提升空间。
 - **爱博医疗**：2025Q1-Q3收入11.4亿元（+6.4%），归母净利润2.9亿元（-8.6%）。公司Q3单季度业绩承压主要源于人工晶状体受国家集采及地方医保支出结构调整影响，收入与销量双降；隐形眼镜业务则因终端价格下行及境内产能扩张加剧竞争，导致出厂价与利润率同步收窄。尽管短期利润承压，公司通过加大自有品牌推广与产品结构优化，仍维持了营收的正向增长趋势。
 - **欧普康视**：2025Q1-Q3收入14.3亿元（+0.1%），归母净利润4.4亿元（-15.4%）。公司前三季度净利润下滑主要源于核心产品角膜塑形镜销售疲软，叠加促销投入加大及低毛利业务占比提升，导致毛利率下行。销售费用同比增长9.75%，反映公司在竞争加剧背景下持续加码终端拓展与人员配置，虽短期压制利润，但渠道结构优化趋势有望逐步显现。

主要眼科器械上市公司2025Q1-Q3财务数据（百万元）

公司	爱博医疗		欧普康视		昊海生科	
年份	2025Q3	2025Q1-Q3	2025Q3	2025Q1-Q3	2025Q3	2025Q1-Q3
总收入	358	1,144	562	1,433	595	1,899
yoY	-8.2%	6.4%	2.6%	0.1%	-11.3%	-8.5%
毛利率	63.8%	64.8%	73.2%	73.2%	70.9%	70.4%
净利率	21.5%	25.4%	34.2%	30.9%	15.7%	16.0%
归母净利润	77	290	192	442	94	305
yoY	-29.9%	-8.6%	-3.1%	-15.4%	-11.4%	-10.6%

骨科高值耗材：走出集采阴霾，海外表现亮眼

- **骨科高值耗材**：25Q1-3板块实现收入40亿元（+18.7%），归母净利润9亿元（+66.1%），自2021年起骨科板块经历了7轮大范围集采，随着2023年底运动医学集采落地，骨科全系列产品基本已完成摸底降价，板块经历多年洗牌重组，2025年集采影响基本出清，行业恢复稳定增速，国产龙头集中度进一步提高。同时骨科公司加速海外布局和全球化战略，海外表现亮眼，为公司带来新的业绩增量。
- **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。龙头企业表现较好均有良好表现，25H1年爱康医疗髋关节收入+14%，膝关节收入-1%，主要受限于标外产品限价。威高骨科关节线销售收入同比-9%，但销量同比+15%。
- **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25Q1-3脊柱线实现收入同比+3%，销量同比+13%。
- **创伤**：两联盟集采陆续实行，恢复量增逻辑，威高骨科组织修复线PRP产品实现销售收入同比+24%，销量同比+23%。

主要骨科耗材上市公司2025年三季报财务数据（百万元）

公司	爱康医疗				春立医疗				威高骨科				大博医疗			
时间	25Q1-3	25Q1	25Q2	25Q3	25Q1-3	25Q1	25Q2	25Q3	25Q1-3	25Q1	25Q2	25Q3	25Q1-3	25Q1	25Q2	25Q3
总收入	694	-	-	-	756	230	258	268	1106	290	451	365	1876	550	660	666
yoy	5.2%	-	-	-	48.8%	3.6%	62.8%	109.5%	2.1%	-16.6%	11.9%	9.8%	22.7%	28.8%	23.0%	17.8%
毛利率	59.1%	-	-	-	67.3%	66.7%	67.4%	67.6%	64.6%	63.7%	68.3%	60.8%	71.2%	69.6%	72.1%	71.6%
归母净利润	161	-	-	-	192	58	56	77	207	52	90	65	425	103	141	180
yoy	15.3%	-	-	-	213.2%	5.2%	136.7%	531.1%	26.2%	48.4%	54.9%	-8.0%	77.0%	67.0%	84.5%	77.5%

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**：2025年第三季度，公司实现营业收入2.27亿元，同比增长61.66%；归母净利润0.49亿元，同比增长205.50%。收入增长主要受益于行业招采提速及市占率提升。自产耗材业务实现快速放量，2025年前三季度，公司自产耗材实现营业收入0.65亿元，同比增长91.90%。2025年上半年，耗材收入达0.85亿元，同比增长46.17%。
- **三鑫医疗**：公司2025年前三季度实现营业收入11.68亿元，同比增长7.88%；归属于上市公司股东的净利润达1.85亿元，同比增长10.16%，增速高于营收，反映成本控制与产品结构优化成效显著。
- **健帆生物**：公司前三季度净利润下滑主要受收入端承压与费用刚性拖累所致。毛利率同比下降1.72个百分点；销售费用、研发费用分别下降25%与15.9%，但降幅仍低于收入降幅，导致期间费用率上升。投资收益同比下降64.57%，主因理财产品到期减少；公允价值变动收益大幅增长9137%，源于理财浮盈贡献，但属非持续性收益。资产减值损失由负转正，系存货跌价准备计提增加，反映库存压力上升。国家医保局于2025年6月正式将“血液透析灌流”与“血浆吸附”纳入医保独立收费项目，已有26省和19省落地执行，为公司核心产品提供长期政策支撑。尽管短期业绩承压，但政策红利有望驱动未来临床渗透率提升，奠定中长期增长基础。

主要肾科高值耗材上市公司2025Q1-Q3财务数据

公司	山外山		健帆生物		三鑫医疗	
年份	2025Q3	2025Q1-Q3	2025Q3	2025Q1-Q3	2025Q3	2025Q1-Q3
总收入	227	584	422	1,556	407	1,168
yoY	61.7%	39.8%	-39.8%	-29.1%	2.8%	7.9%
毛利率	49.8%	48.5%	79.0%	79.6%	36.5%	35.5%
净利率	21.8%	17.9%	15.1%	29.1%	17.2%	15.8%
归母净利润	49	104	64	453	70	185
yoY	205.5%	68.7%	-73.4%	-42.7%	13.3%	10.2%

当前监管环境对创新医疗器械的要求是“鼓励创新”与坚守“安全有效”底线并重，支持创新器械初心未改

□ 近两年多款“首创/差异化”创新器械在NMPA注册阶段未获批准的主因，集中在临床证据包的可接受性不足（如单臂试验、缺乏对照）、未能充分证明安全/有效、及监管对首创技术的审慎态度。由此看出，NMPA对创新医疗器械的审批，特别是高风险的三类器械，呈现出一些明确的趋势：

- 1) **强调随机对照试验 (RCT)**：对于原创器械，尤其是首创 (First-in-Class) 产品，NMPA越来越倾向于要求其通过随机对照试验 (RCT) 来提供最高等级的临床证据。这与国际标准（如美国FDA）接轨，旨在确证产品相对于现有标准疗法（如药物治疗）的优效性。传统的单臂试验（即所有受试者都使用试验器械）在某些情况下已不足以证明其临床价值。
- 2) **临床证据是关键**：审批的核心关注点是产品的安全性和有效性。审评关注入组者选择是否造成数据偏倚；强调伦理、同期他品、真实世界证据等多维验证。监管要求用更长随访、更多中心、对比/非劣/优效设计来佐证。
- 3) **与监管机构事前沟通至关重要**：NMPA器械审评中心也鼓励申请人在临床试验开展前，充分利用各种沟通交流机制，就试验设计等问题与监管机构达成共识，以避免后续因试验设计缺陷而延误上市。

NMPA 高耗未获批医疗器械案例

时间	产品名称	企业名称	产品用途	推测未获批原因
2025-10-28	COMETIU 自膨式颅内药物涂层支架系统	赛诺医疗子公司赛诺神畅	用于颅内动脉疾病的治疗	审评阶段对其单臂试验设计及入组选择影响客观性有持续关注，可能与需要更充分的临床数据，尤其是与对照组进行比较的数据有关。
2025-05-06	颅内动脉药物涂层球囊导管	上海心玮医疗科技股份有限公司	用于颅内动脉狭窄的扩张治疗	未说明具体原因。推测监管部门可能对颅内药物球囊这类高风险产品提出了更统一、更严格的临床证据要求。
2024-04-24	LuX-Valve 经导管人工三尖瓣瓣膜系统（一代产品）	宁波健世科技股份有限公司	用于治疗三尖瓣反流	监管机构要求所有三尖瓣产品需要与药物进行对照研究（即随机对照试验 RCT），披露的关键原因为临床未设置对照组（单臂试验）、监管无法确认权威目标值、需补充更多临床证据。

数据来源：NMPA，西南证券整理；注：1) 是否创新/优先审批因公示时未作区分且通过受理号较难简单判定，故以上为医疗器械整体（剔除生物制品）的案例梳理；2) 考虑到不予注册与终止注册有细微差别，因此只统计不予注册的案例；3) 仅展示申请类型为“注册产品”，变更登记事项的不予注册不作展示。

2024年1月-2025年10月 NMPA 不予注册的医疗器械案例梳理——共计148起 (2025年至今37起；2024年111起)

时间	产品名称	企业名称	产品来源	上市审评开始时间
2025-10-28	COMETIU 自膨式颅内药物涂层支架系统	赛诺医疗子公司赛诺神畅	国产	2024
2025-10-28	静脉闭合系统	上海玄宇医疗器械有限公司	国产	2024
2025-10-28	髋关节假体-陶瓷组件	天津正天医疗器械有限公司	国产	2024
2025-09-30	临时冠桥树脂 Tempofit® premium	DETAZ GmbH	进口	2024
2025-09-29	X射线平板探测器	泰雷兹航空电子法国简化股份公司 THALES AVS FRANCE SAS	进口	2024
2025-09-18	无菌一次性防护注射装置	SEPTODONT	进口	2024
2025-09-16	可吸收胶原膜	西岭(镇江)医疗科技有限公司	国产	2024
2025-08-26	FMS 样酪氨酸激酶 3 (FLT3) 基因突变数据分析软件	Invivoscribe, Inc.	进口	2024
2025-08-26	可吸收性外科缝线	Internacional Farmacéutica, S.A. de C.V.	进口	2024
2025-08-26	呼吸机	北京航天长峰股份有限公司	国产	2024
2025-08-26	钛喷涂棘突间融合系统	常州集硕医疗器械有限公司	国产	2024
2025-08-26	呼吸机	北京航天长峰股份有限公司	国产	2023
2025-08-04	负压吸引泵	上海畅德医疗科技有限公司	国产	2024
2025-06-19	颗粒细胞去除液	杭州德适生物科技有限公司	国产	2024
2025-06-19	天然橡胶胶乳避孕套	NAKANISHI GOMUKOGYO CO.,LTD.	进口	2024
2025-05-28	光固化氢氧化钙间接盖髓剂	吉林省登泰克牙科材料有限公司	国产	2024
2025-05-28	可降解卵圆孔未闭封堵器	上海锦葵医疗器械股份有限公司	国产	2023
2025-05-14	植入式给药装置输液针	Medical Components, Inc.	进口	2024
2025-05-14	结肠胶囊式内窥镜诊断系统	安翰科技(武汉)股份有限公司	国产	2023
2025-05-06	软性亲水接触镜	晶硕光学股份有限公司	进口	2023
2025-05-06	左心耳封堵器系统	南京友德邦医疗科技有限公司	国产	2023
2025-05-06	颅内动脉药物涂层球囊导管	上海心玮医疗科技股份有限公司	国产	2022
2025-04-22	生物安全柜	西班牙泰克净化设备(苏州)有限公司	国产	2023

数据来源：NMPA，西南证券整理；注：1)是否创新/优先审批因公示时未作区分且通过受理号较难简单判定，故以上为医疗器械整体(剔除生物制品)的案例梳理；2)考虑到不予注册与终止注册有细微差别，因此只统计不予注册的案例；3)仅展示申请类型为“注册产品”，变更登记事项的不予注册不作展示。

2024年1月-2025年10月 NMPA 不予注册的医疗器械案例梳理——共计148起 (2025年至今37起；2024年111起)

时间	产品名称	企业名称	产品来源	上市审评开始时间
2025-03-14	软性亲水接触镜	CooperVision Inc.	进口	2022
2025-03-06	MR用造影剂注射装置	株式会社根本杏林堂	进口	2023
2025-03-04	一次性使用无菌注射器	山东皇圣堂药业有限公司	国产	2022
2025-02-27	钬激光治疗仪	斯普乐(珠海)生物科技有限责任公司	国产	2024
2025-02-24	胚胎培养液	友康生物科技(北京)股份有限公司	国产	2024
2025-02-24	药物涂层冠脉球囊导管	北京哈特凯尔医疗科技有限公司	国产	2023
2025-02-24	外周棘突球囊扩张导管	安吉特(天津)科技有限公司	国产	2023
2025-02-24	黄斑外加压带	广州瑞其纳医疗科技有限公司	国产	2023
2025-02-24	同种异体腱修复材料	湖北联结生物材料有限公司	国产	2022
2025-02-19	半自动体外除颤仪	北京科心医疗技术有限公司	国产	2023
2025-02-11	基因测序仪	北京旌准医疗科技有限公司	国产	2022
2025-01-13	放射治疗轮廓勾画软件	广州柏视医疗科技有限公司	国产	2024
2025-01-10	一次性使用输液器 带针	济南秦鲁药业科技有限公司	国产	2022
2025-01-02	磁共振影像处理软件	Omniscient Neurotechnology Pty	进口	2022
2024-12-24	软性亲水接触镜	江苏艾尚美眼镜有限公司	国产	2024
2024-12-24	软性亲水接触镜	江苏艾尚美眼镜有限公司	国产	2024
2024-12-24	一次性使用无针输液接头	江西洪达医疗器械集团有限公司	国产	2023
2024-12-24	一次性使用无菌自毁注射器 带针	江西益康医疗器械集团有限公司	国产	2023
2024-12-24	颗粒细胞剥离液	南京优而生物科技发展有限公司	国产	2023
2024-12-24	导丝	Medtronic CoreValve LLC	进口	2022
2024-12-24	可诱导赋形脱钙骨基质	湖北联结生物材料有限公司	国产	2022
2024-12-24	天然胶乳橡胶避孕套(含苯佐卡因)	TTK Healthcare Limited(Protective Devices Division)	进口	2022
2024-12-02	无菌透明质酸钠膀胱灌注液	科研生物科技股份有限公司	进口	2023

数据来源：NMPA，西南证券整理；注：1)是否创新/优先审批因公示时未作区分且通过受理号较难简单判定，故以上为医疗器械整体(剔除生物制品)的案例梳理；2)考虑到不予注册与终止注册有细微差别，因此只统计不予注册的案例；3)仅展示申请类型为“注册产品”，变更登记事项的不予注册不作展示。

2024年1月-2025年10月 NMPA 不予注册的医疗器械案例梳理——共计148起 (2025年至今37起；2024年111起)

时间	产品名称	企业名称	产品来源	上市审评开始时间
2024-11-28	气相色谱质谱联用仪	SHIMADZU CORPORATION	进口	2023
2024-11-21	球囊扩张导管	迪格瑞医疗科技(苏州)有限公司	国产	2024
2024-11-21	牙齿美白剂	江西登特科技有限公司	国产	2024
2024-11-21	注射用交联透明质酸钠凝胶	Bioxis Pharmaceuticals SAS	进口	2023
2024-11-21	静脉曲张闭合胶	上海栗亮医疗科技有限公司	国产	2023
2024-11-21	髋关节股骨柄	MicroPort Orthopedics, Inc.	进口	2022
2024-11-06	冠状动脉双螺纹球囊扩张导管	东莞天天向上医疗科技有限公司	国产	2023
2024-11-06	胃肠动力标记物胶囊	MARQUAT GENIE BIOMEDICAL	进口	2023
2024-11-06	人工皮生物敷料	Smith & Nephew Medical Limited	进口	2022
2024-11-06	脊柱内固定系统	K2M, INC.	进口	2022
2024-11-06	注射用交联透明质酸钠凝胶	Bioxis Pharmaceuticals SAS	进口	2022
2024-11-06	软性亲水接触镜	CooperVision Inc.	进口	2022
2024-11-06	一次性使用静脉留置针	东莞市一星医疗科技有限公司	国产	2019
2024-10-25	无创心输出量测量仪	medis. Medizinische Messtechnik GmbH	进口	2023
2024-10-25	脑电意识深度监测仪	SOMNOmedics GmbH	进口	2023
2024-10-23	血液成分分装设备	LMB Technologie GmbH	进口	2023
2024-10-17	全自动体外除颤器	普美康(江苏)医疗科技有限公司	国产	2022
2024-10-12	射频治疗仪	Pollogen, Ltd.	进口	2023
2024-09-30	玻璃离子水门汀	НКФ ОМЕГА-ДЕНТ	进口	2024
2024-09-30	空心钉系统	联科医疗器械(安徽)有限公司	国产	2024
2024-09-30	双动全髋关节系统-髋臼内衬	北京华康天怡生物科技有限公司	国产	2024
2024-09-30	矫治器	巧医生技股份有限公司	进口	2022
2024-09-30	电动吸鼻器	(주)휴비닉	进口	2019

数据来源：NMPA，西南证券整理；注：1)是否创新/优先审批因公示时未作区分且通过受理号较难简单判定，故以上为医疗器械整体(剔除生物制品)的案例梳理；2)考虑到不予注册与终止注册有细微差别，因此只统计不予注册的案例；3)仅展示申请类型为“注册产品”，变更登记事项的不予注册不作展示。

2024年1月-2025年10月 NMPA 不予注册的医疗器械案例梳理——共计148起 (2025年至今37起；2024年111起)

时间	产品名称	企业名称	产品来源	上市审评开始时间
2024-09-19	球囊扩张导管	SIS Medical AG	进口	2023
2024-09-19	软性亲水接触镜	Fitlens Ltd	进口	2023
2024-09-10	肠道水疗机	GNALI BOCIA S.R.L.	进口	2023
2024-09-03	体外冲击波碎石机	索诺利(厦门)医疗科技有限公司	国产	2023
2024-09-03	高频手术电极	ConMed Corporation	进口	2022
2024-09-02	PTA导丝	株式会社エフエムディ	进口	2023
2024-08-23	膝关节假体	Waldemar Link GmbH & Co.KG	进口	2023
2024-08-23	膝关节假体	Waldemar Link GmbH & Co.KG	进口	2023
2024-08-23	注射用透明质酸钠复合溶液	渼颜空间生物科技(吉林)有限公司	国产	2022
2024-08-23	注射用透明质酸钠复合溶液	渼颜空间生物科技(吉林)有限公司	国产	2022
2024-07-30	鼻腔球囊扩张导管	Chordate Medical AB	进口	2023
2024-07-30	可吸收性硬脑膜修补材料	グンゼ株式会社	进口	2023
2024-07-25	义眼台	Matrix Surgical USA	进口	2023
2024-07-25	X射线管组件	Varex Imaging Corporation	进口	2023
2024-07-25	X射线管组件	Varex Imaging Corporation	进口	2023
2024-07-25	高清内窥镜摄像系统	Santa Barbara Imaging Systems	进口	2023
2024-07-25	颈椎前路固定系统	北京贝思达生物技术有限公司	国产	2023
2024-07-25	一次性使用乳房旋切活检针	东莞市一星医疗科技有限公司	国产	2023
2024-07-25	微导管	Acrostak (Schweiz) AG	进口	2023
2024-07-25	麻醉蒸发器	深圳市普博医疗科技股份有限公司	国产	2023
2024-07-25	便携式口腔X射线机	REMEDI Co.,Ltd.	进口	2022
2024-07-25	3D眼科手术显微镜数字化观察系统	Alcon Laboratories, Inc.	进口	2022
2024-07-25	一次性使用冠脉球囊扩张导管	苏州莱诺医疗器械有限公司	国产	2022

数据来源：NMPA，西南证券整理；注：1)是否创新/优先审批因公示时未作区分且通过受理号较难简单判定，故以上为医疗器械整体(剔除生物制品)的案例梳理；2)考虑到不予注册与终止注册有细微差别，因此只统计不予注册的案例；3)仅展示申请类型为“注册产品”，变更登记事项的不予注册不作展示。

2024年1月-2025年10月 NMPA 不予注册的医疗器械案例梳理——共计148起 (2025年至今37起；2024年111起)

时间	产品名称	企业名称	产品来源	上市审评开始时间
2024-07-25	脊柱内固定系统	Zimmer Biomet Spine, Inc.	进口	2021
2024-07-18	1550nm激光治疗机	吉林省科英激光股份有限公司	国产	2023
2024-07-18	男性性功能康复治疗仪	麦普泰格（青岛）医疗科技有限公司	国产	2023
2024-07-18	肺炎CT影像辅助分诊与评估软件	深圳科亚医疗科技有限公司	国产	2022
2024-07-15	血液透析浓缩粉	北京利安康医药用品有限公司	国产	2023
2024-07-15	藻酸盐敷料	青岛博益特生物材料股份有限公司	国产	2021
2024-06-28	冠脉压痕球囊扩张导管	为泰医疗器械（深圳）有限公司	国产	2023
2024-06-28	不可吸收带线锚钉	湖南新越医疗科技有限公司	国产	2023
2024-06-28	子宫颈托	欣诺科技（四川）有限公司	国产	2023
2024-05-21	金属接骨螺钉	安徽太康医疗科技有限公司	国产	2023
2024-05-21	一次性神经阻滞穿刺针套件	苏州市立普医疗科技有限公司	国产	2022
2024-05-17	弱视激光治疗仪	吉林省龙达光学电子仪器有限公司	国产	2022
2024-05-09	骨修复材料	curasan AG	进口	2021
2024-05-06	一次性使用乳房旋切活检针	东莞市一星医疗科技有限公司	国产	2023
2024-05-06	脊柱内固定系统组件-钴铬钼矫形棒	重庆富沃思医疗器械有限公司	国产	2021
2024-05-06	锁定金属接骨板系统	Smith & Nephew, Inc.	进口	2021
2024-05-06	医用抗菌外科口罩	河南驼人贝斯特医疗器械有限公司	国产	2021
2024-04-30	一次性使用射频消融电极	MINTA MEDICAL LIMITED	进口	2021
2024-04-26	射频消融电极	MINTA MEDICAL LIMITED	进口	2021
2024-04-25	视觉电生理检查仪	DIOPSYS INC.	进口	2023
2024-04-25	全自动生物芯片检测仪	Luminex Corporation	进口	2022
2024-04-24	经导管人工三尖瓣瓣膜及输送系统	宁波健世科技股份有限公司	国产	2022
2024-04-23	锁定金属接骨螺钉	安徽太康医疗科技有限公司	国产	2023

数据来源：NMPA，西南证券整理；注：1) 是否创新/优先审批因公示时未作区分且通过受理号较难简单判定，故以上为医疗器械整体（剔除生物制品）的案例梳理；2) 考虑到不予注册与终止注册有细微差别，因此只统计不予注册的案例；3) 仅展示申请类型为“注册产品”，变更登记事项的不予注册不作展示。

2024年1月-2025年10月 NMPA 不予注册的医疗器械案例梳理——共计148起 (2025年至今37起；2024年111起)

时间	产品名称	企业名称	产品来源	上市审评开始时间
2024-04-23	空心接骨螺钉(非锁定)	安徽太康医疗科技有限公司	国产	2023
2024-04-23	不锈钢金属骨针	安徽太康医疗科技有限公司	国产	2023
2024-04-23	金属骨针(T)	安徽太康医疗科技有限公司	国产	2023
2024-04-23	基台及螺钉	重庆朴德熙口腔技术有限公司	国产	2022
2024-04-02	脉冲激光治疗机	深圳普门科技股份有限公司	国产	2022
2024-04-02	一次性使用输注导管套件	柏为(武汉)医疗科技股份有限公司	国产	2022
2024-04-02	矫形矫治器	Access Dental Lab, LLC	进口	2021
2024-04-02	矫治保持器	Access Dental Lab, LLC	进口	2021
2024-03-22	外固定羟基磷灰石螺钉	山东威高骨科材料股份有限公司	国产	2022
2024-03-22	牙科印模套装	Access Dental Lab, LLC	进口	2021
2024-03-22	单件式亲水性丙烯酸人工晶状体	TEKIA France	进口	2021
2024-03-22	可吸收(明胶)止血海绵	GELITA MEDICAL GmbH	进口	2021
2024-03-22	腹腔内窥镜手术设备用无源器械	山东威高手术机器人有限公司	国产	2021
2024-03-21	医用呼吸湿化器	Fisher & Paykel Healthcare Ltd.	进口	2021
2024-03-21	口腔数字化X射线成像系统	OSSTEM GLOBAL Co., Ltd.	进口	2021
2024-03-05	口腔数字X射线成像系统	Sirona Dental, Inc.	进口	2021
2024-02-23	医学影像存档与通讯系统软件	ETMI	进口	2021
2024-02-23	脑电系统	eemagine Medical Imaging Solutions GmbH	进口	2021
2024-02-20	电子鼻咽喉内窥镜	orlvision GmbH	进口	2021
2024-02-07	血液滤过管路	HAEMOTRONIC S.p.A	进口	2021
2024-02-07	交锁髓内钉	苏州红叶医疗器械有限公司	国产	2021
2024-02-07	椎间融合器	Stryker Spine	进口	2021
2024-02-06	通用诊断成像设备软件	株式会社アルム	进口	2021

数据来源：NMPA，西南证券整理；注：1)是否创新/优先审批因公示时未作区分且通过受理号较难简单判定，故以上为医疗器械整体(剔除生物制品)的案例梳理；2)考虑到不予注册与终止注册有细微差别，因此只统计不予注册的案例；3)仅展示申请类型为“注册产品”，变更登记事项的不予注册不作展示。

2024年1月-2025年10月 NMPA 不予注册的医疗器械案例梳理——共计148起 (2025年至今37起；2024年111起)

时间	产品名称	企业名称	产品来源	上市审评开始时间
2024-02-04	电子内窥镜图像处理器	COGENTIX MEDICAL, INC.	进口	2021
2024-01-30	导丝	苏州茵络医疗器械有限公司	国产	2022
2024-01-23	生物肤基创面敷料	北京瑞健高科生物科技有限公司	国产	2022
2024-01-23	疤痕修复贴	B. Braun Hospicare Ltd	进口	2021
2024-01-23	术中止血粉装置	江苏奥科生物科技有限公司	国产	2021
2024-01-16	核酸分子杂交仪	DiagCor Life Science Limited	进口	2021
2024-01-12	机械血栓切除动力系统	Straub Medical AG	进口	2022
2024-01-04	外周球囊扩张导管	维泰医疗科技(常州)有限公司	国产	2022
2024-01-02	导丝	苏州茵络医疗器械有限公司	国产	2022
2024-01-02	全自动血型分析仪	中山市生科试剂仪器有限公司	国产	2022

申请FDA 510(k) 以及PMA 部分受挫案例 (包括因为生产质量体系不达标而收到FDA的警告信)

披露来源/时间	产品类别	涉及企业	核心原因/问题
2025-10	医疗诊断、监护设备	康泰医学	基于警告信内容：产品在生产、包装、储存或安装等方面，不符合美国医疗器械质量体系规范（21 CFR Part 820）。
2025-10	药品及卫生用品	佛山市怡莹卫生用品有限公司、广西玉林制药集团	基于警告信内容：严重违反现行药品生产质量管理规范（CGMP），包括但不限于：质量控制缺失、未进行稳定性研究、生产过程控制不足、数据完整性失控等系统性缺陷。
2025-05	药品及医疗器械	黄石卫生材料药业有限公司、无锡市医用仪表厂有限公司、石家庄以岭药业有限公司	基于警告信内容：质量控制体系失效（如未对活性成分进行检测）、无菌控制缺失、存在设备交叉污染风险等。
2024-05（公司公告）	皮肤外用乳膏	中天（台湾地区企业）	公司在Pre-Submission会议后提交了510(k)申请，但因FDA审查要求改变，需补充提供医材临床试验数据，公司应FDA建议主动撤回了申请。
2025-04（拒绝入境）	树脂基材料	BEAUTIFUL SMILES MANUFACTURING（江苏）	该设备是1976年之后的设备，未按照510(k)条款的要求向FDA递交上市前申请文件，来证明与已合法上市的器械同样安全有效。
2024-04（FDA进口警示）	塑料注射器	江苏神力医用制品有限公司、采纳股份（子公司：采纳医疗）	产品在美国市场的分销版本与之前通过510(k)认证的版本在技术特性上存在显著差异（如尺寸、接头等），但企业未针对这些变化提交新的510(k)申请，导致产品被认定为掺假和错标，并被禁止进入美国市场。
2022-11（拒绝进口数据）	各类医疗器械（如血氧计、隐形眼镜、按摩仪等）	多家中国企业（如Unimed Medical Supplies Inc.、SHENZHEN MEIYOU MEI TRADING CO LTD等）	常见的拒绝原因包括：“药品或器械未在510(j)要求的列表中，或未提供510(j)或510(k)要求提交的通知或其他信息”、“器械与已上市合法器械为非实质性等同或510(k)未备案”以及“负责产品生产、制备、宣传、合成或加工的机构未按期注册”。

CE认证过程中的常见挑战

□ **事件详解**：乐普医疗的这两款心脏封堵器产品其实已经成功获得了CE认证。然而，竞争对手Occlutech公司通过欧洲统一专利法院（UPC）发起了专利侵权诉讼。UPC最终颁发了临时禁令，理由是乐普医疗的产品侵犯了Occlutech的欧洲专利。这意味着，尽管产品在法规层面获准上市，但因知识产权问题，其在欧洲五个重要国家的商业活动被强制暂停。

□ CE认证过程中的常见挑战

- 1) **选择错误的公告机构**：这是MDR申请被拒的最主要原因。欧盟的公告机构都有其特定的授权审核范围。高比例的MDR申请被拒是因为企业向没有相应产品授权范围的机构提交了申请。
- 2) **申请资料准备不充分**：公告机构会严格审查企业提交的技术文档和临床证据。如果资料不完整或质量不佳，申请也会被拒。“申请资料有欠缺”同样是导致申请被拒的一个重要因素。
- 3) **法规变更或产品质量问题**：欧盟法规可能更新，如果产品未跟进新的要求；或者产品在实际监管抽检中被发现安全隐患，都可能导致CE认证失效或产品被要求撤市。

CE获证后上市受阻案例

事件时间	公司	涉及产品	产品用途	事件性质与原因
2025年10月	乐普医疗	"MemoCarna ASD" 与 "MemoCarna VSD" 植入式心脏封堵器	用于治疗房间隔缺损（ASD）、室间隔缺损（VSD）等先天性心脏病	专利侵权临时禁令：欧洲统一专利法院（UPC）判定其侵犯德国Occlutech公司专利，在德、法、意、荷、爱五国被禁售。

器械板块主要细分领域表现：低值耗材

- 低值耗材**：25Q1-3实现收入269亿元（-2.4%），归母净利润22亿元（-10.9%），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。海外市场已成为低耗企业的重要战略之一，建议关注中美关税和地缘政治因素。
- 手套**：25Q1-3板块实现收入116亿元（-1.2%），归母净利润6亿元(+36.5%)。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。2024年厂商渠道出清已见底，2025起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，且部分公司已逐渐完成海外生产基地建设，行业拐点即将到来。
- 医用敷料/医用导管**：25Q1-3板块实现收入70亿元（+5.1%），归母净利润7亿元（+0.6%）。相关公司已基本完成对隔离防护用品的计提减值，常规业务恢复正常订单节奏，同时海外产能建设处于爬坡阶段，建议关注海外客户的订单节奏。
- 药用玻璃瓶**：25Q1-3板块实现收入46亿元（-13%），归母净利润6亿元（-27.7%）。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**：25Q1-3板块实现收入29亿元（-5.5%），归母净利润1亿元（-50%）。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、振德医疗、山东药玻。**

低值耗材领域2025Q1-3板块财务数据

主营业务	25Q1-3						25Q3					
	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	26860	-2.4%	26.8%	8.2%	2207	-10.9%	9024	-5.4%	26.4%	6.8%	614	-17.5%
手套	11606	-1.2%	20.1%	5.5%	638	36.5%	3912	-7.6%	19.0%	1.6%	63	53.8%
医用导管及敷料	6972	5.1%	34.2%	10.7%	744	0.6%	2450	4.9%	34.0%	12.0%	295	3.4%
药用玻璃瓶	4579	-13.0%	29.7%	13.3%	610	-27.7%	1383	-16.6%	31.8%	13.3%	183	-32.5%
注射穿刺类	2857	-5.5%	30.3%	5.0%	143	-49.8%	990	-3.6%	29.4%	5.1%	51	-48.9%
其他	845	1.1%	30.1%	8.5%	72	-49.1%	288	2.1%	27.9%	7.5%	22	-53.1%

器械板块主要细分领域表现：低值耗材

主营业务	公司	25Q1-3						25Q3					
		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	3401	-11.1%	33.1%	16.0%	542	-24.7%	1027	-17.1%	36.4%	16.7%	171	-30.2%
	力诺药包	721	-13.2%	21.2%	7.1%	51	-27.8%	222	-17.7%	20.5%	4.5%	10	-48.3%
	正川股份	458	-24.9%	18.5%	3.6%	16	-68.5%	134	-10.0%	15.2%	1.7%	2	-70.2%
注射穿刺类	济民健康	545	-20.2%	36.1%	-13.8%	-77	-371.5%	178	-17.9%	34.5%	-14.4%	-24	-923.4%
	康德莱	1721	0.9%	32.6%	12.4%	194	17.3%	596	2.4%	32.4%	12.9%	69	14.3%
	采纳股份	246	-15.9%	24.4%	3.0%	8	-85.6%	87	-10.5%	20.2%	-1.6%	-1	-104.6%
	五洲医疗	345	0.8%	14.2%	5.4%	19	-46.1%	128	-1.5%	14.1%	6.2%	8	-36.4%
医用导管及敷料	振德医疗	3184	1.9%	33.9%	6.6%	203	-33.9%	1084	0.1%	33.4%	7.4%	75	-48.5%
	奥美医疗	2597	6.0%	30.0%	13.7%	349	31.5%	920	6.0%	30.5%	16.5%	149	90.6%
	维力医疗	1191	12.3%	44.2%	16.8%	192	14.9%	446	16.1%	42.7%	16.3%	71	16.3%
手套	英科医疗	7425	4.6%	23.7%	12.8%	924	34.5%	2511	-2.9%	22.7%	9.0%	214	113.0%
	蓝帆医疗	4182	-10.2%	13.7%	-7.2%	-286	30.1%	1401	-15.0%	12.3%	-11.4%	-151	-153.6%
其他	拱东医疗	845	1.1%	30.1%	8.5%	72	-49.1%	288	2.1%	27.9%	7.5%	22	-53.1%

数据来源：wind，西南证券整理(按市值排序，市值时间为2025/11/10)

各主营业务按市值排序

手套：价格企稳回升，行业拐点将至

- **英科医疗**：2025Q1-3公司实现收入74亿元，同比增长4.6%，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，减少关税和地缘政治对业绩带来的潜在不利影响。
- **中红医疗**：2025Q1-3公司实现收19亿元（+15.5%），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**：2025Q1-3公司实现收42亿元（-10.2%），受国际贸易形势影响，健康防护事业部订单形势出现短期波动，主要受国际贸易形式影响，叠加竞争加剧销售价格承压，整体呈现亏损态势。公司通过优化产能开工和接单策略以及强化降本增效实施，提升运营韧性与抗风险能力。

主要手套上市公司2025年三季报财务数据（百万元）

公司	英科医疗				中红医疗				蓝帆医疗			
时间	25Q1-3	25Q1	25Q2	25Q3	25Q1-3	25Q1	25Q2	25Q3	25Q1-3	25Q1	25Q2	25Q3
总收入	7425	2494	2420	2511	1864	629	608	626	4182	1478	1303	1401
yoY	4.6%	13.2%	4.8%	-2.9%	1.4%	15.5%	0.8%	-9.2%	-10.2%	1.6%	-16.0%	-15.0%
毛利率	23.7%	24.2%	24.3%	22.7%	10.5%	13.4%	9.3%	8.9%	13.7%	17.2%	11.1%	12.3%
归母净利润	924	353	358	214	-7	19	-13	-13	-286	77	-212	-151
yoY	34.5%	48.1%	2.5%	113.0%	-114.1%	1369.9%	-142.2%	-170.0%	-30.1%	177.9%	-245.5%	-153.6%

药用玻璃瓶：集采背景下需求放缓，出口与新兴品类展现韧性

- **山东药玻**：2025Q1-3收入34亿元（-11.1%）；归母净利润5亿元（-24.7%）。2025年业绩出现波动，主要因国内医药集采背景下行业下游需求放缓，传统制药企业受医保支付方式改革、集采等政策影响，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。公司拟通过新建产能提升规模效应，目前产能建设进度符合预期。
- **正川股份**：2025Q1-3收入5亿元（-24.9%），归母净利润0.2亿元（-68.5%）。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。

主要药用玻璃瓶上市公司2025年三季报财务数据（百万元）

公司	山东药玻				正川股份			
时间	25Q1-3	25Q1	25Q2	25Q3	25Q1-3	25Q1	25Q2	25Q3
总收入	3401	1242	1131	1027	458	162	162	134
yoY	-11.1%	-2.0%	-14.2%	-17.1%	-24.9%	-34.2%	-24.6%	-10.0%
毛利率	33.1%	30.2%	33.2%	36.4%	18.5%	21.6%	18.0%	15.2%
归母净利润	542	224	148	171	16	11	3	2
yoY	-24.7%	1.3%	-42.0%	-30.2%	-68.5%	-48.1%	-86.4%	-70.2%

医用敷料/医用导管：业绩增长稳健，积极布局海外生产基地

- 振德医疗**：2025Q1-3收入32亿元（+1.9%）；归母净利润2亿元（-33.9%）。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，以及汇率波动对利润的影响。
- 奥美医疗**：2025Q1-3收入26亿元（+6%）；归母净利润3亿元（+31.5%）。市场需求复苏及供应链优化等因素影响，客户补库存意愿强烈，业绩恢复稳健增长。
- 维力医疗**：2025Q1-3收入12亿元（+12.3%）；归母净利润2亿元（+14.9%）。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2026Q1开始逐步出货，主要供应美国大客户的订单。

主要医用敷料/医用导管上市公司2025年三季报财务数据（百万元）

公司	振德医疗				奥美医疗				维力医疗			
时间	25Q1-3	25Q1	25Q2	25Q3	25Q1-3	25Q1	25Q2	25Q3	25Q1-3	25Q1	25Q2	25Q3
总收入	3184	992	1109	1084	2597	759	918	920	1191	348	397	446
yoY	1.9%	2.9%	2.8%	0.1%	6.0%	1.6%	9.9%	6.0%	12.3%	12.6%	8.2%	16.1%
毛利率	33.9%	34.3%	34.1%	33.4%	30.0%	30.5%	28.9%	30.5%	44.2%	44.8%	45.3%	42.7%
归母净利润	203	51	77	75	349	87	113	149	192	59	62	71
yoY	-33.9%	-30.2%	-12.8%	-48.5%	31.5%	-7.9%	21.7%	90.6%	14.9%	17.2%	11.4%	16.3%

注射穿刺类：海外市场有望成为中长期驱动力

- 三鑫医疗**：2025Q1-3收入12亿元（+7.9%），归母净利润2亿元（+10.2%）。国内市场方面，公司以集采为导向，积极推动透析器的增补中选资格。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**：2025Q1-3收入3亿元（+0.8%），归母净利润0.2亿元（-46.1%）。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**：2025Q1-3收入17亿元（+0.9%），归母净利润2亿元（+17.3%），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。

主要注射穿刺类上市公司2025年三季报财务数据（百万元）

公司	三鑫医疗				五洲医疗				济民健康				康德莱			
时间	25Q1-3	25Q1	25Q2	25Q3	25Q1-3	25Q1	25Q2	25Q3	25Q1-3	25Q1	25Q2	25Q3	25Q1-3	25Q1	25Q2	25Q3
总收入	1168	361	400	407	345	104	113	128	545	181	185	178	1721	548	577	596
yoY	7.9%	8.9%	12.6%	2.8%	0.8%	15.6%	-7.6%	-1.5%	-20.2%	-22.5%	-20.1%	-17.9%	0.9%	-3.8%	4.3%	2.4%
毛利率	35.5%	34.6%	35.3%	36.5%	14.2%	14.6%	14.1%	14.1%	36.1%	37.6%	36.1%	34.5%	32.6%	32.0%	33.3%	32.4%
归母净利润	185	54	61	70	19	6	5	8	-77	-14	-39	-24	194	61	64	69
yoY	10.2%	0.2%	16.7%	13.3%	-46.1%	-43.0%	-58.9%	-36.4%	-371.5%	-191.7%	-469.2%	-923.4%	17.3%	0.3%	44.3%	14.3%

医疗器械板块2025年三季报总结

成分股	25Q1-3		25Q1-3		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(百万元)	归母净利润(百万元)	收入yoy	归母净利润yoy		25Q1-3	25Q1-3	25Q1-3	占比	25Q1-3	占比	25Q1-3	占比	25Q1-3	占比	25Q1-3	占比
						(3651)	(3067)	2435	9.4%	3735	14.5%	1047	4.1%	(293)	-1.1%		
迈瑞医疗	25,833.9	7,570.0	-12%	-29%	2,538	(3651)	(3067)	2435	9.4%	3735	14.5%	1047	4.1%	(293)	-1.1%		
联影医疗	8,858.9	1,120.2	27%	67%	1,168	1905	449	1250	14.1%	1523	17.2%	447	5.0%	(44)	-0.5%		
新产业	3,427.6	1,204.8	0%	-13%	503	13	(179)	372	10.9%	578	16.9%	91	2.6%	(29)	-0.8%		
惠泰医疗	1,867.4	623.3	22%	18%	402	343	95	255	13.7%	334	17.9%	86	4.6%	(8)	-0.4%		
鱼跃医疗	6,544.9	1,466.0	9%	-4%	361	517	(66)	445	6.8%	1233	18.8%	339	5.2%	(140)	-2.1%		
乐普医疗	4,938.7	982.1	3%	22%	313	153	179	594	12.0%	821	16.6%	473	9.6%	90	1.8%		
英科医疗	7,424.7	924.4	5%	34%	269	326	237	309	4.2%	213	2.9%	478	6.4%	127	1.7%		
华大智造	1,868.9	-119.5	0%	74%	265	(0)	344	383	20.5%	509	27.2%	306	16.4%	(90)	-4.8%		
振德医疗	3,184.3	203.2	2%	-34%	241	59	(104)	100	3.1%	264	8.3%	425	13.3%	26	0.8%		
奕瑞科技	1,549.0	470.6	14%	21%	226	193	80	228	14.7%	71	4.6%	82	5.3%	(6)	-0.4%		
安图生物	3,127.2	859.5	-7%	-10%	224	(253)	(97)	393	12.6%	589	18.8%	163	5.2%	6	0.2%		
九安医疗	1,069.3	1,589.1	-49%	16%	205	(1023)	220	224	20.9%	287	26.8%	401	37.5%	(8)	-0.7%		
大博医疗	1,876.3	424.6	23%	77%	204	347	185	250	13.3%	504	26.8%	113	6.0%	(24)	-1.3%		
福瑞股份	1,101.0	111.9	12%	10%	203	121	10	81	7.4%	281	25.5%	200	18.2%	19	1.7%		
健帆生物	1,556.0	453.2	-29%	-43%	167	(640)	(338)	147	9.4%	383	24.6%	115	7.4%	31	2.0%		
南微医学	2,380.5	509.3	18%	13%	156	368	58	134	5.6%	519	21.8%	303	12.7%	(72)	-3.0%		
欧普康视	1,432.8	442.0	0%	-15%	151	2	(81)	33	2.3%	373	26.0%	93	6.5%	9	0.7%		
佰仁医疗	381.7	92.7	31%	58%	151	89	34	118	30.8%	105	27.4%	32	8.4%	(1)	-0.2%		
山东药玻	3,400.5	542.5	-11%	-25%	141	(424)	(178)	138	4.1%	78	2.3%	194	5.7%	(17)	-0.5%		
开立医疗	1,459.3	33.5	4%	-69%	128	61	(75)	367	25.1%	479	32.8%	105	7.2%	(38)	-2.6%		
圣湘生物	1,244.1	191.3	20%	-2%	127	212	(4)	179	14.4%	422	33.9%	171	13.7%	(49)	-4.0%		
爱博医疗	1,144.4	290.2	6%	-9%	126	69	(27)	70	6.1%	191	16.7%	138	12.1%	14	1.2%		
中源协和	1,092.5	107.9	-9%	-19%	125	(113)	(26)	114	10.4%	227	20.8%	255	23.4%	(14)	-1.3%		
美好医疗	1,194.5	208.2	3%	-19%	124	38	(50)	105	8.8%	38	3.2%	96	8.1%	(27)	-2.3%		
心脉医疗	1,014.8	429.1	5%	-22%	123	45	(124)	51	5.0%	151	14.9%	60	5.9%	(8)	-0.8%		
威高骨科	1,106.3	207.4	2%	26%	119	23	43	84	7.6%	292	26.4%	89	8.1%	(9)	-0.8%		
微电生理	336.4	41.9	16%	0%	115	46	0	46	13.6%	95	28.3%	31	9.3%	(4)	-1.2%		
浩欧博	292.2	26.2	-5%	-1%	113	(15)	(0)	33	11.4%	68	23.3%	48	16.5%	1	0.4%		

医疗器械板块2025年三季报总结

成分股	25Q1-3		25Q1-3		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(百万元)	归母净利润(百万元)	收入yoy	归母净利润yoy		25Q1-3	25Q1-3	25Q1-3	占比	25Q1-3	占比	25Q1-3	占比	25Q1-3	占比	25Q1-3	占比
万东医疗	1,188.5	-27.2	9%	-124%	112	95		(143)		182	15.3%	198	16.7%	80	6.7%	(32)	-2.7%
海尔生物	1,761.2	198.4	-1%	-36%	111	(21)		(111)		243	13.8%	261	14.8%	144	8.2%	(22)	-1.3%
昊海生科	1,899.1	304.6	-8%	-11%	109	(176)		(36)		149	7.9%	601	31.6%	324	17.0%	(46)	-2.4%
三诺生物	3,453.3	211.0	9%	-17%	104	271		(44)		224	6.5%	926	26.8%	355	10.3%	35	1.0%
万孚生物	1,690.2	133.7	-23%	-69%	104	(491)		(302)		265	15.7%	485	28.7%	146	8.6%	28	1.7%
春立医疗	756.1	191.5	49%	213%	97	248		130		86	11.4%	146	19.3%	39	5.1%	(10)	-1.3%
麦克奥迪	1,099.3	144.1	10%	18%	97	103		22		60	5.5%	97	8.9%	142	12.9%	(26)	-2.4%
新华医疗	6,978.0	434.3	-6%	-30%	94	(445)		(183)		322	4.6%	628	9.0%	272	3.9%	21	0.3%
可孚医疗	2,397.8	260.2	7%	3%	94	149		8		61	2.5%	816	34.0%	123	5.1%	(4)	-0.2%
艾德生物	865.6	262.5	2%	16%	91	18		35		132	15.3%	245	28.4%	57	6.6%	(25)	-2.9%
亚辉龙	1,286.7	60.4	-8%	-72%	87	(107)		(158)		206	16.0%	298	23.2%	129	10.0%	14	1.1%
翔宇医疗	537.0	44.0	6%	-40%	82	30		(29)		125	23.4%	174	32.4%	45	8.3%	(10)	-1.8%
奥美医疗	2,596.6	348.8	6%	32%	81	147		84		77	2.9%	79	3.0%	193	7.4%	(1)	0.0%
赛诺医疗	363.9	21.1	14%	293%	81	45		32		93	25.5%	55	15.0%	69	19.1%	3	0.9%
九强生物	1,011.7	272.5	-18%	-27%	81	(226)		(101)		128	12.6%	218	21.6%	99	9.8%	31	3.1%
瑞迈特	808.2	180.0	34%	44%	81	206		55		88	10.9%	96	11.9%	55	6.9%	(1)	-0.2%
理邦仪器	1,446.1	256.6	5%	49%	80	64		85		207	14.3%	284	19.6%	101	7.0%	(11)	-0.8%
迈克生物	1,607.9	37.1	-17%	-87%	73	(340)		(244)		206	12.8%	429	26.7%	140	8.7%	12	0.8%
澳华内镜	422.6	-56.1	-16%	-250%	69	(78)		(93)		114	26.9%	162	38.4%	73	17.4%	1	0.2%
博拓生物	308.1	22.3	-21%	-75%	65	(81)		(67)		58	18.7%	31	9.9%	49	15.9%	(18)	-6.0%
普门科技	762.9	163.0	-11%	-37%	60	(94)		(94)		170	22.2%	134	17.6%	49	6.5%	(22)	-2.9%
海泰新光	447.6	136.4	40%	40%	59	129		39		52	11.5%	32	7.2%	46	10.3%	(2)	-0.5%
蓝帆医疗	4,181.7	-286.0	-10%	-30%	58	(473)		(66)		193	4.6%	332	7.9%	226	5.4%	140	3.3%
奥泰生物	633.1	189.8	2%	-4%	55	15		(8)		74	11.7%	60	9.5%	54	8.6%	(12)	-2.0%
山外山	584.3	104.5	40%	69%	53	166		43		52	8.8%	109	18.6%	29	5.0%	(4)	-0.8%
济民健康	544.7	-77.2	-20%	-372%	53	(138)		(106)		31	5.6%	104	19.1%	85	15.5%	16	3.0%
三鑫医疗	1,167.6	185.0	8%	10%	51	85		17		51	4.4%	56	4.8%	88	7.5%	0	0.0%
安杰思	459.3	177.0	8%	-10%	50	32		(20)		57	12.4%	41	9.0%	52	11.2%	(7)	-1.6%

医疗器械板块2025年三季报总结

成分股	25Q1-3		25Q1-3		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(百万元)	归母净利润(百万元)	收入yoy	归母净利润yoy		25Q1-3	25Q1-3	25Q1-3	占比	25Q1-3	占比	25Q1-3	占比	25Q1-3	占比	25Q1-3	占比
英诺特	330.4	131.2	-37%	-46%	47	(190)	(113)	61	18.3%	50	15.0%	28	8.4%	(4)	(4)	-1.3%	
伟思医疗	325.5	102.1	12%	31%	47	34	24	32	9.7%	61	18.8%	33	10.0%	(2)	(2)	-0.7%	
迈普医学	249.2	75.9	31%	44%	46	58	23	26	10.3%	44	17.7%	49	19.7%	(1)	(1)	-0.5%	
天臣医疗	243.8	71.9	21%	68%	44	42	29	29	11.8%	34	14.0%	26	10.8%	(11)	(11)	-4.5%	
基蛋生物	757.7	160.5	-14%	-8%	43	(122)	(15)	126	16.7%	173	22.9%	68	9.0%	(14)	(14)	-1.8%	
之江生物	90.4	-29.4	-34%	-126%	43	(47)	(16)	42	46.5%	31	34.5%	61	67.4%	(31)	(31)	-34.7%	
冠昊生物	293.5	26.7	6%	-4%	43	15	(1)	26	8.9%	118	40.2%	45	15.2%	3	3	0.9%	
拱东医疗	845.1	72.0	1%	-49%	43	9	(69)	38	4.5%	42	4.9%	76	9.0%	(3)	(3)	-0.4%	
维力医疗	1,191.2	191.6	12%	15%	42	131	25	71	6.0%	104	8.8%	99	8.3%	12	12	1.0%	
康德莱	1,721.2	193.5	1%	17%	41	16	28	65	3.8%	123	7.2%	131	7.6%	11	11	0.6%	
美康生物	1,135.7	60.5	-19%	-73%	41	(271)	(164)	103	9.1%	172	15.1%	133	11.7%	(2)	(2)	-0.2%	
力诺药包	721.0	50.9	-13%	-28%	41	(110)	(20)	23	3.3%	42	5.9%	28	3.9%	17	17	2.4%	
戴维医疗	392.7	72.6	-3%	15%	40	(10)	9	41	10.4%	70	17.9%	50	12.7%	(6)	(6)	-1.4%	
祥生医疗	343.2	93.9	-5%	-5%	39	(19)	(4)	57	16.5%	41	12.0%	24	7.0%	(17)	(17)	-4.8%	
凯普生物	485.9	-127.7	-20%	51%	39	(124)	134	48	9.9%	138	28.4%	153	31.5%	(25)	(25)	-5.1%	
麦澜德	343.8	96.0	4%	0%	38	13	(0)	43	12.4%	71	20.7%	44	12.9%	(1)	(1)	-0.2%	
迪瑞医疗	468.8	-87.3	-60%	-145%	38	(707)	(280)	74	15.8%	155	33.1%	39	8.4%	(25)	(25)	-5.2%	
采纳股份	245.8	8.2	-16%	-86%	38	(46)	(49)	16	6.7%	6	2.5%	38	15.4%	(1)	(1)	-0.4%	
正海生物	275.7	67.4	-5%	-46%	37	(16)	(58)	38	13.7%	105	38.0%	25	9.2%	(0)	(0)	-0.1%	
科美诊断	260.8	41.6	-24%	-63%	33	(83)	(71)	56	21.6%	49	18.8%	33	12.6%	(2)	(2)	-0.7%	
乐心医疗	757.1	65.7	0%	30%	32	1	15	70	9.3%	62	8.2%	58	7.7%	2	2	0.3%	
西山科技	230.8	43.4	11%	-34%	31	23	(22)	39	17.1%	55	24.0%	27	11.5%	(10)	(10)	-4.5%	
正川股份	457.7	16.3	-25%	-69%	31	(152)	(36)	10	2.1%	10	2.2%	29	6.3%	11	11	2.5%	
赛科希德	195.7	64.6	-14%	-23%	29	(31)	(19)	15	7.6%	29	14.7%	16	8.3%	(11)	(11)	-5.6%	
健麾信息	270.5	8.5	39%	-74%	29	75	(24)	14	5.3%	22	8.0%	34	12.6%	3	3	1.0%	
康拓医疗	251.1	76.7	5%	0%	28	11	0	18	7.2%	44	17.6%	37	14.8%	(0)	(0)	-0.1%	
五洲医疗	345.4	18.5	1%	-46%	27	3	(16)	6	1.7%	12	3.4%	14	3.9%	(2)	(2)	-0.6%	
安必平	252.9	-10.8	-28%	-136%	24	(100)	(40)	27	10.8%	116	45.9%	45	17.8%	(4)	(4)	-1.4%	
艾隆科技	280.0	-1.0	25%	97%	18	56	27	38	13.5%	43	15.5%	53	18.8%	5	5	1.7%	

- **2024-2025前三季度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-11月，随着中报业绩预告、中报、三季报的依次兑现、部分公司全年预期的上调、股价与估值进一步上升后调整波动，截至11月14日，CXO板块样本公司平均估值38倍，低于近4年平均估值48倍、高于近一年平均估值35倍。
- **业绩表现：2025年三季度CXO板块延续增长态势**。CXO板块共选取19家样本公司，2025年前三季度实现收入695.7亿元（+13.0%）；实现归母净利润165.4亿元（+60.0%）；实现扣非净利润总额128.6亿元（+33.5%）。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%）。板块25Q3实现收入247.2亿元（+11.4%）；实现归母净利润52.3亿元（+51.0%）；实现扣非归母净利润50.0亿元（+51.7%）。自2024年四季度至2025年第三季度，板块收入延续增长态势、利润同步快速回升。2025年前三季度板块整体毛利率为40.3%（+2.5pp）、净利率为23.9%（+7.0pp）；销售费用率（2.6%，-0.1pp）、管理费用率（8.8%，-0.9pp）、研发费用率（4.5%，-1.1pp）下降，财务费用率提高（0.6%，+0.7pp），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/细分市场价格竞争逐渐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**。目前联邦基金利率区间为3.75%-4.00%。美联储9月17日点阵图显示，美联储官员2025年联邦基金利率预测中值为3.50%-3.75%、2026年预测中值为3.25%-3.50%、2027年预测中值在3.0%-3.25%。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：前三季度中国医药生物投融资额持续复苏，Q3单季度全球投融资额同比增加**。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。2025年前三季度中国医疗健康领域投融资金额、事件数均同比增长，投融资总额为601.5亿元（+64.8%）、投融资事件数449件（+23.0%）。2) 全球：2025年前三季度全球医疗健康投融资总额为4409.0亿元，在2024年高基数下同比-28.9%；投融资事件数共计1616件，同比-20.6%。2025第三季度全球医疗健康投融资总额为1874.11亿元，同比+26.2%，环比+78.5%。长期看，预计全球/中国医药研发将维持稳步增长的态势。
- **CXO板块未来持续关注多肽、ADC、寡核酸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、药明合联、泰格医药、晶泰控股、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。

整体业绩回顾

- **2025年三季度CXO板块延续增长态势。** CXO板块共选取19家样本公司，2025年前三季度实现收入695.7亿元（+13.0%）；实现归母净利润165.4亿元（+60.0%）；实现扣非净利润总额128.6亿元（+33.5%）。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%）。板块25Q3实现收入247.2亿元（+11.4%）；实现归母净利润52.3亿元（+51.0%）；实现扣非归母净利润50.0亿元（+51.7%）。自2024年四季度至2025年第三季度，板块收入延续增长态势、利润同步快速回升。
- **CXO板块盈利能力提升。** 2025年前三季度板块整体毛利率为40.3%（+2.5pp）、净利率为23.9%（+7.0pp）；销售费用率（2.6%，-0.1pp）、管理费用率（8.8%，-0.9pp）、研发费用率（4.5%，-1.1pp）下降，财务费用率提高（0.6%，+0.7pp），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/细分市场价格竞争逐渐触底等因素综合导致。

CXO板块23Q3-25Q3业绩速览

（亿元）	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
单季度收入	227.1	222.3	188.6	205.4	221.9	237.9	211.7	236.8	247.2
同比增速	-5.0%	-9.4%	-13.6%	-11.0%	-2.3%	7.0%	12.3%	15.3%	11.4%
归母净利润	49.9	12.9	27.3	41.4	34.6	25.9	48.4	64.7	52.3
同比增速	-16.0%	-64.0%	-43.4%	-33.8%	-30.6%	101.2%	77.4%	56.2%	50.9%
扣非归母净利润	49.6	18.0	27.6	35.8	32.9	32.1	33.2	45.4	49.9
同比增速	-11.0%	-53.3%	-35.1%	-33.8%	-33.5%	78.3%	20.4%	26.9%	51.7%

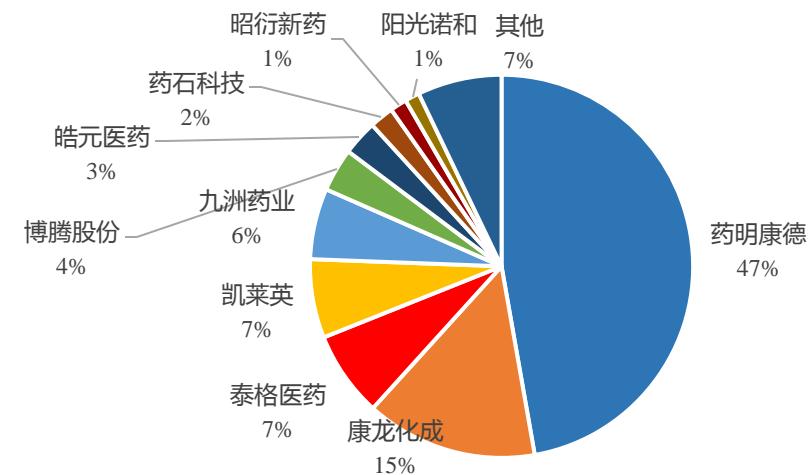
CXO板块23Q3-25Q3盈利能力指标概览

（亿元）	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
毛利率	42.1%	37.2%	36.2%	38.1%	38.9%	36.9%	37.9%	40.7%	41.9
净利率	22.0%	5.8%	14.5%	20.2%	15.6%	10.9%	22.9%	27.3%	16.0%
销售费率	2.3%	2.6%	2.8%	2.8%	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%	2.5%
管理费率	9.5%	10.3%	10.4%	10.1%	9.0%	10.3%	9.2%	8.4%	8.8%
财务费率	-0.8%	1.1%	-2.6%	-1.7%	3.4%	-4.0%	0.6%	1.0%	1.8%
研发费率	5.5%	5.8%	5.9%	5.8%	5.3%	4.9%	4.6%	4.5%	4.5%

多数样本企业实现收入、利润正增长

- **2025年前三季度**：板块样本企业共实现收入695.8亿元（+13.0%）；实现归母净利润165.5亿元（+60.5%）。19家样本公司中14家收入实现正增长，13家公司净利润增速实现正增长；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，2025年前三季度药明康德、康龙化成、泰格医药、凯莱英、九洲药业贡献比例为47%、15%、7%、7%、6%；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%。

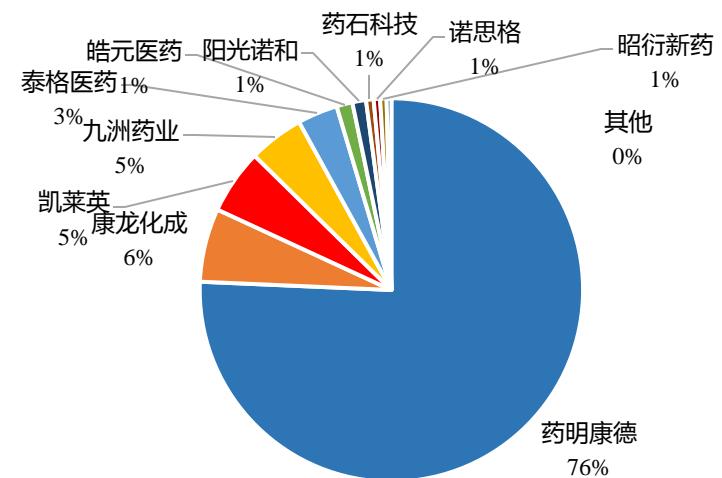
2025年前三季度板块收入占比



板块前三季度收入/利润增长分布

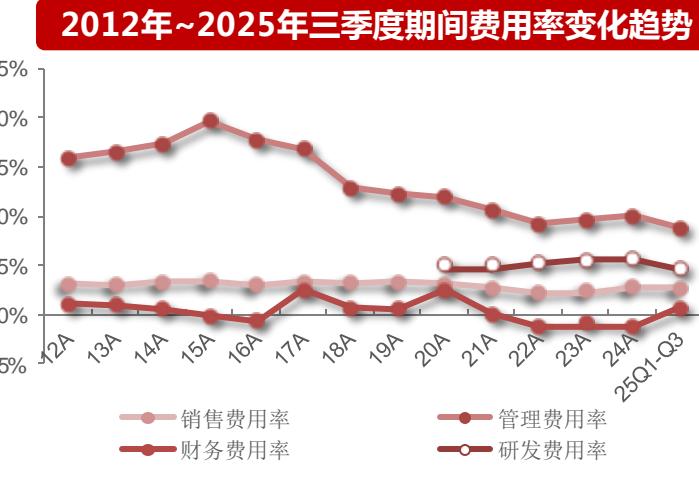
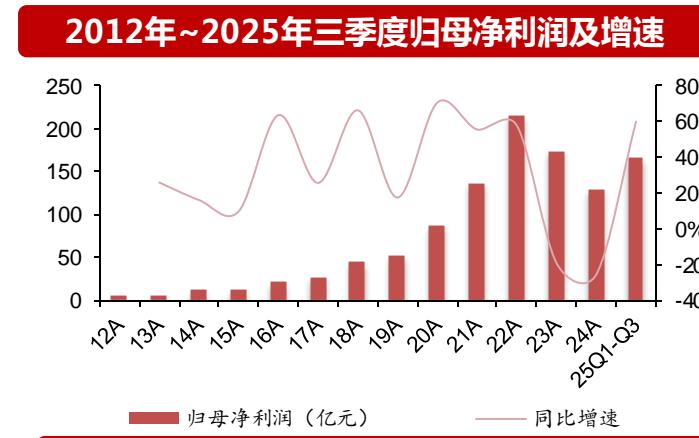
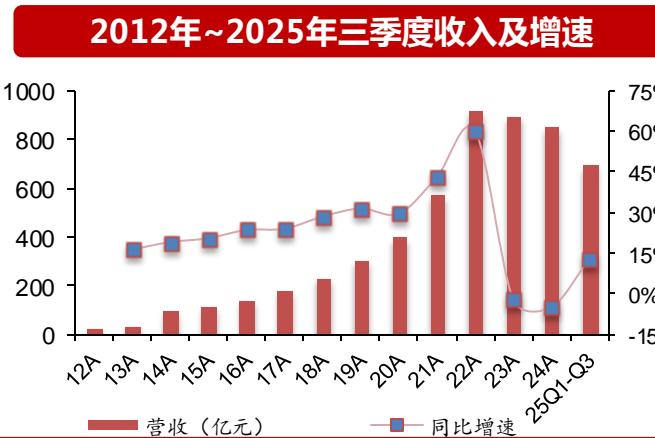
收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	12.96%	0	1	14	5
		0%	5%	74%	26%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
		7	7	13	6
家数	60.04%	37%	37%	68%	32%

2025年前三季度归母净利润占比



累计季度表现

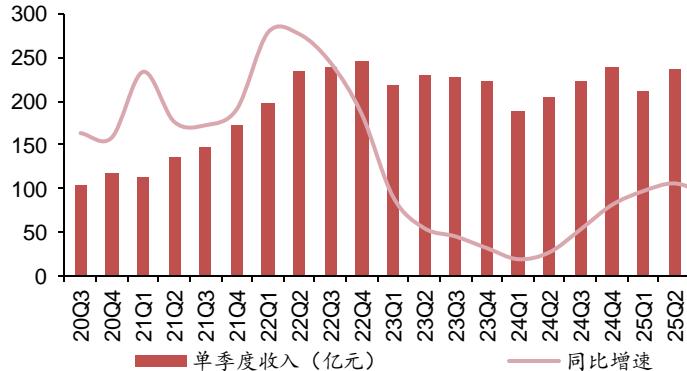
➤ **2025年前三季度收入增长兑现，利润端快速回升。**在2023年高利润商业化订单完全消化后，2024年CXO板块表观收入小幅下降并逐步企稳。2025年前三季度，伴随着2024年全球医药生物投融资在研发外包市场的释放、CDMO部分新增产能的爬坡、新分子需求快速增长、临床CRO竞争的逐步触底等，三季度全板块样本公司合计实现收入695.7亿元（+13.0%），叠加产能利用率提升、规模效应放大等因素，实现归母净利润165.4亿元（+60.0%）；实现扣非净利润总额128.6亿元（+33.5%）



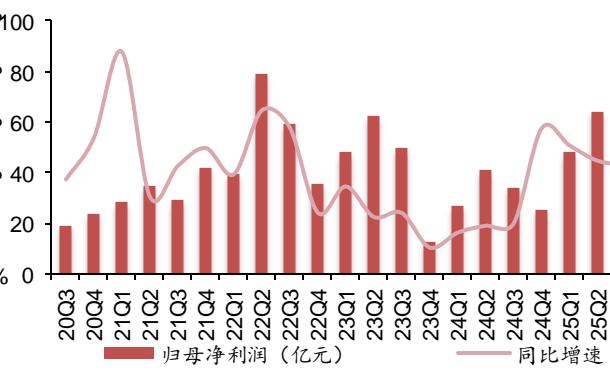
单季度表现

➤ **Q1、Q2、Q3收入逐季提升，利润保持高增长。**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%）；25Q3共实现收入247.2亿元（+11.4%），共实现归母净利润52.3亿元（+51.0%），共实现扣非归母净利润50.0亿元（+51.7%）。

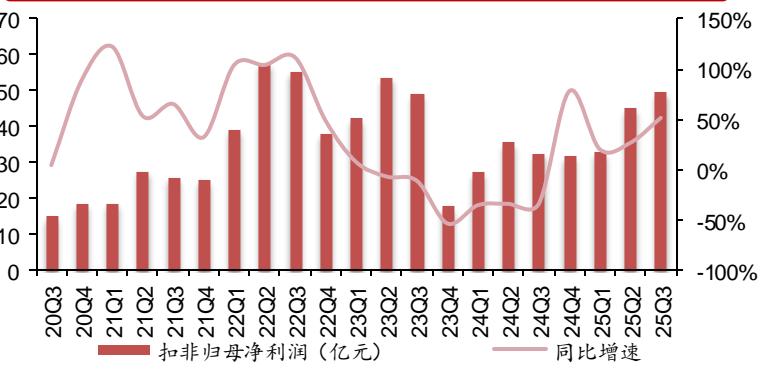
20Q3~25Q3收入及增速（单季度）



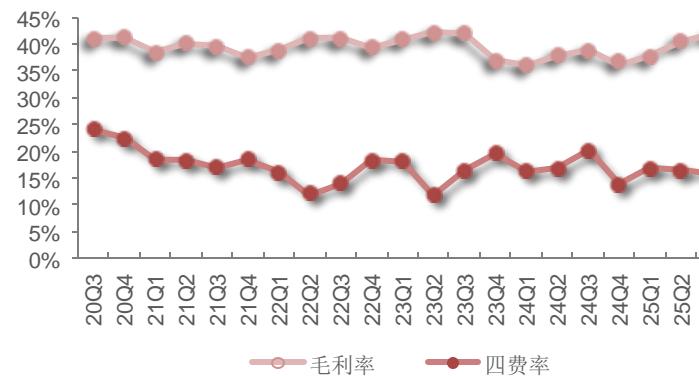
20Q3~25Q3归母净利润及增速（单季度）



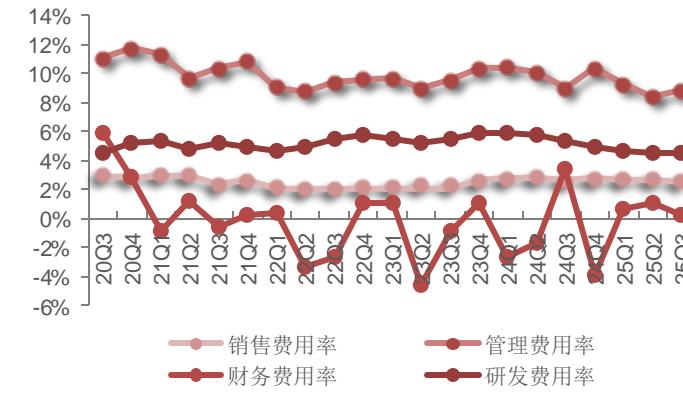
20Q3~25Q3扣非归母净利润及增速（单季度）



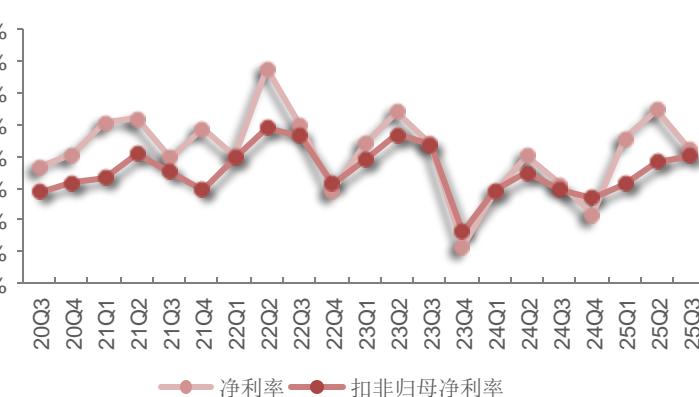
20Q3~25Q3毛利率与四费率变化趋势



20Q3~25Q3期间费用率变化趋势

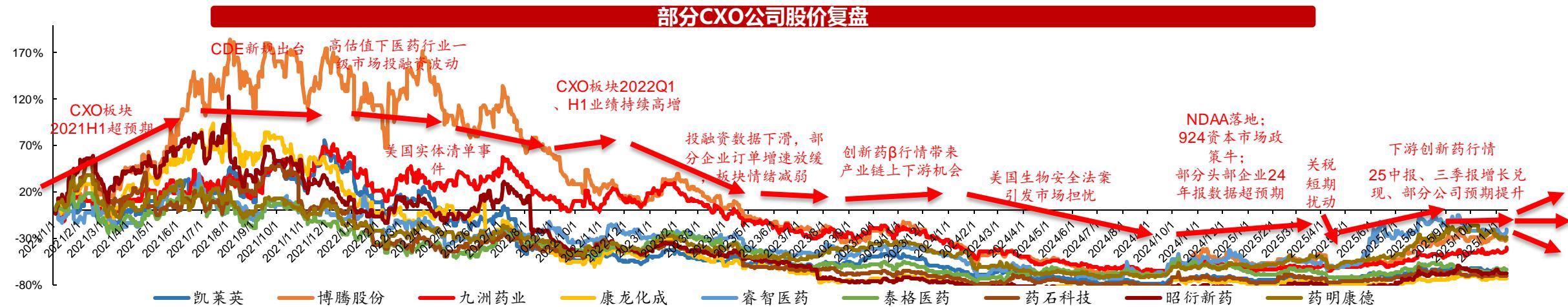


20Q3~25Q3净利率变化趋势



复盘

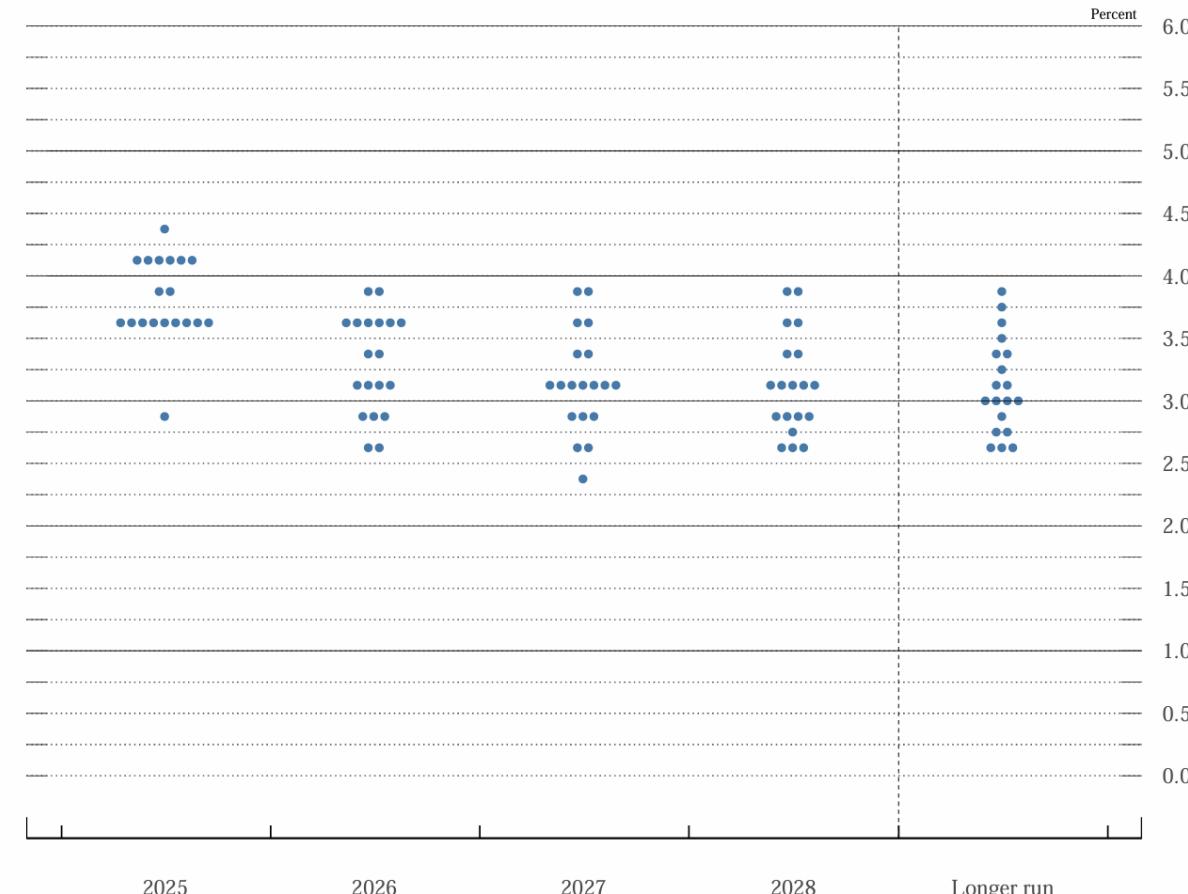
➤ **25年前三季度CXO板块已走出行情。**2024年上半年，CXO板块在美国生物安全法案事件催化、各企业业绩增速预期调整等因素的影响下继续走低；2024年9月下旬，国内股市出现政策驱动性牛市，CXO板块股价同步上涨；2025年3月，部分CXO头部上市公司业绩数据、订单数据超预期，二级市场Price in；2025年4月后，特朗普政府关税政策的频繁变化对股市带来了短期扰动；2025年5月-6月随短期扰动出清、下游创新药结构牛拉动，CXO板块整体上行。7月-11月，随着中报业绩预告、中报、三季报的依次兑现、部分公司全年预期的上调、股价与估值进一步上升后调整波动，截至11月14日，CXO板块样本公司平均估值38倍，低于近4年平均估值48倍、高于近一年35倍。



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，经过2024年-2025年数次降息后，目前联邦基金利率区间为3.75%-4.00%。美联储9月17日点阵图显示，美联储官员2025年联邦基金利率预测中值为3.50%-3.75%、2026年预测中值为3.25%-3.50%、2027年预测中值在3.0%-3.25%。短期预期较6月点阵图小幅下调，整体上未来仍处于降息周期（或受失业率与通胀数据影响），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（%）

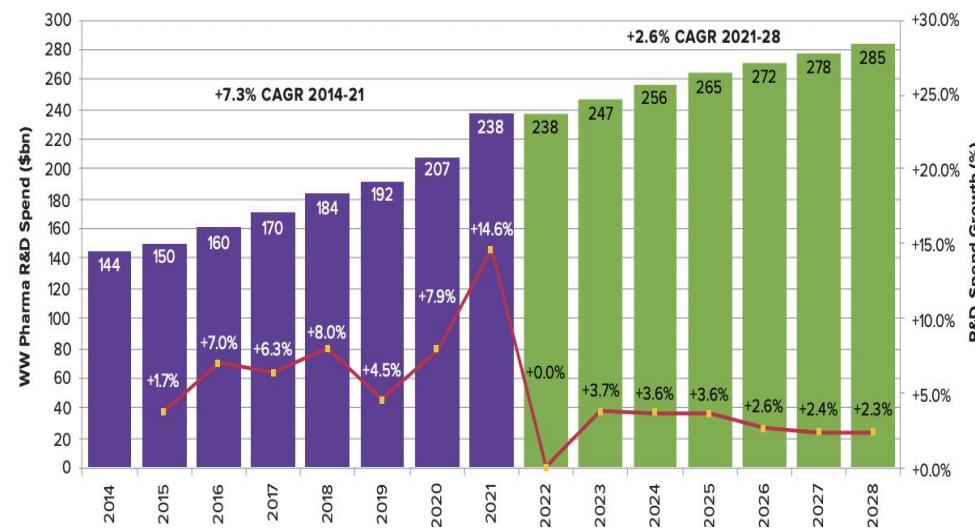


行业维度：2025前三季度国内医药投融资强度回暖

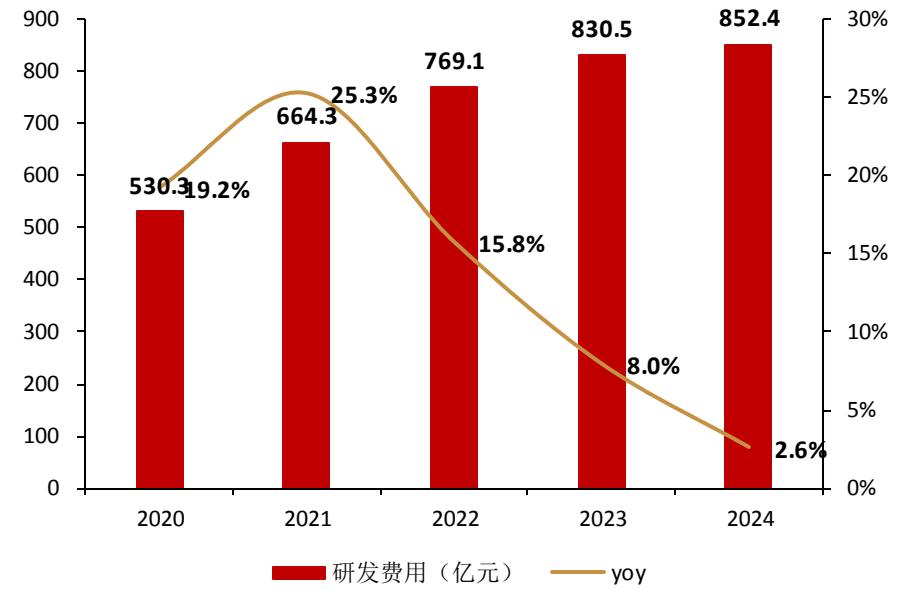
全球医药生物企业研发投入稳步增长。2008年金融危机对全球医药研发投入造成较大冲击，研发投入增速降至1%；2011年开始增速逐步企稳回升，根据Evaluate Pharma统计，2021年全球医药研发投入同比增速接近14.6%。从绝对值来看，全球医药研发投入从2014年的1440亿美元增至2021年的2380亿美元，复合增长率为7.3%，预计2021-2028年全球医药研发仍将以2.6%的增速稳步增长。

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年三百余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）

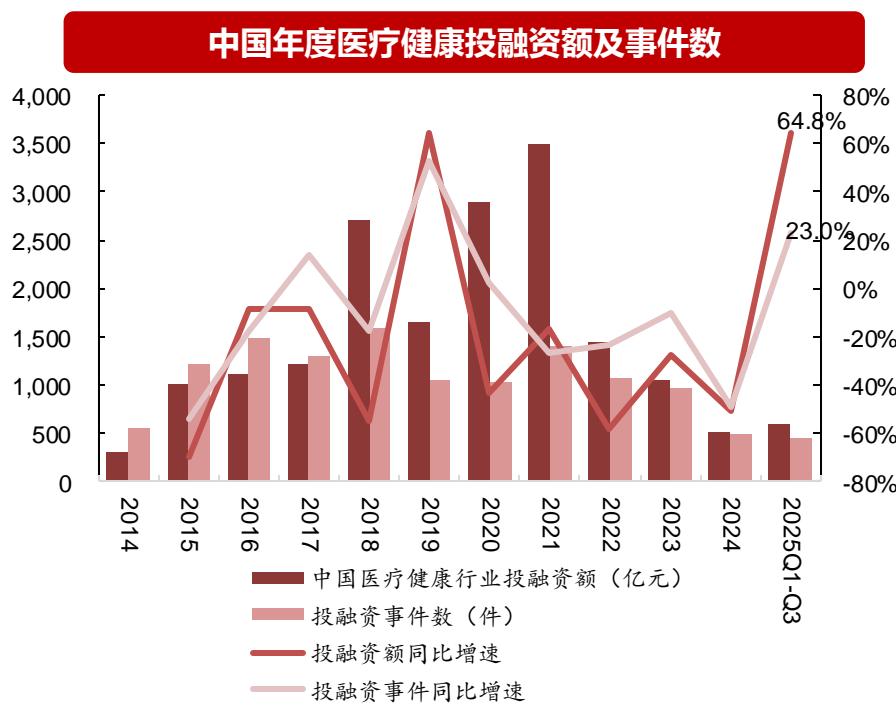


医药生物上市公司研发费用合计额



行业维度：2025前三季度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。
- **2025年三季度**中国医疗健康领域投融资金额、事件数均同比大幅增长，前三季度投融资总金额为601.5亿元（+64.8%）、投融资事件数449件（+23.0%）。**分季度看**，2024Q4-2025Q3国内医疗健康行业投融资活动持续回暖，2024Q4、2025Q1、2025Q2、2025Q3投融资总额分别为151.7亿元、186.5亿元、149.1亿元、265.8亿元，分别同比-32.3%、+10.5%、+26.4%、+239.5%，分别环比+93.7%、+23.0%、-19.0%、+78.3%；投融资事件数分别为129件、140件、130件、179件，分别同比-43.2%、2.0%、+2.4%、+77.2%，分别环比+27.7%、+8.5%、-7.1%、+37.7%，国内创新药研发景气度与外包需求持续回暖。



行业维度：2025前三季度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年后的高峰。
- 2025年第三季度全球医药生物投融资额同比提升，前三季度降幅收窄。**2025年前三季度全球医疗健康投融资总额为4409.0亿元，同比-28.9%；投融资事件数共计1616件，同比-20.6%。其中，2025第三季度全球医疗健康投融资总额为1874.11亿元，同比+26.2%，环比+78.5%；投融资事件数为531件，同比-13.7%，环比+1.9%。



行业维度：2025前三季度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。



CXO板块2025年三季度业绩速览

➤ 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	2025Q1-Q3		2024Q1-Q3		市值(亿元) 2025.11.1	收入同比增量 2025Q1-Q3	净利润同比增量 2025Q1-Q3	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				占比	2025Q1-Q3	占比	2025Q1-Q3	占比	2025Q1-Q3	占比	
药明康德	328.6	120.8	277.0	65.3	2,964.2	51.55	55.43	825.65	2.5%	569.37	1.7%	1858.53	5.7%	190.65	0.6%
康龙化成	100.9	11.4	88.2	14.2	566.4	12.68	(2.81)	391.60	3.9%	220.57	2.2%	1268.64	12.6%	153.28	1.5%
泰格医药	50.3	10.2	50.7	8.1	494.1	(0.42)	2.07	191.24	3.8%	175.45	3.5%	530.84	10.6%	76.16	1.5%
凯莱英	46.3	8.0	41.4	7.1	347.7	4.90	0.90	483.07	9.4%	150.22	3.2%	582.67	12.6%	(89.76)	-1.9%
九洲药业	41.6	7.5	39.7	6.3	177.5	1.95	1.17	194.76	4.7%	76.62	1.8%	287.21	6.9%	(17.83)	-0.4%
博腾股份	25.4	0.8	21.3	-2.1	145.4	4.19	2.86	214.35	8.4%	119.60	4.7%	271.81	10.7%	50.61	2.0%
皓元医药	20.6	2.4	16.2	1.4	169.2	4.40	0.93	177.28	8.6%	205.88	10.0%	223.75	10.9%	38.60	1.9%
药石科技	14.2	1.1	11.3	1.3	100.1	2.91	(0.18)	79.05	5.6%	46.56	3.3%	131.96	9.3%	25.63	1.8%
昭衍新药	9.8	0.8	13.4	-0.7	256.5	(3.50)	1.51	63.86	6.5%	22.04	2.2%	213.57	21.7%	(52.91)	-5.4%
阳光诺和	8.6	1.6	9.2	2.1	65.8	(0.61)	(0.44)	115.53	13.5%	28.29	3.3%	84.18	9.8%	10.10	1.2%
美迪西	8.4	-0.3	8.0	-1.3	94.6	0.41	0.99	76.78	9.1%	58.40	6.9%	82.21	9.8%	5.64	0.7%
睿智医药	8.2	0.1	7.2	-0.6	57.7	0.98	0.69	41.85	5.1%	42.60	5.2%	131.24	16.1%	5.18	0.6%
普蕊斯	6.1	0.9	5.9	0.7	41.4	0.15	0.15	28.04	4.6%	6.45	1.1%	30.03	4.9%	(1.36)	-0.2%
诺思格	6.1	1.0	5.6	0.8	66.2	0.45	0.11	45.78	7.5%	10.06	1.7%	61.16	10.1%	(2.69)	-0.4%
博济医药	5.8	0.2	5.6	0.4	38.6	0.28	(0.21)	38.93	6.7%	41.42	7.1%	52.26	8.9%	0.98	0.2%
泓博医药	5.1	0.3	3.9	0.2	48.3	1.23	0.20	28.79	5.6%	9.76	1.9%	70.24	13.7%	3.51	0.7%
百诚医药	5.1	0.1	7.2	1.4	63.2	(2.12)	(1.36)	139.29	27.3%	7.45	1.5%	82.33	16.1%	12.59	2.5%
诚达药业	2.9	0.2	2.4	0.4	50.7	0.41	(0.24)	30.28	10.6%	3.72	1.3%	84.71	29.7%	0.10	0.0%
和元生物	1.8	-1.6	1.8	-1.9	48.6	(0.04)	0.28	34.66	19.2%	34.01	18.9%	53.17	29.5%	4.22	2.3%

- **业绩回顾**：原料药板块共选取37家公司，2025年前三季度板块实现收入782.1亿元（同比-1.5%）；实现归母净利润114.2亿元（+6.6%）；扣非归母净利润109.0亿元（+10.3%）。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（同比+0.02%），扣非归母净利润38.2亿元（+12.9%）；板块2025Q3实现收入253.3亿元（-4.4%），归母净利润32.6亿元（-15.5%），扣非归母净利润29.9亿元（-18.2%）。板块收入端稳健，利润波动。从盈利水平看，原料药板块利润率持续修复，2025年前三季度，原料药板块毛利率（36.0%，+1.0pp）、净利率（14.2%，+1.0pp）持续改善，管理费用率（6.5%，+0.1pp）、销售费用率（6.0%，-0.4pp），研发费用率（6.4%，+0.3pp）、财务费用率（-0.2%，-0.5pp）。
- **国内市场**：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，仿制药与原料药供给端持续优化，近期关注全国第十一批集采。
- **国外市场**：全球专利悬崖+国产替代加速，中国企业发展空间广阔。
- **相关标的**：博瑞医药、健友股份、海普瑞、普洛药业等。
- **风险提示**：原料药价格不及预期风险；产品销量不及预期风险；原料药行业政策变动风险等。

整体业绩回顾

- 原料药板块共选取37家公司，2025年前三季度板块实现收入782.1亿元（同比-1.5%）；实现归母净利润114.2亿元（+6.6%）；扣非归母净利润109.0亿元（+10.3%）。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（同比+0.02%），扣非归母净利润38.2亿元（+12.9%）；板块2025Q3实现收入253.3亿元（-4.4%），归母净利润32.6亿元（-15.5%），扣非归母净利润29.9亿元（-18.2%）。板块利润波动。
- 从盈利水平看，原料药板块利润率持续修复，2025年前三季度，原料药板块毛利率（36.0%，+1.0pp）、净利率（14.2%，+1.0pp）持续改善，管理费用率（6.5%，+0.1pp）、销售费用率（6.0%，-0.4pp），研发费用率（6.4%，+0.3pp）、财务费用率（-0.2%，-0.5pp）。

原料药板块23Q3-25Q3业绩速览

（亿元）	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
单季度收入	228.4	236.6	259.3	269.7	264.8	253.7	264.6	264.2	253.2
同比增速	-5.4%	-11.5%	-2.2%	8.4%	16.0%	7.2%	2.0%	-2.1%	-4.4%
归母净利润	22.2	-0.4	29.7	38.9	38.5	14.4	42.7	38.9	32.56
同比增速	-20.5%	-101.8%	-5.4%	24.7%	73.2%	-3972.3%	44.0%	0.0%	-15.4%
扣非归母净利润	20.4	-2.8	28.4	33.8	36.6	15.5	40.9	38.2	29.89
同比增速	-26.8%	-115.5%	-1.0%	10.6%	79.1%	-645.0%	43.9%	12.9%	-18.2%

原料药板块23Q3-25Q3盈利能力指标概览

	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
毛利率	33.9%	30.6%	34.0%	34.6%	36.4%	37.5%	36.0%	36.7%	35.3%
净利率	9.7%	-0.2%	11.4%	14.4%	14.5%	5.7%	16.2%	14.7%	12.9%
销售费率	7.5%	8.5%	7.0%	6.3%	6.0%	7.3%	5.6%	6.0%	6.3%
管理费率	7.5%	8.0%	6.3%	6.3%	6.8%	7.8%	6.2%	6.4%	7.0%
财务费率	0.9%	0.5%	0.3%	-0.4%	0.9%	-0.4%	-0.5%	-1.0%	0.9%
研发费率	6.3%	6.9%	5.8%	6.1%	6.4%	8.4%	6.3%	6.4%	6.7%

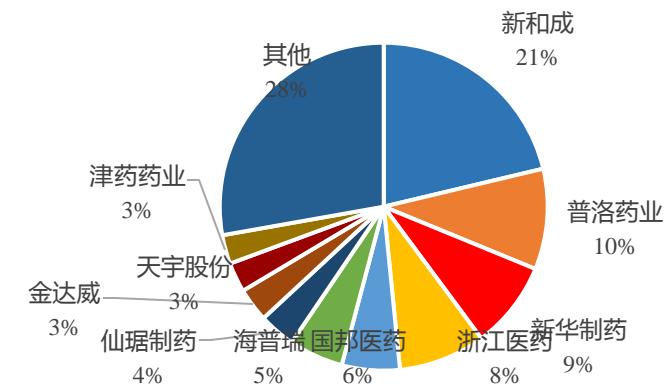
2025年前三季度约半数企业实现收入、利润正增长

- 2025年前三季度：原料药板块实现收入782.1亿元，19家样本公司收入实现正增长，18家样本公司净利润增速实现正增长；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%，7家公司净利润增速超50%。
- 从收入贡献看，2025年前三季度新和成、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47%、8%、6%、6%、5%。

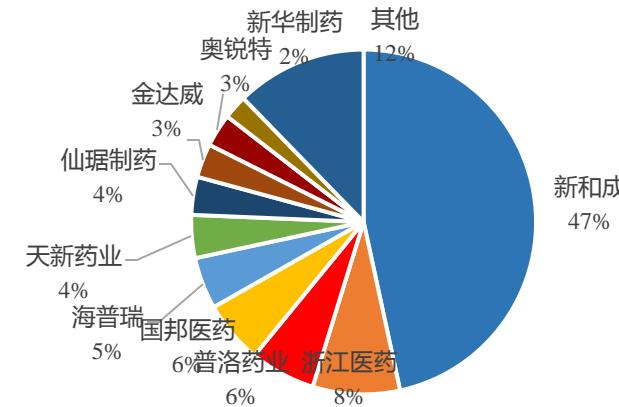
板块前三季度收入/利润增长分布

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-1.5%	0	0	19	18
占比		0%	0%	51%	49%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	6.6%	7	9	18	19
占比		19%	24%	49%	51%

2025年前三季度板块收入占比



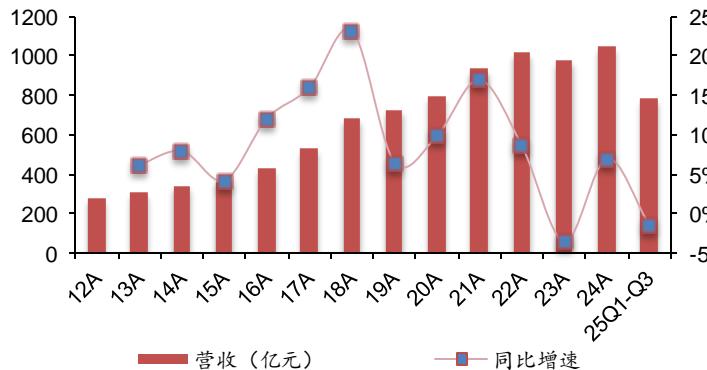
2025年前三季度归母净利润占比



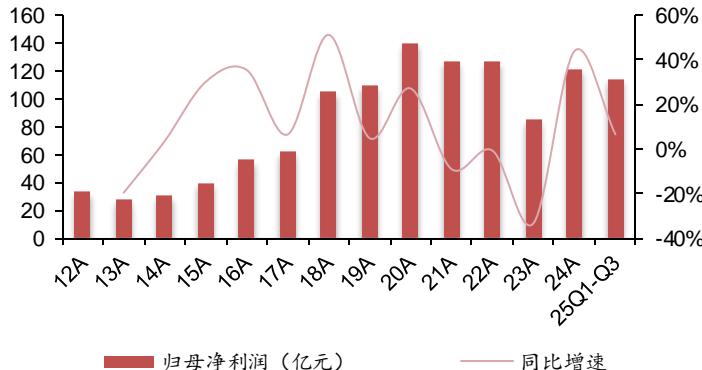
累计季度表现

➤ **2025年前三季度收入相对稳健，利润端整体改善。** 2025年上半年原料药板块实现收入782.1亿元（同比-1.5%）；实现归母净利润114.2亿元（+6.6%）；扣非归母净利润109.0亿元（+10.3%）。

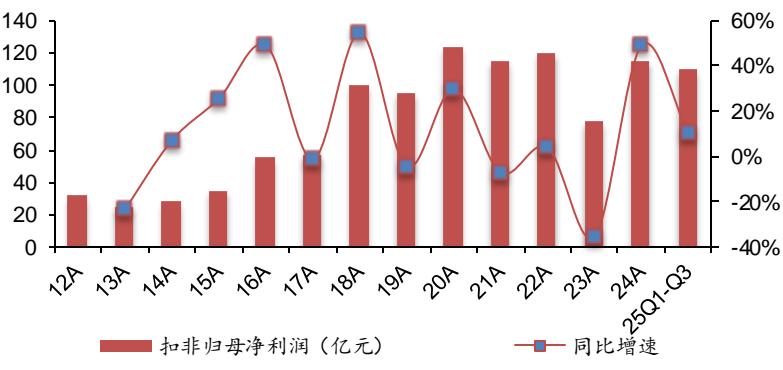
2012年~2025年三季度收入及增速



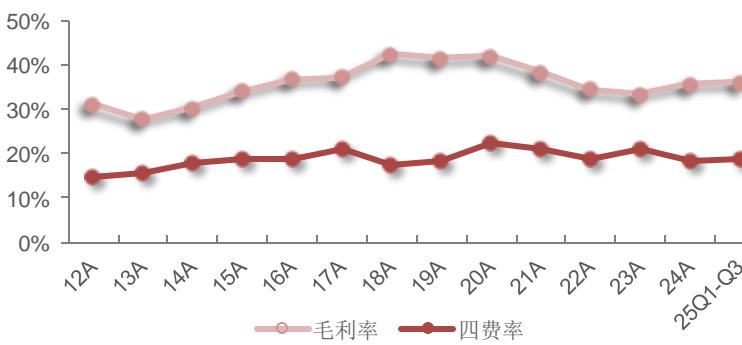
2012年~2025年三季度归母净利润及增速



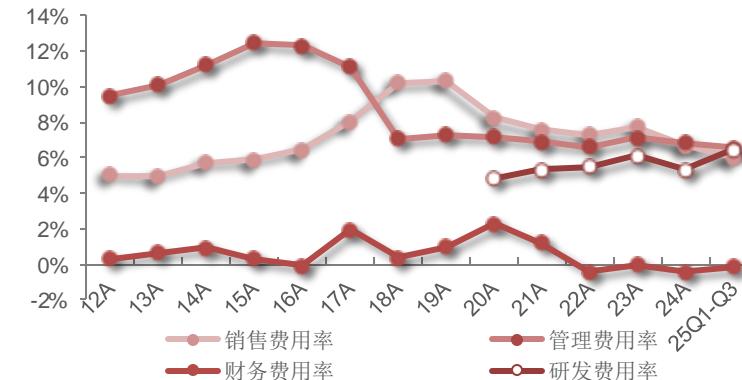
2012年~2025年三季度扣非归母净利润收入及增速



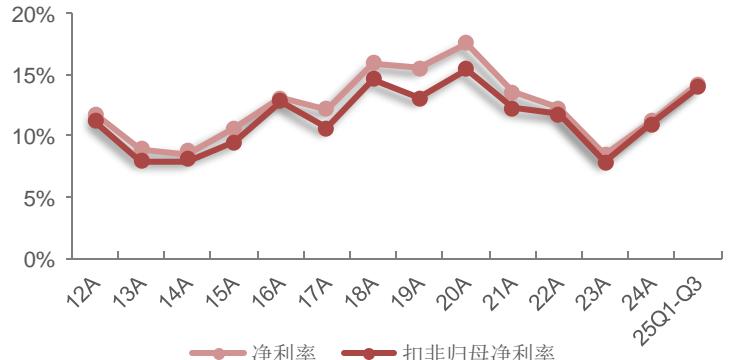
2012年~2025年三季度毛利率与四费率变化趋势



2012年~2025年三季度期间费用率变化趋势

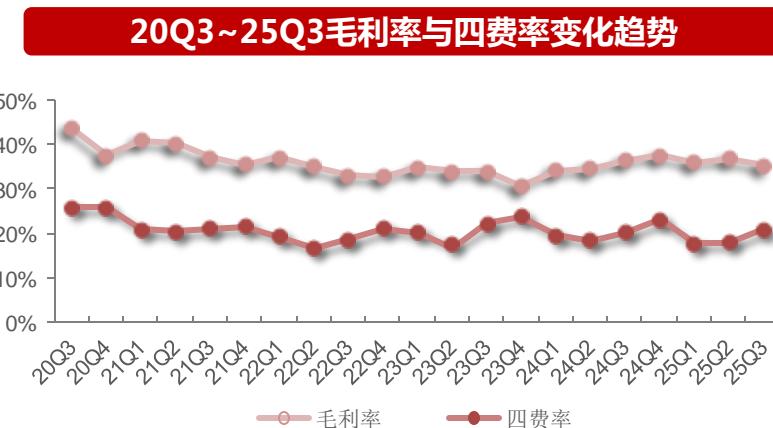
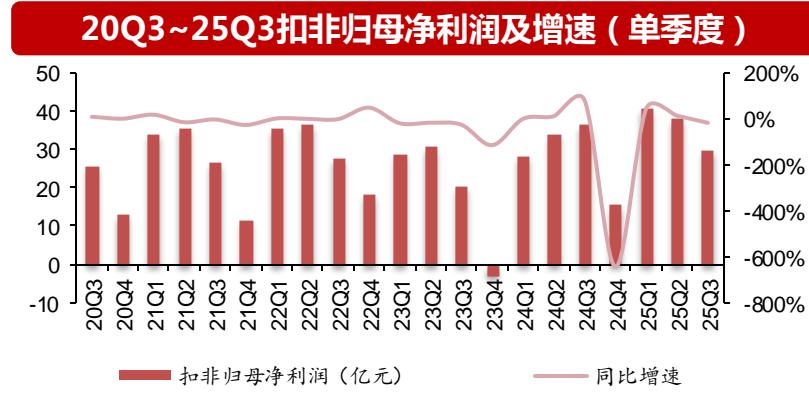


2012年~2025年三季度净利率变化趋势



单季度表现

➤ **单三季度业绩调整。**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%)。2025Q3实现收入253.3亿元(-4.3%)，归母净利润32.6亿元(-15.6%)，扣非归母净利润29.9亿元(-18.2%)。



国内：供给端持续优化，近期关注第十一批全国药品集采

➤ **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，原料药行业供给端持续优化。** 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。原料药供给端持续优化。2025年11月，全国第十一批药品带量采购推进，持续关注各药品中标情况。

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

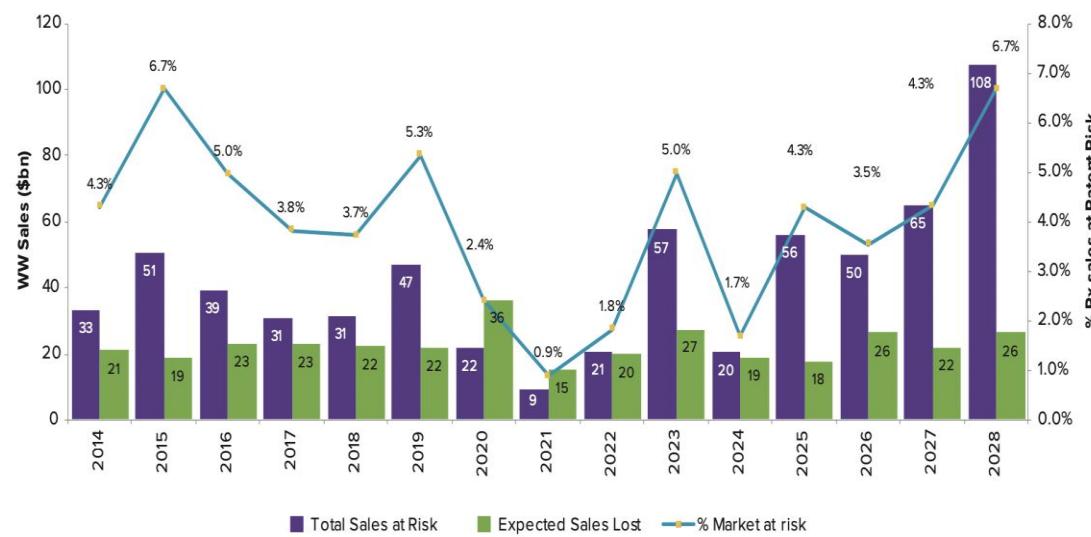
集采常态化



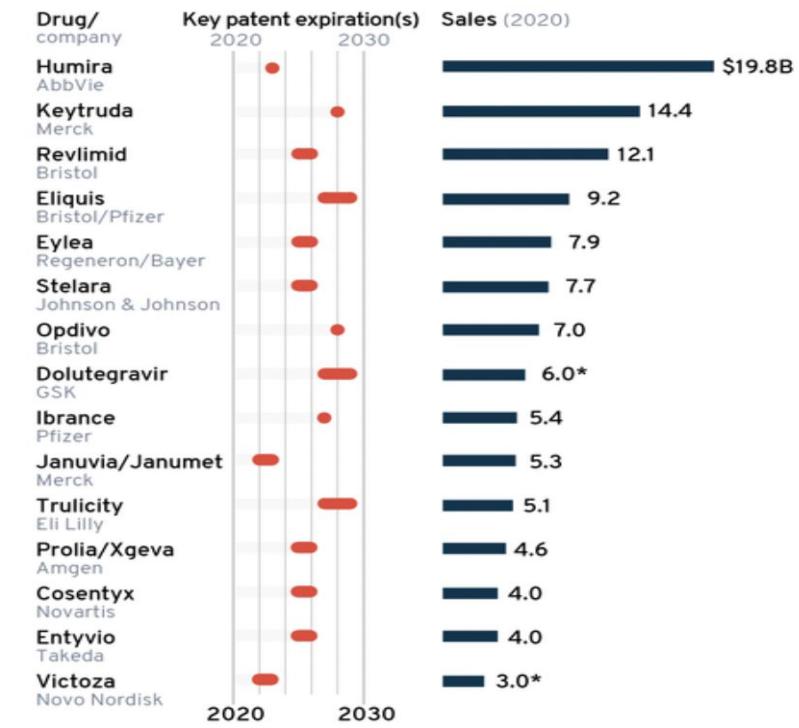
全球：专利悬崖+国产替代加速，原料药发展空间广阔

➤ **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年三季度业绩速览

➤ 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	2025Q1-Q3		2024Q1-Q3		市值(亿元) 2025.11.01	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				2025Q1-Q3	2025Q1-Q3	占比	2025Q1-Q3	占比	2025Q1-Q3	占比	2025Q1-Q3
新和成	166.4	53.2	98.4	22.0	746.8	67.97	31.16	798.47	4.8%	125.92	0.8%	460.72	2.8%	(122.32)	-0.7%
普洛药业	77.6	7.0	64.3	6.2	180.0	13.35	0.75	465.01	6.0%	382.94	4.9%	312.97	4.0%	(28.94)	-0.4%
新华制药	67.6	2.6	47.3	2.7	90.7	20.30	(0.09)	300.11	4.4%	270.22	4.0%	326.74	4.8%	20.97	0.3%
浙江医药	67.0	9.3	44.1	3.2	140.0	22.90	6.18	473.28	7.1%	673.69	10.1%	333.64	5.0%	(93.26)	-1.4%
国邦医药	44.7	6.7	28.9	4.0	127.2	15.78	2.66	153.44	3.4%	61.27	1.4%	213.23	4.8%	6.19	0.1%
海普瑞	41.9	5.5	28.4	6.6	162.5	13.57	(1.10)	175.83	4.2%	296.98	7.1%	298.09	7.1%	(157.34)	-3.8%
仙琚制药	28.3	4.1	21.4	3.4	93.7	6.88	0.67	198.42	7.0%	841.42	29.8%	254.56	9.0%	(5.26)	-0.2%
金达威	26.0	3.6	15.2	1.3	123.1	10.81	2.31	57.09	2.2%	251.97	9.7%	280.89	10.8%	11.53	0.4%
天宇股份	22.9	2.2	12.7	0.5	91.2	10.22	1.68	179.66	7.9%	118.27	5.2%	257.20	11.2%	24.29	1.1%
津药药业	22.3	0.7	18.0	1.4	46.2	4.31	(0.72)	90.35	4.0%	271.65	12.2%	292.87	13.1%	8.55	0.4%
司太立	18.5	0.3	13.3	0.2	48.9	5.15	0.06	91.02	4.9%	101.95	5.5%	94.04	5.1%	46.13	2.5%
天新药业	16.3	4.6	10.7	3.5	118.2	5.64	1.15	71.32	4.4%	26.95	1.7%	123.48	7.6%	(27.94)	-1.7%
新诺威	15.9	-0.2	9.7	1.4	497.2	6.21	(1.61)	683.44	42.9%	201.95	12.7%	64.14	4.0%	(20.65)	-1.3%
海翔药业	13.7	0.1	10.4	0.4	92.9	3.28	(0.31)	89.60	6.6%	16.30	1.2%	204.66	15.0%	(9.48)	-0.7%
奥锐特	12.4	3.5	7.3	1.9	94.4	5.06	1.65	113.44	9.2%	98.98	8.0%	125.00	10.1%	17.26	1.4%
美诺华	11.2	1.0	6.1	0.2	52.6	5.09	0.77	64.31	5.8%	57.01	5.1%	103.96	9.3%	28.00	2.5%
立方制药	10.8	1.2	7.7	0.8	54.1	3.11	0.44	71.04	6.6%	458.55	42.4%	48.88	4.5%	0.37	0.0%
威尔药业	10.2	1.1	6.9	0.8	39.2	3.30	0.35	60.98	6.0%	13.27	1.3%	75.19	7.4%	7.14	0.8%
尔康制药	10.1	0.4	6.2	0.1	74.5	3.85	0.33	30.24	3.0%	42.69	4.2%	166.95	16.6%	3.54	0.4%
花园生物	9.4	2.3	6.0	1.4	74.9	3.36	0.92	47.24	5.0%	115.84	12.4%	69.30	7.4%	15.90	1.7%
博瑞医药	8.7	0.5	6.6	1.1	242.9	2.17	(0.56)	216.43	24.8%	61.77	7.1%	113.54	13.0%	34.10	3.9%
富祥药业	7.7	-0.6	6.8	-0.2	56.2	0.87	(0.40)	44.10	5.7%	9.74	1.3%	93.05	12.1%	26.97	3.5%
赛托生物	7.5	-0.7	5.7	0.1	29.0	1.83	(0.82)	32.25	4.3%	9.46	1.3%	66.56	8.9%	23.54	3.1%
山河药辅	7.0	1.3	4.5	1.0	32.7	2.47	0.37	31.87	4.6%	21.36	3.1%	26.09	3.7%	8.90	1.3%
奥翔药业	6.5	2.1	4.9	1.8	85.1	1.54	0.27	81.62	12.6%	11.37	1.8%	62.99	9.8%	(4.29)	-0.7%
同和药业	6.4	0.8	3.8	0.7	35.0	2.54	0.14	41.03	6.4%	19.98	3.1%	26.85	4.2%	(13.24)	-2.1%
圣达生物	6.2	0.5	3.8	0.2	34.2	2.37	0.37	35.57	5.7%	9.68	1.6%	47.34	7.6%	(5.02)	-0.8%
东亚药业	6.0	-0.7	6.5	0.3	23.5	(0.52)	(1.05)	66.23	11.1%	9.74	1.6%	123.05	20.6%	6.21	1.0%
新天地	4.8	0.9	4.0	1.1	51.7	0.84	(0.20)	36.39	7.6%	3.71	0.8%	35.76	7.4%	(0.68)	-0.1%
本立科技	4.8	0.6	3.8	0.4	24.2	1.02	0.14	20.03	4.2%	2.55	0.5%	29.35	6.1%	(9.66)	-2.0%
共同药业	4.6	-0.3	2.3	-0.1	25.8	2.21	(0.27)	51.36	11.3%	5.24	1.2%	42.53	9.3%	34.18	7.5%
广济药业	4.3	-1.0	3.0	-1.1	24.1	1.33	0.09	32.36	7.5%	22.58	5.3%	145.85	34.0%	35.63	8.3%
黄山胶囊	3.4	0.5	2.4	0.3	24.0	1.09	0.19	9.01	2.6%	19.24	5.6%	23.36	6.8%	(9.09)	-2.6%
富士莱	3.2	0.7	2.2	0.0	32.3	1.06	0.74	26.70	8.3%	2.96	0.9%	26.73	8.3%	(3.58)	-1.1%
亨迪药业	3.2	0.2	2.4	0.7	56.9	0.77	(0.48)	20.20	6.3%	16.39	5.1%	32.88	10.3%	(8.15)	-2.6%
拓新药业	2.7	-0.3	2.2	0.0	40.7	0.53	(0.28)	31.17	11.5%	7.92	2.9%	72.79	26.8%	(0.07)	0.0%
键凯科技	2.1	0.4	1.3	0.3	58.0	0.82	0.13	35.41	16.8%	7.80	3.7%	41.35	19.6%	(0.19)	-0.1%

- **生命科学上游板块**：2025Q1-Q3收入60.2亿元（+0.1%），归母净利润4.4亿元（+15.6%）。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。利润端亦有所回暖。2025Q3收入同比转正。从盈利能力看，2025Q1-Q3板块毛利率为49.2%（+4.1pp），净利率为7.4%（+1pp），四费率为42%（+2.5pp）。
- **终端需求有所恢复，毛利率有所提升，费用率有所提高。**
- **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，2024年达到246亿美元，CAGR为7.1%。中国市场增速较快，2024年达到260亿元。
- **相关标的**：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**：产品拓展不及预期风险、行业竞争格局加剧风险、疫情影响销售放量的风险。

□ **生命科学上游板块：2025Q1-Q3收入60.2亿元（+0.1%），归母净利润4.4亿元（+15.6%）。**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。利润端亦有所回暖。2025Q3收入同比转正。从盈利能力看，2025Q1-Q3板块毛利率为49.2%（+4.1pp），净利率为7.4%（+1pp），四费率42%（+2.5pp）。

生命科学上游板块23Q1-25Q3业绩速览

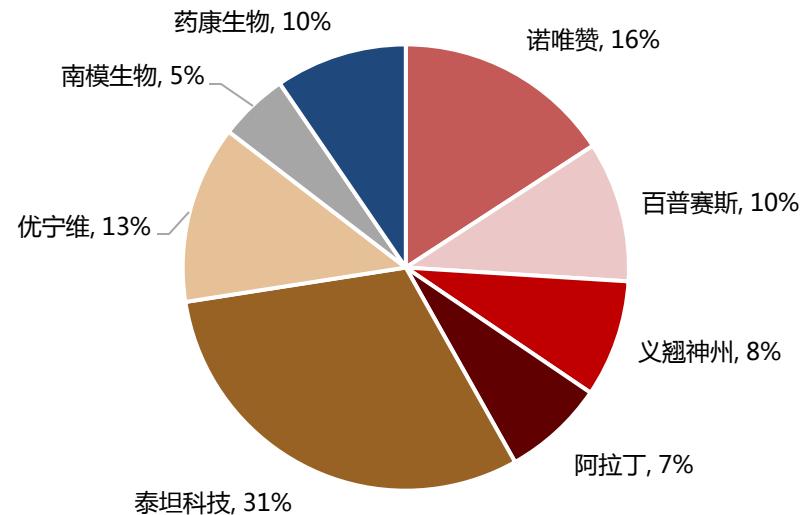
（亿元）	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
单季度收入	18.4	18.6	20.1	21.6	18.7	20.8	20.6	22.2	18.4	20.5	21.4
同比增速	-22.4%	-8.0%	-15.5%	-24.4%	1.9%	12.3%	2.7%	2.8%	-2.0%	-1.6%	3.6%
归母净利润	1.6	1.8	1.9	1.5	1.2	1.6	1.0	0.9	1.2	1.5	1.7
同比增速	-78.3%	-56.5%	-55.5%	552.9%	-22.1%	-13.2%	-46.4%	-44.1%	-3.0%	-4.0%	68.0%
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	1.2
同比增速	-88.7%	-68.8%	-59.4%	-64.6%	-20.8%	-9.8%	-60.7%	-31.3%	1.5%	1.3%	137.0%

生命科学上游板块20-25Q1至Q3盈利能力指标概览

	20A	21A	22A	23A	24A	25Q1-Q3
营收（亿元）	63.3	74.5	96.2	78.6	82.4	60.2
同比增速	108.3%	17.6%	29.1%	-18.3%	4.8%	0.1%
归母净利润（亿元）	24.4	21.0	15.8	6.8	4.7	4.4
同比增速	646.0%	-13.9%	-24.6%	-57.1%	-31.5%	15.6%
毛利率	65.4%	55.5%	51.4%	45.6%	45.2%	49.2%
四费率	19.5%	25.1%	28.3%	38.3%	40.3%	42.0%
净利率	38.5%	28.2%	16.5%	8.6%	5.7%	7.4%
扣非归母净利率	37.7%	24.8%	14.3%	4.2%	2.7%	4.6%
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%	0.3%
研发费用率	5.3%	7.5%	9.5%	12.4%	12.0%	12.3%

- 泰坦科技/诺唯赞为板块收入主要贡献者
- 2025Q1-Q3收入60亿元(+0.1%)，归母净利润4.4亿元(+15.6%)。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2025Q1-Q3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%；其次是义翘神州占比24%，药康生物占比23%。

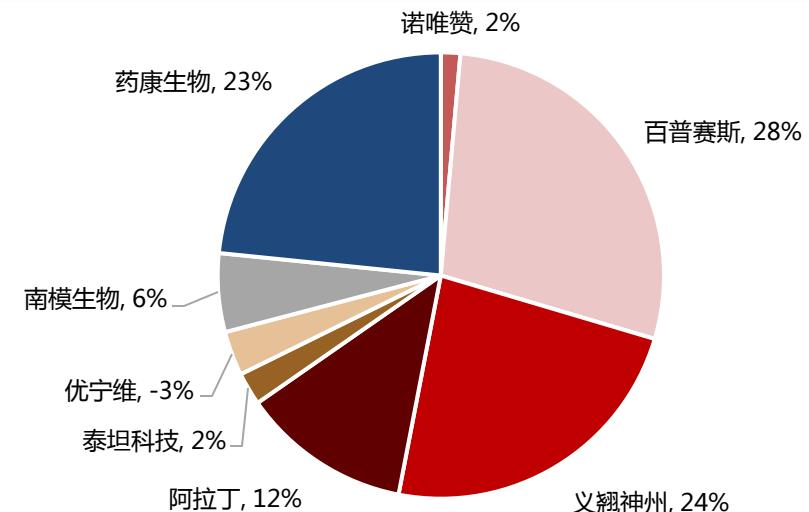
2025Q1-Q3各公司收入占比



子板块2025Q1-Q3业绩速览

收入增速	全行业	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	0.1%	0	1	5	3
占比		0%	13%	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	15.6%	2	2	5	3
占比		25%	25%	63%	38%

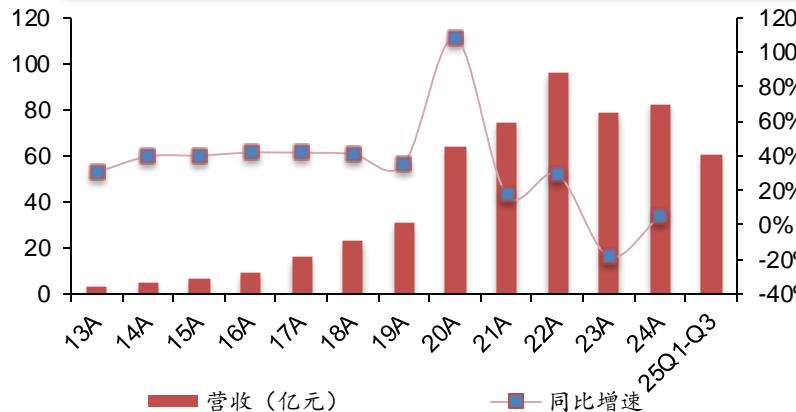
2025Q1-Q3各公司归母净利润占比



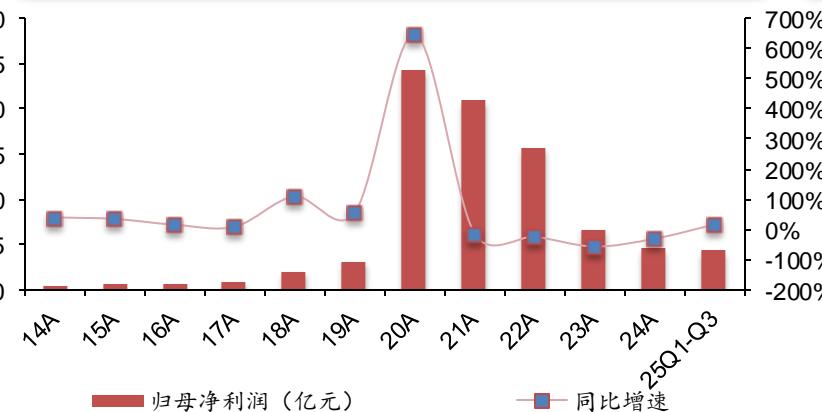
累计年度：终端需求有所恢复，利润端亦有所回暖

2025Q1-Q3收入60亿元(+0.1%)，归母净利润4.4亿元(+15.6%)，扣非归母净利润2.8亿元(+34.3%)。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。从盈利能力看，2025Q1-Q3板块毛利率为49.2%(+4.1pp)，净利率为7.4%(+1pp)，四费率为42%(+2.5pp)。

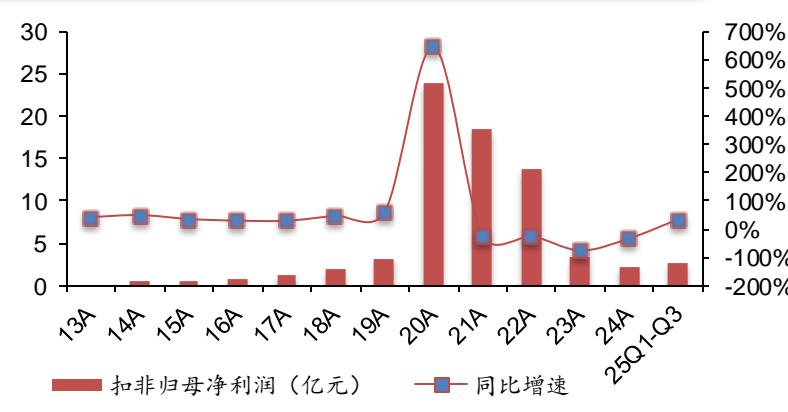
2013-2025Q3公司收入及增速



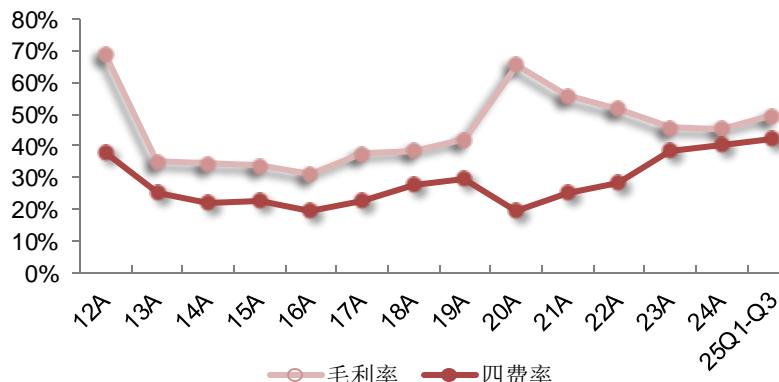
2014-2025Q3归母净利润及增速



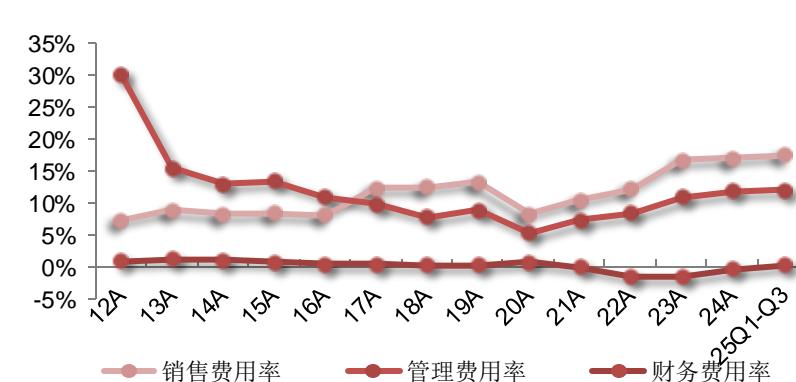
2013-2025Q3扣非归母净利润及增速



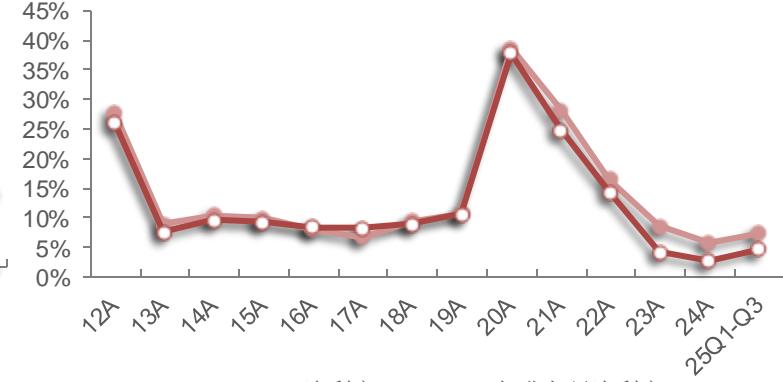
2012-2025Q3毛利率与四费率变化趋势



2012-2025Q3期间费用率变化趋势



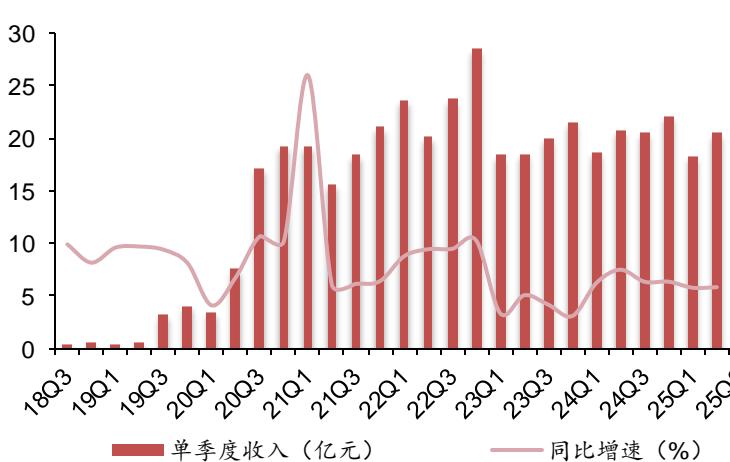
2012-2025Q3净利率变化趋势



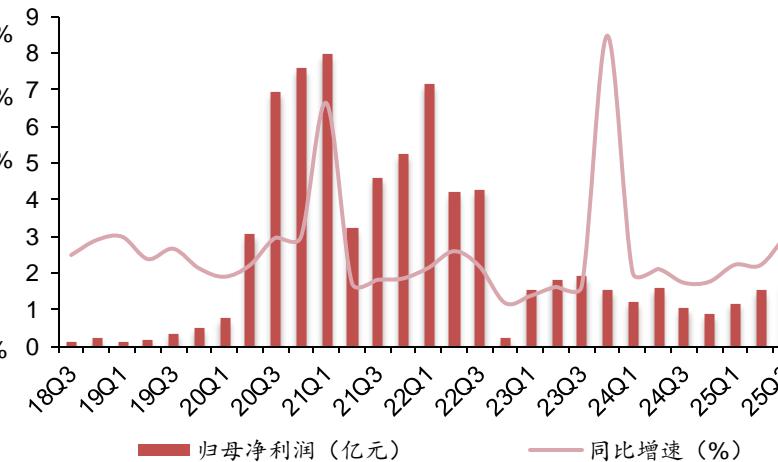
2025Q3：收入同比略有提升，毛利率有所提升

2025Q3收入21.4亿元 (+3.6%)，归母净利润1.7亿元 (+68%)，扣非归母净利润1.2亿元 (+137%)，25Q3板块收入略有提升。

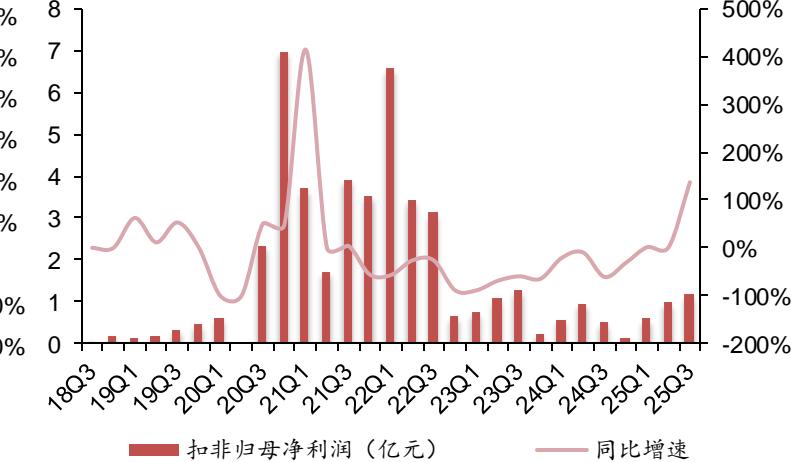
18Q3-25Q3公司收入及增速



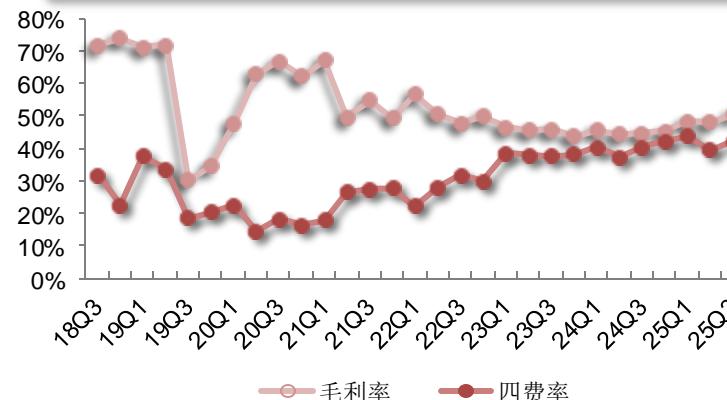
18Q3-25Q3归母净利润及增速



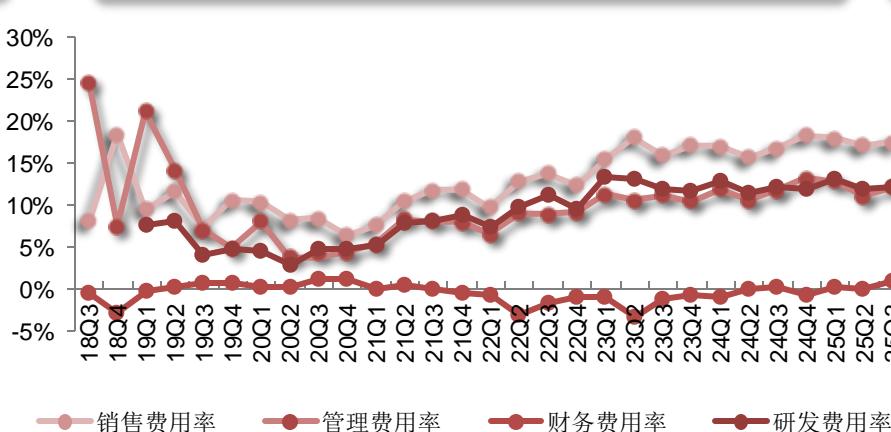
18Q3-25Q3扣非归母净利润及增速



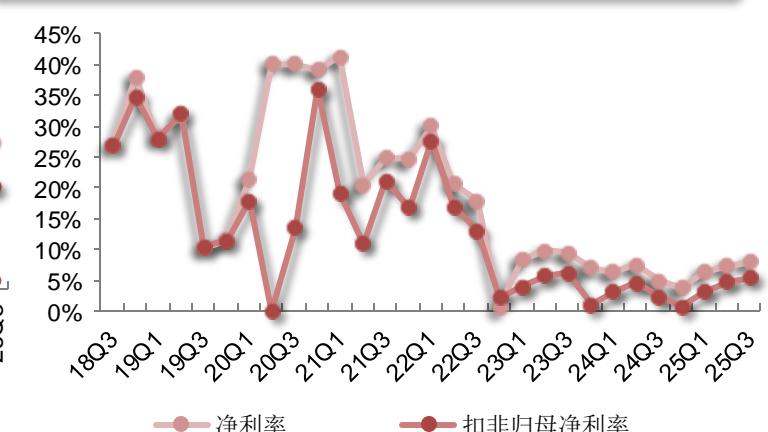
18Q3-25Q3毛利率与四费率变化趋势



18Q3-25Q3期间费用率变化趋势



18Q3-25Q3净利率变化趋势



生命科学上游板块成分股

成分股	2025Q1-Q3		2025/11/13	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)	市值(亿元)	2025Q1-Q3(亿元)	2025Q1-Q3(亿元)	2025Q1-Q3(百万元)	占比(%)	2025Q1-Q3(百万元)	占比(%)	2025Q1-Q3(百万元)	占比(%)	2025Q1-Q3(百万元)	占比(%)	2025Q1-Q3(百万元)	占比(%)
诺唯赞	9.5	0.1	95.5	9.5	(0)	202.48	21.3%	359.72	37.8%	156.28	16.4%	156.28	3.32	3.32	0.3%
百普赛斯	6.1	1.3	104.9	6.1	1	135.49	22.1%	177.15	28.9%	90.05	14.7%	90.05	(29.09)	(29.09)	-4.7%
义翘神州	5.1	1.1	92.7	5.1	0	66.52	13.0%	119.79	23.4%	107.70	21.1%	107.70	(1.12)	(1.12)	-0.2%
阿拉丁	4.4	0.6	45.9	4.4	1	50.97	11.5%	43.92	9.9%	70.87	16.0%	70.87	17.69	17.69	4.0%
泰坦科技	18.5	0.1	41.0	18.5	(3)	113.24	6.1%	134.81	7.3%	126.24	6.8%	126.24	29.72	29.72	1.6%
优宁维	7.8	-0.2	29.0	7.8	(1)	47.61	6.1%	93.50	12.0%	36.21	4.7%	36.21	(0.97)	(0.97)	-0.1%
南模生物	3.0	0.3	34.4	3.0	0	62.72	20.7%	43.00	14.2%	33.77	11.2%	33.77	1.45	1.45	0.5%
药康生物	5.8	1.1	75.6	5.8	1	61.99	10.8%	80.30	14.0%	97.78	17.0%	97.78	(3.24)	(3.24)	-0.6%

- 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。

- **2025年三季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，2025年Q1-Q3收入总额436亿元（+0.4%），归母净利润57.3亿元（-13.8%），扣非归母净利润55.1亿元（-10.9%）。2025Q1/2025Q2/2025Q3收入141.3/141.7/152.6亿元（+5.0%/-2.8%/-0.7%），归母净利润18.0/18.4/20.9亿元（+4.6%/-21.1%/-19.5%），扣非后归母净利润17.5/17.8/19.8亿元（+6.4%/-14.9%/-19.1%）。从盈利能力来看，25Q1/25Q2/25Q3医疗服务板块的毛利率为43.6%/45.2%/46.6%，25Q1/25Q2/25Q3四费率分别为32.1%/27.9%/29.7%。
- **关注政策赋能，后续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。

- 板块总结：**我们选取了医疗服务板块13家上市公司，2025年Q1-Q3收入总额436亿元（+0.4%），归母净利润57.3亿元（-13.8%），扣非归母净利润55.1亿元（-10.9%）。**分季度来看**，2025Q1/2025Q2/2025Q3收入141.3/141.7/152.6亿元（+5.0%/-2.8%/-0.7%），归母净利润18.0/18.4/20.9亿元（+4.6%/-21.1%/-19.5%），扣非后归母净利润17.5/17.8/19.8亿元（+6.4%/-14.9%/-19.1%）。
- 从盈利能力来看**，25Q1/25Q2/25Q3医疗服务板块的毛利率为43.6%/45.2%/46.6%，25Q1/25Q2/25Q3四费率分别为32.1%/27.9%/29.7%。

医疗服务板块23Q4-25Q3业绩速览

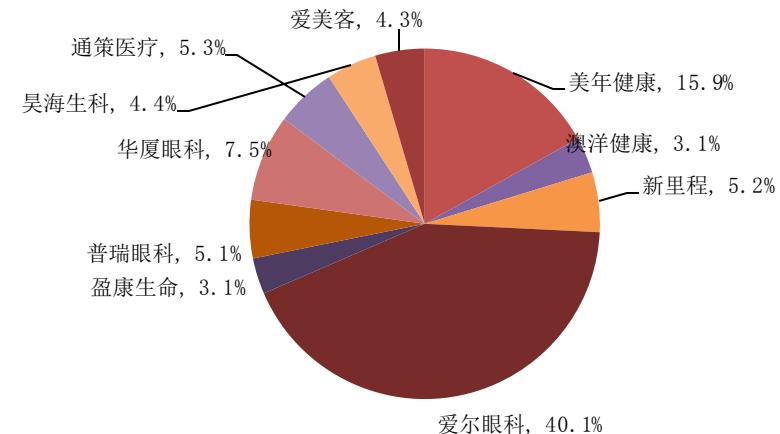
医疗服务板块23Q4-25Q3盈利能力指标概览

（亿元）	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
单季度收入	143.2	134.6	145.8	153.7	143.3	141.3	141.7	152.6
同比增速	37.78%	3.19%	3.48%	-0.17%	0.07%	4.96%	-2.78%	-0.71%
归母净利润	9.1	17.2	23.3	25.9	7.1	18.0	18.4	20.9
同比增速	-271.05%	-2.60%	0.89%	-7.88%	-21.93%	4.59%	-21.14%	-19.46%
扣非归母净利润	10.9	16.4	20.9	24.4	5.0	17.5	17.8	19.8
同比增速	-643.57%	4.96%	-12.62%	-9.77%	-54.33%	6.41%	-14.89%	-19.08%

■ **收入与利润增长方面**，从25年前三季度看，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25Q1-Q3收入合计占比为73.8%。**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，25Q1-Q3合计占比为95.3%。

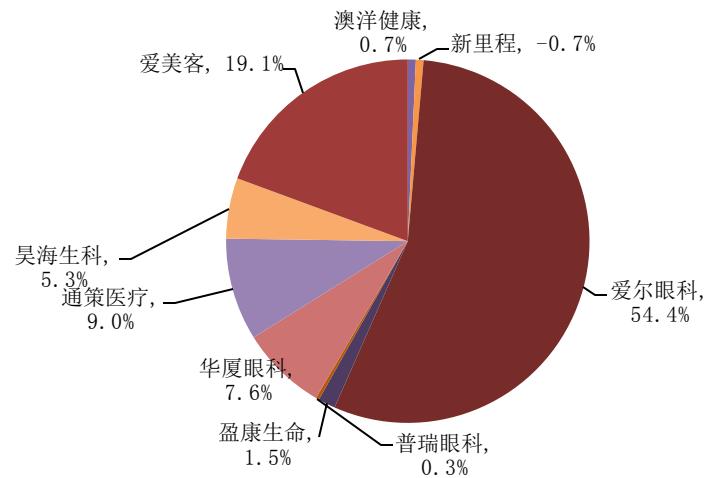
2025Q1-Q3各公司收入占比



子板块2025Q1-Q3业绩速览

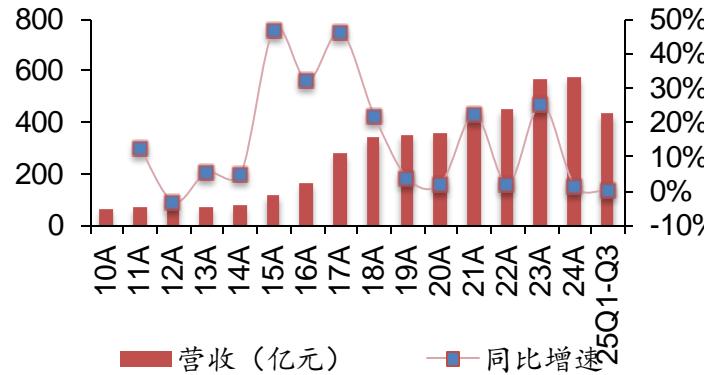
收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	0.4%	0	0	6	7
占比	0.4%	0%	0%	46%	54%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-13.8%	1	1	6	7
占比	-13.8%	8%	8%	46%	54%

2025Q1-Q3各公司归母净利润占比

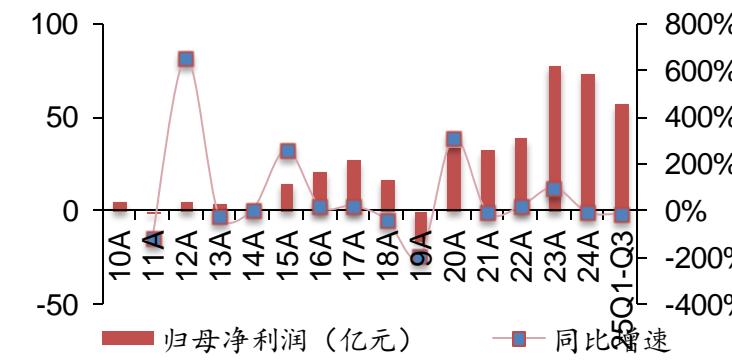


累计季度表现

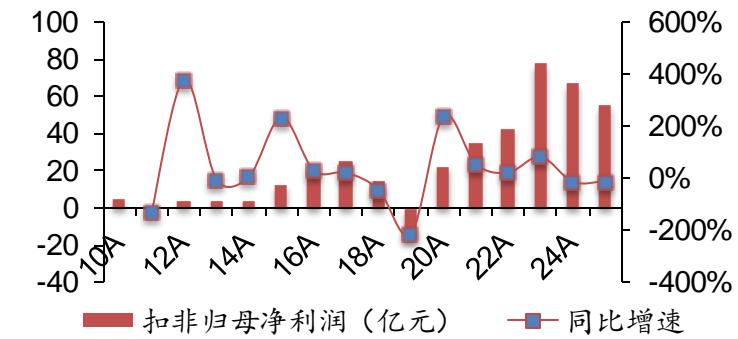
2010-2025Q3公司收入及增速



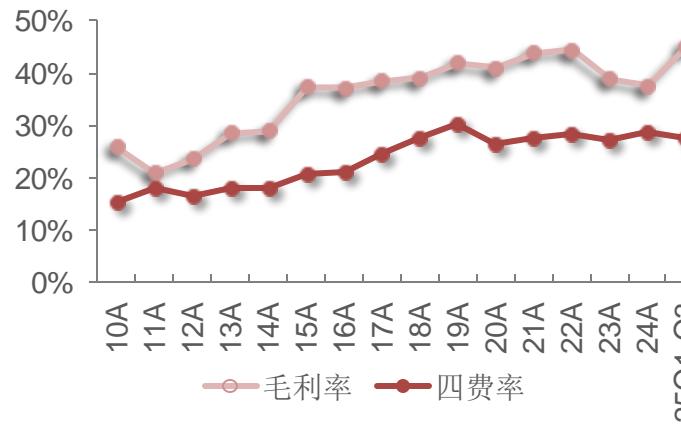
2010-2025Q3归母净利润及增速



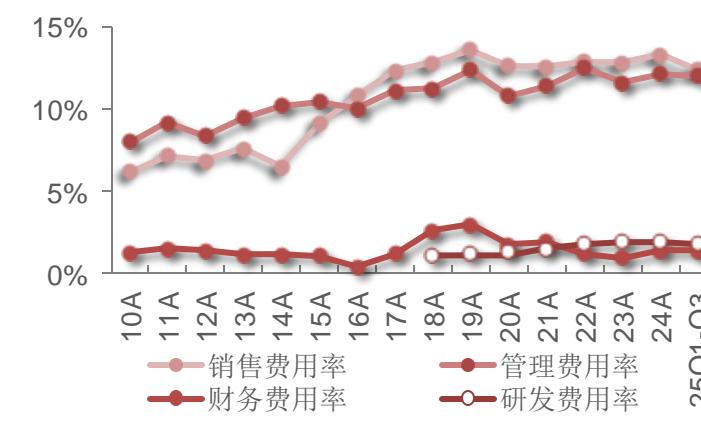
2010-2025Q3扣非归母净利润及增速



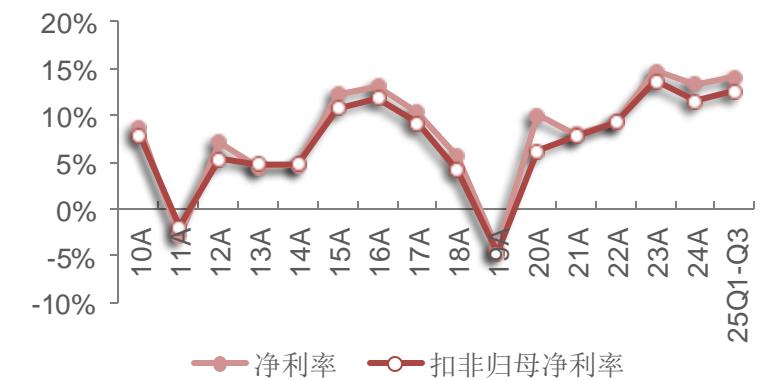
2010-2025Q3毛利率与四费率变化趋势



2010-2025Q3期间费用率变化趋势



2010-2025Q3净利率变化趋势



- 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，为医疗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。

■ **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。

■ **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年”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

- 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

医疗服务板块成分股

成分股增速	2025/11/14	收入同比增量	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)	
	市值 (亿元)	2025Q1-Q3	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	占比	2025Q1-Q3	占比	2025Q1-Q3	占比	2025Q1-Q3	占比
爱尔眼科	1,148.0	12	(3.37)	225.41	12.1%	1633.43	14.2%	1559.06	13.5%	48.13	0.4%
爱美客	482.9	(5)	(4.92)	237.44	17.5%	231.14	17.8%	69.42	5.1%	5.04	0.4%
美年健康	215.3	(2)	0.27	36.85	0.5%	1573.22	38.3%	414.76	18.4%	152.19	3.7%
通策医疗	200.2	1	0.15	43.10	1.9%	26.89	1.9%	139.10	26.4%	21.07	1.5%
华夏眼科	170.5	1	0.13	46.54	1.4%	275.24	12.9%	246.41	1.4%	21.45	1.0%
三博脑科	121.7	(2)	(0.21)	0.00	0.0%	12.41	1.5%	89.80	6.6%	4.33	0.5%
昊海生科	110.7	(2)	(0.36)	149.10	7.9%	392.38	30.1%	204.54	23.9%	(30.89)	-2.4%
盈康生命	83.6	(1)	0.04	32.06	2.4%	26.20	3.1%	84.62	3.8%	0.33	0.0%
新里程	80.3	(4)	(0.91)	12.15	0.5%	86.48	5.4%	219.26	6.7%	61.44	3.9%
普瑞眼科	57.4	(1)	0.01	8.09	0.4%	258.21	17.7%	161.22	12.7%	43.77	3.0%
何氏眼科	35.4	(0)	0.38	10.48	1.2%	79.76	14.2%	93.84	4.1%	(1.36)	-0.2%
皓宸医疗	30.6	(1)	(0.40)	12.15	2.3%	76.94	24.5%	68.77	3.6%	20.65	6.6%
澳洋健康	35.5	(1)	0.01	0.00	0.0%	17.82	2.0%	43.93	2.4%	18.50	2.0%

- **2025前三季度血制品经调整利润增速-14.9%：**剔除华兰生物疫苗业务后，7家血液制品上市公司2025前三季度年收入总额约为176亿元(0.5%)，归母净利润总额约37.7亿元(-20.0%)，扣非归母净利润36.1亿元 (-18.5%)，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35.5亿元 (-14.9%)。收入方面，仅2家公司收入实现正增长，5家公司收入出现同比下滑。归母净利润方面，7家公司均出现同比下滑。从盈利能力看，7家公司（剔除华兰生物疫苗业务）2025前三季度整体销售毛利率为44%，同比-6pp，净利率为23.1%(+0.4pp)，四费率为16.6%(+0.1pp)，销售费用率6.2%(-0.2pp)，管理费用率7.7%(+0.3pp)，研发费用率2.9%(-0.4pp)。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。血制品板块业绩大幅承压，主要系2024年底以来，医保控费政策趋严，报销条件严格，人血白蛋白院内用量减少，血制品企业普遍产能过剩，导致产品价格下降，挤压利润空间。
- **分季度看，**板块25Q1/25Q2/25Q3收入分别为55.0/62.1/59.2亿元 (1.9%/-2.1%/2.1%)，归母净利润分别为13.6/13.5/10.6亿元(-17.0% /-11.6%/-31.5%)。经调整归母净利润分别为12.5/12.7/10.2亿元，分别同比增长-5.1%/-12.0%/-27.0%。**从盈利能力看，**Q1、Q2、Q3销售费用率同比上升5.2pp、5.9pp、7.5pp，板块整体盈利能力稳中有升，Q1、Q2、Q3毛利率为45.2%(-4.1pp)、43.5% (-5.0pp)、42.0% (-8.0pp)；净利率分别为24.7%(-5.6pp)、21.7% (-2.3pp)、16.7%(-8.8pp)。四费率为19.0%(+2.7pp)，销售费用率7.5%(+1.2pp)，管理费用率8.4%(+0.8pp)，研发费用率3.3%(-0.3pp)。Q3单季度业绩承压明显，预计主要系医疗机构Q2补库存后进入消化周期、主要品种供应过剩致价格下降、部分公司管理、销售费用投入加大等因素。
- 收入贡献百分比由高到低分别为上海莱士 (33%)、天坛生物 (24%)、华兰生物 (18%)、派林生物 (9%)、博雅生物 (8%)、卫光生物 (4%)和博晖创新 (4%)；净利润贡献由高到低分别为上海莱士 (37%)、天坛生物 (21%)、华兰生物 (20%)、派林生物 (9%)、博雅生物 (9%)、卫光生物 (4%)和博晖创新 (-1%)。
- 报告期内板块所有公司净利润同比均下降，跌幅居前的公司包括博晖创新 (-241.73%)、华兰生物 (-34.19%)、博雅生物 (-22.16%)、派林生物 (-19.97%)、上海莱士 (-16.90%)、天坛生物 (-15.07%)、卫光生物 (-13.60%)。血制品板块**研发费用**居前的公司为天坛生物、派林生物、博雅生物、博晖创新、上海莱士、卫光生物和华兰生物。
- **报告期内批签发跟踪：**国产人白增速超进口人白，静丙维持快速增长。2025Q1-Q3，国产人白签发批次同比增长10%，进口人白同比增长7%；其中单三季度国产/进口人白批次分别同比增长11%/4%；前三季度静丙签发批次同比上升13%，单三季度同比增长12%。
- **我们看好浆量规模领先、研发创新能力强的个股。**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。

累计业绩回顾

- 2025前三季度血制品经调整利润增速-14.9%：剔除华兰生物疫苗业务后，7家血液制品上市公司2025前三季度年收入总额约为176亿元(0.5%)，归母净利润总额约37.7亿元(-20.0%)，扣非归母净利润36.1亿元(-18.5%)，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35.5亿元(-14.9%)。收入方面，仅2家公司收入实现正增长，5家公司收入出现同比下滑。归母净利润方面，7家公司均出现同比下滑。
- 从盈利能力看，7家公司（剔除华兰生物疫苗业务）2025前三季度整体销售毛利率为44%，同比-6pp，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。血制品板块业绩大幅承压，主要系2024年底以来，医保控费政策趋严，报销条件严格，人血白蛋白院内用量减少，血制品企业普遍产能过剩，导致产品价格下降，挤压利润空间。

血制品板块2020-2025前三季度关键财务数据（累计）

(亿元)	20A	21A	22A	23A	24A	25前三季度
营收	140.1	172.5	201.5	231.5	239.0	176.4
同比增速	2.7%	23.1%	16.8%	14.9%	3.3%	0.5%
归母净利润	33.0	33.5	43.8	45.5	60.3	37.7
同比增速	14.1%	1.7%	30.6%	4.1%	32.4%	-20.0%
经调整归母净利润	27.8	37.4	41.0	48.6	55.1	35.5
同比增速	-6.4%	34.2%	9.9%	18.5%	13.3%	-14.9%
毛利率	54.1%	50.4%	47.8%	47.3%	49.1%	43.5%
净利率	27.3%	21.1%	23.9%	22.8%	27.9%	23.1%
销售费用率	13.1%	11.2%	10.5%	8.1%	6.7%	6.2%
管理费用率	9.1%	8.5%	7.5%	7.4%	7.6%	7.7%
财务费用率	-0.3%	-0.9%	-0.6%	-0.8%	-0.4%	-0.3%
研发费用率	3.9%	3.5%	3.3%	3.4%	3.3%	2.9%

血制品板块2025Q1~Q3业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	0.48%	0	0	2	5
占比	0.48%	0%	0%	29%	71%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-20.00%	0	0	0	7
占比	-20.00%	0%	0%	0%	100%

季度业绩回顾

- 分季度看**，板块25Q1/25Q2/25Q3收入分别为55.0/62.1/59.2亿元（1.9%/-2.1%/2.1%），归母净利润分别为13.6/13.5/10.6亿元(-17.0% /-11.6%/-31.5%)。经调整归母净利润分别为12.5/12.7/10.2亿元，分别同比增长-5.1%/-12.0%/-27.0%。
- 从盈利能力看**，Q1、Q2、Q3销售费用率同比上升5.2pp、5.9pp、7.5pp，板块整体盈利能力稳中有升，Q1、Q2、Q3毛利率为45.2%(-4.1pp)、43.5%(-5.0pp)、42.0%(-8.0pp)；净利率分别为24.7%(-5.6pp)、21.7%(-2.3pp)、16.7%(-8.8pp)。Q3单季度业绩承压明显，预计主要系医疗机构Q2补库存后进入消化周期、主要品种供应过剩致价格下降、部分公司管理、销售费用投入加大等因素。

血制品板块23Q1-25Q3业绩速览

(亿元)	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
营收	56.2	56.4	60.0	58.9	54.0	63.5	58.0	63.5	55.0	62.1	59.2
同比增速	25.3%	13.0%	19.6%	4.2%	-3.8%	12.5%	-3.2%	7.7%	1.9%	-2.1%	2.1%
归母净利润	15.2	12.8	12.7	4.9	16.4	15.2	15.5	13.2	13.6	13.5	10.6
同比增速	34.2%	13.8%	10.8%	-50.1%	8.0%	18.7%	21.9%	172%	-17.0%	-11.6%	-31.5%
经调整归母净利润	13.0	10.9	11.7	13.0	13.2	14.4	14.0	13.4	12.5	12.7	10.2
同比增速	21%	19%	18%	17%	1%	32%	20%	3%	-5%	-12%	-27%

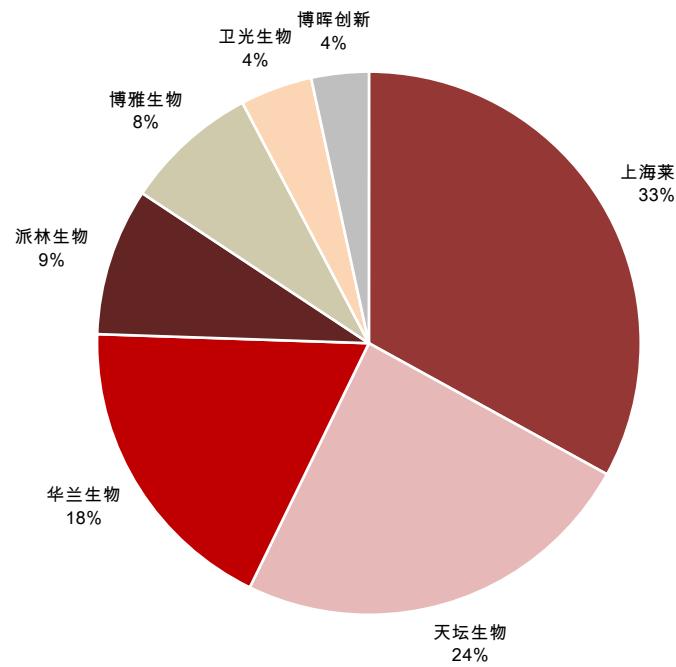
血制品板块23Q1-25Q3盈利能力指标概览

(亿元)	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
毛利率	47.3%	46.1%	47.6%	48.0%	49.3%	48.9%	50.0%	48.4%	45.2%	43.5%	42.0%
净利率	27.0%	22.8%	21.1%	8.2%	30.3%	24.0%	26.6%	20.8%	24.7%	21.7%	16.7%
销售费用率	7.2%	10.2%	7.5%	7.7%	5.7%	7.1%	6.3%	7.6%	5.2%	5.9%	7.5%
管理费用率	6.7%	7.4%	7.0%	8.4%	7.4%	7.1%	7.6%	8.2%	7.3%	7.3%	8.4%
财务费用率	-1.0%	-0.1%	-0.9%	-1.2%	-0.9%	-0.1%	-1.1%	0.4%	-0.5%	-0.1%	-0.2%
研发费用率	2.7%	3.0%	3.7%	4.1%	3.6%	3.0%	3.6%	3.0%	2.8%	2.8%	3.3%

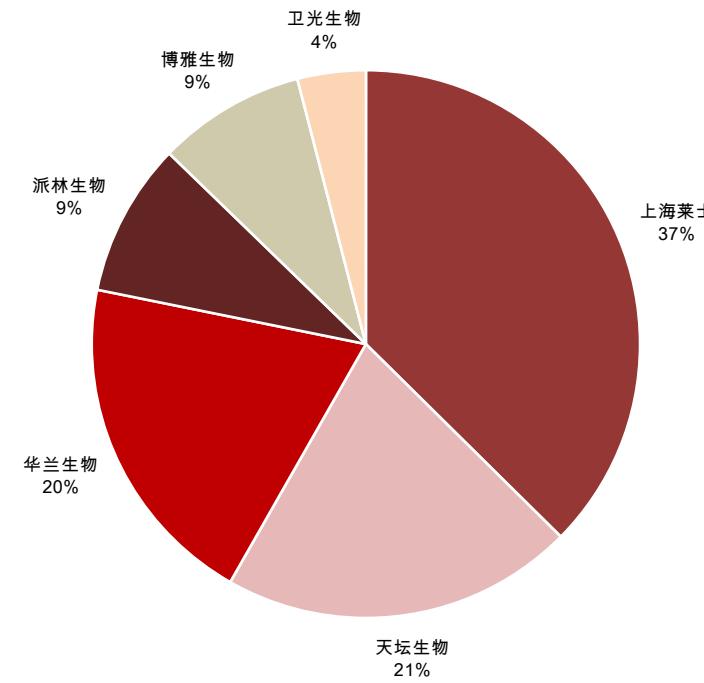
收入集中度

- 收入贡献百分比由高到低分别为上海莱士 (33%)、天坛生物 (24%)、华兰生物 (18%)、派林生物 (9%)、博雅生物 (8%)、卫光生物 (4%) 和博晖创新 (4%)；净利润贡献由高到低分别为上海莱士 (37%)、天坛生物 (21%)、华兰生物 (20%)、派林生物 (9%)、博雅生物 (9%)、卫光生物 (4%) 和博晖创新 (-1%)。

2025Q1~Q3各公司收入占比

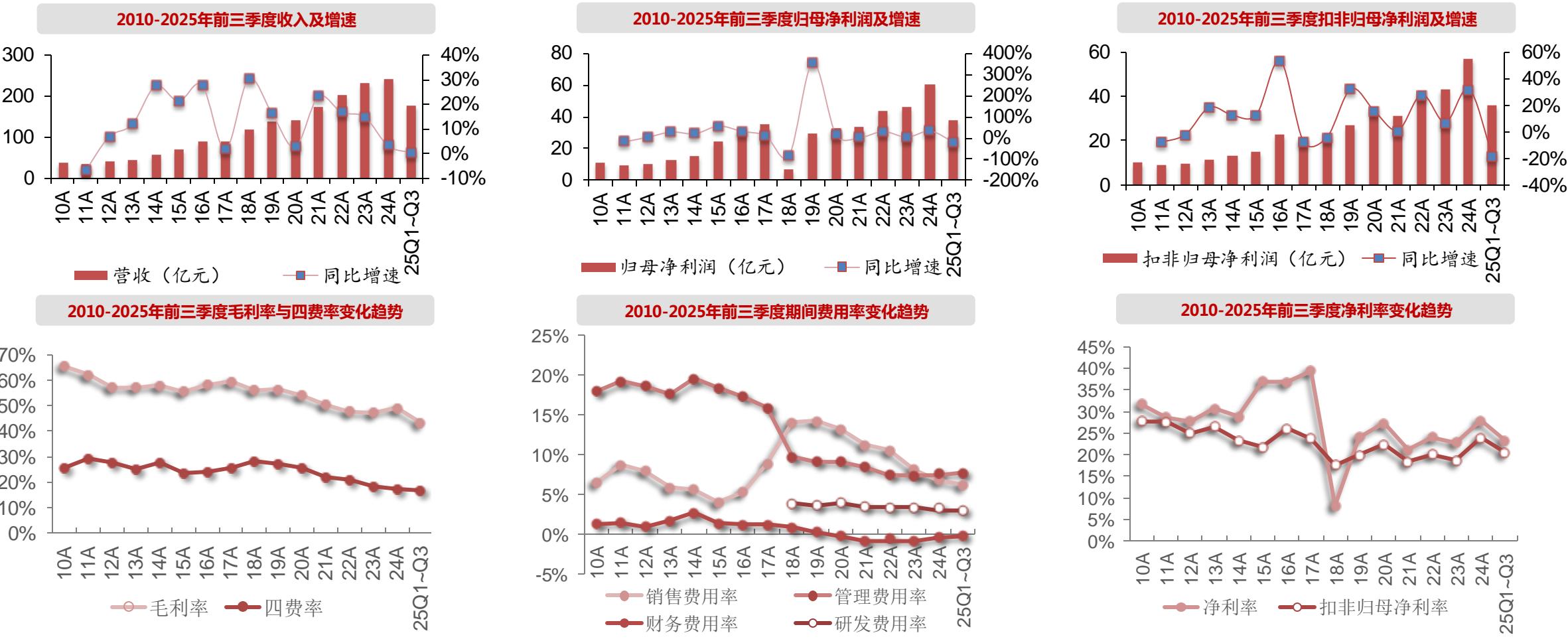


2025Q1~Q3各公司归母净利润占比



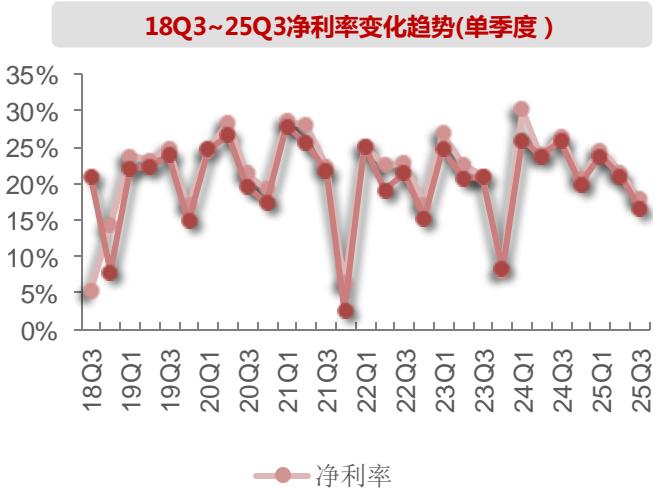
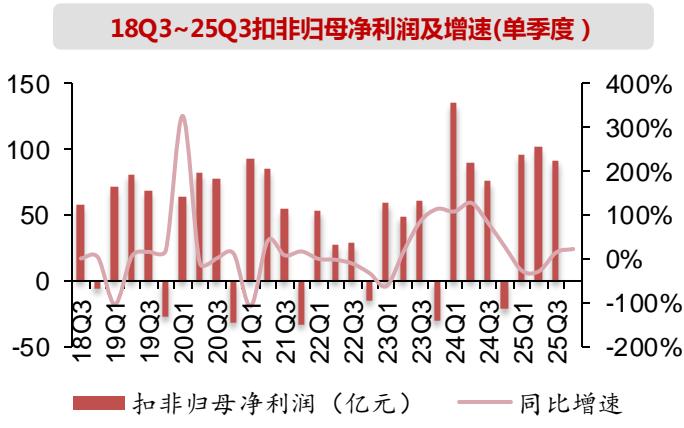
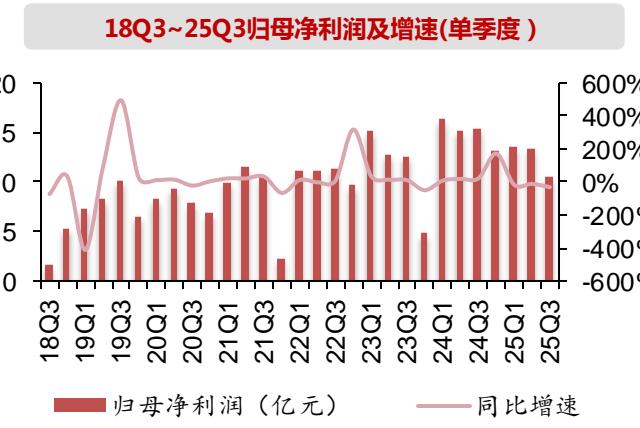
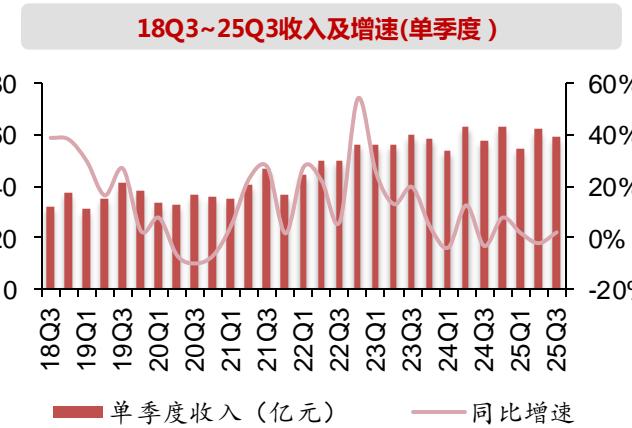
累计季度表现 (剔除华兰生物疫苗业务)

- 血制品板块2025Q1-Q3收入176亿元(+0.5%)，归母净利润37.7亿元(-20.0%)，扣非归母净利润36.1亿元(-18.5%)。从盈利能力看，2025Q1-Q3板块毛利率为43.5%(+5.9pp)，净利率为23.1%(+0.4pp)，四费率为16.6%(+0.1pp)，销售费用率6.2%(-0.2pp)，管理费用率7.7%(+0.3pp)，研发费用率2.9%(-0.4pp)。



单季度表现 (剔除华兰生物疫苗业务)

- 血制品板块2025年Q3收入59.2亿元(+2.1%)，归母净利润10.6亿元(-31.5%)，扣非归母净利润9.9亿元(-34.1%)，四费率为19.0%(+2.7pp)，销售费用率7.5%(+1.2pp)，管理费用率8.4%(+0.8pp)，研发费用率3.3%(-0.3pp)。



- 报告期内板块所有公司净利润同比均下降，跌幅居前的公司包括博晖创新（-241.73%）、华兰生物（-34.19%）、博雅生物（-22.16%）、派林生物（-19.97%）、上海莱士（-16.90%）、天坛生物（-15.07%）、卫光生物（-13.60%）。
- 血制品板块研发费用居前的公司为天坛生物、派林生物、博雅生物、博晖创新、上海莱士、卫光生物和华兰生物。

血制品板块2025Q1~Q3营收、利润、研发费用 - 按市值排序

证券代码	证券简称	市值（亿元）	2025Q1~Q3(亿元)		2024Q1~Q3(亿元)		2025Q1~Q3		收入同比增量	净利润同比增量	研发费用(百万元)			研发费用率		
			收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润			2025Q1~Q3	2024Q1~Q3	同比	2025Q1~Q3	2024Q1~Q3	同比(PP)
002252.SZ	派林生物	448.1	60.9	14.7	63.1	18.4	-4%	-20%	(2.23)	(3.67)	149.58	190.78	-22%	2.5%	3.0%	(0.57)
600161.SH	博雅生物	365.8	44.7	8.2	40.7	10.5	10%	-22%	3.92	(2.33)	103.15	98.70	5%	2.3%	2.4%	(0.11)
002007.SZ	天坛生物	299.5	33.8	7.8	34.9	9.2	-3%	-15%	(1.12)	(1.39)	234.64	211.91	11%	6.9%	6.1%	0.87
000403.SZ	华兰生物	149.2	16.2	3.6	18.9	5.4	-14%	-34%	(2.72)	(1.86)	30.91	45.98	-33%	1.9%	2.4%	(0.52)
300294.SZ	上海莱士	126.6	14.7	3.4	12.5	4.1	18%	-17%	2.29	(0.70)	36.86	47.38	-22%	2.5%	3.8%	(1.30)
002880.SZ	卫光生物	62.1	7.9	1.6	8.5	1.8	-7%	-14%	(0.63)	(0.25)	35.63	38.11	-6%	4.5%	4.5%	0.04
300318.SZ	博晖创新	47.9	6.3	-0.3	6.5	0.2	-3%	-242%	(0.17)	(0.57)	40.61	43.29	-6%	6.5%	6.7%	(0.24)

- **2025年Q3批签发跟踪**：国产人白增速超进口人白，静丙维持快速增长。
- 2025Q1-Q3，国产人白签发批次同比增长10%，进口人白同比增长7%；其中单三季度国产/进口人白批次分别同比增长11%/4%；前三季度静丙签发批次同比上升13%，单三季度同比增长12%。

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	
		2024Q3	2025Q3		2024Q3YTD	2025Q3YTD		
人血白蛋白	进口总计	950	986	4%	2568	2758	7%	
	进口占比	67%	65%	/	68%	67%	/	
	国产总计	473	534	11%	1219	1360	10%	
	国产占比	33%	35%	/	32%	33%	/	
	合计	1423	1520	6%	3787	4118	8%	
免疫球蛋白	静注人免疫球蛋白	合计	355	405	12%	940	1086	13%
	狂犬病免疫球蛋白	合计	41	36	-14%	120	100	-20%
	破伤风免疫球蛋白	合计	35	49	29%	98	114	14%
	人免疫球蛋白	合计	23	8	-188%	56	28	-100%
	乙型肝炎免疫球蛋白	合计	6	5	-20%	17	24	29%
	冻干静注人免疫球蛋白	合计	59	6	-883%	77	24	-221%
	静注乙型肝炎免疫球蛋白	合计	5	0	/	8	3	/
凝血因子类	凝血因子Ⅷ	合计	127	194	35%	389	527	26%
	凝血酶原复合物	合计	68	107	36%	158	267	41%
	纤维蛋白原	合计	101	87	-16%	225	252	11%

- **药店板块2025年三季报总结**：选取8家A股医药药店领域上市公司，2025Q1-Q3收入总额859亿元（+0.7%），归母净利润35.2亿元（+8.9%），扣非归母净利润32.8亿元（+6.2%）。**分季度来看**，8家公司2025Q1/Q2/Q3收入总额分别为296.1亿元（-0.2%）/281.6亿元（+0.4%）/280.8亿元（+0.0%），2025Q1/Q2/Q3归母净利润分别为14.5亿元（-4.6%）/11.1亿元（+9.1%）/9.7亿元（+37.8%）。**从盈利能力来看**，2025Q1/Q2/Q3样本公司整体毛利率为34.2%/34.4%/33.7%，整体费用率为27.2%/28.8%/29.0%。
- **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**：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。

- 板块总结**：选取8家A股医药药店领域上市公司，2025Q1-Q3收入总额859亿元（+0.7%），归母净利润35.2亿元（+8.9%），扣非归母净利润32.8亿元（+6.2%）。**分季度来看**，8家公司2025Q1/Q2/Q3收入总额分别为296.1亿元（-0.2%）/281.6亿元（+0.4%）/280.8亿元（+0.0%），2025Q1/Q2/Q3归母净利润分别为14.5亿元（-4.6%）/11.1亿元（+9.1%）/9.7亿元（+37.8%）。
- 从盈利能力来看**，2025Q1/Q2/Q3样本公司整体毛利率为34.2%/34.4%/33.7%，整体费用率为27.2%/28.8%/29.0%。

药店板块23Q3-25Q3业绩速览

（亿元）	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
单季度收入	261.0	313.1	296.8	280.4	275.1	309.9	296.1	281.6	280.8
同比增速	25.1%	10.5%	11.4%	4.7%	5.4%	-1.0%	-0.2%	0.4%	0.0%
归母净利润	11.2	6.5	15.1	10.1	7.0	0.8	14.5	11.1	9.7
同比增速	5.76%	-56.73%	-3.13%	-31.32%	-37.12%	-87.25%	-4.60%	9.07%	37.76%
扣非归母净利润	10.5	7.4	14.6	9.3	6.9	1.1	14.1	10.7	8.0
同比增速	2.31%	-49.52%	-3.34%	-34.38%	-34.49%	-85.46%	-3.45%	14.42%	15.74%

药店板块23Q3-25Q3盈利能力指标概览

	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
毛利率	34.26%	32.40%	34.16%	34.60%	34.24%	32.84%	34.18%	34.37%	33.68%
四费率	28.25%	28.19%	26.92%	29.67%	30.34%	30.05%	27.18%	28.78%	28.98%
销售费用率	23.34%	22.76%	22.48%	24.61%	25.17%	24.30%	22.46%	23.96%	23.75%
管理费用率	3.99%	4.57%	3.61%	4.09%	4.15%	4.89%	3.86%	3.84%	4.29%
财务费用率	0.83%	0.60%	0.72%	0.84%	0.90%	0.78%	0.74%	0.73%	0.72%
研发费用率	0.10%	0.26%	0.11%	0.13%	0.13%	0.08%	0.11%	0.24%	0.22%
净利率	4.29%	2.06%	5.10%	3.62%	2.56%	0.27%	4.88%	3.93%	3.46%

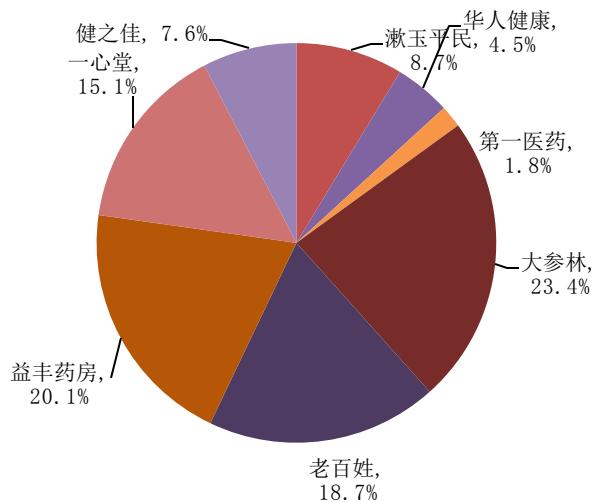
- **收入与利润增长方面**，从25年三季报来看，收入方面，5家公司实现正增长；归母净利润方面，5家公司归母净利润有所下滑。
- **从收入占比来看**，大参林、益丰药房、老百姓占比比较高，上述公司25Q1-Q3收入合计占比为62.2%。从净利润来看，上述公司25Q1-Q3合计占比为80.5%。

子板块2025Q1-Q3业绩速览

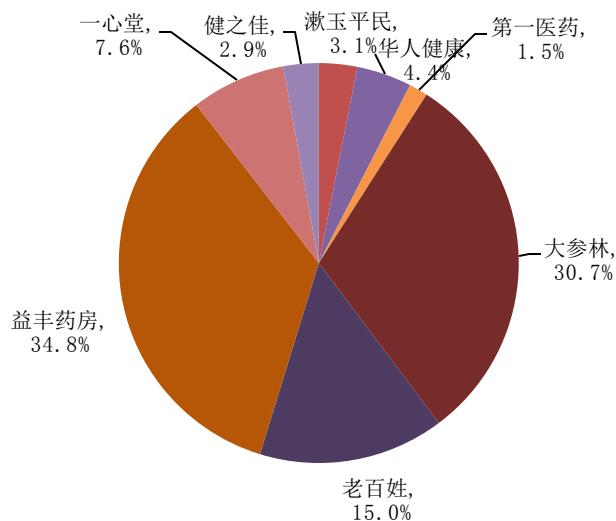
收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	0.74%	0	0	5	3
占比		0%	0%	63%	38%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	8.92%	0	1	3	5
占比		0%	13%	38%	63%

数据来源：Wind，西南证券整理

2025Q1-Q3各公司收入占比

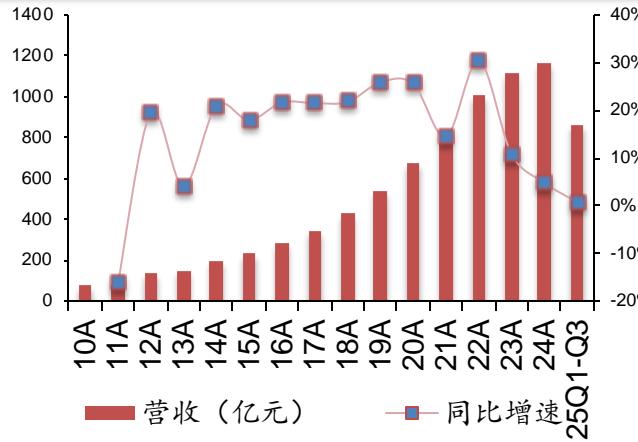


2025Q1-Q3各公司归母净利润占比

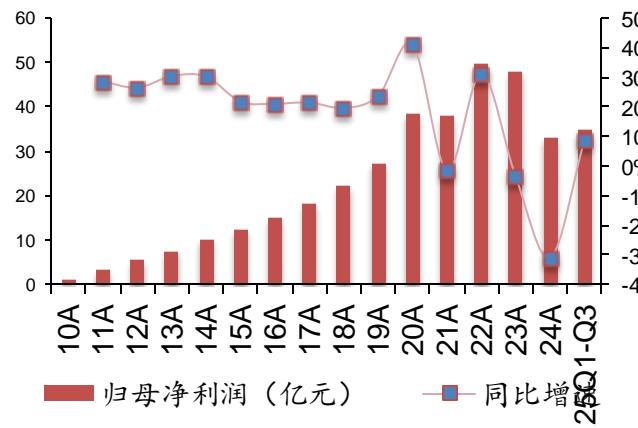


累计季度表现

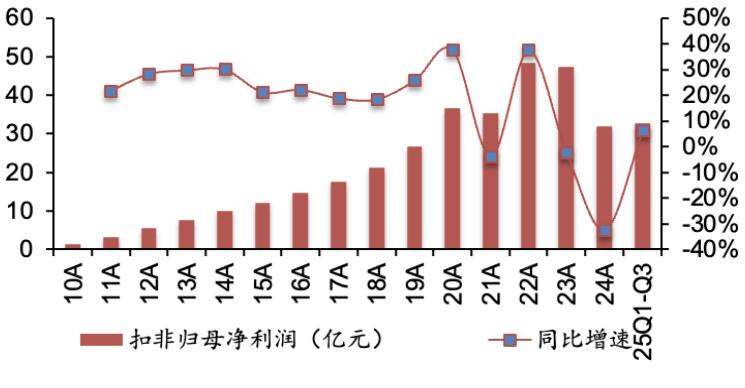
2010-2025Q3公司收入及增速



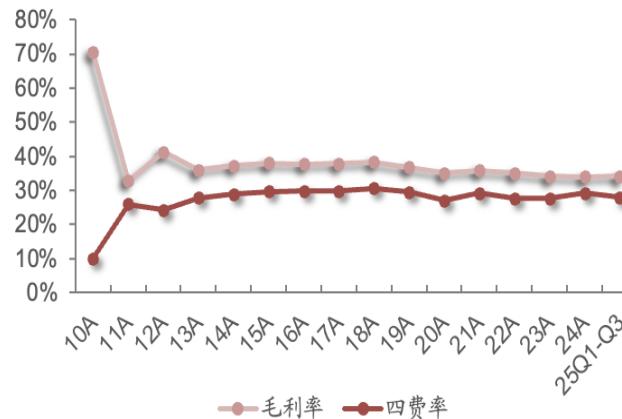
2010-2025Q3归母净利润及增速



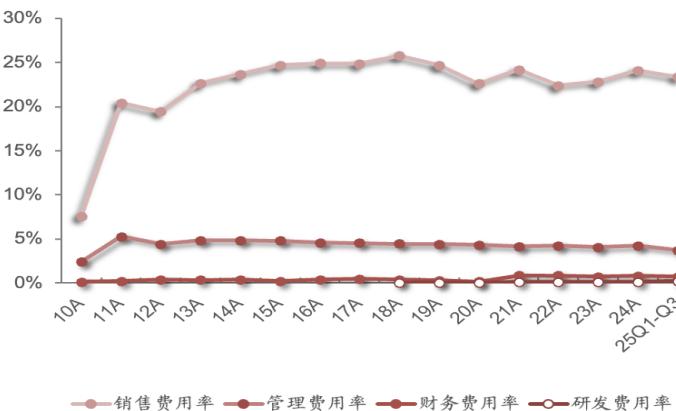
2010-2025Q3扣非归母净利润及增速



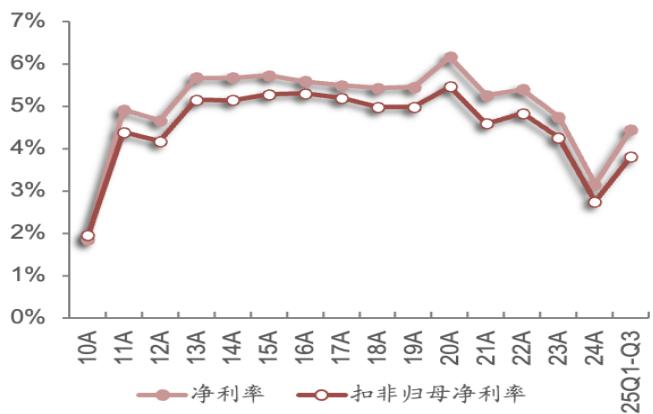
2010-2025Q3毛利率与四费率变化趋势



2010-2025Q3期间费用率变化趋势

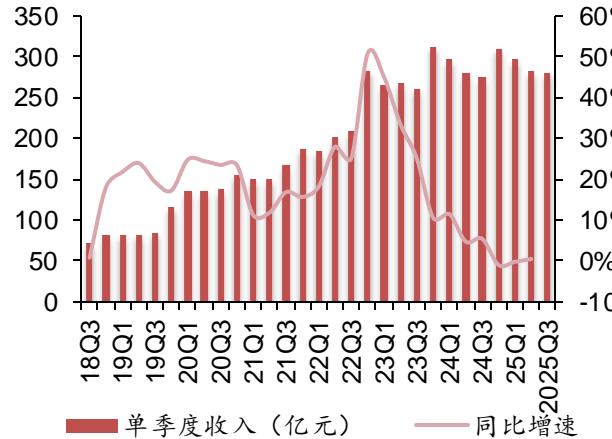


2010-2025Q3净利率变化趋势

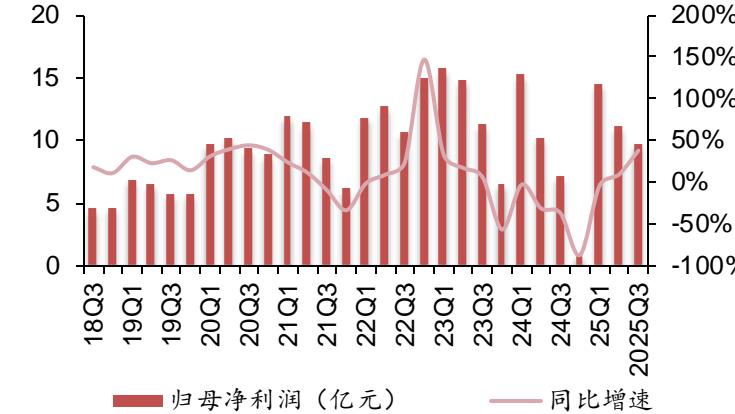


单季度表现

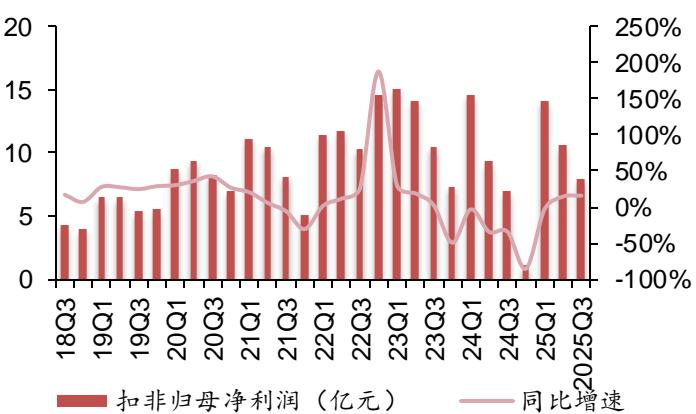
18Q3~25Q3收入及增速



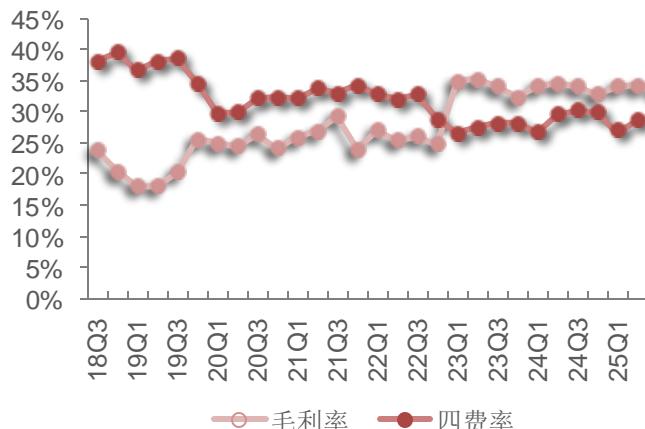
18Q3~25Q3归母净利润及增速



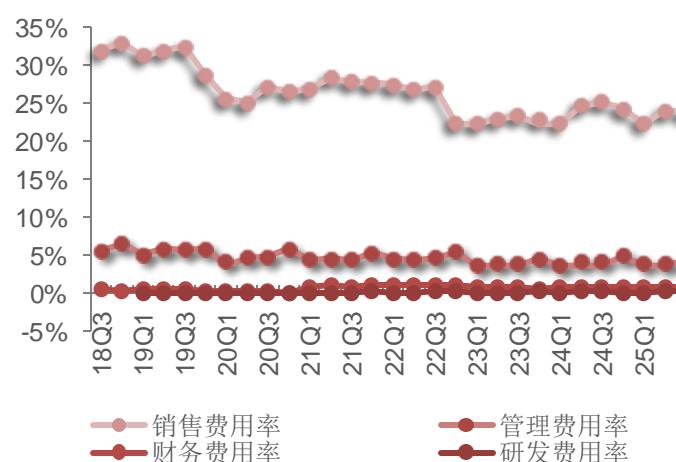
18Q3~25Q3扣非归母净利润及增速



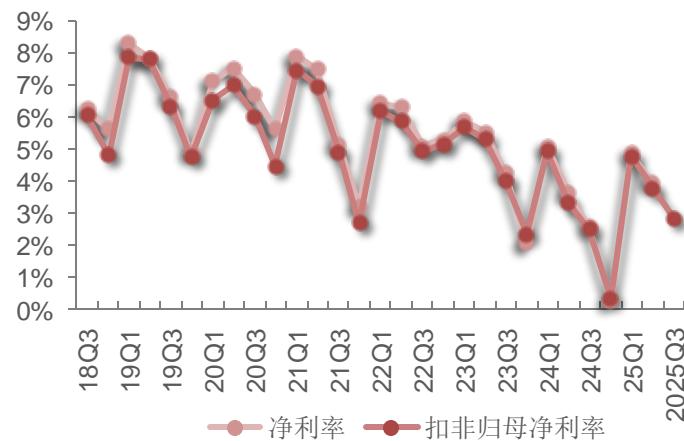
18Q3~25Q3毛利率与四费率变化趋势



18Q3~25Q3期间费用率变化趋势



18Q3~25Q3净利率变化趋势



药店板块成分股

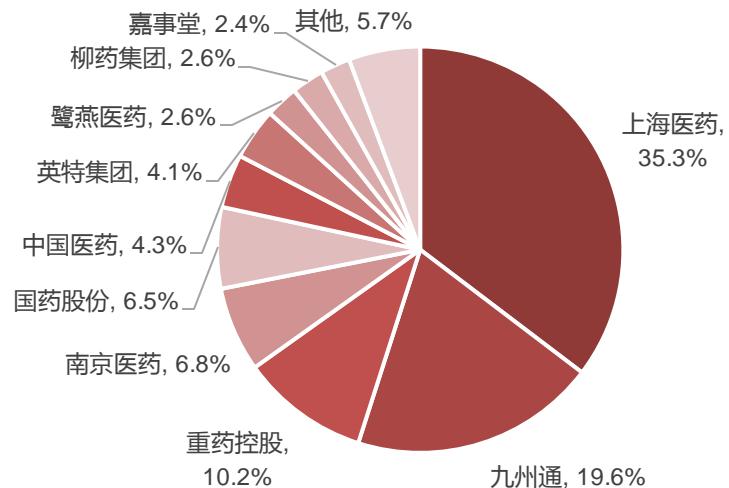
成分股增速	2025/11/14	收入同比增量	净利润同比增	研发费用 (百万元)		销售费用 (百万元)		管理费用 (百万元)		财务费用 (百万元)	
	市值 (亿元)	2025Q1-Q3	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	占比	2025Q1-Q3	占比	2025Q1-Q3	占比	2025Q1-Q3	占比
益丰药房	299.8	1	1	0.00	0.0%	1012.36	20.7%	150.68	3.1%	67.38	1.4%
大参林	214.7	3	2	12.86	0.5%	538.54	21.5%	111.36	4.4%	10.42	0.4%
老百姓	132.3	(2)	(1)	0.00	0.0%	134.64	13.5%	29.80	3.0%	(4.58)	-0.5%
一心堂	82.4	(6)	(9)	29.40	0.2%	2909.77	21.5%	581.19	4.3%	82.04	0.6%
华人健康	63.3	6	9	36.89	0.3%	2356.97	21.9%	497.29	4.6%	70.74	0.7%
漱玉平民	56.3	4	1	14.99	0.1%	2898.41	24.7%	521.18	4.4%	79.97	0.7%
健之佳	33.5	(2)	(9)	7.72	0.1%	2250.33	25.2%	223.64	2.5%	55.72	0.6%
第一医药	33.4	2	(1)	0.00	0.0%	1295.76	29.1%	112.01	2.5%	65.29	1.5%

- **2025前三季度医药流通板块总结**：选取19家A股医药流通领域上市公司，2025前三季度收入总额6087.3亿元（+1.4%），归母净利润116.8亿元（+5.5%），扣非归母净利润84.4亿元（-18.4%）。
- **分季度来看**，19家公司2025Q1/Q2/Q3收入总额分别为2037.8亿元（-0.3%）/2007.9亿元（+2.1%）/2041.6亿元（+2.6%）。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**，2025前三季度样本公司整体毛利率为9.1%（-0.5pp），Q1/Q2/Q3毛利率分别为8.9%/9.2%/9.2%（-0.5/-0.9/-0.1pp），整体费用率为6.3%（-0.2pp），Q1/Q2/Q3费用率为6.0%/6.5%/6.5%（-0.4/-0.3/-0.1pp）。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。

■ **收入与利润增长方面**，19家公司2025Q1-Q3收入总体同比+1.44%，其中11家公司2025Q1-Q3收入实现正增长。归母净利润总体同比+5.53%，5家公司归母净利润实现增长，其中1家增长超过30%。

■ **从收入占比来看**，上海医药、九州通占比较高，合计收入合计占比为54.9%。从净利润来看，上海医药、九州通2025Q1-Q3年合计占比为61.0%。

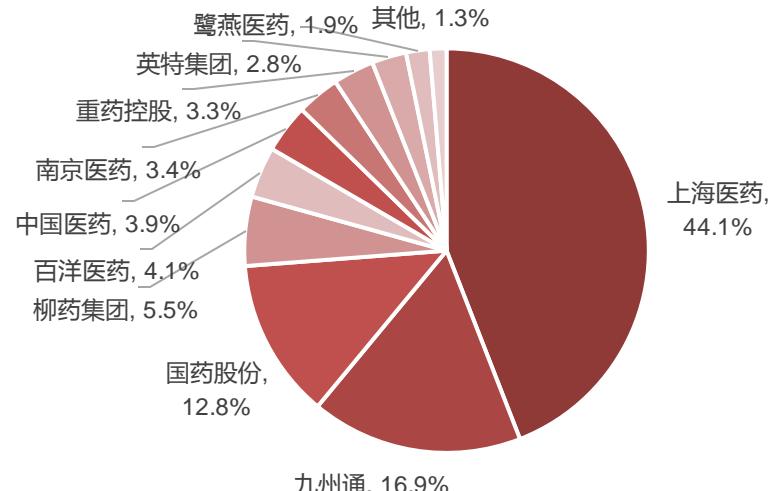
2025Q1-Q3各公司收入占比



子板块2025Q1-Q3业绩速览

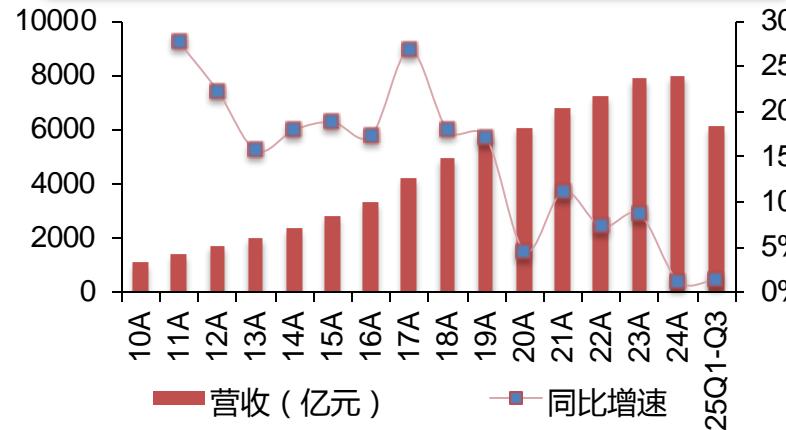
收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数		0	0	11	8
占比	1.44%	0%	0%	58%	42%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数		0	1	5	14
占比	5.53%	0%	5%	26%	74%

2025Q1-Q3各公司归母净利润占比

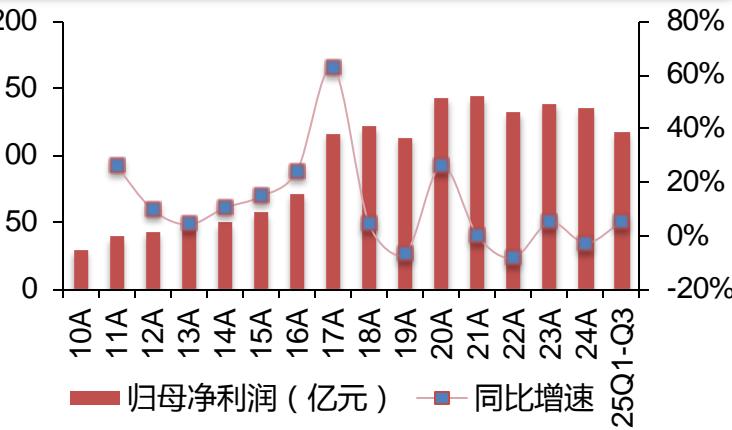


累计季度表现

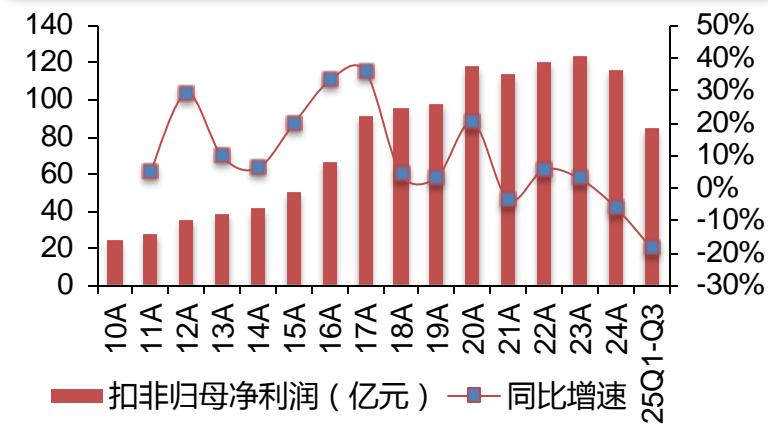
2010-2025前三季度公司收入及增速



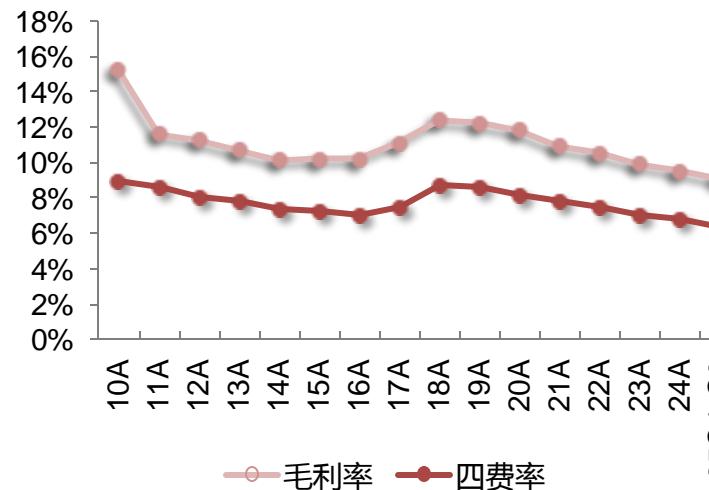
2010-2025前三季度归母净利润及增速



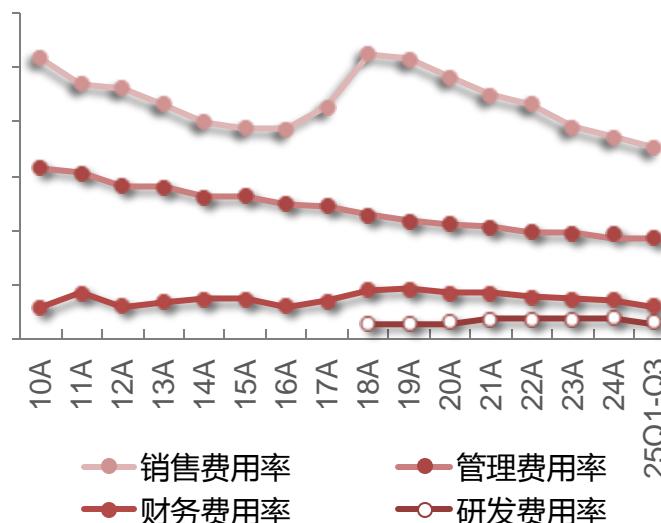
2010-2025前三季度扣非归母净利润及增速



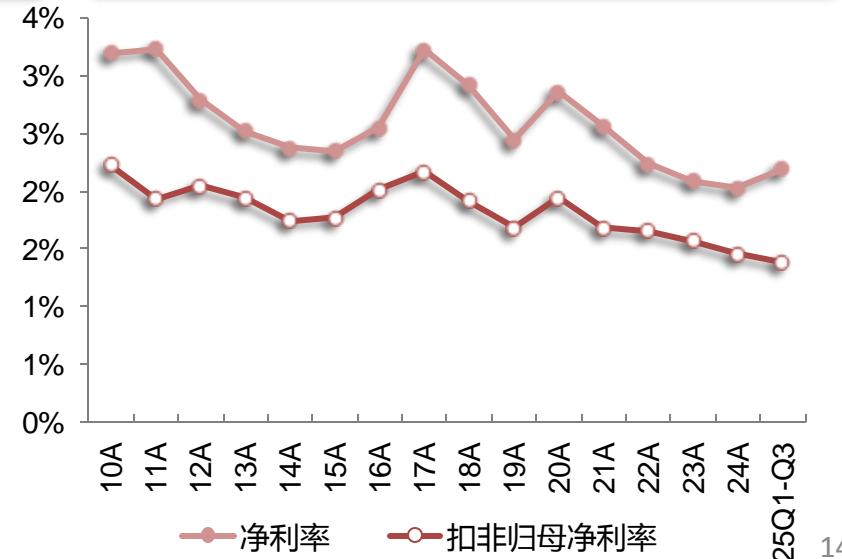
2010-2025前三季度毛利率与四费率变化趋势



2010-2025前三季度期间费用率变化趋势

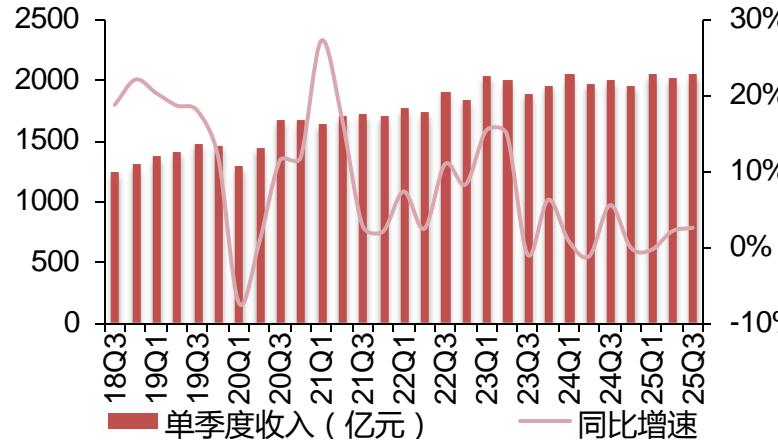


2010-2025前三季度净利率变化趋势

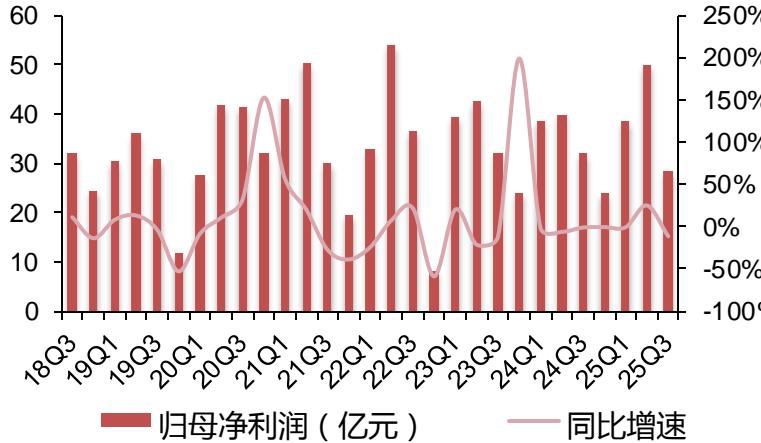


单季度表现

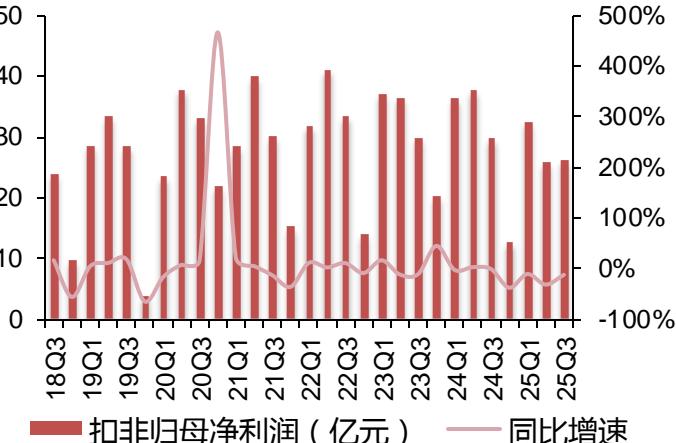
18Q3~25Q3收入及增速



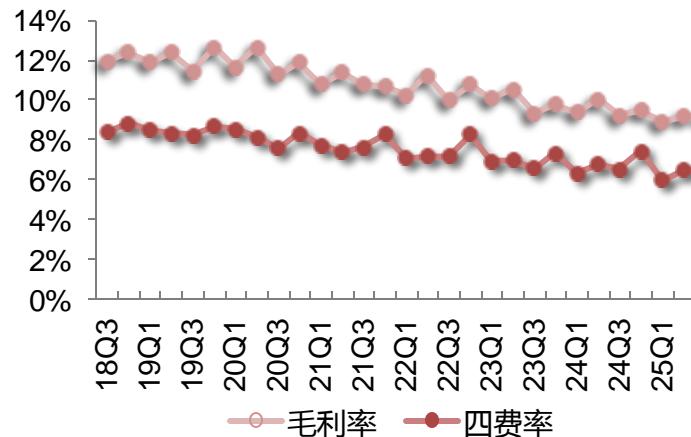
18Q3~25Q3归母净利润及增速



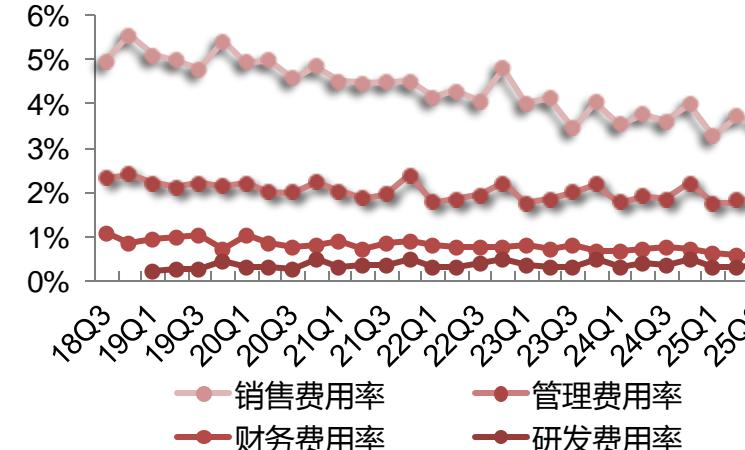
18Q3~25Q3扣非归母净利润及增速



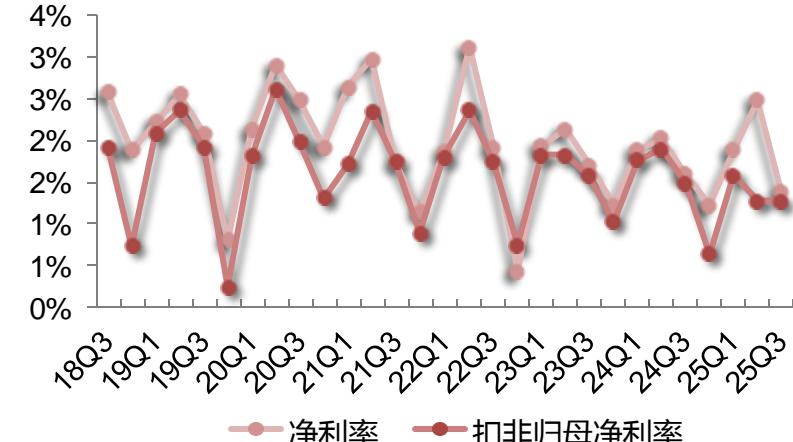
18Q3~25Q3毛利率与四费率变化趋势



18Q3~25Q3期间费用率变化趋势



18Q3~25Q3净利率变化趋势



医药分销板块成分股

单位：亿元	2025前三季度		2025Q1		2025Q2		2025Q3		2025/11/14	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	市值	2025 前三季度	2025 前三季度	2025 前三季度	占比	2025 前三季度	占比	2025 前三季度	占比	2025 前三季度	占比
上海医药	2,150.7	51.5	1%	-14%	2%	123%	3%	27%	614	54.4	10.93	15.15	0.7%	93.18	4.3%	41.69	1.9%	11.15	0.5%
九州通	1,193.3	19.8	4%	80%	7%	-29%	5%	16%	263	59.0	2.79	0.98	0.1%	36.09	3.0%	22.60	1.9%	6.93	0.6%
国药股份	393.8	14.9	5%	0%	2%	-10%	4%	1%	230	13.5	0.11	0.44	0.1%	4.91	1.2%	3.04	0.8%	-0.17	0.0%
中国医药	258.9	4.5	-6%	14%	-2%	-38%	-3%	-5%	174	-2.1	0.08	1.02	0.4%	7.59	2.9%	8.08	3.1%	0.35	0.1%
百洋医药	56.3	4.8	11%	-54%	-1%	-64%	-8%	-26%	126	-5.2	-1.65	0.26	0.5%	10.76	19.1%	2.19	3.9%	0.78	1.4%
润达医疗	52.7	-1.6	-20%	-406%	-12%	-175%	-15%	-423%	93	-9.1	-2.13	0.83	1.6%	5.62	10.7%	3.03	5.8%	2.03	3.9%
重药控股	622.1	3.8	5%	22%	2%	16%	4%	31%	97	25.2	0.92	0.00	0.0%	15.28	2.5%	11.64	1.9%	5.58	0.9%
柳药集团	157.6	6.5	-8%	-8%	2%	-7%	-1%	-10%	77	-2.3	-0.70	0.30	0.2%	4.26	2.7%	2.91	1.8%	1.59	1.0%
南京医药	411.4	4.0	2%	11%	3%	-25%	0%	-9%	70	2.0	-0.40	0.26	0.1%	8.54	2.1%	3.46	0.8%	3.46	0.8%
合富中国	5.5	-0.1	-26%	-184%	-21%	-109%	-23%	-147%	95	-1.6	-0.39	0.03	0.5%	0.44	8.0%	0.45	8.2%	-0.005	-0.1%
英特集团	249.6	3.2	-2%	-6%	2%	-2%	1%	-9%	64	1.9	-0.32	0.14	0.1%	6.63	2.7%	2.83	1.1%	1.02	0.4%
人民同泰	78.5	1.1	3%	-41%	4%	-53%	2%	-46%	88	1.7	-0.94	0.00	0.0%	3.11	4.0%	0.67	0.8%	0.22	0.3%
瑞康医药	54.1	0.1	-13%	-7%	-11%	-66%	-11%	-63%	47	-6.5	-0.27	0.17	0.3%	2.60	4.8%	2.66	4.9%	1.03	1.9%
嘉事堂	144.6	1.4	-37%	-39%	-7%	-34%	-22%	-39%	48	-40.3	-0.90	0.00	0.0%	2.35	1.6%	1.93	1.3%	0.60	0.4%
鹭燕医药	158.6	2.2	1%	-15%	1%	-22%	3%	-15%	45	4.4	-0.38	0.04	0.0%	3.61	2.3%	2.50	1.6%	1.39	0.9%
浙江震元	17.8	0.6	-28%	86%	-42%	-16%	-38%	29%	35	-10.7	0.12	0.36	2.0%	2.70	15.2%	1.13	6.3%	-0.02	-0.1%
开开实业	8.3	0.1	15%	-66%	7%	-51%	11%	-63%	31	0.8	-0.22	0.00	0.0%	0.51	6.2%	0.48	5.9%	0.04	0.5%
药易购	32.4	-0.1	-8%	-55%	3%	-511%	0%	-160%	36	0.1	-0.22	0.08	0.3%	2.58	8.0%	0.52	1.6%	0.07	0.2%
达嘉维康	41.3	0.1	2%	-84%	7%	-118%	4%	-86%	27	1.5	-0.31	0.09	0.2%	4.44	10.7%	1.22	3.0%	0.81	2.0%

数据来源：wind，西南证券整理；单位均为亿元

- **2025年中药板块中报总结**：选取63家A股中药领域上市公司，2025Q1-Q3收入总额2506亿元（-3.6%），归母净利润292.7亿元（-0.5%），扣非归母净利润248.2亿元（-8.3%）。**分季度来看**，2025Q1/2025Q2/2025Q3收入897/830/779.3亿元（-8.7%/-3.4%/-1.0%），归母净利润120.1/100.9/71.7亿元（-4.4%/+7.9%/-4.6%），扣非归母净利润112.9/77.4/58.0亿元（-5.2%/-13.2%/-7.5%）。**从盈利能力来看**，25Q1/25Q2/25Q3中药板块的毛利率为42.0%/41.0%/40.0%，我们认为主要是产品结构变化以及中药材价格虽逐渐回落但整体仍呈现涨价难。2025Q1/25Q2/25Q3四费率分别为26.1%/29.4%/30.4%，其中销售费用率分别为18.8%/20.9%/21.1%，销售费用率有所提升。
- 从2025年三季报来看，收入方面，63家公司中，共有22家公司实现正增长，其中增速超过50%有1家。归母净利润方面，32家公司归母净利润实现正增长，其中增长超过50%的有13家，31家公司归母净利润有所下滑。从收入占比来看，25年三季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25Q1-Q3收入合计占比为76.7%。从净利润来看，前十大分别为云南白药、白云山、华润三九、吉林敖东、达仁堂、片仔癀、东阿阿胶、同仁堂、济川药业、以岭药业，上述公司25Q1-Q3归母净利润合计占比为87.6%。
- **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，部分中药品种有望受益于此次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。

- 板块总结**：选取63家A股中药领域上市公司，2025Q1-Q3收入总额2506亿元（-3.6%），归母净利润292.7亿元（-0.5%），扣非归母净利润248.2亿元（-8.3%）。
- 分季度来看**，2025Q1/2025Q2/2025Q3收入897/830/779.3亿元（-8.7%/-3.4%/-1.0%），归母净利润120.1/100.9/71.7亿元（-4.4%/+7.9%/-4.6%），扣非归母净利润112.9/77.4/58.0亿元（-5.2%/-13.2%/-7.5%）。
- 从盈利能力来看**，25Q1/25Q2/25Q3中药板块的毛利率为42.0%/41.0%/40.0%，我们认为主要是产品结构变化以及中药材价格虽逐渐回落但整体仍呈现涨价难。2025Q1/25Q2/25Q3四费率分别为26.1%/29.4%/30.4%，其中销售费用率分别为18.8%/20.9%/21.1%，销售费用率有所提升。

中药板块23Q4-25Q3业绩速览

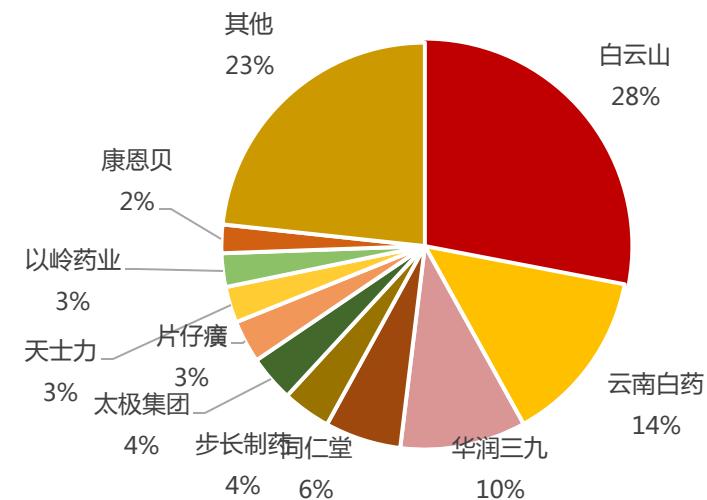
（亿元）	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
单季度收入	898.0	981.9	859.2	787.3	805.1	897.0	830.0	779.3
同比增速	-1.5%	-0.3%	-5.4%	-4.1%	-10.3%	-8.7%	-3.4%	-1.0%
归母净利润	36.1	125.7	93.5	75.1	-8.6	120.1	100.9	71.7
同比增速	111.20%	-6.63%	-9.46%	-10.53%	-123.81%	-4.43%	7.93%	-4.57%
扣非归母净利润	23.1	119.0	89.1	62.7	-26.2	112.9	77.4	58.0
同比增速	688.52%	-5.74%	-3.49%	-17.56%	-213.72%	-5.18%	-13.15%	-7.54%

中药23Q3-25Q3盈利能力指标概览

	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
毛利率	43.74%	43.12%	43.79%	42.88%	39.42%	40.05%	42.03%	41.04%	39.95%
四费率	30.45%	34.69%	26.89%	28.20%	29.28%	36.01%	26.10%	29.44%	30.42%
销售费用率	22.17%	24.34%	20.16%	20.32%	20.30%	23.91%	18.80%	20.86%	21.05%
管理费用率	5.67%	6.49%	4.63%	5.24%	6.01%	7.71%	4.91%	5.68%	6.10%
财务费用率	-0.08%	-0.04%	-0.11%	-0.07%	0.30%	0.17%	0.19%	0.27%	0.30%
研发费用率	2.69%	3.89%	2.21%	2.70%	2.67%	4.23%	2.20%	2.62%	2.98%
净利率	10.23%	4.02%	12.80%	10.88%	9.54%	-1.07%	13.39%	12.16%	9.20%

- **收入与利润增长方面**，从2025年三季报来看，收入方面，63家公司中，共有22家公司实现正增长，其中增速超过50%有1家。归母净利润方面，32家公司归母净利润实现正增长，其中增长超过50%的有13家，31家公司归母净利润有所下滑。
- 从收入占比来看，25年三季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25Q1-Q3收入合计占比为76.7%。从净利润来看，前十大分别为云南白药、白云山、华润三九、吉林敖东、达仁堂、片仔癀、东阿阿胶、同仁堂、济川药业、以岭药业，上述公司25Q1-Q3归母净利润合计占比为87.6%。

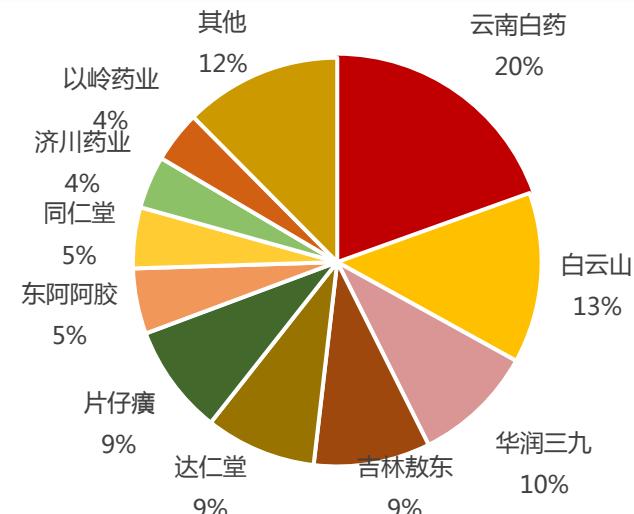
2025Q1-Q3各公司收入占比



子板块2025Q1-Q3业绩速览

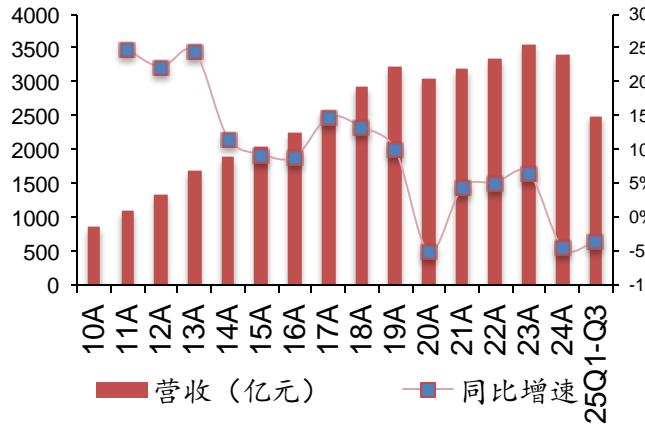
收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-3.65%	1	1	22	41
占比		2%	2%	35%	65%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-0.54%	13	13	32	31
占比		21%	21%	51%	49%

2025Q1-Q3各公司归母净利润占比

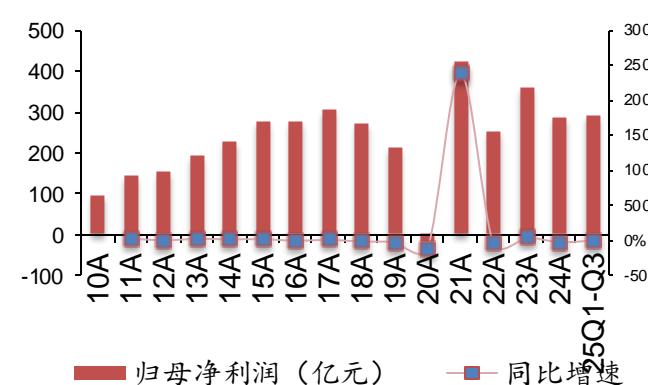


累计季度表现

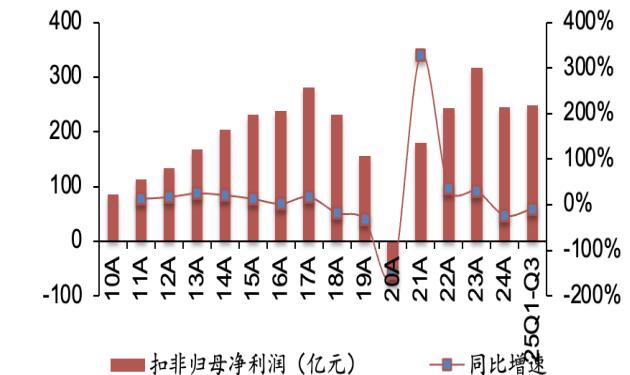
2010-2025Q3公司收入及增速



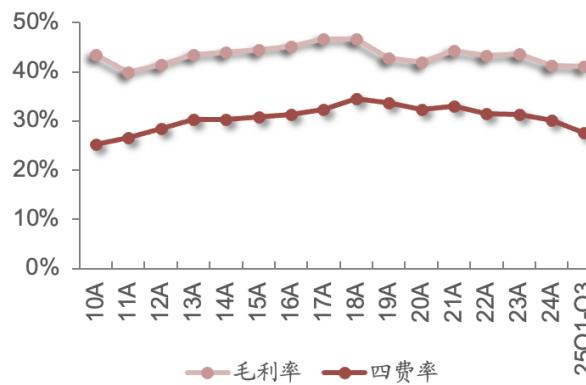
2010-2025Q3归母净利润及增速



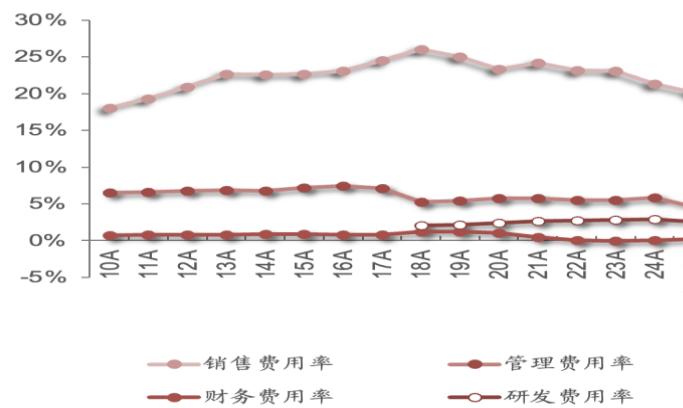
2010-2025Q3扣非归母净利润及增速



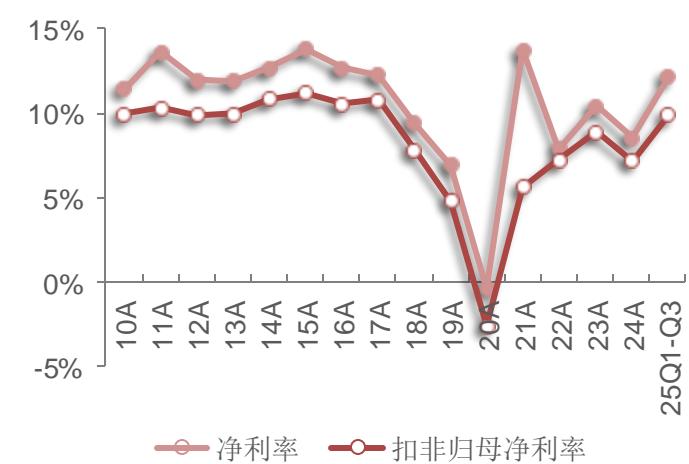
2010-2025Q3毛利率与四费率变化趋势



2010-2025Q3期间费用率变化趋势

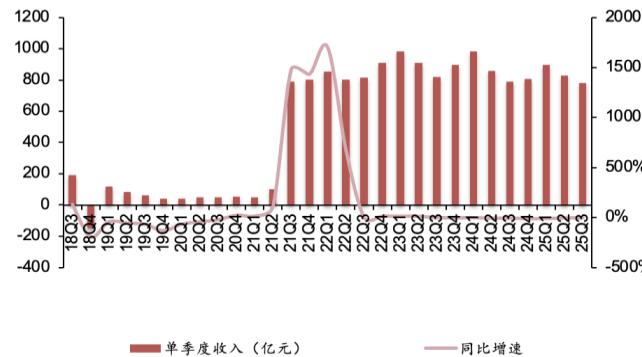


2010-2025Q3净利率变化趋势

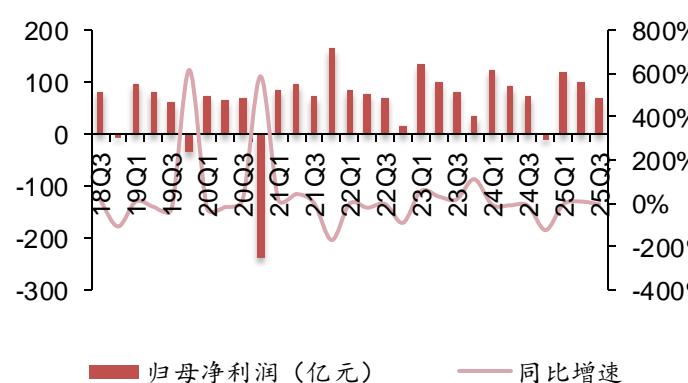


单季度表现

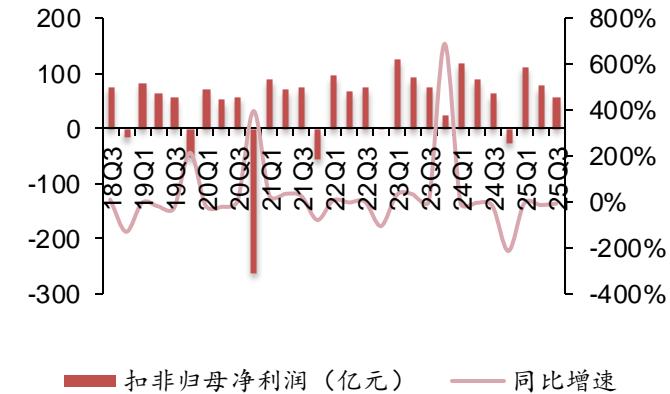
18Q3~25Q3收入及增速



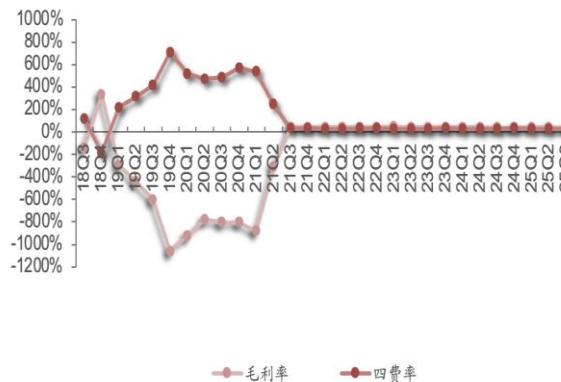
18Q3~25Q3归母净利润及增速



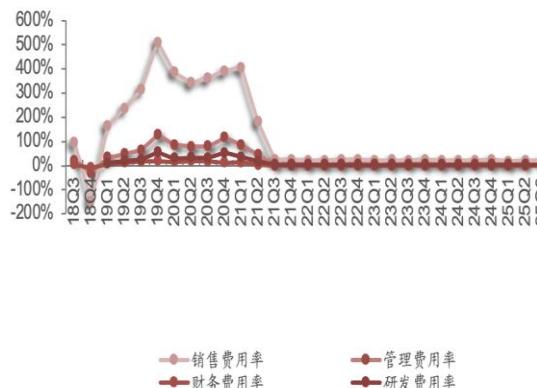
18Q3~25Q3扣非归母净利润及增速



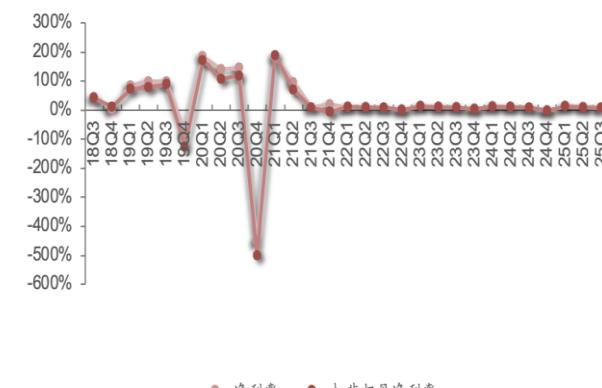
18Q3~25Q3毛利率与四费率变化趋势



18Q3~25Q3期间费用率变化趋势



18Q3~25Q3净利率变化趋势



■ **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

■ **中药材价格逐步回落，成本压力虽有降低，但受宏观影响仍然涨价难。**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）》，拟定可以将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11月14日，中药材价格指数为1536.53，成本端压力显著降低。



中药板块成分股

成分股增速	2025/11/14	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)	
	市值 (亿元)	2025Q1-Q3	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	占比	2025Q1-Q3	占比	2025Q1-Q3	占比	2025Q1-Q3	占比
片仔癀	1,090.7	(3)	(3)	180.28	2.4%	297.10	4.0%	249.39	3.4%	11.24	0.2%
云南白药	1,011.0	8	4	235.00	0.8%	3715.30	12.1%	555.27	1.8%	(39.03)	-0.1%
华润三九	495.4	7	(6)	840.33	3.8%	6128.18	27.9%	1304.64	5.9%	20.40	0.1%
同仁堂	484.3	0	(1)	142.93	1.1%	2612.17	19.6%	1025.69	7.7%	(44.53)	-0.3%
白云山	421.8	8	(0)	443.72	0.7%	4315.87	7.0%	1791.46	2.9%	201.94	0.3%
以岭药业	316.6	3	1	145.20	3.0%	1676.12	35.2%	288.97	6.1%	(43.86)	-0.9%
达仁堂	325.3	(13)	13	104.62	2.9%	1417.15	38.6%	303.79	8.3%	(29.47)	-0.8%
东阿阿胶	294.6	1	0	32.69	0.8%	385.74	9.7%	367.82	9.3%	0.53	0.0%
康美药业	351.7	(6)	1	544.01	9.3%	1352.97	23.1%	398.09	6.8%	(1.82)	0.0%
济川药业	234.8	(1)	1	553.43	8.8%	2280.81	36.1%	237.92	3.8%	(13.92)	-0.2%
吉林敖东	255.5	(13)	(6)	271.85	6.9%	1338.59	34.0%	323.85	8.2%	(54.61)	-1.4%
天士力	250.1	(3)	7	51.61	3.1%	567.37	34.6%	142.95	8.7%	29.63	1.8%
众生药业	193.2	2	4	153.63	1.8%	3341.25	39.5%	633.58	7.5%	85.23	1.0%
步长制药	221.0	(1)	1	59.92	3.2%	641.20	33.9%	99.09	5.2%	(4.81)	-0.3%
奇正藏药	148.8	2	0	49.65	3.3%	685.48	45.0%	132.15	8.7%	34.51	2.3%
江中药业	139.8	(0)	0	97.14	3.3%	883.78	30.1%	135.80	4.6%	(56.71)	-1.9%
羚锐制药	128.6	2	1	104.60	3.4%	437.39	47.3%	176.99	5.8%	(5.11)	-0.2%
马应龙	123.4	2	1	41.83	1.8%	706.54	31.0%	77.84	3.4%	6.60	0.3%
佐力药业	113.9	(22)	(4)	195.48	2.4%	1240.64	15.3%	544.98	6.7%	102.56	1.3%
康恩贝	126.5	0	0	58.13	2.0%	672.74	23.7%	81.79	2.9%	(27.59)	-1.0%
太极集团	122.0	(1)	(0)	183.73	3.7%	1560.57	31.4%	392.07	7.9%	(5.72)	-0.1%
珍宝岛	108.7	(9)	(5)	19.52	2.1%	99.08	10.8%	217.07	23.6%	112.65	12.3%
昆药集团	104.6	(2)	(0)	72.80	1.5%	1231.76	25.9%	265.02	5.6%	34.31	0.7%

中药板块成分股

成分股增速	2025/11/14	收入同比增量	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)	
	市值 (亿元)	2025Q1-Q3	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	占比	2025Q1-Q3	占比	2025Q1-Q3	占比	2025Q1-Q3	占比
广誉远	97.8	1	0	20.72	2.7%	361.14	46.3%	40.84	5.2%	1.00	0.1%
康缘药业	92.8	(6)	(1)	246.57	15.0%	571.38	34.8%	166.77	10.2%	(0.78)	0.0%
葵花药业	88.1	(12)	(4)	45.18	3.4%	186.84	14.3%	185.38	14.1%	(3.13)	-0.2%
仁和药业	88.2	(4)	(0)	20.63	1.0%	166.91	8.5%	151.19	7.7%	0.17	0.0%
桂林三金	91.7	(1)	(0)	60.88	6.1%	292.26	29.3%	61.80	6.2%	(7.31)	-0.7%
中恒集团	93.6	0	0	47.47	3.3%	230.79	15.9%	147.82	10.2%	16.68	-1.1%
振东制药	74.1	(0)	(0)	77.44	5.3%	517.27	35.5%	136.84	9.4%	0.01	0.0%
香雪制药	67.1	(3)	(1)	33.41	4.1%	93.86	11.5%	134.77	16.5%	36.10	16.6%
华森制药	72.4	0	0	37.04	8.4%	136.61	30.9%	28.37	6.4%	(5.47)	-1.2%
信邦制药	77.4	(2)	(0)	3.01	0.1%	129.80	4.6%	175.09	6.2%	6.76	0.2%
健民集团	61.3	(2)	(0)	52.97	2.9%	778.71	43.2%	85.02	4.7%	5.46	0.3%
上海凯宝	69.3	(2)	(0)	54.41	9.0%	271.32	44.9%	37.35	6.2%	(5.28)	-2.5%
精华制药	68.7	0	(0)	28.84	3.9%	132.27	18.1%	57.66	7.9%	(1.81)	-1.6%
万邦德	89.4	(2)	(0)	31.14	5.4%	93.94	16.2%	78.09	13.5%	4.29	2.5%
贵州三力	52.8	(2)	(0)	16.86	2.4%	285.72	40.7%	75.77	10.8%	4.74	0.7%
方盛制药	57.1	(1)	0	68.09	8.2%	280.13	33.6%	64.93	7.8%	6.07	0.7%
亚宝药业	49.3	(3)	(0)	48.54	4.3%	222.15	19.5%	116.73	10.2%	(0.97)	-0.1%
佛慈制药	48.3	(1)	(0)	13.28	3.1%	46.90	10.9%	31.73	7.4%	(2.41)	-0.6%
千金药业	54.5	(1)	0	104.18	5.7%	473.37	26.0%	133.37	7.3%	(4.79)	-0.3%
特一药业	78.0	2	0	19.16	3.9%	191.00	38.9%	34.67	7.1%	1.60	0.3%

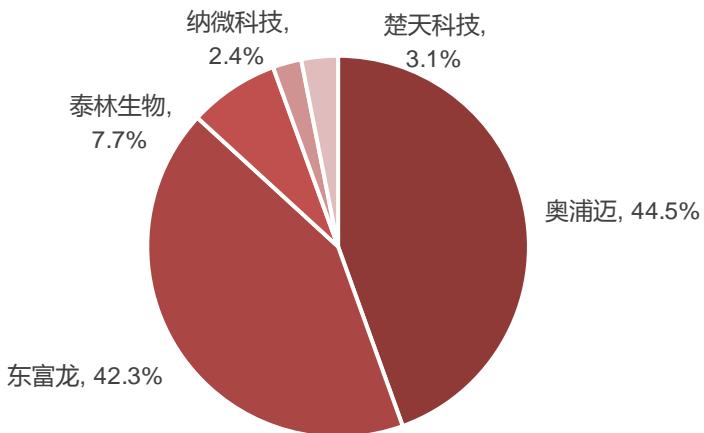
中药板块成分股

成分股增速	2025/11/14	收入同比增量	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)	
	市值 (亿元)	2025Q1-Q3	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	占比	2025Q1-Q3	占比	2025Q1-Q3	占比	2025Q1-Q3	占比
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	44.8	(2)	(0)	25.91	3.4%	57.99	7.6%	59.05	7.7%	26.82	3.5%
沃华医药	38.0	0	0	20.32	4.8%	214.62	50.5%	34.11	8.0%	(2.18)	-0.5%
葫芦娃	39.6	(4)	(0)	19.38	3.8%	106.66	21.0%	59.34	11.7%	21.07	4.2%
恩威医药	33.3	1	0	2.54	0.6%	136.75	30.4%	34.64	7.7%	0.31	0.1%
汉森制药	36.1	0	(0)	18.51	3.6%	190.20	37.4%	36.42	7.2%	0.42	0.1%
益佰制药	35.9	(2)	1	37.11	3.7%	416.91	42.0%	136.58	13.8%	9.40	0.9%
维康药业	40.1	(2)	(1)	6.00	5.2%	53.29	46.5%	20.19	17.6%	2.98	2.6%
嘉应制药	38.9	0	0	4.81	2.4%	72.44	36.4%	19.46	9.8%	(0.29)	-0.1%
盘龙药业	41.0	1	0	15.85	2.8%	181.09	31.5%	30.44	5.3%	(11.86)	-2.1%
陇神戎发	32.9	(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	29.1	(0)	0	8.29	5.8%	33.87	23.8%	44.45	31.2%	1.61	1.1%
金花股份	32.1	(0)	(0)	15.43	6.4%	138.72	57.5%	20.80	8.6%	(2.27)	-0.9%
益盛药业	28.6	(0)	(0)	8.03	2.5%	163.23	49.8%	49.56	15.1%	6.29	1.9%
粤万年青	30.0	0	(0)	3.89	2.5%	80.47	52.0%	24.77	16.0%	0.63	0.4%
新光药业	27.2	(0)	0	6.99	5.0%	10.77	7.6%	9.36	6.6%	(10.66)	-7.6%
华神科技	28.2	(2)	(1)	9.08	3.1%	141.90	48.6%	36.06	12.4%	10.18	3.5%
康惠制药	23.5	(0)	(0)	3.71	1.5%	68.00	27.5%	27.01	10.9%	6.22	6.6%
长药控股	8.0	(0)	0	1.79	2.5%	5.59	7.9%	41.78	59.2%	26.61	37.7%

- **制药装备板块2025前三季度总结**：选取5家A股制药设备及耗材领域上市公司，2025年前三季度收入总额88亿元（+1%），归母净利润3.9亿元（+742.5%），扣非归母净利润2.8亿元（+1237.3%）。
- **分季度来看**，5家公司25Q1/Q2/Q3的收入总额分别为25.6/30.2/31.7亿元，同比-9.1%/+2.7%/+9%，行业需求逐季恢复。25Q1/Q2/Q3毛利率分别为32.1%/36%/37.6%，同比-1.3/+4/+8pp，毛利率恢复趋势明显。
- **制药装备板块25Q3收入端**：楚天科技、泰林生物、东富龙收入分别同比-7%、-12%、+6%。
- **耗材板块25Q3收入端增长**：纳微科技、奥浦迈收入分别同比+22%、+26%。
- **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。

- **收入与利润增长方面**，5家公司2025前三季度收入总体同比+1.00%，其中3家公司2025前三季度收入实现正增长。归母净利润总体同比+742.51%，4家公司归母净利润实现增长，其中3家增长超过50%，楚天科技增长839%。
- **从收入占比来看**，奥浦迈、东富龙占比较高，合计收入合计占比为86.8%。从净利润来看，东富龙、泰林生物2025前三季度合计占比为61.7%。

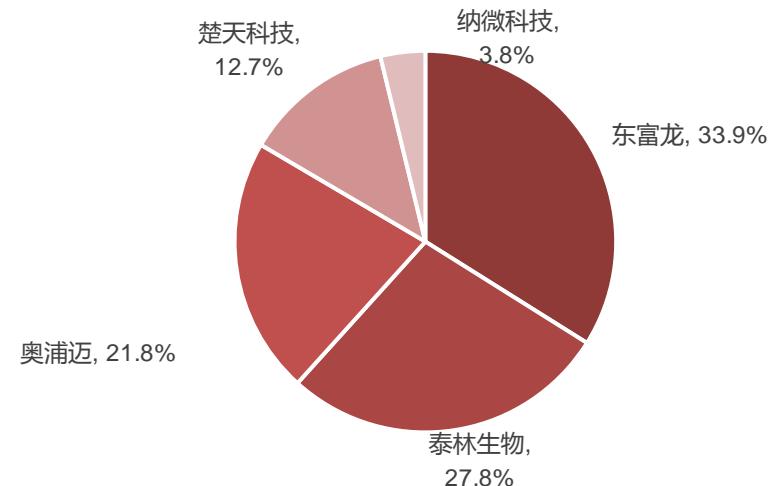
2025前三季度各公司收入占比



子板块2025前三季度业绩速览

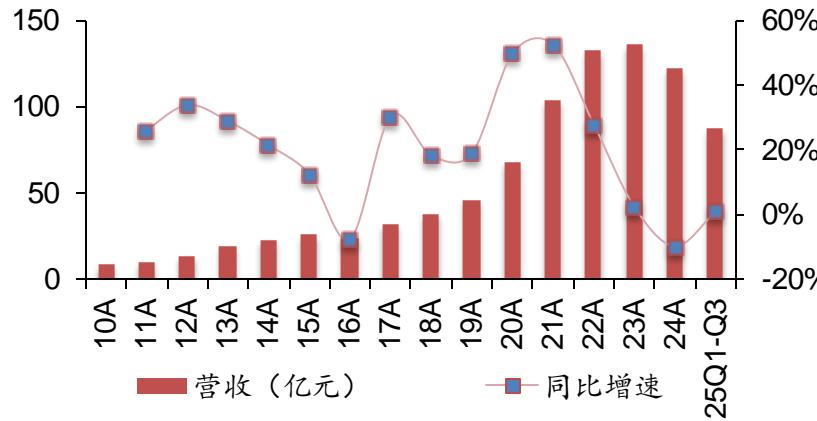
收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数		0	0	3	2
占比	1.00%	0%	0%	60%	40%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数		3	4	4	1
占比	742.51%	60%	80%	80%	20%

2025前三季度各公司归母净利润占比

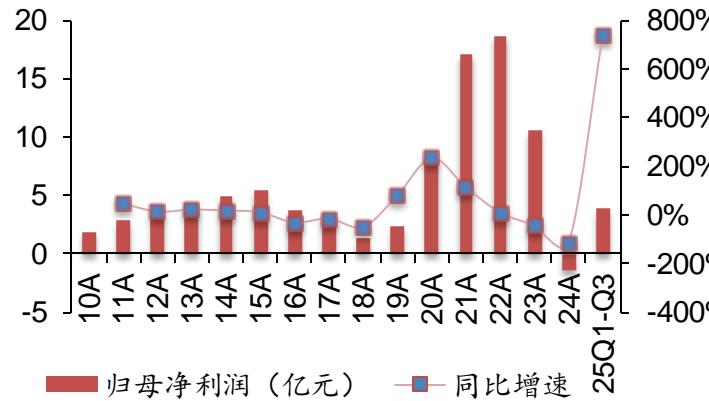


累计季度表现

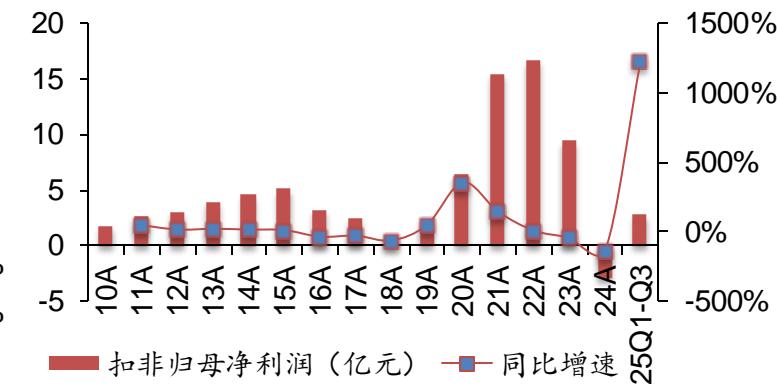
2010-2025前三季度公司收入及增速



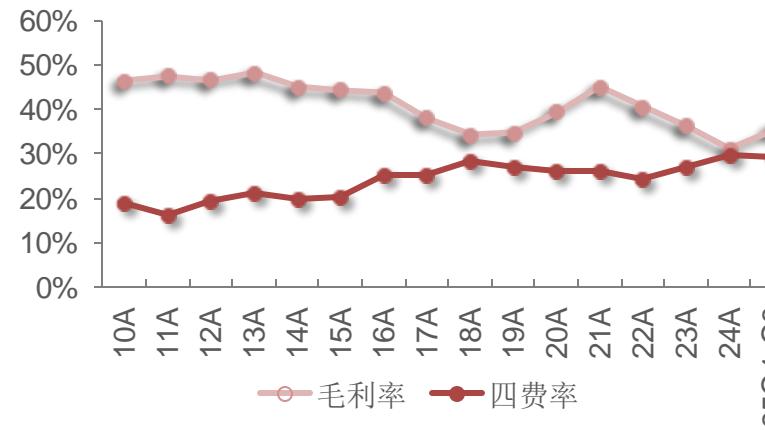
2010-2025前三季度归母净利润及增速



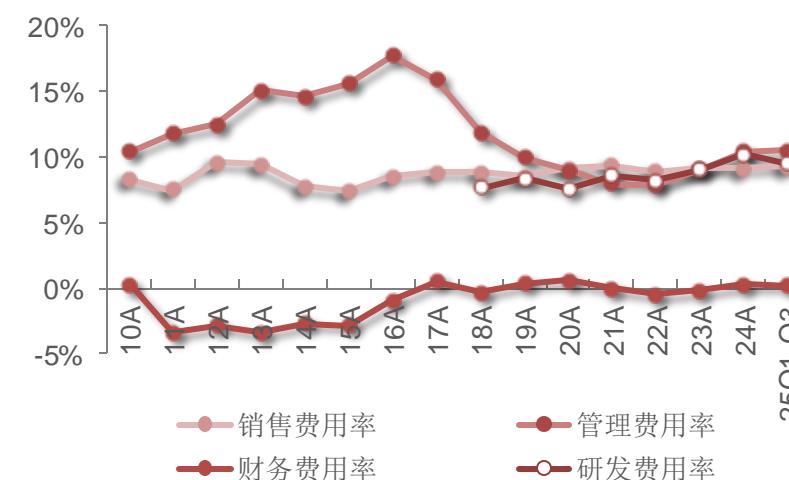
2010-2025前三季度扣非归母净利润及增速



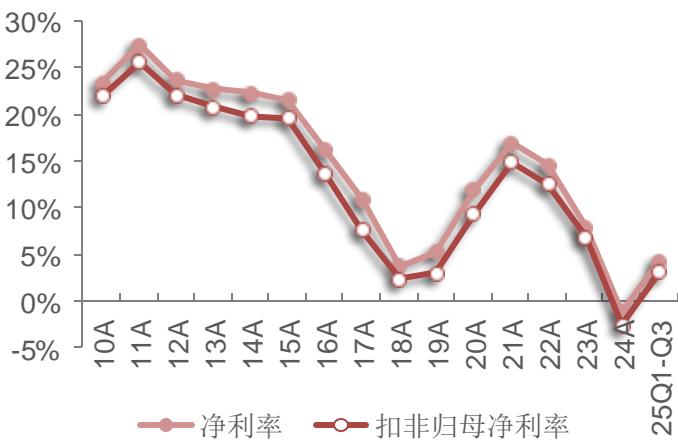
2010-2025前三季度毛利率与四费率变化趋势



2010-2025前三季度期间费用率变化趋势

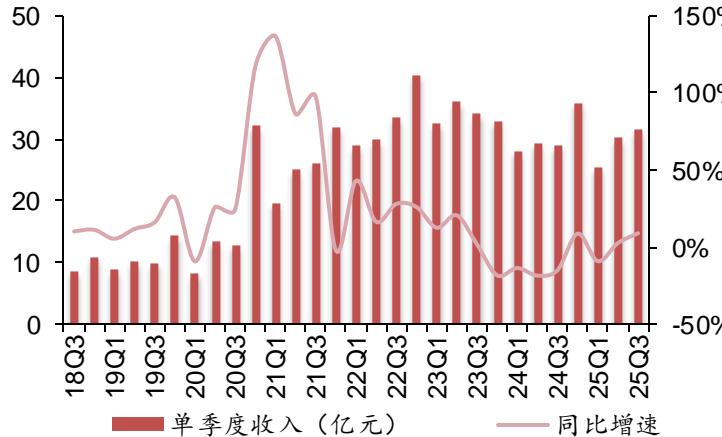


2010-2025前三季度净利率变化趋势

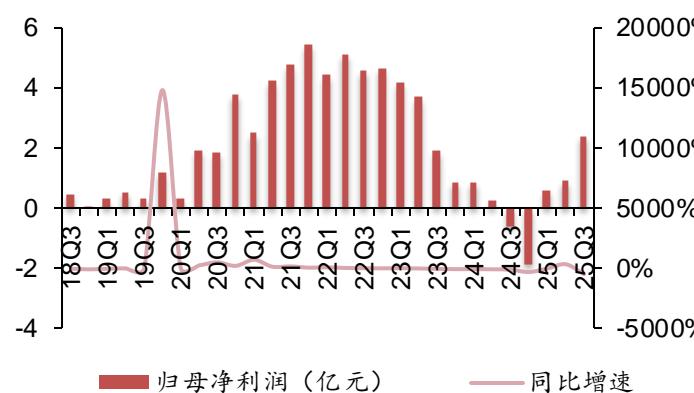


单季度表现

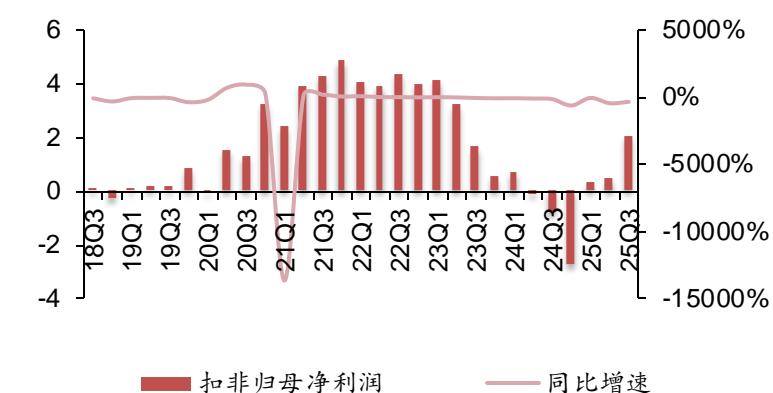
18Q3~25Q3收入及增速



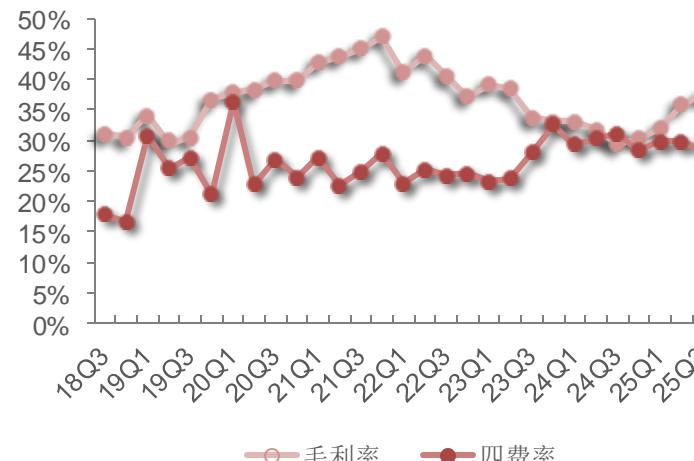
18Q3~25Q3归母净利润及增速



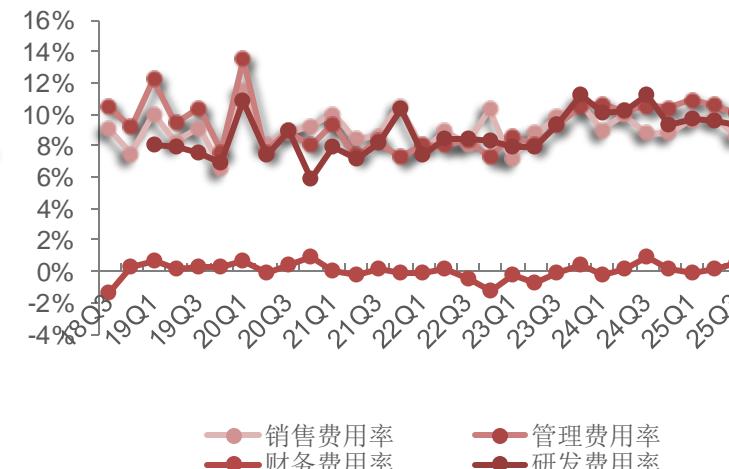
18Q3~25Q3扣非归母净利润及增速



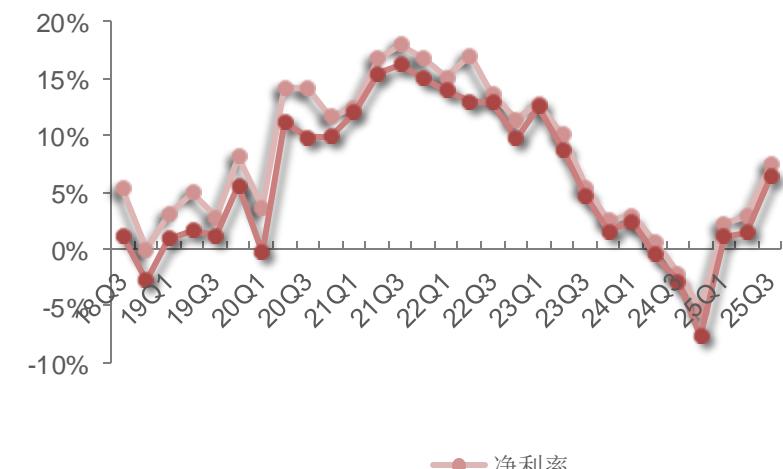
18Q3~25Q3毛利率与四费率变化趋势



18Q3~25Q3期间费用率变化趋势



18Q3~25Q3净利率变化趋势



制药设备及耗材板块成分股

单位：亿元	2025前三季度		2024前三季度		2025Q1		2025Q2		2025Q3		2025/11/14	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(亿元)	2025前三季度	2025前三季度	2025前三季度	占比	2025前三季度	占比	2025前三季度	占比	2025前三季度	占比
东富龙	37.0	1.3	34.9	1.5	3%	-69%	9%	-48%	6%	-14%	139	2.1	-0.21	2.42	7%	2.12	6%	4.40	12%	0.26	-1%
纳微科技	6.7	1.1	5.5	0.4	22%	73%	21%	21%	22%	157%	121	1.2	0.66	1.47	22%	1.18	18%	0.94	14%	0.00	0%
楚天科技	39.0	0.8	41.7	-1.9	-22%	59%	-7%	94%	-7%	145%	68	-2.8	2.72	3.56	9%	4.31	11%	3.12	8%	0.62	2%
奥浦迈	2.7	0.5	2.2	0.3	5%	-25%	47%	402%	26%	81%	67	0.6	0.22	0.36	13%	0.21	8%	0.46	17%	0.14	-5%
泰林生物	2.1	0.1	2.4	0.1	-16%	-40%	3%	1313%	-12%	30%	36	-0.3	0.03	0.49	23%	0.29	14%	0.25	12%	0.06	-3%

2025年三季报疫苗板块业绩总结

- 2025Q1-Q3疫苗板块(11家样本公司)实现收入174亿元(-49.2%)，归母净利润-9亿元(-121.6%)，2025年受行业整体+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，厂商短期业绩承压。单季度看，2025Q1/Q2/Q3单季度收入同比增速分别为-66.6%/-46.3%/-25.1%，收入端环比和同比均有改善，单季度归母净利润同比增速分别为-113.7%/-118.7%/-144.9%。
- 从盈利能力来看，2025Q1-3板块毛利率为52.2% (+6.8pp)，净利率为-5% (-16.7pp)，四费率为55.4% (+25.6pp)，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2020-25Q3关键财务数据(累计)

(亿元)	20A	21A	22A	23A	24A	25Q1-3
营收	306	551	658	746	408	174
yoY	58.1%	80.2%	19.3%	13.4%	-45.3%	-49.2%
归母净利润	81	186	140	114	32	-9
yoY	77.9%	129.1%	-24.6%	-18.8%	-72.0%	-121.6%
毛利率	63.4%	64.0%	56.1%	44.0%	46.6%	52.2%
净利率	27.3%	34.2%	21.8%	14.7%	7.8%	-5.0%
销售费用率	21.0%	14.0%	17.0%	13.8%	18.7%	29.5%
管理费用率	4.4%	3.3%	3.1%	3.1%	5.9%	9.6%
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%	15.3%

疫苗板块24Q1-25Q3关键财务数据(单季度)

(亿元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
营收	144	107	92	65	48	57	69
yoY	-14.8%	-41.3%	-55.7%	-65.2%	-66.6%	-46.3%	-25.1%
归母净利润	18	15	8	-8	-2	-3	-3
yoY	-54.8%	-52.1%	-77.7%	-181.9%	-113.7%	-118.7%	-144.9%
毛利率	37.6%	47.2%	55.5%	53.0%	54.1%	53.2%	49.9%
净利率	12.3%	13.7%	8.4%	-12.3%	-5.1%	-4.8%	-5.1%
销售费用率	9.9%	16.7%	25.9%	31.2%	25.9%	30.6%	31.1%
管理费用率	3.8%	5.2%	6.0%	11.7%	10.9%	9.7%	8.7%
财务费用率	-0.5%	-0.2%	0.4%	-0.2%	1.1%	0.9%	1.0%
研发费用率	6.5%	10.6%	10.7%	18.8%	16.7%	15.6%	14.0%

■ **收入与利润增长方面**，2025Q1-3样本公司收入实现正增长的有4家，占比36%，超过50%增长的有1家（金迪克）；归母净利润实现正增长的有2家，占比18%。

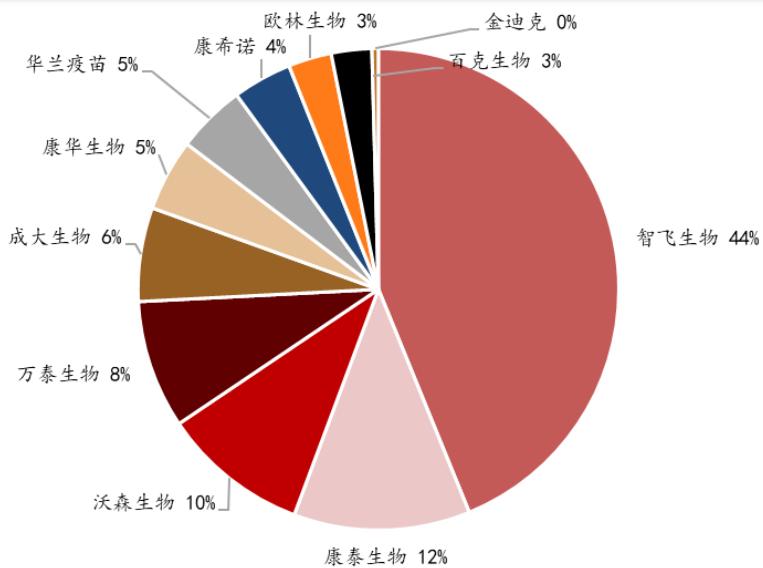
■ **从收入贡献看**，智飞生物占比44%；**从归母净利润贡献看**，智飞生物净亏损12亿元，对疫苗板块影响较大。

子板块2025Q1-Q3业绩速览

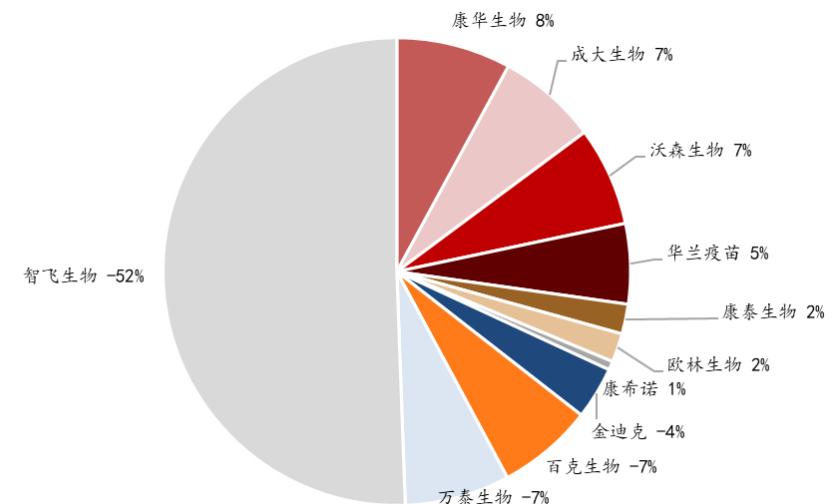
收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-49.2%	1	2	4	7
占比		9%	18%	36%	64%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-121.6%	2	2	2	9
占比		18%	18%	18%	82%

数据来源：Wind，西南证券整理

2025Q1-Q3各公司收入占比



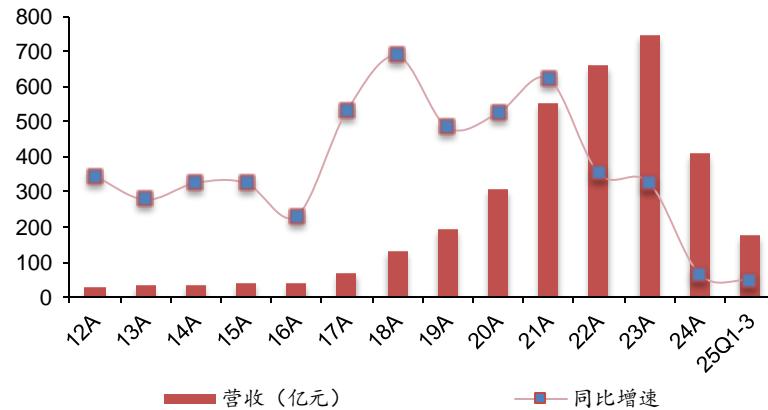
2025Q1-Q3各公司归母净利润占比



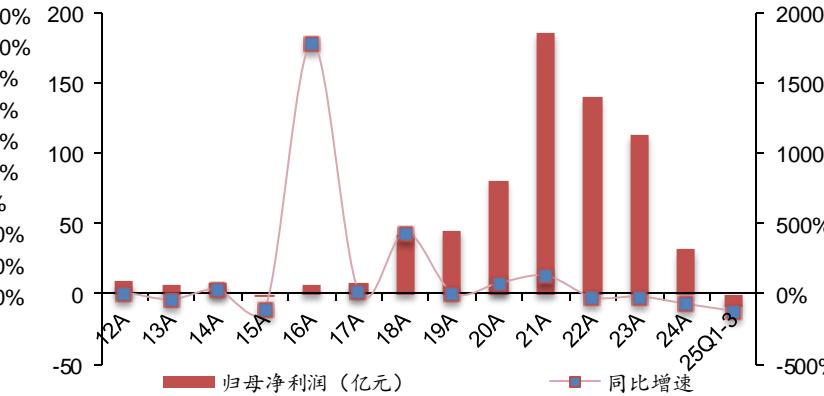
累计：受行业大环境和降价影响，2025Q1-3业绩继续承压

2025Q1-3疫苗板块(11家样本公司)实现收入174亿元(-49.2%)，归母净利润-9亿元(-121.6%)。2025年受行业整体+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。

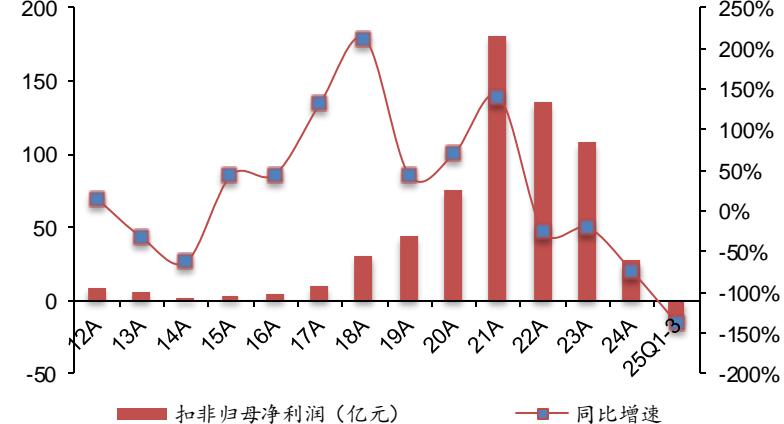
2012-2025Q3公司收入及增速



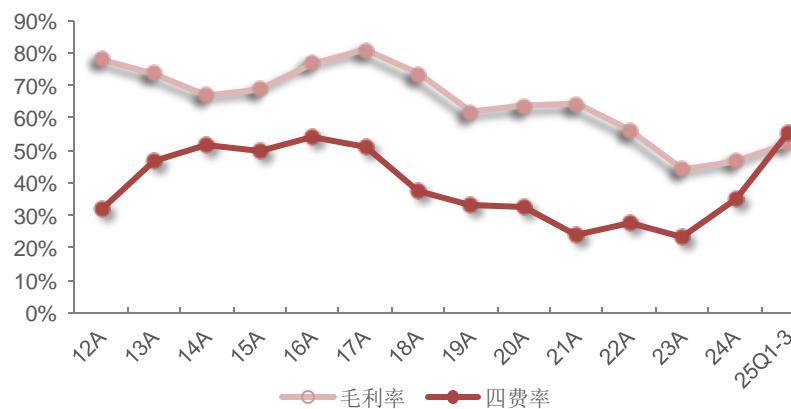
2012-2025Q3归母净利润及增速



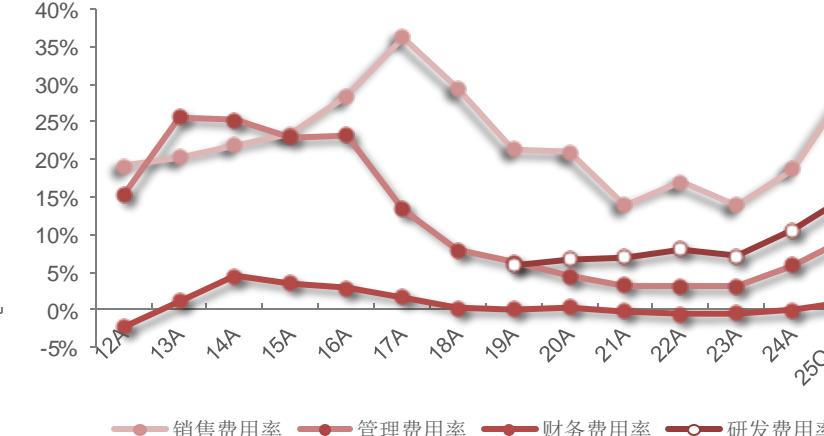
2012-2025Q3扣非归母净利润及增速



2012-2025Q3毛利率与四费率变化趋势



2012-2025Q3期间费用率变化趋势



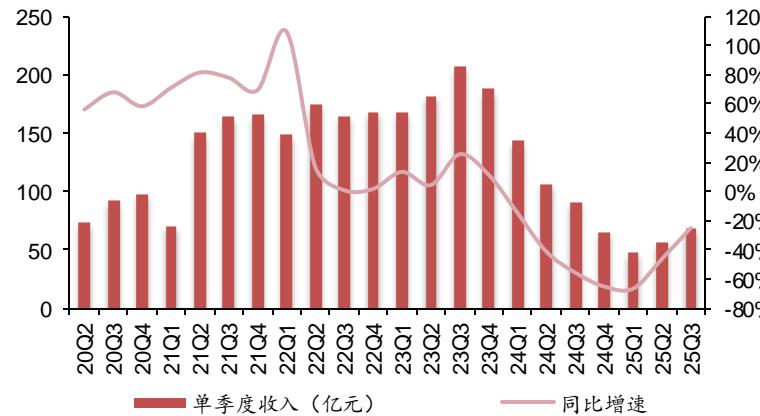
2012-2025Q3净利率变化趋势



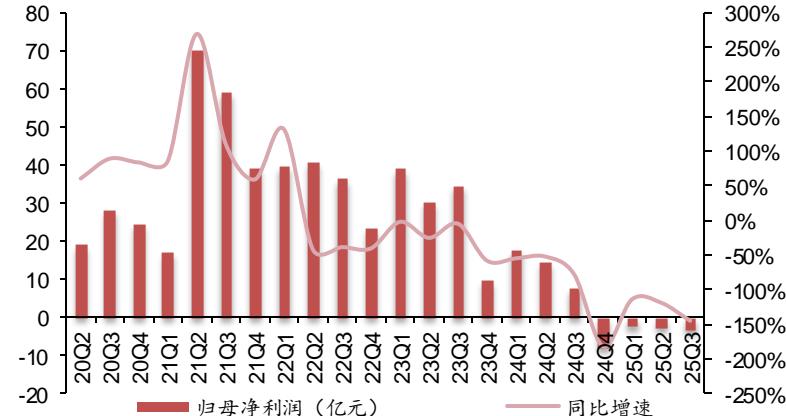
单季度：收入端边际改善，2025Q3利润持续亏损

2025Q1/Q2/Q3疫苗板块分别实现收入48/57/69亿元，同比-66.6%/-46.3%/-25.1%，环比和同比均有改善。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。

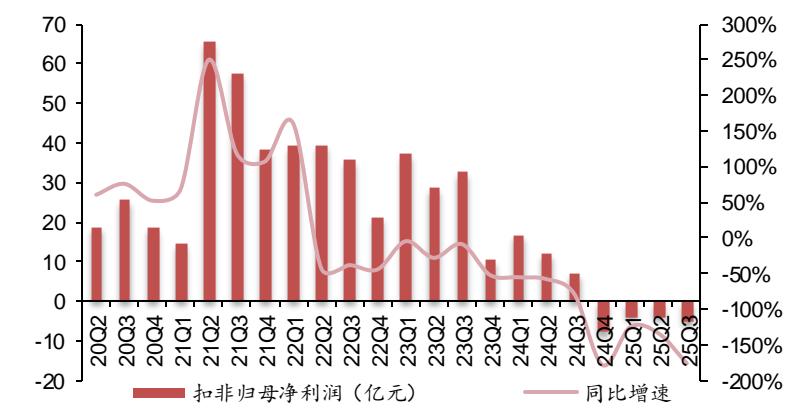
20Q2~25Q3收入及增速



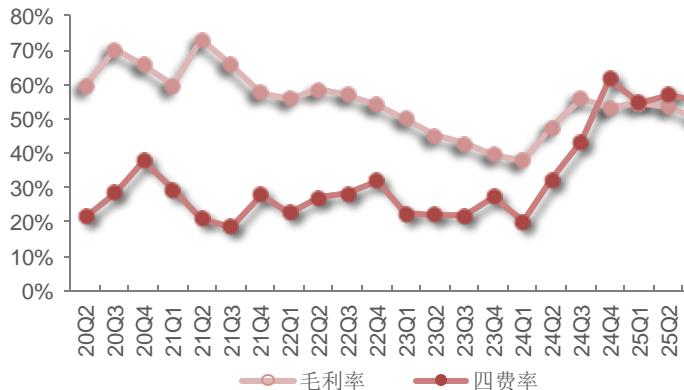
20Q2~25Q3归母净利润及增速



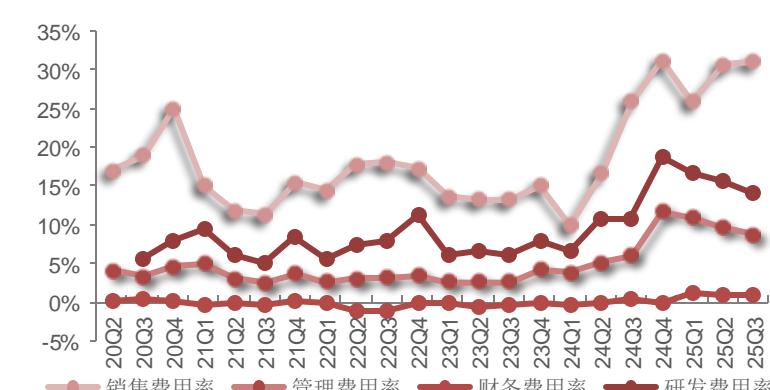
20Q2~25Q3扣非归母净利润及增速



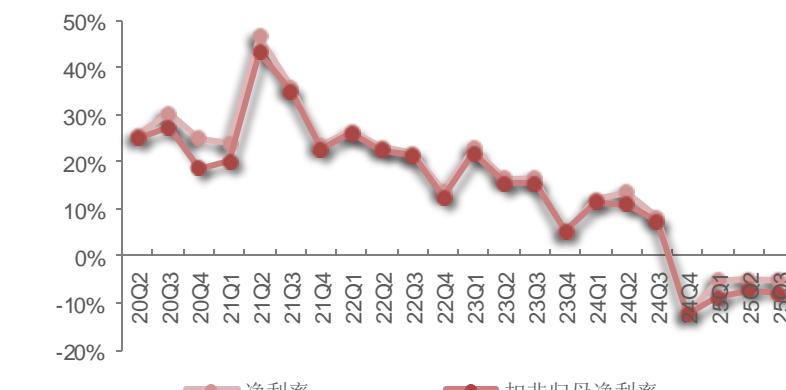
20Q2~25Q3毛利率与四费率变化趋势



20Q2~25Q3期间费用率变化趋势



20Q2~25Q3净利率变化趋势



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2025.6获批，2026年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2025.2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	最新进展日期	预计获批时间	产品	公司	临床进展	最新进展日期	预计获批时间
万泰生物	九价HPV (大肠埃希菌)	已上市	2024/08	已获批, 25.6	13价肺炎球菌结合疫苗	康希诺	III期	2021/4/13	已获批, 25.2
	二价HPV	已上市	2020/05			兰州所	III期	2019/9/19	
沃森生物	二价HPV	已上市	2022/3/24		13价肺炎球菌结合疫苗	科兴中维	I 期	2018/4/10	
	九价HPV(毕赤酵母)	I 期	2020/12/3	2026-2027		成都安特金	I 期	2020/4/21	
上海博唯	四价HPV (汉逊酵母)	III期	2021/11/4		13价肺炎球菌结合疫苗	江苏坤力	I 期	2021/7/27	
	九价HPV (汉逊酵母)	III期	2021/6/2	2026		艾美卫信	I 期	2021/1/26	
中生集团	四价HPV (汉逊酵母)	III期	2019/4/30		15价肺炎球菌结合疫苗	康泰生物	已上市	2021/10	
	11价HPV (汉逊酵母)	II 期	2020/7/8			沃森生物	已上市	2020/3/30	
康乐卫士	三价HPV (大肠杆菌)	III期	2020/12/3		15价肺炎球菌结合疫苗	辉瑞	已上市	2016国内获批	
	九价HPV (大肠埃希菌)	III期	2021/9/14			智飞生物	III期	2021/7/16	2025年后
瑞科生物	重组九价HPV (汉逊酵母)	III期	2021/7/28	2025-2026	23价肺炎球菌多糖疫苗	智飞生物	完成临床	2017/12/20	
	重组二价 (16/18) HPV疫苗	I 期	2022/5/4			康泰生物	已上市	2014/5/9	
诺宁生物/神州细胞	重组二价 (6/11) HPV疫苗	I 期	2022/5/4		科兴中维	IV期	2021/7/5		
	第二代重组四价HPV疫苗	临床前	2022/5/4			华安科创	I 期	2020/9/8	
上海所	第二代重组九价HPV疫苗	临床前	2022/5/4						
	14价HPV (昆虫细胞)	II 期	2021/10/29						
上海所	四价HPV (毕赤酵母)	II 期	2021/9/24						

疫苗板块成分股

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	25Q1-3		25Q1-3		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（百万元）	归母净利润（百万元）	收入	归母净利润		25Q1-3	25Q1-3	25Q1-3	占比	25Q1-3	占比	25Q1-3	占比	25Q1-3	占比	25Q1-3	占比
603392.SH	万泰生物	1,498	-173	-23%	-165%	705	-450	-440	446	29.7%	348	23.2%	289	19.3%	-11	-0.8%		
300122.SZ	智飞生物	7,627	-1,206	-67%	-157%	515	-15159	-3357	669	8.8%	1615	21.2%	292	3.8%	223	2.9%		
300142.SZ	沃森生物	1,719	163	-20%	-36%	200	-423	-93	216	12.5%	563	32.8%	271	15.7%	-62	-3.6%		
300601.SZ	康泰生物	2,063	49	2%	-86%	195	45	-302	420	20.4%	692	33.5%	227	11.0%	24	1.2%		
301207.SZ	华兰疫苗	806	132	-16%	-51%	149	-151	-135	112	13.9%	401	49.8%	53	6.6%	-1	-0.1%		
688185.SH	康希诺	693	14	22%	106%	142	125	237	225	32.4%	277	40.0%	110	15.9%	21	3.0%		
688739.SH	成大生物	1,096	165	-16%	-50%	115	-207	-165	210	19.2%	281	25.6%	161	14.7%	-29	-2.6%		
300841.SZ	康华生物	840	189	-21%	-53%	102	-220	-217	83	9.9%	380	45.2%	83	9.8%	-3	-0.4%		
688319.SH	欧林生物	507	47	31%	1079%	96	120	43	95	18.7%	246	48.6%	50	9.9%	11	2.1%		
688276.SH	百克生物	474	-158	-54%	-165%	95	-552	-403	139	29.2%	285	60.2%	82	17.3%	1	0.3%		
688670.SH	金迪克	75	-86	92%	-62%	26	36	-33	42	56.0%	50	66.3%	58	77.4%	1	0.8%		

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，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
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.c
	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	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn	张鑫	销售岗	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@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
	唐茜露	销售岗	18680348593	txl@swsc.com.cn	林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn