



康方生物、科伦博泰生物、迈威生物、君实生物、维立志博、乐普生物、荃信生物、映恩生物等。

2、医疗器械：从整体生物医药板块中看，创新药资金拥挤度相比Q2略有下降，部分资金从创新药暂时撤退，医疗器械整体行业格局尚可，有望成为资金流入板块。基本面方面，龙头企业Q3改善。如迈瑞上半年负增长，Q3正增长；开立医疗、华大智造、澳华内镜类似，行业大的标的Q3业绩逐步改善。从压制因素上看，器械集采大部分板块已经开展，集采压制器械板块已经进入第6年，集采带来的压制效应越来越小，集采的规模也在下降，此处有望带来预期差和估值修复。体外诊断板块，受集采和院内控费影响，行业处于下行周期尾声，板块有望迎来行业新发展周期。

3、中药：业绩阶段性承压，看好基药/集采政策受益、社会库存出清、创新驱动方向，流感受益。受益标的：佐力药业、特一药业、方盛制药、众生药业、康缘药业、天士力、贵州百灵、九芝堂、桂林三金、以岭药业、贵州三力。

● **风险提示：**

竞争加剧风险；地缘政治风险；政策风险等。

目录

1 流感爆发零售药店板块有望受益，看好26年行业集中度加速提升.....	5
2 行业观点及投资建议.....	6
2.1 行情回顾	6
2.2 近期观点	7
3 板块行情.....	10
3.1 本周生物医药板块走势.....	10
3.2 医药板块整体估值.....	12
4 风险提示.....	13

图表目录

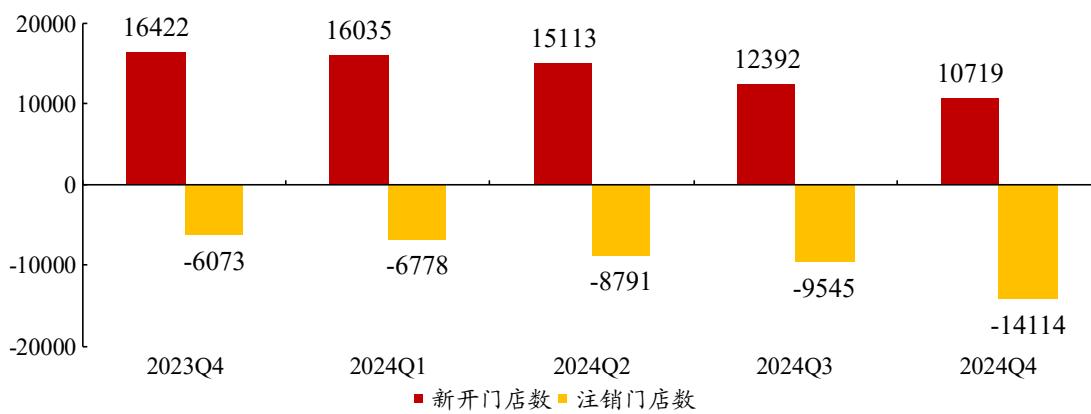
图表 1: 自 2024Q4 起行业进入净减少阶段, 预计出清将加速.....	5
图表 2: 本周申万医药指数走势	6
图表 3: 本周生物医药子板块涨跌幅	6
图表 4: 本周申万各大子板块涨跌幅	11
图表 5: 本周恒生各大子板块涨跌幅	11
图表 6: A 股医药生物公司本周涨跌幅 TOP5	12
图表 7: 港股医药生物公司本周涨跌幅 TOP5.....	12
图表 8: 2010 年至今医药板块整体估值溢价率.....	12
图表 9: 2010 年至今医药各子行业估值变化情况.....	13

1 流感爆发零售药店板块有望受益，看好 26 年行业集中度加速提升

近期流感样病例占比快速爬坡，零售药店板块有望受益。流感病毒的高传染性催生用药刚需，抗病毒药物（如奥司他韦等）需求提升；退烧药、止咳化痰药等对症品类则随轻症患者自我药疗需求激增。同时，公众对防护的重视推高口罩、消毒液、免洗凝胶等消杀产品的复购率。

来年零售药店行业有望加速整合，中小药店加速退出，客流有望向头部集中。据国家药监局发布的《药品监督管理统计年度数据（2024 年）》，2024 年全国药店数量 66.8 万家，2024 年行业竞争持续加剧，但在消费力疲软、医保控费及监管措施加强、门诊统筹落地滞后等外部因素影响下，行业开始分化，中小药店生存环境愈发恶劣，行业面临整合，中康数据显示全国关闭的药店数量 2024Q1 6778 家，Q2 8791 家，Q3 9545 家，Q4 14114 家，闭店加速，全年总计闭店约 3.9 万家，2025 年“闭店潮”持续。自 2024Q4 起总体门店数进入净减少阶段，行业出清，客流有望向头部集中。

图表1：自 2024Q4 起行业进入净减少阶段，预计出清将加速



资料来源：中康数据，中邮证券研究所

行业合规性持续加强，药品追溯码的推行将进一步推进行业集中度提升。2024 年 3 月 19 日，国家医保局、人社部、卫健委、药监局四部门联合发布《关于加强药品追溯码在医疗保障和工伤保险领域采集应用的通知》，正式明确医保

定点医药机构要准确采集、核验药品追溯码并上传至相关系统。自 2025 年 7 月 1 日起，销售环节需扫码后方可进行医保基金结算；此前采购的无追溯码药品纳入“无码库”管理，暂可医保结算。自 2026 年 1 月 1 日起，所有医药机构需实现药品追溯码全量采集上传，且零售药店要在顾客购药小票上显示药品追溯码信息。药品追溯码将杜绝回流药在市场流通，对于低价采购回流药的不合规药店将是致命打击，此外中小药店的合规成本（如培训员工、配套系统接入成本等）将远高于大型连锁药店，药品追溯码的推行并非简单的技术升级，而是通过抬高运营成本、强化工规壁垒、挤压利润空间，系统性加速中小药店退出市场，推动行业向规模化、规范化集中。

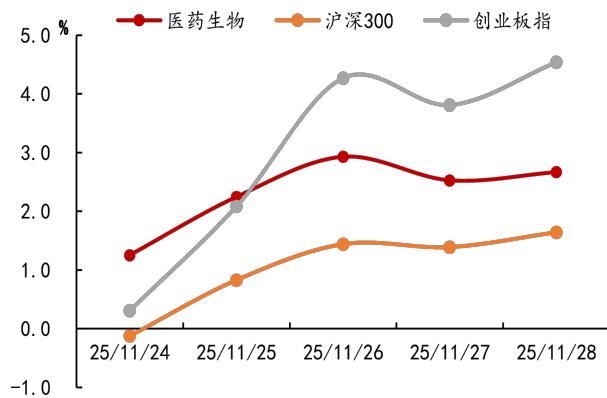
我们看好龙头药房凭借其专业化的服务能力、强大的供应链体系、数字化精细化的管理以及内控合规体系在行业整合阶段强者恒强。推荐标的：益丰药房、大参林。

2 行业观点及投资建议

2.1 行情回顾

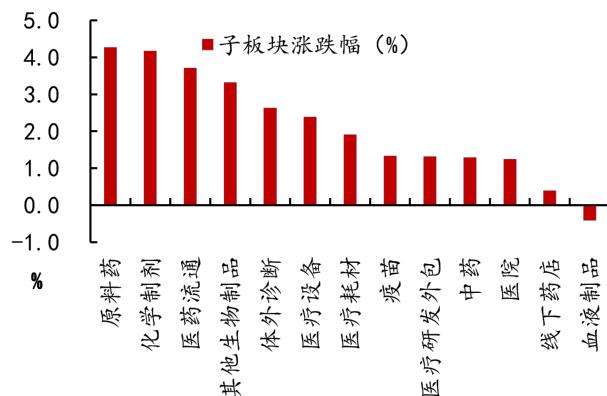
本周（2025 年 11 月 24 日-11 月 28 日），A 股申万医药生物上涨 2.67%，板块整体跑赢沪深 300 指数 1.03pct，跑输创业板指 1.87pct。在申万 31 个一级子行业中，医药板块周涨跌幅排名为第 18 位。

图表2：本周申万医药指数走势



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表3：本周生物医药子板块涨跌幅



资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.2 近期观点

1、创新药：国内放量与BD出海双轮驱动下盈利拐点进一步明晰，看好长期产业趋势。

国内放量与BD出海双轮驱动下创新药放量加速，盈利拐点进一步明晰。从整体来看，创新药板块的收入增长依旧维持稳健高增。国内政策对于创新药的支持预计仍将逐渐体现在业绩端：创新药公司的放量节奏有望加速，进而提升业绩表现，加速板块整体的扭亏为盈。在Q3整体板块并无大额BD诞生情况下，创新药公司内生业绩依旧保持稳健增长。

看好创新药长期产业趋势。中国整体的创新药产业经过过往10余年的快速发展，具备参与全球竞争的实力。下半年以来，国内的BD出海交易虽有短暂真空，但仍在持续，Q4以来亦诞生了多个MNC为合作方的交易。我们认为，海外MNC的购买行为系对国内创新药公司创新研发的实力的背书认可。进一步看，我们认为系中国创新药产业链能力、管线数量和质量、研发效率在全球的强大竞争优势催生出的结果，坚定看好长期的产业趋势。

建议关注：

创新资产有望参与全球竞争：信达生物、康方生物、三生制药、科伦博泰、石药集团、益方生物

仿创Pharma：翰森制药、中国生物制药、康哲药业、华东医药、丽珠集团、健康元、京新药业

创新差异化的Biotech：德琪医药、科济药业、乐普生物、映恩生物、迈威生物

2、CXO：底部回暖趋势基本确立，利润持续表现亮眼

CDMO板块：我们仍看好后续行业景气度持续提升的趋势，主要基于1)海外需求已呈现明确拐点，叠加美国即将迎来降息周期，需求端有望进一步释放；2)多肽、ADC等新疗法份额持续提升，带动商业化需求扩容，国内CDMO的产业优势显著。

CRO板块：国内创新药景气度逐步回暖，后续研发需求有望兑现到CRO行业业绩；供给端竞争降价情况也已趋稳，静待未来盈利能力逐渐修复。

建议关注：药明康德、康龙化成、泰格医药等。

3、科研服务：国内景气度有望起底反转

Q4 科研服务板块有望维持 25 年以来的良好恢复势头，部分细分龙头在经过行业竞争出清后核心业务增长逐季加速，建议关注行业壁垒较高、自身具备较强竞争优势细分龙头的投资机会，主要基于 1) 国内外医药行业景气度逐步恢复，将逐步传导至上游科研服务的需求端；2) 下行周期中行业洗牌基本完成，利润率已深度调整，正处于逐步修复过程中；3) 产业逻辑仍在，国产替代与新疗法商业化带来前端订单放量的空间巨大。

建议关注：百普赛斯、奥浦迈、药康生物等。

4、生物制品：关注产品放量、在研管线数据或 BD 预期引发的估值重估机会

血制品：目前血制品的景气度处于下行周期，价格面临压力。中长期关注行业龙头天坛生物。

疫苗：整体受新生儿数量下降、存量市场消化和产品格局恶化，行业增长出现乏力，关注金黄色葡萄球菌疫苗关键 III 数据揭盲的欧林生物。

其他：主要关注核心产品放量机会和产品数据或 BD 预期引发的估值重估机会。

建议关注：疫苗（欧林生物）、甘李药业、我武生物、神州细胞、安科生物，血制品（天坛生物）。

5、医疗器械：随着反腐边际改善，集采反内卷和设备采购资金逐步落地，医疗器械板块拐点初现

从整体生物医药板块中看，创新药资金拥挤度相比 Q2 略有下降，部分资金从创新药暂时撤退；医疗器械整体行业格局尚可，有望成为资金流入板块。基本面方向龙头企业 Q3 改善。如迈瑞上半年负增长，Q3 正增长；开立医疗、华大智造、澳华内镜类似，行业大的标的 Q3 业绩逐步改善。集采反内卷切实正在逐步兑现，器械集采有望纠偏，此处会带来预期差和估值修复，从压制因素上看，器械集采大部分板块已经开展，集采压制器械板块已经进入第 6 年，集采带来的压制效应

越来越小，集采的规模也在下降。体外诊断板块，受集采和院内控费影响，行业处于下行周期尾声，板块有望迎来行业新发展周期。

受益标的：

高景气相关标的：相关行业赛道因为行业增速快、国产份额低、国内外竞品少等原因，相关企业具有高增长，景气度较高。受益标的：惠泰医疗、微电生理、迈普医学、山外山、奕瑞科技等。

集采受益型标的：受国内反内卷政策推动，医疗器械集采降价有望更加合理，不再单纯以低价为上。部分相关企业有望受益于集采反内卷。受益标的：心脉医疗、南微医学、安杰思等。

困境反转标的：如设备板块，受医疗反腐和医疗设备以旧换新落地节奏影响，部分设备企业上半年业绩承压。随着下半年设备采购逐步加速，相关企业库存压力将逐步减少，增速有望逐步体现。受益标的：迈瑞医疗、开立医疗、澳华内镜等。

海外机会标的：如华大智造、先瑞达、启明医疗、海泰新光、祥生医疗等。

其他单独逻辑标的：脑机接口（美好医疗、翔宇医疗、创新医疗等）、新产品新业务有大空间（海泰新光、赛诺医疗、乐普医疗、三友医疗等）。

短期可关注方向：流感疫情检测方向。

6、医疗服务：看好有外延预期方向，关注消费复苏

方向一：持续扩张及优质资产注入下市占率提升：

1) 受益标的：爱尔眼科：当前收购估值已明显下降，保持每年并购一定数量门店/医院的节奏，行业的中小竞争者经营压力皆提升，公司通过持续并购有望进一步扩大市占率。

2) 受益标的：固生堂：公司通过自建和收购并举，公司拥有成熟的门店运营管理体系，门店可复制性强；由于客单价较低受消费力下行影响较小，且诊疗偏刚需，需求端旺盛，有望通过持续扩张促进市占率提升。

方向二：关注消费复苏下弹性较大的眼科、口腔行业：眼科受消费力下行影响，一线城市分院业绩下滑更为明显，后续消费复苏弹性较大；口腔基本持平，价格呈现企稳态势，消费复苏下量增带来的弹性大。

7、中药：看好基药/集采政策受益、社会库存出清、创新驱动方向

方向一：集采/基药政策受益方向

受益标的：盘龙药业、方盛制药、佐力药业等。关注基药政策动态，新进入基药目录的药品有望实现加速增长，例如盘龙药业品种盘龙七片、方盛制药品种藤黄健骨、贵州三力品种开喉剑（儿童型）等。受益集采有望实现较好以价换量的有佐力药业的乌灵胶囊等品种，以上较大单品凭借集采身份加速医院覆盖。

方向二：高基数出清的拐点方向

受益标的：以岭药业、贵州三力等。疫情诊疗相关药品高基数影响减弱，库存恢复常态水平，业绩增速有望恢复。

方向三：关注积极布局创新研发方向

受益标的：康缘药业、天士力、贵州百灵、九芝堂、桂林三金等。贵州百灵：1.1类中药新药糖宁通络糖网适应症进入Ⅲ期临床，且获得2型糖尿病临床批件，此次获批标志着糖宁通络片成为国内首个在“糖尿病治疗”与“并发症治疗”双领域进入临床试验的中药1.1类新药。参股子公司成都赜灵布局创新药。

8、医药商业：零售药店行业加速集中

预计行业出清后龙头药房客流将进一步恢复。门诊统筹有望带来业绩增量。

此外，零售药店龙头在探索门店经营上求新求变，不断提升市场竞争力，有望在行业加速集中度提升的进程中脱颖而出。我们看好龙头药房凭借其专业化的服务能力、强大的供应链体系、数字化精细化的管理以及内控合规体系在行业整合阶段强者恒强。推荐标的：益丰药房、大参林。

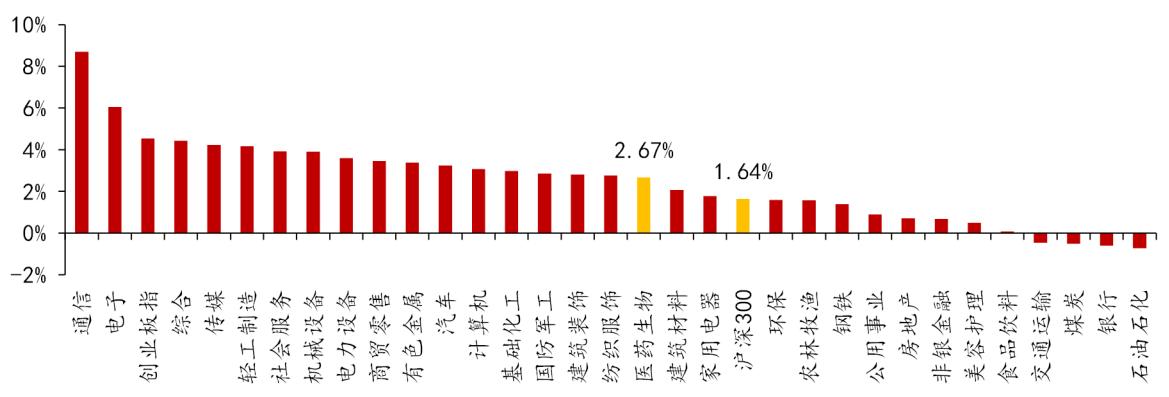
3 板块行情

3.1 本周生物医药板块走势

本周（2025年11月24日-11月28日），A股申万医药生物上涨2.67%，板块整体跑赢沪深300指数1.03pct，跑输创业板指数1.87pct。在一级子行业中，医药板块周涨跌幅排名为第18位。恒生医疗保健指数上涨3.64%，

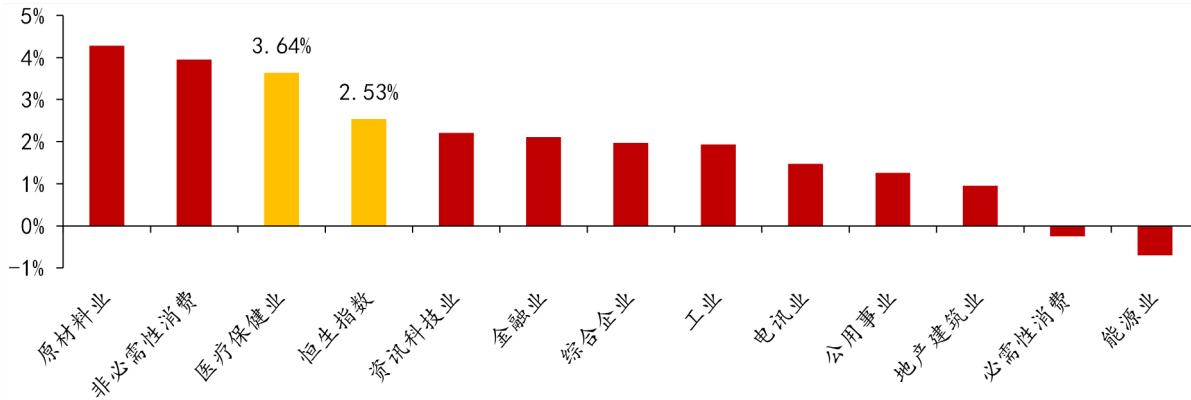
板块整体跑赢恒生指数 1.1pct。在恒生 12 个一级子行业中，医疗保健行业周涨幅跌幅排名为第 3 位。

图表4：本周申万各大子板块涨跌幅



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表5：本周恒生各大子板块涨跌幅

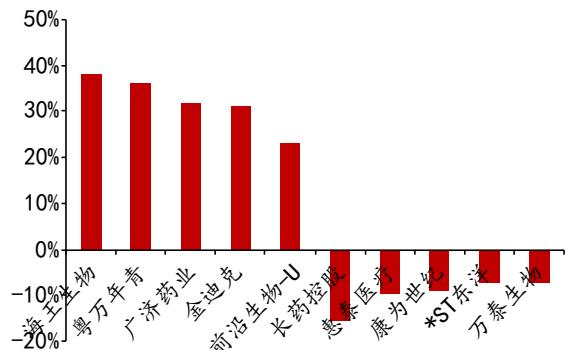


资料来源：Wind，中邮证券研究所

上周，A股申万医药生物行业个股涨幅前五位分别为：海王生物 (+38.21%)、粤万年青 (+36.2%)、广济药业 (+31.74%)、金迪克 (+31.29%)、前沿生物-U (+23.12%)。个股跌幅前五位分别为：长药控股 (-15.33%)、惠泰医疗 (-9.61%)、康为世纪 (-8.81%)、*ST 东洋 (-7.25%)、万泰生物 (-7.08%)。

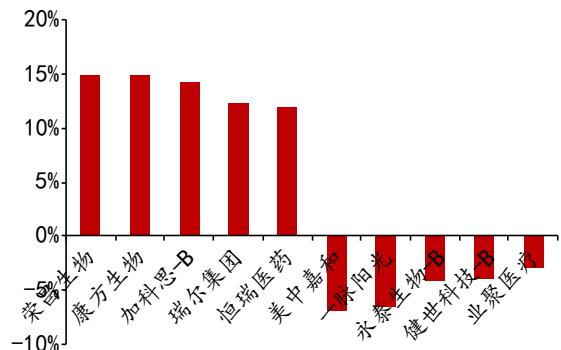
港股方面，上周个股涨幅前五位分别为：荣昌生物 (+14.89%)、康方生物 (+14.86%)、加科思-B (+14.18%)、瑞尔集团 (+12.27%)、恒瑞医药 (+11.9%)。个股跌幅前五位分别为：美中嘉和 (-6.97%)、一脉阳光 (-6.43%)、永泰生物-B (-4.11%)、健世科技-B (-3.89%)、业聚医疗 (-2.88%)。

图表6: A股医药生物公司本周涨跌幅 TOP5



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表7: 港股医药生物公司本周涨跌幅 TOP5



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

3.2 医药板块整体估值

截止 2025 年 11 月 28 日, 申万医药板块整体估值 (TTM, 整体法, 剔除负值) 为 29.41, 比上周上升 0.61。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 123.23%, 环比上升了 3.57 个百分点。

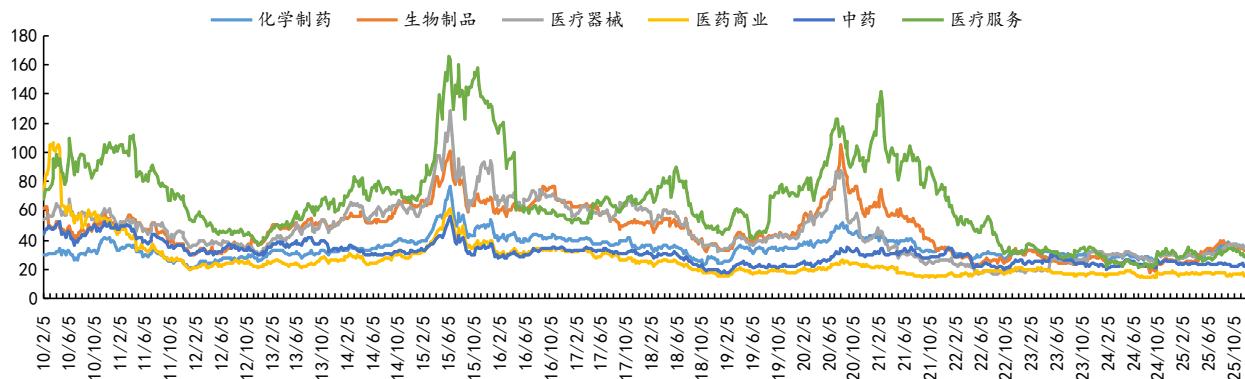
子行业市盈率方面, 化学制药、医疗器械和生物制品板块居于前三位, 本周所有医药子行业估值均有所上升。

图表8: 2010 年至今医药板块整体估值溢价率



资料来源: Wind, 中邮证券研究所 (注: 采用 Wind 提取申万医药生物指数 801150.SI 和沪深 300 指数 000300.SH 的市盈率 (TTM、剔除负值) 计算)

图表9：2010年至今医药各子行业估值变化情况



资料来源：Wind，中邮证券研究所（注：采用Wind板块数据浏览器，提取申万医药生物二级行业的市盈率（TTM整体法，调整负值）

4 风险提示

竞争加剧风险；地缘政治风险；政策风险等。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编：518048