



信达证券  
CINDA SECURITIES

Research and  
Development Center

# 创新跨越从跟跑至领跑，出海破局由低端向高端

医药生物行业 2026 年度策略报告

2025 年 12 月 15 日

## 证券研究报告

## 行业研究

## 行业投资策略

## 医药生物

投资评级 看好

上次评级 看好

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号：S1500523080002

邮箱：tangaijin@cindasc.com

贺鑫 医药行业联席首席分析师

执业编号：S1500524120003

邮箱：hexin@cindasc.com

曹佳琳 医药行业分析师

执业编号：S1500523080011

邮箱：caojialin@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师

执业编号：S1500524030003

邮箱：zhangzhongtao@cindasc.com

赵丹 医药行业分析师

执业编号：S1500524120002

邮箱：zhaodan@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B

座

邮编：100031

## 创新突破从跟跑至领跑，出海破局由低端向高端

2025年12月15日

## 本期内容提要：

➤ 行业运行及估值动态：2025年前三季度生物医药板块各子板块业绩表现大幅分化，高基数及集采和反腐压力已基本消化，2025年行业营收及利润总额同比增速先抑后扬，其中创新药及CXO和生命科学上游的景气度已反转，行业的盈利能力止跌企稳；创新药受益于BD预期带动年初至7月份医药指数大涨，8月份至今震荡调整，行业整体估值处于历史平均偏低的水平。

➤ 商保创新药目录2025年首次落地，有望拉动创新药产品支付增量。我国医保基金2024年运行稳健，参保率超95%，医保总体平稳。商保丙类创新药目录聚焦“创新程度高+临床价值大+患者获益显著”，CAR-T、ADC等前沿疗法参与商保价格协商，首版目录即将落地，有望拉动创新药产品支付增量。

➤ 1) 创新药：海外权益BD交易带动创新药资产重估。国内新药开发速度更快，成本更低及工程师优势等政策宏观环境的良好沃土造就了中国创新药领先全球的开发优势，高质量创新药获得国际资本认可引发海外权益BD浪潮，2025年中国贡献了全球约1/3的创新研发管线，中国创新药License-out占比持续提升。关注IO2.0赛道的信达生物、维立志博。

➤ 2) CXO：市场供需改善，CDMO布局新兴赛道，CRO拐点渐显。以ADC、多肽、寡核苷酸为代表的新分子需求旺盛，且CDMO龙头公司普遍拥有丰富的项目储备和完整的漏斗结构，项目管线自带放大逻辑，CDMO布局新兴赛道已进入高景气周期，关注药明康德；CRO国内需求复苏开启，关注康龙化成、普蕊思。

➤ 3) 生命科学上游：下游需求全面复苏，把握行业并购机遇。海外创新药需求率先恢复，国内需求随后跟进，进入景气度高企阶段。上市公司现金储备丰富，积极推动并购扩张，关注毕得医药、皓元医药、阿拉丁。

➤ 4) AI医疗：“人工智能+”政策引领，AI应用多点开花。Deepseek带动医疗大模型大发展，而国内“人工智能+”行动政策引领，国内外AI巨头多点开发，推动AI在医疗领域应用落地。关注京东健康、医脉通。

➤ 5) 高端医疗设备：把握“国内招采复苏+进口替代+出海加速”成长机会。高端医疗设备实现产品迭代突破，逐步从“跟跑”迈向“领跑”，院端招采回暖驱动院内设备修复，新的招采模式下加速高端产品领域的进口替代，企业或迎业绩拐点；海外增长加速，国际化拓展成效凸显，出海成为高端器械增长新引擎。关注联影医疗、开立医疗、山外山。

➤ 6) 骨科关节耗材：集采负面影响出清，机器人驱动数字化骨科发展。人口老龄化进程加速驱动骨科市场持续扩容，集采常态化降价影响已出清，骨科手术智能化发展，手术机器人发展潜力可期。建议关注爱康医疗、春立医疗。

➤ 7) 中药：经营改善趋势渐显，流感+基药目录等多因素催化。2025Q3部分中药标的已呈现收入、盈利改善趋势，秋冬季流感爬坡或助力业绩放量；基药目录调整有望催化新一轮中药行情，中药企业的估值处于5年5分位以下。关注白云山、方盛制药。

风险因素：①宏观环境风险；②创新药研发及商业化或BD授权不及预期、

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

全链条支持创新药政策落地不及预期;③生命科学研发服务需求修复和进口替代政策实施不及预期、并购重组不及预期;④AI 医疗: 行业政策、医药电商&精准营销行业竞争加剧、平台用户增长不及预期; ⑤医疗器械: 政策落地节奏不及预期、地缘政治冲突及关税导致出海受阻风险; ⑥中药: 集采降价超预期及销售不及预期风险。

## 目录

<b>1. 行业运行与估值动态：2025年行业同比增速先抑后扬</b>	7
1.1. 复盘行业增长：行业整体增长平稳，创新药高增长表现靓丽	7
1.1.1. 高基数及集采压力基本消化，行业营收及利润总额同比增速先抑后扬	8
1.1.2. 行业疫情期间扩容、竞争加剧致企业盈利能力下降，2025年企稳回升	10
1.2. 医药板块估值：整体估值依然底部区域，创新药受益于BD预期带动25年上半年行情	11
1.3. 商保目录2025年底首次落地，有望拉动创新产品支付增量	13
1.3.1. 基本医保难承新药之重，商保创新药目录成关键补充	14
1.3.2. CAR-T、ADC等前沿疗法参与商保价格协商，首版目录即将落地	14
<b>2. 创新药：海外权益BD交易带动创新药产业重估</b>	15
2.1. 宏观环境的良好沃土造就了中国创新药领先全球的开发优势	15
2.2. 中国高质量的创新药研发管线引发BD热潮	16
2.3. IO2.0赛道的信达生物、维立志博	17
2.3.1. 信达生物：IBI363重新定义IO2.0，巨额交易引发全球关注	17
2.3.2. 维立志博：全球领先的基于条件性激活技术的IO 2.0+ADC 2.0 Biotech	17
<b>3. CXO：市场供需改善，CDMO布局新兴赛道，CRO拐点渐显</b>	18
3.1. CDMO：布局新兴赛道，进入高景气周期	18
3.2. CRO：下游需求复苏在即，拐点可期	21
3.3. 建议重点关注：康龙化成、普蕊斯	23
3.3.1. 药明康德：在手订单储备丰富，TIDES业务有望保持高景气度	23
3.3.2. 康龙化成：前端CRO降息受益，后端CMC持续转化	23
3.3.3. 普蕊斯：SMO下游需求复苏，AI赋能降本增效	23
<b>4. 生命科学上游：下游需求全面复苏，把握行业并购机遇</b>	23
4.1. 下游需求复苏带动收入增长，盈利能力提升空间较大	23
4.2. 现金储备丰富，积极推动并购扩张	25
4.3. 建议重点关注：毕得医药、皓元医药、阿拉丁	26
4.3.1. 毕得医药：业绩加速趋势显著，高度重视并购扩张	26
4.3.2. 皓元医药：从前端到后端完整布局，盈利能力具备改善空间	26
4.3.3. 阿拉丁：布局生命科学试剂，并购项目不断落地	26
<b>5. AI医疗：“人工智能+”政策引领，AI应用多点开花</b>	27
5.1. Deepseek带动医疗AI模型大发展	27
5.2. “人工智能+”行动政策引领，国内外AI巨头多点开花	28
5.3. 关注：京东健康、医脉通	30
<b>6. 高端医疗设备：把握“国内招采复苏+出海加速”成长机会</b>	31
6.1. 国内招采回暖，驱动院内设备增长，企业或迎业绩拐点	31
6.2. 海外收入增长加速，国际化拓展成效凸显，出海成为增长新引擎	32
6.3. 高端医疗设备实现突破，逐步从“跟跑”迈向“领跑”	33
6.4. 建议关注联影医疗、开立医疗、山外山	34
<b>7. 骨科耗材：集采负面扰动出清，机器人驱动数字化骨科发展</b>	35
7.1. 人口老龄化进程加速，驱动骨科市场持续扩容	35
7.2. 集采常态化，降价影响已逐步出清，骨科国产化率逐步提升	35
7.3. 骨科手术智能化发展，手术机器人市场潜力较大	36
7.4. 建议关注爱康医疗、春立医疗	37
<b>8. 中药：25Q3或已呈经营改善趋势，流感+基药目录等多因素催化</b>	37
8.1. 25Q3部分中药标的已呈现收入、盈利双改善趋势	37
8.2. 流感爬坡或助力业绩放量，基药目录调整或有望催化新一轮中药行情	39
8.3. 7家代表性中药公司PE TTM位于近5年5分位以下	40
8.4. 关注：白云山、方盛制药	41
<b>9. 关注标的逻辑及估值</b>	43
<b>10. 风险提示</b>	44

## 表 目 录

表 1. SW 生物医药三级子行业总营收同比增速.....	9
表 2. SW 生物医药三级子行业归母净利润总额同比增速.....	10
表 3. 2025 年商保创新药目录价格协商的 24 款药品名单.....	14
表 4. CDMO 公司单季度营业收入同比增速.....	19
表 5. CDMO 公司单季度归母净利润同比增速.....	19
表 6. CDMO 龙头公司新分子业务布局情况.....	20
表 7. CRO 龙头公司订单趋势情况 .....	22
表 8. 部分重点 AI 医疗大模型汇总 .....	27
表 9. 京东健康盈利预测 .....	30
表 10. 医脉通盈利预测 .....	31
表 11. 我国骨科集采情况 .....	35
表 12. 百亿以上市值中药企业单季度收入增速变动 .....	38
表 13. 百亿以上市值中药企业单季度 ROE 情况.....	38
表 14. 部分中药企业 PE 估值情况 .....	40
表 15. 近年市值百亿以上中药标的股息率汇总 .....	41
表 16. 白云山盈利预测 .....	42
表 17. 方盛制药盈利预测 .....	42
表 18. 关注的个股估值表 .....	43

## 图 目 录

图 1. 近五年 SW 生物医药板块总营业收入（十亿）及增速.....	7
图 2. 近五年 SW 生物医药二级子行业总营收增速趋势 .....	7
图 3. 近五年 SW 生物医药板块归母净利润（十亿）及增速.....	7
图 4. 近五年 SW 生物医药二级子行业归母净利润增速趋势 .....	7
图 5. 近五年 SW 生物医药板块单季度营收（十亿）及增速.....	8
图 6. 近五年 SW 生物医药板块单季度归母净利润（十亿）及增速 .....	9
图 7. 近五年 SW 生物医药板块销售毛利率 (%) 变化趋势 .....	10
图 8. 近五年 SW 生物医药二级子行业销售毛利率变化趋势 .....	10
图 9. 近五年 SW 生物医药板块销售净利率 (%) 变化趋势 .....	11
图 10. 近五年 SW 生物医药二级子行业销售净利率变化趋势 .....	11
图 11. SW 生物医药指数 2012 年至今涨幅走势图 .....	11
图 12. 2023 年初至今生物医药板块走势 .....	11
图 13. 过去一年 SW 生物医药指数绝对收益率及相对收益率在各行业中排名 .....	12
图 14. 2016 年至今 SW 生物医药行业动态市盈率(TTM) 及相对沪深 300 指数市盈率溢价率 .....	12
图 15. SW 生物医药动态市盈率 (TTM) 在 SW31 个一级子行业中排名对比 .....	13
图 16. SW 生物医药二级子行业 2023 年初至今涨跌幅 .....	13
图 17. SW 生物医药二级子行业动态市盈率变化趋势 (单位: 倍) .....	13
图 18. 相比国际同行中国创新药的开发速度更快, 成本更低 .....	15
图 19. Fast-Follow 小分子创新药中国开发速度比国际同行快 50%-70% .....	15
图 20. 中国创新药临床开发速度显著快于国际同行 .....	16
图 21. 2023 年以来来自中国的临床研究成果在 ASCO 会议上汇报的比例快速提高 .....	16
图 22. 2025 年中国贡献了全球约 1/3 的创新研发管线 .....	16
图 23. 处于临床 1/2 阶段的下一代模态的创新研发管线中国占据重要份额 .....	16
图 24. 2025Q1-Q3 全年以及中国创新药交易总额均超 2024 年全年, 中国创新药交易总金额同比增长 64%.....	17

图 25. 中国创新药 License-out 占比持续提升, 2025Q1-Q3 出海总金额占中国创新药 BD 总金额 98%.....	17
图 26. LBL-024 临床开发计划.....	18
图 27. CDMO 龙头公司订单趋势情况.....	20
图 28. CRO 公司单季度营业收入同比增速.....	21
图 29. CRO 公司单季度归母净利润 (单位: 亿元) .....	21
图 30. 美国联邦基金利率和 XBI 指数关系 .....	22
图 31. 生命科学上游上市公司营业收入单季度同比增速表现 .....	24
图 32. 生命科学上游上市公司归母净利润单季度同比增速表现 .....	24
图 33. 科研客户和工业客户对比 .....	25
图 34. 生命科学上游上市公司现金储备 (货币资金+交易性金融资产) (单位: 亿元) .....	25
图 35. 生命科学上游上市公司收购案例 .....	26
图 36. “人工智能 + 医疗卫生”应用示意图 .....	28
图 37. 千问 APP 公测示意图 .....	29
图 38. 谷歌 Gemini 3 示意图 .....	29
图 39. 2023 年-2025 年 10 月我国医疗设备招采的销售额变化情况 .....	32
图 40. 中国医疗仪器及器械出口情况 .....	32
图 41. 部分医疗器械企业海外增长速度及海外业务占比情况 .....	33
图 42. 医疗器械细分领域国产化率情况 .....	33
图 43. 我国骨科植入器械分类及市场规模情况 .....	35
图 44. 集采后骨科细分领域国产市占率变化 .....	36
图 45. 全球骨科机器人市场规模变化 (百万元) .....	37
图 46. 中国骨科机器人市场规模变化 (亿元) .....	37
图 47. 近年全国流感阳性率的变动趋势 .....	39
图 48. 近年中万中药板块指数走势 .....	39
图 49. 基药目录药品种类数量变动 .....	40
图 50. 基药目录结构占比变动 .....	40

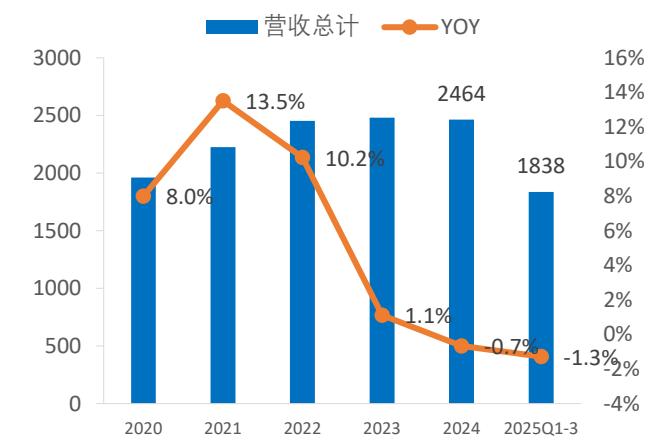
## 1. 行业运行与估值动态：2025年行业同比增速先抑后扬

### 1.1. 复盘行业增长：行业整体增长平稳，创新药高增长表现靓丽

收入端，SW 生物医药 461 家 A 股上市公司（剔除 ST 和北交所个股），2024 年总营业收入达 24640 亿元，同比增速为 -0.7%，与 2020-2022 年增速均高于 8.0% 相比，2023-2024 年营收增速放缓主要是受后疫情时代需求常态化、带量采购、医保谈判等多重因素影响。2025 年前三季度 461 家上市公司总营业收入合计约 18380 亿元，同比下降 1.3%。

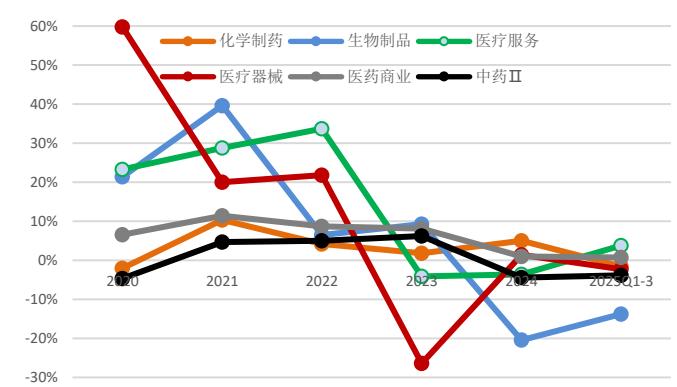
二级子行业板块中，2025 年前三季度医疗服务（同比增长 3.8%）和医药商业（同比增长 0.7%）收入同比实现正增长，而其余细分子板块收入同比下降，化学制药 (-1.6%)、医疗器械 (-2.3%)、中药 (-3.9%)，生物制品板块收入增速最低，2025 年前三季度收入同比增速约 -13.8%。

图1.近五年 SW 生物医药板块总营业收入（十亿）及增速



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图2.近五年 SW 生物医药二级子行业总营收增速趋势

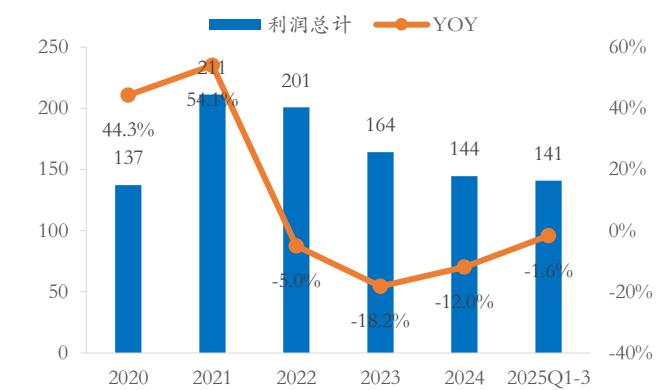


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

利润端，SW 生物医药板块（461 家 A 股上市公司）归母净利润总额由 2023 年 1640 亿元下滑至 2024 年 1440 亿元，同比下降 12.0%，2021 年至 2023 年归母净利润同比增速持续回落，2024 年起增速修复，同比下降幅度收窄，2025 年前三季度归母净利润约 1410 亿元，同比下降 1.6%。

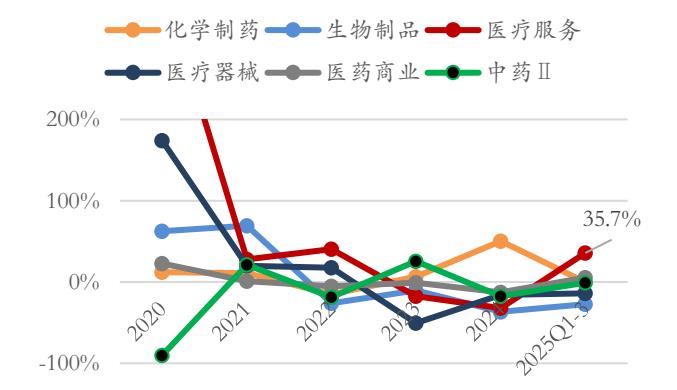
二级子行业中，2025 前三季度各子行业增速分别为医疗服务 (+35.7%)、医药商业 (+5.4%)、化学制药 (-0.3%)、中药 II (-1.0%)、医疗器械 (-14.1%)、生物制品 (-27.5%)。

图3.近五年 SW 生物医药板块归母净利润（十亿）及增速



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图4.近五年 SW 生物医药二级子行业归母净利润增速趋势



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

### 1.1.1. 高基数及集采压力基本消化，行业营收及利润总额同比增速先抑后扬

单季度营收角度分析：主要受到医药集采、医保控费等供给侧改革政策的常态化影响，2025年Q1、Q2、Q3各季度营收总额分别为6070亿元、6190亿元、6120亿元，同比增速分为-4.1%、-0.8%、1.2%，单季度同比增速持续修复。

图5.近五年SW生物医药板块单季度营收（十亿）及增速



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

三级子板块中，2025年前三季度疫苗板块收入同比下降幅度最大，2025年前三季度收入同比下降37.2%，其他同比下降的子板块，诊断服务(-16.5%)、体外诊断(-14.5%)、原料药(-7.6%)、中药(-3.9%)、化学制剂(-0.3%)、医疗设备(-0.2%)；同比增长的板块有医疗研发外包(+12.2%)、其他生物制品(+8.7%)、其他医疗服务(+4.1%)、医疗耗材(+0.9%)、线下药店(+0.7%)、医药流通(+0.7%)、医院(+0.4%)、血液制品(+0.3%)。

**化学制剂**，因存量业务仿制药集采降价而创新药增长，2020年因新冠疫情短期负增长之后，2021-2024年持续保持整体正向平稳增长，2025年增速回落。

**原料药**，在2021Q1增速冲高（基数及下游备货和涨价等原因）之后持续回落，在2023年报呈现总收入负增长，2024年增速修复后2025年进一步回落。

**疫苗**，在新冠疫苗和HPV等大品种带动下，2020年下半年到2022年高速增长后，2023年增速回落，2024年因反腐及行业竞争格局恶化和终端需求不足等原因，2024年首次进入同比负增长态势，2025年负增长进一步加剧，前三季度行业总收入增速同比下降37.2%。

**血液制品**，在经历2021-2023年较好增长之后，2024年增速降至2.1%，2025年因价格端承压，前三季度同比增长0.3%，其中上半年同比增速为负。

**其他生物制品**，因神州细胞、荣昌生物、君实生物等生物创新药企业主产品上量，行业增长较好，2025年前三季度同比增速8.7%。

**医院研发外包**，经过2019年至2022年高歌猛进的快速发展态势后，下游创新药投融资景气降低，2023年下半年行业进入负增长态势，2024年全年同比下降4.6%，2025年企稳反转且前三季度增速修复至12.2%，成为增长最快的细分板块。

**诊断服务**，新冠核酸检测大幅拉动了2020-2022年收入增长，2023年消化新冠基数后，2024年因行业竞争加剧且IVD集采降价和院内DRGs政策影响，收入端依然承压表现为负增长，2025年负增长进一步持续。

**医院**，2020年和2022年疫情管控期间受影响，2021-2023年疫后修复，2024年进入常态化

增长态势，但受宏观大环境影响，增速较低，2024年及2025前三季度增速分别为1.2%和0.4%。

**体外诊断**，IVD行业因2020-2022年新冠检测高基数，及企业盈利后扩张供给大幅增多，叠加院内常态化业务开始集采降价，IVD板块在2023年消化新冠核酸检测高基数而同比大幅负增长，2024年收入总额为-5.2%的负增长。2025年因DRGS住院部分检测量承压的同时检测降价行业进一步承压，前三季度同比下降14.5%。

**医疗耗材**，在2020年受口罩及手套等全球新冠刚需产品拉动高增长之后，自2022年开始同比负增长，2024年同比增速已经转正，进入正增长态势，2025年增速小幅回落。

**医疗设备**，近年来受益于疫情、贴息贷款、进口替代、国债支持医疗设备更新等因素，2020-2023年行业增长持续高景气，2024年因医疗反腐及上年高基数（贴息贷款拉动的订单），2024年首次同比1%负增长，2025年前三季度同比增长收窄至0.2%，逐步走出右侧。

**医药流通行业**，2023年上半年因疫情末需求和呼吸道疾病增多，2023年营收增长高于往年，2023年高基数上，2024年增长低迷。2025年一季度出现负增长，但前三季度整体同比增速已经修复至0.7%。

**线下药店**，2023年高基数情况下，2024年依然维持同比4.9%总营收增长，2025年增速回落且一季度呈现负增长，前三季度同比增长0.7%。

**中药**，2023年上半年高基数下，2024年增长承压，同比4.4%负增长，2025年前三季度同比下降3.9%，持续负增长。

表1.SW生物医药三级子行业总营收同比增速

SW申万医 药三级子行业	2020Q1	2020H1	2020Q1-3	2020	2021Q1	2021H1	2021Q1-3	2021	2022Q1	2022H1	2022Q1-3	2022	2023Q1	2023H1	2023Q1-3	2023	2024Q1	2024H1	2024Q1-3	2024	2025Q1	2025H1	2025Q1-3
化学制剂	-6.9%	-5.5%	-1.0%	-2.4%	24.7%	18.2%	12.7%	10.2%	3.4%	3.2%	3.3%	3.6%	6.1%	6.9%	4.0%	2.5%	7.4%	6.4%	6.1%	5.5%	-5.1%	-2.3%	-0.3%
其他生物制品	10.7%	16.9%	21.9%	17.6%	71.9%	41.0%	31.6%	30.4%	7.7%	2.7%	3.6%	-1.6%	-6.0%	6.6%	8.9%	11.2%	11.5%	7.2%	4.7%	1.6%	8.3%	11.0%	8.7%
其他医疗服务	5.0%	2.6%	1.0%	-2.9%	64.1%	37.0%	33.7%	25.3%	5.8%	6.0%	7.0%	3.2%	14.0%	9.4%	4.7%	4.0%	6.3%	6.3%	5.5%	7.2%	4.4%	4.1%	
体外诊断	11.2%	54.9%	72.0%	75.7%	187.1%	81.4%	55.8%	45.6%	204.3%	116.2%	95.2%	70.6%	-78.7%	-73.0%	-70.3%	-67.5%	-13.0%	-6.9%	-3.5%	-5.2%	-13.8%	-15.2%	-14.5%
线下药店	44.9%	44.9%	25.8%	25.6%	16.1%	15.8%	17.1%	14.5%	17.4%	22.4%	23.4%	30.4%	26.4%	20.9%	17.0%	10.8%	11.4%	8.1%	7.2%	4.9%	-0.2%	0.1%	0.7%
血液制品	10.4%	-0.8%	2.9%	3.9%	10.2%	22.1%	24.9%	28.3%	32.7%	29.3%	20.1%	19.1%	26.6%	19.9%	21.0%	15.9%	-4.8%	3.3%	-0.1%	2.1%	0.2%	-1.5%	0.3%
医疗耗材	36.1%	94.2%	101.0%	76.2%	145.2%	45.1%	16.7%	7.2%	-25.3%	-20.9%	-15.3%	-12.2%	-2.9%	0.0%	-3.0%	-3.1%	7.0%	6.9%	12.8%	8.2%	1.9%	1.5%	0.9%
医疗设备	13.8%	34.7%	35.5%	35.3%	53.5%	38.3%	35.7%	16.7%	20.0%	12.7%	13.6%	14.8%	21.8%	20.2%	15.5%	10.3%	0.1%	-0.9%	-1.4%	-1.0%	-4.5%	-4.9%	-0.2%
医疗研发外包	18.6%	27.1%	31.9%	27.8%	59.8%	52.5%	46.7%	43.3%	73.9%	71.6%	66.2%	58.0%	11.9%	4.3%	2.2%	-1.2%	-12.7%	-11.5%	-8.3%	-4.6%	11.6%	12.9%	12.2%
医药流通	-5.7%	-2.9%	2.3%	5.1%	27.0%	21.4%	14.5%	11.1%	7.9%	5.8%	6.4%	6.6%	12.9%	14.3%	8.4%	7.8%	0.1%	-0.7%	2.8%	0.5%	-1.0%	0.2%	0.7%
医院	-27.4%	-14.1%	6.0%	2.9%	101.7%	68.0%	31.1%	22.3%	5.7%	-1.4%	4.2%	-0.9%	28.0%	31.7%	24.0%	27.5%	2.2%	2.8%	1.7%	1.2%	4.9%	1.0%	0.4%
疫苗	2.5%	15.9%	22.8%	28.8%	43.7%	50.0%	52.9%	48.3%	63.1%	34.3%	16.3%	8.9%	3.8%	-2.8%	4.7%	6.9%	-11.1%	-22.4%	-31.8%	-37.8%	-53.3%	-44.9%	-37.2%
原料药	-3.4%	6.8%	8.2%	-0.5%	36.7%	16.0%	14.1%	11.2%	8.2%	7.7%	9.5%	7.0%	13.2%	5.3%	2.1%	-1.2%	-2.7%	2.2%	3.7%	2.6%	-4.5%	-6.8%	-7.6%
诊断服务	2.8%	54.7%	54.9%	55.8%	93.9%	23.5%	15.9%	16.4%	47.0%	52.3%	43.2%	38.2%	-39.0%	-41.4%	-40.1%	-39.8%	-9.2%	-8.3%	-9.3%	-10.5%	-20.1%	-19.7%	-16.5%
中药Ⅲ	-8.2%	-7.3%	-4.6%	-2.9%	16.4%	10.7%	7.1%	4.7%	1.8%	2.3%	5.0%	14.7%	13.9%	9.3%	6.2%	-0.3%	-2.9%	-4.4%	-8.1%	-5.1%	-3.9%		
总计	-2.8%	3.1%	7.6%	8.4%	34.7%	24.1%	17.3%	13.5%	15.6%	11.6%	10.8%	10.2%	2.2%	4.5%	1.9%	1.1%	0.9%	-0.2%	0.9%	-0.7%	-4.1%	-2.5%	-1.3%

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**单季度利润角度分析**:2025年Q1、Q2、Q3各季度的利润总额同比增速分别为-8.5%，1.7%，3.5%，业绩同比增速先抑后扬，有企稳态势。

图6.近五年SW生物医药板块单季度归母净利润（十亿）及增速



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

三级子板块中，归母净利润总额，2025年三季报同比增长的有医疗研发外包（+56.8%）、其他生物制品（+31.2%）、线下药店（+8.9%）、医药流通（+4.4%）、化学制剂（+2.1%）；同比负增长的细分方向有诊断服务（-238.7%）、疫苗（-77.2%）、体外诊断（-26.4%）、血液制品（-24.0%）、医疗设备（-16.3%）、其他医疗服务（-16.0%）、原料药（-11.0%）、医院（-9.4%）、医疗耗材（-2.1%）、中药（-0.9%）。

表2.SW生物医药三级子行业归母净利润总额同比增速

SW申万医药三级子行业	2020Q1	2020H1	2020Q1-3	2020	2021Q1	2021H1	2021Q1-3	2021	2022Q1	2022H1	2022Q1-3	2022	2023Q1	2023H1	2023Q1-3	2023	2024Q1	2024H1	2024Q1-3	2024	2025Q1	2025H1	2025Q1-3
化学制剂	-40.9%	-3.2%	-40.9%	15.5%	67.8%	-8.6%	34.8%	23.5%	-44.1%	-39.8%	-42.4%	-30.4%	29.5%	30.8%	68.2%	27.0%	98.3%	90.7%	49.8%	81.8%	-25.2%	-8.4%	2.1%
其他生物制品	477.1%	111.4%	78.8%	47.9%	139.6%	70.7%	46.3%	87.2%	-2.9%	-14.8%	-22.7%	-46.5%	-63.2%	-25.2%	-4.6%	10.8%	56.5%	-14.6%	-12.7%	-14.9%	12.8%	39.9%	31.2%
其他医疗服务	217.4%	-354.8%	-222.2%	-68.0%	-152.7%	-208.3%	-347.0%	515.7%	-42.7%	-30.5%	-12.6%	-21.2%	19.3%	32.3%	11.0%	0.5%	21.4%	3.9%	7.3%	10.5%	24.0%	1.0%	-16.0%
体外诊断	65.4%	183.1%	206.6%	323.1%	340.0%	96.3%	62.2%	61.2%	308.4%	166.7%	135.2%	76.1%	90.8%	-86.7%	-85.5%	-80.3%	-24.0%	-19.0%	-11.7%	-48.2%	-19.8%	-26.8%	-26.4%
线下药店	40.7%	48.9%	39.4%	40.9%	24.7%	18.7%	10.3%	-1.6%	-1.3%	4.2%	9.4%	31.2%	32.7%	24.6%	18.9%	-3.7%	-3.1%	-16.8%	-22.3%	-31.0%	-4.6%	0.9%	8.9%
血液制品	20.0%	18.4%	25.4%	32.3%	29.2%	32.3%	31.5%	-0.5%	19.0%	14.3%	11.7%	44.8%	40.7%	24.4%	20.8%	1.9%	10.1%	12.0%	8.5%	33.4%	-25.6%	-20.2%	-24.0%
医疗耗材	19.7%	152.9%	214.1%	207.9%	413.9%	95.9%	23.0%	-7.0%	-69.6%	-65.1%	-58.8%	-52.1%	-12.9%	-10.8%	-15.6%	-21.0%	18.2%	13.1%	18.0%	21.0%	1.8%	-2.4%	-2.1%
医疗设备	10.9%	66.2%	67.2%	74.6%	79.7%	33.1%	29.0%	17.6%	7.9%	6.2%	21.7%	19.8%	25.6%	24.9%	6.9%	0.3%	-5.4%	-7.5%	-14.3%	-17.1%	-13.1%	-21.4%	-16.3%
医疗研发外包	5.8%	82.0%	64.7%	59.4%	199.9%	59.2%	54.8%	62.4%	38.5%	83.5%	88.0%	54.9%	22.0%	-6.4%	-9.3%	-18.7%	-42.2%	-37.7%	-35.5%	-25.3%	72.8%	61.4%	56.8%
医药流通	-12.6%	0.4%	9.6%	18.9%	35.4%	32.7%	10.9%	1.6%	-23.2%	-6.7%	-0.7%	-13.9%	19.3%	-3.8%	-6.5%	0.2%	-0.6%	-5.0%	-3.3%	-6.3%	-2.1%	10.1%	4.4%
医院	-424.7%	-164.2%	-35.7%	-165.9%	-122.3%	-178.0%	38.3%	-56.9%	-58.1%	110.1%	66.1%	6.0%	125.4%	291.1%	91.6%	355.5%	-18.3%	-6.7%	-9.4%	-13.2%	18.2%	-1.8%	-9.4%
疫苗	-22.0%	35.1%	75.4%	77.7%	92.5%	145.9%	92.6%	76.4%	79.3%	-9.3%	-21.7%	-26.0%	1.4%	-16.7%	-12.3%	-19.8%	-53.6%	-48.3%	-53.4%	-65.7%	-80.2%	-82.6%	-77.2%
原料药	13.7%	22.2%	23.5%	7.0%	35.2%	4.4%	0.3%	-10.3%	17.0%	20.3%	12.6%	21.1%	-1.7%	-13.2%	-12.1%	-20.9%	-11.1%	-8.8%	-0.3%	-18.3%	8.1%	-2.4%	-11.0%
诊断服务	-34.4%	230.8%	267.1%	213.1%	491.2%	4.5%	-7.7%	4.4%	42.2%	51.3%	37.3%	8.7%	-83.2%	-84.7%	-83.2%	-91.1%	-92.5%	-70.5%	-93.2%	-509.1%	-542.1%	-149.8%	-238.7%
中药Ⅲ	-24.7%	-21.0%	-11.1%	-90.3%	16.5%	28.6%	19.0%	190.4%	0.3%	-9.2%	-7.8%	-39.2%	53.2%	40.9%	34.7%	38.5%	-7.1%	-7.8%	-8.5%	-17.5%	-4.1%	0.7%	-0.9%
总计	-16.3%	23.0%	26.0%	44.3%	113.1%	43.2%	31.9%	54.1%	24.6%	9.5%	8.0%	-5.0%	-26.9%	-20.4%	-16.9%	-18.2%	0.6%	-2.6%	-6.8%	-12.0%	-8.5%	-3.6%	-1.6%

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

### 1.1.2. 行业疫情期间扩容、竞争加剧致企业盈利能力下降，2025年企稳回升

销售毛利率方面，SW医药生物行业整体毛利率自2022Q1高位持续下降，2025前三季度SW医药生物行业整体毛利率下降至32.3%。

细分子行业中，生物制品的毛利率水平最高，2025年因生物制品类创新药盈利提升，毛利率提升至60.2%；医疗器械行业毛利率从2022Q1的61.5%的最高水平持续回落至2025三季报的48.0%；医药商业毛利率整体保持稳定，中药板块在2023Q1因新冠疫情需求短期激增带来毛利率短期冲高后回落，医疗服务子行业毛利率显著回升，2025前三季度为39.1%，化学制药板块因为创新药收入占比提升毛利率提升至50.6%。

图7.近五年SW生物医药板块销售毛利率（%）变化趋势

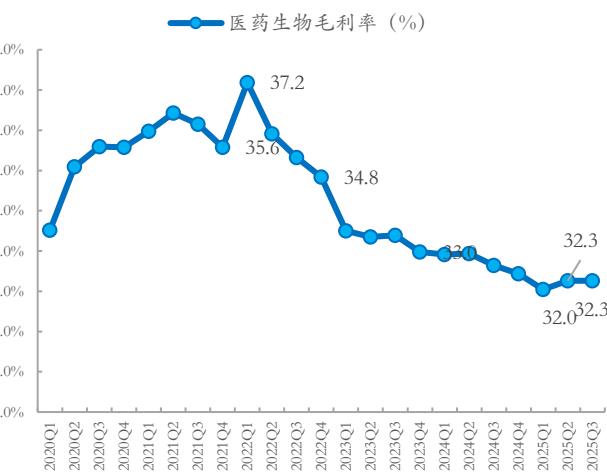
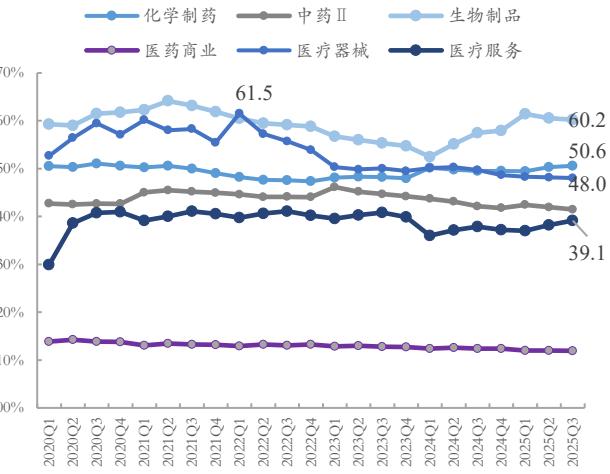


图8.近五年SW生物医药二级子行业销售毛利率变化趋势



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

销售净利率分析，2025前三季度的净利率为8.0%，跟2023年到2024年水平保持基本持平。细分子行业中，医疗器械板块的净利率由2022Q1的37.2%高位回落至2025三季报的15.0%，跟疫情之前的水平相当。生物制品的净利率水平下降至11.6%；医疗服务的净利

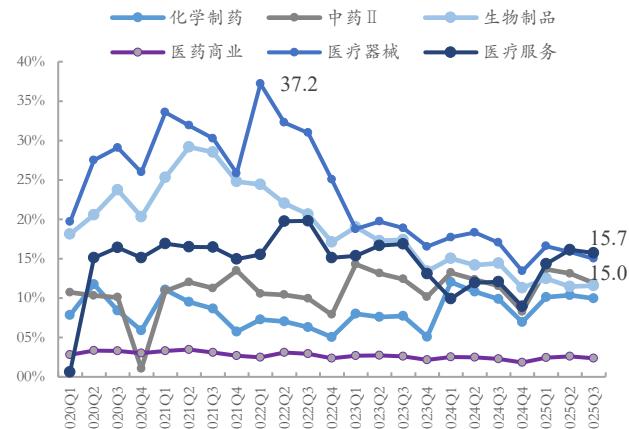
率水平自 2024Q4 触底 8.9% 后，2025 年三季报修复到 15.7%；中药板块净利率 2025 三季报为 11.9%，较 2024 年同期回升；医药商业板块净利率整体保持稳定。

图9.近五年 SW 生物医药板块销售净利率 (%) 变化趋势



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图10.近五年 SW 生物医药二级子行业销售净利率变化趋势



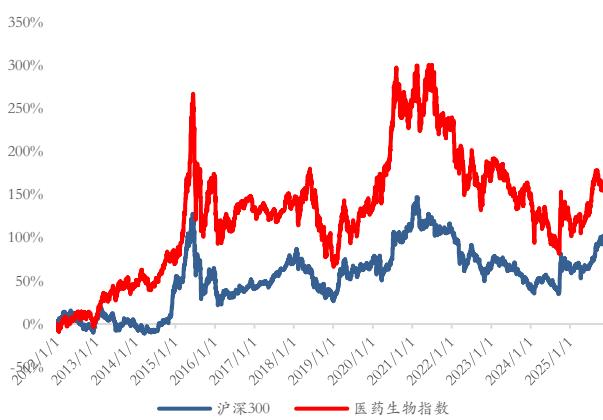
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

## 1.2. 医药板块估值：整体估值依然底部区域，创新药受益于 BD 预期带动 25 年上半年行情

SW 生物医药板块自 2012 年以来，过去 13 年累计涨幅突出，达 152.12%，显著跑赢大盘，其中最高涨幅 301%（2021 年 7 月），2020 年 8 月至 2024 年 09 月回调幅度较大，2025 年初至 2025 年 9 月份估值显著修复，近 2 个月为震荡回调走势。

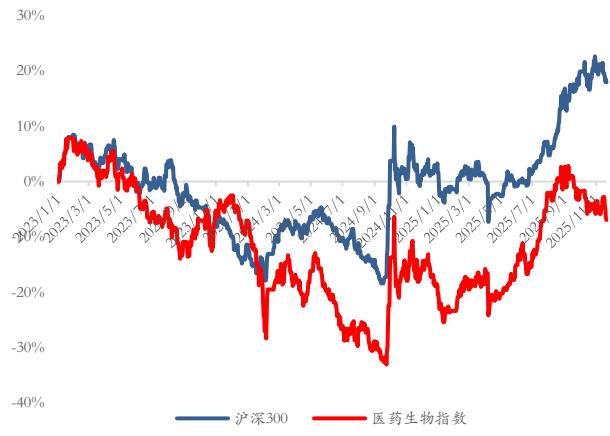
医药生物行业 2023 年年初至今天（2025 年 11 月 20 日）指数跌 6.98%，跑输沪深 300 指数。2023 年初至 2024 年 9 月 23 日指数最深跌幅 33.07%。2025 年初至 8 月 25 日上涨至 2.63% 后，近两月持续震荡回调下探。

图11.SW 生物医药指数 2012 年至今涨幅走势图



资料来源：iFinD，信达证券研发中心，数据截止 2025 年 11 月 20 日

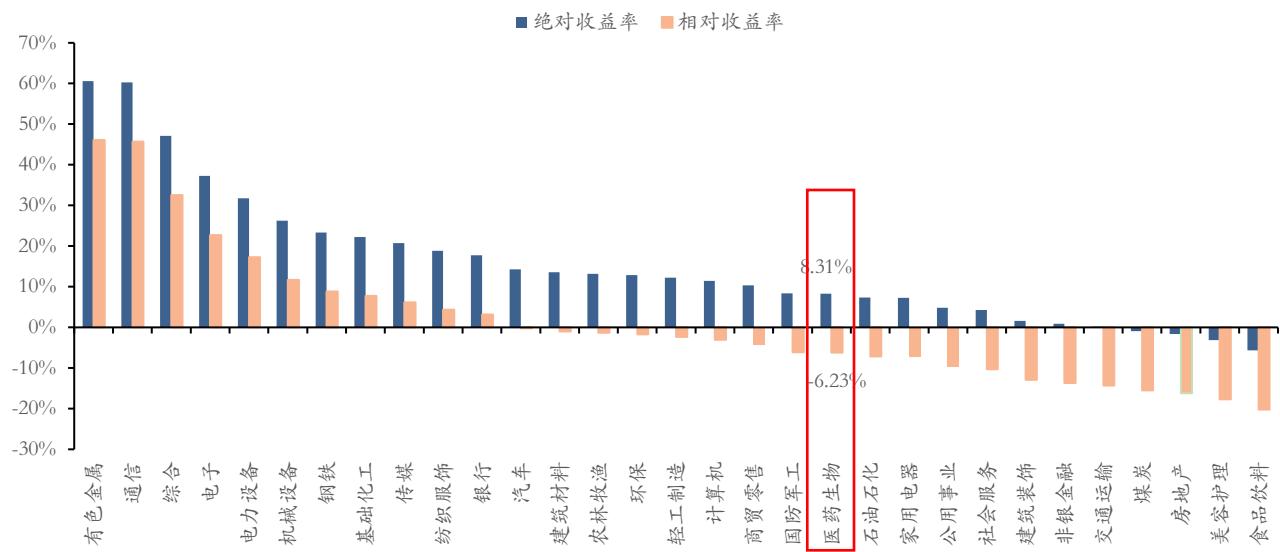
图12.2023 年初至今生物医药板块走势



资料来源：iFinD，信达证券研发中心，数据截止 2025 年 11 月 20 日

2024 年 11 月 20 日至今（2025 年 11 月 20 日）1 年期 SW 生物医药指数绝对收益率为 8.31%，相对沪深 300 指数收益率为 -6.23%，在 31 个一级子行业中涨幅排名第 20 名。

图13.过去一年 SW 生物医药指数绝对收益率及相对收益率在各行业中排名



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心, 数据截止 2025 年 11 月 20 日, 相对收益率为相对沪深 300 指数。

SW 医药生物指数 2016 年年初至 2025 年 9 月的平均动态市盈率为 32.87 倍, 最高为 2020 年 8 月 4 日的 52.76 倍, 最低为 2022 年 9 月 23 日的 21.11 倍。2025 年当前动态市盈率目前为 29.52 倍。

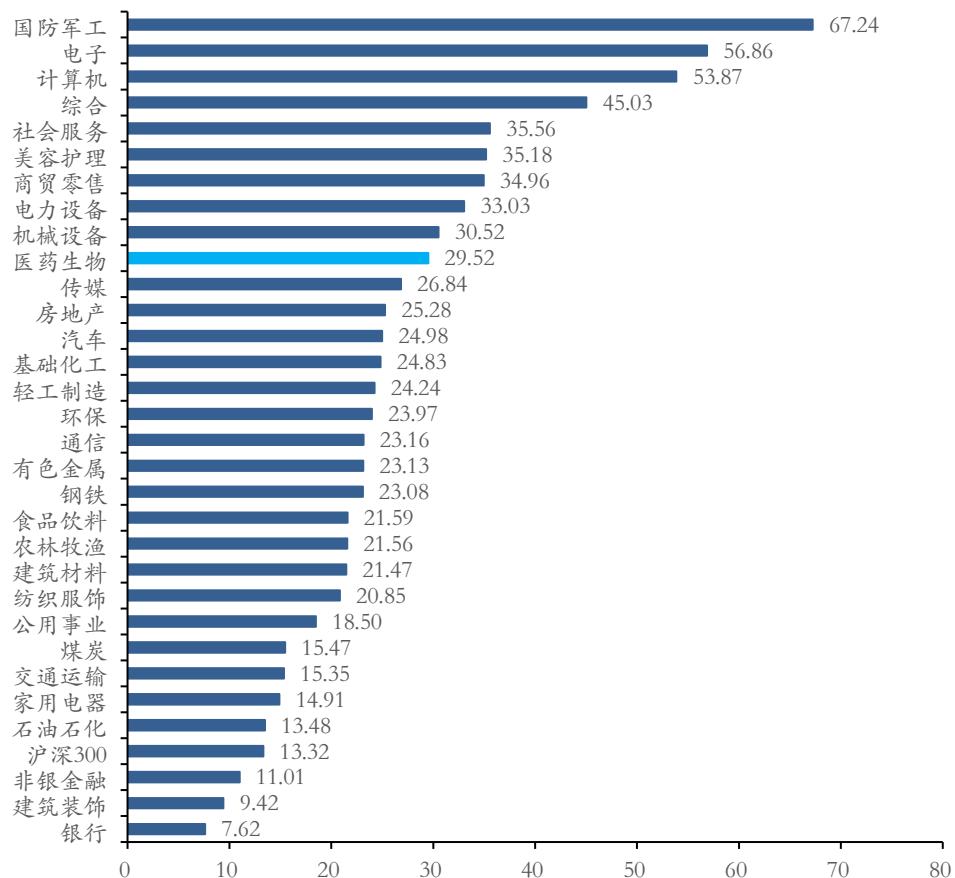
图14.2016 年至今 SW 生物医药行业动态市盈率(TTM)及相对沪深 300 指数市盈率溢价率



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心, 数据截止 2025 年 11 月 21 日, 相对收益率为相对沪深 300 指数。

SW 生物医药行业的动态市盈率为 29.52 倍, 在 SW31 个一级子行业中, 排名第 10 位。

图15.SW 生物医药动态市盈率 (TTM) 在 SW31 个一级子行业中排名对比

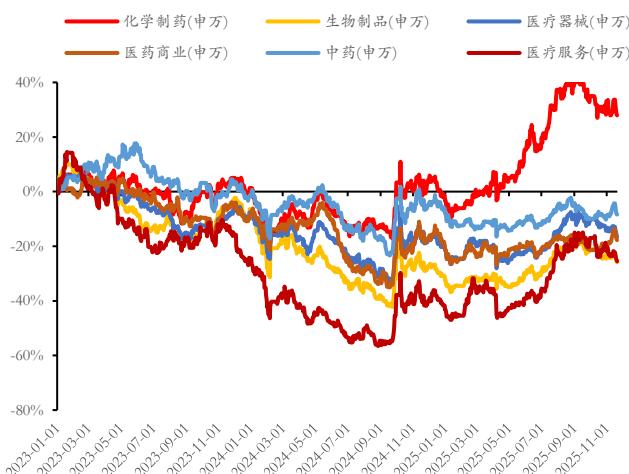


资料来源：iFinD，信达证券研发中心，数据截止 2025 年 11 月 20 日。

2023 年年初至 2025 年 11 月 20 日 SW 生物医药二级子行业中，医疗服务板块跌幅最大，跌幅 25.57%；生物制品板块跌幅 25.88%；化学制药板块表现最好，至今涨幅 28.00%。

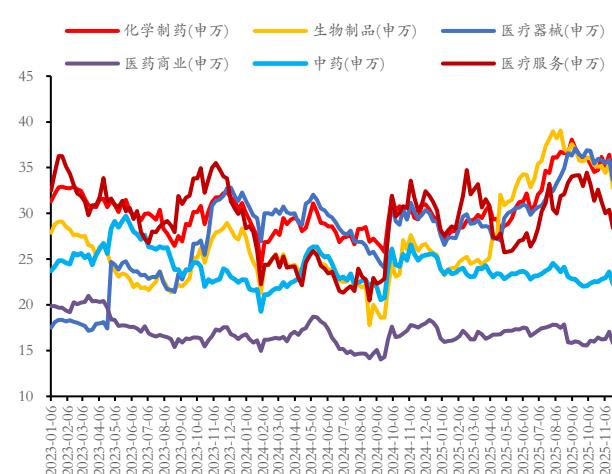
**子行业估值：**SW 生物医药二级子行业中，化学制药估值 33.89 倍，中药估值为 22.33 倍，医疗服务板块估值 28.38 倍；医疗器械估值为 33.65 倍；医药商业估值最低为 15.81 倍。

图16.SW 生物医药二级子行业 2023 年初至今涨跌幅



资料来源：iFinD，信达证券研发中心，数据自 2023 年 1 月至 2025 年 11 月 20 日

图17.SW 生物医药二级子行业动态市盈率变化趋势（单位：倍）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心，数据自 2023 年 1 月至 2025 年 11 月 21 日

### 1.3. 商保目录 2025 年底首次落地，有望拉动创新产品支付增量

### 1.3.1. 基本医保难承新药之重，商保创新药目录成关键补充

2024年基本医保参保13.26亿人，参保率巩固在95%。当年基金总支出达到2.97万亿元。基本医保总体筹资水平不高，人均筹资仅1070元，其中约2/3来自财政补助。而随着医药技术创新发展和医疗服务水平提升，一些临床效果显著、创新程度高的药品因超出基本医保保障支付能力暂时无法纳入保障范围。同时，随着经济社会发展，近年来我国商业保险市场也呈现快速增长趋势。商业健康保险在保障水平和保障效能上有较大的发展空间。

#### 2025开年创新药支付端迎重磅突破：

医保丙类目录聚焦“创新程度很高+临床价值大+患者获益显著”。今年1月9日，国家医保局召开支持创新药发展企业座谈会，与部分医药企业交流创新药发展情况，听取对医保部门支持创新药发展的意见建议。1月17日，国家医保局举行“保障人民健康，赋能经济发展”主题新闻发布会，明确表示将于2025年内发布第一版医保丙类药品目录，聚焦创新程度高、临床价值显著的药品。

#### 2025国谈商保创新药目录价格协商首次登场：

商保创新药目录是由国家医保局主导制定的商业健康保险药品目录，聚焦创新程度高、临床价值显著但超出基本医保“保基本”定位的药品，如CAR-T疗法、基因治疗药物等，将于2025年首次发布，与医保目录同步申报调整，采用价格保密协商机制，旨在为高价创新药提供商业支付路径，形成医保与商保互补的多层次保障体系。

据国家医保局8月28日公告，2025年商保创新药目录有121个药品通用名通过形式审查，其中，同时申报基本医保目录和商保创新药目录的有79个。实际现场价格协商环节有24款创新药进入价格协商，最终的目录拟于12月第一个周末发布。

### 1.3.2. CAR-T、ADC等前沿疗法参与商保价格协商，首版目录即将落地

24款参与价格协商的创新药基本以大病和罕见病原研药为主。参与本轮价格协商的24款创新药，其遴选标准清晰聚焦于临床价值与支付痛点，基本以肿瘤、自身免疫等重大疾病以及高值罕见病的原研药为主，包括纳基奥仑赛注射液、阿基仑赛注射液等CAR-T疗法，山东新时代旗下盐酸沙丙蝶呤片等罕见病用药。

表3.2025年商保创新药目录价格协商的24款药品名单

药品通用名称	药品类别	企业名称	价格协商时间(月/日)	备注
纳基奥仑赛注射液	西药	合源生物科技(天津)有限公司	11.2	CAR-T
钇[90Y]微球注射液	西药	武汉远大制药集团销售有限公司	11.2	钇[90Y]
泽沃基奥仑赛注射液	西药	恺兴生命科技(上海)有限公司	11.2	CAR-T
阿基仑赛注射液	西药	复星凯瑞(上海)生物科技有限公司	11.2	CAR-T
瑞基奥仑赛注射液	西药	上海药明巨诺生物科技有限公司	11.2	CAR-T
达妥昔单抗B注射液	西药	百济神州(北京)生物科技有限公司	11.2	
盐酸沙丙蝶呤片	西药	山东新时代药业有限公司	11.2	罕见病用药
注射用泽尼达妥单抗	西药	百济神州(北京)生物科技有限公司	11.2	
伊基奥仑赛注射液	西药	南京驯鹿生物医药有限公司	11.2	CAR-T
甲苯磺酰胺注射液	西药	天津红日药业股份有限公司	11.2	
注射用芦比替定	西药	南京绿叶制药有限公司	11.2	
那西妥单抗注射液	西药	赛生医药江苏有限公司	11.3	
氢溴酸他泽司他片	西药	和记黄埔医药(上海)有限公司	11.3	

多奈单抗注射液	西药	礼来贸易有限公司	11.3	
硫酸瑞美吉泮口崩片	西药	辉瑞投资有限公司	11.3	
埃纳妥单抗注射液	西药	辉瑞投资有限公司	11.3	
注射用奥加伊妥珠单抗	西药	辉瑞投资有限公司	11.3	
艾美赛珠单抗注射液	西药	上海罗氏制药有限公司	11.3	罕见病用药
阿替利珠单抗注射液	西药	上海罗氏制药有限公司	11.3	PD-L1
来博雷生片	西药	卫材(中国)药业有限公司	11.3	
仑卡奈单抗注射液	西药	卫材(中国)药业有限公司	11.3	ADC
多替诺雷片	西药	卫材(中国)药业有限公司	11.3	
司美格鲁肽片	西药	诺和诺德(中国)制药有限公司	11.3	
纳武利尤单抗注射液	西药	BMS(百时美施贵宝)	11.3	

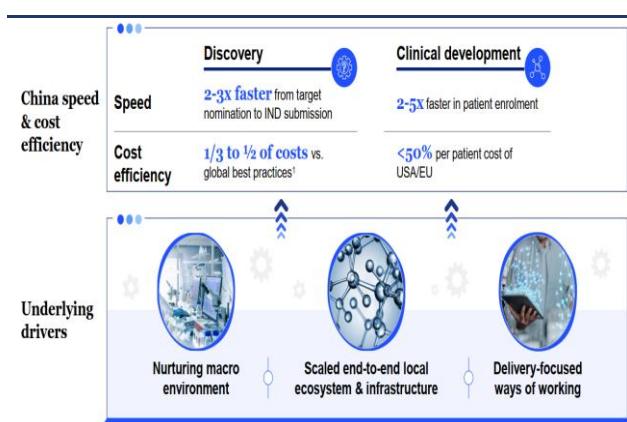
资料来源：药叶朋友说微信公众号，信达证券研发中心

## 2. 创新药：海外权益 BD 交易带动创新药产业重估

### 2.1. 宏观环境的良好沃土造就了中国创新药领先全球的开发优势

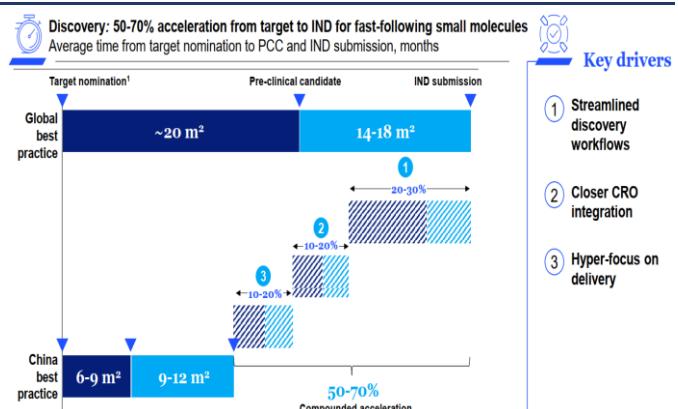
自上而下的创新药全产业链支持政策叠加工程师红利、庞大的患者池以及高度工业化和规模化的 CRO/CDMO 生态系统为中国创新药的开发安装了无与伦比的“加速器”。来自麦肯锡的分析显示：相比于国际同行，中国创新药的临床前开发速度快 2-3 倍，但成本仅有其 1/3-1/2；临床开发速度快 2-5 倍，但成本不足欧美 50%。对于 Fast-follow 的小分子创新药从靶点确定、PCC 到 IND 申请平均时间比国际同行快 50%-70%。

图18.相比国际同行中国创新药的开发速度更快,成本更低



资料来源：医药投资并购俱乐部微信公众号，麦肯锡，信达证券研发中心

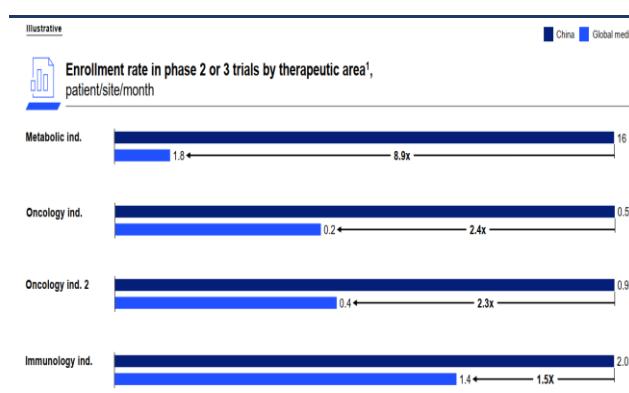
图19.Fast-Follow 小分子创新药中国开发速度比国际同行快 50%-70%



资料来源：医药投资并购俱乐部微信公众号，麦肯锡，信达证券研发中心

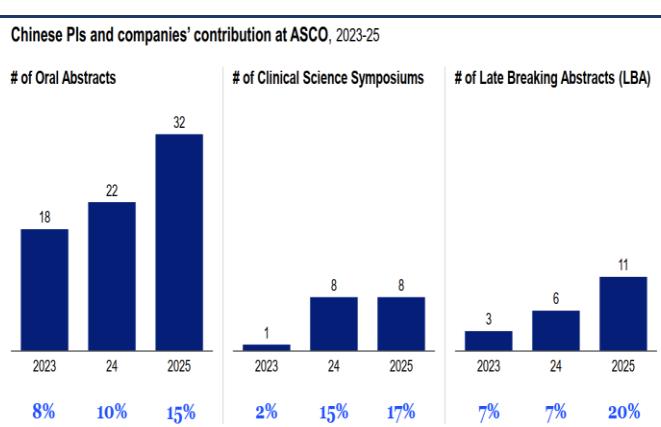
井喷的高质量临床开发成果得益于高效的临床开发速度。来自麦肯锡的分析显示：在临床开发阶段，中国创新药企相较于国际同行，招募患者的速度快 2-5 倍，代谢类疾病的临床开发速度甚至可以达到全球平均水平的 8.9 倍。如此高效的临床开发速度，造就了一大批高质量的临床开发成果。以肿瘤领域的顶级学术会议 ASCO 会议为例，2023 年至 2025 年来自中国的 PI 和创新药公司的口头报告、研讨会以及 LBA 报告比例迅速提升。

图20.中国创新药临床开发速度显著快于国际同行



资料来源：医药投资并购俱乐部微信公众号，麦肯锡，信达证券研发中心

图21.2023年以来来自中国的临床研究成果在 ASCO 会议上汇报的比例快速提高

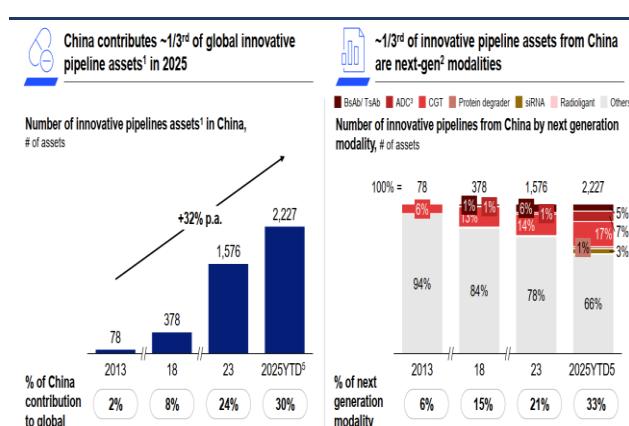


资料来源：医药投资并购俱乐部微信公众号，麦肯锡，信达证券研发中心

## 2.2. 中国高质量的创新药研发管线引发 BD 热潮

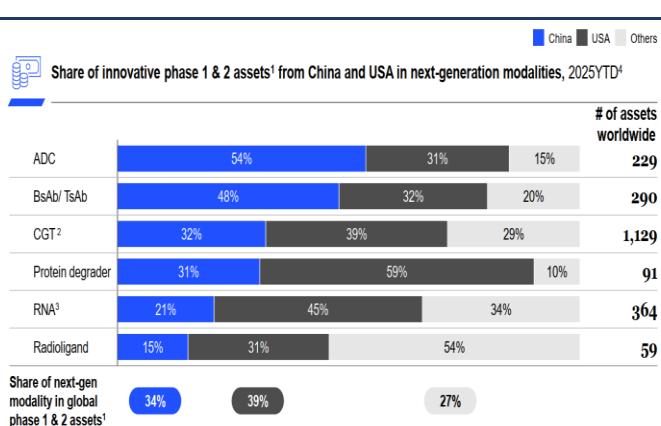
来自中国创新研发管线在全球具有举足轻重的地位。来自麦肯锡的分析显示：2025 年中国贡献了全球创新研发管线的约 1/3，诸如双抗、ADC、CGT、PROTAC、siRNA 等下一代模态的创新研发管线中国占据了约 1/3 的比重。

图22.2025年中国贡献了全球约 1/3 的创新研发管线



资料来源：医药投资并购俱乐部微信公众号，麦肯锡，信达证券研发中心

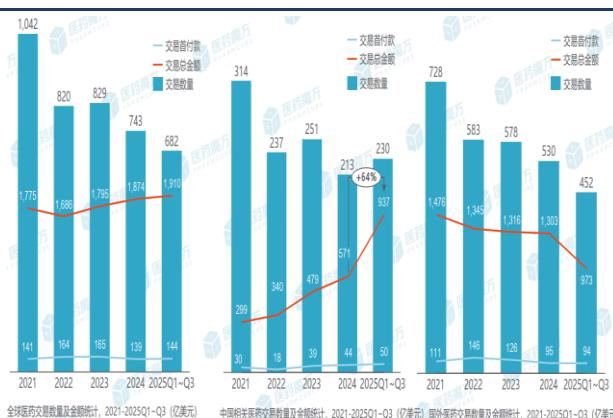
图23.处于临床 1/2 阶段的下一代模态的创新研发管线中国占据重要份额



资料来源：医药投资并购俱乐部微信公众号，麦肯锡，信达证券研发中心

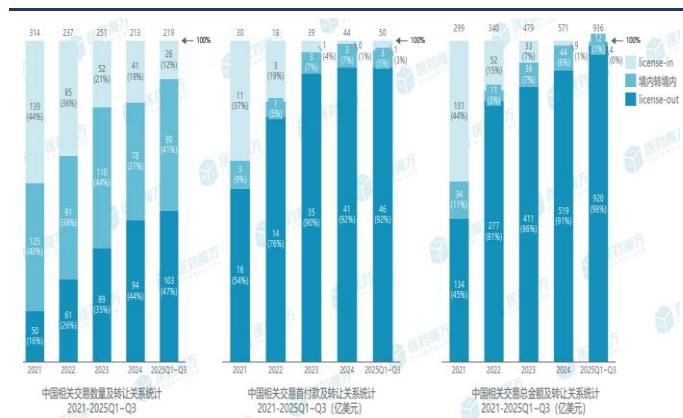
高质量的创新研发管线引发了 BD 热潮。2025Q1~Q3 全球创新药交易数量及金额均保持上涨趋势，交易数量达 682 笔，首付款合计达 144 亿美元，总金额合计达 1910 亿美元，首付款及总金额均超 2024 年全年。2025Q1~Q3 中国创新药相关交易数量 230 笔，首付款合计达 50 亿美元，总金额合计 937 亿美元，与国外交易总金额持平；无论数量或金额，均已超过 2024 年全年。国内创新药资产受到全球认可，来自中国的创新药交易数量及金额增长迅速，反观国外交易增速相对放缓。

图24.2025Q1-Q3 全年以及中国创新药交易总额均超 2024 年全年，中国创新药交易总金额同比增长 64%



资料来源：医药魔方，信达证券研发中心

图25.中国创新药 License-out 占比持续提升，2025Q1-Q3 出海总金额占中国创新药 BD 总金额 98%



资料来源：医药魔方，信达证券研发中心

## 2.3. 关注 IO2.0 赛道的信达生物、维立志博

### 2.3.1. 信达生物：IBI363 重新定义 IO2.0，巨额交易引发全球关注

IBI363 独特的分子结构设计，展现出新一代肿瘤免疫治疗的潜力。IBI363 全球首创的 PD-1/IL-2 $\alpha$ -bias 双特异性抗体融合蛋白，差异化的 IL-2 受体 $\alpha$ 偏向型设计保留优异的抗肿瘤效果的同时最大化避免外周毒性。目前在结直肠癌、黑色素瘤、肺癌等多项癌种中已经初步取得了令人惊艳的临床数据，展现出了较大的潜力，有望改变现有的标准疗法。2025 年 10 月 22 日信达生物与武田制药就 IBI363、IBI343 (CLDN18.2 ADC)、IBI3001 (EGFR/B7H3 ADC) 达成全球战略合作，信达生物将获得 12 亿美元首付款（含 1 亿美元的溢价战略股权投资）以及潜在里程碑付款，总交易额最高可达 114 亿美元，同时信达生物还将获得销售分成。

图 7：IBI363 化学结构及优势



资料来源：信达生物，信达证券研发中心

### 2.3.2. 维立志博：全球领先的基于条件性激活技术的 IO 2.0+ADC 2.0 Biotech

LBL-024 (PD-L1/4-B 双抗) 具备成为二代 IO 基石药物的潜力。LBL-024 条件性激活的独特设计，彻底解决 4-1BB 抗体的安全性问题，成为近四十年来全球首款进入单臂关键性临床阶段的 4-1BB 抗体。现有临床结果显示：LBL-024 有望全面革新肺外神经内分泌

癌和小细胞肺癌的治疗面貌，LBL-024 一方面对 PD-1/L1 单抗有效的癌种（如 SCLC）展现出了更优的杀伤效果，另一方面对于 PD-1/L1 单抗无效的冷肿瘤（如肺外神经内分泌癌）展现出了良好的抗肿瘤活性而且安全性与 PD-1/L1 单抗相当，而且，无论肿瘤组织 PD-L1 表达情况如何均可从 LBL-024 获益。维立志博已于 2024 年 9 月获得 NMPA 的 IND 批准，可进行 LBL-024 联合标准疗法治疗一线胆道癌、食管鳞状细胞癌、肝细胞癌、胃癌、一线/二线非小细胞肺癌及其他实体癌的 II 期试验。公司已于 2025 年 7 月启动一线/二线非小细胞肺癌 II 期试验患者入组，2025 年 9 月 12 日公司宣布，LBL-024 单药或联合用药治疗一线晚期黑色素瘤的 Ia/II 期临床研究（NCT07099430）首例患者已完成入组。

图26.LBL-024 临床开发计划



资料来源：维立志博官网，信达证券研发中心

### 3. CXO：市场供需改善，CDMO 布局新兴赛道，CRO 拐点渐显

#### 3.1. CDMO：布局新兴赛道，进入高景气周期

从业绩复盘来看，CDMO 行业已经进入高景气周期，龙头企业营业收入普遍增速超过两位数，同时 CDMO 公司自带经营杠杆，营业收入的加速增长推动产能利用率提升，进一步推动毛利率和净利率大幅提升。我们认为 CDMO 行业的高景气度主要得益于：1) 以 ADC、多肽、寡核苷酸为代表的新分子需求旺盛，CDMO 龙头公司纷纷布局新兴赛道，以药明康德的 TIDES 业务和药明合联的 XDC 业务最为典型；2) CDMO 龙头公司普遍拥有丰富的项目储备和完整的漏斗结构，项目管线自带放大逻辑，随着 PPQ 项目数量快速累加，业务模型正在从 D 端向 M 端转化。

表4.CDMO公司单季度营业收入同比增速

公司	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
药明康德	6%	7%	0%	-1%	-11%	-7%	-2%	7%	21%	20%	15%
康龙化成	30%	15%	5%	4%	-2%	1%	10%	16%	16%	14%	13%
凯莱英	9%	-20%	-36%	-41%	-38%	-45%	-18%	15%	10%	27%	0%
博腾股份	-5%	-61%	-46%	-65%	-51%	-30%	11%	41%	18%	22%	19%
药石科技	14%	15%	-1%	6%	-2%	-20%	-14%	29%	21%	26%	30%
皓元医药	39%	44%	42%	30%	21%	19%	14%	29%	20%	28%	33%
普洛药业	47%	-1%	-1%	-1%	4%	13%	12%	-8%	-15%	-16%	-19%
九洲药业	27%	-5%	-7%	-12%	-16%	-14%	-9%	26%	1%	7%	7%
诺泰生物	55%	44%	171%	20%	71%	147%	36%	15%	59%	1%	14%
圣诺生物	1%	6%	26%	6%	28%	3%	18%	-18%	77%	62%	31%
药明生物	18%		6%		1%		18%		16%		
药明合联	202%		71%		68%		111%		62%		

资料来源：iFind，信达证券研发中心

表5.CDMO公司单季度归母净利润同比增速

公司	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
药明康德	32%	5%	1%	7%	-10%	-27%	-17%	91%	89%	113%	53%
康龙化成	40%	30%	-6%	12%	-34%	102%	-13%	-20%	33%	-55%	43%
凯莱英	26%	-15%	-47%	-90%	-55%	-79%	-60%	306%	16%	34%	-13%
博腾股份	-20%	-87%	-89%	-143%	-131%	-171%	-188%	56%	95%	142%	245%
药石科技	-18%	-32%	-58%	-33%	-14%	-12%	-18%	103%	-28%	-25%	24%
皓元医药	-26%	-10%	-44%	-74%	-64%	10%	213%	527%	272%	67%	16%
普洛药业	57%	27%	14%	-39%	2%	5%	-2%	-21%	2%	-17%	-44%
九洲药业	35%	31%	25%	-63%	-16%	-30%	-55%	-137%	6%	16%	42%
诺泰生物	31%	11%	172%	-6%	216%	672%	147%	-24%	130%	-2%	9%
圣诺生物	-2%	41%	-28%	39%	17%	-13%	140%	-119%	186%	687%	8%
药明生物	-11%		-40%		-34%		64%		56%		
药明合联	80%		85%		176%		447%		53%		

资料来源：iFind，信达证券研发中心

**订单趋势良好，业绩具备持续增长潜力。**从订单情况来看，2024年以来CDMO行业整体订单趋势向好，2025年前三季度延续良好增长趋势，这为业绩持续增长奠定基础。从龙头企业来看：药明康德2025年前三季度在手订单599亿元，同比增长41.2%；药明生物2024年未完成订单184.9亿美元，2025年H1未完成订单增至203.4亿美元；药明合联2025年H1未完成订单13.29亿美元，同比增长约57.9%；康龙化成2025年前三季度CDMO新签订单同比增长20%；凯莱英2025年前三季度新签订单同比增长10%以上；药石科技2025年前三季度CDMO新签订单同比增长15%；皓元医药2025年前三季度后端在手订单6.3亿元，同比增长50%以上。

**图27.CDMO 龙头公司订单趋势情况**

公司	2023	2024	2025Q1	2025H1	2025Q1-3
药明康德	在手订单352亿元	在手订单493亿元 (同比+47%)	在手订单523亿元 (同比+47.1%)	在手订单567亿元 (同比+37.2%)	在手订单599亿元 (同比+41.2%)
药明生物	未完成订单205.9亿美元 (扣非默沙东疫苗175.9亿美元)	未完成订单184.9亿美元		未完成订单203.4亿美元	
药明合联	未完成订单5.79亿美元	未完成订单9.91亿美元 (同比+71.2%)		未完成订单13.29亿美元 (同比+57.9%)	
康龙化成		CDMO新签订单同比+35%		CDMO新签订单同比+20%	CDMO新签订单同比+20%
凯莱英	在手订单8.74亿美元	在手订单10.52亿美元 新签订单同比+20%	新签订单同比+10%以上	在手订单10.88亿美元 新签订单同比+10%以上	新签订单同比+10%以上
博腾股份		未完成订单同比+近30%			
药石科技		CDMO新签订单同比+12.43%		CDMO新签订单同比+19.88%	CDMO新签订单同比+15%
皓元医药	后端在手订单约4.3亿元	后端在手订单同比+18.5%		后端在手订单5.9亿元 (同比+40.1%)	后端在手订单6.3亿元 (同比+50%以上)

资料来源：各公司公告，各公司官网，信达证券研发中心

**把握新兴赛道机遇，持续享受高景气度。**当前 CDMO 行业市场景气度最高的赛道包括 TIDES 和 ADC 两大方向：1) 根据弗若斯特沙利文统计，2023 年全球 TIDES（含多肽和寡核苷酸等）CRDMO 市场规模为 55 亿美元，预计 2032 年市场规模可以增长至 373 亿美元，2023-2032 年期间复合增长率达到 23.8%；2) 根据弗若斯特沙利文统计，2022 年全球 ADC 及更广泛偶联药物 CRDMO 市场规模为 15 亿美元，预计 2030 年市场规模可以增长至 110 亿美元，2022-2030 年期间复合增长率达到 28.4%。根据我们统计，目前国内 CDMO 龙头企业多数已经开始布局多肽、ADC 等新分子业务，我们认为，新兴赛道的高景气度有望带动 CDMO 公司业绩持续超预期。

**表6.CDMO 龙头公司新分子业务布局情况**

公司	新分子布局情况
药明康德	2025 上半年 TIDES 业务收入 50.3 亿元，同比增长 141.6%；截至 6 月底，TIDES 在手订单同比增长 48.8%；持续推进泰兴多肽产能建设，预计 2025 年底多肽固相合成产能将提升至 >100,000L
药明生物	双抗&多抗和抗体偶联药物贡献关键超过 70% 新签项目，2025 年 H1 双抗&多抗项目 168 个，同比增长 36.6%；抗体偶联药物项目 225 个，同比增长 34.7%
药明合联	专注于偶联药物，2025 年 1-7 月 ADC 并购交易的被收购方有 75% 是公司客户，截至 2025 年 H1 公司未完成订单总额达到 13.29 亿美元，同比增长 57.9%；2025 年 H1 公司新签合同金额同比增长 48.4%
康龙化成	在连接子、高活化合物生产的基础上，进一步加强 ADC 偶联能力，临床用药生物偶联车间将于 2H2025 投产
凯莱英	2025H1 新兴业务实现收入 7.56 亿元，同比增长 51.22%，在手订单金额同比增长超 40%；其中化学大分子 CDMO 收入 3.79 亿元，同比增长超 130%，在手订单金额同比增长超 90%，预计 2025 年底多肽固相合成总产能达到 45,000L
博腾股份	2025H1 新兴业务实现营业收入 1.15 亿元，同比增长约 22%，其中新分子业务收入 0.22 亿元，同比增长约 128%，2025H1 新分子业务新签订单 4,186 万元
药石科技	2025 年 H1 公司靶向蛋白降解药物（TPD）订单金额近 2,000 万；多肽相关业务订单金额超过 3,000 万；ADC 药物订单金额近千万
普洛药业	GLP-1 有四条管线处于二期、三期，其他的多肽 DS 参与了九条管线，均处于各期临床。公司的优势在于能将固相合成转化为液相合成，目前正在设计一条新的多肽产线，将结合固相加液相合成
九洲药业	公司全面布局多肽、偶联及小核酸药物等新分子业务，已搭建完整技术平台，2025 年 H1 新分子业务引入新客户 20 多家，其中海外订单增速较快，已完成十多个项目的交付工作

诺泰生物	多肽 601 车间 2025 年初正式投产，实现多肽产能 5 吨/年；寡核苷酸车间预计 2025 年 10 月完成建设，将形成年产寡核苷酸 1000 公斤
圣诺生物	公司募投“年产 395 千克多肽原料药生产线项目”已顺利投产，106 车间于 2024 年四季度投产，107 车间、108 车间 2025 年上半年陆续投入运营
皓元医药	国内 ADC Payload-Linker 研究的先行者，通过上海、马鞍山、重庆“三位一体”战略布局，构建覆盖 Payload-Linker 开发、抗体发现、偶联工艺优化至商业化生产的全链条闭环服务体系

资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

### 3.2. CRO：下游需求复苏在即，拐点可期

与 CDMO 龙头公司不同，CRO 龙头公司业绩持续分化，部分公司已经开始回暖，我们推测主要与自身业务特点或经营周期有关。1) 海外市场的早期药物发现需求率先复苏，例如成都先导、泓博医药业绩实现高增长；2) 临床 CRO 业务有边际改善迹象，例如泰格医药、诺思格、普蕊斯业绩环比改善；3) 毒理安评业务承压前行，例如昭衍新药、益诺思业绩出现下滑；4) 仿制药 CRO 业务面临转型压力，例如阳光诺和、百诚医药业绩波动较大。和 CDMO 公司相比，当前 CRO 公司盈利状况普遍较差，我们推测主要是由于国内业务历史上出现过较为激烈的价格战，目前正在执行的订单价格折扣力度较高，随着需求复苏和产能出清，供需关系改善有望带动订单价格修复。

图28.CRO 公司单季度营业收入同比增速

公司	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
康龙化成	30%	15%	5%	4%	-2%	1%	10%	16%	16%	14%	13%
昭衍新药	36%	27%	15%	-20%	-12%	-18%	-16%	-13%	-12%	-27%	-35%
益诺思					17%	13%	2%	8%	-29%	-46%	-29%
美迪西	27%	9%	-38%	-56%	-43%	-38%	-10%	29%	3%	4%	8%
睿智医药	-30%	-4%	-16%	-1%	-13%	-20%	-12%	-14%	11%	18%	12%
泰格医药	-1%	7%	7%	3%	-8%	-11%	-12%	-11%	-6%	-1%	4%
诺思格	-5%	29%	14%	16%	10%	0%	12%	-7%	-3%	3%	24%
博济医药	39%	28%	22%	36%	62%	35%	70%	-6%	-17%	28%	4%
普蕊斯	30%	54%	25%	17%	17%	10%	2%	-3%	-4%	2%	10%
阳光诺和	57%	30%	35%	32%	9%	36%	53%	-33%	-8%	16%	-25%
百诚医药	68%	75%	66%	63%	34%	18%	-32%	-74%	-40%	-34%	-10%
成都先导	-4%	30%	13%	13%	54%	1%	15%	2%	-1%	38%	38%
泓博医药	16%	14%	3%	-17%	8%	16%	-3%	25%	30%	36%	29%
维亚生物		3%		-20%		-14%		-1%		-15%	

资料来源：iFind，信达证券研发中心

图29.CRO 公司单季度归母净利润（单位：亿元）

公司	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
康龙化成	3.48	4.38	3.53	4.62	2.31	8.83	3.08	3.72	3.06	3.96	4.40
昭衍新药	1.88	-0.97	2.37	0.69	-2.72	1.02	0.99	1.44	0.41	0.20	0.20
益诺思	0.66	0.48	0.67	0.14	0.57	0.39	0.37	0.15	0.06	-0.21	0.00
美迪西	1.02	0.65	-0.51	-1.48	-0.38	-0.33	-0.58	-2.02	-0.15	0.02	-0.17
睿智医药	-0.25	0.10	-0.16	-8.85	-0.25	-0.37	0.01	-1.55	0.07	0.19	-0.18
泰格医药	5.68	8.20	4.91	1.45	2.35	2.58	3.21	-4.08	1.65	2.18	6.37
诺思格	0.29	0.57	0.40	0.37	0.23	0.35	0.26	0.56	0.26	0.35	0.34
博济医药	0.12	0.06	0.05	0.01	0.17	0.14	0.13	-0.15	0.04	0.12	0.06
普蕊斯	0.25	0.37	0.39	0.34	0.23	0.32	0.17	0.34	0.07	0.47	0.33
阳光诺和	0.48	0.70	0.53	0.14	0.73	0.76	0.59	-0.30	0.30	1.00	0.33
百诚医药	0.35	0.84	0.82	0.70	0.50	0.84	0.07	-1.94	-0.26	0.29	0.03
成都先导	-0.09	0.15	0.12	0.22	0.14	-0.04	0.20	0.21	0.28	0.22	0.43
泓博医药	0.15	0.18	0.13	-0.08	0.04	0.12	-0.01	0.02	0.12	0.13	0.10
维亚生物		0.01		-2.91		1.17		0.50		1.22	

资料来源：iFind，信达证券研发中心

**CRO 订单趋势向好，业绩改善可期。**根据我们统计，尽管报表业绩依然承压，大部分 CRO 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 21

公司的新签订单/在手订单作为前瞻指标已经先行改善，从订单向报表的传递或只是时间问题。以昭衍新药为例，2025年前三季度公司新签订单16.4亿元，同比增长约17%，在手订单储备达到25亿元，环比2024年底增加约3亿元，从单季度趋势来看，2025Q1新签订单4.3亿元(同比增长约7.5%)，2025Q2新签订单5.9亿元(同比增长约18%)，2025Q3新签订单6.2亿元(同比增长约24%)。其他CRO公司订单亦有不同程度的改善，康龙化成2025年前三季度实验室服务订单同比增长12%以上，益诺思2025年前三季度新签订单同比增长29.37%，美迪西2025年上半年境外新签订单同比增长约40%，普蕊斯2025年上半年新签订单同比增长40.12%。

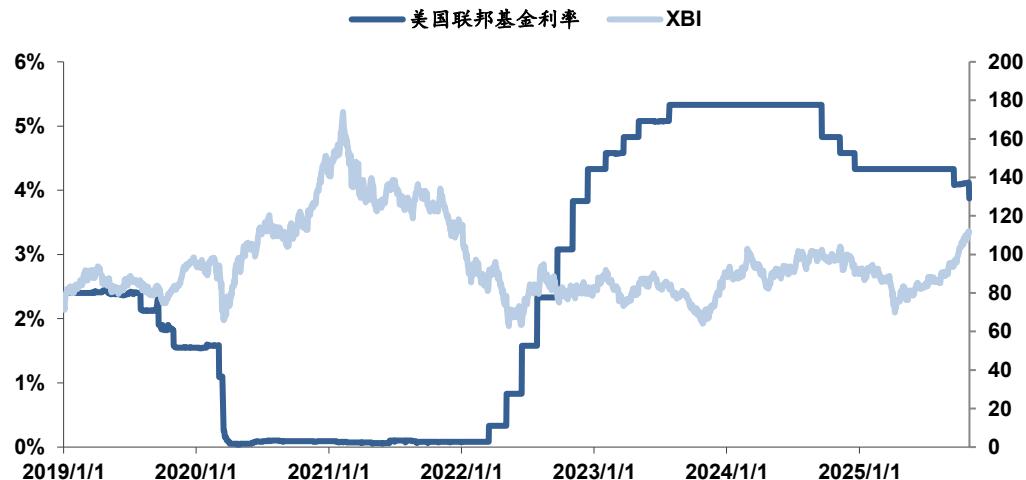
表7.CRO龙头公司订单趋势情况

	2023	2024	2025Q1	2025H1	2025Q1-3
康龙化成		实验室新签订单同比+15%以上	实验室新签订单同比+10%以上	实验室新签订单同比+10%以上	实验室新签订单同比+12%以上
昭衍新药	在手订单33亿 新签订单23亿	在手订单22亿 新签订单18.4亿(同比-20%)	在手订单22亿 新签订单4.3亿(同比+7.5%)	在手订单23亿 新签订单10.2亿(同比+13%)	在手订单25亿 新签订单16.4亿(同比+17%)
益诺思	在手订单13.27亿 新签订单9.76亿	在手订单9.73亿 新签订单8.19亿(同比-16%)	新签订单个数同比+18.37%	在手订单11.12亿 新签订单5.32亿(同比+7.39%)	在手订单环比24年+19.43% 新签订单同比+29.37%
美迪西	药学新签订单9.68亿；临床前新签订单12.32亿	境外新签订单同比+超过20%		境外新签订单同比+约40%	
泓博医药	在手订单3.08亿(同比-15.65%)	在手订单3.12亿(同比+1.18%)		服务新签订单3.69亿(同比+31%)	
泰格医药	在手订单140.80亿 新签订单78.50亿(同比-18.80%)	在手订单157.80亿 新签订单84.20亿(同比+7.3%)	2025Q1新签订单20亿(同比+20%)		
博济医药	在手订单20.95亿 新签订单11.65亿(同比+38.12%)	在手订单27.59亿 新签订单15.15亿(同比+30.07%)		在手订单31.95亿 新签订单8.70亿(同比+5.58%)	新签订单12.48亿(同比+9.85%)
普蕊斯	在手订单18.81亿 新签订单12.92亿(同比+23.89%)	在手订单18.89亿 新签订单10.00亿(同比-22.59%)		在手订单19.98亿 新签订单6.00亿(同比+40.12%)	

资料来源：各公司公告，各公司官网，信达证券研发中心

**美联储进入降息通道，投融资改善有望带动CRO行业复苏。**从历史经验来看，美联储加息/降息可以影响融资成本，进一步影响生物医药等风险行业的景气度，因此美国联邦基金利率和XBI(标普生物科技)指数呈现非常显著的负相关关系。2024年Q3以来美联储正式进入降息周期，2025年Q3以来出现连续降息，2025年9月18日和10月30日，美联储连续两次降息25BP(累计降息50BP)，受此影响XBI指数连续大涨，生物医药行业景气度有望快速复苏，推动Biotech公司投融资边际改善，CRO行业有望充分受益。

图30.美国联邦基金利率和XBI指数关系



资料来源: iFind, 信达证券研发中心, 注释: 左轴为美国联邦基金利率, 右轴为 XBI 指数

### 3.3. 建议重点关注: 康龙化成、普蕊斯

#### 3.3.1. 药明康德: 在手订单储备丰富, TIDES 业务有望保持高景气度

药明康德是一家全球领先的 CRDMO 一体化龙头企业, 公司主营业务可以分为化学 (WuXi Chemistry)、测试 (WuXi Testing)、生物学 (WuXi Biology) 等方向。我们认为公司主要看点包括: 1) 截至 2025 年 Q3, 公司持续经营业务在手订单 599 亿元, 同比增长 41.2%, 订单储备充足, 对公司未来业绩有一定前瞻指引作用; 2) 公司 TIDES 业务 (多肽&寡核苷酸) 持续高增长, 多肽固相合成反应釜总体积提升至 10 万升, 目前全球范围内 GLP-1、小核酸等细分方向研发火热, 公司作为一体化 CRDMO 企业有望持续受益。

#### 3.3.2. 康龙化成: 前端 CRO 降息受益, 后端 CMC 持续转化

康龙化成是一家全球领先的全流程一体化医药研发服务平台, 公司主营业务包括实验室服务、CMC (小分子 CDMO 业务)、临床研究服务、大分子和细胞与基因治疗服务四大业务板块。我们认为康龙化成主要看点来自于降息预期和后端转化: 1) 公司客户结构 80%以上收入来自于 Biotech 企业, 客户需求和降息节奏密切相关, 随着美联储进入降息周期, 我们认为公司有望充分受益; 2) 公司 CMC 服务 (小分子 CDMO) 订单持续高增长, 其中 2025 年前三季度该业务板块新签订单同比增长 20%左右, 项目漏斗逐步转换为临床后期或商业化订单, 盈利能力存在持续提升空间。

#### 3.3.3. 普蕊斯: SMO 下游需求复苏, AI 赋能降本增效

普蕊斯是国内领先的 SMO (临床试验现场管理) 龙头公司, 截至 2025 年中报期末, 公司员工人数 4,157 人, 其中业务人员近 4,000 人, 公司累计服务 960 余家临床试验机构, 临床试验机构可覆盖能力为 1,300 余家, 服务范围覆盖全国 200 余个城市。我们认为普蕊斯主要看点来自于下游需求复苏: 1) 2025H1 公司新签订单 6.00 亿元, 同比增长 40%, 2025Q2 和 2025Q3 公司业绩边际改善显著, 随着国内需求逐渐复苏, 公司业绩有望持续向好。2) SMO 行业存在较多手工重复工作, AI 应用可以大幅提升工作效率, 公司积极探索人工智能在临床试验执行上的运用和创新, 未来存在持续降本增效的空间。

## 4. 生命科学上游: 下游需求全面复苏, 把握行业并购机遇

### 4.1. 下游需求复苏带动收入增长, 盈利能力提升空间较大

生命科学上游是指服务于生命科学行业的上游产业, 2025 年以来保持超高景气度, 我们认为主要得益于: 1) 早期药物发现需求的快速复苏, 尤其是双抗、ADC、小核酸等热门方向, 对相关试剂&耗材的需求快速增长, 例如百普赛斯、义翘神州、皓元医药、毕得医药; 2) 色谱填料&培养基的逻辑类似于 CDMO, 项目管线储备正在从中试阶段走向商业化放量, 例如纳微科技、赛分科技、奥浦迈。

2020-2022 年行业扩张周期研发投入、销售投入、产能投入相对较高, 由于 2023 年和 2024 年收入增长不及预期, 导致利润端阶段性承压。进入 2025 年, 随着营业收入恢复增长, 利润端进入快速增长期, 部分公司利润增速超过 50%; 展望 2026 年, 盈利能力普遍还存在提升空间。

图31.生命科学上游上市公司营业收入单季度同比增速表现

公司	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
皓元医药	39%	44%	42%	30%	21%	19%	14%	29%	20%	28%	33%
毕得医药	43%	41%	28%	17%	4%	0%	-1%	1%	13%	23%	26%
阿拉丁	-6%	16%	10%	7%	14%	42%	43%	30%	32%	4%	21%
百普赛斯	20%	15%	16%	8%	7%	17%	14%	39%	28%	31%	38%
义翘神州	-11%	10%	40%	18%	-3%	13%	-13%	-13%	2%	10%	17%
诺唯赞	-69%	-58%	-56%	-67%	0%	29%	13%	-6%	-6%	-8%	3%
近岸蛋白	-51%	-60%	-22%	-18%	-39%	6%	-10%	-16%	28%	15%	23%
康为世纪	-37%	-69%	-77%	-84%	-63%	-14%	4%	39%	49%	15%	68%
泰坦科技	13%	13%	-5%	8%	1%	9%	0%	6%	-9%	-16%	-14%
优宁维	13%	15%	-13%	2%	-1%	-7%	-12%	-15%	-20%	3%	-1%
纳微科技	-6%	7%	-12%	-42%	17%	14%	35%	71%	22%	21%	22%
赛分科技			-16%	-21%			67%	36%	9%	31%	81%
奥浦迈	-7%	-28%	-34%	0%	17%	20%	43%	14%	5%	47%	30%
昊帆生物	3%	-43%	4%	-2%	-27%	58%	10%	45%	48%	1%	59%
键凯科技	-8%	-31%	-31%	-45%	-30%	-19%	-22%	-14%	7%	-5%	42%
药康生物	21%	16%	17%	29%	12%	18%	7%	6%	9%	11%	19%
南模生物	20%	63%	2%	13%	-5%	0%	1%	18%	7%	14%	22%
海尔生物	22%	-17%	-31%	-42%	0%	-8%	1%	10%	0%	-6%	1%
洁特生物	-61%	-23%	2%	3%	32%	13%	16%	26%	26%	5%	-16%

资料来源：iFind，信达证券研发中心

图32.生命科学上游上市公司归母净利润单季度同比增速表现

公司	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
皓元医药	-26%	-10%	-44%	-74%	-64%	10%	213%	527%	272%	67%	16%
毕得医药	45%	39%	-24%	-108%	-29%	-45%	8%	977%	18%	66%	45%
阿拉丁	-44%	-29%	56%	14%	-1%	121%	6%	-16%	41%	-86%	16%
百普赛斯	-16%	-16%	-36%	-33%	-32%	-44%	-27%	59%	32%	66%	81%
义翘神州	-27%	-33%	-17%	103%	-48%	-48%	-59%	-59%	-48%	66%	50%
诺唯赞	-112%	-117%	-97%	103%	110%	136%	-58%	-767%	-63%	-89%	75%
近岸蛋白	-72%	-96%	-81%	-591%	-124%	-615%	-366%	-1092%	-349%	-98%	50%
康为世纪	-90%	-123%	-157%	-449%	-826%	-52%	-78%	-26%	21%	-57%	56%
泰坦科技	29%	20%	-62%	-98%	-91%	-89%	-78%	361%	122%	66%	-70%
优宁维	-18%	-13%	-85%	-100%	-71%	-40%	-118%	/	-219%	-172%	-67%
纳微科技	-80%	-81%	-85%	-53%	37%	45%	-143%	38%	73%	21%	1559%
赛分科技							596%	61%	-1%	112%	141%
奥浦迈	-4%	-51%	-82%	-51%	-19%	-67%	-42%	-157%	-25%	402%	284%
昊帆生物	10%	-46%	-29%	-23%	-18%	60%	51%	88%	17%	14%	-23%
键凯科技	-10%	-64%	-40%	-29%	-69%	-36%	-85%	-118%	-18%	-25%	296%
药康生物	2%	-9%	-14%	13%	-5%	1%	-46%	-72%	2%	-13%	78%
南模生物	-202%	225%	-136%	-12%	9%	-67%	48%	463%	93%	410%	242%
海尔生物	21%	-25%	-51%	-65%	0%	-31%	-5%	18%	-20%	-66%	-26%
洁特生物	-121%	-59%	-30%	886%	193%	86%	83%	6%	101%	37%	-46%

资料来源：iFind，信达证券研发中心

**工业市场需求全面复苏，客户结构导致景气度差异。**生命科学上游行业本质上同样属于“卖水人”商业模式，其景气度和下游需求高度相关，可以同时服务科研客户和工业客户两部分，科研客户的市场需求相对平稳，和国家科研经费投入密切相关，工业市场需求的波动成为影响生命科学上游景气度的关键因素。我们认为，2025年以来行业复苏主要得益于生物医药工业客户需求回暖，其中海外市场率先复苏，国内市场跟随复苏，由于不同公司的业务特点和客户结构存在较大差异，因此呈现出不同节奏、不同程度的业绩改善趋势。展望2026年，随着全球生物医药投融资的改善，下游需求有望全面回暖，生命科学上游产业链有望保持高景气度状态。

**图33.科研客户和工业客户对比**

科研客户		工业客户	
高等院校、科研院所、综合性医院		生物医药企业、CXO企业、疫苗企业、体外诊断企业、基因测序企业、动物检疫企业	
需求来自于国家科研经费投入，整体保持平稳		需求来自于企业自主研发投入，整体波动较大，不同细分领域有差异	
质量 > 品类 > 服务 > 效率 > 价格		质量 > 效率 > 服务 > 品类 > 价格	
以客户组为单位，需求高度分散		以企业为单位，需求相对集中于热门产品，客户粘性更高	
北京大学，清华大学，中科院等		恒瑞医药，百济神州，药明康德，沃森生物，凯普生物，华大基因等	

资料来源：信达证券研发中心

#### 4.2. 现金储备丰富，积极推动并购扩张

**现金储备丰富，积极推动并购扩张。**生命科学上游公司的上市时间集中在 2020-2022 年，IPO 募集资金充沛，截至 2025Q3，现金储备（货币资金+交易性金融资产）超过 10 亿的公司包括但不限于皓元医药、毕得医药、百普赛斯、义翘神州、诺唯赞、优宁维、奥浦迈、昊帆生物、药康生物、海尔生物等。丰富的现金储备是并购的底气，大部分上市公司对于外延并购保持积极态度，重点关注产业链上下游协同标的，同时也会基于研发、生产、销售等业务环节补短板的考虑。

**图34.生命科学上游上市公司现金储备（货币资金+交易性金融资产）(单位：亿元)**

公司	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
皓元医药	3.05	2.83	3.28	4.84	4.45	4.42	4.97	13.29	13.67	14.25	14.69
毕得医药	14.75	12.95	11.95	12.74	12.82	12.23	11.72	11.81	6.09	11.88	11.49
阿拉丁	5.85	5.79	5.41	5.76	5.61	5.05	5.39	5.09	5.01	3.90	7.82
百普赛斯	20.58	19.91	19.94	19.87	19.54	19.40	18.53	18.88	18.14	18.21	18.67
义翘神州	56.92	47.12	47.55	48.49	47.77	41.92	39.08	39.49	39.57	37.18	32.62
诺唯赞	38.00	35.15	34.45	34.81	30.44	25.80	24.75	26.56	29.06	29.12	27.21
近岸蛋白	19.18	19.02	19.06	14.85	13.93	11.31	6.69	6.47	6.88	7.74	7.99
康为世纪	13.64	12.81	12.43	8.94	8.51	7.27	6.53	6.73	6.50	6.29	6.11
泰坦科技	11.80	10.90	9.87	10.51	9.52	9.56	9.78	10.26	8.62	8.97	8.47
优宁维	15.79	15.48	14.55	14.76	14.06	13.68	13.85	14.05	13.60	12.76	12.74
纳微科技	4.13	3.61	2.55	3.51	3.38	2.82	3.03	3.05	3.03	2.62	2.70
赛分科技		3.20		2.67		1.42	1.64	1.05	3.01	3.35	3.44
奥浦迈	15.87	14.57	14.53	14.31	13.77	12.66	12.73	12.49	11.87	10.04	10.61
昊帆生物	1.10	1.20	17.40	17.70	17.77	17.27	17.45	17.07	17.05	16.99	14.94
键凯科技	5.52	5.63	5.16	5.16	5.46	5.44	5.30	5.49	5.15	5.27	4.50
药康生物	11.91	12.11	11.89	11.98	11.28	11.73	10.58	11.69	11.13	11.92	11.98
南模生物	10.58	10.44	10.22	10.25	9.75	9.81	9.33	10.11	9.81	10.06	9.87
海尔生物	27.48	23.71	21.14	19.20	20.01	15.54	18.50	17.78	17.26	14.46	13.45
洁特生物	5.80	5.21	5.16	5.39	5.20	4.92	4.67	4.59	4.57	4.59	4.88

资料来源：iFind，信达证券研发中心

从并购案例来看，2024 年阿拉丁并购源叶生物、纳微科技并购福立仪器，均给上市公司带来显著业绩增厚，2025 年奥浦迈并购澎立生物，阿拉丁并购喀斯玛，同样引发市场高度关注。

图35.生命科学上游上市公司收购案例

收购方	标的	主营业务	收购价格	股权比例	营业收入	净利润
皓元医药	药源药物	药学研究, 原料药生产	4.1亿元	100.00%	8,258万元 (2021年)	1,085万元 (2021年)
奥浦迈	澎立生物	临床前CRO (药效分析)	约14.5亿元	100.00%	3.31亿元 (2024年)	0.45亿元 (2024年)
阿拉丁	源叶生物	生化试剂	约1.81亿元	51.00%	1.05亿元 (2023年)	3682万元 (2023年)
阿拉丁	喀斯玛	科研采购平台	约2.61亿元	81.96%	1.61亿元 (2024年)	2567万元 (2024年)
泰坦科技	润度生物	细胞培养仪器设备及耗材	2600万元	43.33%	2,288万元 (2023年)	-571万元 (2023年)
泰坦科技	迈皋仪器	离心机	2000万元	50.00%	1,110万元 (2023年)	3万元 (2023年)
纳微科技	福立仪器	色谱仪器	约1.79亿元	44.80%	1.67亿 (2022年)	3,042万元 (2022年)
纳微科技	赛谱仪器	分离纯化设备	约1.13亿元	43.96%	8,467万元 (2021年)	2,071万元 (2021年)
义翘神州	SCB	生物试剂	4,800万美元	100.00%	694万加元 (2022年)	321万加元 (2022年)

资料来源：各公司公告，信达证券研发中心，股权比例为对标的公司收购的股权比例，营业收入及净利润为收购标的营收及利润规模。

### 4.3. 建议重点关注：毕得医药、皓元医药、阿拉丁

#### 4.3.1. 毕得医药：业绩加速趋势显著，高度重视并购扩张

毕得医药是一家产品型药物分子砌块及科学试剂供应商，专注于为创新药企、科研院所、CRO 机构等新药研发机构提供产品及服务，已经建立近百万种庞大产品库，现货产品种类数超过 14 万种。我们认为公司主要看点包括：1) 随着国内外投融资不断恢复，公司分子砌块业务和科学试剂业务有望保持高速增长，通过“高毛利产品+高粘性产品”的双轮驱动经营策略，带动盈利能力持续提升。2) 公司曾经公告收购全球分子砌块龙头企业 Combi，受中美关系影响并购项目被迫暂停，考虑到公司现金储备丰富，高度重视并购扩张，我们认为公司未来仍有外延增长的潜力。

#### 4.3.2. 皓元医药：从前端到后端完整布局，盈利能力具备改善空间

皓元医药是一家专注于为全球制药和生物医药行业提供专业高效的小分子及新分子类型药物 CRO&CDMO 服务的平台型高新技术企业。公司主营业务可以拆分为前端业务和后端业务，其中前端业务为生命科学试剂，包括分子砌块、工具化合物和生化试剂，后端业务为原料药和中间体、制剂业务。我们认为公司主要看点包括：1) 公司前端业务竞争优势突出，尤其是工具化合物具备全球竞争力，有望保持较强的成长能力和盈利能力；2) 公司后端业务从投入期进入收获期，截至 2025 年 Q3 公司后端业务在手订单金额同比增长超 50%，有望大幅改善后端业务的盈利情况。

#### 4.3.3. 阿拉丁：布局生命科学试剂，并购项目不断落地

阿拉丁是国内领先的科研试剂品牌供应商，打造国产自主试剂品牌“阿拉丁”，产品类型

覆盖高端化学试剂、生命科学试剂、分析色谱试剂、材料科学试剂等，同时配套少量实验耗材，广泛应用高等院校、科研院所以及生物医药、新材料、新能源、节能环保、航空航天等高新技术产业和战略性新兴产业相关企业的研发机构。我们认为公司主要看点包括：1)公司近年来重点布局生命科学试剂，通过自主开发+外部合作等形式不断补充产品类型，有望打造新的增长曲线。2)公司高度重视并购扩张，近年来陆续参股或收购源叶生物、上海雅酶、喀斯玛等标的，其中2025年收购喀斯玛科研采购平台，不仅可以增厚公司业绩，还有望实现自主品牌和采购平台的协同增效。

## 5. AI 医疗：“人工智能+”政策引领，AI 应用多点开花

### 5.1. Deepseek 带动医疗 AI 模型大发展

近年来 AI 大模型革新速度正在加快，主要标志性事件有：①2023 年 OpenAI 推出大型的多模态模型 GPT-4，能接收图像和文本输入，输出文本，比以往更具创造性和协作性。百度正式发布新一代大语言模型文心一言，拉开“百模大战”序幕，此后华为盘古、360 智脑、商汤日日新等 AI 大模型先后登场。②2024 年 OpenAI 推出新旗舰生成式 AI 模型 gpt-4o，可以实时对音频、视觉和文本进行推理，新模型使 chatgpt 能够处理 50 种不同的语言，同时提高了速度和质量。Anthropic 推出 Claude 3.5 Sonnet，在多项基准测试中超越了 gpt-4o。Meta 发布 Llama 3.1 405b 开源人工智能模型，在多项测试中超越 gpt-4o 和 claude 3.5 sonnet。③2025 年 1 月 20 日，DeepSeek 公司正式发布了其的 DeepSeek-R1 模型系列，这标志着人工智能领域内又一次重要的技术进步。此次发布的模型包括了 DeepSeek-R1-Zero、DeepSeek-R1 以及 DeepSeek-R1-Distill 等多个版本，它们不仅在技术上实现了突破，还在商业应用方面展现大的潜力。

相较于通用大模型，训练一个医疗大模型的难度并不大。绝大多数医疗大模型基于通用大模型的基座进行训练，通过领域医学数据进行微调，从而强化模型在医疗领域的专业能力。据智药局统计，截止 2025 年 11 月底，国内已发布 83 款 AI 医疗大模型，2025 年增长尤其迅速。2025 年 DeepSeek R1 的发布推动行业加速变革，区别于此前的 AI 模型竞争，绝大多数公司选择拥抱 DeepSeek 带来的变化，选择接入、部署 DeepSeek，京东健康更是开源其京医千询大模型，对训练参数、训练代码、数据集进行全面开源。

表8.部分重点 AI 医疗大模型汇总

发布时间	名称	公司名称	技术领域
2023 年 4 月	春雨慧问	春雨医生	在线问诊模型
2023 年 4 月	通义千问	阿里巴巴	医疗问答、医疗知识图谱、医疗报告生成
2023 年 6 月	添翼医疗大模型	东软集团	影像分割、辅助诊疗、报告生成
2023 年 7 月	京医千询	京东健康	诊断治疗、咨询服务
2023 年 7 月	星火认知大模型	科大讯飞	诊后康复管理平台
2023 年 9 月	灵医大模型	百度	健康管家、医生助手、智能企业
2023 年 10 月	商量·大医	商汤科技	导诊、问诊、健康咨询、辅助决策
2023 年 10 月	WiNEX Copilot	卫宁健康	病例写作、医疗问答
2024 年 6 月	平安医博通	平安健康	AI 体检报告解读、建立健康档案、医疗问答
2024 年 7 月	医渡云 YiduCore	医渡科技	医疗 AI 大模型
2025 年 2 月	星火医疗大模型 X1	讯飞医疗	诊断推荐、健康咨询、检查检验报告解读
2025 年 4 月	元智医疗大模型	联影医疗	影像诊断、临床治疗、医学科教、医院管理

资料来源：智药局公众号，信达证券研发中心

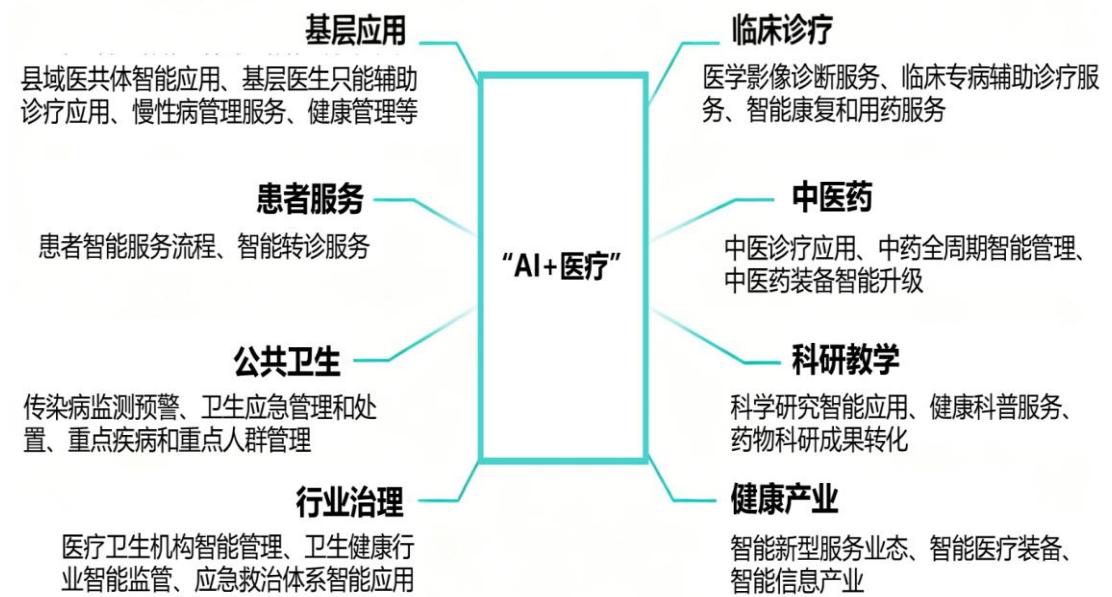
## 5.2. “人工智能+”行动政策引领，国内外 AI 巨头多点开花

### ◆ “人工智能+”行动或引领产业发展

从政策背景上看，2024年政府工作报告首次提出开展“人工智能+”行动。2025年政府工作报告提出，持续推进“人工智能+”行动，将数字技术与制造优势、市场优势更好结合起来，支持大模型广泛应用等。2025年7月26日至29日，2025世界人工智能大会(WAIC)及相关展览在上海举办。李强总理出席会议开幕式并致辞，李强总理围绕如何把握人工智能公共产品属性、推进人工智能发展和治理，提出三点建议。一是更加注重普及普惠，充分用好人工智能发展的已有成果。二是更加注重创新合作，力求更多突破性的人工智能科技硕果。三是更加注重共同治理，确保人工智能在造福人类上最终修成正果。2025年7月31日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，会议审议通过《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》。

2025年11月4日，国家卫生健康委联合国家发展改革委、工业和信息化部、国家中医药局、国家疾控局五部门重磅发布《关于促进和规范“人工智能+医疗卫生”应用发展的实施意见》。该文件提出：1) 到2027年，形成一批临床专病专科垂直大模型和智能体应用，基层诊疗智能辅助、临床专科专病诊疗智能辅助决策和患者就诊智能服务在医疗卫生机构广泛应用。2) 到2030年，基层诊疗智能辅助应用基本实现全覆盖，二级以上医院普遍开展医学影像智能辅助诊断、临床诊疗智能辅助决策等人工智能技术应用。

图36. “人工智能 + 医疗卫生”应用示意图



资料来源：国家卫健委，信达证券研发中心

### ◆ “千问 App”或为 C 端商业化提供新思路

2025年11月17日，阿里巴巴正式推出基于Qwen大模型的个人AI助手“千问App”，开启免费公测，定位“会聊天、能办事”的AI生活入口，对标ChatGPT展开竞争。

在开源成果上，自2023年全面开源以来，阿里Qwen已经超越LLama、Deepseek等模型，成为全球性能最强、应用最广泛的开源大模型。截至2025年11月底，Qwen系列模型的全球下载量已突破6亿次，积累了极高的行业声誉。近期，阿里发布的旗舰模型Qwen3-Max，性能超过GPT5、Claude Opus 4等国际竞争者，跻身全球前三。



图37.千问 APP 公测示意图



资料来源：界面新闻，信达证券研发中心

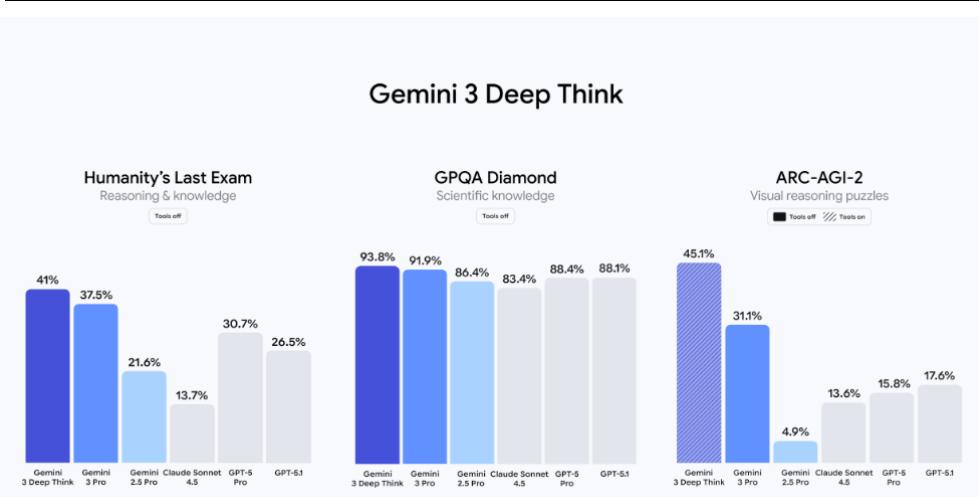
此次推出千问，标志着其 AI 布局首次从 B 端与基础设施延伸到“终端入口”层级。这一转折使千问成为了承接阿里 AI 战略的前台窗口，也让外界得以更清晰地观察阿里对未来 AI 使用方式的判断。不仅如此，同步推进的国际版也释放出阿里的另一层意图：不仅要争夺中国市场的 AI 入口，还要依托开源模型在全球积累的势能，将竞争延伸到全球。

#### ◆ 谷歌 Gemini 3 发布，推理能力实现飞跃

2025年11月18日，谷歌正式发布备受期待的该公司迄今最强大人工智能(AI)模型Gemini 3，并于发布首日立即在谷歌搜索、Gemini应用程序App及多个开发者平台同步上线，在多个盈利产品中投入使用。这是谷歌首次在新模型发布当天就将其整合到搜索产品中，显示出公司加快AI技术商业化的决心。

除标准版本外，谷歌还推出了Gemini 3 Deep Think增强推理模式，该模式在Humanity's Last Exam测试中达到41.0%的成绩，在GPQA Diamond测试中获得93.8%的分数。在ARC-AGI-2测试中，Deep Think模式创下了45.1%的前所未有的成绩，展示了其解决新颖挑战的能力。谷歌表示，该模式正在接受额外的安全评估，将在未来几周内向Google AI Ultra订阅用户开放。

图38.谷歌 Gemini 3 示意图



资料来源：华尔街见闻，信达证券研发中心

### 5.3. 关注：京东健康、医脉通

#### ◆ 京东健康

**核心逻辑：**①从行业维度上看，医药电商具备价格便宜、种类丰富、信息透明等优势，同时消费者购药习惯正逐步转变，叠加医药电商相关监管政策逐步放宽（诸如 2022 年起处方药可线上实名购买），在多种因素综合作用下，网上药店销售规模占零售药店终端的比例从 2015 年的 3.2% 提升至 2023 年的 32.5%。②从公司维度上看，京东健康与京东集团深度合作，在流量、履约、服务、供应链等方面具备较强竞争力，近 7 年公司收入 CAGR 约 40%，近 7 年经调整净利润 CAGR 约 56% 且持续创新高。随着公司业务规模快速发展，公司逐步具备规模优势，公司对上游议价力提升（成本具备优势，且品牌合作矩阵持续扩张）。③从 AI 前瞻布局上看，基于“京医千询”医疗大模型，公司构建了面向医院、医生以及普通用户的全场景覆盖的 AI 医疗产品矩阵，并实现大规模应用落地。

**盈利预测及投资评级：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别约为 709.26 亿元、811.04 亿元、927.89 亿元，同比增速分别约为 22%、14%、14%，实现归母净利润分别为 51.61 亿元、60.32 亿元、71.49 亿元，同比分别约增长 24%、17%、19%，对应 2025/12/15 股价 PE 分别约为 33 倍、28 倍、24 倍。我们认为，当前公司收入和经调整利润均处于快速增长阶段。同时，公司较早布局 AI 医疗，目前基于“京医千询”大模型开发出“AI 京医”“京东卓医”“康康”等一系列基于大模型的 AI 医疗产品。当前市场虽未摸索出 AI 医疗商业化的较好路径，但提前布局有助于企业积淀数据并优化服务体验，同时有助于提前养成用户使用习惯并抢占用户心智，对后续商业化铺设道路。我们看好京东健康，维持“买入”评级”。

表9.京东健康盈利预测(单位：百万元)

盈利预测	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	58,160	70,926	81,104	92,789
增长率 (%)	8.6%	22.0%	14.3%	14.4%
EBITDA	3,059	4,207	5,301	6,658
归母净利润	4,162	5,161	6,032	7,149
增长率 (%)	94.3%	24.0%	16.9%	18.5%
每股收益EPS	1.32	1.61	1.88	2.23
每股净资产	17.27	18.83	20.68	22.88
市盈率 (P/E)	19.50	32.56	27.86	23.51
市净率 (P/B)	1.49	2.79	2.54	2.29
PE/G	0.21	1.36	1.65	1.27
每股经营性现金流	1.35	2.11	2.27	2.66

资料来源：ifind，信达证券研发中心，注：收盘价截至 2025/12/15

#### ◆ 医脉通

**核心逻辑：**①公司系国内领先的医师信息化平台，平台已覆盖全国 88% 执业医师。公司平台为广大临床医生提供前沿医学资讯、临床指南、疾病知识库、病例、用药、会议等专业的医学信息及产品服务。截至 2024 年底，公司平台注册用户超 700 万，其中执业医师超 400 万，月均活跃用户 265 万。②庞大医师群体为精准营销业务奠定流量基础，近 5 年公司精准营销及企业解决方案收入 CAGR 约 36%，未来专业群体精准营销市场有望受益于中国创新药崛起浪潮。2024 年精准营销及企业解决方案业务收入约 5.13 亿元（占总收入比例约 92%），付费客户数量达 228 家（2020-2024 年间付费客户数 CAGR 约 30%），而营销产品数量达 506 个（2020-2024 年间营销产品数量 CAGR 约 28%）。此外，当前中国创新药产业正处于高质量发展新阶段，而创新药的商业化需要专业且高效的学术推广，公司在医师群体精准营销领域具备较强竞争优势，未来公司有望持续受益于中国创新药崛起带来的商

业化机遇。③公司通过 AI 赋能精准营销和医学知识服务，推动业务高效发展。2024 年，公司推出 AI 问答系统、AI 诊疗导图等工具，显著提升营销效果和医师临床决策能力。

**盈利预测及投资评级：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别约为 7.2 亿元、9.19 亿元、11.74 亿元，同比增速分别约为 29%、28%、28%，实现归母净利润分别为 3.28 亿元、3.8 亿元、4.4 亿元，同比分别约增长 4.2%、15.8%、16.5%，对应 2025/12/15 股价 PE 分别约为 21 倍、18 倍、15 倍。我们认为，公司收入正处于快速增长阶段，同时中国创新药高质量发展亟需高效学术推广助力，而公司在专业医师群体精准营销具备优势；叠加后续 AI 应用或将改善公司的精准营销效率以及改善医师使用体验，我们看好京东健康，维持“买入”评级”。

表10.医脉通盈利预测(单位：百万元)

盈利预测	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	558.46	720.30	919.39	1,174.06
增长率 (%)	35.5%	29.0%	27.6%	27.7%
EBITDA	356.86	364.96	420.79	486.55
归母净利润	315.15	328.28	380.07	442.67
增长率 (%)	30.1%	4.2%	15.8%	16.5%
每股收益EPS	0.43	0.45	0.52	0.60
每股净资产	6.55	6.84	7.33	7.57
市盈率 (P/E)	21.04	20.59	17.78	15.27
市净率 (P/B)	1.39	1.35	1.25	1.21

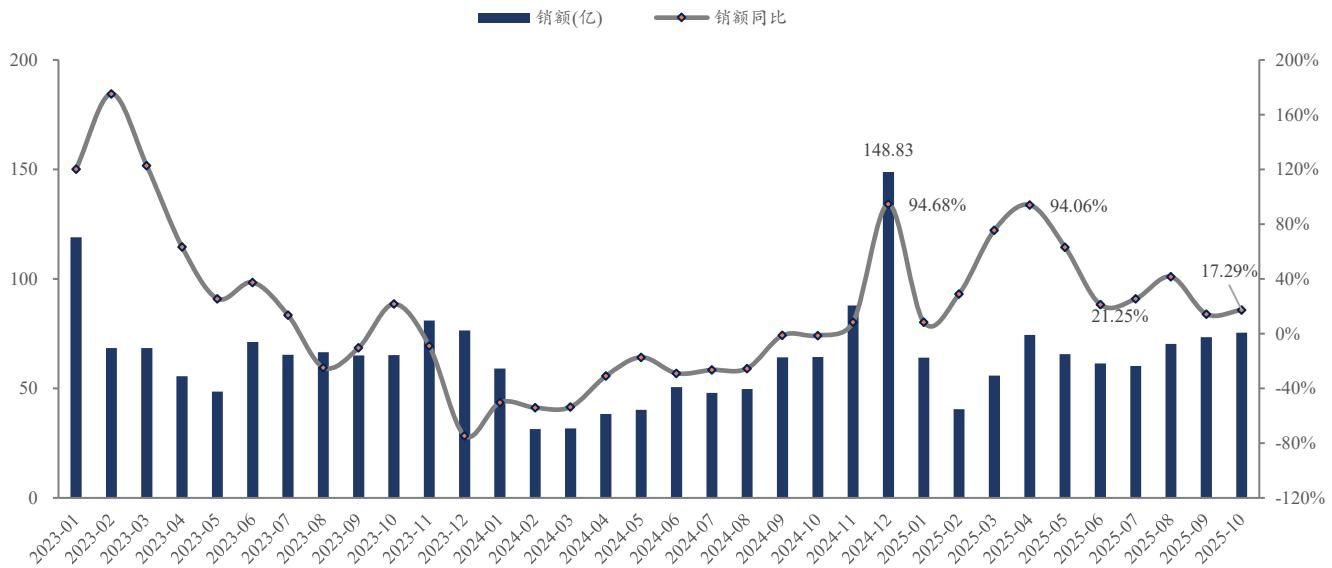
资料来源：ifind，信达证券研发中心；注：收盘价截至 2025/12/15

## 6. 高端医疗设备：把握“国内招采复苏+出海加速”成长机会

### 6.1. 国内招采回暖，驱动院内设备增长，企业或迎业绩拐点

从院内需求来看，受医保控费措施、医疗整顿等因素影响，2024 年院端医疗器械增长阶段性承压。2025 年医疗设备随着医疗整顿边际影响变弱、设备更新迭代项目逐步落地，自 2024 年 11 月以来，招标采购呈现回暖趋势。根据智器云的样本数据，2025 年前三季度我国医疗设备招采金额达 641 亿元，同比增速达 34%，其中第三季度招采金额保持环比增长趋势，我们预计随着设备更新迭代项目持续落地，叠加设备招采节奏影响，2025 年四季度及 2026 年医疗设备招采仍有望保持较好的增长趋势。

图39.2023年-2025年10月我国医疗设备招采的销售额变化情况



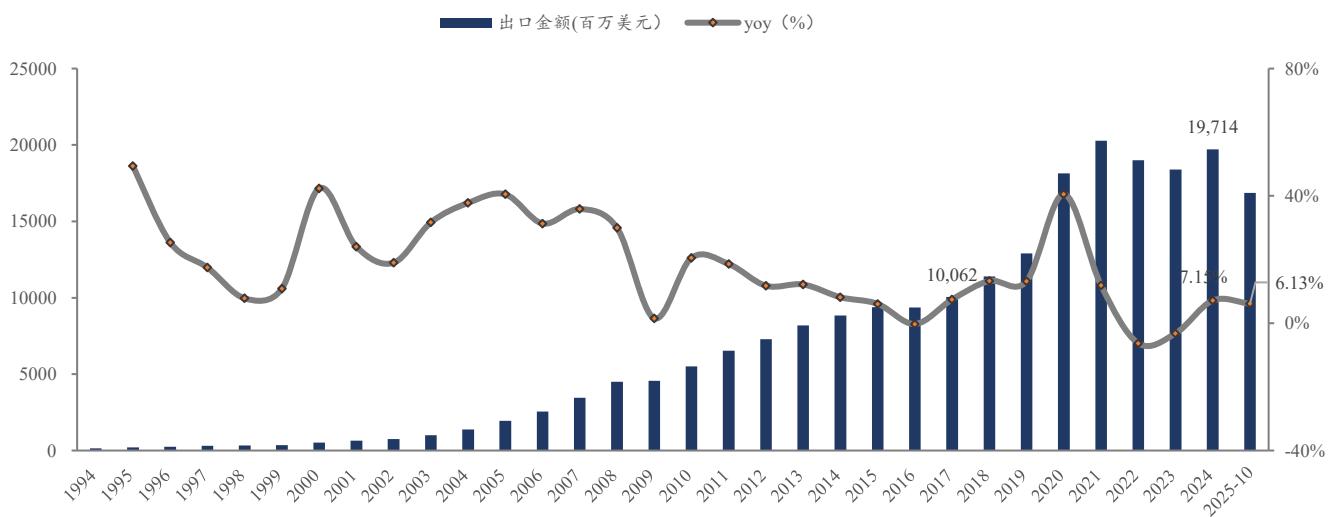
资料来源：智械云，信达证券研发中心

考虑到受医院招标流程、经销商库存调整等因素影响，我们认为招采回暖传导到企业业绩端需要一定的时间，但终端需求改善给医疗设备企业业绩增长提供了较强的确定性，随着时间推移，终端需求改善将逐步体现至上市公司业绩端，预计院端医疗设备有望重回增长轨道，迎来业绩拐点。

## 6.2. 海外收入增长加速，国际化拓展成效凸显，出海成为增长新引擎

近年来，国内医疗设备企业加大国际市场拓展力度，多项产品在海外获得注册证，凭借高性价比的产品，中国医疗设备企业在海外市场不断取得突破，根据中国海关总署数据，2024年医疗仪器及器械出口额达197亿美元，同比增长达7%，2025年前10月份累计值已达169亿美元，同比增长为6%。

图40.中国医疗仪器及器械出口情况



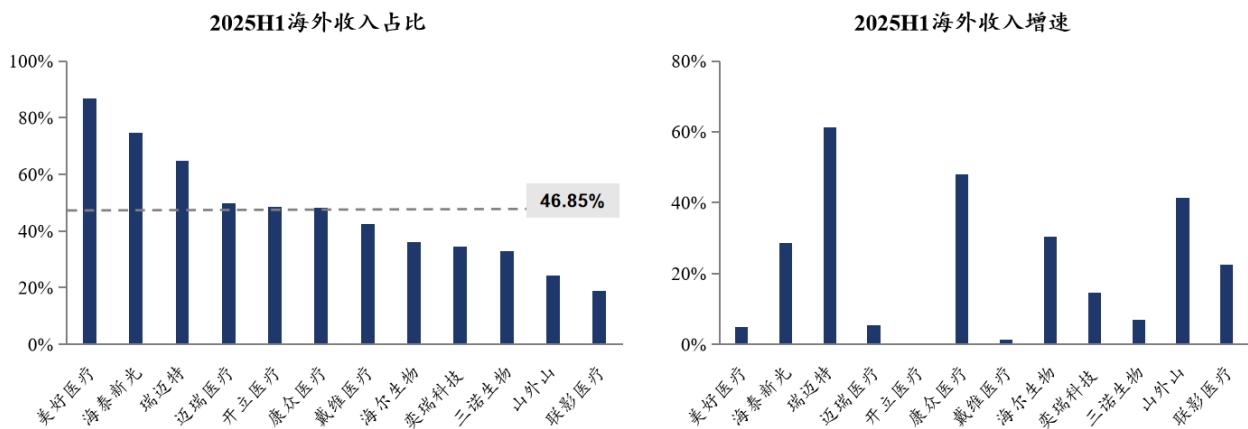
资料来源：ifind，国家统计局，海关总署，信达证券研发中心

从拓展成效来看，部分中国医疗设备企业凭借规模化生产和成本优势、不断提升的产品质

量，已经在海外市场站稳脚跟，其中美好医疗、海泰新光、瑞迈特通过与海外大客户持续加深的合作，海外收入占比超 50%，迈瑞医疗、开立医疗等通过长期的海外市场拓展，海外收入占比接近 50%，联影医疗、山外山虽然海外收入占比不到 30%，但 2025 年上半年海外增速较快，分别为 22.49%、41.30%，未来海外业务占比有望进一步提升。

展望未来，我们认为中国医疗设备企业已经在产品维度建立了较强的性价比优势，龙头企业或将逐步向中高端设备过渡，并从销售出海逐步拓展至“研产销服”一体化出海，打造全球市场竞争力，国际化有望成为中国医疗设备企业增长的新引擎。

图41.部分医疗器械企业海外增长速度及海外业务占比情况

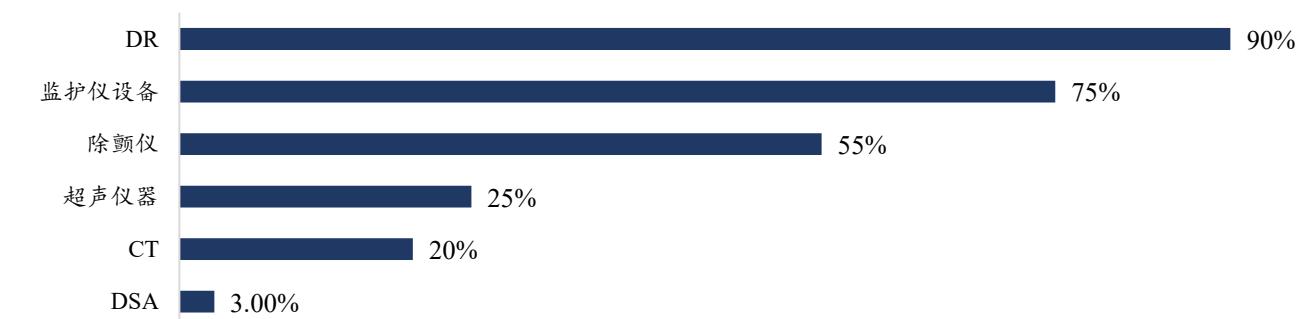


资料来源：ifind，信达证券研发中心

### 6.3. 高端医疗设备实现突破，逐步从“跟跑”迈向“领跑”

我国医疗器械行业发展较晚，各大细分领域核心技术掌握相对薄弱，还仍有大部分医疗器械设备市场国产化率亟待提升，尤其在高端医学影像设备，CT、DSA 等高端医学影像设备国产替代率不到 20%，主要依赖进口品牌，外资品牌（如 GE、飞利浦、西门子）仍垄断三级医院市场。

图42.医疗器械细分领域国产化率情况



资料来源：深圳市医院管理者协会，艾瑞咨询，信达证券研发中心

随着本土医疗设备企业在医用金属材料、医学成像、电子信息技术等方面不断取得突破，医疗装备产业基础高级化、产业链现代化水平不断提升，DR、监护仪等基础医疗装备基本实现国产化，高端医疗装备产品性能和质量水平明显提升，竞争实力不断增强，高端医疗设备市场被外资巨头垄断的局面逐渐被打破，在高端医疗设备领域，中国本土企业从“跟跑”转向“并跑”，部分产品实现“领跑”，比如 2022 年，全球首台 5.0T 磁共振系统获批

上市，填补了国际上持续二十余年的人体超高场全身磁共振技术空白，中国高端医疗设备逐步从“中国制造”向“中国智造”转型。此外，我国高端医疗设备企业加大 AI 技术、新材料等与传统设备的深度融入，进入智能化转型，通过新技术打造差异化竞争优势。

#### 6.4. 建议关注联影医疗、开立医疗、山外山

**(1) 联影医疗：**公司构建了覆盖 MR、CT、MI、RT 、XR 等领域的完善产品线，截至 2024 年底累计推出超 140 款产品，多项实现“国内/行业首款”突破。作为国内稀缺的具备“高端影像设备整体解决方案能力”的企业，在高端 CT、MR、PET/CT 等技术密集型赛道建立起显著壁垒，产品优势驱动营收快速增长，2018 年到 2024 年收入年复合增速高达 31%，展现强劲竞争力，尤其是海外市场拓展成效逐步凸显，北美、欧洲及亚太核心项目均进入集中落地阶段，订单向收入的转化效率有望进一步提升。

公司 2025Q1-3 营收 88.59 亿(yoy+27.39%)，归母净利润 11.20 亿 (yoY+66.91%)，其中 Q3 单季度收入 28.4 亿 (yoY+75.41%)，归母净利润 1.22 亿元，扣非归母净利润 8761 万元，同比大幅扭亏。

25Q1-3 国内收入 68.66 亿 (yoY+23.7%)，其中行业增长 8%，公司市占率提升 4 个百分点；海外 19.93 亿 (yoY+41.97%)，海外收入占比提升至 22.5%，成为公司核心增强驱动；其中北美 7 亿 (yoY+50%)；欧洲市场 4 亿 (yoY+100%)；亚太高双位数增长，扭转上半年下滑态势。公司预期 Q4 有望延续上半年强劲增长态势。

公司已经初步建成全球化的销售及服务网络，形成 1,000 余名专业服务工程师，覆盖全球 90 余个国家和地区的 200 多个城市，高端及明星产品在北美、欧洲、新加坡等顶级医疗机构获认可并装机。

依托超 3.73 万台/套的全球累计装机规模效应，“设备销售 + 增值服务”的双轮协同格局加速释放增长潜力，前三季度售后服务收入达 12.43 亿元，同比增长 28.44%，创历史新高。

前三季度公司毛利率 47% 维持稳定，净利率 12.65% 较上年同期提升 4 个百分点，我们认为公司业务规模效应及服务收入占比提升，全球营销及服务网络渐入回报期，公司作为国内医疗影像设备龙头企业，在产品高端化、市场全球化、技术智能化三大维度均取得显著突破，随着产品壁垒高筑、全球布局深化、AI 生态成型，公司未来业务有望保持快速发展，盈利能力有望持续提升。

**(2) 开立医疗：**2025 年上半年受国内渠道库存调整影响，公司增长承压，从招采情况来看，国内医院端招标复苏明显，公司超声、内镜产品中标量同比快速增长，我们认为随着招采回暖，公司收入有望回归增长趋势。此外，公司近两年加码研发，推动产品结构朝着高端化方向发展，高毛利率的高端新产品如超声 80 系列、内镜 HD650、微创外科 SV-M4K200 平台、V20i 集成式血管内超声诊断设备等持续放量，我们认为随着新一代高端产品发力，公司竞争力和盈利能力均有望提升。

**(3) 山外山：**公司是国内血液净化领域的领先企业，已基本完成自产血液净化耗材的全线布局，并逐步打造“血液净化设备+血液净化耗材+透析医疗服务+智能血透管理”的血液净化生态圈。在国内市场，公司市占率不断提升，2025 年上半年 CRRT 设备中标品牌中，公司占比达 20.42%，血液透析机设备中标品牌中，公司占比达 15.29%，均位列第三，在国产品牌中位居第一，未来随着县域血透中心建设，招采需求持续释放，公司国内业务有望保持快速增长；在海外市场，公司不断深化国际化战略，在关键国家和地区市场的布局步伐不断加速，2025H1 海外收入增长超 41%，我们认为随着公司陆续完成更多国家市

场准入，海外业务具有较大的增长潜力。

## 7. 骨科耗材：集采负面影响扰动出清，机器人驱动数字化骨科发展

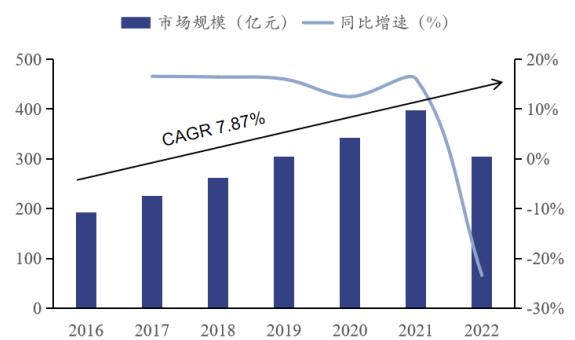
### 7.1. 人口老龄化进程加速，驱动骨科市场持续扩容

骨科疾病发病率与年龄相关性高，随着年龄的增长，人体发生骨折、脊柱侧弯、脊椎病、关节炎、关节肿瘤等骨科疾病的概率大幅上升，人口老龄化驱动骨科医疗器械市场持续成长。根据医械汇《蓝皮书》数据，我国骨科植入物市场规模从 2016 年的 193 亿元增长到 2021 年的 397 亿元，2022 年受集采落地影响，市场规模缩小至 304 亿元，2016-2022 年复合增速为 7.87%。我们认为在人口老龄化趋势下，整体骨科患病人群有望持续扩大，骨科疾病的诊疗需求驱动骨科植入物市场持续扩容。

图43.我国骨科植入器械分类及市场规模情况

分类	主要产品内容	主要用途
脊柱类	颈椎及胸腰椎内固定系统、颈椎前路钢板、椎间融合器等	用于脊柱退变性疾病、脊柱骨折、脊柱畸形、肿瘤及感染等脊柱疾病的治疗
创伤类	接骨板、中空螺钉、髓内钉、外固定支架等	用于人体四肢、肋骨、手指、足踝、骨盆等部位的创伤性骨折、骨骼畸形的治疗
关节类	髋、膝、肩、肘等人工关节假体	用于骨关节炎、类风湿性关节炎、股骨头坏死、关节周围的重度骨折等疾病的治疗
其他	运动医学、骨修复材料	用于运动损伤及其他骨损伤的治疗

中国骨科植入医疗器械市场规模趋势预测



资料来源：威高股份招股说明书，医械汇《蓝皮书》，信达证券研发中心

### 7.2. 集采常态化，降价影响已逐步出清，骨科国产化率逐步提升

我国骨科行业发展较晚，早期史赛克、强生、美敦力、捷迈邦美、施乐辉等欧美外资企业凭借较强的技术优势、品牌影响力及资本实力，占据主要的市场地位。2021 年 6 月，《国家组织人工关节集中带量采购公告(第 1 号)》正式发布，拉开骨科耗材全国集采的序幕，随后河南十二省创伤带量采购、京津冀“3+N”创伤带量采购、骨科脊柱类耗材国家集采相继推进，截止 2023 年底，包括关节、创伤、脊柱、运动医学在内的骨科四大领域基本实现集采全覆盖，骨科耗材带量采购改革已进入常态化阶段。

表11.我国骨科集采情况

集采项目	主要数据	结果与影响
人工关节集中带量采购 (2021 年 9 月)	首年意向采购量：54 万套（占全国需求量 90%） 髋关节价格：从 3.5 万元降至 7000 元 膝关节价格：从 3.2 万元降至 5000 元 - 平均降价幅度：82%	44 家企业 870 个产品中选 <b>总需求量：</b> 57.54 万套 <b>国产需求量：</b> 28.91 万套 (50.2%) <b>进口需求量：</b> 28.63 万套 (49.8%)
河南十二省联盟骨科创伤类医用耗材带量采购 (2021 年 11 月)	中选情况：71 家企业，20751 个产品中选 - 平均降价幅度：88.65%	<b>每年节省金额：</b> 75.83 亿元 <b>国产需求量：</b> 939190 套 (96.7%) <b>进口需求量：</b> 32115 套 (3.3%) <b>覆盖</b> 5.6 亿人

京津冀“3+N”联盟骨科创  
伤类医用耗材带量联动采  
购  
(2022年2月)

中选情况：89家企业，20026个产品中选  
- 平均降价幅度：83.48%

节省金额：每年节省59.17亿元  
-天津市预计节省：1.39亿元

脊柱类耗材集中带量采购  
(2022年9月)

医疗机构：6426家申报  
申报需求量：120万套（不含骨水泥），171家企业参与申报，152家脊柱集采中选企业  
- 平均降价幅度：84%

节省费用：每年节省约260亿元  
国产需求量：101万套（84%）  
进口需求量：19万套（16%）

运动医学类集中带量采购  
(2023年9月)

参与企业：128家参与，126家中选  
- 平均降价幅度：74%

市场规模：约90亿元（19个品种）  
-节省费用：每年节省约67亿元

人工关节集中带量采购协  
议期满接续采购  
(2024年4月)

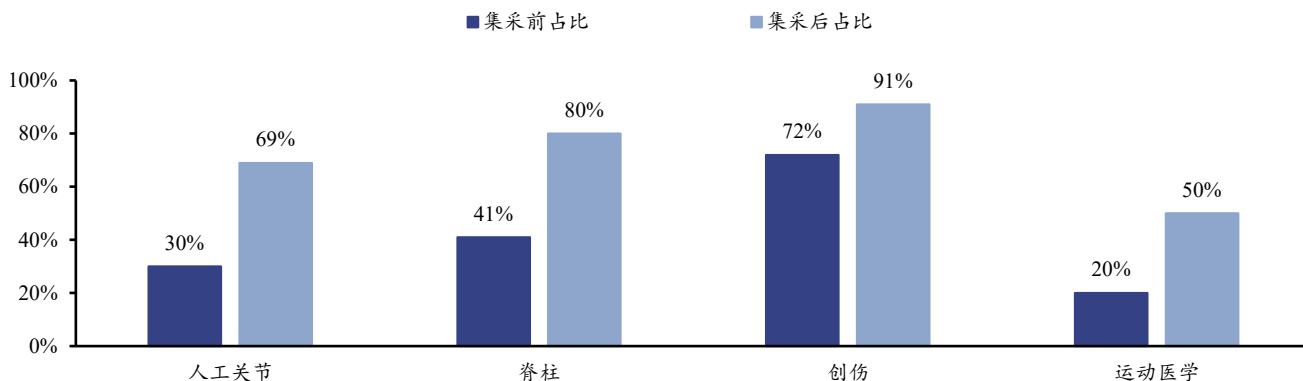
医疗机构：6281家填报  
采购需求达58.16万套  
54家企业中选

市场份额分布示例：  
-陶对陶髋关节：正天医疗（22%）、爱康医疗（14%）、春立医疗（11%）  
-陶对聚髋关节：爱康医疗（14%）、春立医疗（13%）  
-膝关节：正天医疗（16%）、爱康医疗（16%）  
备注：部分企业（如爱康医疗、威高骨科）实现提价

资料来源：国家组织医用耗材联合采购平台网，河南省政府采购网，甘肃省医保局，国家医保局官网，新型生物材料与高端医疗器械广东研究院，江苏省医用耗材阳光采购网，信达证券研发中心

集采之下，骨科国产化率大幅提升。随着骨科集采推进，耗材价格大幅下降，平均降幅在70%-90%之间，终端产品入院价格大幅下降传导至出厂端，给骨科生产企业的盈利水平造成了压力，企业的成本控制能力面临较大的挑战，外资产品的市场份额逐渐被高性价比的国产产品侵占，骨科国产化率逐步提升，其中人工关节国产占比从30%增长到69%，脊柱国产占比从41%增长到80%，运动医学国产占比从20%增长到50%，创伤国产占比从72%增长到91%，骨科耗材市场呈现朝着“国产头部品牌集中”的趋势。

图44.集采后骨科细分领域国产市占率变化



资料来源：Medtrend 医趋势，信达证券研发中心

### 7.3. 骨科手术智能化发展，手术机器人市场潜力较大

国内骨科手术多采用传统的“徒手操作”模式，存在“结构复杂、位置深、创伤大、判断难”的痛点，手术风险比较高，手术效果严重依赖于医生经验，复杂术式难普及。此外，骨科医生的学习曲线和成长周期较长，从而造成具有丰富临床经验的外科医生数量较少，无法满足市场需求。

随着微创化、智能化等先进临床理念的应用和推广，骨科微创外科手术和智能外科手术快速发展，骨科手术导航定位机器人发展应运而生，在术前可以实现个性化手术方案设计、在术中实现精准磨削、切割、钻孔操作，提高骨处理精度，降低对医生经验和技巧的依赖，实现植入假体的位置与术前规划更接近，提升手术质量，缩短术后康复周期，并从总体上降低医疗费用。

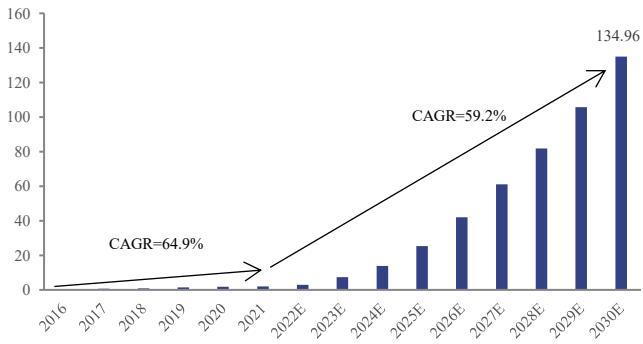
从市场规模来看，随着医生对手术机器人产品功能、适用范围、临床精度、手术效果的认知加深，骨科医生对机器人智能辅助手术的接受度正逐步提升。根据沙利文数据，全球骨科手术机器人市场从 2016 年的 17.17 亿元增长到 2021 年的 122.75 亿元，年复合增速为 48.2%，预计 2030 年将达 567.40 亿元。国内骨科机器人发展较晚，2016 年市场规模约为 1700 万，2021 年达 2.06 亿元，预计 2030 年将达 134.96 亿元，保持快速发展趋势。

图45.全球骨科机器人市场规模变化（百万元）



资料来源：精锋医疗招股说明书，弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

图46.中国骨科机器人市场规模变化（亿元）



资料来源：键嘉医疗招股说明书，灼识咨询，信达证券研发中心

## 7.4. 建议关注爱康医疗、春立医疗

**(1) 爱康医疗：**公司是国内人工关节的领军企业，在国内市场，公司积极把握集采带来的放量契机，逐步替代进口产品，医院覆盖率和市场占有持续提升，在 2024 年的接续采购中，公司产品实现提价中标，给公司盈利水平修复提供较好的支撑。在国际市场，公司采用双品牌策略，一方面依托“JRI”的品牌积淀参与欧美高端市场竞争，另外用“AK”品牌以生产规模优势为核心竞争力，进军新兴市场，随着双品牌在海外市场持续发力，公司国外收入有望保持较快增长。此外，公司积极打造骨科数智化生态闭环，2024 年膝关节手术机器人 K3 上市，产品力可对标手术机器人 Mako，我们认为随着 K3 机器人逐步商业化，有望助力公司实现从“植入物制造商”向“智能化手术解决方案提供商”的战略升级，长期成长潜力可期。

**(2) 春立医疗：**公司在关节领域有超 20 年的技术积累，产品丰富，是国内首家也是唯一一家拥有化学气相沉积技术的多孔钽金属股骨头重建棒、钽金属填充块、髋关节假体组件、多孔型钽金属椎间融合器产品的企业。2025 年公司前三季度分别实现收入 2.30 亿元 (yyo+3.60%)、2.58 亿元 (yyo+ 62.85%)、2.69 亿元 (yyo+109.51%)，收入环比增长且逐季提速，我们认为公司已经走出集采降价的阴霾，且在集采驱动下，国内市场市占率有望持续提升，业务呈现健康发展趋势。在稳固国内基本盘的同时，公司积极推动国际化战略，战略性布局新兴市场，在海外市场挖掘业务增量，2024 年公司海外业务同比增长 78.31%，海外业务已成为增长的新驱动。

## 8. 中药：25Q3 或已呈经营改善趋势，流感+基药目录等多因素催化

### 8.1. 25Q3 部分中药标的已呈现收入、盈利双改善趋势

截至 2025/12/15，中药公司共 24 家企业市值超 100 亿元。若单从收入单季度增速上看，25Q3 正增长且较 25Q2 增速有所提升的标的共有 9 家（占比约 38%），分别为华润三九、白云山、以岭药业、吉林敖东、众生药业、羚锐制药、佐力药业、马应龙、康恩贝。若展望 2026Q1 的增长预期，我们发现 25Q1 有 14 家公司收入下滑（占比约 58%），我们认为

26Q1 面临的增长基数相对较低。

表12. 百亿以上市值中药企业单季度收入增速变动

证券代码	证券名称	总市值(亿元)	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
600436.SH	片仔癀	1,038.97	20.58%	2.66%	9.60%	-4.92%	-0.92%	-9.79%	-26.28%
000538.SZ	云南白药	996.69	2.49%	-1.18%	0.86%	7.38%	0.62%	7.59%	-0.66%
000999.SZ	华润三九	471.47	14.82%	0.27%	3.16%	28.47%	-6.04%	16.80%	27.37%
600085.SH	同仁堂	454.92	2.42%	-2.64%	2.42%	15.41%	0.16%	-0.06%	-12.76%
600332.SH	白云山	398.40	6.09%	-1.34%	-1.08%	-8.07%	-2.06%	6.99%	9.74%
002603.SZ	以岭药业	293.38	-35.89%	-27.10%	-1.30%	-91.55%	-6.52%	-19.21%	3.78%
000423.SZ	东阿阿胶	314.39	35.95%	17.89%	25.38%	23.67%	18.24%	2.91%	-5.59%
600518.SH	康美药业	268.28	5.01%	3.25%	20.92%	-1.81%	8.16%	0.39%	-1.22%
600566.SH	济川药业	251.58	0.60%	-27.17%	-7.18%	-29.06%	-36.51%	-25.03%	-33.17%
000623.SZ	吉林敖东	231.29	9.35%	-30.80%	-35.42%	-35.99%	-27.71%	-8.48%	3.25%
600535.SH	天士力	227.83	-1.73%	0.68%	-4.06%	-3.19%	0.30%	-3.86%	-3.27%
002317.SZ	众生药业	175.00	-14.15%	-1.67%	-7.70%	3.73%	-1.07%	-7.99%	8.35%
603858.SH	步长制药	172.42	-24.88%	-18.93%	1.89%	-23.62%	5.47%	3.14%	-9.02%
002287.SZ	奇正藏药	139.60	23.37%	20.77%	10.92%	8.42%	10.39%	19.75%	-24.69%
600750.SH	江中药业	154.42	-8.74%	-7.08%	-8.64%	11.19%	-7.03%	-4.20%	-7.59%
600285.SH	羚锐制药	120.74	15.27%	9.31%	5.83%	-7.83%	12.29%	8.17%	10.44%
300181.SZ	佐力药业	120.50	35.75%	46.45%	35.97%	11.62%	22.52%	2.60%	10.32%
600993.SH	马应龙	125.78	14.70%	20.43%	7.22%	35.58%	1.48%	0.74%	2.80%
600572.SH	康恩贝	116.98	-14.38%	-0.60%	3.16%	3.46%	-7.64%	3.04%	10.42%
300026.SZ	红日药业	109.05	-11.80%	-13.12%	-3.61%	13.09%	-4.82%	-8.52%	-6.32%
600129.SH	太极集团	99.09	-4.96%	-21.94%	-16.44%	-43.25%	-32.79%	-21.61%	-7.13%
603567.SH	珍宝岛	92.50	-11.62%	88.82%	-26.34%	-37.98%	-58.03%	-55.04%	-44.20%
600422.SH	昆药集团	94.09	-3.01%	-8.54%	3.41%	4.42%	-16.53%	-6.68%	-30.19%

资料来源：ifind，信达证券研发中心，注：市值数据截至 2025/12/15

若从 ROE 变动的角度分析，我们发现 12 家公司（占比约 50%）单 Q3 的 ROE 同比有所提升，分别为云南白药、白云山、以岭药业、东阿阿胶、吉林敖东、天士力、众生药业、步长制药、江中药业、马应龙和康恩贝。其中，云南白药、以岭药业、东阿阿胶、吉林敖东、天士力、众生药业、步长制药、江中药业连续 3 个季度单季度 ROE 同比均有所提升。而白云山、马应龙连续 2 个季度单季度 ROE 同比有所提升。

表13. 百亿以上市值中药企业单季度 ROE 情况

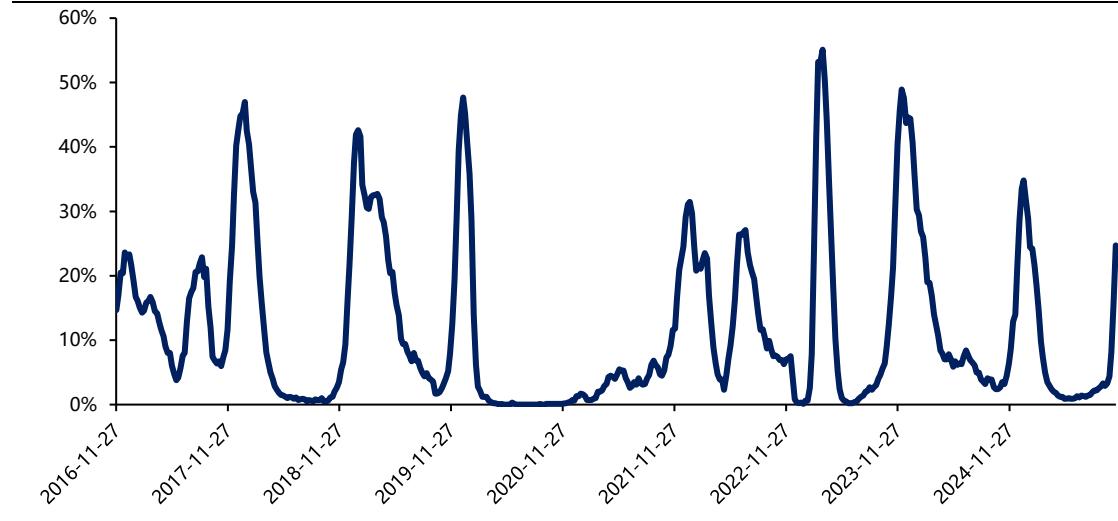
证券代码	证券名称	总市值(亿元)	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
600436.SH	片仔癀	1,038.97	7.03%	5.34%	6.97%	2.05%	6.77%	2.96%	4.72%
000538.SZ	云南白药	996.69	4.18%	3.67%	2.85%	1.07%	4.86%	4.18%	2.86%
000999.SZ	华润三九	471.47	6.94%	5.13%	2.77%	2.02%	6.18%	2.56%	2.53%
600085.SH	同仁堂	454.92	4.32%	3.31%	2.50%	1.35%	4.32%	2.67%	1.71%
600332.SH	白云山	398.40	5.45%	1.62%	1.68%	-0.90%	4.95%	1.84%	2.10%
002603.SZ	以岭药业	293.38	2.62%	1.95%	0.21%	-11.78%	3.14%	3.20%	3.08%
000423.SZ	东阿阿胶	314.39	3.25%	3.63%	4.11%	4.01%	4.04%	3.73%	4.50%
600518.SH	康美药业	268.28	0.11%	0.12%	-0.15%	0.05%	0.12%	0.12%	-0.05%
600566.SH	济川药业	251.58	6.14%	3.56%	4.09%	4.37%	2.95%	1.98%	2.18%
000623.SZ	吉林敖东	231.29	0.52%	1.38%	2.46%	1.06%	1.77%	2.58%	3.23%
600535.SH	天士力	227.83	2.36%	2.91%	1.43%	0.92%	2.64%	3.79%	1.70%
002317.SZ	众生药业	175.00	1.17%	0.83%	1.42%	-10.79%	2.09%	2.65%	1.57%
603858.SH	步长制药	172.42	0.98%	1.03%	0.73%	-8.11%	2.97%	3.02%	2.26%
002287.SZ	奇正藏药	139.60	2.59%	6.00%	1.77%	4.77%	1.87%	7.02%	1.47%
600750.SH	江中药业	154.42	6.73%	5.56%	3.83%	4.06%	7.11%	5.87%	4.16%
600285.SH	羚锐制药	120.74	6.65%	7.90%	5.75%	4.98%	6.79%	8.08%	5.59%
300181.SZ	佐力药业	120.50	5.09%	5.54%	4.75%	3.21%	6.15%	6.25%	4.43%
600993.SH	马应龙	125.78	5.17%	2.94%	3.71%	1.75%	4.88%	3.32%	3.74%
600572.SH	康恩贝	116.98	3.05%	2.40%	2.04%	1.54%	2.74%	2.37%	3.32%
300026.SZ	红日药业	109.05	0.67%	1.03%	0.23%	-1.69%	0.70%	0.21%	0.02%
600129.SH	太极集团	99.09	6.59%	6.34%	1.27%	-13.84%	2.11%	1.79%	0.76%
603567.SH	珍宝岛	92.50	3.81%	1.27%	0.06%	0.52%	0.96%	-1.97%	-3.93%
600422.SH	昆药集团	94.09	2.22%	2.05%	2.90%	4.83%	1.71%	2.04%	1.35%

资料来源：ifind，信达证券研发中心；注：收盘价截至 2025/12/15

## 8.2. 流感爬坡或助力业绩放量，基药目录调整或有望催化新一轮中药行情

根据近年全国流感阳性率的变动趋势，流感快速增长区间大致维持在 10 月至次年的 1-2 月，而峰值点有所差异，诸如 3 年的峰值点分别为 2023 年 3 月，2023 年 12 月，2025 年 1 月。其次，2023 年 3 月峰值水平为 55.1%，2023 年 12 月峰值水平为 48.9%，2025 年 1 月峰值水平为 34.8%。此外，2025 年 11 月 9 日对应的全国流感阳性率约 24.7%，2024 年 11 月 10 日对应的全国流感阳性率约 3.2%，2023 年 11 月 12 日对应的全国流感阳性率约 21.3%。

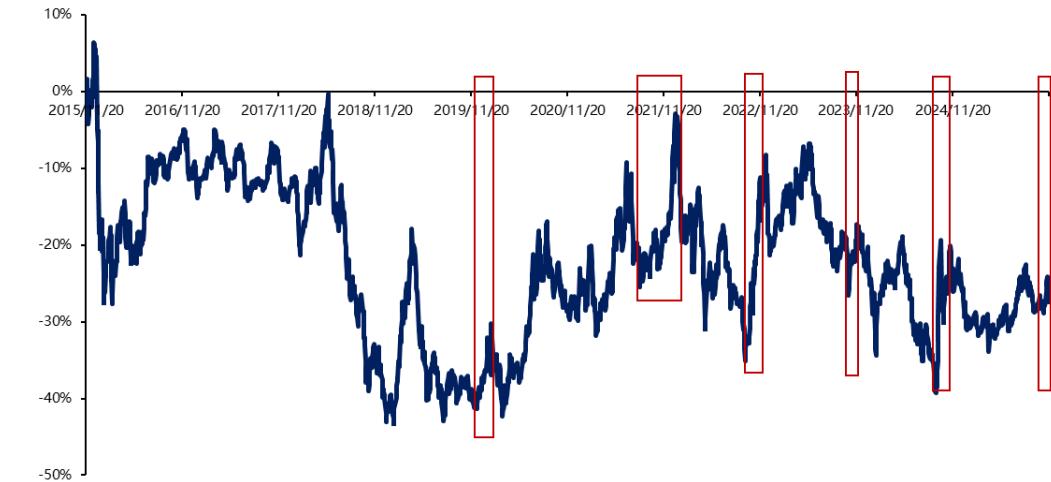
图47.近年全国流感阳性率的变动趋势



资料来源：ifind，信达证券研发中心

从近年中药指数走势上看，中药指数与流感波动具备一定相关性。中药指数往往在 10 月至 12 月或次年 1 月具备一定的涨幅。

图48.近年申万中药板块指数走势



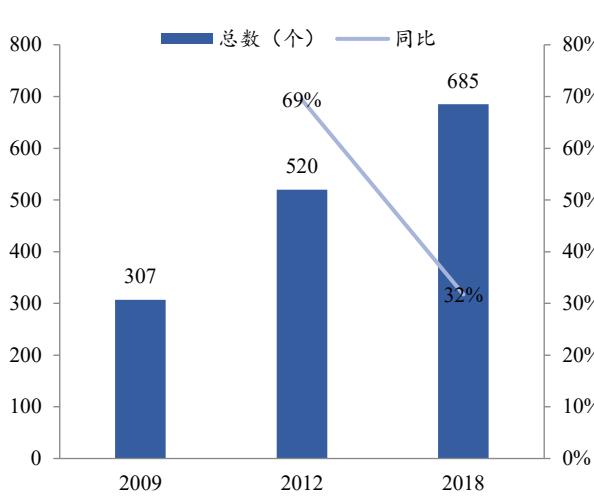
资料来源：ifind，信达证券研发中心

**基药目录落地催化：**我国基药目录自 2009 年设立以来，曾在 2012 年、2018 年做过两次调整，现行的基药目录为 2018 年版。基药目录数量也从 2009 版的 307 种，到 2012 年的 520 种，再到 2018 年的 685 种。从结构比例上看，2009 年西药占比约 67%，2012 年西药占比约 61%，2018 年西药占比约 61%。

卫健委对公立医疗机构有基药“1+X”（“1”为国家基本药物目录、“X”为非基本药物，由各地根据实际确定）以及“986 配备”（基层医疗卫生机构、二级公立医院、三级公立

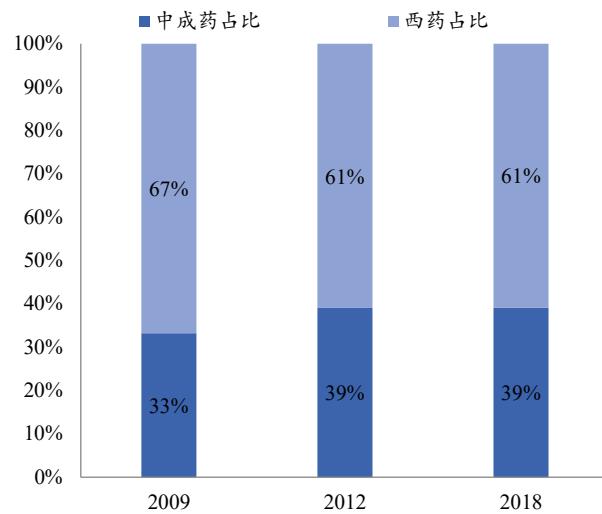
医院基本药物配备品种数量占比原则上分别不低于 90%、80%、60%) 的要求。当前 685 种基药数量暂不能满足各级医院尤其是三级医院的配备要求，因此，从这个角度看，基药目录有望调整。若基药目录数量扩充，或为具备临床价值的中药品种提供新机遇。

图49.基药目录药品种类数量变动



资料来源：国家卫健委，信达证券研发中心

图50.基药目录结构占比变动



资料来源：国家卫健委，信达证券研发中心

### 8.3. 7 家代表性中药公司 PE TTM 位于近 5 年 5 分位以下

我们选取 10 家中药企业观察相应的估值水平，这 10 家中药企业市值合计占整体中药企业总市值约 53%。10 家公司中有 7 家公司 PE TTM 位于近 5 年的 5 分位以下，而华润三九、白云山和济川药业 PE TTM 的分位数分别为 58%、71% 和 97%，其中白云山由于 24Q4 计提约 4 亿元减值（主要系公司对一心堂计提长期股权投资减值准备 3.86 亿元），因而 24Q4 归母净利润为 -3.23 亿元，故 PE TTM 的分位数较高，我们预计 25Q4 该减值风险较小。

表14.部分中药企业 PE 估值情况

证券代码	证券名称	近5年最小PE	近5年最大PE	近5年PE均值	PE TTM分位数	PE TTM	2025E	2026E	2027E
600436.SH	片仔癀	39.20	153.97	69.68	16%	43.94	36.57	32.92	29.28
000538.SZ	云南白药	17.44	50.10	27.33	7%	19.35	19.09	17.46	15.97
000999.SZ	华润三九	12.08	26.25	17.38	58%	17.60	13.49	11.96	10.64
600332.SH	白云山	10.54	19.10	13.52	71%	14.36	12.34	11.18	10.14
002603.SZ	以岭药业	12.57	212.34	41.42	0%	-112.98	22.99	19.72	17.16
000423.SZ	东阿阿胶	17.96	648.29	68.57	2%	18.54	17.59	15.18	13.26
600566.SH	济川药业	7.89	16.07	11.71	97%	14.88	14.71	13.35	11.95
600535.SH	天士力	8.54	44.50	20.92	48%	20.71	19.69	17.54	15.81

资料来源：ifind，信达证券研发中心；注：2025-2027 年预测估值采用 ifind 市场一致预期

2024 年市值百亿以上的中药标的股息率超 3% 的有 9 家，其中股息率在 4% 以上的有 5 家，分别为云南白药、济川药业、江中药业和羚锐制药。此外，我们认为在“市值管理”的大背景下，多数中药企业或有提升分红比例的潜力，诸如白云山等。

表15.近年市值百亿以上中药标的股息率汇总

证券代码	证券名称	总市值(亿元)	2020	2021	2022	2023	2024
600436.SH	片仔癀	1038.97	0.34%	0.28%	0.43%	0.96%	1.38%
000538.SZ	云南白药	996.69	3.43%	1.53%	2.80%	4.23%	4.00%
000999.SZ	华润三九	471.47	2.00%	2.49%	2.14%	3.02%	2.98%
600085.SH	同仁堂	454.92	1.13%	0.64%	0.72%	0.93%	2.46%
600332.SH	白云山	398.40	1.84%	2.01%	2.46%	2.62%	2.81%
002603.SZ	以岭药业	293.38	3.92%	1.53%	1.67%	1.30%	0.00%
000423.SZ	东阿阿胶	314.39	0.79%	1.35%	2.89%	3.62%	3.86%
600518.SH	康美药业	268.28	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
600566.SH	济川药业	251.58	2.22%	2.40%	3.23%	4.14%	7.19%
000623.SZ	吉林敖东	231.29	1.21%	1.62%	2.00%	3.96%	2.90%
600535.SH	天士力	227.83	2.23%	2.08%	3.07%	1.94%	3.67%
002317.SZ	众生药业	175.00	1.81%	1.65%	0.74%	1.25%	1.65%
603858.SH	步长制药	172.42	2.28%	1.71%	4.57%	0.74%	0.00%
002287.SZ	奇正藏药	139.60	1.31%	1.93%	1.71%	2.13%	2.80%
600750.SH	江中药业	154.42	2.54%	6.02%	7.96%	6.23%	5.29%
600285.SH	羚锐制药	120.74	4.72%	3.16%	4.60%	4.68%	4.06%
300181.SZ	佐力药业	120.50	1.69%	1.72%	2.81%	4.22%	3.91%
600993.SH	马应龙	125.78	1.49%	1.22%	1.55%	1.65%	2.37%
600572.SH	康恩贝	116.98	0.00%	3.20%	3.17%	3.96%	3.22%
300026.SZ	红日药业	109.05	0.87%	0.51%	0.53%	0.71%	0.79%
600129.SH	太极集团	99.09	0.00%	0.00%	0.00%	0.65%	0.00%
603567.SH	珍宝岛	92.50	0.00%	0.69%	0.22%	1.64%	1.29%
600422.SH	昆药集团	94.09	2.66%	2.44%	1.13%	0.96%	1.89%

资料来源：ifind，信达证券研发中心，注：市值收盘价截至2023/12/15

**我们认为：**①25Q3 已有部分企业在收入及利润端呈现出业绩拐点的趋势，诸如白云山、康恩贝等。同时，25 年多数中药企业在动销领域发力，渠道库存管理方面较为健康。这或为 2026 年业绩恢复增长有所铺垫。②展望 25Q4 及 26Q1，我们认为近期流感的快速爬升或将带动四类药销售上量，这对多数中药企业或有受益。此外，2026 年系十五五规划的元年，而多数中药企业为国企，2026 年或有望迎来业绩开门红。③基药目录调整或将临近，届时若中药相应占比有所提升，或相关标的重点品种被纳入基药目录，有望带动新一轮主题热点。④目前 7 家代表性中药企业 PE TTM 估值位于近 5 年 5 分位以下水平，同时部分中药企业分红比例或有提升潜力，诸如白云山等。

#### 8.4. 关注：白云山、方盛制药

##### ◆ 白云山

**核心逻辑：**①治理层变更带来经营端改善，且在报表端已呈现改善趋势。25Q3 公司单季度收入增速约达 10%，扣非归母净利润增速约 29%，而归母净利润增速约 30%。在经营改善措施方面，具体包括强化公司治理（优化采购平台管理模式、调整优化考核指标等）、加快数字化转型、推进海外市场布局（25H1 中成药产品持续拓展海外市场，而健康产品海外扩展步伐持续加速，推出“WALOVI+王老吉”双标识国际罐，于沙特阿拉伯、马来西亚等多个国家完成注册）。②25 年控股股东广药集团咬定“双位数双增长”目标，我们预计公司同步需“双位数双增长”。若 25 年公司全年收入端能达到 10% 增长，则 25Q4 公司收入增速预计 30% 以上。此外，2026 年是“十五五规划”的元年，我们认为公司治理层已经过近 1 年的磨合，经营端已呈现出逐步改善趋势，2026 年或有望展现相应的经营改善趋势。③2019-2023 年间公司分红比例维持约 30% 左右，2024 年公司分红比例提升至约 46%，假设 2025 年公司仍维持 46% 的分红比例，我们预计 A 股对应的股息率约 3.8%，而港股对应的股息率约 5.7%。

**盈利预测：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 790.01 亿元、840.61 亿元、894.5 亿元，同比增速分别约为 5.3%、6.4%、6.4%，实现归母净利润分别为 35.38 亿元、39.6 亿元、44.04 亿元，同比分别增长约 24.8%、11.9%、11.2%，对应 A 股白云山，2025/12/15 股价 PE 分别约为 12 倍、11 倍、9 倍，港股估值更低。

表16.白云山盈利预测（单位：百万元）

主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	75,515	74,993	79,001	84,061	89,450
同比(%)	6.7%	-0.7%	5.3%	6.4%	6.4%
归属母公司净利润	4,056	2,835	3,538	3,960	4,404
同比(%)	2.2%	-30.1%	24.8%	11.9%	11.2%
毛利率(%)	18.8%	16.7%	17.3%	17.4%	17.6%
ROE(%)	11.6%	7.9%	9.1%	9.4%	9.7%
EPS (摊薄) (元)	2.49	1.74	2.18	2.44	2.71
P/E	10.30	14.73	11.81	10.55	9.48
P/B	1.20	1.16	1.08	0.99	0.92
EV/EBITDA	6.43	9.04	6.47	4.83	3.98

资料来源：ifind，信达证券研发中心；注：收盘价截至 2025/12/15

#### ◆ 方盛制药

**核心逻辑：**①中药创新药产销路线闭环。以玄七健骨片为例，2023 年公司首年上市实现 3200 万元收入，2024 年实现 1.1 亿元收入，25H1 销量仍实现约 70%增长。在储备管线中，养血祛风止痛颗粒（国内首个获批治疗频发性紧张型头痛的中药创新药，填补了该疾病中成药治疗领域的空白）已经通过国家医保局 2025 年基本医保目录调整初步形式审查，预计 2026 年将贡献收入。②2018 年版的基药目录距今已约 7 年未调整，若基药目录近期有调整，且公司相关创新品种若被纳入基药目录，届时相关品种或将受益。③近期流感阳性率正处于爬升趋势，公司呼吸疾病用药有小儿荆杏颗粒、强力枇杷膏等，25Q4 公司呼吸疾病用药或将受益于流感季节性高发需求提升。④我们预计 2025-2027 年公司归母净利润 CAGR 约 20%，2025 年对应 PE 估值 16 倍，2026 年对应 14 倍，2027 年对应 11 倍。

**盈利预测：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 17.4 亿元、19.53 亿元、22.17 亿元，同比增速分别约为-2.1%、12.3%、13.5%，实现归母净利润分别为 3.18 亿元、3.8 亿元、4.79 亿元，同比分别增长约 24.6%、19.5%、26.0%，对应 2025/12/15 股价 PE 分别约为 16 倍、13 倍、10 倍。

表17.方盛制药盈利预测（单位：百万元）

主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,629	1,777	1,740	1,953	2,217
同比(%)	-9.1%	9.1%	-2.1%	12.3%	13.5%
归属母公司净利润	187	255	318	380	479
同比(%)	-34.6%	36.6%	24.6%	19.5%	26.0%
毛利率(%)	68.1%	71.8%	70.5%	71.5%	72.4%
ROE(%)	12.8%	15.7%	17.3%	17.8%	19.0%
EPS (摊薄) (元)	0.43	0.58	0.72	0.87	1.09
P/E	26.60	19.48	15.63	13.08	10.39
P/B	3.41	3.06	2.71	2.33	1.98
EV/EBITDA	18.71	14.21	10.50	8.54	6.45

资料来源：ifind，信达证券研发中心；注：收盘价截至 2025/12/15

## 9. 关注标的逻辑及估值

- 1) 创新药：海外权益 BD 交易带动创新药资产重估。国内新药开发速度更快，成本更低及工程师优势等政策宏观环境的良好沃土造就了中国创新药领先全球的开发优势，高质量创新药获得国际资本认可引发 BD 浪潮，2025 年中国贡献了全球约 1/3 的创新研发管线，中国创新药 License-out 占比持续提升。关注 IO2.0 赛道的信达生物、维立志博。
- 2) CXO: 市场供需改善，CDMO 布局新兴赛道，CRO 拐点渐显。以 ADC、多肽、寡核苷酸为代表的新分子需求旺盛，且 CDMO 龙头公司普遍拥有丰富的项目储备和完整的漏斗结构，项目管线自带放大逻辑，CDMO 布局新兴赛道已进入高景气周期，关注药明康德；CRO 国内需求复苏开启，关注康龙化成、普蕊思。
- 3) 生命科学上游：下游需求全面复苏，把握行业并购机遇。海外创新药需求率先恢复，国内需求随后跟进，进入景气度高企阶段。上市公司现金储备丰富，积极推动并购扩张，关注毕得医药、皓元医药、阿拉丁。
- 4) AI 医疗：“人工智能+”政策引领，AI 应用多点开花。Deepseek 带动医疗大模型大发展，而国内“人工智能+”行动政策引领国内外 AI 巨头多点开花，推动 AI 在医疗领域应用落地。关注京东健康、医脉通。
- 5) 高端医疗设备：把握“国内招采复苏+进口替代+国际化加速”成长机会。高端医疗设备实现产品迭代突破，逐步从“跟跑”迈向“领跑”，院端招采回暖驱动院内设备修复，新的招采模式下加速高端产品领域的进口替代，企业或迎业绩拐点；海外增长加速，国际化拓展成效凸显，出海成为高端器械增长新引擎。关注联影医疗、开立医疗、山外山。
- 6) 骨科关节耗材：集采负面影响出清，机器人驱动数字化骨科发展。人口老龄化进程加速驱动骨科市场持续扩容，集采常态化降价影响已经出清，骨科手术智能化发展，手术机器人发展潜力可期。建议关注爱康医疗、春立医疗。
- 7) 中药：经营改善趋势渐显，流感+基药目录等多因素催化。2025Q3 部分中药标的已呈现收入、盈利改善趋势，秋冬季流感爬坡或助力业绩放量；基药目录调整有望催化新一轮中药行情，中药企业的估值处于 5 年 5 分位以下。建议关注白云山、方盛制药。

表18.关注的个股估值表

主线	股票代码	公司简称	总市值	归母净利润(百万元)			PE		
			亿	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
创新药	1801.HK	信达生物	1,407	1,362	2,168	3,056	103	65	46
	9887.HK	维立志博	103	-416	-518	-719	-	-	-
CXO	603259.SH	药明康德	2,731	14,907	14,093	16,275	18	19	17
	300759.SZ	康龙化成	484	1,671	2,021	2,423	29	24	20
	301257.SZ	普蕊思	36	117	134	151	31	27	24
生命科学上游	688073.SH	毕得医药	60	153	205	265	39	29	23
	688131.SH	皓元医药	156	296	401	521	53	39	30
	688179.SH	阿拉丁	43	96	146	170	45	30	26
AI 医疗	6618.HK	京东健康	1,839	5,161	6,032	7,149	36	30	26
	2192.HK	医脉通	74	328	380	443	22	19	17
高端医疗设备	300633.SZ	开立医疗	115	266	400	520	43	29	22
	688271.SH	联影医疗	1,070	1,917	2,397	2,968	56	45	36
	688410.SH	山外山	48	157	204	259	30	23	18
骨科关节耗材	688236.SH	春立医疗	82	258	333	414	32	25	20
	1789.HK	爱康医疗	61	322	370	437	19	17	14
骨科关节耗材	600332.SH	白云山	398	3,538	3,960	4,404	11	10	9
	603998.SH	方盛制药	50	318	380	479	16	13	10

资料来源：iFinD，信达证券研发中心，数据截止 2025 年 12 月 15 日，维立志博、药明康德、康龙化成、阿拉丁、京东健康、医脉通、爱康医疗、白云山、方盛制药的盈利预测数据为信达证券医药组的最新覆盖报告，其余为 ifind 盈利预测的一致预期。

## 10. 风险提示

### ■ 宏观环境风险

医药行业与国家宏观经济政策以及产业政策密切相关，国民经济发展的周期波动、国家行业发展方向等方面政策变化可能对公司的生产经营造成影响。近年来，国际地缘性政治冲突激烈，国际贸易摩擦不断，全球经济面临下行的压力。如果未来全球宏观经济景气度持续走低，会对公司的经营情况造成不利影响。

### ■ 创新药风险

**研发及商业化或 BD 授权不及预期风险：**投资者对创新药核心在研管线的研发进度和在销的核心销售进展或受到临床数据不及预计或者因产品进院阻力、价格端压力等不及预期。

**全链条支持创新药政策的落地不及预期风险：**创新药产业发展受益于国家政策导向及扶持，如政策落地不及预期或影响二级市场板块关注度和相关企业的经营情况。

### ■ 生命科学研发服务风险

**需求修复不及预期风险：**下游创新药及投融资不景气或影响行业需求及盈利能力的修复情况

**国家生命科学领域进口替代政策实施不及预期风险：**生命科学领域过程对进口品牌的替代受益于国内政策的推动，如政策执行不及预期或影响行业业绩表现。

**并购重组政策不及预期风险：**证监会及交易所等鼓励并购重组而非 IPO，利好已经上市的生命科学领域龙头企业并购资产，存在落地不及预期风险。

### ■ AI 医疗风险

**行业政策风险：**作为互联网医疗领域的企业，公司的业务受到政策监管的影响较大。医疗及互联网相关行业监管法规持续调整，若公司无法及时适应监管要求，可能面临处罚、业务限制，甚至被迫调整业务模式，对业务产生重大不利影响。

**医药电商行业竞争加剧风险：**互联网医疗行步入快速发展阶段，各大互联网医疗头部企业不断拓展医药电商和在线医疗业务，导致行业竞争加剧，可能对公司盈利能力及行业地位构成挑战。

**精准营销行业竞争加剧风险：**我国医药数字营销行业尚处于发展初期，市场格局尚未稳定。若未来大量新参与者涌入，或现有竞争对手推出替代性服务，可能对公司盈利能力及行业地位构成挑战。

**平台用户增长不及预期风险：**医药电商业务收入主要依赖于线上付费用户的转化率。随着行业竞争的加剧和用户获取成本的上升，公司可能面临着用户增长速度放缓、平台活跃用户数量下滑以及付费转化效果不达预期的风险，进而影响业务增长前景。

### ■ 医疗器械风险

**政策落地节奏不及预期风险：**医院端设备采购依赖设备更新迭代政策的落地节奏，若进度不及预期，对医疗设备器械企业销售收入存在影响；

**地缘政治冲突及关税导致出海受阻风险：**若地缘政治冲突加剧，海外需求或者运输或将受到影响，此外，关税保護政策一定程度上削弱了国内低值耗材出口的成本优势，竞争力或将下降，导致出口额下滑。

#### ■ 中药风险

**销售不达预期：**中药在 OTC 和院内市场竞争较为激烈，若公司在终端销售不及预期，则营收及利润均有所影响。

**集采降价超预期：**中成药全国集采结果仍未公布，若后续中成药全国集采降价超预期，相关标的业绩或将承压。

## 研究团队简介

**唐爱金**, 医药行业首席分析师, 浙江大学硕士, 曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员, 具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验, 曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 11 年。

**贺鑫**, 医药行业联席首席分析师, 医疗健康研究组长, 北京大学汇丰商学院硕士, 上海交通大学工学学士, 5 年医药行业研究经验, 2024 年加入信达证券, 主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

**曹佳琳**, 医药行业分析师, 中山大学岭南学院数量经济学硕士, 5 年医药生物行业研究经历, 曾任职于方正证券, 2023 年加入信达证券, 负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

**章钟涛**, 医药行业分析师, 暨南大学国际投融资硕士, 超 4 年医药生物行业研究经历, CPA(专业阶段), 曾任职于方正证券, 2023 年加入信达证券, 主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

**赵丹**, 医药行业分析师, 北京大学生物医学工程硕士, 3 年创新药行业研究经历, 2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推測仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 15% 以上； <b>增持：</b> 股价相对强于基准 5%~15%； <b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间； <b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	<b>看涨：</b> 行业指数超越基准； <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。

## 评级说明

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。