

医药消费及生物制品行业2026展望

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC执证编号：S1440517050001

SFC中央编号：ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

SAC编号：S1440519080003

SFC编号：BVX723

袁全

yuanquan@csc.com.cn

SAC编号：S1440523070006

汤然

tangran@csc.com.cn

SAC编号：S1440524100001

沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn

SAC编号：S1440525070009

发布日期：2025年11月19日

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

- **核心观点：**中药行业短期基数压力有望缓解，渠道库存加速出清，看好年底需求回暖，及后续基本面和估值改善机会；创新领域有助构建第二增长曲线，中药消费品公司品牌延展空间广阔。血制品行业关注“十五五”浆站建设规划及行业并购整合进展，需求端看好静丙、因子类产品需求端提升及新品研发。疫苗行业关注重磅产品销售改善情况及创新管线研发进展，政策出台及疫苗出海有望推动企业进一步发展。医药零售行业转型变革稳步推进，关注后续多元催化。医药流通行业收入端稳健向好，关注回款及“十五五”规划。
- **中药：着眼长期，静待改善。**1) 短期行业基数压力有望逐步缓解，渠道调整加速出清，看好年底旺季需求回暖，多数企业同环比均有望在低基数下实现改善。2) 目前板块估值处于低位，机构持仓较低。后续看好中药行业基本面持续改善，具备估值改善机会。3) 行业长期转型：a) 中药公司为拓展成长空间，积极向生物药和化药创新领域转型，构建第二增长曲线；b) 中药消费品公司的“类消费品”属性为企业带来广阔品牌延展空间。
- **血制品：供给增长伴随并购整合，产品需求增长空间广阔。**1) 供给端来看，预计后续各地将陆续出台“十五五”期间浆站设置规划，未来浆站数量有望进一步增长。我国血制品行业集中度较高，行业并购整合持续推进，期待后续进展。2) 需求端来看，白蛋白短期价格承压，期待后续恢复供需紧平衡状态。静丙、因子类产品需求端提升空间广阔，层析静丙、皮下注射人免疫球蛋白等新品研发持续推进。未来血制品提取种类有望进一步增加，带动吨浆利润持续提升。
- **疫苗：经营持续承压，期待销售环比改善及新品贡献。**1) 看好创新品种未来格局，建议关注创新疫苗管线研发进展。2) 政策方面：近期商业保险、医防融合及行业并购相关政策陆续出台，为疫苗行业未来发展奠定了政策基础，期待后续进展。3) 疫苗行业出海：随着疫苗企业出海事业持续推进，出海动作也在价值链上下游加速延展深化，期待各企业海外市场开拓进展。4) 国资入主持续赋能，关注后续进展。

摘要

- **医药零售：转型变革稳步推进，关注多元催化。** 1) 目前行业边际改善趋势明显：资金面有望环比向好；四类药品需求持续释放，同店增长有望环比向好；医保政策导向聚焦行业集中度提升；头部药店门店结构优化到位，转型提升估值及业绩。2) 板块估值处于历史低位，机构持仓较低，Q4及未来关注呼吸系统疾病发病带来需求回暖，行业出清带动集中度提升，门诊统筹政策带来额外增量。3) 行业长期转型：头部药店25年已积极开展转型试点，期待26年逐步探索可行路径并陆续贡献增量，带动估值修复。
- **医药流通：收入端稳健向好，关注回款及十五五。** 1) 医保支出稳健增长，市场长期动力充足。2) 新进入门槛较高，行业集中度仍有提升空间。3) 创新业务加速增长，持续贡献额外增量。4) 政策助力回款向好，企业经营有望改善。
- **国企改革：政策土壤日益成熟，多元催化提升估值。** 自十八届三中全会拉开国企改革序幕以来，国企改革相关的政策体系逐渐完善，改革方向日益明确。目前国企改革已进入新阶段，市值管理、并购政策持续落地。后续随着“十五五”规划持续推进，相关企业经营、估值均有望实现改善。
- **风险提示：** 行业政策风险；研发不及预期风险；审批不及预期风险；宏观环境波动风险。

目录

1	医药消费及生物制品行业2026年度策略总结
2	中药：着眼长期，静待改善
3	血制品：供给增长伴随并购整合，产品需求增长空间广阔
4	疫苗：经营持续承压，期待销售环比改善及新品贡献
5	医药零售：转型变革稳步推进，关注多元催化
6	医药流通：收入端稳健向好，关注回款及十五五
7	国企改革：政策土壤日益成熟，多元催化提升估值
8	风险提示

1

医药消费及生物制品行业2026年度策略总结



医药消费及生物制品行业2026年度策略总结

医药消费及生物制品行业2026年度策略总结

表：医药消费及生物制品行业2026年度策略总结

细分行业	行业趋势及展望	推荐方向	相关公司
中药	短期经营调整：行业基数压力有望逐步缓解，渠道调整加速出清，随着呼吸道疾病旺季来临，看好年底旺季需求回暖，多数企业同环比均有望在低基数下实现改善； 估值催化：目前板块估值处于低位，机构持仓较低。随着行业秩序逐步恢复、基数影响逐步减弱、叠加基药目录、十五五规划等催化下，看好中药行业基本面持续改善，具备估值改善机会； 行业长期转型：a) 中药公司为拓展成长空间，积极向生物药和化药创新领域转型，构建第二增长曲线；b) 中药消费品公司的“类消费品”属性为企业带来广阔品牌延展空间。	1) 中药消费品：低估值；渠道调整企稳；终端需求边际改善；十五五战略规划。 2) 中药处方药：低估值；基药目录；创新转型升级布局未来；十五五战略规划。	中药消费品：华润三九、东阿阿胶、云南白药、太极集团、江中药业、羚锐制药等 中药处方药：天士力、以岭药业、昆药集团、佐力药业、济川药业、方盛制药等
血制品	供给端：近年来国内浆站数量持续提升，预计后续各地将陆续出台“十五五”期间浆站设置规划，未来浆站数量有望进一步增长。我国血制品行业集中度较高，行业并购整合持续推进，期待后续进展。 需求端：白蛋白短期内受需求减弱及进口产品冲击影响，价格同比有所下滑，期待后续恢复供需平衡状态。静丙、因子类产品需求端提升空间广阔，层析静丙、皮下注射人免疫球蛋白等新品研发持续推进。未来血制品提取种类有望进一步增加，带动吨浆利润持续提升。	十五五浆站扩张；行业内并购整合；品种创新带动盈利能力提升	博雅生物、华兰生物、卫光生物等
疫苗	看好创新品种未来格局及研发进展：目前各家疫苗企业开展了针对现有产品的升级管线布局，或针对未满足需求研发更加创新的产品管线，建议关注创新疫苗管线研发进展。 政策方面：近期商业保险、医防融合及行业并购相关政策陆续出台，为疫苗行业未来发展奠定了政策基础，期待后续进展。 疫苗行业出海：目前成品出口为各家企业开展国际化战略的主流方式。随着疫苗企业出海事业持续推进，出海动作也在价值链上下游加速延展深化，期待各企业海外市场开拓进展。	产品商业化稳步推进&商业健康险、医防融合带来需求扩张；创新品种管线进展；出海BD进展；国资入主持续赋能；	康希诺、欧林生物、康泰生物、康华生物等

医药消费及生物制品行业2026年度策略总结

医药消费及生物制品行业2026年度策略总结

表：医药消费及生物制品行业2026年度策略总结（续）

细分行业	行业趋势及展望	推荐方向	相关公司
医药零售	行业边际改善趋势明显：1) 资金面有望环比向好，关注统筹变化。2) 四类药品需求有望持续释放，同店增长有望环比向好。3) 医保政策导向明显，聚焦行业集中度提升。4) 头部药店门店结构优化到位，转型提升估值及业绩。 估值催化：板块估值处于历史低位，机构持仓较低，Q4及未来关注呼吸系统疾病发病带来需求回暖，行业出清带动集中度提升，门诊统筹政策带来额外增量 行业长期转型：头部药店25年已积极开展转型试点，期待26年逐步探索可行路径并陆续贡献增量，带动估值修复。	低估值；短期经营企稳；聚焦调改布局未来，估值修复；	益丰药房、大参林、一心堂、老百姓、健之佳等
医药流通	行业稳健增长，关注创新业务、十五五规划及回款催化：1) 医保支出稳健增长，市场长期动力充足。2) 新进入门槛较高，行业集中度仍有提升空间。3) 创新业务加速增长，持续贡献额外增量。4) 政策助力回款向好，企业经营有望改善。	短期经营企稳；十五五战略规划	上海医药、国药控股、九州通、华润医药、国药股份、国药一致

2

中药：着眼长期，静待改善



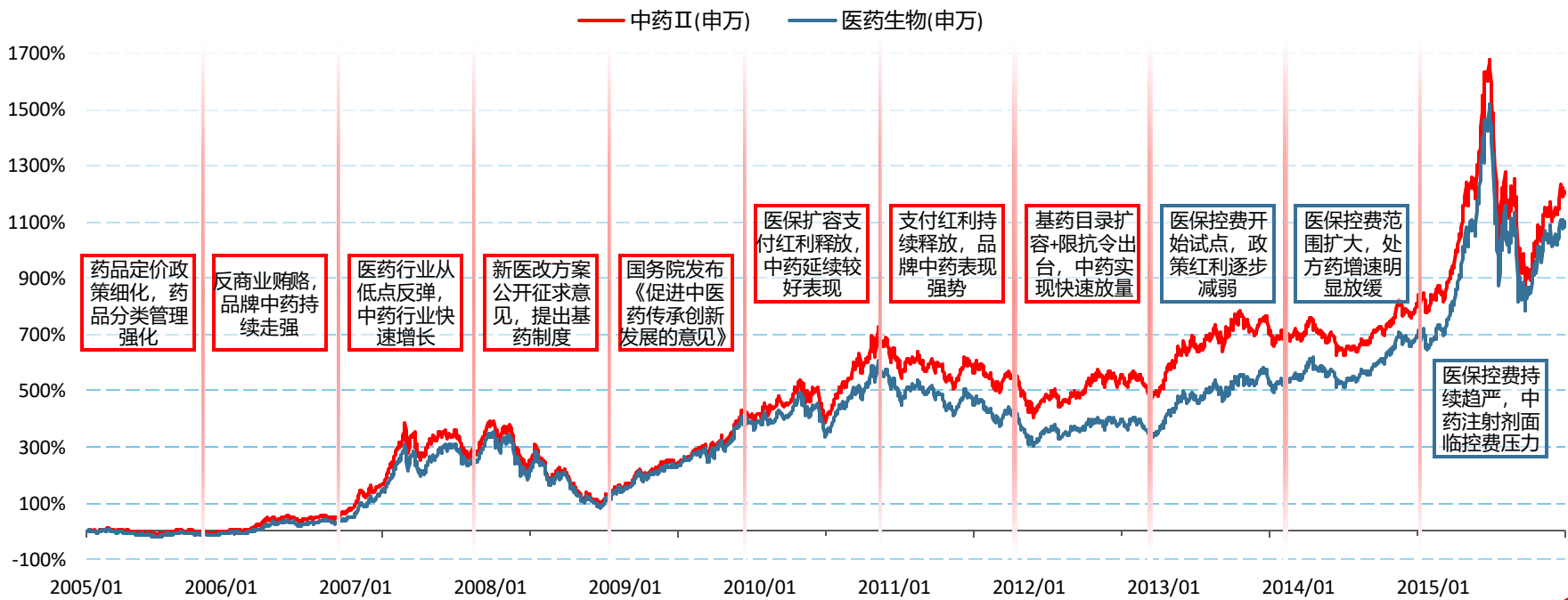
中信建投证券
CHINA SECURITIES

中药行业股价复盘

2005-2015：品牌中药百花齐放，医保控费影响逐步增强

➤ **2005-2015：品牌中药百花齐放，医保控费影响逐步增强。**作为我国传统文化代表，中药发展历史悠久，从远古时期用药知识积累，发展形成中医药治疗的理论和实践体系，已成为现代医药生物中的三大发展支柱之一。2005年，我国人均可支配收入依然在快速提升，消费者对品牌药的偏好依然在提升，品牌中药呈现百花齐放的态势；2009年，医保持续扩容也推动院端品种的强势表现；2013年，医保控费试点开始，处方药市场增速明显放缓，中药注射剂面临控费压力，医保控费影响逐步增强，中药行业营收逐步承压。

图：中药行业股价复盘（2005-2015）



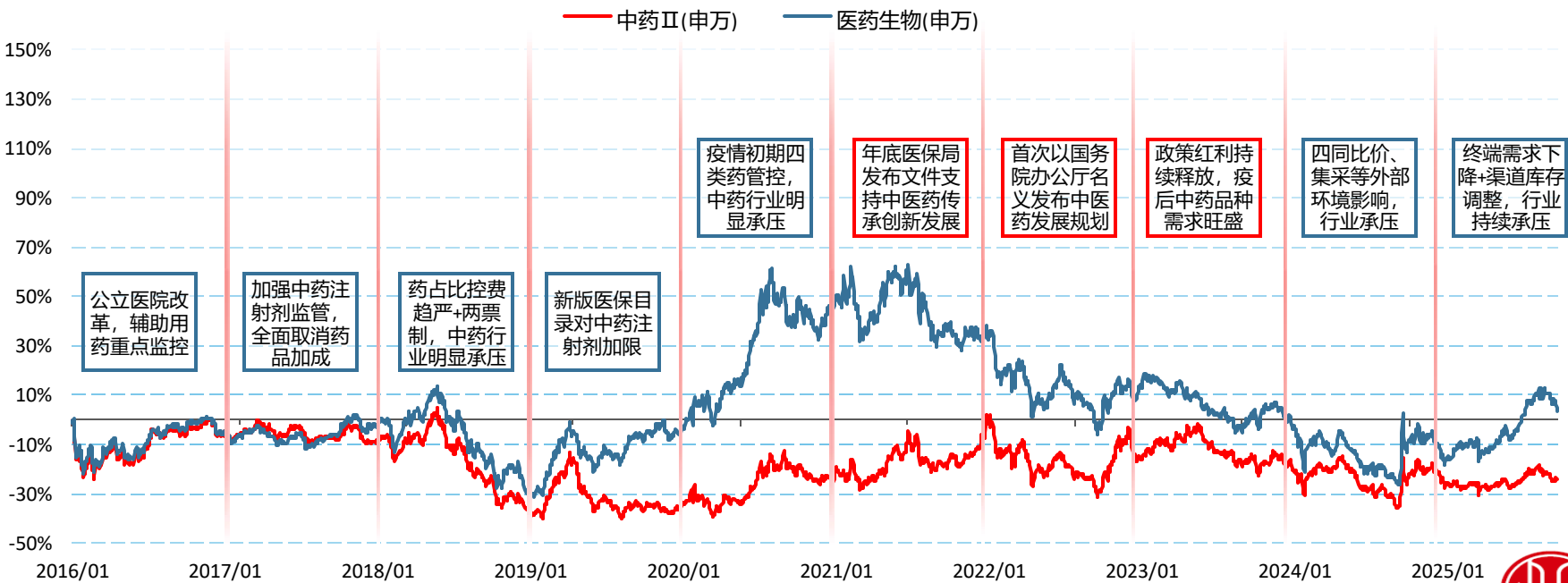
数据来源：Wind，国资委官网，国务院官网，国家卫健委官网，中信建投证券

中药行业股价复盘

2016-2025：政策催化市场景气度回升，转型升级带来行业新机遇

➤ **2016-2025：政策催化市场景气度回升，转型升级带来行业新机遇。** 医保控费趋严以来，中药行业持续承压，行业景气度下行，直到2021年底，国家医疗保障局、国家中医药管理局联合发布《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》，医保大力支持中医药传承创新发展，政策催化市场景气度回升，叠加疫情放开后催化行业快速增长。2024年，中药行业面临四同、集采等外部政策环境压力，行业增长放缓，而2025年面临终端需求下降、渠道库存调整等影响，行业持续承压。在此背景下，2025年3月，国办印发指导意见，提出要加快推进中药产业转型升级，包括优化产业结构布局、提升中药制造品质，培育名优中药品种，打造知名中药品牌，转型升级有望带来行业新机遇。

图：中药行业股价复盘（2016-2025）



数据来源：Wind，国资委官网，国务院官网，国家卫健委官网，中信建投证券

中药板块基本面复盘

内外部多因素影响下，行业基本面持续承压

内外部多因素影响下，行业基本面持续承压。从中药板块前三季度业绩表现来看，流感等呼吸道疾病需求较去年同期有所减弱，Q3感冒相关品类仍存在一定基数压力；非感冒品类因淡旺季差异环比表现各异，但受到药店终端整合、行业需求变化等外部环境影响表现相对平稳。在处方药方面，全国中成药集采扩围接续落地后各省已经陆续开始执行，随着外部环境影响企稳，Q3院内品种持续恢复，但感冒等相关品类去年同期基数较高，同比仍存在压力。整体来看，部分公司持续推进内部渠道改革，叠加药店终端整合、行业需求变化、集采执行进度低于预期等外部环境影响，前三季度中药行业基本面持续承压，头部企业在行业外部环境及基数影响下业绩表现分化。

表：中药部分企业分季度收入及扣非净利润增速（累计）

收入增速	2023Y				2024Y				2025Y		
	Q1	1H	Q1-Q3	Q1-Q4	Q1	1H	Q1-Q3	Q1-Q4	Q1	1H	Q1-Q3
云南白药	11.5%	12.7%	10.3%	7.2%	2.5%	0.7%	0.8%	2.4%	0.6%	3.9%	2.5%
东阿阿胶	20.1%	18.7%	12.5%	16.7%	36.0%	26.8%	26.3%	25.6%	18.2%	11.0%	4.4%
天士力	10.9%	8.9%	7.1%	0.4%	-1.7%	-0.5%	-1.7%	-2.0%	0.3%	-1.9%	-2.4%
同仁堂	30.1%	30.0%	25.9%	16.2%	2.4%	0.0%	0.7%	4.1%	0.2%	0.1%	-3.7%
华润三九	49.5%	56.5%	53.6%	36.8%	14.8%	7.3%	6.1%	11.6%	-6.0%	5.0%	11.4%
太极集团	25.3%	24.8%	14.6%	10.6%	-5.0%	-13.6%	-14.4%	-20.7%	-32.8%	-27.6%	-22.5%
康缘药业	25.4%	21.7%	11.9%	11.9%	0.5%	-11.5%	-11.1%	-19.9%	-35.4%	-27.3%	-24.6%
以岭药业	44.6%	22.0%	7.9%	-17.7%	-35.9%	-32.2%	-25.8%	-36.9%	-6.5%	-12.3%	-7.8%
昆药集团	-19.2%	-10.8%	-9.4%	-7.0%	-3.0%	-5.7%	-2.7%	-0.3%	-16.5%	-11.7%	-18.1%
江中药业	41.4%	20.9%	9.2%	13.0%	-8.7%	-8.0%	-8.2%	-2.6%	-7.0%	-5.8%	-6.3%

扣非净利润增速	2023Y				2024Y				2025Y		
	Q1	1H	Q1-Q3	Q1-Q4	Q1	1H	Q1-Q3	Q1-Q4	Q1	1H	Q1-Q3
云南白药	6.3%	65.4%	42.5%	16.4%	20.5%	14.5%	10.7%	20.2%	11.7%	10.4%	6.7%
东阿阿胶	132.0%	83.6%	54.9%	54.7%	54.8%	42.8%	52.3%	33.2%	26.7%	12.6%	8.2%
天士力	20.5%	51.8%	37.0%	60.1%	5.2%	6.3%	-6.8%	-12.3%	-19.5%	-12.9%	-15.6%
同仁堂	31.1%	33.2%	39.2%	18.3%	10.0%	1.3%	-4.2%	-10.6%	1.7%	-5.0%	-11.9%
华润三九	41.9%	37.2%	29.2%	22.2%	17.4%	26.3%	19.5%	15.0%	-8.3%	-26.5%	-20.6%
太极集团	227.6%	214.4%	121.8%	111.3%	-8.5%	-17.8%	-30.0%	-95.0%	-63.2%	-74.5%	-81.9%
康缘药业	30.7%	29.9%	20.5%	26.5%	0.2%	-15.9%	-10.2%	-27.3%	-41.3%	-45.6%	-43.8%
以岭药业	140.5%	46.7%	15.8%	-45.6%	-75.2%	-67.2%	-69.1%	-162.7%	11.2%	27.1%	90.5%
昆药集团	-2.7%	22.8%	19.6%	33.5%	9.1%	-9.8%	-6.8%	25.1%	-36.2%	-5.6%	-59.5%
江中药业	29.6%	16.0%	24.3%	39.0%	16.6%	13.1%	9.5%	6.4%	-1.1%	2.3%	4.0%

数据来源：Wind，中信建投证券

中药板块基本面复盘

持续深化渠道改革，库存有望加速出清

➤ **持续深化渠道改革，库存有望加速出清。** 疫情以来，由于呼吸道疾病高发等带来的需求逐步回归平稳，部分企业在24年开启渠道改革，在强化终端动销的基础上，主动控制发货节奏、开启去库存工作，加速库存消化，并在25年前三季度持续深化改革。以岭药业为例，公司在24年持续推进连花清瘟系列的去库存工作，逐步完成渠道清理工作，冲减相关产品销售收入，并对临近有效期存货计提了资产减值损失，25年Q1公司呼吸系统品类渠道库存已经回归到常规水平，产品终端销售实现较快增长。我们判断，随着工业企业主动进行渠道调整、药品效期到期，相关品类的渠道库存有望逐步回归常规水平，叠加Q4旺季需求逐步回暖，看好渠道及终端库存加速出清。

表：中药板块季度财务指标分析（累计）

项目	2023Y				2024Y				2025Y		
	Q1	1H	Q1-Q3	Q1-Q4	Q1	1H	Q1-Q3	Q1-Q4	Q1	1H	Q1-Q3
毛利率	57.4%	56.8%	56.8%	56.1%	55.8%	55.7%	55.1%	54.6%	55.6%	55.2%	54.8%
销售费用率	31.0%	31.4%	31.7%	31.6%	29.9%	29.7%	29.8%	30.0%	28.2%	28.7%	29.1%
管理费用率	6.7%	7.1%	7.4%	7.6%	7.1%	7.5%	8.0%	8.4%	8.0%	8.3%	8.6%
研发费用率	3.2%	3.3%	3.4%	3.8%	3.3%	3.7%	3.8%	4.2%	3.7%	3.8%	4.0%
财务费用率	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.2%	0.5%	0.6%	0.7%
销售净利率	15.0%	14.1%	13.3%	11.4%	13.5%	12.8%	12.5%	8.7%	13.2%	13.9%	12.9%
应收账款周转天数	72	75	78	73	76	79	84	79	91	95	98
存货周转天数	207	212	225	219	234	255	259	254	270	266	274
扣非后摊薄的ROE	3.0%	5.4%	7.1%	7.8%	2.6%	4.8%	6.1%	4.2%	2.1%	3.7%	4.5%
资产负债率	31.5%	31.7%	30.8%	31.3%	30.9%	31.2%	30.1%	30.3%	29.6%	30.2%	29.3%

中药板块基本面复盘

院内外市场均有所承压，核心大品类增长乏力

➤ **院内外市场均有所承压，核心大品类增长乏力。**从终端市场来看，院内外市场均有所承压。根据米内网数据，2025H1公立医疗机构终端中成药销售规模为1317亿元，同比下跌2.92%，其中心脑血管、呼吸系统两大核心品类分别下滑3.34%、8.81%，骨骼肌肉、消化系统、泌尿系统分别同比增长0.70%、1.90%、4.29%。从院外市场来看，2025H1实体药店终端中成药销售规模为566亿元，同比下跌9.87%，其中心脑血管、呼吸系统两大核心品类分别下滑15.26%、10.53%，消化系统、皮肤科用药分别同比增长1.97%、2.36%，其余各品类均出现一定下滑，院外市场持续低迷。

表：25H1公立医疗机构/药店终端销售增长（%）

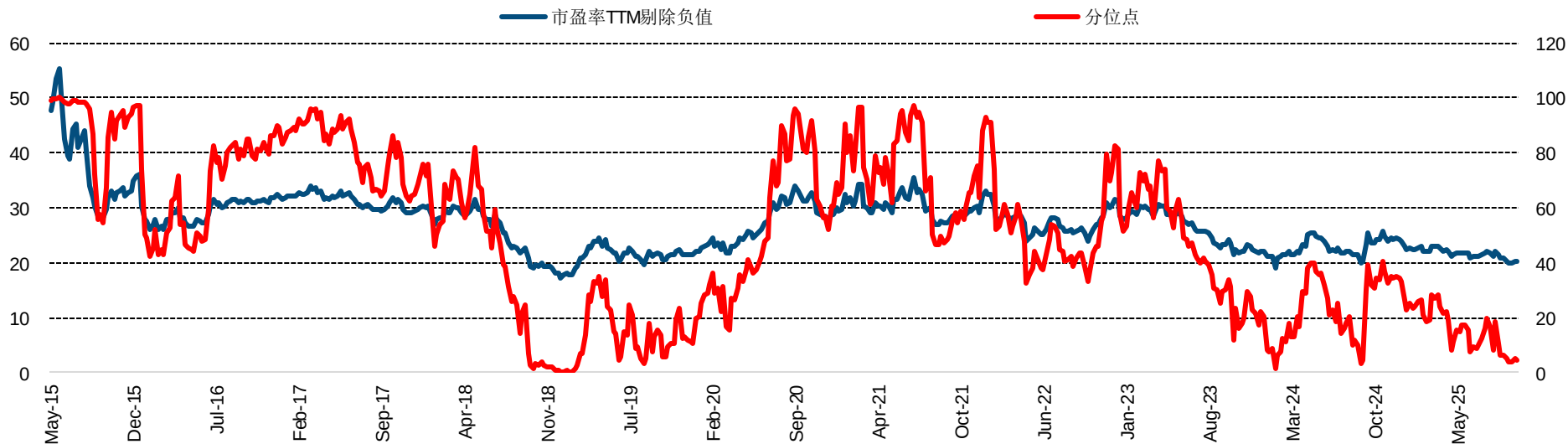
	公立医疗机构销售增长（%）	药店终端销售增长（%）
心脑血管疾病用药	-3.34%	-10.53%
呼吸系统疾病用药	-8.81%	-15.26%
骨骼肌肉系统疾病用药	0.70%	-4.29%
消化系统疾病用药	1.90%	1.97%
泌尿系统疾病用药	4.29%	-6.44%
肿瘤疾病用药	-9.46%	-28.14%
妇科用药	-4.76%	-10.28%
神经系统疾病用药	5.15%	-8.29%
儿科用药	-15.17%	-20.88%
补气补血类用药	11.88%	-10.11%
五官科用药	0.30%	-10.58%
皮肤科用药	2.08%	2.36%
其它用药	-13.72%	-2.96%

中药板块基本面复盘

估值仍处于低位，具备估值改善机会

- **估值仍处于低位，具备估值改善机会。** 从中证中药指数近10年估值水平来看，中药板块目前市盈率（TTM剔除负值）为20.24，处于4.7%分位，历史最低市盈率（TTM剔除负值）为17.33，最高为35.84，历史市盈率（TTM剔除负值）中位数为27.37。目前中证中药指数整体PE分位处于历史较低水平，低于指数近10年中位数，同时机构持仓较低。随着行业秩序逐步恢复、基数影响逐步减弱、叠加十五五规划的催化下，看好中药行业明年恢复增长，具备估值改善机会。我们认为，随着行业秩序逐步恢复、基数影响逐步减弱、叠加基药目录、十五五规划等催化下，看好中药行业基本面持续改善，具备估值改善机会。

图：近10年中证中药指数历史市盈率及分位点情况（剔除负值）



中药行业未来展望

短期：基数压力逐步缓解，关注行业基本面改善

- 展望明年，从行业基本面经营来看，基数压力有望逐步缓解，叠加部分企业积极推进渠道改革、提质增效，渠道调整加速出清，随着呼吸道疾病旺季来临，看好年底旺季需求有所回暖，多数企业同环比均有望在低基数下实现改善：
- ① **中药消费品：**从外部环境因素来看，过去一段时间市场关注的“四同”比价对部分双跨品种的影响已经逐步消化落地，且以院外渠道为主的OTC品牌受到影响较小，后续多数品种的价格体系有望维持稳定。从Q3情况来看，流感等呼吸道疾病需求较去年同期有所减弱，感冒相关品类仍存在一定基数压力；非感冒品类因淡旺季差异环比表现各异，但受到外部环境影响预计表现相对平稳；随着工业企业主动进行渠道调整、叠加药品效期到期，目前多数企业加速推进渠道调整和优化工作，随着Q4旺季需求逐步回暖，预计多数品类的渠道库存有望逐步回归至常规水平。
 - ② **中药处方药：**在集采方面，随着全国中成药集采及扩围续约温和落地，各省已经陆续开始执行，预计部分中选企业有望以价换量、同时逐步填补空白市场。从Q3情况来看，随着外部环境影响趋于缓和、行业秩序逐步恢复，Q3院内品种持续恢复，但感冒相关品类仍存在一定基数压力。除此之外，反腐带来的外部环境影响逐步减弱，多数企业已经建立起完善的合规营销体系，叠加行业渠道调整基本结束，中药处方药企业持续聚焦创新及学术引领，同时积极布局创新转型，有望逐步实现恢复。

中药行业未来展望

长期：着眼长远，关注基药目录及十五五规划进展

➤ **征求意见稿发布已有四年，基药目录有望迎来新一轮调整。**1979年，我国开始加入WHO基本药物行动计划，在原卫生部、原国家医药管理局的组织下成立了国家基本药物遴选小组，着手国家基本药物的制定工作，随后于2009年正式确立我国基本药物制度，并分别在2009年、2012年、2018年进行了三轮基药目录调整。2021年11月15日，国家卫健委发布《国家基药目录管理办法（修订草案）》征求意见稿，主要对基药目录的药品范围、制定程序、调出情形等作出了说明，并再次明确调整周期原则上不超过3年；至今征求意见稿发布已有一年，基药目录有望迎来新一轮调整。

图：《国家基本药物目录管理办法（修订草案）》解读

首次增添“儿童用药目录”	五类产品不纳入目录遴选范围	三类品种应从目录中调出	目录坚持定期评估、动态管理
WHO将基药目录分为成人版和儿童版，我国儿童用药管理长期存在缺陷，在近4000多种药品制剂中，儿童的药物制剂仅占1.7%。去年国务院印发《中国儿童发展纲要（2021-2030年）》明确，将探索制定国家儿童基本药物目录，及时更新儿童禁用药品种目录。	① 含有国家濒危野生动植物药材 ② 主要用于滋补保健作用，易滥用的，以及纳入国家重点监控合理用药目录 ③ 因严重不良反应，明确规定暂停生产、销售或使用 ④ 违背国家法律、法规，或不符合伦理要求 ⑤ 国家基本药物工作委员会规定的其他情况	① 发生严重不良反应，或临床诊疗指南、疾病防控规范发生变化，经评估不宜再作为国家基本药物使用 ② 根据药品临床综合评价或药物经济学评价，可被风险效益比或成本效益比更优的品种所替代 ③ 国家基本药物工作委员会认为应当调出的其他情形	现目录调整周期原则上不超过3年；依据“参照国际经验”的规定，部分WHO儿童药有较大可能性被纳入目录。部分临床用量较大而又未被列入重点监控药品目录的儿童用药被纳入的可能性也比较大；一些此前有潜力但未被列入基药的产品亦值得关注

中药行业未来展望

长期：着眼长远，关注基药目录及十五五规划进展

➤ **基药目录调整在即，中药品种有望受益。**为促进基本药物优先配备使用和合理用药，2019年国办发布了“986”政策，要逐步实现政府办基层医疗卫生机构、二级公立医院、三级公立医院基本药物配备品种数量占比原则上分别不低于90%、80%、60%，推动各级医疗机构形成以基本药物为主导的“1+X”（“1”为国家基本药物目录、“X”为非基本药物，由各地根据实际确定）用药模式，优化和规范用药结构；而根据2019年全国调研数据，我国基层医疗卫生机构和二、三级公立医院基药使用品种占比分别为59%、45%、39%，距离目标仍有较大差距，预计此次基药目录有望迎来进一步扩容。随着国家大力支持中医药传承创新发展，中药创新药、中药独家品种有望通过此次调整进入新版基药目录；从产品销售的角度来看，进入基药目录有益于中药品种入院推广、进一步提升市占率，同时也有机会纳入医保支付、提升报销比例。

图：我国基药目录品种数量变化

时间	版本	化药和生物制品	中成药	中成药占比	目录总数
1981年	1	278	/	/	278
1996年	2	699	1699	70.9%	2398
2009年	3	205	102	33.2%	307
2012年	4	317	203	39.0%	520
2018年	5	417	268	39.1%	685

数据来源：国家卫健委，国家医保局，药闻康策，中信建投

中药行业未来展望

长期：着眼长远，关注基药目录及十五五规划进展

➤ **关注十五五规划落地，有望带来长期增长预期。** 2025年1月，全国中医药局长会议召开，会议提到2025年是十四五规划的收官之年，要确保“十四五”中医药发展规划和中医药振兴发展重大工程的目标如期实现，同时也要做好“十五五”谋篇布局。从工业企业角度来看，多数中药行业的央国企公司结合医药行业内外发展环境及变化，已经启动“十五五”战略规划布局，26年年初具体规划有望出台落地，为公司长期发展提供增长动力，有望带来长期增长预期。

表：A股中药板块央国企标的梳理

证券代码	证券简称	控股股东持股比例（%）	大股东名称	实控人	实控人属性
600436.SH	片仔癀	50.97%	漳州市九龙江集团有限公司	漳州市国资委	地方国资委
600085.SH	同仁堂	52.45%	中国北京同仁堂(集团)有限责任公司	北京市国资委	地方国资委
000999.SZ	华润三九	63.22%	华润医药控股有限公司	国资委	国资委
600332.SH	白云山	45.04%	广州医药集团有限公司	广州市人民政府	地方政府
000423.SZ	东阿阿胶	23.50%	华润东阿阿胶有限公司	国资委	国资委
600129.SH	太极集团	27.89%	太极集团有限公司	国资委	国资委
600422.SH	昆药集团	28.05%	华润三九医药股份有限公司	国资委	国资委
600750.SH	江中药业	43.14%	华润江中制药集团有限责任公司	国资委	国资委
600572.SH	康恩贝	22.99%	浙江省医药健康产业集团有限公司	浙江省国资委	地方国资委
600771.SH	广誉远	15.17%	神农科技集团有限公司	山西省国资委	地方国资委
300026.SZ	红日药业	22.24%	成都兴城投资集团有限公司	成都市国资委	地方国资委
600252.SH	中恒集团	25.94%	广西投资集团有限公司	广西壮族自治区国资委	地方国资委
002349.SZ	精华制药	33.75%	南通产业控股集团有限公司	南通市国资委	地方国资委
002644.SZ	佛慈制药	61.63%	兰州佛慈医药产业发展集团有限公司	甘肃省国资委	地方国资委
600479.SH	千金药业	28.16%	株洲市国有资产投资控股集团有限公司	株洲市国资委	地方国资委
600222.SH	太龙药业	14.37%	郑州泰容产业投资有限公司	郑州高新技术产业开发区管理委员会	地方政府
300534.SZ	陇神戎发	29.93%	甘肃药业投资集团有限公司	甘肃省国资委	地方国资委
600671.SH	天目药业	29.99%	青岛汇隆华泽投资有限公司	青岛市崂山区财政局	地方政府

数据来源：国家卫健委，国家医保局，药闻康策，中信建投

中药行业未来展望

长期：着眼长远，关注基药目录及十五五规划进展

- **中成药集采全方位推进，推进节奏及降幅符合预期。** 中药集采从2019年11月于濮阳开始试点，从点到面逐步扩大，2022年1月，全国医疗保障工作会议提到要实现在化学药、生物药、中成药全方位推进集采的格局，进一步压缩带金销售空间，中成药集中带量采购正逐步从探索阶段，走向全方位推进：
 - 自2021年9月湖北省牵头的中成药集采联盟开启以来，中成药集采陆续在多地启动，继湖北、广东两大省际联盟陆续开标之后，北京市、山东省又正式启动中成药专项集采，同时湖北省牵头的第二批、第三批全国中成药集采联盟分别于2023年11月、2025年4月陆续开始执行，全国中成药集采稳步推进。
 - 2025年11月，山西省药械集中竞价采购网发布《关于填报全国中成药联盟第四批和第二批接续采购品种范围相关采购数据的通知》，标志着湖北省牵头的第四批全国中成药联盟集采正式启动报量工作，从品种目录来看，本次集采共28个采购组90个品规，主要涉及心脑血管、儿科、消化系统等治疗领域，独家品种数量相对有限。
 - 从目前已开标的中选结果来看，整体降幅符合预期，独家品种降幅较为温和，后续建议关注湖北省牵头的第四批中成药联盟集采进展，预计整体风险可控。

中药行业未来展望

长期：着眼长远，关注基药目录及十五五规划进展

表：中成药集采联盟情况梳理

	全国集采联盟（湖北省第一批）	广东省	北京市	山东省	全国集采联盟（湖北省第二批）	全国集采联盟（湖北省第三批）
纳入品种数量	76	53	84	67	42	95
覆盖地区（省份）	19	6	1	1	30	31
执行时间	2022年4月30日	2022年12月20日（山西）	2022年11月30日	/	2023年10月30日	2025年4月30日
采购周期	2年	2年	2年	2年	2年	2年
分组规则	根据产品的功能主治、给药途径及成分	根据剂型、处方、日治疗费用	根据产品的功能主治、给药途径及成分	根据产品的功能主治、给药途径及成分	根据产品的功能主治、给药途径及成分	根据产品的功能主治、给药途径及成分
AB竞争单元分组原则	总采购金额及占比	日均治疗天数（独家产品仅划分A采购单）	NA	挂网产品累计服用总天数	总采购金额及占比	总采购金额及占比
基准价格/最高申报价	全国省级采购平台的最低中标/挂网价格（不含广东省采购平台挂网价格及各省药品集中采购中选价格）	企业报价≤公布的最高日均治疗费用和全国最低价格计算的日均治疗费用两者之间低值	企业报价≤省级/省际联盟带量采购最低中选价格及各省现行最低价	企业报价≤代表品产品日均费用、最高有效申报价两者的低值	全国省级采购平台的最低中标/挂网价格	全国省级采购平台的最低中标/挂网价格
入围规则	双信封模式：价格标（60%）+技术标（40%），价格按降幅竞争	按照P1和P2的2个梯级报量，根据“单位可比价”由低到高依次顺位排序确定入围资格	报价不高于基准价格即入围	报价得分占60%，市场占有率得分占40%，按企业综合评审得分由高到低的顺序，确定评审组入围企业	双信封模式：价格标（60%）+技术标（40%），价格按降幅竞争	双信封模式：价格标（60%）+技术标（40%），价格按降幅竞争
中选规则	A单元：降幅前70%+后30%议价拟中选；	A组：规则较为复杂，非独家和独家产品分别为P1、P2两个梯级进行竞价；	带量联动：对同组内日服费用差异较大的药品，采取中位取价、梯度带量的方式	满足以下条件之一：1) 同评审组非最高申报价的入围企业；2) 最高申报价入围企业，比值（同组入围最高申报价/入围最低申报价）降序排名中非前2的入围	A单元：降幅前70%；报价代表品报价降幅大于35%/45%（日均费用不高于/高于均值）	A单元：降幅前70%；报价代表品报价降幅大于35%/45%（日均费用不高于/高于均值）
	B单元：降幅前50%+未达到议价拟中选	B组：按“单位可比价”由低到高排序+前50%拟中选	带量谈判：梯度带量，未达到最高约定比例的药品均组织专家谈判确定最终供应价格		B单元：降幅前70%；报价代表品报价降幅大于35%/45%（日均费用不高于/高于均值）	B单元：降幅前70%；报价代表品报价降幅大于35%/45%（日均费用不高于/高于均值）
中选结果	97家企业、111个产品中选，中选率达62%；中选价格平均降幅42.27%，最大降幅82.63%，整体降幅符合预期	174家企业361个品种拟中选/备选，非独家品种、独家品种平均降幅分别为60%、18%，整体降幅好于预期	带量联动共44个品种、215个品规中选；带量谈判共15个品种、26个品规中选；独家品种降幅温和	66家企业的158个产品拟中选，拟中选药品价格平均降幅44.31%，最高降幅达87.97%，整体降幅符合预期	63家企业和68个报价代表品被选中，平均降幅49.36%，最高降幅76.8%，最低降幅14.5%，整体降幅符合预期	包含首批续约，两个批次集采共有387家企业、510个代表品参与现场竞争，297家企业、373个代表品中选，中选率达75%；平均降幅约68%，最高降幅达97.5%

数据来源：各地医保局，赛柏蓝，药融云，中信建投证券

中药行业转型升级路径1

积极布局创新转型，构建第二增长曲线

➤ **中药公司积极布局创新转型。**近年来，中药公司为拓展增长空间，积极向化药和生物药领域创新转型，通过自主研发、收并购以及品种引进战略合作等方式取得丰富进展，打造未来第二增长曲线。代表公司包括众生药业（GLP-1、流感）、康缘药业（GLP-1）、以岭药业（疼痛、脑卒中）、云南白药（核药）、天士力（双抗、ADC、干细胞）、济川药业（流感、PDE4）、佐力药业（AAV基因治疗）、珍宝岛（ADC）、华纳药厂（抗抑郁）、九芝堂（干细胞）、羚锐制药（过敏性鼻炎）、桂林三金（CSF-1R单抗）等。

图：中药公司创新转型梳理（1）

公司	市值(亿元)	PE(TTM)	转型涉及领域/适应症	品种	靶点
众生药业	166	-84.2	减重/降糖	RAY1225注射液	GLP-1/GIP双靶点
			新冠	来瑞特韦片	新冠病毒3CL蛋白酶抑制剂
			流感	昂拉地韦片	RNA聚合酶PB2蛋白抑制剂
			MASH	ZSP1601片	泛磷酸二酯酶（PDE）抑制剂
康缘药业	85	36.1	减重/降糖	ZX2010注射液	GLP-1/GIP双靶点
			减重/降糖	ZX2021注射液	GLP-1/GIP/GCG三靶点
			视神经损伤	ZX1305注射液	重组人神经生长因子
			神经营养性角膜炎	ZX1305E滴眼液	重组人神经生长因子
			术后疼痛	苯胺洛芬注射液	抑制前列腺素合成
以岭药业	296	-106.3	急性髓性白血病（AML）	XY0206（口服）	FLT3抑制剂
			急性缺血性脑卒中	XY03-EA片	NBP的新型衍生物，氧自由基清除
			前列腺癌/子宫肌瘤	G201胶囊	促性腺激素释放激素（GnRH）
			前列腺癌PET成像	INR101注射液（核药）	前列腺特异性膜抗原（PSMA）
			前列腺癌治疗	INR102注射液（核药）	前列腺特异性膜抗原（PSMA）
云南白药	997	19.2	减重/降糖	BGM0504注射液	GLP-1/GIP双靶点
			高级别脑胶质瘤	ONC201	ClpP和拮抗DRD2
			重度心衰	HiCM-188	iPSC来源心肌细胞注射液
			晚期恶性实体瘤	QBH-196	多靶点受体酪氨酸激酶抑制剂
			缺血性脑卒中	注射用KPCXM18	天然植物提取
华润三九	481	17.4	实体瘤	KY100001片	IDH1抑制剂
			NASH	KPC000154片	THR-β靶点
			红斑狼疮	双氧青蒿素片剂	抑制B淋巴细胞增殖
昆药集团	102	19.2			

数据来源：Wind，公司公告，中信建投

中药行业转型升级路径1

积极布局创新转型，构建第二增长曲线

图：中药公司创新转型梳理（2）

公司	市值 (亿元)	PE (TTM)	转型涉及领域/适应症	品种	靶点
天士力	226	20.6	实体瘤	B1962注射液（双抗）	PD-L1/VEGF双抗
			NASH/糖尿病	B1344注射液	FGF21
			晚期实体瘤	STRO-002注射液（ADC）	FRα ADC
			CABG指征的慢性缺血性心肌病导致的慢性心力衰竭	B2278注射液	人脐带间充质干细胞注射液
			急性缺血性脑卒中	NR-20201注射液	同种异体脂肪来源间充质基质细胞
			复发胶质母细胞瘤	P134细胞注射液（CAR-T）	靶向CD44、CD133的自体CAR-T
			腓骨肌萎缩症1A型（CMT1A）	PXT3003	PMP22
			肿瘤	TSL-1502胶囊	PARP抑制剂
			抗抑郁	JS1-1-01片	5-羟色胺-去甲肾上腺素-多巴胺三重再摄取抑制剂
济川药业	232	14	流感	玛硒洛沙韦片（ZX-7101A）	聚合酶酸性蛋白（PA）抑制剂
			银屑病/特应性皮炎/COPD	HPP737胶囊	PDE4抑制剂
佐力药业	120	20.2	帕金森症	LY-N001	GBA1基因
			威尔逊症	LY-M003	ATP7B基因
			I/III型戈谢症	LY-M001	GBA1基因
珍宝岛	108	-32.4	非霍奇金淋巴瘤	TRS005	抗CD20-ADC
华纳药厂	66	30.8	抗抑郁	ZG-001胶囊	BDNF-TrkB
			中重度斑块状银屑病	ZG-002片	TYK2变构抑制剂
九芝堂	86	67.6	缺血性脑卒中	人骨髓间充质干细胞注射液	/
			自身免疫性肺泡蛋白沉积症		
			孤独症谱系障碍		
羚锐制药	126	15.7	过敏性鼻炎	苯环喹溴铵鼻喷雾剂	选择性M1/M3胆碱能受体拮抗剂
桂林三金	89	17.1	晚期实体瘤 特发性肺纤维化	BC006注射液（单抗）	巨噬细胞集落刺激因子1受体（CSF-1R）

数据来源：Wind，公司公告，中信建投

中药行业转型升级路径1

积极布局创新转型，构建第二增长曲线

➤ 从目前布局情况来看，中药公司在创新转型过程中通常先选择优势领域进行重点布局：

- ① **众生药业：**坚持创新引领，集中资源支持代谢性疾病、呼吸系统疾病等治疗领域创新药研发。流感新药昂拉地韦片25年5月已获批上市，近期获澳门成药登记；GLP-1/GIP双靶点药物RAY1225临床III期已经完成全部入组，此前发布II期数据减重效果良好。MASH药物ZSP1601的IIb期临床进行中。
- ② **天士力：**聚焦心血管及代谢、神经/精神、消化三大核心疾病领域，持续优化研发管线，目前累计处于II、III期临床项目21项。生物药聚焦CGT、抗体药物两大领域，干细胞注射液、双靶点CAR-T已获批临床；化学药布局65款产品，创仿结合研发管线持续优化。PD-L1/VEGF双抗B1962完成IIa期和IIb期第一阶段受试者入组；普佑克（治疗急性缺血性脑卒中）已经获批上市；罕见病腓骨肌萎缩症治疗药物PXT3003申报生产已经获得受理。
- ③ **云南白药：**加速推进核药管线，用于前列腺癌PET成像的INR101已在25年5月开始III期入组，用于前列腺癌治疗的INR102处在I/IIa期。
- ④ **康缘药业：**子公司中新医药布局两款GLP-1产品，GLP-1/GIP双靶点药物ZX2010和GLP-1/GIP/GCG三靶点药物ZX2021，三靶点药物减肥适应症已启动临床II期，预计明年有望数据读出；治疗阿尔茨海默病的氟诺哌齐片临床II期已完成，近期有望数据读出。

中药行业转型升级路径1

积极布局创新转型，构建第二增长曲线

➤ 从目前布局情况来看，中药公司在创新转型过程中通常先选择优势领域进行重点布局：

- ① **以岭药业**：在化药设计上突出临床优势，逐步完成向创新药研发转型，加大一类创新药研发力度，用于术后疼痛新药苯胺洛芬注射液申报NDA已获受理，目前正在进行上市前的筹备工作；治疗AML的FLT3抑制剂XY0206的III期临床进行中，预计2026年申报附条件申请；治疗缺血性脑卒中的XY03-EA片和适应症为辅助生殖的G201胶囊处于I期临床。
- ② **九芝堂**：控股子公司九芝堂美科致力于在细胞科技领域的前沿探索，人骨髓间充质干细胞注射液三项临床均积极推进中，目前缺血性脑卒中适应症和自身免疫性肺泡蛋白沉积症推进至IIa期临床，孤独症适应症I期临床试验推进中（与北京安定医院合作开展）。
- ③ **桂林三金**：孙公司宝船生物注重生物药的创新性研发，适应症主要聚焦于肿瘤和自身免疫性疾病领域，研发靶点涵盖了PD-L1、EGFR、CD47、CSF-1R、CLDN18.2等免疫检查点。
- ④ **昆药集团**：聚焦老龄慢病领域布局，适用于缺血性脑卒中的天然药物1类创新药正在开展II期临床；治疗非酒精性脂肪肝的1类创新药（THR-β靶点），临床I期稳步推进；公司与中国中医科学院（屠呦呦团队）合作的双氢青蒿素、适用于红斑狼疮的化药2类创新药，正在II期临床收尾中；适用于实体瘤的化药2类创新药（IDH1抑制剂），临床I期开展中。

中药行业转型升级路径1

积极布局创新转型，构建第二增长曲线

➤ 通过并购及BD引进方式进行外延扩张，中药公司实现对潜力领域快速覆盖：

- ① **济川药业**：紧扣中长期发展战略和市场需求，以商业拓展赋能外延式扩张，与南京征祥医药合作的流感药物玛硒洛沙韦已于2024年2月提交上市申请，今年7月正式获批上市；与恒翼生物独家合作的PDE4抑制剂HPP737中重度斑块状银屑病III期临床进行中。
- ② **佐力药业**：参股凌意生物进行战略合作，扩大公司在先进疗法特别是神经领域相关管线的布局。多款基因治疗药物临床进行中，公司优先取得凌意生物帕金森症管线LY-N001在中国大陆地区的经销权或销售代理权，研发工作正在持续推进中，目前已完成主要的临床前研究工作。
- ③ **珍宝岛**：参股公司浙江特瑞思药业抗CD20-ADC关键单臂注册II期进行中，2024年在ASCO披露Ib期数据，1.8mg/kg剂量组疗效信号明显，ORR、DCR、mPFS分别为59.4%、87.5%和7.23个月。24年3月获CDE纳入突破性治疗品种。
- ④ **羚锐制药**：控股子公司银谷制药用于治疗过敏性鼻炎的苯环喹溴铵鼻喷雾剂已获批上市，是我国首个高选择性抗胆碱能受体拮抗剂1类新药。
- ⑤ **华纳药厂**：控股子公司致根医药自主开发的具有全新结构的新型抗抑郁药物ZG-001的IIa期临床进行中，预计26年Q1完成。2024年10月与首都医科大学附属北京安定医院就 ZG-001项目在中国大陆联合开发签订《合作框架协议》。治疗中重度斑块状银屑病的ZG-002I期临床进行中，预计2025年完成。
- ⑥ **华润三九**：通过自主研发与BD转化双线并举，逐步拓展创新产品管线，2025年7月与南京艾尔普就HiCM-188（iPSC心肌细胞）联合研发合作，国内II期临床推进中；8月与博瑞医药就BGM0504注射液（GLP-1/GIP）达成联合研发合作，减重及2型糖尿病两项适应症的国内III期临床正在推进中；由境外引入的ONC201（脑胶质瘤）已经获得FDA加速批准，目前国内I期临床正在推进中。

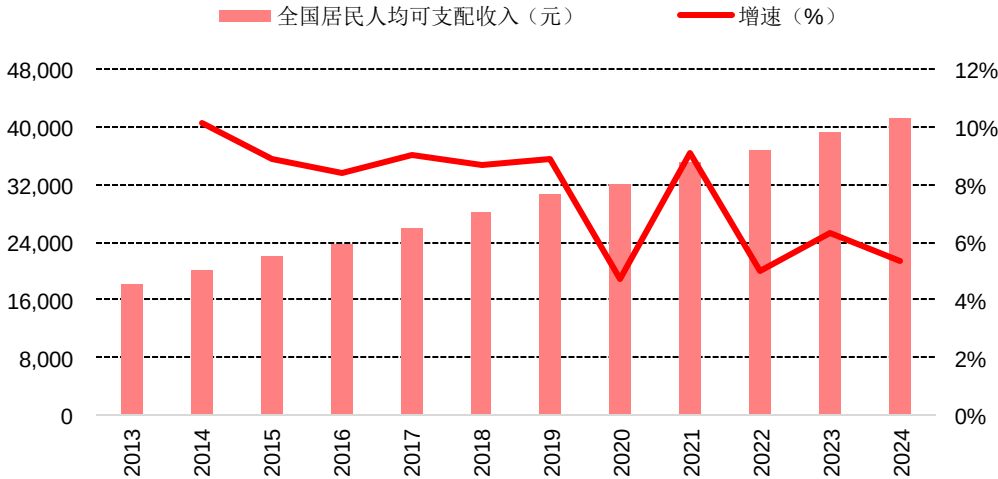


中药行业转型升级路径2

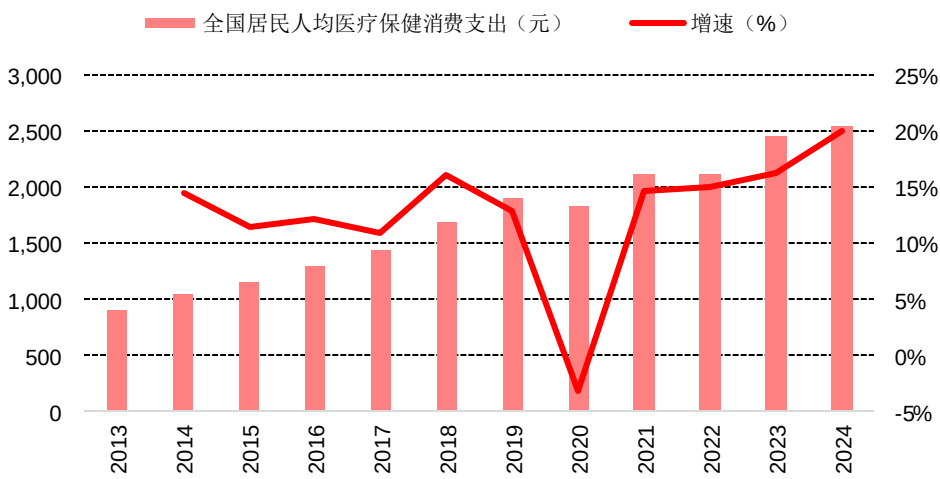
医疗保健消费升级，“类消费品”属性带来广阔的品牌延伸空间

➤ **经济快速增长、健康意识增强、老龄化带来医疗保健消费升级，中药消费品市场持续扩张。**随着全国居民人均可支配收入不断增加，我国居民的消费性支出结构也发生了变化，食品、服装等传统的物质型消费向教育、医疗保健、旅游等高端服务型消费转变，医疗保健消费升级趋势明显，我国人均医疗保健支出也逐年增高，从2013年的912元增长到2024年的2547元，CAGR超过10%。随着疫情及老龄化催化，叠加居民保健意识的增长，近年来我国OTC市场持续增长，中药OTC的市场规模也在中医药文化的催化下呈稳步提升趋势；根据米内网数据，2023年中国城市实体药店终端中成药销售额超过1200亿元，其中187个中成药品牌销售过亿，以呼吸系统、骨骼肌肉系统、消化系统等疾病用药为主；随着消费者对滋补、调养、慢病需求的不断增加，叠加近年来不断出台的中药利好政策，未来中药消费品市场增长空间广阔。

图：全国人均可支配收入及增长（元）



图：我国居民医疗保健人均支出及增长（元）



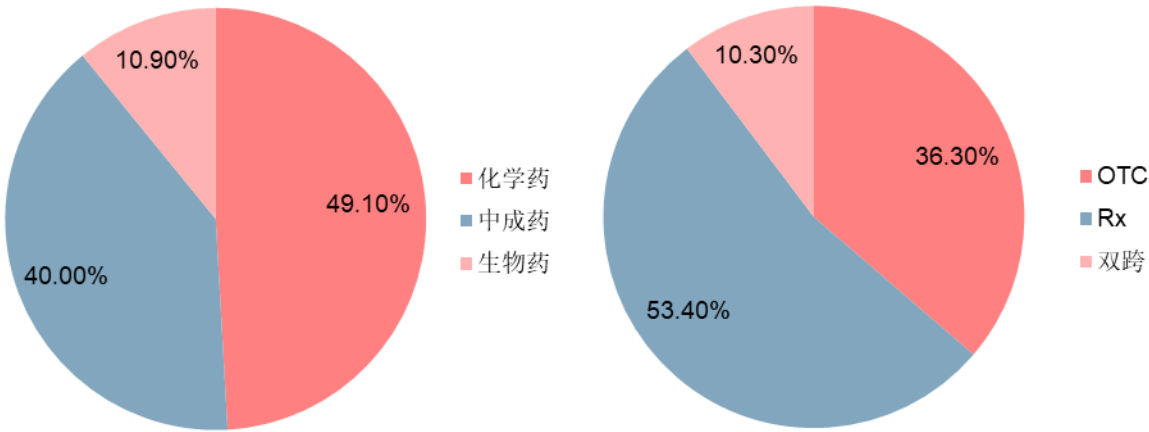
数据来源：国家卫健委，国家医保局，国家统计局，中信建投证券

中药行业转型升级路径2

医疗保健消费升级，“类消费品”属性带来广阔的品牌延伸空间

➤ **中药OTC品种居多，“类消费品”属性带来广阔的品牌延伸空间。** 中药作为我国特色药品种类，一直受到国家政策支持，OTC品种居多，根据2019年的发布数据，我国非处方药按品种计约3390个，中成药品种数占比超过80%；以非处方药品规计共有5971个，中成药数量占比超过75%，从销售金额来看，化药和中成药占比约为35%、65%。近年来，随着行业及市场环境变化，院内外双轮驱动逐步成为行业新生态，众多处方药产品逐步转换为非处方药，积极开拓院外零售市场，其中中药产品居多，2024年共计32款处方药转为OTC品种，其中中成药品种占比超过85%。中药OTC品种主要消费场景在院外市场，具备一定消费品属性，也为中药企业的转型升级带来广阔的品牌延伸空间。

图： 2024年中国城市实体药店(含地级及以上城市)中西药以及OTC/Rx市场份额



数据来源：米内网，中信建投证券

中药行业转型升级路径2

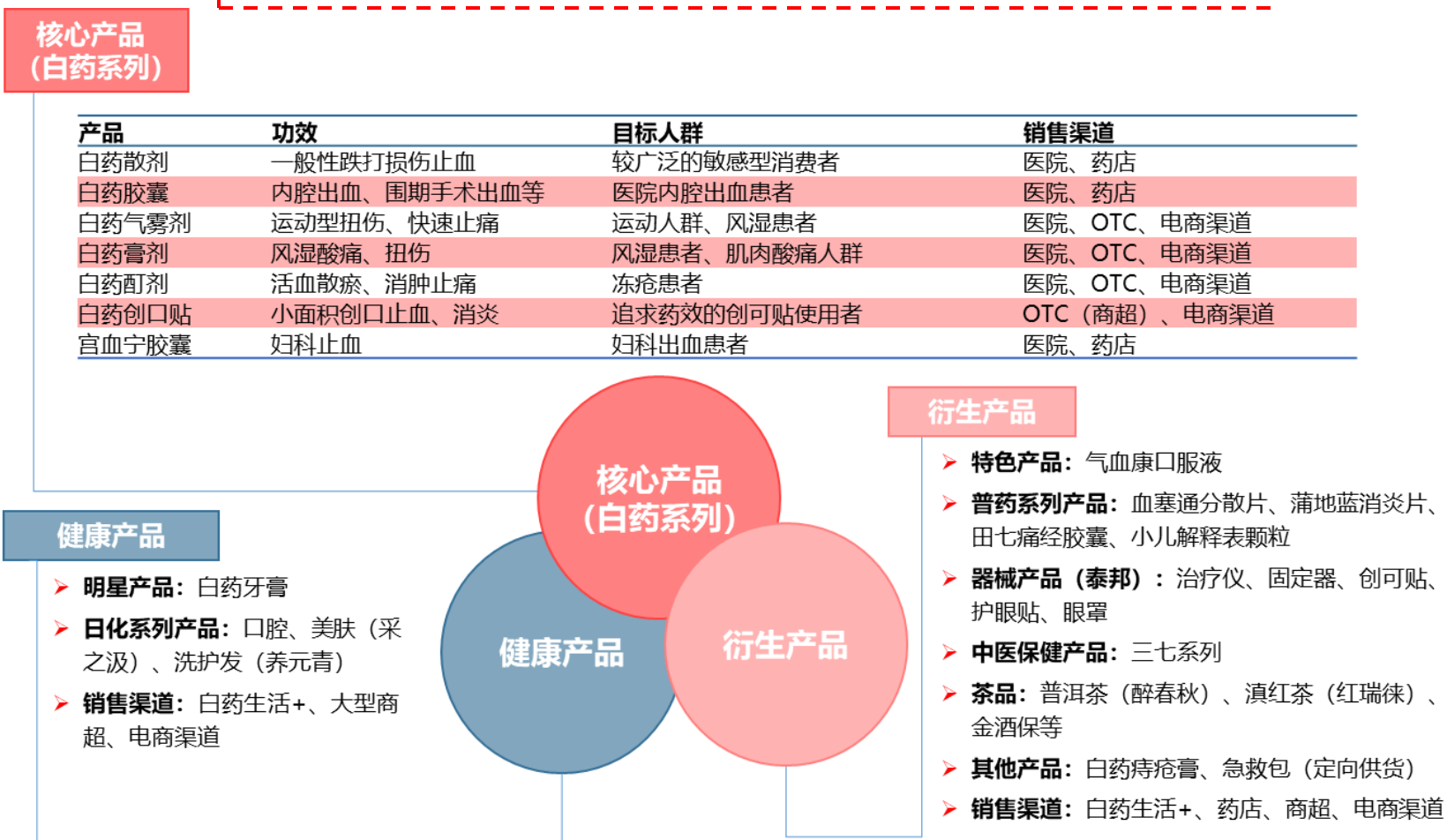
从新白药、大健康，到成为领先的医药健康综合解决方案提供商

- **云南白药：从新白药、大健康，到成为领先的医药健康综合解决方案提供商。**云南白药为中国传统伤科圣药，历史悠久，现已广泛运用于多科室的临床治疗。以散剂为基础，公司坚持深入挖掘品牌内在价值，成为二级市场不多见的持续成长典范。
 - 十一五期间，公司通过“稳中央、突两翼”产品战略的实施，积极调整产品结构、打造全产业链，跃上了百亿规模的新台阶，为后续战略转型奠定了良好的基础；2011年，公司在产业层面提出“新白药、大健康”战略，同时进行产品、市场和管理模式的调整，探索跨界发展，让传统中药更深地融入进现代生活。经过多年发展，公司健康产品事业部的产品已由单一云南白药牙膏系列成功拓展至包括养元青洗发水系列等在内的个人护理全系列产品，成功实现制药企业向日化健康领域的延伸拓展。
 - 2024年，公司2024年-2028年战略规划落地，提出要成为领先的医药健康综合解决方案提供商的愿景，其中健康板块将承接高品质健康生活产品的“第一”梯队，通过白药牙膏渠道下沉工作，提高牙膏产品市占率；将洗护类产品打造为健康板块第二曲线，聚焦头皮生态护理，发挥品类领先优势；同时，通过内生与外延双轮驱动实现器械、美肤等新兴孵化产业的良好增长，为公司整体增长提供充足潜力。

中药行业转型升级路径2

从新白药、大健康，到成为领先的医药健康综合解决方案提供商

图：云南白药品牌延伸及其销售渠道



中药行业转型升级路径2

围绕自我诊疗，OTC升维CHC，目标全域发展

- **华润三九：围绕自我诊疗，OTC升维CHC，目标全域发展。**作为华润医药集团旗下以“自我诊疗+处方药”为特色的药品平台，华润医药控股为公司控股股东。依托强大股东背景，公司多年来不断通过外延并购完善产品梯队，结合公司强大的终端资源，持续完善产品梯队。
 - 2013年，公司开启“1+N”品牌战略；999主品牌定位于家庭常用药品，深耕感冒、皮肤、胃肠三大核心品类；与此同时，结合消费者需求及品类规划，不断丰富产品结构，切入大健康产业，陆续补充打造了“天和”、“顺峰”、“好娃娃”、“易善复”、“澳诺”等深受消费者认可的品牌，引入众多优势品种，为公司CHC业务的全域发展奠定了良好基础，截至2023年末，公司销售过亿品种超过39个。
 - 作为公司核心业务，CHC业务定位自我居家诊疗，覆盖呼吸、消化、皮肤、小儿等多个领域，未来希望能做到全域发展，聚焦重点品类和产品升级方向，积极向健康管理、康复慢病管理产品延伸，形成中西药并重、处方药-非处方药-保健食品-大健康商品的产品链，并同步完善渠道布局，继续保持品牌活力，抓住标外市场的巨大增长空间，从“中国OTC行业领导者”升维成“大众医药健康产业引领者”。

中药行业转型升级路径2

围绕自我诊疗，OTC升维CHC，目标全域发展

图：华润三九：OTC升维CHC，目标全域发展



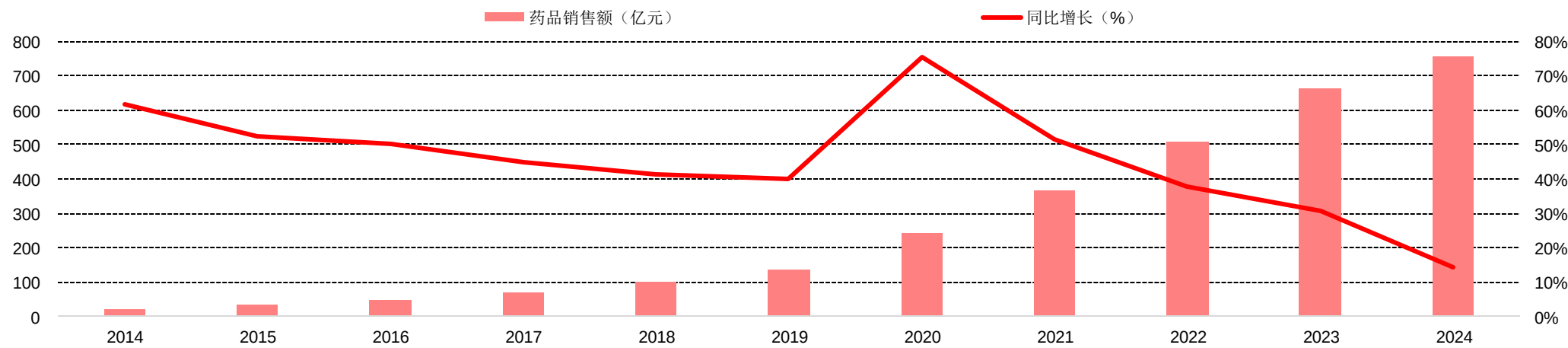
数据来源：IQVIA，公司官网，公司公告，中信建投证券

中医药细分板块投资逻辑梳理

中药消费品：看好品牌延展、渠道扩张、定价能力强的龙头企业

➤ **疫情催化新零售渠道变革，线上渠道高速扩张，催化品牌集中度进一步提升。**受医保控费、处方外流等多重因素影响，我国零售药店终端销售额稳健增长，米内网数据显示2024年销售额达5740亿元，同比增长3.7%，其中网上药店市场药品销售额达到758亿元，同比增长14.4%。随着监管制度的逐步开放、零售渠道的变革以及疫情催生下自我诊疗行为的加速变迁，推动B2C、O2O渠道的高速发展；根据中康CMH数据，2024年O2O渠道药品规模增长21.8%，远超实体药店整体增长，持续贡献额外增量。展望未来，居民用药需求提升及消费方式持续转变，我们预计线上渠道将持续高速扩张。从细分品类上来看，线上渠道的核心品类为感冒、肠胃、口咽、皮肤等家庭常用常备品类，而由于消费者自主决策性更强，受传统药店终端拦截的影响较小，更有利于以华润三九999感冒灵等为代表的品牌OTC产品的增长，品牌OTC市场集中度有望进一步提升。

图：全国网上药店市场药品销售额及增长（亿元，%）



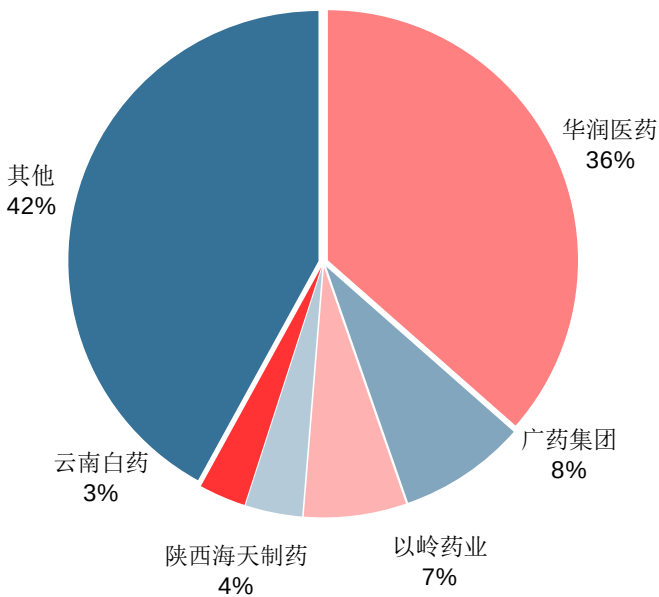
数据来源：米内网，中康CMH，中信建投

中医药细分板块投资逻辑梳理

中药消费品：看好品牌延展、渠道扩张、定价能力强的龙头企业

➤ **市场集中度进一步提升，品牌价值突显。** 中药消费品在主销渠道的竞争激烈，而品牌是在零售终端上最好的“进入壁垒”。近年以来，我们观察到品牌OTC品种的占比在持续提升，以感冒品类为例，2024年H1感冒中成药零售市场TOP5厂家的市场份额达到58%，市场集中度进一步提升；而根据BrandZ最具价值中国品牌100强排行榜，2017-2025年医疗保健类连续入围的企业只有同仁堂和云南白药，可以看出品牌OTC企业的地位逐渐固化，品牌价值突显。

图：24H1实体药店终端感冒中成药TOP5市场格局



图：BrandZ最具价值中国品牌100强排行榜（亿美元）

年份	入围企业数量	云南白药	同仁堂	华润三九	东阿阿胶	汤臣倍健	片仔癀	微医
2017	3	30.74	19.05	9.64	未入围	未入围	未入围	未入围
2018	5	36.21	19.83	10.1	14.93	5.92	未入围	未入围
2019	5	28.97	19.69	9.57	11.67	6.94	未入围	未入围
2020	3	29.46	15.89	10.85	未入围	未入围	未入围	未入围
2021	3	48.92	17.73	未入围	未入围	未入围	72.70	未入围
2022	3	33.23	19.94	未入围	未入围	未入围	78.57	未入围
2023	4	26.65	21.59	15.59	未入围	未入围	未入围	17.17
2024	3	23.34	20.33	12.89	未入围	未入围	未入围	未入围
2025	5	26.48	18.28	14.81	15.00	未入围	未入围	16.91

数据来源：米内网，BrandZ，中信建投

中医药细分板块投资逻辑梳理

中药消费品：看好品牌延展、渠道扩张、定价能力强的龙头企业

➤ **品牌延展、渠道扩张、定价能力强的品牌中药企业将逐渐步入高质量发展阶段。**2020年以来，疫情催化线上B2C、O2O渠道的高速扩张，为我国OTC市场提供了新的增长点，而不断出台的中医药利好政策，也给中药消费品市场带来增量发展空间。在中药消费品市场品牌企业集中度的进一步提升的大背景下，我们认为，品牌延展、渠道扩张、定价能力强并积极推进国企改革的品牌中药企业将逐渐步入高质量发展阶段。**我们认为，虽然部分OTC公司仍处于调整阶段，但头部企业经营稳健，看好华润三九、东阿阿胶、云南白药等辨识度较高的品牌中药公司，同时建议关注江中药业、羚锐制药等优秀的中药OTC企业。**

图：重点中药消费品公司梳理

证券简称	证券代码	总股本 (亿股)	总市值* (亿元)	24年总收入 (亿元)	24年净利润 (亿元)	PE* TTM	公司特点	控股股东
传统中药								
云南白药	000538.SZ	17.84	997.94	400.33	47.49	19	绝密品种，优秀的管理团队及营销能力	云南省国资委
同仁堂	600085.SH	13.71	458.89	185.97	15.26	34	历史悠久，品牌内涵较广，品种资源丰富	北京市国资委
东阿阿胶	000423.SZ	6.44	307.69	59.21	15.57	18	补血第一品牌，积极打造第二增长曲线	华润集团
片仔癀	600436.SH	6.03	1068.78	107.88	29.77	44	历史悠久，品牌壁垒较高，绝密品种	漳州市国资委
现代中药								
华润三九	000999.SZ	16.64	482.63	276.17	33.68	17	市场稀缺的多品牌运营平台，布局CHC全域发展	华润集团
太极集团	600129.SH	5.51	114.58	123.86	0.27	-33	品种资源丰富，混改落地，困境反转	国药集团
江中药业	600750.SH	6.35	135.50	44.35	7.88	16	品牌壁垒较高，OTC销售体系完善	华润集团
羚锐制药	600285.sh	5.67	126.07	35.01	7.23	16	中药贴膏龙头品牌，稳增长+高分红	个人

数据来源：Wind，公司公告，中信建投 *总市值截至2025年11月5日

中医药细分板块投资逻辑梳理

阵痛过后聚焦创新及学术引领，中药处方药恢复可期

➤ **深化中药审评改革，推动行业规范及高质量发展。**2019年10月，《中共中央国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》出台，提出要构建以中医药理论、人用经验、临床试验相结合的“三结合”审评证据体系；次年9月，《中药注册分类及申报资料要求》发布，基于中药研发规律，对中药注册分类进行调整。2021年以来，国家药监局又陆续出台多项中药新药相关技术指导原则，为中药企业提供实操指导，2022年4月，国家药监局发布《基于“三结合”注册审评证据体系下的沟通交流指导原则（试行）》，进一步明确了“三结合”审评证据体系。国家药监局药审中心副主任周思源也在近期的全国医药经济信息发布会上表示：“药审中心将持续深化中药审评改革，进一步丰富和完善符合中药特点的审评标准体系，丰富和完善‘三结合’中药注册审评证据体系，助力中药传承精华、守正创新、高质量发展。” **我们认为，随着我国中药审评审批制度的不断健全和完善，中药创新药有望逐步迈入正轨，迎来高质量发展，建议重点关注：以岭药业、天士力等中药创新药企业。**

图：中药审评改革六大新进展

改革完善中药注册分类	构建“三结合”审评证据体系	以优化已上市中药变更技术要求为重点	开展中药监管科学研究	制订同名同方药技术指导原则	加快推进中药新药上市
起草了《中药注册分类及申报资料要求》，畅通各种研发路径中药新药的注册途径。	起草制订了包括《基于人用经验的中药复方制剂新药临床研发指导原则》在内的一系列技术指导原则，引导申请人在临床实践中，通过对人用经验相关信息的收集和总结，探索发现中药复方制剂的疗效特点。	研究制订中药变更技术评价方法和标准，改进完善中药质量控制评价标准和方法。	推动中药监管科学行动计划，为构建符合中医药特点的评价标准体系提供技术支持。	助力高质量发展。同名同方药的研发应以临床价值为导向，避免低水平重复。同名同方已上市中药应当具有充分的有效性、安全性证据。鼓励运用新技术、新方法提升药品质量。	引导行业调整研发理念，受理与审评数量逐年增加；主动采取措施，加强工作统筹，在受理前和审评中做好申请人的服务与指导，加快中药NDA申请审评进度。

数据来源：医药经济报，国家药品监督管理局，中信建投

中医药细分板块投资逻辑梳理

阵痛过后聚焦创新及学术引领，中药处方药恢复可期

➤ **阵痛过后聚焦创新及学术引领，中药处方药恢复可期。**整体来看，国家大力支持中医药传承创新发展，虽然中成药集采由点到面正在全面推进，但从目前已经开标的省际联盟的结果来看，整体降幅符合预期，尤其是独家的中药处方药品种降幅较为温和；随着此次全国中成药集采及扩围续约逐步落地执行，部分中选企业有望逐步填补空白市场，为业绩带来增量贡献。除此之外，随着行业秩序逐步恢复，反腐带来的外部环境的影响逐步减弱，多数企业已经建立起完善的合规营销体系，叠加行业渠道调整基本结束，中药处方药企业持续聚焦创新及学术引领，有望逐步实现恢复，**建议重点关注：以岭药业、天士力、佐力药业等头部企业。**

图：重点中药处方药公司梳理

证券简称	证券代码	总股本 (亿股)	总市值* (亿元)	24年总收入 (亿元)	24年净利润 (亿元)	PE* TTM	公司特点	控股股东
中药创新药								
以岭药业	002603.SZ	16.71	294.21	65.13	-7.25	-105	行业领先创新中药龙头，聚焦心脑血管、感冒两大核心品类	个人
天士力	600535.SH	14.94	226.78	84.98	9.56	21	老牌现代中药领军企业，华润入主持续聚焦创新发展	华润集团
康缘药业	600557.SH	5.66	84.13	38.98	3.92	36	创新中药头部企业，深耕抗感染品类，激励机制落地	个人
中药处方药								
昆药集团	600422.SH	7.57	102.57	84.01	6.48	19	营收、渠道结构持续优化，三九入主助力公司长期健康发展	华润集团
佐力药业	300181.SZ	7.01	120.43	25.78	5.08	20	特色中成药企业，聚焦核心乌灵系列，积极布局饮片和配方颗粒	个人
济川药业	603439.SH	9.21	232.37	80.17	25.32	14	中药处方药龙头企业，BD赋能长期发展	个人
方盛制药	603998.SH	4.39	51.81	17.77	2.55	18	创新中药企业，研发能力突出，创仿结合驱动增长	个人

数据来源：Wind，公司公告，中信建投 *总市值截至2025年11月5日

3

血制品：供给增长伴随并购整合，产品需求增长空间广阔

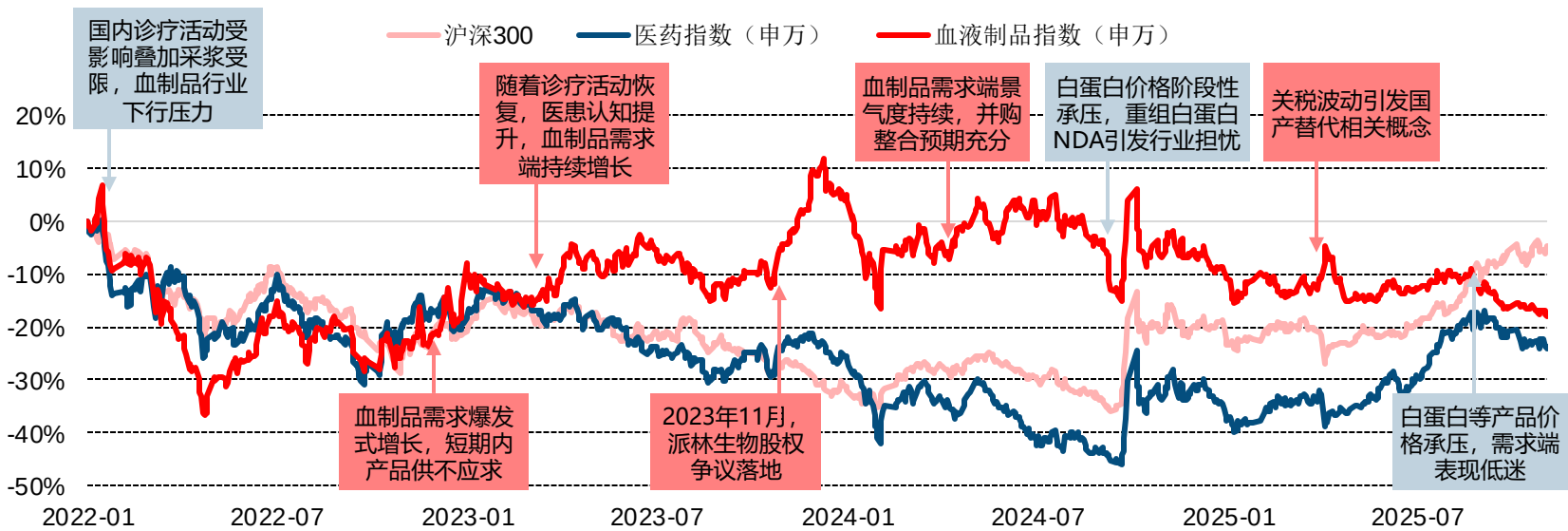


2024年维持稳健增长，25Q1价格因素导致利润端承压

股价表现：血制品行业1~10月表现弱于医药行业及大盘

➤ **血制品行业1~10月表现弱于医药行业及大盘。**回顾血制品行业近年来股价表现，2022年国内诊疗活动受到不利影响，叠加采浆活动受到限制，血制品企业面临供需两侧压力，股价整体表现低于医药行业及大盘。2023年起，由于诊疗活动恢复，医生及患者对血制品认识进一步提升，血制品需求端呈现持续增长趋势，板块估值持续回升。2024年，血制品需求端景气度持续，业绩持续提升；同时血制品行业并购整合持续推进，助力板块估值处于高位。2024年9月起，血制品行业供给端持续增长，同时需求增长逐步放缓，叠加进口白蛋白冲击，产品价格面临一定压力，股价表现走弱。2025年1~10月，申万血液制品指数下跌7.89%，表现弱于申万医药指数（+21.10%）及沪深300指数（+17.94%）。

图：近年来国内血液制品指数变化复盘



前三季度收入保持稳健，利润端持续承压

前三季度血制品行业收入保持稳健，利润端持续承压

- **前三季度血制品行业收入保持稳健，利润端持续承压。**2025年前三季度，血制品板块收入同比增长1.5%，归母净利润同比下降21.0%，扣非归母净利润同比下降22.3%。其中25Q3血制品板块营业收入同比下降4.4%，归母净利润同比下降37.7%，扣非归母净利润同比下降42.6%。
- **25Q3收入及利润同比下滑，价格调整及并购整合影响业绩表现。**前三季度血制品收入端同比略有增长，主要由于各家企业采浆量同比有所增加，并增强销售推广，推动产品销售同比增加；利润端同比下降，主要由于：1) 白蛋白等产品价格同比有所调整，导致行业价格层面同比口径承压；2) 部分企业完成并购后子公司毛利率较低，降低整体盈利水平。25Q3行业收入端及利润端均呈现同比下滑趋势，反映了产品价格存在压力，以及终端消费下滑对产品销售造成的不利影响。

表：血制品板块增速统计（累计）

	2023Y				2024Y				2025Y		
	Q1	1H	Q1-3	Q1-4	Q1	1H	Q1-3	Q1-4	Q1	1H	Q1-3
营业收入增速	30.7%	1.8%	16.5%	13.3%	-9.5%	0.9%	-5.6%	-3.3%	6.5%	5.3%	1.5%
归母净利润增速	49.3%	9.8%	23.7%	18.3%	1.5%	15.4%	7.5%	10.2%	-7.7%	-10.5%	-21.0%
扣非归母净利润增速	34.8%	7.5%	24.3%	19.2%	9.0%	23.4%	12.1%	14.0%	-6.7%	-9.2%	-22.3%

前三季度收入保持稳健，利润端持续承压

价格因素影响毛利率水平，管理费用率有所增加

➤ **价格因素影响毛利率水平，管理费用率有所增加。**2025年前三季度，血制品行业平均毛利率为48.9%（-6.3pct）；销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为10.7%（-0.3pct）、9.1%（+1.1pct）、3.6%（-0.2pct）和-0.1%（+0.5pct）；销售净利率18.8%（-5.9pct）。前三季度行业毛利率及净利率同比下降，主要由于产品价格调整所致。管理费用率增长较大，主要由于部分企业并购整合后成本端增加较多所致。前三季度行业应收账款周转天数90天，同比增长21.0天，主要由于部分企业销售政策调整，账期有所延长；存货周转天数448天，同比增加67.4天，主要由于部分企业库存血浆量有所增加。

表：血制品板块季度财务指标分析（累计）

项目	2023Y				2024Y				2025Y		
	Q1	1H	Q1-3	Q1-4	Q1	1H	Q1-3	Q1-4	Q1	1H	Q1-3
毛利率	49.3%	49.8%	52.4%	53.2%	54.8%	53.1%	55.2%	54.4%	49.0%	48.4%	48.9%
销售费用率	10.0%	11.5%	13.3%	13.2%	8.7%	8.9%	11.0%	11.1%	7.4%	8.3%	10.7%
管理费用率	8.8%	8.5%	7.5%	7.5%	8.9%	8.5%	8.1%	8.1%	9.1%	8.6%	9.1%
研发费用率	4.3%	4.2%	4.0%	4.0%	5.1%	4.3%	3.8%	4.0%	4.0%	3.8%	3.6%
财务费用率	-1.3%	-1.1%	-0.8%	-0.7%	-0.9%	-0.7%	-0.6%	-0.5%	-0.3%	-0.2%	-0.1%
销售净利率	20.7%	19.8%	20.2%	18.9%	25.4%	24.6%	24.6%	22.5%	22.3%	21.1%	18.8%
经营性净现金流/净利润	88.3%	88.7%	90.6%	88.5%	92.0%	91.5%	92.8%	92.1%	90.6%	90.7%	90.6%
应收账款周转天数	108	92	76	67	87	77	69	71	98	91	90
存货周转天数	360	343	312	301	446	384	380	391	508	453	448
扣非后摊薄的ROE	2.0%	4.0%	6.7%	8.5%	2.1%	4.6%	7.2%	9.3%	1.8%	3.8%	5.4%
资产负债率	16.0%	15.5%	15.7%	15.2%	15.5%	15.9%	15.6%	16.1%	15.3%	15.1%	17.4%

前三季度收入保持稳健，利润端持续承压

收入端表现有所分化，利润端同比有所下降

➤ **收入端表现有所分化，利润端同比有所下降。**分企业来看，天坛生物、博雅生物前三季度收入端保持稳健增长，其中博雅生物收入增长主要由于并购绿十字带来收入增量所致。其余企业收入同比下滑，除产品价格下行压力外，部分企业主要由于受产能扩建影响，产品销售节奏发生变化所致。各家企业利润端均呈现下滑趋势，主要由于产品价格承压所致。其中博雅生物利润端下滑，除价格因素外，主要由于并购绿十字导致成本端同比增加，毛利率有所降低。华兰生物疫苗业务前三季度同比下降，剔除疫苗业务后，血制品业务收入端保持稳健增长。

表：血制品板块部分企业季度收入及扣非净利润增速（累计）

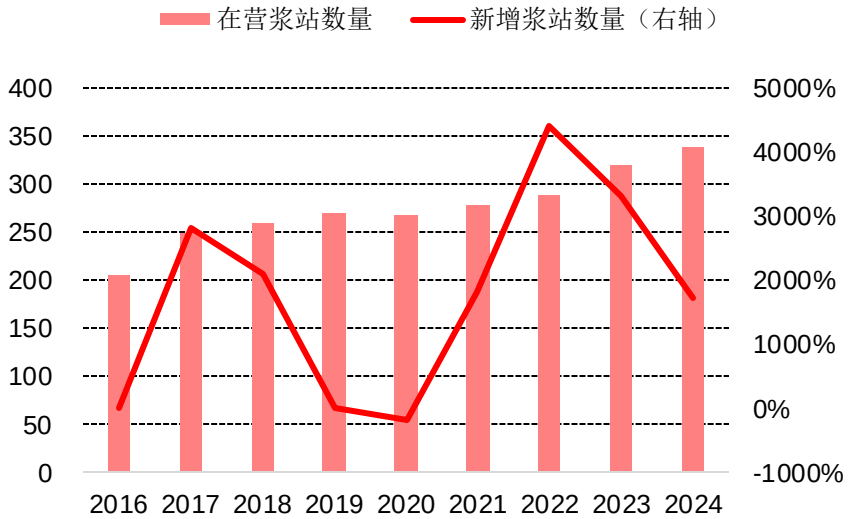
收入增速	2023Y				2024Y				2025Y		
	Q1	1H	Q1-3	Q1-4	Q1	1H	Q1-3	Q1-4	Q1	1H	Q1-3
天坛生物	83.3%	42.3%	38.1%	21.6%	-5.4%	5.6%	1.3%	16.4%	7.8%	9.5%	9.6%
华兰生物	37.5%	-32.5%	8.6%	18.3%	-10.6%	4.3%	-10.8%	-18.0%	10.2%	8.8%	-3.2%
博雅生物	23.1%	10.2%	5.2%	-3.9%	-44.4%	-41.9%	-43.2%	-34.6%	19.5%	12.5%	18.4%
卫光生物	51.3%	97.2%	78.7%	57.0%	8.5%	14.4%	16.1%	14.8%	-0.6%	-0.9%	-7.4%
派林生物	-47.9%	-28.5%	-7.9%	-3.2%	67.0%	60.2%	37.5%	14.0%	-14.0%	-13.2%	-14.4%
扣非净利润增速	2023Y				2024Y				2025Y		
	Q1	1H	Q1-3	Q1-4	Q1	1H	Q1-3	Q1-4	Q1	1H	Q1-3
天坛生物	118.2%	49.4%	50.9%	29.4%	23.8%	29.4%	18.7%	37.5%	-23.7%	-14.5%	-23.1%
华兰生物	27.4%	-14.1%	19.5%	41.8%	-19.7%	-8.7%	-9.8%	-22.6%	35.4%	33.4%	-9.2%
博雅生物	27.2%	4.0%	1.5%	-63.5%	-7.6%	0.6%	-7.0%	110.8%	-19.7%	-36.1%	-37.6%
卫光生物	88.0%	131.8%	119.5%	95.9%	1.2%	8.3%	20.5%	26.0%	-5.7%	-1.4%	-12.7%
派林生物	-59.7%	-45.7%	-9.8%	9.1%	196.9%	184.6%	84.7%	21.0%	-29.0%	-27.6%	-35.1%

供给端：浆站数量有望进一步增长，行业并购整合趋势显现

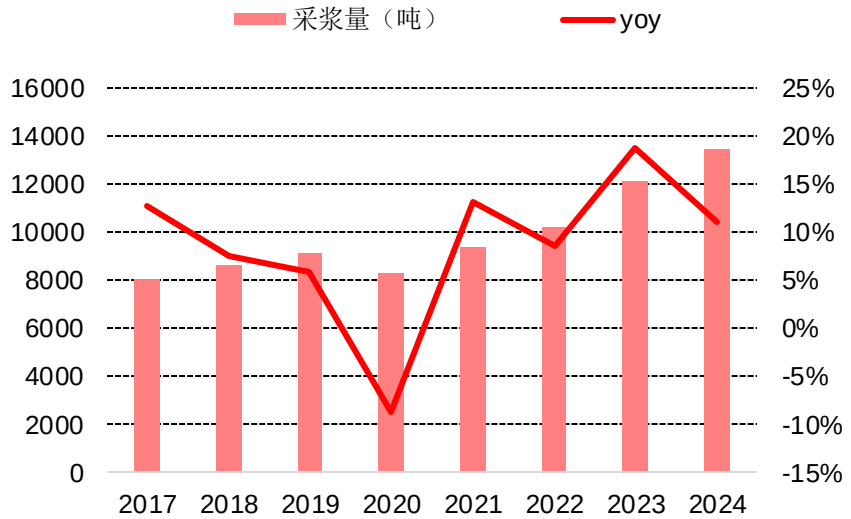
采浆量国内缺口明显，血浆资源供应相对不足

➤ **血制品供给端持续扩容，浆站数量及采浆量显著增长。**整体来看，国内浆站数量在“十二五”期间内快速增加，从2012年的151家执业浆站增加到2017年的249家执业浆站，CAGR为11%；“十三五”期间浆站审批趋紧，截至2020年国内共有267家执业浆站，年采投浆规模9000余吨。“十四五”期间，各省对新批浆站的限制将有所放松，浆站数量及采浆量迎来进一步增长。截至2024年末，我国拥有在营浆站约337家，2024年行业采浆量13400吨，同比增长10.9%。

图：国内单采血浆站数量及增速



图：国内单采血浆站采浆量及增速

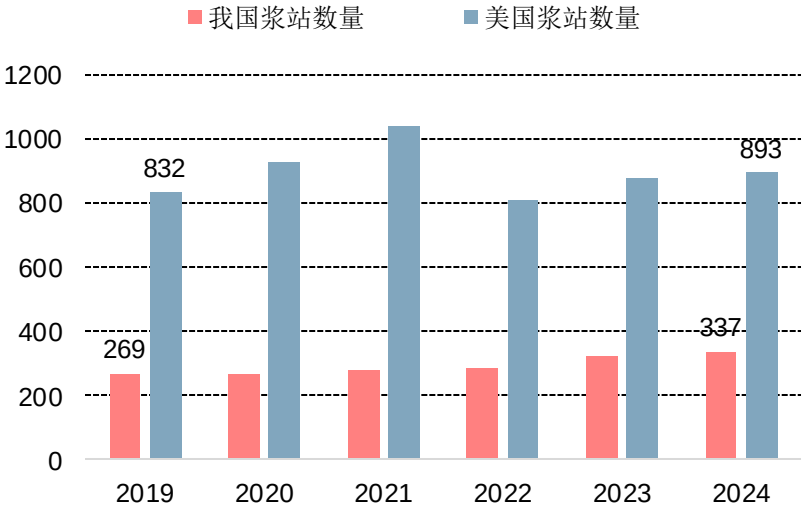


供给端：浆站数量有望进一步增长，行业并购整合趋势显现

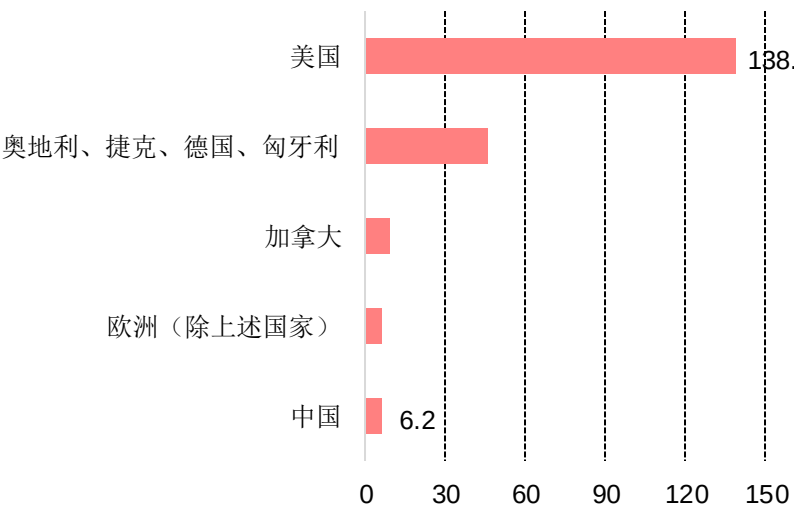
采浆量国内缺口明显，血浆资源供应相对不足

➤ **浆站开设及血浆采集受到严格限制，血浆资源供应相对不足。**血制品行业的增长主要依靠采浆量的增长和浆站数量的增加。浆站增长方面，由于国内浆站设置要求严格，审批环节复杂，国内浆站数量增长受到严格限制，2024年国内在营浆站数量仍远小于美国。从采浆量来看，由于国内血浆采集受到严格限制，国内血浆资源整体供应不足，人均供浆量远小于美国人均供浆量。根据Grifols统计，2019年美国每1000人供浆量为138.7L，而中国每1000人供浆量仅为6.2L，国内人均采浆量还存在很大提升空间。

图：我国与美国浆站数量对比



图：2019年各国每千人献浆量 (L)



供给端：浆站数量有望进一步增长，行业并购整合趋势显现

期待“十五五”浆站新规划，行业龙头企业更具浆站拓展优势

➤ “十四五”多地浆站规划逐步落实，期待“十五五”浆站新规划。“十四五”期间，虽然审批仍保持严格标准，但多地政府已出台浆站建设规划，利好浆站数量进一步提升。截至2025年10月，云南、江西、内蒙古、吉林、贵州等地已按照规划落地多个浆站，其中内蒙古、江西等地仍有增长空间。预计后续各地将陆续出台“十五五”期间浆站设置规划，未来浆站数量有望进一步增长。

表：部分省份“十四五”及“十五五”期间浆站规划及新增浆站情况

省份	时间	文件名称	主要内容	“十四五”期间新增浆站数量
新疆	2024年11月	《新疆维吾尔自治区单采血浆站设置规划（2024—2030年）指导原则（征求意见稿）》	本着适度发展的原则，本规划期内新增设单采血浆站1-2家	-
贵州	2024年10月	《贵州省单采血浆站设置规划（2024—2025年）》	在保留原有单采血浆站及新冠疫情期间紧急方式设置的基础上，到2025年，全省累计设置11个单采血浆站。	4（天坛生物）、3（泰邦生物）
内蒙古	2022年12月	《内蒙古自治区单采血浆站设置规划（2022—2025年）》	2022-2025年在全区规划设置不超过6个单采血浆站	1（上海莱士），3（博晖创新），1（博雅生物）
江西	2022年10月	《江西省采供血机构设置规划（2021~2025年）》	在“十三五”规划基础上，全省新增单采血浆站总数不超过4个	2（博雅生物）
辽宁	2022年1月	《辽宁省“十四五”期间单采血浆站设置规划》	至“十四五”期末，全省单采血浆站设置原则上不超过1家	0
云南	2021年10月	《云南省单采血浆站设置规划（2021-2023年）》	全省共设置单采血浆站19个（含2个试点单采血浆站），其中昆明4个、曲靖3个、昭通4个、楚雄2个、保山2个、普洱2个、临沧2个	5（博晖创新），11（天坛生物）
吉林	2021年10月	《吉林省单采血浆站设置试点工作方案》	根据吉林省区域人口分布、经济发展状况、经血传染病流行情况，在长春市辖区内设置2家单采血浆站作为试点	2（天坛生物）

无明确表示不新设血浆站省份：如山东省、河北省、河南省、陕西省、福建省等省份无明确十四五期间不增设单采血浆站，具备新站建设可能性。甘肃（18，天坛生物），河南（7，华兰生物），湖北（5，天坛生物），山西（1博雅生物，1山西康宝），重庆（2华兰生物），江苏（1，天坛生物）

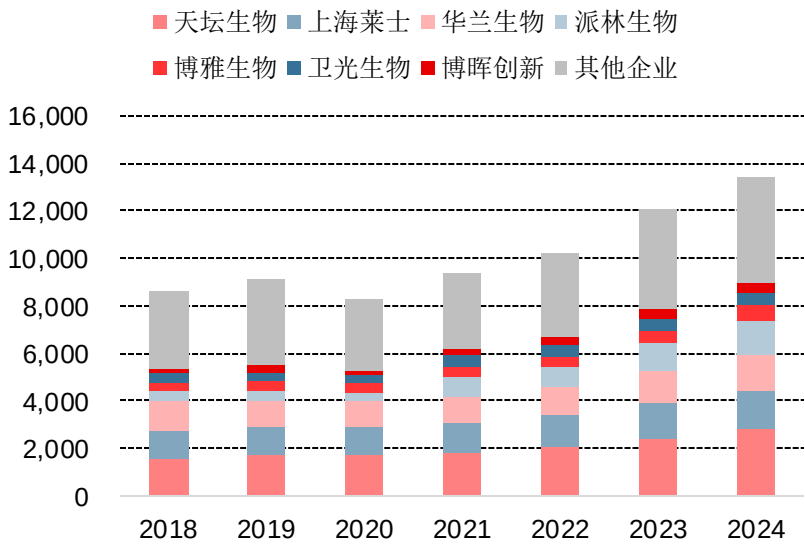
明确表示不新设血浆站省份：广东省、四川省、海南省、黑龙江省、湖南省等省份明确表示不新增血浆站。主要由于这些省份前期已完成新设浆站规划（如广东省十三五期间新设浆站12个），区域内采浆能力已饱和，故十四五期间不新设浆站

供给端：浆站数量有望进一步增长，行业并购整合趋势显现

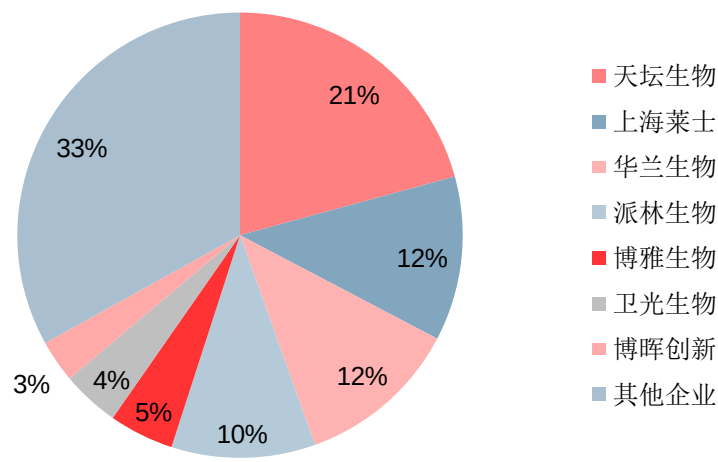
血制品行业集中度较高，行业并购整合持续推进

➤ **我国血制品行业集中度较高，行业并购整合持续推进。**基于血液制品的特殊性和极高安全性要求，国内血制品企业实行总量控制。国内血液制品企业经过行业大量并购、重组后，目前形成了以天坛生物、山东泰邦、上海莱士、华兰生物为行业龙头的竞争格局。近年来，国内血制品行业并购整合持续推进，行业地位较高、拥有实力更强的大股东或实际控制人的血制品企业，有望在并购整合过程中占据更大优势，收获更多行业内优质资产。

图：血制品行业近年来各企业采浆量（吨）



图：血制品行业2024采浆量竞争格局



供给端：浆站数量有望进一步增长，行业并购整合趋势显现

血制品行业集中度较高，行业并购整合持续推进

表：血制品行业内近年来并购整合及重大股权变更事项

标的企业	原实际控制人	股权变更后实际控制人	具体内容
博雅生物	高特佳投资集团有限公司	华润医药控股有限公司	➢ 2021年7月6日，国资委原则同意华润医药控股通过受让高特佳集团所持公司的6933.20万股股份、接受表决权委托并全额认购公司向特定对象发行的股份等方式取得公司控制权的具体方案。 ➢ 2021年11月22日，公司发布股份协议转让完成及向特定对象发行股份发行完毕暨控股股东、实际控制人变更的公告，定增完成后，华润医药成为公司控股股东。
派林生物	浙民投天弘投资合伙企业、浙江民营企业联合投资股份有限公司	陕西省人民政府国有资产监督管理委员会	➢ 2023年3月22日，公司披露了控股股东及其一致行动人浙民投天弘、浙民投已与胜帮英豪签署股份转让协议。同时，浙民投全资子公司浙岩投资与胜帮英豪签署表决权委托协议，拟将持有的公司2.02%股份对应的表决权委托给胜帮英豪。2023年5月23日，胜帮英豪将控制公司23.01%股份的表决权，成为公司控股股东，公司实际控制人将变更为陕西省人民政府国有资产监督管理委员会。
卫光生物	深圳市光明区国有资产监督管理局	中国医药集团有限公司	➢ 2023年6月2日，深圳市光明国资局与中国生物签署了《合作协议》，约定光明国资局与中国生物拟设立合资公司，光明国资局持有合资公司49%股权，中国生物持有合资公司51%股权。合资公司设立后，光明国资局向合资公司无偿划转公司7994.7万股股份，占公司总股本的35.25%。本次无偿划转将导致公司实际控制人由光明国资局变更为中国医药集团有限公司。
广西冠峰	李冠锋	上海莱士	➢ 2023年11月9日，公司分别与叁期基金及自然人股东李冠锋先生、韦向红女士、黄科良先生签署了《股权收购协议》，收购广西冠峰95%股权，基准日评估值5.06亿元。本次交易完成后，广西冠峰将成为公司的控股子公司。
上海莱士	无	海尔集团	➢ 2023年12月29日，上海莱士股东Grifols与海尔集团公司签署《战略合作及股份购买协议》，海尔集团将以总价125亿元人民币收购Grifols所持有的上海莱士20%股份并合计获得26.58%的表决权。交易完成后，基立福将继续持有上海莱士6.58%的股份，并保留董事会席位。

供给端：浆站数量有望进一步增长，行业并购整合趋势显现

血制品行业集中度较高，行业并购整合持续推进

表：血制品行业内近年来并购整合及重大股权变更事项（续）

标的企业	原实际控制人	股权变更后实际控制人	具体内容
绿十字（中国）	韩国绿十字公司	博雅生物	➢ 2024年7月，公司使用自有资金人民币18.2亿元协议受让绿十字（香港）100%股权，从而间接收购境内血液制品主体绿十字（中国）。此外，公司与华润医药和GC签署《战略合作框架协议》，以及绿十字（中国）全资子公司格林克与GC及相关方签署相关产品代理销售协议。 ➢ 2024年11月，绿十字（香港）完成了股东名册的变更登记，公司持有绿十字（香港）100%的股权。
中原瑞德	CSL	天坛生物	➢ 2024年8月30日，天坛生物发布公告，子公司成都蓉生拟以1.85亿美元（约13.11亿元人民币）收购CSL亚太全资子公司中原瑞德100%股权。2024年10月，中原瑞德已取得武汉市市场监督管理局换发的《营业执照》。
南岳生物	刘令安	上海莱士	➢ 2025年3月27日，上海莱士发布公告，宣布以42亿元现金收购南岳生物100%股权。交易对价分为两部分：基础对价42亿元；或有对价5000万元：若南岳生物2025年采浆量达305吨，需额外支付给实际控制人刘令安。
派林生物	陕西省人民政府国有资产监督管理委员会	中国医药集团有限公司	2025年6月8日，中国生物技术股份有限公司与派林生物控股股东共青城胜帮英豪投资合伙企业（有限合伙）签署了《收购框架协议》，胜帮英豪拟将所持派林生物21.03%股份转让给中国生物。9月7日，胜帮英豪与中国生物签署了《股份转让协议》。

数据来源：各公司公告，中信建投

需求端：多重因素驱动需求增长，各产品需求增长空间广阔

需求端概览：多重因素驱动需求增长，期待企业加强销售推广

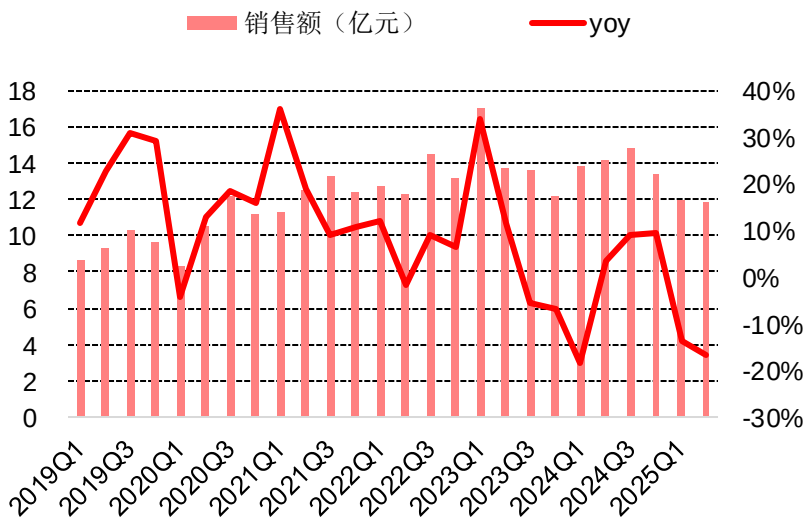
- **血制品行业需求端概览：多重因素驱动需求增长。**血制品临床应用场景丰富，在医疗急救及某些特定疾病的预防和治疗上有着其他药品不可替代的作用。我们认为，未来血制品行业需求端仍将受到多重因素驱动，呈现持续增长趋势：
 - **人口老龄化与罕见病诊疗率提升：**随着我国人口老龄化程度逐步提升，肿瘤、手术及慢性病等发生率预计呈上升趋势，推动白蛋白、静丙、纤原等产品的需求提升。此外，罕见病诊疗逐步普及，将进一步推动静丙、凝血因子等产品的临床应用需求。
 - **临床认知与治疗场景拓展：**疫情期间，静丙被纳入多版临床指南，用于重症感染、免疫调节等场景，医生和患者对静丙的用途得到进一步提升，推动需求拓展。
 - **政策与医保支持：**血友病等疾病被多地纳入门诊特殊病种，报销比例提高，将有利于凝血因子产品需求提升。
 - **产品种类提升间接刺激需求：**头部企业通过持续投入研发，拓展产品种类，如层析法静丙、皮下注射免疫球蛋白等产品，因其具有独特优势，将间接刺激需求提升。
- **医保控费对需求端有所影响，期待企业加强销售推广。**近年来，医院控费与DRG支付改革逐渐向常态化发展，促使医院更关注成本效益。我们认为，控费手段对血制品行业的影响呈现结构性分化特征，部分预防及消费需求可能面临一定压力，而刚性治疗性品种（如静注人免疫球蛋白、凝血因子）因其独特的治疗用途，预计需求保持稳定。我们认为，随着企业持续销售推广和学术教育力度，血制品的临床用途将为更多医生和患者所认知，有利于克服控费压力，推动需求端进一步提升。

需求端：多重因素驱动需求增长，各产品需求增长空间广阔

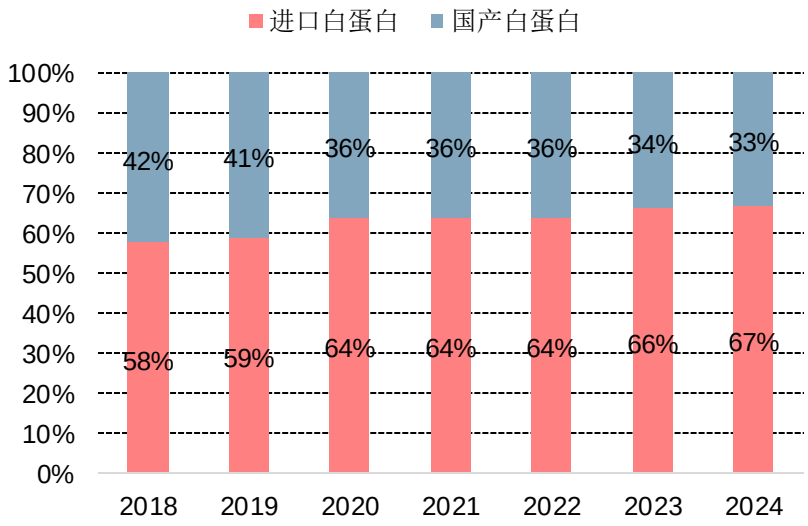
白蛋白：需求减弱及进口产品冲击影响价格，期待供需恢复平衡

➤ **需求减弱及进口产品冲击影响白蛋白价格，期待供需恢复平衡。** 2024年底以来，医保DRG/DIP支付方式改革深化，医院严格执行人血白蛋白医保报销条件，导致院内白蛋白用量受到不利影响，需求端有所减弱。在控费压力下，医院倾向选择低价产品，推动国产与进口品牌价格下行。此外，由于2024年起进口白蛋白批签发量有所增加，造成供给端相对充裕，对国产品种市场份额造成不利影响，企业为争夺市场份额启动降价策略，导致白蛋白价格承压。

图：国内白蛋白样本医院各季度销售额及同比增速



图：国内白蛋白批签发构成

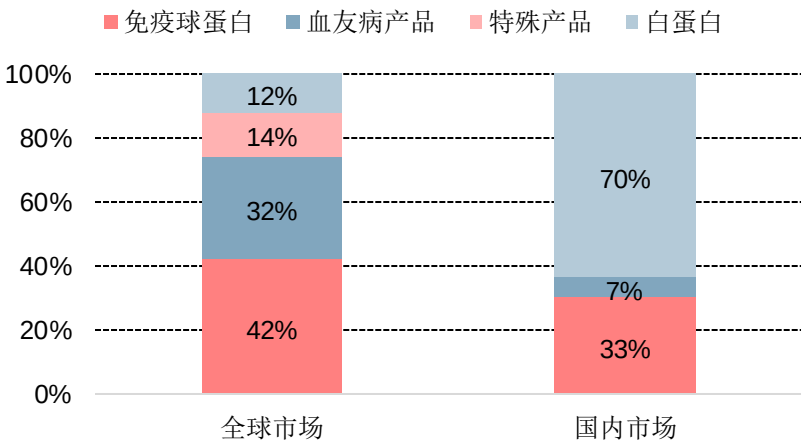


需求端：多重因素驱动需求增长，各产品需求增长空间广阔

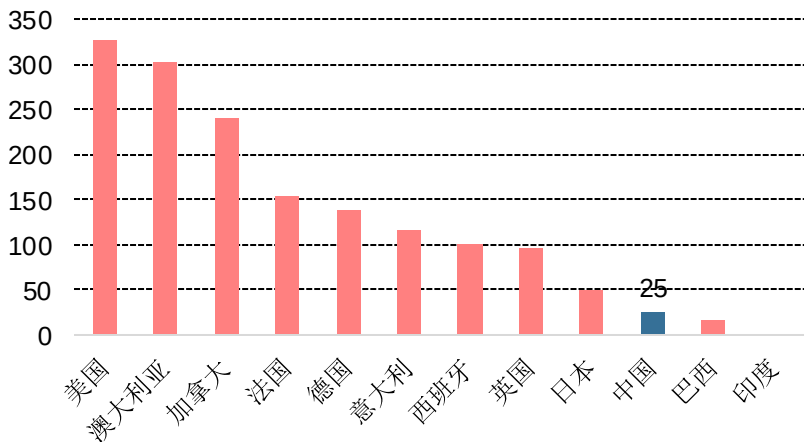
静丙：层析静丙研发竞速，皮下注射剂型前景良好

- **全球血制品市场以免疫球蛋白类产品为主，国内差距较大。**根据CSL公司投资者日数据，2022年全球血制品市场规模约为380亿美元，其中免疫球蛋白类产品的市场规模实现快速增长，2022年达到159亿美元，占比42%。免疫球蛋白类产品成为全球血制品市场的最主要产品。与海外相比，国内血制品消费结构有较大差距，仍以白蛋白为主。
- **人均静丙用量远低于发达国家，提升空间广阔。**随着国家经济发展，人均收入提升，对医疗保障的需求也逐步提高；加之国内人口结构变化，老龄化带来的医疗需求将进一步增加。在血制品人均用量上，中国居民人均免疫球蛋白人均年消耗量远小于美国、澳大利亚等发达国家，预计随着医疗需求持续增长，叠加各厂家加大学术推广教育，静丙在疾病治疗中的作用逐渐为医生和患者所认识，其成长空间有望被打开，人均血制品使用量未来还有较大提升空间。

图：2022年全球血液制品市场结构



图：2022年部分国家人均免疫球蛋白使用量 (g/10万人)



需求端：多重因素驱动需求增长，各产品需求增长空间广阔

静丙：层析静丙研发竞速，皮下注射剂型前景良好

国内三款层析静丙获批，多家企业布局研发层析法静丙。与传统生产静丙使用的低温乙醇法相比，层析法可最大限度提取血浆中的IgG，去除残留杂质，提高收得率的同时确保了产品安全性。层析法生产的静丙大多为10%浓度，大剂量使用时起效快，缩短患者输液时间，不良事件发生少。目前国内已有三款10%浓度层析静丙获批上市，生产厂家分别为天坛生物、泰邦生物和博雅生物。华兰生物的管线目前处于上市审评阶段，卫光生物、双林生物、远大蜀阳处于临床III期。另外，成都蓉生10%浓度层析静丙针对慢性炎性脱髓鞘性多发性神经根神经病（CIDP）的适应症处于临床III期，未来有望进一步拓展。

表：我国10%浓度层析法静丙产品研发管线

登记号	药品名称	适应症	试验状态	企业名称	分期	首次公示日期	国内试验完成日期
CTR20241512	静注人免疫球蛋白（10%）	原发免疫性血小板减少症	招募中	深圳市卫光生物制品股份有限公司	III期	2024/4/26	
CTR20242489	静注人免疫球蛋白（10%）	原发免疫性血小板减少症	招募中	广东双林生物制药有限公司	III期	2024/8/5	
CTR20242765	静注人免疫球蛋白（10%）	原发免疫性血小板减少症	招募中	四川远大蜀阳药业有限责任公司	III期	2024/8/12	
CTR20250745	静注人免疫球蛋白（10%）	慢性炎性脱髓鞘性多发性神经根神经病（CIDP）	招募中	成都蓉生药业有限责任公司	III期	2025/3/7	

表：我国10%浓度层析法静丙产品申报进度

受理号	药品名称	申请内容	CDE承办时间	企业名称	审评状态	审评结论	审评结论日期
CYSB2500038	静注人免疫球蛋白（pH4）	补充申请	2025/2/8	华兰生物工程重庆有限公司	已完成审评	批准临床	2025/7/17

需求端：多重因素驱动需求增长，各产品需求增长空间广阔

静丙：层析静丙研发竞速，皮下注射剂型前景良好

➤ **皮下注射免疫球蛋白具有显著优势，国内布局企业较少。**免疫球蛋白根据注射途径不同，可分为静脉注射（IVIg）及皮下注射（SCIg）两种类型。既往临床研究显示，与IVIg相比，SCIg所致的全身不良反应较少，拥有更好的耐受性及安全性，且患者在家即可接受治疗，给药更便利。在国外SCIg已在多个适应证上得到应用，特别是在原发性免疫缺陷病（PID）、自身免疫性神经肌肉疾病、川崎病及其他罕见病领域的临床研究相继开展，特别是在罕见病领域，SCIg治疗日趋成熟。我国SCIg研发目前尚处起步阶段，目前仅有天坛生物的皮下注射人免疫球蛋白处于上市审评阶段，为国内首家。另有远大蜀阳和博雅生物的管线处于临床III期。

表：我国皮下注射免疫球蛋白研发管线

登记号	药品名称	适应症	试验状态	企业名称	分期	首次公示日期	国内试验完成日期
CTR20244445	皮下注射人免疫球蛋白	原发性免疫缺陷	招募中	远大蜀阳生命科学（成都）有限公司	III期	2024/12/10	
CTR20253030	皮下注射人免疫球蛋白	原发性免疫缺陷，免疫球蛋白G缺乏，常见的可变免疫缺陷，X连锁无丙种球蛋白血症	尚未招募	华润博雅生物制药集团股份有限公司	III期	2025/8/5	

表：我国皮下注射免疫球蛋白申报进度

受理号	药品名称	申请内容	CDE承办时间	企业名称	审评状态	审评结论	审评结论日期
CXSS2400133	皮下注射人免疫球蛋白	上市申请	2024/12/3	成都蓉生药业有限责任公司	排队待审评		

需求端：多重因素驱动需求增长，各产品需求增长空间广阔

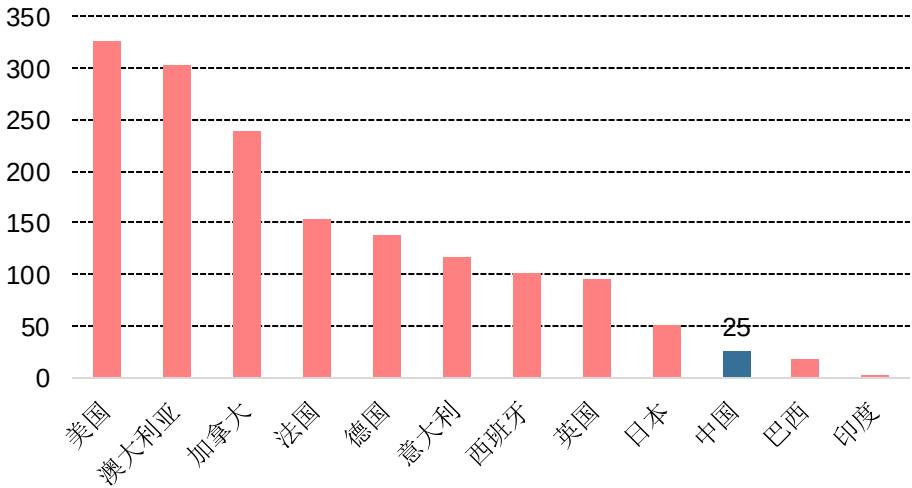
因子类产品：VIII因子和纤原人均用量有望持续提升

➤ **我国血友病预防治疗比例低，VIII因子人均用量有望持续提升。**目前血友病的凝血因子替代治疗可分为按需治疗和预防治疗。相比于按需治疗，低剂量VIII因子预防治疗可以有效降低血友病患者的年化出血率，导致更少的并发症出现。但预防治疗人均因子类产品需求量较高，治疗费用负担较大，限制了患者的治疗方式选择。据《中国血友病诊治报告2023》的数据，44.3%的甲型血友病患者及85.3%的乙型血友病患者为按需治疗，仅16.2%的甲型血友病患者和10.8%的乙型血友病患者接受了预防治疗。随着用药可及性及血友病医保报销额度提高，我国血友病治疗有望从不充分按需治疗、小剂量预防治疗，向更高疗效的较高剂量预防及个体化预防治疗迈进，血友病用药市场规模有望持续扩张。

图：血友病预防治疗剂量方案

预防治疗强度	甲型血友病	乙型血友病
高剂量预防	25~40 IU/kg，隔日一次 [>4000 IU/ (kg·年)]	40~60 IU/kg，每周2次 [>4000 IU/ (kg·年)]
中剂量预防	15~25 IU/kg，每周3次 [1500~4000 IU/ (kg·年)]	20~40 IU/kg，每周2次 [2000~4000 IU/ (kg·年)]
低剂量预防	10~15 IU/kg，每周2~3次 [1000~1500 IU/ (kg·年)]	10~15 IU/kg，每周2次 [1000~1500 IU/ (kg·年)]

图：2022年各国人均VIII因子使用量 (IU)



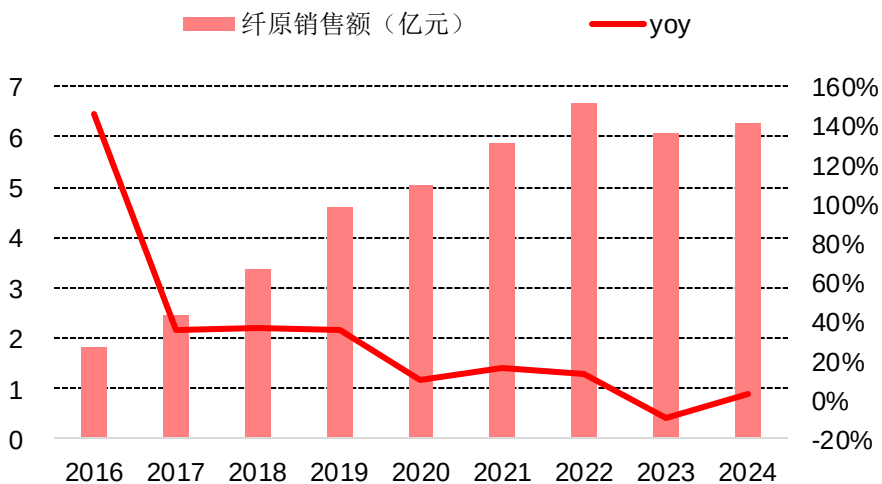
数据来源：血友病A诊疗指南（2022年版），World Federation of Hemophilia，中信建投证券

需求端：多重因素驱动需求增长，各产品需求增长空间广阔

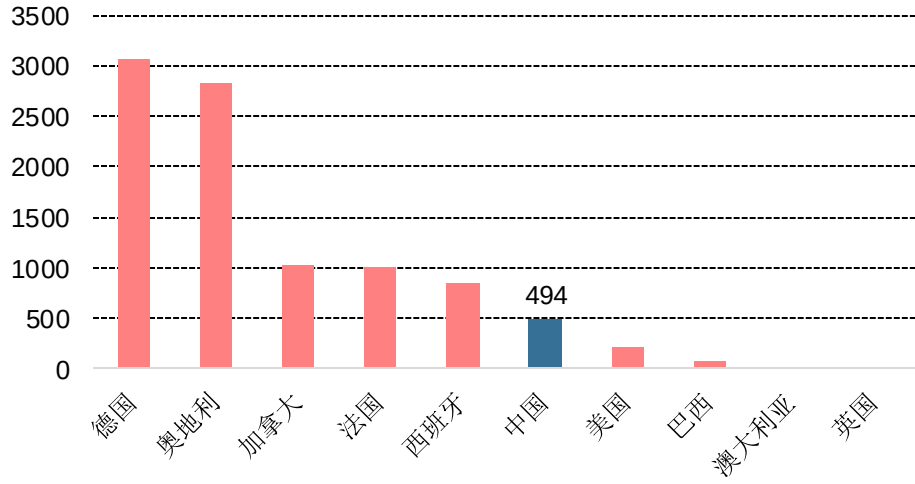
因子类产品：VIII因子和纤原人均用量有望持续提升

➤ **纤原销售额近年来快速增长，人均用量仍有增长空间。**2014~2022年纤原在样本医院销售额实现快速增长，年复合增长率32.8%。其快速增长离不开博雅生物、上海莱士等纤原行业龙头近年来持续加强学术营销能力建设，提高医生对产品认知，从而推动纤原产品在临床中的使用。2023年纤原样本医院销售额6.06亿元，同比下降9.0%，其下降主要由于2023年企业销售推广活动受到不利影响，以及部分企业产品受集采影响，价格下降所致。2024年纤原样本医院销售额6.27亿元，同比有所增长。我国纤原人均使用量较发达国家仍有较大差距，预计随着企业持续加强学术推广，医生认知度提高，国内纤原人均用量仍有较大增长空间。

图：近年来国内纤原样本医院销售额及增速



图：2019年纤原人均使用量 (g/千人)



血制品逐步纳入集采范畴，部分品种价格预计承压

血制品逐步纳入集采范畴，部分品种价格预计承压

随着国家和各地药品集采持续推进，近年来血制品也开始逐步纳入集采范畴。2022年1月，广东联盟集采（第一批）拟中选/备选结果公布。此次集采范围覆盖了血液制品，也是血液制品首次进入集采，包括静注人免疫球蛋白（pH4）、人免疫球蛋白、人凝血因子Ⅷ、人纤维蛋白原、人血白蛋白五个品种。其后，河南省医保局公示了十九省（区、兵团）药品联盟集采拟中选结果，破伤风人免疫球蛋白首次纳入联盟集采。2023年9月，京津冀“3+N”联盟部分西药和中成药带量联动采购项目启动，人血白蛋白、纤原、凝血因子Ⅷ等5个品种纳入带量联动品种目录。2025年9月，京津冀“3+N”联盟带量联动接续采购中选结果出炉，其中白蛋白、纤原各家中标企业均有一定程度价格下降。

表：2025年京津冀“3+N”联盟带量联动接续采购血制品中选结果

产品名称	规格	最高价(元)	最高价厂商	最低价(元)	最低价厂商	最低价降幅(%)	较上一轮中标价降幅最大厂商	中标价格及降幅
人血白蛋白	25ml:5g	219.76	远大蜀阳	201	广东双林	-7.5%	广东双林	201 (-7.5%)
	50ml:10g	556	Octapharma France	337	浙江海康	上一轮未参加集采 (较挂网价降幅12.2%)	国药兰州（天坛生物）	445.4 (-17.0%)
	50ml:12.5g	575	博雅生物	414.96	Grifols Biologicals LLC	上一轮未参加集采 (较挂网价降幅10.7%)	所有中标产品较上一轮均未降价	
人凝血因子Ⅷ	200IU	410.57	广东双林（派林生物）、山西康宝、卫光生物	370.00	山东泰邦（泰邦生物）	与上一轮集采中标价持平	博雅生物	385 (-1.0%)
	300IU	560.00	华兰重庆（华兰生物）	529.07	华兰生物	与上一轮集采中标价持平		
	400IU	659.41	华兰生物			上一轮未参加集采（与挂网价持平）		
人纤维蛋白原	0.5g	650	上海莱士	458	成都蓉生	上一轮未参加集采 (较挂网价降幅48%)	派斯菲科（派林生物）	496 (-43.3%)

数据来源：公司公告，中信建投证券

血制品逐步纳入集采范畴，部分品种价格预计承压

血制品逐步纳入集采范畴，部分品种价格预计承压

➤ **预计未来血制品降价幅度有限，部分品种可能面临降价压力。** 由于血制品具有资源属性，且国内对血制品行业监管较为严格，国内血制品短期内无法放量，无法像其他药品能通过“以价换量”获得更高的市占率。预计未来，以静丙等为代表的供给较为紧张的血制品，其集采价格降幅预计将有限。部分产品，如人纤维蛋白原、破伤风人免疫球蛋白等，由于供给相对较为充裕，企业有动力通过降价获得更大的市场份额，可能面临一定的集采降价压力。白蛋白短期内供给相对充裕，预计仍有一定价格压力。

表：2025年广东联盟双氯芬酸等药品接续采购血制品拟中选结果

产品名称	规格	最高价(元)	最高价厂商	最低价(元)	最低价厂商	最低价降幅(%)	较上一轮中标价降幅最大厂商	中标价格及降幅
人血白蛋白	25ml:5g	219.75	绿十字（中国）（博雅生物）	207.4	远大蜀阳	-5.6%	远大蜀阳	207.4（-5.6%）
	50ml:10g	550	Octapharma France	337	浙江海康	上一轮未参加集采 （较挂网价降幅12.2%）	国药上海（天坛生物）	412（-25.1%）
	50ml:12.5g	652.46	Bio Products Laboratory Limited	414.96	Grifols Biologicals LLC	上一轮未参加集采 （较挂网价降幅10.7%）	-	-
静注人免疫球蛋白（pH4）	2.5g	650	博晖生物（博晖创新）	538	中原瑞德（天坛生物）	-3.9%	派斯菲科（派林生物）	543（-10.2%）
	1.25g		该品规下仅一款产品中选	327.13	山西康宝	与上一轮中标价持平	-	-
	5.0g		该品规下仅一款产品中选	935.25	同路生物（上海莱士）	上一轮未参加集采 （较挂网价降幅15.0%）	-	-
人凝血因子VIII	200IU	410.57	卫光生物	298	双林生物（派林生物）	-27.4%	双林生物（派林生物）	298（-27.4%）
	300IU	529.07	华兰生物	409.05	上海莱士、同路生物（上海莱士）	-27.0%	同路生物（上海莱士）	409.05（-27.0%）
人纤维蛋白原	0.5g	650	上海莱士	496	成都蓉生（天坛生物）、 派斯菲科（派林生物）	-43.3%（成都蓉生上一轮未参加集采， 较挂网价降幅43.6%）	派斯菲科（派林生物）	496（-43.3%）
人免疫球蛋白	300mg	198	远大蜀阳	150	广东双林（派林生物）、 卫光生物	与上一轮中标价及挂网价持平	-	-
	150mg		该品规下仅一款产品中选	108	华兰生物	与上一轮中标价持平	-	-

数据来源：公司公告，中信建投证券

期待供需紧平衡格局恢复，关注浆站拓展及行业并购

期待供需紧平衡格局恢复，关注浆站拓展及行业并购

- **血制品价格短期承压，期待供需紧平衡格局逐步恢复。**2025年前三季度，白蛋白、静丙等产品价格同比存在下行压力，主要由于受政策调整、消费趋势转变等因素影响，血制品需求端面临不利影响，同时2023-2024年国内采浆量增长较快，叠加进口白蛋白销量持续提升，导致供给端相对充裕所致。后续随着人口老龄化和健康需求持续提升，叠加人群对产品认知提升，静丙等血制品需求端景气度有望持续，价格有望保持稳定。白蛋白短期竞争格局预计仍较为激烈，长期有望恢复供需紧平衡格局，价格企稳后销售预计恢复稳健增长。
- **“十五五”浆站数量有望持续增长，关注行业并购整合趋势。**预计“十五五”期间，各地将出台浆站建设规划，预计行业头部企业有望获得更多浆站建设资源，推动浆站数量持续增长。行业内并购整合趋势持续，后续行业集中度有望进一步提高，行业头部企业有望获得更多的浆站拓展资源。建议重点关注处于行业头部，浆站数量及采浆量有望持续扩张，且产品种类丰富，盈利能力较强的龙头企业：博雅生物、华兰生物、卫光生物。

建议关注处于行业头部，浆站资源有望持续拓展的血制品企业

建议关注处于行业头部，浆站资源有望持续拓展的血制品企业

➤ **血制品行业投资建议：**我们建议关注处于行业头部，未来有望通过内生增长+外延整合持续拓展浆站资源，血制品业务持续增长的企业：**博雅生物、华兰生物、卫光生物**。

表：血制品行业建议关注标的

公司	2024年采浆量 (吨)	浆站数量		营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PE (2025E)
		总数	在营浆站	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
博雅生物	522.04	21	20 (含绿十字)	17.35	22.66	23.96	3.97	5.53	6.21	24.8
华兰生物	1342.32	34	33	43.79	49.11	54.69	10.88	12.42	14.11	24.7
卫光生物	562	9	9	12.03	13.09	14.07	2.54	2.85	3.18	23.2

表：血制品行业建议关注标的核心要点

公司	基本面情况
博雅生物	1) 核心产品稳定增长，PCC及VIII因子贡献新增量。2) 2024年16家在营浆站实现采浆522.04吨，同比+11.71%。2025年1月在鄂尔多斯市达拉特旗获批设置采浆站，内生增长获得新突破。3) 收购绿十字（香港）落地，有助于经营规模和核心竞争力提升。
华兰生物	1) 采浆量快速提升，后续增长动力强劲。2) 浆站数量行业领先，浆站建设持续推进。3) 建设医药研发及智能化生产基地，未来年血浆处理能力有望达到1860吨，奠定公司领先地位。
卫光生物	1) 2024年白蛋白及静丙收入保持增长，同时保持了较好的价格体系。2) 公司拥有9个全资或控股单采血浆站，浆站平均采浆量行业领先。2024年公司采浆量562吨，同比增长8.7%。3) 公司产品种类丰富，新型静注人免疫球蛋白、人纤维蛋白粘合剂等处于临床阶段

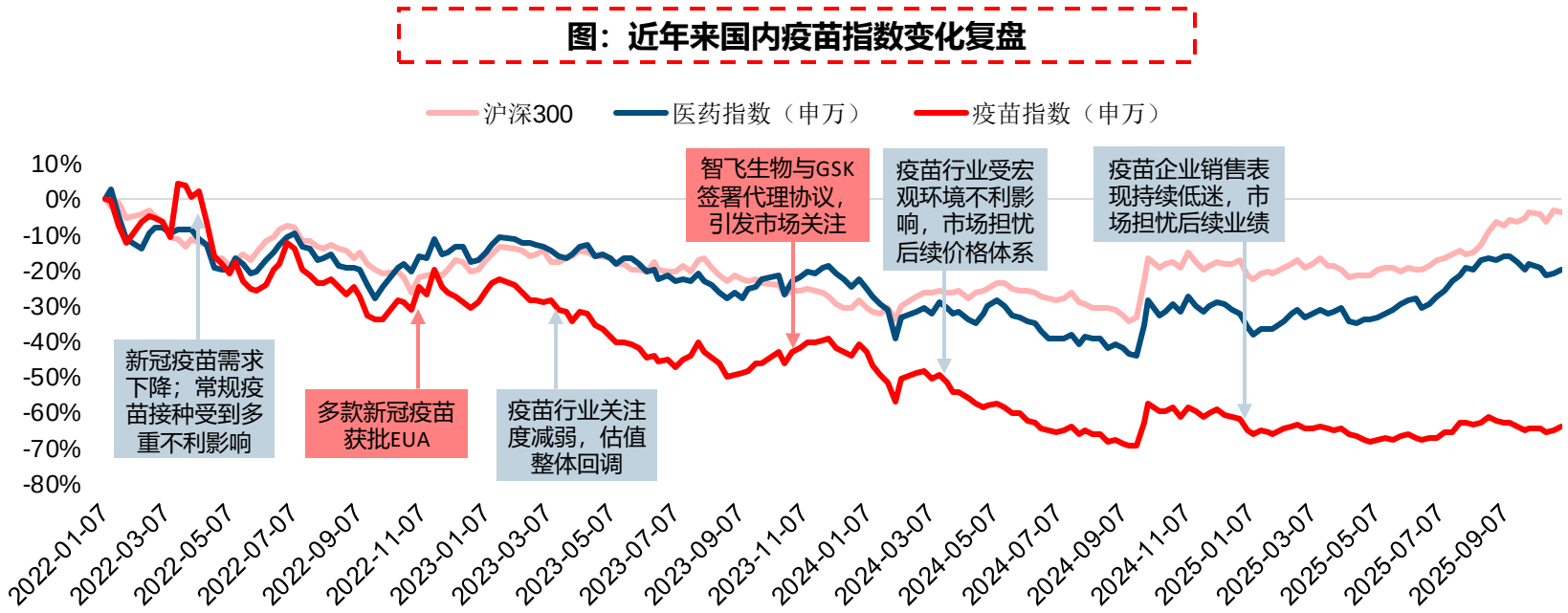
4

疫苗：经营持续承压，期待销售环比改善及新品贡献

疫苗：业绩增长承压，期待销售环比改善及新品贡献

行业表现：2024年至今阶段性承压，2024年至今持续承压

➤ **疫苗行业历经多年发展，2024年至今持续承压。**中国疫苗行业历经多年发展，曾经以免疫规划疫苗为主，2019年以前发生过多起负面事件，影响行业发展。随着国家持续加强疫苗行业监管，影响行业的不利因素阶段性出清，叠加国产重磅疫苗产品上市并逐步放量，非免疫规划市场逐渐成为驱动疫苗行业发展的重要因素。2023年，疫苗行业关注度有所减弱，部分企业依靠新上市产品或重磅产品持续放量，经营业绩持续增长。2024年，受市场宏观环境影响，疫苗销售渠道短期承压，叠加部分品种市场竞争加剧，价格体系出现松动，疫苗行业表现弱于医药整体。2025年1~10月，申万疫苗指数下跌5.4%，表现弱于申万医药指数（+18.3%）及沪深300指数（+16.6%）。



疫苗：业绩增长承压，期待销售环比改善及新品贡献

前三季度疫苗板块业绩整体下滑，销售持续承压叠加竞争格局激烈

- **2025年前三季度及25Q3疫苗板块收入及利润端同比大幅下滑：**2025年前三季度，疫苗板块收入同比下降52.5%，归母净利润同比下降121.6%，扣非归母净利润同比下降132.5%；其中25Q3疫苗板块营业收入同比下降27.5%，归母净利润同比下降196.7%，扣非归母净利润同比下降245.3%。
- **产品销售继续承压，行业竞争格局较为激烈。**2025年前三季度疫苗板块业绩呈现下行趋势，主要由于：1) 受市场宏观环境影响，消费者需求发生变化，导致疫苗终端销售面临压力；2) 部分产品，如2价HPV疫苗、PCV13、狂犬疫苗等竞争格局趋于激烈。利润端下滑速度快于收入端，主要由于：1) 收入端下滑而费用端相对固定，费用率同比提升；部分企业加大研发投入，研发费用同比增长。2) 部分产品因竞争格局激烈、参与政府采购等因素，价格同比降幅较大。

表：疫苗板块增速统计（累计）

	2023Y				2024Y				2025Y		
	Q1	1H	Q1-3	Q1-4	Q1	1H	Q1-3	Q1-4	Q1	1H	Q1-3
营业收入增速	14.8%	13.4%	15.6%	13.8%	-14.7%	-29.8%	-40.1%	-46.8%	-68.4%	-60.2%	-52.5%
归母净利润增速	0.9%	-2.0%	-8.2%	-18.4%	-51.6%	-55.3%	-63.9%	-72.3%	-112.7%	-112.6%	-121.6%
扣非归母净利润增速	-1.2%	-4.4%	-11.1%	-19.2%	-51.7%	-57.4%	-65.6%	-73.8%	-118.5%	-119.5%	-132.5%

疫苗：业绩增长承压，期待销售环比改善及新品贡献

多重因素影响毛利率，销售及管理费用率同比增加

➤ **销量下滑、价格调整及收入结构变化影响毛利率，销售及管理费用率同比增加。** 2025年前三季度，疫苗行业平均毛利率为65.8%（-7.4pct）；销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为30.3%（+5.0pct）、12.4%（+3.0pct）、16.7%（同比持平）和-0.5%（+0.5%）；销售净利率同比下降，为3.1%（-17.1pct）。前三季度行业毛利率下降主要由于：1) 疫苗产品销量下滑，导致成本分摊增加；2) 部分产品价格同比下降；3) 部分产品毛利率较低，收入占比提升影响整体毛利率水平。销售费用率增加主要由于企业加大销售推广，投入增加所致；管理费用率增加主要由折旧摊销增加、销毁存货等因素所致。前三季度行业应收账款周转天数381天，同比增加47.5天，反映了企业回款存在一定压力。

表：疫苗板块季度财务指标分析（累计）

项目	2023Y				2024Y				2025Y		
	Q1	1H	Q1-3	Q1-4	Q1	1H	Q1-3	Q1-4	Q1	1H	Q1-3
毛利率	78.5%	78.8%	77.8%	76.6%	73.8%	73.5%	73.2%	72.1%	69.0%	67.8%	65.8%
销售费用率	26.1%	25.6%	25.8%	26.8%	24.8%	24.5%	25.3%	26.9%	29.5%	30.3%	30.3%
管理费用率	6.5%	5.7%	6.2%	7.2%	10.3%	9.2%	9.4%	11.3%	14.5%	13.0%	12.4%
研发费用率	12.0%	11.8%	13.3%	14.2%	15.4%	16.9%	16.8%	18.3%	18.3%	16.9%	16.7%
财务费用率	-1.4%	-1.3%	-1.3%	-1.3%	-1.4%	-1.3%	-1.0%	-1.2%	-0.6%	-0.8%	-0.5%
销售净利率	31.1%	31.9%	29.2%	22.3%	19.8%	21.6%	20.1%	12.4%	1.3%	2.3%	3.1%
应收账款周转天数	281	255	257	246	376	334	334	334	497	409	381
存货周转天数	579	541	521	457	715	555	541	530	892	637	543
扣非后摊薄的ROE	4.0%	7.8%	10.2%	11.2%	1.8%	3.6%	4.6%	4.2%	-0.1%	0.1%	0.2%
资产负债率	23.2%	23.4%	22.7%	23.4%	22.6%	22.1%	21.4%	21.4%	19.7%	19.7%	19.2%

疫苗：业绩增长承压，期待销售环比改善及新品贡献

疫苗企业整体承压，部分企业产品销售同比增长

➤ **疫苗企业业绩整体承压，部分企业产品销售同比增长。**分企业来看，智飞生物、沃森生物、万泰生物、康华生物和成大生物2025年前三季度收入及利润端均呈现下滑趋势，主要由于主营产品受宏观环境及市场竞争因素影响，销售同比下滑。利润端下滑幅度大于收入端，主要受部分产品价格下降、费用率同比增长等因素影响。康泰生物前三季度收入端呈现增长趋势，主要由于PCV13、乙肝疫苗等产品保持稳健增长，叠加人二倍体狂苗、水痘疫苗贡献新增量，抵消了四联苗销售的下滑；利润端大幅下滑，主要由于产品结构调整导致毛利率下降，以及研发费用同比增长、资产减值同比增加等因素影响。

表：疫苗板块部分企业季度收入及扣非净利润增速（累计）

收入增速	2023Y				2024Y				2025Y		
	Q1	1H	Q1-3	Q1-4	Q1	1H	Q1-3	Q1-4	Q1	1H	Q1-3
智飞生物	26.4%	33.2%	41.1%	38.3%	2.0%	-25.3%	-42.0%	-50.7%	-79.2%	-73.1%	-66.5%
沃森生物	27.0%	-7.7%	-14.8%	-19.1%	-28.0%	-33.9%	-32.2%	-31.4%	-22.9%	-19.5%	-19.7%
康泰生物	-14.1%	-5.3%	-3.9%	10.1%	-39.6%	-30.5%	-18.1%	-23.7%	42.9%	15.8%	2.2%
万泰生物	-9.0%	-29.8%	-42.6%	-50.7%	-73.9%	-67.2%	-60.8%	-59.3%	-46.8%	-38.2%	-23.1%
康华生物	4.3%	-3.8%	-6.1%	9.0%	12.0%	16.8%	7.1%	-9.2%	-55.7%	-34.7%	-20.8%
成大生物	-3.5%	-1.1%	-1.9%	-3.6%	3.2%	1.1%	-2.4%	-4.2%	-1.7%	-19.7%	-15.9%

扣非净利润增速	2023Y				2024Y				2025Y		
	Q1	1H	Q1-3	Q1-4	Q1	1H	Q1-3	Q1-4	Q1	1H	Q1-3
智飞生物	7.1%	13.5%	14.1%	5.4%	-28.4%	-47.0%	-66.4%	-74.8%	-122.0%	-127.8%	-158.1%
沃森生物	37.6%	-12.3%	-17.7%	-34.0%	-37.4%	-65.4%	-59.8%	-81.1%	-113.7%	-80.5%	-68.5%
康泰生物	-23.6%	397.5%	316.8%	495.1%	-92.4%	-71.7%	-49.3%	-65.9%	17.6%	-84.9%	-90.8%
万泰生物	-8.6%	-38.8%	-56.5%	-76.1%	-95.9%	-96.1%	-97.6%	-117.3%	-313.2%	-481.9%	-850.4%
康华生物	-24.0%	-22.4%	-22.4%	-0.4%	58.0%	32.3%	14.5%	-15.8%	-86.5%	-63.9%	-55.6%
成大生物	-12.7%	-7.4%	-18.9%	-38.0%	-41.1%	-31.9%	-27.1%	-21.5%	-8.5%	-51.6%	-56.8%

国内疫苗行业现状剖析

管线格局：国内竞争格局趋于激烈，重磅产品管线拥挤

➤ **国内疫苗企业跟随海外，同质化倾向明显。**国内疫苗市场发展整体跟随全球市场脚步，主要以国产疫苗厂家通过研发全球疫苗中的重磅管线，实现疫苗领域的国产替代，如万泰生物和沃森生物的2价HPV疫苗、沃森生物和康泰生物的PCV13、百克生物的带状疱疹减毒活疫苗等。此外，目前已有多个疫苗企业在已上市二类苗品种上进行研发布局，包括HPV疫苗、肺炎结合疫苗、脑膜炎疫苗、流感疫苗、带状疱疹疫苗、RSV疫苗等，同质化倾向较为明显，未来竞争趋于激烈。

表：国内部分成人二类苗已上市品种及在研企业

品种名称	细分品类	已上市产品企业	部分在研企业
宫颈癌疫苗	2价HPV疫苗	GSK、万泰生物、沃森生物	-
	9价HPV疫苗	默沙东、万泰生物	博唯生物、康乐卫士、瑞科生物、沃森生物、中慧元通
肺炎疫苗	PCV13	辉瑞、沃森生物、康泰生物、康希诺	艾美疫苗、复星安特金、坤力生物、微超生物、科兴生物、成大生物、成都所
脑膜炎疫苗	MCV4	康希诺	沃森生物、智飞生物、微超生物、艾美疫苗、科兴生物
流感疫苗	四价流感疫苗 (裂解/亚单位)	华兰生物、金迪克、赛诺菲、国光生技、科兴生物、上海所、武汉所、长春所	智飞生物、康泰生物、欧林生物
带状疱疹疫苗	-	GSK、百克生物	绿竹生物、中慧元通/怡道生物、迈科康生物、华诺泰生物、瑞科生物、吉诺卫生物、远大医药
人二倍体狂苗	-	康华生物、康泰生物	成大生物、智飞生物、成都所
呼吸道合胞病毒 (RSV) 疫苗	-	-	艾棣维欣、三叶草生物、迈科康生物、神州细胞、派诺生物、阿法纳生物、深信生物、石药集团、艾美疫苗、艾博生物

国内疫苗行业现状剖析

管线格局：国内竞争格局趋于激烈，重磅产品管线拥挤

➤ **国内创新疫苗管线：针对现有产品进行升级，或布局未满足需求。** 目前国内疫苗研发管线整体较为集中，同质化倾向显著。面对这种情况，各家企业也开展了针对现有产品的升级管线研发布局，如更高价的肺炎球菌疫苗、HPV疫苗，以及RSV疫苗等创新品种。此外，部分企业针对未满足需求进行布局，研发更加创新的产品管线，如肿瘤疫苗、金葡菌疫苗、诺如病毒疫苗、幽门螺杆菌疫苗、HSV-2疫苗等管线。

表：国内处于临床阶段的部分疫苗产品管线

品种	企业	技术路线	研发进度
更高价肺炎球菌结合疫苗	PCV15 智飞生物	多糖结合疫苗	上市申请中
	康泰生物		临床II期
	PCV20 万泰生物、微超生物	多糖结合疫苗	临床I期
	沃森生物		批准临床
	PCV24 瑞宙生物、坤力生物	多糖结合疫苗	临床II期
广谱肺炎蛋白疫苗	科兴生物、复星安特金		临床I期
	PCV26 智飞生物	多糖结合疫苗	获批临床（2024年4月）
	PBPV 康希诺	蛋白疫苗	临床I期（已完成）
更高价HPV疫苗	HPV-11 北京所	VLP	临床III期
	HPV-14 神州细胞	VLP	临床III期
	HPV-15 成大生物/康乐卫士、博唯生物	VLP	临床I期

国内疫苗行业现状剖析

管线格局：国内竞争格局趋于激烈，重磅产品管线拥挤

表：国内处于临床阶段的部分疫苗产品管线（续）

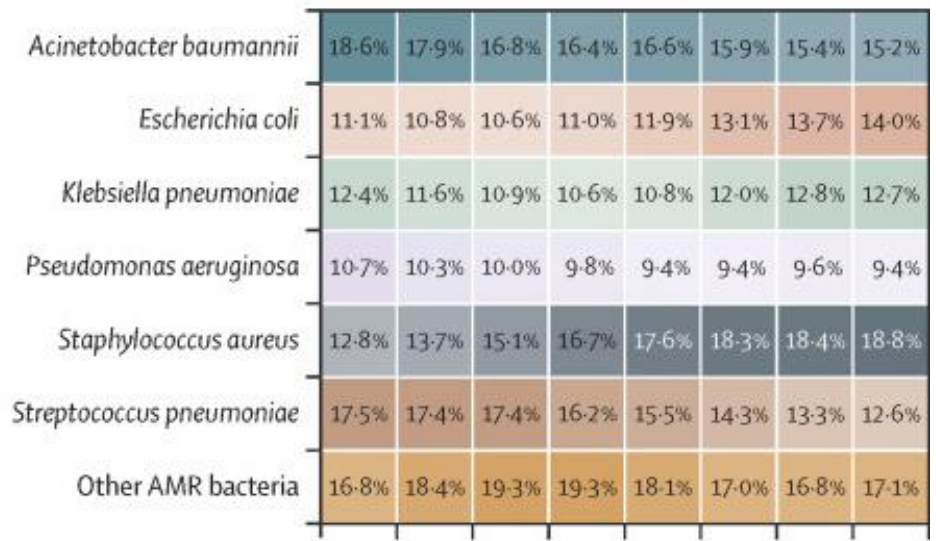
品种	企业	技术路线	研发进度
呼吸道合胞病毒疫苗	艾棣维欣	重组蛋白	临床II期
	三叶草生物、迈科康生物、神州细胞、派诺生物、吉诺卫生物	重组蛋白	临床I期
	阿法纳生物	mRNA疫苗	临床II期
	深信生物、石药集团（巨石生物）、艾美疫苗（丽凡达生物）、纳美信生物、艾博生物	mRNA疫苗	临床I期
诺如病毒疫苗	二价 国药中生（北京所）	重组蛋白	临床III期
	四价 智飞生物	重组蛋白	临床III期
	远大赛威信	重组蛋白	临床I期
	六价 康华生物	重组蛋白	批准临床（美国）
	远大赛威信	重组蛋白	批准临床
金黄色葡萄球菌疫苗	欧林生物	-	临床III期
幽门螺杆菌疫苗	欧林生物	-	批准临床（澳洲）
肺炎克雷伯菌疫苗	康泰生物	-	临床前
HSV-2疫苗	百克生物；丽凡达生物	mRNA疫苗	批准临床
阿尔兹海默病疫苗	百克生物、安域生物	-	临床前
肿瘤疫苗	云顶新耀、嘉晨西海、艾博生物、立康生命、仁景生物、莱美药业、因诺维克生物、吉迈生物、阿法纳生物/安科生物、臻知医学、恒赛生物、石药集团、远大医药（奥罗生物）	mRNA疫苗、DC细胞	临床I期

创新疫苗适应症持续拓展，后续进展值得关注

金葡菌疫苗：控制耐药菌感染的有效手段，欧林生物处于临床III期

➤ **全球超级细菌负担巨大，预防措施具有巨大的社会经济效益。** 金黄色葡萄球菌是一种革兰氏阳性细菌，可引发包括皮肤和软组织感染、血液感染和关节感染，到肺炎和中毒性休克综合征等严重疾病。1990-2021年，全球归因于耐甲氧西林金黄色葡萄球菌（MRSA）导致的相关死亡人数从26.1万例增长至55.0万例，归因死亡人数从5.72万例增长至13.0万例。《柳叶刀》杂志研究显示，2021年共有6种耐药病原体导致的归因死亡人数超过10万例，其中金黄色葡萄球菌排名第一。WHO测算，如果拥有可以预防金黄色葡萄球菌感染的疫苗上市，理想情况下每年可减少578.19亿美元的医疗费用支出，降低153.13亿美元的社会生产力损失，具有巨大的社会经济效益。

图：2022-2050年预测的全球AMR相关负担

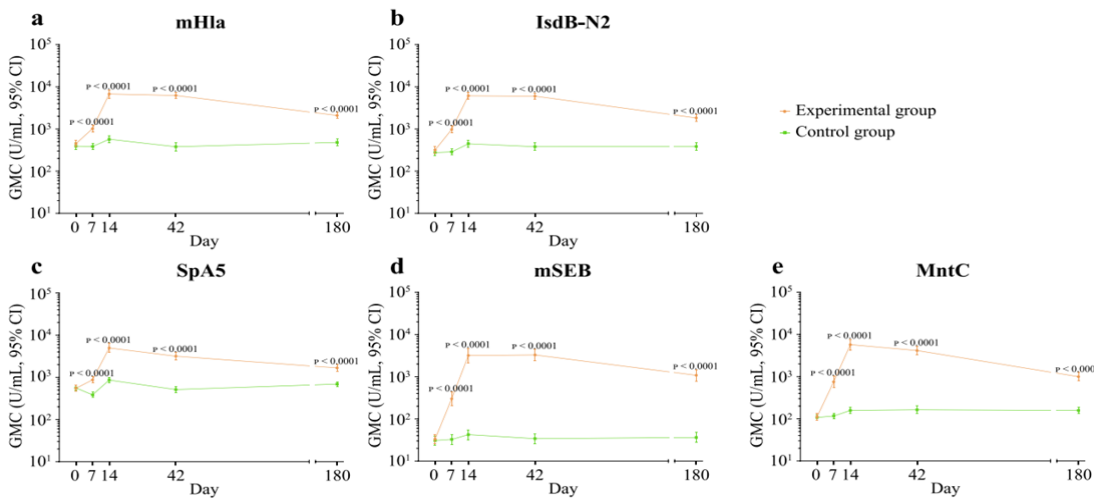


创新疫苗适应症持续拓展，后续进展值得关注

金葡菌疫苗：控制耐药菌感染的有效手段，欧林生物处于临床III期

➤ **欧林生物金葡菌疫苗临床III期已完成全部入组，期待后续进展。** 2023年7月，《Vaccine》杂志发表了欧林生物与中国人民解放军陆军军医大学合作研发的重组金葡菌疫苗II期临床试验研究论文。II期临床试验研究结果表明，公司重组金葡菌疫苗在中国18-70周岁骨科手术目标人群中接种的安全性良好；特异性抗体水平在首针接种后第7天开始增加，并在10-14天达到峰值，免疫原性良好。金葡菌疫苗已于2025年5月完成6000例三期临床入组，预计后续将读出完整三期临床报告数据。后续第二适应症选定压疮（褥疮）患者，已与CDE沟通IND，计划完成准备工作后正式递交，期待后续进展。

图：公司金葡菌疫苗接种前后抗原特异性结合抗体表达水平

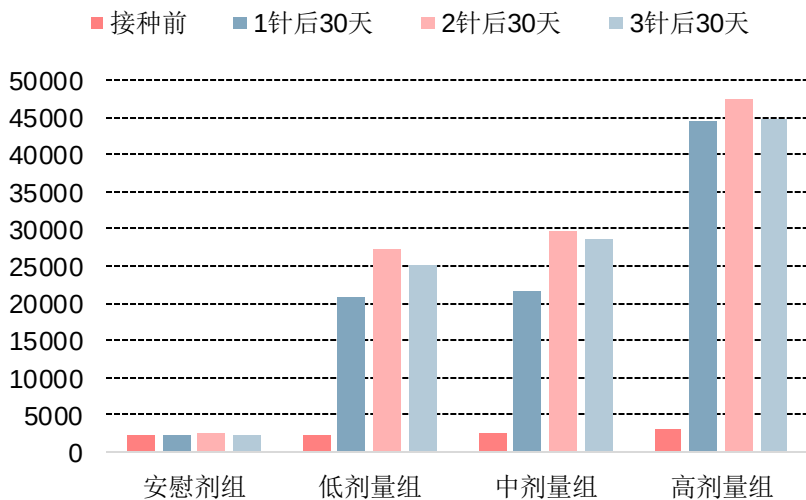


创新疫苗适应症持续拓展，后续进展值得关注

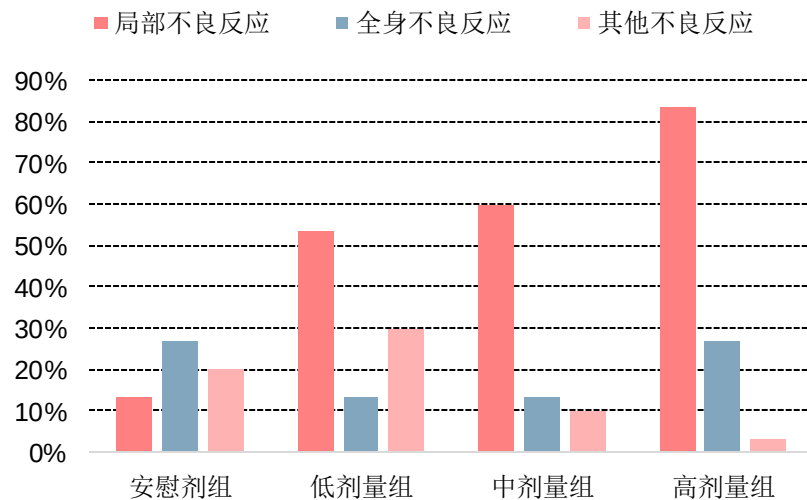
PBPV：基于PspA开发，实现广阔血清型覆盖率

➤ **PBPV：实现广阔血清型覆盖率，康希诺PBPV临床I期结果积极。**康希诺自主研发的PBPV（肺炎球菌蛋白疫苗）采用基于肺炎球菌表面蛋白A（PspA，一种几乎所有肺炎球菌表达的高度保守蛋白）为抗原。与现有肺炎疫苗相比，PBPV具有更高血清覆盖率（至少98%的肺炎球菌株覆盖率），可以有效防止“血清型替代”的产生。同时本产品生产工艺更为简便，易于放大和质量控制。PBPV还可诱导T细胞依赖性免疫反应，对婴儿和老年人预计都有良好的免疫反应。康希诺开展了针对PBPV的Ia期及Ib期临床研究，结果表明，PBPV在成人及老年人群中具有良好的安全性，单剂接种即可诱导显著的结合抗体，以及针对跨家族/亚类肺炎链球菌的功能性杀菌抗体应答，进一步证明了该候选疫苗的广谱性和潜在公共卫生价值。公司将基于I期临床试验中获得的初步结果，进行下一阶段PBPV研发工作的评估和规划。

图：PBPV接种于18-49岁成年人后产生的GMT水平



图：PBPV接种于18-49岁成年人后各类不良反应发生率

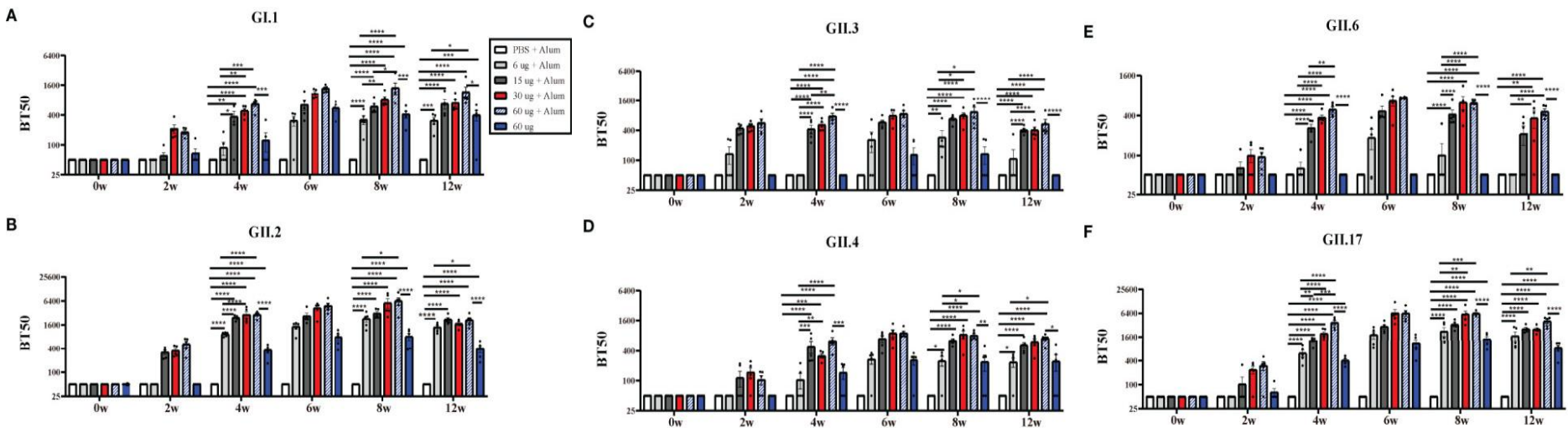


创新疫苗适应症持续拓展，后续进展值得关注

六价诺如病毒疫苗：目前全球最高价的在研管线，康华生物实现对外授权

➤ **六价诺如病毒疫苗：目前全球最高价的在研管线，康华生物实现对外授权。**康华生物自主研发了基于病毒样颗粒（VLP）的6价诺如病毒候选疫苗（Hexa-VLP），涵盖GI.1、GI.2、GI.3、GI.4、GI.6和GI.17基因型，佐用为氢氧化铝。临床前试验表明，接种2-3次Hexa-VLP可以诱导有效且持久的阻断抗体反应，尤其是对于新兴的GI.16-GI.2和GI.17基因型。康华生物于2024年1月与 HilleVax 签署《独家许可协议》，授权 HilleVax 在除中国（含港澳台）以外地区对重组六价诺如病毒疫苗及其衍生物进行开发、生产与商业化，交易金额包括首付款1500万美元，最高2.555亿美元的开发里程碑和销售里程碑款项，以及实际年净销售额个位数百分比的特许权使用费。该管线已于2023年9月获得美国FDA 临床试验许可，预计即将由合作方开启在美国的临床试验。

图：不同剂量的Hexa-VLPs可诱导特异性阻断抗体反应

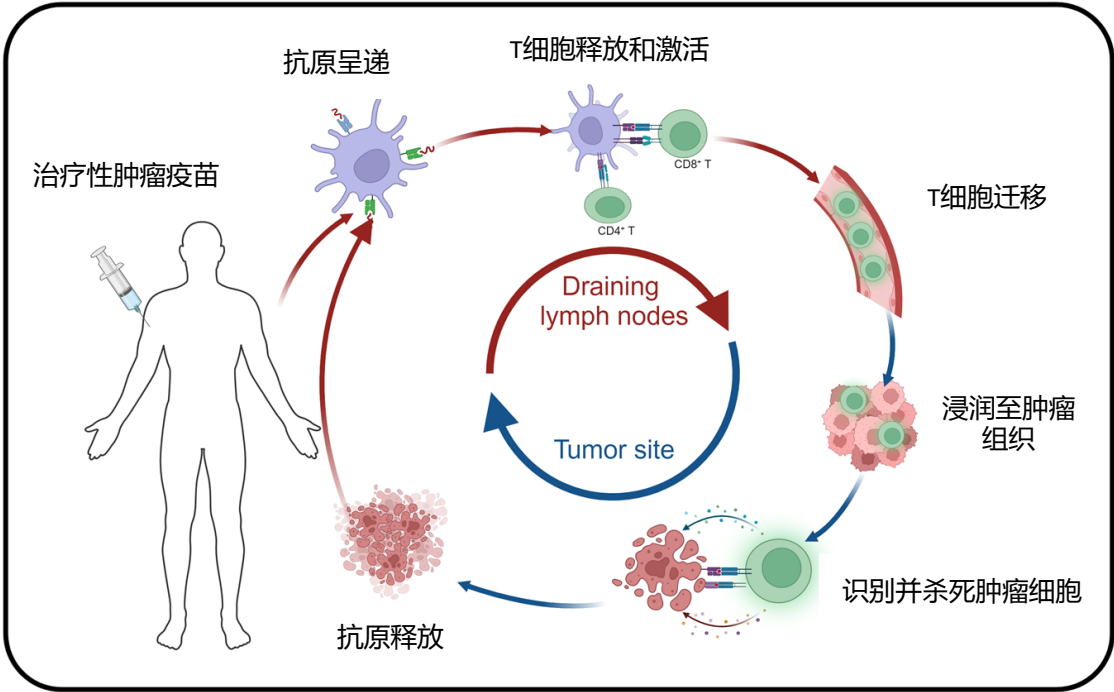


创新疫苗适应症持续拓展，后续进展值得关注

创新疫苗研发方兴未艾，看好新技术布局及品种升级

➤ **肿瘤治疗性疫苗：目前疫苗适应症拓展热点领域。**近年来，免疫疗法已成为肿瘤治疗的热点研究领域。几种新型免疫疗法，包括免疫检查点抑制剂（ICI）、溶瘤病毒和CAR-T细胞疗法等，已获准用于临床。同时，研究者们也在探索新的免疫治疗方法，如肿瘤治疗性疫苗。肿瘤治疗性疫苗主要利用肿瘤细胞或者肿瘤抗原物质激活患者自身的免疫系统，诱导机体产生特异性细胞免疫和体液免疫反应，从而增强机体的抗癌能力，阻止肿瘤的生长、扩散和复发，达到清除或控制肿瘤的目的。

图：体内肿瘤疫苗的作用机制



创新疫苗适应症持续拓展，后续进展值得关注

创新疫苗研发方兴未艾，看好新技术布局及品种升级

➤ **海外mRNA疫苗巨头较早布局肿瘤疫苗。**目前海外已有多家企业布局肿瘤疫苗研发，其中Moderna、BioNTech等海外mRNA疫苗巨头通过mRNA技术设计肿瘤抗原，再通过自研的递送载体制作肿瘤mRNA疫苗，目前已有多个管线进入临床II~III期，覆盖适应症包括黑色素瘤、肺癌、皮肤癌等多个肿瘤类型。

表：海外mRNA疫苗巨头针对肿瘤疫苗的研发管线进展

研发企业	产品名称	技术路线	适应症	研发阶段				
				申请临床	临床I期	临床II期	临床III期	新药申请
Moderna	mRNA-4157（个体化肿瘤新抗原疫苗）	mRNA	黑色素瘤、非小细胞肺癌					
			肾细胞癌、膀胱癌					
	mRNA-4359	mRNA	检查点疫苗					
	mRNA-4106		实体瘤					
BioNTech	BNT111	mRNA	进展期黑色素瘤					
	BNT113	mRNA	转移或复发性HPV16+头颈癌					
	BNT116	mRNA	转移性非小细胞肺癌（一线）					
			进展期或转移性非小细胞肺癌					
	BNT122	mRNA	结肠癌辅助治疗					
			肌层浸润性尿路上皮癌辅助治疗					
			胰腺导管腺癌辅助治疗					
			多种实体肿瘤					

创新疫苗适应症持续拓展，后续进展值得关注

创新疫苗研发方兴未艾，看好新技术布局及品种升级

国内肿瘤疫苗研发处于起步阶段，管线趋于多样。与海外相比，我国的肿瘤疫苗研发处于起步阶段，布局企业较多，大多处于临床I期阶段。技术层面来看，国内肿瘤疫苗管线以mRNA技术为主，其中较多管线选择HPV相关肿瘤为适应症，以及其他多种实体瘤。肿瘤mRNA疫苗可选择的抗原靶点较为多样，在抗原筛选、序列设计、递送载体等环节也存在一定差异，期待国内企业通过差异化技术路线实现临床突破。国内布局肿瘤疫苗的企业以Biotech为主，上市疫苗企业中有肿瘤疫苗布局的包括康希诺（mRNA疫苗，针对胶质母细胞瘤）、百克生物（mRNA疫苗，针对胰腺癌、非小细胞肺癌）等。

表：国内企业针对肿瘤疫苗的研发管线进展

研发企业	产品名称	抗原类型	技术路线	适应症	临床阶段	临床实验代码/受理号
荣瑞医药	OVV-1	TAA	VSV病毒载体	软组织肉瘤	临床II期	-
嘉晨西海	JCXH-212	TSA	mRNA	非小细胞肺癌	临床I期	NCT05579275
立康生命	LK101（个性化肿瘤新抗原疫苗）	TSA	mRNA	实体瘤	临床I期	CTR20232018
远大医药（奥罗生物）	ARC01	TAA	mRNA	HPV相关肿瘤	临床I期	ChiCTR2400092093
莱美药业（康德赛医疗）	CUD002	TSA	DC细胞	卵巢上皮癌	临床I期	CTR20241951
因诺维克生物	InnoPCV	TSA	mRNA	实体瘤	临床I期	NCT06497010
云顶新耀	EVM16	TSA	mRNA	实体瘤	临床I期	NCT06541639
艾博生物	ABO2102（KRAS新抗原mRNA疫苗）	TAA	mRNA	胰腺癌	临床I期	NCT06577532
吉迈生物	LY01620	TAA	mRNA	宫颈上皮内瘤变	临床I期	CTR20243545
阿法纳生物/安科生物	AFN0328	-	mRNA	宫颈上皮内瘤变	临床I期	CTR20244013

创新疫苗适应症持续拓展，后续进展值得关注

创新疫苗研发方兴未艾，看好新技术布局及品种升级

表：国内企业针对肿瘤疫苗的研发管线进展

研发企业	产品名称	抗原类型	技术路线	适应症	临床阶段	临床实验代码/受理号
臻知医学	IPM514	TAA	mRNA	食管鳞癌	临床I期	NCT06690476
恒赛生物	KSD-201	TAA	DC细胞	透明细胞肾细胞癌	临床I期	NCT06708936
石药集团	SYS6026	TAA	mRNA	HPV16/18相关的HSIL	临床I期	CTR20244614
百递博远生物	BMD006（吸入型mRNA肿瘤疫苗）	TSA	mRNA	实体瘤、肺癌	临床I期	NCT06928922
百克生物（传信生物）	TMT101	TAA	mRNA	胰腺癌、非小细胞肺癌	临床I期	NCT06861543
杭州纽安津生物	iNeo-Vac-R01	TSA	mRNA	胰腺癌	临床I/II期	NCT06888674
仁景生物	RG002	TAA	mRNA	宫颈上皮内瘤变	临床I/II期	CTR20251020
康方生物	AK-154	TSA	mRNA	胰腺癌	临床I期	NCT06913218
信谱生物	XP-005（个性化肿瘤疫苗）	TSA	mRNA	急性髓系白血病	临床I期	NCT06980155
诺未科技	NWRD09	TAA	mRNA	宫颈上皮内瘤变	临床I期	NCT07092007
信谱生物	XP-001-V2	-	mRNA	实体瘤	临床I期	CTR20252578
威斯津生物	WGc-0201	TAA	mRNA	肝细胞癌	临床I期	NCT07077369
圆因生物	TI-0093	TAA	环状RNA	HPV相关头颈癌	临床I期	NCT07081984
云顶新耀	EVM14	TAA	mRNA	实体瘤	临床I/II期	NCT07095868
恒瑞医药（瑞宏迪医药）	RGL-232	-	-	实体瘤	临床I期	CTR20252830
新合生物	XH001	TSA	mRNA	实体瘤	批准临床	CXSL2500215
康希诺	-	-	mRNA	胶质母细胞瘤	批准II/III期临床	-
威斯克生物	WSK-IM02	-	DNA	-	临床申请	CXSL2500615

政策趋势：关注商业保险、医防融合及行业并购相关政策

未来政策趋势：关注商业保险、医防融合及行业并购相关政策

➤ **商保发展有望带来支付端增量。**2025年6月，中共中央办公厅、国务院办公厅公布了此前印发的《关于进一步保障和改善民生 着力解决群众急难愁盼的意见》。《意见》中提出，要“完善基本医疗保险药品目录调整机制，制定出台商业健康保险创新药品目录，更好满足人民群众多层次用药保障需求”。

表：中共中央办公厅 国务院办公厅关于进一步保障和改善民生
着力解决群众急难愁盼的意见

一、增强社会保障公平性

- （一）有效扩大社会保障覆盖面。
- （二）加强低收入群体兜底帮扶。

二、提高基本公共服务均衡性

- （三）全方位提高基本公共服务质效。
- （四）推行由常住地提供基本公共服务。

三、扩大基础民生服务普惠性

- （五）推动教育资源扩优提质。
- （六）推进优质医疗卫生资源共享。完善基本医疗保险药品目录调整机制，制定出台商业健康保险创新药品目录，更好满足人民群众多层次用药保障需求。

- （七）大力发展“一老一小”普惠服务。

四、提升多样化社会服务可及性

- （八）发展群众家门口的社区服务。
- （九）提高多样化生活服务品质。
- （十）促进包容共享发展。

五、保障措施

- 各地区各有关部门要在党中央集中统一领导下，把党的领导贯彻到民生工作的各领域全过程，结合实际抓好本意见贯彻落实。

政策趋势：关注商业保险、医防融合及行业并购相关政策

未来政策趋势：关注商业保险、医防融合及行业并购相关政策

➤ **疫苗首入商保创新药目录，开辟新支付通道。**2025年8月，国家医保局公布的商保创新药目录初审名单中，中慧生物的四价流感病毒亚单位疫苗成为唯一一款通过形式审查的疫苗产品。这是疫苗首次进入商业保险目录，标志着预防性生物制品在医保支付体系中的破冰。疫苗纳入商保目录，有助于减轻公众经济负担、盘活医保个人账户结余资金，并为高价值创新疫苗开辟了新的支付通道。目前该目录已通过形式审查，后续还需面临专家评审、谈判竞价/价格协商等环节考验。

图：商保创新药目录初审名单（部分）

通过2025年国家基本医疗保险、生育保险和工伤保险药品目录
及商保创新药目录调整初步形式审查的
申报药品名单

71	石杉碱甲注射液	西药	目录外条件5
72	舒格利单抗注射液	西药	目录外条件1
73	司美格鲁肽片	西药	目录外条件1
74	斯鲁利单抗注射液	西药	目录外条件1
75	斯泰度塔单抗注射液	西药	目录外条件1
76	四价流感病毒亚单位疫苗	西药	目录外条件1
77	索卡佐利单抗注射液	西药	目录外条件1
78	塔奎妥单抗注射液	西药	目录外条件1
79	特立妥单抗注射液	西药	目录外条件1

政策趋势：关注商业保险、医防融合及行业并购相关政策

未来政策趋势：关注商业保险、医防融合及行业并购相关政策

➤ **医防融合政策陆续出台，从概念提出到措施落地。**在中国，面对公共卫生事件的突发性和人口老龄化的加剧，医防融合的战略意义和紧迫性愈加凸显。医防融合旨在破除公共卫生与医疗服务体系间的隔阂，通过预防与医疗资源的整合共享，构建起全方位、立体化的健康服务体系。自2018年首次在政策端提出以来，国家高度重视医防融合概念，并出台了一系列相关政策。2025年至今，国家疾病预防控制局和卫生健康委先后发布《关于传染病防控医防协同医防融合试点单位名单的通知》和《三级医院评审标准（2025年版）》，强化了医疗机构在疫苗接种服务中的职能定位，通过医防融合试点促进疫苗接种服务与临床医疗的有机结合，从而推动医防融合概念落地，为提升接种覆盖率和服务质量奠定了制度基础。

表：国内关于医防融合的相关政策

时间节点	发布主体	政策名称	核心相关内容
2018年4月	国家卫健委	《关于做好2018年家庭医生签约服务工作的通知》	统筹做好基本医疗和基本公共卫生服务。家庭医生团队要对接签约居民的服务需求，提供医防融合、综合连续的医疗卫生服务。
2020年12月	国家卫健委，中医药局	《全国公共卫生信息化建设标准与规范（试行）》	促进医防融合，健全重大疫情应急响应机制，推动公共卫生服务与医疗服务 高效协同、无缝衔接
2023年3月	国务院办公厅	《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》	创新医防协同、医防融合机制。公立医疗机构设立公共卫生科等直接从事疾病预防控制工作的科室。
2023年12月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于推动疾病预防控制事业高质量发展的指导意见》	全面推进医疗机构和专业公共卫生机构深度协作；探索建立疾控监督员制度；探索疾控专业人员参与医疗联合体工作
2025年1月	国家疾控局	《关于传染病防控医防协同医防融合试点单位名单的通知》	确定了 传染病防控医防协同医防融合试点单位 名单，推动各地未来适时在省域内推广实施，有效加强区域传染病防控，提升居民健康水平
2025年6月	国家卫健委	《三级医院评审标准（2025年版）》	三级综合医院应当规范设置儿科、感染性疾病科、病理科、老年医学科，以及 公共卫生科或者预防保健科 等直接从事疾病预防控制工作的科室

政策趋势：关注商业保险、医防融合及行业并购相关政策

未来政策趋势：关注商业保险、医防融合及行业并购相关政策

➤ **行业并购相关政策陆续出台，重点关注医药领域。**近年来，国内围绕行业并购整合出台了一系列顶层设计与地方配套政策，形成“中央引导+地方落实”的政策体系，重点支持科技领域补链强链、传统产业升级及产业链协同整合，并简化并购重组交易相关审核流程，允许使用创新支付工具，增强监管包容。从各地政策来看，生物医药、电子科技等领域成为鼓励并购重组的重点行业，有助于疫苗行业的实现并购整合，提高行业集中度的同时减少无序竞争，促进行业健康发展。

表：国内近年来出台的**行业并购整合**相关政策

政策名称	发布时间	发布主体	核心内容
《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（新“国九条”）	2024年4月	国务院	鼓励上市公司通过并购重组提升主业质量；完善吸收合并政策；引导头部企业整合产业链上市公司
《关于深化科创板改革 服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》（“科创板八条”）	2024年6月	证监会	支持科创板公司并购产业链上下游资产；允许募集资金用于补流偿债；提升科创资产并购估值包容性
《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（“并购六条”）	2024年9月	证监会	优化审核机制（设立“小额快速”通道、科技企业绿色通道）；支持跨行业并购（聚焦补链强链、第二增长曲线）；允许私募以产业整合为目的收购上市公司；放宽未盈利科技资产收购限制
《关于做好金融“五篇大文章”的指导意见》	2025年3月	国务院办公厅	建立健全上市融资、并购重组“绿色通道”机制，支持科技、绿色产业领域高效整合重组
《上市公司重大资产重组管理办法》（2025年修订）	2025年5月	证监会	建立简易审核程序（市值超100亿且信披评级A级企业5个工作日完成注册）；明确上市公司间吸收合并规则；延长股份对价支付注册有效期至48个月
《上海市支持上市公司并购重组行动方案（2025—2027年）》	2024年12月	上海市政府	设立100亿元生物医药产业并购基金；建立并购标的项目库，聚焦集成电路、生物医药等重点领域
《郑州市推动上市公司并购重组高质量发展行动方案（2025—2027年）》	2025年	郑州市政府	目标在生物医药等领域培育3家国际竞争力上市公司；对并购交易给予财政补贴
《无锡市推动并购重组高质量发展行动方案（2025—2027年）》	2025年	无锡市政府	重点培育生物医药等领域10家细分龙头；三年目标并购交易规模超600亿元

出海：产品销售&技术授权并重，推动国际化进程

疫苗行业国际化进入方式多元化，成品出口为目前主流方式

➤ **国际化进入方式多元化，成品出口为目前主流方式。**企业进入国际市场的过程就是企业将其自身拥有的产品及资源，比如技术、资金、自身品牌或者管理经验等，通过多种方式进入目标国家或地区的过程。按照目前国内疫苗企业的出海进度，较为主流且成熟度较高的方式主要有两种：1) 成品双边出口；2) 国际组织采购及非市场驱动的产品出口（如当地政府采购）。此外，还有技术转移和本地化生产、授权引进产品、对外授权等多种方式。

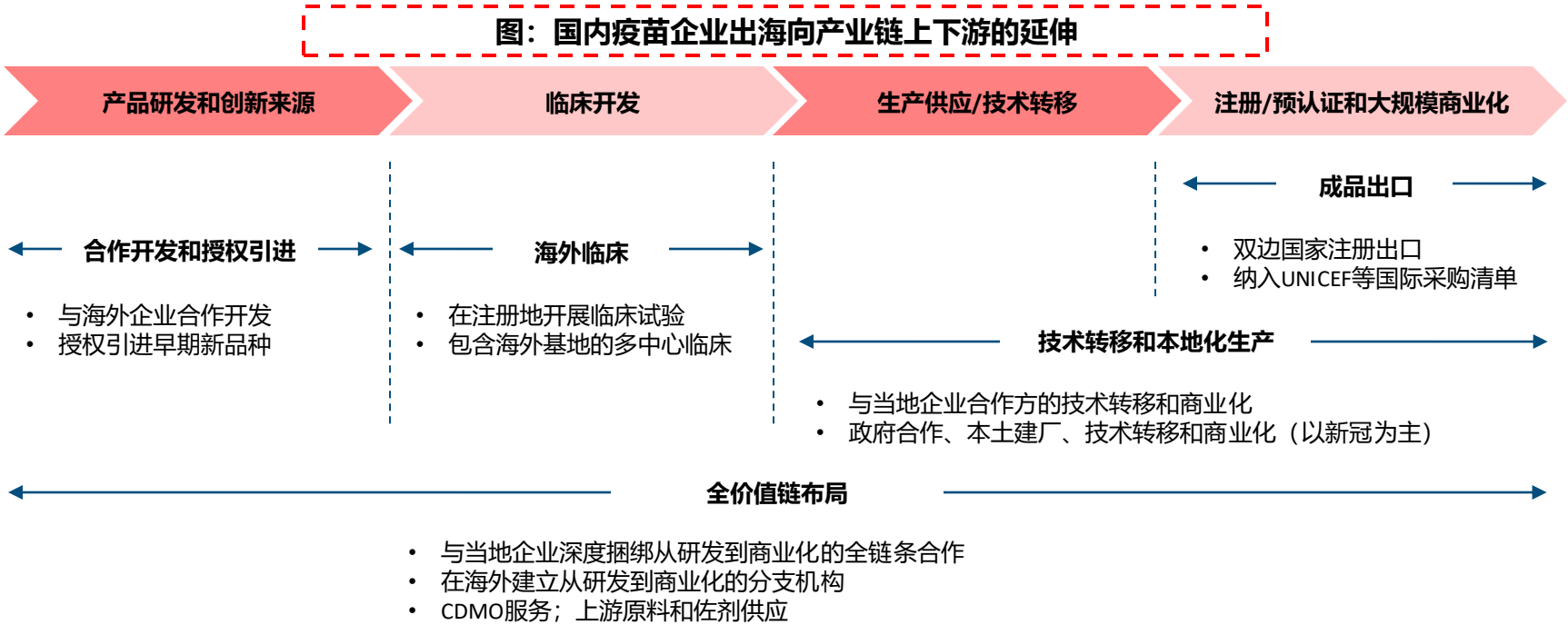
表：国内疫苗企业主要的出海路径

充分验证，已有企业跑通	有一定验证，领头企业有所尝试，有待下一步夯实路径	有待验证，但已有企业讨论和推动
制剂成品双边出口：企业的产品在国内生产，然后通过适当渠道销往国际市场的方式 例：国内多家疫苗企业	海外高需求产品在目的地加速注册：目的地国家与国内同步开展临床试验，并同步申报注册，从而加速海外市场注册审批。 例：科兴的新冠疫苗在摩洛哥的加速获批，斯微生物的mRNA新冠疫苗在老挝获紧急使用授权	创新疫苗企业与CDMO合作 例如，药明海德与提供临床1-2期样品和早期工艺开发，与某上市Biotech在海外市场尝试HPV产品商业化生产
国际组织集中采购：WHO、UNICEF等国际组织向企业采购产品，实现非市场驱动型出口 例：我国10个通过世卫预认证和3个紧急授权产品有资格进入Gavi采购清单	技术转移和本地化生产 例：沃森与印尼公司Etana合作，转移全套mRNA技术平台和模块化生产厂地开发和商业化新冠疫苗及后续产品线	授权引进新品种在中国开发和商业化 例：Nuance引进RSV早期资产，多个企业讨论引进PCV20+
		品种或市场权益向国际授权 例：某企业讨论HPV授权给东南亚当地企业加速上市、非市场化产品授权给印度企业、佐剂企业与其他发展中国家疫苗企业合作开发等

出海：产品销售&技术授权并重，推动国际化进程

疫苗出海从成品出口向价值链上下游延展，出海方式趋于多元

➤ **疫苗出海从成品出口向价值链上下游延展。**随着疫苗企业出海事业持续推进，出海动作也在价值链上下游加速延展深化。从单一的双边注册出口成品向灌装技术转移、海外建厂商业化生产、开展海外临床试验、海外合作研发或者授权早期品种等，逐步从下游向上下游全链条过渡，也有企业开展了与海外合作方全产业链的合作。



数据来源：中国疫苗行业协会，中信建投证券

出海：产品销售&技术授权并重，推动国际化进程

疫苗出海从成品出口向价值链上下游延展，出海方式趋于多元

➤ **出海方式趋于多元化，海外本土化生产和海外授权逐步推进。**目前国内企业主要通过与海外药企合作的形式，在当地实现产品注册、上市及经销许可。随着国际化模式趋于多元，未来国内疫苗企业将从成品供应向海外本地化生产转移。同时随着国内创新疫苗企业研发能力不断增强，与海外合作开发和向海外授权引进等方向有望实现更多拓展。

表：国内疫苗企业对外合作情况

公司	出海产品	出海国家	合作企业	出海方式
康泰生物	PCV13	埃及	Gennvax Egypt	代理许可、技术转移
		印度尼西亚	PT Biotis	产品出口，原液出口，配制、分装、成品检定等技术进行转移
	PCV13、PPSV23	巴基斯坦	-	海外注册、上市、经销许可
	水痘减毒活疫苗	巴基斯坦、印度	-	海外注册、上市、经销
沃森生物	PCV13	摩洛哥、印尼、孟加拉、泰国		产品出口
		摩洛哥	Marocvax	成品进口、分销、销售及其原液供应
	PCV13、2价HPV疫苗	印尼	PT Etana	海外注册、进口和分销，原液本地化生产
康希诺	新冠疫苗	墨西哥、巴基斯坦、智利、阿根廷、厄瓜多尔等国	-	成品进口
	MCV4	印度尼西亚	-	2024年12月在印尼获得注册证书并通过清真（Halal）认证
		东南亚、中东、南美及北非	-	启动注册合作；本地化生产体系建设正在规划中
	结核病加强疫苗	印尼	-	临床试验
	流感疫苗	马来西亚	国立生物技术研究院，Solution	与马来西亚国立生物技术研究院签署协议，联合开发mRNA多价流感疫苗；投资马来西亚Solution Group Berhad（持股10%），输出疫苗罐装生产线技术，推动本地化生产
百克生物	吸入疫苗技术、流脑疫苗	印度尼西亚	PT Etana	技术及成品出口
	水痘减毒活疫苗	印度、巴基斯坦等国	-	产品出口
康华生物	六价诺如病毒疫苗	美国	Hillevax	海外授权

数据来源：中国疫苗行业协会，中信建投证券

经营展望：关注产品销售改善及创新管线进展

经营展望：关注产品销售改善及创新管线进展

- **部分产品销售成绩较好，放量趋势有望延续。**前三季度部分产品渠道库存水平持续优化，叠加竞争格局较好，企业持续推进终端销售，从而保持较好的放量趋势。预计25Q4及26年，部分市场空间较大、竞争格局较好的重磅疫苗品种仍有望保持销售增长趋势。建议关注：康泰生物人二倍体狂苗，康希诺四价脑膜炎球菌结合疫苗（MCV4），欧林生物吸附破伤风疫苗等。
- **新品获批有望带来业绩增量，关注创新疫苗研发进展。**前三季度万泰生物9价HPV疫苗、康希诺PCV13i、GSK带状疱疹疫苗（18岁以上人群适应症）等新产品或新适应症获批上市，为疫苗市场带来增量。展望25Q4及26年，智飞生物人二倍体狂苗及MCV4、康希诺MCV4扩龄（4-6岁）及婴幼儿组分百白破等产品或新适应症有望获批上市，从而为公司带来新的业绩增量。部分创新疫苗品种25Q4或26年有望迎来新的研发进展，如欧林生物金葡菌疫苗、康希诺PBPV、康泰生物肺炎克雷伯菌疫苗等，建议持续关注。

相关公司：关注拥有重磅产品管线，研发实力强劲的企业

关注拥有重磅产品管线，研发实力强劲的企业

➤ **疫苗行业相关公司：**建议关注拥有近期处于上市放量阶段或即将上市的重磅产品，且自主研发能力强劲，拥有创新疫苗研发管线布局的企业：
康泰生物、康希诺生物、康华生物、欧林生物。

表：疫苗行业建议关注标的

公司	主营产品	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			PE (2025E)
		2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
康泰生物	PCV13、百白破-Hib四联苗、乙肝疫苗、人二倍体狂苗	26.52	29.31	33.56	2.02	2.06	3.92	75.3
康希诺生物	MCV4	8.25	10.81	14.41	-3.79	0.16	1.09	660.0
欧林生物	吸附破伤风疫苗	5.89	6.32	6.64	0.21	0.30	0.38	212.3
康华生物	人二倍体狂苗	14.32	15.19	16.42	3.99	4.40	4.08	15.8

表：疫苗行业建议关注标的核心要点

公司	基本面情况
康泰生物	1) 受竞争格局和去库存影响，2024年业绩短期承压，预计2025年常规疫苗产品销售有望改善。2) 二倍体狂苗贡献业绩新增量，带动收入提升。3) 国际化业务进展积极，国际市场有望实现进一步拓展。4) 在研管线丰富，奠定长期增长。
康希诺生物	1) MCV系列商业化持续推进，2025年有望保持放量节奏；4-6岁适应症获批贡献新增量。2) PCV13上市在即，2025年有望贡献第二增长曲线；3) PBPV临床I期数据积极，期待后续研发及海外合作进展；研发管线丰富，增长后劲充足；4) 持续提高经营效率，全年有望实现盈亏平衡
欧林生物	1) 破伤风疫苗保持稳步增长，业绩保持稳健。2) 金葡菌疫苗III期进展顺利，期待研发进展及对外合作进度；3) 细菌及病毒疫苗平台持续建设，研发管线不断丰富，支持未来增长。
康华生物	1) 二倍体狂苗销售有望持续放量。2) 六价诺如疫苗海外合作持续推进，后续里程碑付款将助力业绩进一步增长；国内已获批临床。3) 上海国资入主，静待赋能长期增长。

6

医药零售：转型变革稳步推进，关注多元催化



中信建投证券
CHINA SECURITIES

医药零售：转型变革稳步推进，关注多元催化

摘要

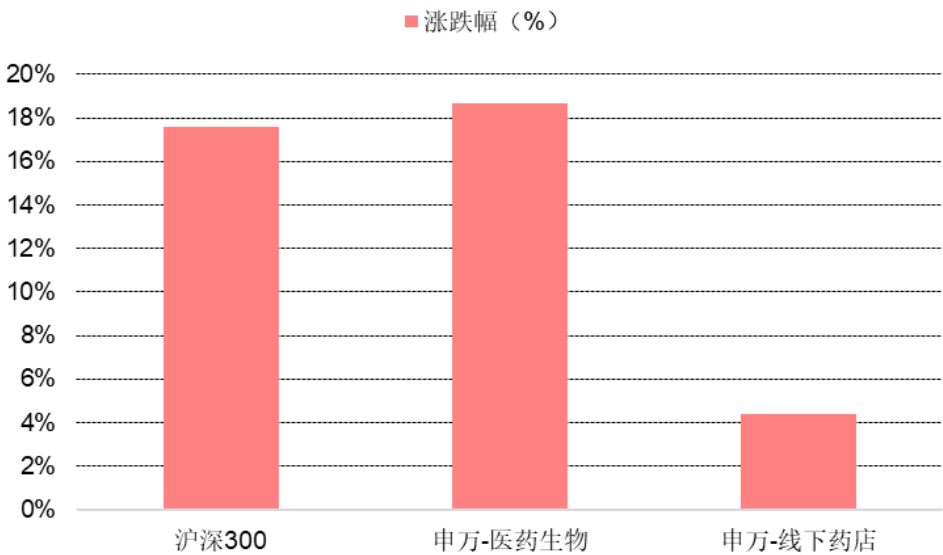
- **前期股价反应充分，多因素催化股价。** 2024年，受比价、医保飞检等因素影响，药店上市公司前期股价反应较为充分。2025年以来，由于创新药及科技板块表现较好，药店板块仍在出清阶段，截至11月6日，申万线下药店指数上涨4.37%，跑输医药生物指数（18.65%）及沪深300指数（17.59%），其中如大参林受业绩加速释放催化，估值大幅提升，股价涨幅达到25.3%。
- **资金面有望环比向好。** 医保个账增量资金减少已在2023/2024年逐步落地，且现阶段多地统筹政策相对严格，后续有望在合规前提下逐步放松，建议关注统筹变化。
- **四类药品需求有望持续释放，同店增长有望环比向好。** 近期，部分地区呼吸系统疾病发病率有所提升，叠加上半年居民家庭库存持续消化，药店客流有望逐步改善，进而提升同店增长。
- **政策有助于提升市场集中度，行业持续出清。** 1) 24年至今，医保系列政策合规导向较为明确，本质上提升了中小药店的违规成本，优化了行业生态，有助于行业集中度提升。2) 据中康数据，25Q1，全国新开药店7118家，闭店10284家，净减少约3000家；医保门店方面，24Q3至25Q1仅半年时间，医保店数量就减少了17405家，随着医保监管持续趋严，后续有望加速出清，头部药店竞争压力或将逐步缓和。
- **头部药店门店结构优化到位，转型提升估值及业绩。** 1) 2024年至2025年上半年，各家上市药店规模性调整门店结构，清理部分盈利能力较差的门店，现阶段多家头部药店基本优化到位，25年利润端增速有望好于收入端。2) 2025年，头部药店积极开展转型业务，如一心堂开展3.0门店试点，试点门店聚焦谷子经济，其余药店推出药妆店、宠物店等试点，有望带来更多客流，同时催化估值提升。

医药零售：转型变革稳步推进，关注多元催化

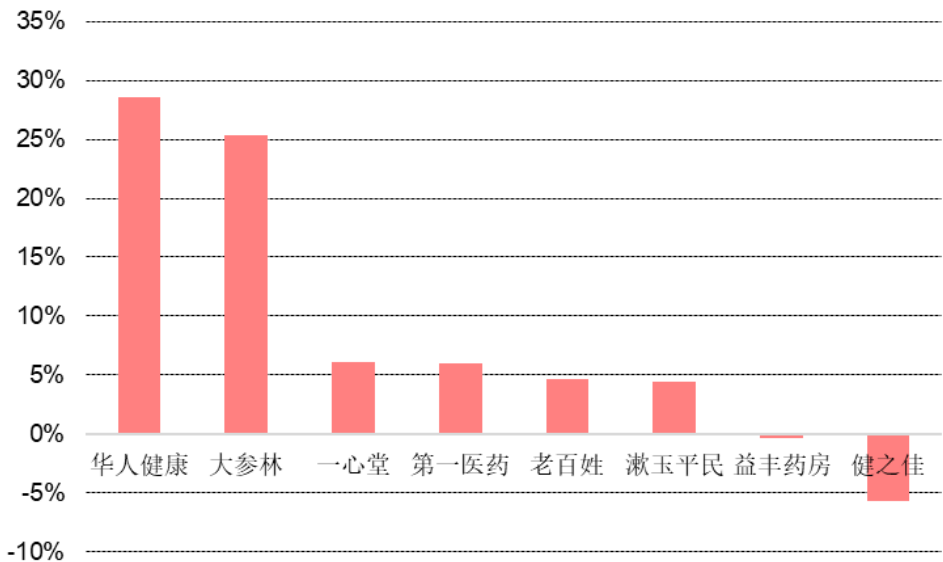
前期股价反应充分，多元因素催化股价

➤ **前期股价反应充分，多因素催化股价。**2024年，受比价、医保飞检等因素影响，药店上市公司前期股价反应较为充分。2025年以来，由于创新药及科技板块表现较好，药店板块仍在出清阶段，截至11月6日，申万线下药店指数上涨4.37%，跑输医药生物指数（18.65%）及沪深300指数（17.59%），其中如大参林受业绩加速释放催化，估值大幅提升，股价涨幅达到25.3%。

图：2025年以来指数收益率对比



图：2025年以来药店上市公司股价收益率对比



医药零售：转型变革稳步推进，关注多元催化

前期股价反应充分，多元因素催化股价

➤ **25Q3：收入端增速环比向好，利润端维持快速增长。** 25Q3，医药零售板块营业收入同比下降0.4%，归母净利润同比增长16.8%，扣非归母净利润同比增长9.9%，同比分别变化-5.8、51.5、39.6个百分点，环比25Q2增速分别变化0.6、-1.6、-4.1个百分点。收入端增速环比向好主要由于：1) 四类药品销售占比下行趋势放缓；2) 关店影响边际减弱。利润端增速维持改善趋势，且部分龙头企业利润表现明显优于收入，主要由于：1) 降本增效持续推进；2) 新开门店速度放缓，对利润端拖累较少。

表：医药零售板块增速统计（单季度）

	2023Y					2024Y					2025Y		
	Q1	Q2	Q3	Q4	合计	Q1	Q2	Q3	Q4	合计	Q1	Q2	Q3
营业收入增速	26.3%	16.2%	10.9%	-1.9%	11.3%	10.4%	3.8%	5.5%	-1.3%	4.4%	-0.8%	-1.0%	-0.4%
归母净利润增速	30.1%	18.5%	8.5%	-50.0%	0.3%	-1.4%	-35.0%	-34.7%	-65.5%	-28.3%	-4.7%	18.4%	16.8%
扣非归母净利润增速	31.4%	19.7%	5.3%	-37.6%	3.5%	-0.9%	-32.4%	-29.7%	-65.3%	-27.4%	-5.6%	13.9%	9.9%

医药零售：转型变革稳步推进，关注多元催化

前期股价反应充分，多元因素催化股价

➤ **业绩分化，多数企业业绩增速环比改善。**2025年单三季度，上市公司闭店影响边际减弱，且受益于降租、控费等动作力度较大，多数上市公司收入及利润端增速环比改善，部分公司受地区影响业绩增速仍有承压。如益丰、大参林利润端表现明显优于收入端，全年有望保持。

表：医药零售板块部分企业季度收入及扣非净利润增速（累计）

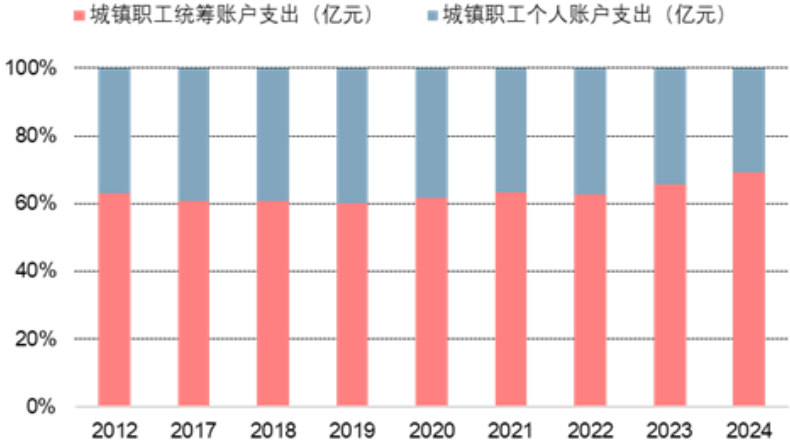
收入增速	2023				2024				2025		
	Q1	H1	Q1-Q3	Q1-Q4	Q1	H1	Q1-Q3	Q1-Q4	Q1	H1	Q1-Q3
大参林	27.2%	23.4%	19.6%	15.5%	13.5%	11.3%	11.3%	8.0%	3.0%	1.3%	1.7%
老百姓	31.4%	20.2%	16.4%	11.2%	1.8%	1.2%	1.2%	-0.4%	-1.9%	-1.5%	-1.0%
益丰药房	26.9%	22.4%	19.0%	13.6%	13.4%	9.9%	8.4%	6.5%	0.6%	-0.3%	0.4%
一心堂	11.0%	8.9%	6.5%	-0.3%	15.0%	7.3%	6.1%	3.6%	-6.5%	-4.2%	-4.3%
健之佳	49.4%	44.3%	38.0%	20.8%	6.8%	3.4%	3.6%	2.2%	-0.9%	-0.6%	-2.8%
扣非净利润增速	2023				2024				2025		
	Q1	H1	Q1-Q3	Q1-Q4	Q1	H1	Q1-Q3	Q1-Q4	Q1	H1	Q1-Q3
大参林	25.7%	27.5%	26.9%	13.6%	-20.4%	-26.4%	-26.3%	-22.4%	14.8%	19.7%	25.9%
老百姓	30.2%	16.8%	13.7%	14.7%	10.4%	-1.8%	-5.9%	-41.2%	-21.6%	-20.9%	-18.5%
益丰药房	20.8%	21.4%	21.6%	10.9%	24.3%	15.8%	13.0%	10.0%	9.6%	9.1%	8.8%
一心堂	46.8%	26.9%	4.9%	-25.9%	2.1%	-41.0%	-49.4%	-65.8%	-36.3%	-18.4%	-26.3%
健之佳	101.5%	65.4%	37.3%	7.3%	-32.3%	-57.8%	-64.3%	-68.9%	-38.6%	-0.8%	0.3%

医药零售：转型变革稳步推进，关注多元催化

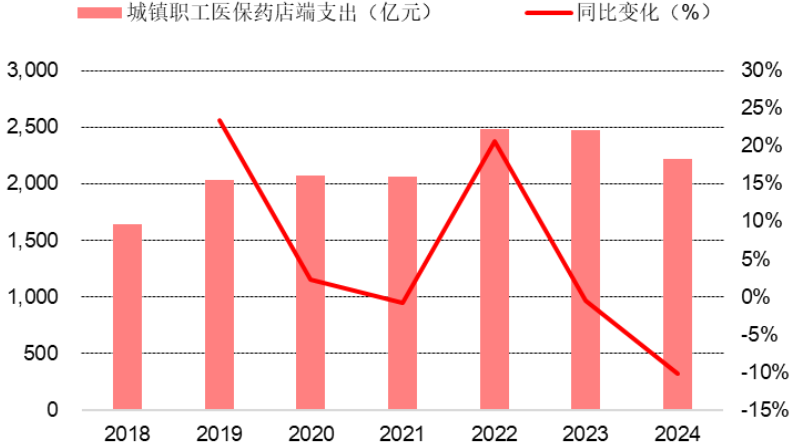
头部企业市占率持续提升，关注多元催化

- 展望后续，我们认为行业边际改善趋势明显，行业有望温和恢复：
- 1) 资金面有望环比向好，关注统筹变化。2012年到2022年，职工医保中个人账户收入占职工医保收入的比例长期在38%左右波动，2023年个账改革后，个账收入占比下降至27.7%，24年进一步下降至26.8%，我们认为后续有望维持在25%左右。支出端方面，个账资金支出占城镇职工医疗保险支出比重从2022年的37.3%下降至2023年的34.4%，并进一步下降至2024年的30.9%，降幅低于收入端，主要由于个账过往结余较多，支出端变化更为缓慢。若仅看药店端情况，2023年及2024年，城镇职工在药店端购药报销开支同比均有下降，且2024年降幅较大为10.13%，主要由于23年部分地区门诊统筹政策较为宽松，缓解了药店端个账开支下滑速度，但随着24年门诊统筹趋严，药店端整体报销趋严，降幅显著扩大。展望后续，我们认为，门诊统筹政策已然相对严格，后续有望在合规前提下逐步放松，进而替代部分个账支出。

图：中国城镇职工医疗保险支出结构



图：城镇职工医保药店购药支出



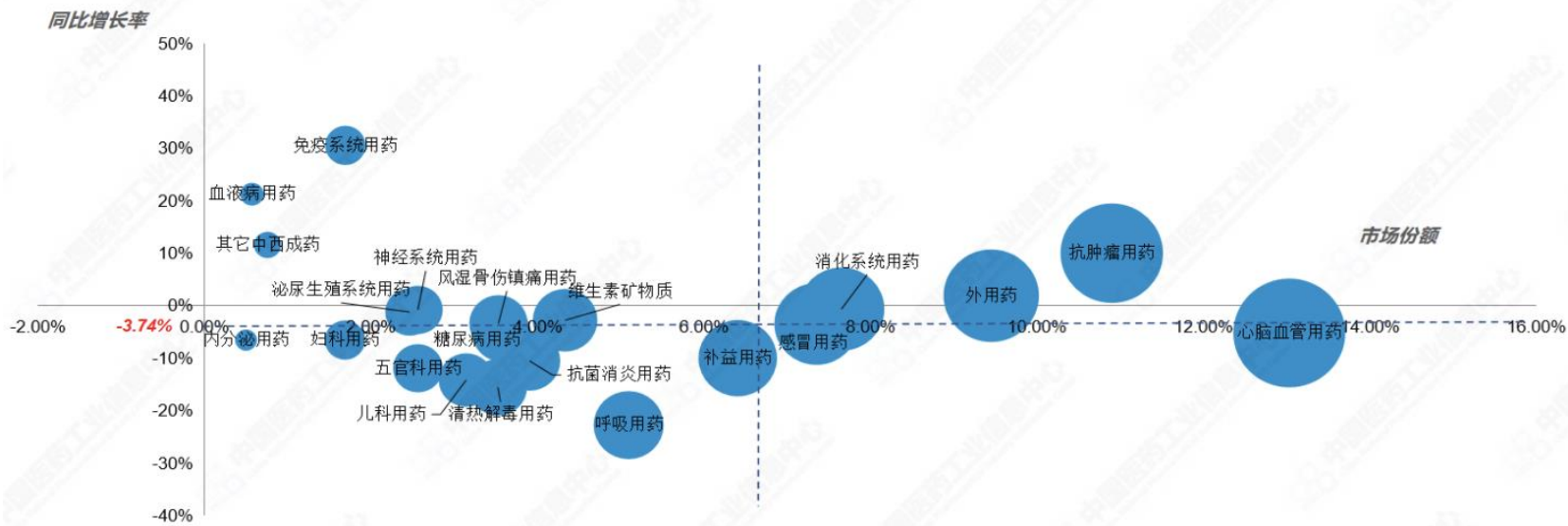
数据来源：国家医保局，中信建投 注：药店购药支出中2021年前为个人账户在药店购药支出数据，2022年及之后为城镇职工医疗保险在药店支出数据

医药零售：转型变革稳步推进，关注多元催化

头部企业市占率持续提升，关注多元催化

➤ 2) 四类药品需求有望持续释放，同店增长有望环比向好。据中国药品零售数据库RPDB数据，2025年上半年，呼吸系统用药及感冒用药收入占整体收入的10%以上，其中呼吸系统用药同步下降明显，感冒用药收入基本持平，主要由于呼吸系统疾病发病率较低且居民仍有部分社会库存未消化，进而影响药店进店客流及同店增长。展望Q4，我们认为，由于呼吸感冒类疾病高发，四季度及一季度一般为药店销售旺季，24年四季度流感发病率相对较低，而近期部分地区流感发病率逐步攀升，药店客流有望逐步改善，进而提升同店增长。

图：2025H1药店零售药品市场各零售一级分类市场份额及同比增长率分析



医药零售：转型变革稳步推进，关注多元催化

头部企业市占率持续提升，关注多元催化

- 3) 医保政策导向明显，聚焦行业集中度提升。我们认为，2024年以来，医保系列政策合规导向较为明确，本质上提升了中小药店的违规成本，优化了行业生态，有助于行业集中度提升。

表：药店医保政策变化

主要政策	主要影响
医保飞检	2024年以来，医保局通过医保飞检重点巡查了药店系列违规行为，例如虚构医药服务项目、回流药销售、串换药品、伪造处方等，相对而言，中小药店由于缺乏较为完善的合规系统，违规行为发生概率较大，在医保严查的背景下，经营压力持续提升。
溯源码	溯源码核心在于解决药品回流问题，对中小药店而言，其采购渠道较为多元但并非完全合规，且通过采购进货成本较低的回流药品，中小药店能获取更多利益。25年7月起，溯源码全面执行落地后，中小药店通过回流药销售获取的利益空间被大幅压缩，盈利能力持续承压。
医保资质授予趋严	25年以来，多地对于零售药店医保资质授予要求更为严格，授予数量明显减少，如深圳医保局发布征求意见稿，同步明确对医保政策执行不到位、考核结果不达标、排名靠后的定点医药机构，可以不予续签医保协议，实行优胜劣汰机制。我们认为，医保该政策重心在于降低监管成本，优化医保资金使用效率，头部药店合规程度较高，且政策执行统一性较强，医保资质获取难度或将明显低于中小药店。
阴阳药价	25年10月11日，医保局发布《关于进一步加强定点零售药店药品“阴阳价格”监测处置的通知》，指出严肃核查处置相关行为。我们认为，该政策目的在于进一步优化药店业态，尽可能出清部分违规经营药店企业。

医药零售：转型变革稳步推进，关注多元催化

头部企业市占率持续提升，关注多元催化

- 4) 头部药店门店结构优化到位，盈利能力持续提升。2024年至2025年三季度，各家上市药店规模性调整门店结构，清理部分盈利能力较差的门店，现阶段多家头部药店基本优化到位。我们认为，各家头部药店于24Q3开始规模化优化门店结构，对25H2收入端影响或将边际减弱，但利润端贡献仍将继续扩大，头部药店利润端增速有望好于收入端。

表：医药零售板块公司直营门店变化情况（单季度），（个）

直营门店净增加	2023				2024				2025		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
益丰药房	398	385	473	702	499	547	115	-553	-58	-133	-112
老百姓	254	621	421	235	290	453	377	-319	-137	-60	-43
大参林	396	468	403	604	396	467	-54	-215	-120	-13	-14
一心堂	138	225	439	247	491	545	225	-18	-47	-79	-142
健之佳	137	301	218	405	147	181	57	-15	4	-26	-16
直营门店关店情况（含搬迁）	2023				2024				2025		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
益丰药房	64	47	47	56	31	58	365	624	84	188	168
老百姓	44	44	95	88	67	58	19	-	161	83	60
大参林	67	41	71	82	68	150	234	281	174	111	162
一心堂	77	91	-	164	88	193	152	191	171	158	227
健之佳	2	2	4	2	1	6	18	41	16	44	23

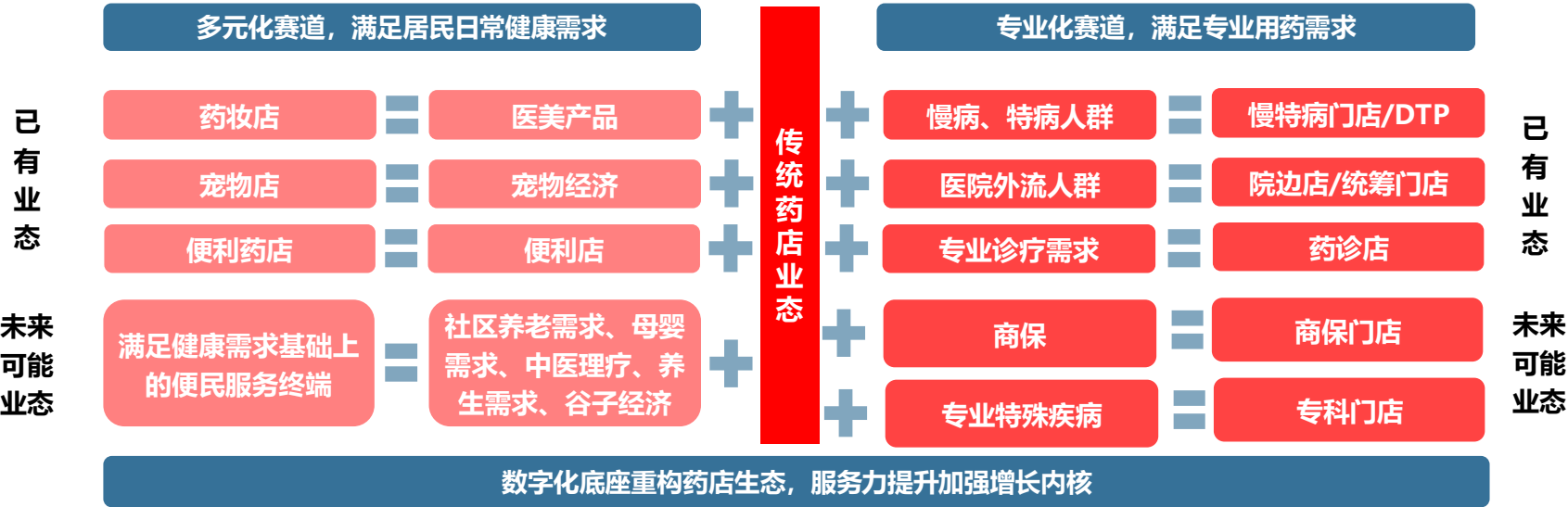
数据来源：Wind，公司公告，中信建投证券 注：一心堂23Q4关店数量为23年下半年合计关店数，健之佳含便利店，“-”指未披露或无法计算

医药零售：转型变革稳步推进，关注多元催化

头部企业市占率持续提升，关注多元催化

➤ **5) 头部药店积极转型，催化估值提升。**我们认为，现阶段的中国经济环境与日本过往情况较为类似，均处于医药分离阶段，且药店寻求转型升级，因此参考日本情况，后续中国药店可能分化为两类主要模式：1) 积极拥抱医保品类，打造专业性门店提升单店销售额，如DTP门店、双通道门店、慢特病门店、院边店、门诊统筹药店、药诊店等；2) 重塑药店生态为健康驿站，药店消费场景并非只有购药，药店可通过增加多元化品类供给满足差异化需求，如药妆店、谷子经济门店、适老化门店、彩票店、便利店+药店等。我们认为，专业化药店本质在于满足院内流出人群专业化用药需求，并为专业化产品提供放量渠道；多元化药店本质在于满足人群日常健康需求，并持续引入具有协同效应的多元化非药产品组合；在此过程中，药店的渠道属性有望进一步加强，同时药店通过数字化转型及高价值服务嵌入，客流及数据价值或将进一步提升，实现从传统零售业态向更高价值的服务业态的转型升级。

图：中国药店转型方向



医药零售：转型变革稳步推进，关注多元催化

头部企业市占率持续提升，关注多元催化

➤ **多元化转型：千店千面，打造药店健康养护理念。**现阶段随着集采逐步推进以及线上业务增速加快，药品高毛利逐步削弱，靠医保药品刷卡盈利的模式或将难以支撑数十万家药店生存，因此在专业化药店之外必须开展相应的多元化转型。我们认为，现阶段头部药店门店数量均已突破万家，由于布局地区、周边消费环境、主要客户人群、门店属性等多因素，各个门店可能存在不同的改造方向，但转型理念较为一致，即并非只有购药才能进入药店，在这期间，需要头部药店积极推进数字化建设，以数字化手段对每一家药店进行分级分类，并针对特定人群制定特定产品体系、改造路径及陈列方式等，进而既确保专业药事服务根基，又能深度契合区域消费特征，构建药店健康养护理念。

表：多元化门店可改造部分方向

	社区店	商圈店	学校附近门店	办公楼附近门店
聚焦中老年群体	便利门店 体验门店 适老化门店 热点商品门店	便利门店 体验门店 适老化门店 热点商品门店	便利门店 体验门店 适老化门店 热点商品门店	体验门店 便利门店 热点商品门店
聚焦年轻群体	药妆店 宠物店 运动门店 便利门店 体验门店 热点商品门店	药妆店 宠物店 运动门店 便利门店 体验门店 热点商品门店	药妆店 宠物店 运动门店 便利门店 体验门店 热点商品门店	药妆店 宠物店 运动门店 便利门店 体验门店 热点商品门店
聚焦女性群体	药妆店 母婴店 宠物店 运动门店 便利门店 体验门店 热点商品门店	药妆店 母婴店 宠物店 运动门店 便利门店 体验门店 热点商品门店	药妆店 母婴店 宠物店 运动门店 便利门店 体验门店 热点商品门店	药妆店 母婴店 宠物店 运动门店 便利门店 体验门店 热点商品门店

医药零售：转型变革稳步推进，关注多元催化

头部企业市占率持续提升，关注多元催化

- **不影响原有药品消费，边际净利率或将较高。**我们认为，现阶段多地监管机构对于药店门店面积要求相对较高，如山东省明确规定三类门店（可销售非处方药、大多数处方药等）在县级及以上城区，单体药店面积不少于100平方米，连锁药店面积不少于80平方米，但对于药店而言，单店SKU往往在2000-3000个，在现有门店面积标准下陈列较为宽松，因此单个sku能陈列2-3或者更多列。我们认为，多元化改造并不需要减少药品sku数量，仅需要将原有的多列陈列改为单列陈列，然后利用节约的空间陈列新的多元化品类，能在不影响原有药品需求的前提下新增部分收入及毛利额增量，此外，门店一般不需要增加新员工，仅需要增加部分货架费用及部分装修费用，新增费用较少，边际净利润或将较为可观。

医药零售：转型变革稳步推进，关注多元催化

头部企业市占率持续提升，关注多元催化

- **专业化药店：响应政策导向，积极承接处方外流。**我们认为规范药店销售行为仍将是短期政策重心，待行业逐步规范后，线上电子处方叠加线下门诊统筹政策有望加速落地，药店渠道仍将是处方外流承接主渠道，专业化药店或将进入加速发展阶段。
- **①门诊统筹药店：提升统筹资金利用率，加速承接处方外流。**统筹门店销售品类以处方药为主，其毛利率相对较低，但客流量及交易频次相对较高，整体净利率有望保持合理水平。后续需要关注各地门诊统筹政策对于互联网医院处方的接受程度以及电子处方流转平台落地情况。
- **②双通道助力处方外流，持续加速院外市场扩容。**我们认为，由于医院存在药占比考核、采购限制等原因，无法及时配备部分高价医保谈判药品，因此双通道政策的推进在本质上引导患者流向零售药店，提升药品的可及性。现阶段头部企业均在布局双通道药店，资质数量持续提升，但核心需要关注处方外流平台对接落地情况及优势品种获取情况。
- **③未来方向一：拥抱商保，获取新增长极。**我们认为，目前增速较快的团险、百万医疗及惠民保模式均会由药店开展药品赔付，且品种往往聚焦于特药、创新药等，与现有药店业态中的院边店、DTP药店、双通道门店具有较强的拟合度，后续转型升级难度较低，商保门店业态有望加速落地。
- **④未来方向二：关注政策变化，承接院内门诊药房转出。**2017年，国务院明确提出具备条件的地区可探索将门诊药房从医疗机构剥离，但现阶段进度相对较慢。我们认为，后续需要进一步关注医院利益补偿模式及政策力度变化，改善后或将出现院外药店托管院内门诊药房亦或是直接承接院内门诊药房转出等多业态，且该部分业态与医院关系更为密切，后续有望成为处方外流主要渠道。
- **⑤未来方向三：聚焦特定群体，打造专科及特殊疾病药房。**我们认为，随着老龄化逐步加深以及慢病人群逐步年轻化，慢病人群数量将继续增加，药店需要聚焦特定疾病，将某个治疗领域的产品线、专业服务、体验、跟踪做到极致。后续需要关注处方外流进程，同时药店渠道亦要做好供应链、产品、服务等系列配套措施，如此才能发挥其专业化优势。

医药零售：转型变革稳步推进，关注多元催化

头部企业市占率持续提升，关注多元催化

➤ **充分利用数据优势，拓宽业务范围。**现阶段，由于集采、比价、药店行业出清等多因素影响，院外市场节奏变化相对较快，较多中小药企在药品实际需求、价格维护、放量节奏及集采产品院外定价等维度面临较多挑战及困难。我们认为，头部药店企业及部分拥有药店销售数据的数字化企业（如中康科技等）能敏锐了解市场需求变化，且具有较多全国性、特定地区销售数据，能面向工业企业反向输出部分销售解决方案，加速产品放量。

表：上游工业企业需求及痛点

需求方向	具体痛点	药店及部分数字化企业解决措施
终端动销	较多工业企业由于产品数量较多、人员数量较少、存在经销商渠道库存等原因，较难及时了解产品实际终端库存情况及实际需求情况。	头部连锁药店具备全国性及区域性的终端实际销售数据，为工业企业生产销售决策提供有效信息。
价格维护	由于终端相对较多，且工业企业产品较多，同一产品在院内院外、线上线下渠道可能存在价格差异，不利于公司整体调价亦或是维价策略。	头部连锁药店能为工业企业大品种提供类似于CSO的一体化解决方案，维护院外价格稳定。
放量节奏	如流感等部分疾病可能存在地区性特征，不同地区用药需求节奏可能存在偏差。	头部连锁药店布局相对较广，能有效反馈各区域用药需求变化，同时寻找可增长新市场。
新品定价	较多工业企业尤其是部分原本以院内为主的药企，对于院外各渠道药品定价模式较为陌生。	头部连锁药店可借鉴SKU数量较多，且院外药品终端定价优势较强，能有效提供定价策略。
休眠品种激活	大多数工业企业均存在休眠品种，该类品种过往性价比比较低，但随着主流品种竞争更为激烈，部分生产线或将空出，可用于该类品种生产，进而创造更多收益。	头部连锁药店熟知销售较好的产品sku，能够向上游企业提供相关信息，通过贴牌或代理等方式生产同通用名产品，进而创造额外收益。



医药零售：转型变革稳步推进，关注多元催化

头部企业市占率持续提升，关注多元催化

- **关注多元催化，聚焦头部企业。**展望2026年，我们认为，随着行业合规程度逐步提升，溯源码稳步落地，部分中小药店或将加速淘汰，市场集中度有望进一步提升。同时，企业经营有望稳步向好，同店增长有望逐步恢复，带动头部企业收入端增速改善。此外，各家企业持续优化门店结构及商品结构，通过数字化手段稳步推进降本增效，公司盈利能力有望进一步改善。考虑到各家企业积极推进门店转型升级，头部企业估值有望进一步提升，我们持续看好益丰药房、大参林、一心堂、老百姓、健之佳。

7

医药流通：收入端稳健向好，关注回款及十五五



医药流通：收入端稳健向好，关注回款及十五五

摘要

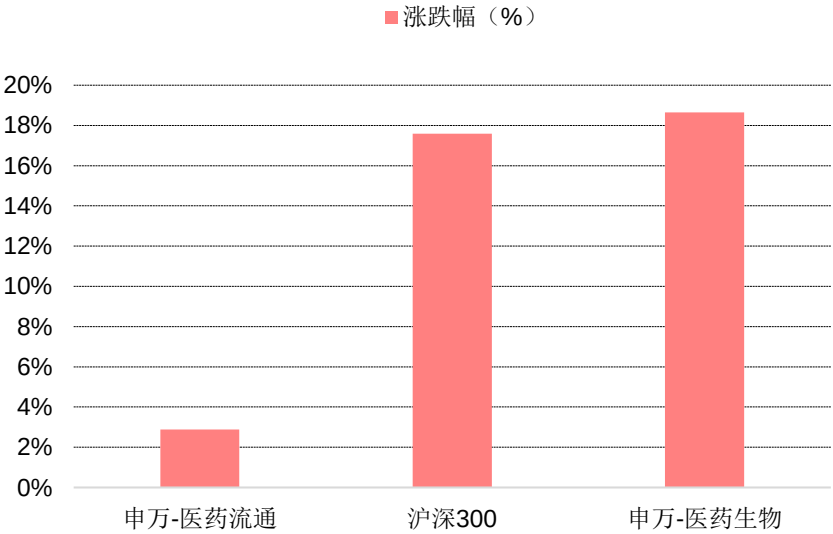
- **多因素影响，股价表现分化。**2025年以来，由于医保监管趋严、院内DRGs改革、应收账款拉长等多因素影响，截至11月6日，申万医药流通指数上涨2.88%，跑输医药生物指数（18.65%）及沪深300指数（17.59%），但个股涨跌幅分化较大，其中如塞力医疗受AI医疗等因素催化，估值大幅提升，股价涨幅达到248.06%。
- **行业稳健增长，关注回款及十五五规划**
 - ✓ **主业收入稳健增长，创新业务持续贡献增量。**1) 24年下半年各地逐步落地DRGs改革，影响院内人均用药金额，但现阶段口径基本统一，各家企业收入端有望回归稳健增长趋势。2) 积极寻求转型，创新业务持续贡献增量。医药上市企业积极推动业务转型创新，围绕分销主业，发展协同业务优化整体盈利能力：① 开展覆盖全链条的商业保险业务；②上游：聚焦药品、器械、特医食品、医美产品等工业产品研发及生产；③分销行业内部：开展SPD、创新药进口总代、CSO等创新业务；④下游：开展全病程管理、大型医疗设备维修、药店及诊所系统性支持业务。
 - ✓ **关注十五五规划制定节奏。**2025年是十四五收官之年，26年将进入十五五新周期，流通行业中央国企上市公司占比相对较大，后续需要关注十五五规划制定节奏，或将催化股价。
 - ✓ **回款有望改善。**2024年以来，由于经济等多方面原因医院回款账期有所拉长，流通企业资金成本压力较大，近期，医保局发布政策明确2025年底前全国所有统筹地区均需开展即时结算，同时2026年底前实现即时结算资金占本地医保基金月结算资金的80%以上，有望加速回款。
- **边际改善，关注头部企业。**我们持续看好大型央国企及具备经营改善预期的标的，如国药控股、九州通、上海医药、华润医药、国药股份、国药一致等。

医药流通：收入端稳健向好，关注回款及十五五

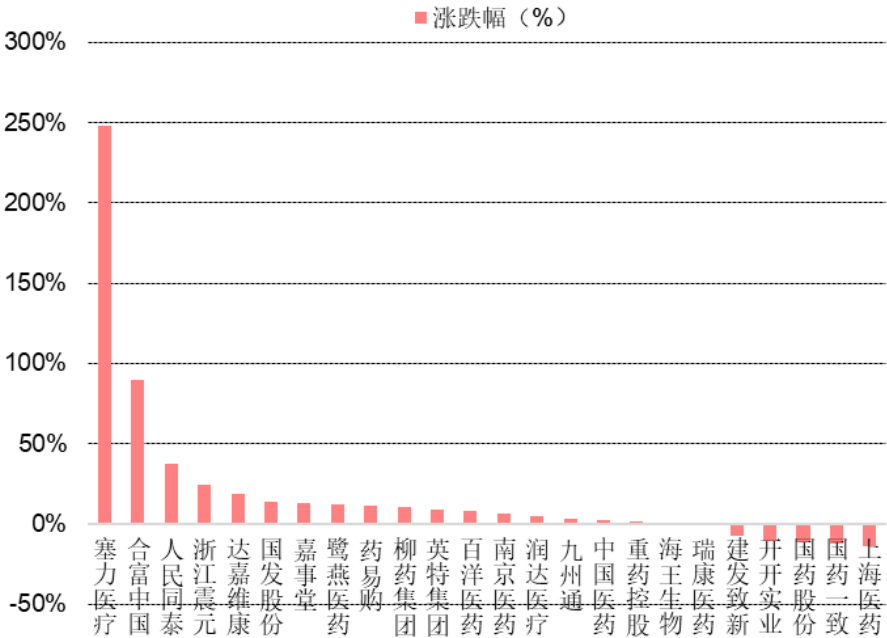
多因素影响，股价表现分化

➤ **多因素影响，股价表现分化。**2025年以来，由于医保监管趋严、院内DRGs改革、应收账款拉长等多因素影响，截至11月6日，申万医药流通指数上涨2.88%，跑输医药生物指数（18.65%）及沪深300指数（17.59%），但个股涨跌幅分化较大，其中如塞力医疗受AI医疗等因素催化，估值大幅提升，股价涨幅达到248.06%。

图：2025年以来指数收益率对比



图：2025年以来医药流通上市公司股价收益率对比



医药流通：收入端稳健向好，关注回款及十五五

多因素影响，股价表现分化

➤ **25Q3：收入增速环比改善，减值计提影响利润。** 25Q3，医药分销板块营业收入同比增长2.5%，归母净利润下降14.1%，扣非归母净利润下降13.8%，同比分别下降1.0、12.3和11.8个百分点，环比Q2增速分别变化0.4、-46.7和11.4个百分点。25Q3，医药分销板块收入增速环比改善，主要由于院内DRGs改革于24Q3陆续落地，现阶段口径逐步可比；利润端略有承压，主要由于部分公司计提资产减值及账款减值。

表：医药流通板块增速统计（单季度）

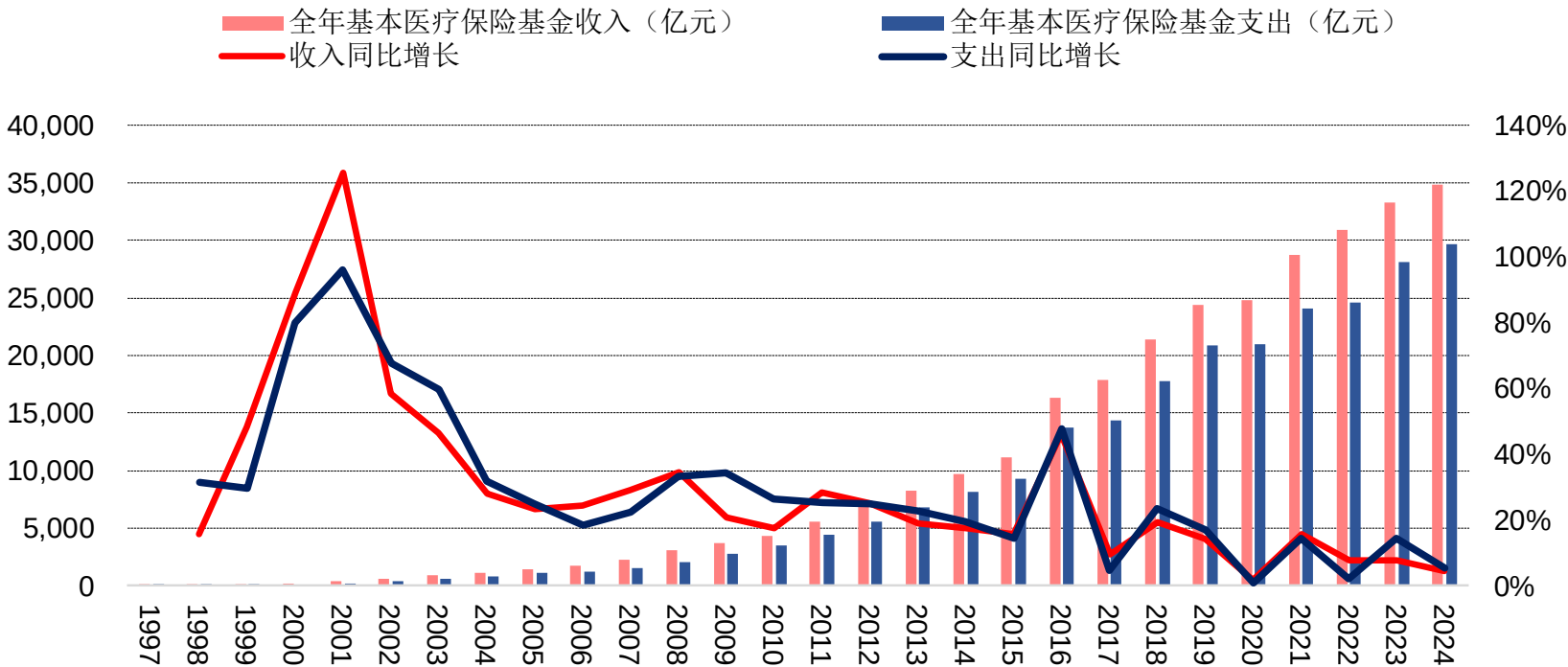
	2023Y					2024Y					2025Y		
	Q1	Q2	Q3	Q4	合计	Q1	Q2	Q3	Q4	合计	Q1	Q2	Q3
营业收入增速	16.0%	14.7%	1.8%	4.9%	8.3%	0.9%	-1.2%	3.6%	0.1%	1.0%	-0.9%	2.1%	2.5%
归母净利润增速	20.5%	-22.6%	-1.9%	-5.8%	-5.2%	1.5%	-3.9%	-1.8%	-21.5%	-5.1%	2.9%	32.6%	-14.1%
扣非归母净利润增速	16.4%	-10.2%	-1.5%	5.2%	1.4%	0.4%	3.0%	-2.1%	-56.4%	-9.6%	-7.0%	-25.3%	-13.8%

医药流通：收入端稳健向好，关注回款及十五五

行业稳健增长，关注创新业务、十五五规划及回款催化

➤ **医保支出稳健增长，市场长期动力充足。**截至2024年底，全国基本医疗保险参保人数达到13.26亿人，全年基本医疗保险基金总收入增长4.4%达到34810亿元，支出端则由于用药需求增加等原因增长5.5%为29676亿元。我们认为，目前医保基金总体规模较大，资金运作良好，能够较好覆盖医保支出长期平稳增长，医药流通行业增长动力充足。

图：中国基本医疗保险收入及支出情况

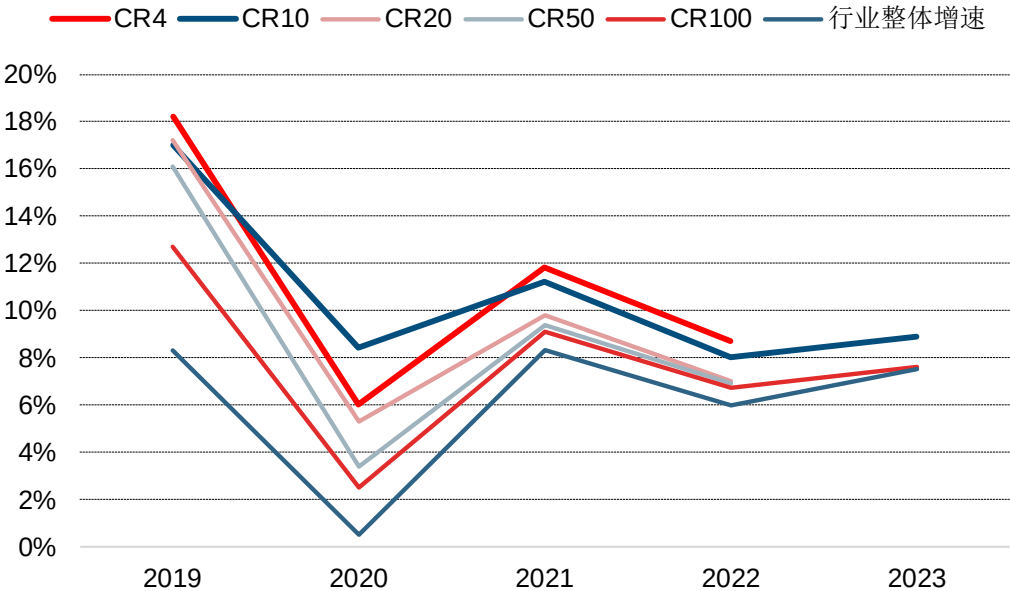


医药流通：收入端稳健向好，关注回款及十五五

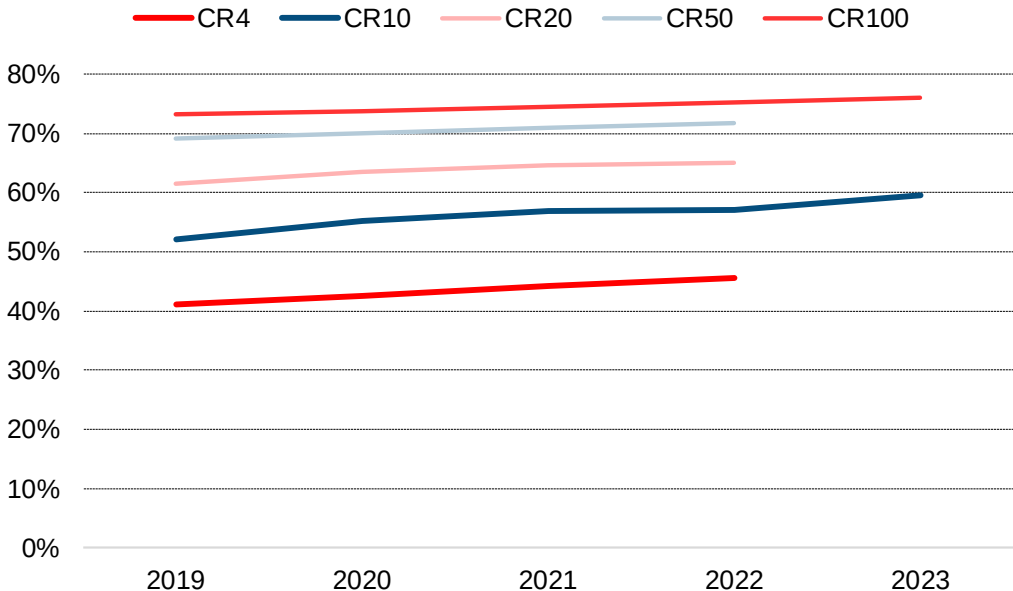
行业稳健增长，关注创新业务、十五五规划及回款催化

➤ **新进入门槛较高，行业集中度仍有提升空间。**2023年，中国前100位药品流通企业主营业务收入占全国医药市场总规模的76%，其中国药集团、上海医药、华润医药、九州通、重庆医药及中国医药联合体等5家全国龙头企业收入占比达到51.3%，同比提升1.5个百分点。我们认为，目前国内医药流通行业新进入者经营难度较大，在集采扩面、规模优势凸显、医院端需求转型等多个因素影响下，头部企业经营优势进一步放大，市场集中度有望加速提升。

图：中国医药流通市场各层级企业收入增速



图：中国医药流通市场集中度



医药流通：收入端稳健向好，关注回款及十五五

行业稳健增长，关注创新业务、十五五规划及回款催化

- **创新业务加速增长，持续贡献额外增量。**医药上市企业积极推动业务转型创新，围绕分销主业，发展协同业务优化整体盈利能力：1) 开展覆盖全链条的商业保险业务；2) 上游：聚焦药品、器械、特医食品、医美产品等工业产品研发及生产；3) 分销行业内部：开展SPD、创新药进口总代、CSO等创新业务；4) 下游：开展全病程管理、大型医疗设备维修、药店及诊所系统性支持业务。

图：分销行业创新业务概览

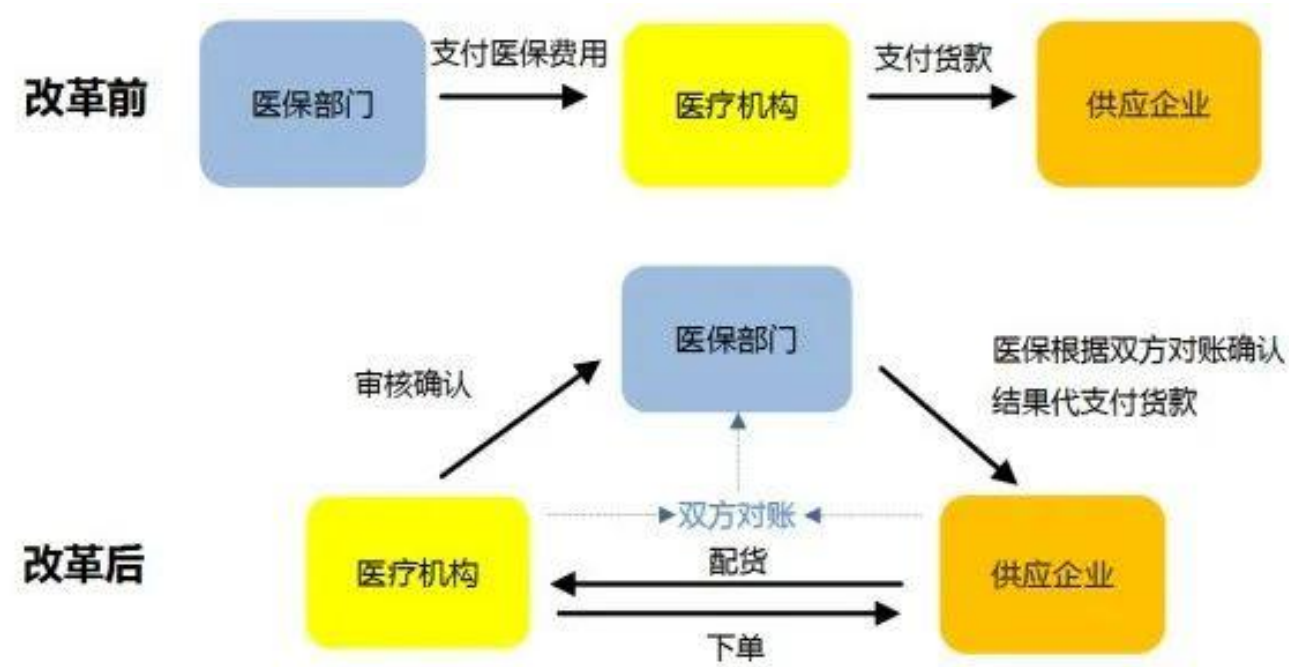


医药流通：收入端稳健向好，关注回款及十五五

行业稳健增长，关注创新业务、十五五规划及回款催化

➤ **政策助力回款向好，流通行业经营有望改善。**2024年以来，由于经济等多方面原因医院回款账期有所拉长，流通企业资金成本压力较大，医保局发布多条相关政策加速回款。2025年10月，医保局进一步发布政策明确2025年底前全国所有统筹地区均需开展即时结算，同时2026年底前实现即时结算资金占本地医保基金月结算资金的80%以上，有望加速回款。

图：部分地区医保回款改革前后模式对比



医药流通：收入端稳健向好，关注回款及十五五

边际改善，关注头部企业

- **边际改善，关注头部企业。**展望 2025 年，我们认为，院内用药需求或将稳步释放，市占率有望稳步提升，院内分销业务收入有望呈现稳健增长趋势，叠加工业板块、CSO、进口总代、器械大健康、新零售板块等创新业务稳步放量，医药流通企业收入端有望稳健向好。此外，各家公司积极推进降本增效，成果或将逐步体现，叠加部分一过性因素影响逐步消除，看好头部流通企业经营边际改善，利润稳步向好。考虑到十五五战略规划制定及国企改革有望催化估值，我们持续看好大型央国企及具备经营改善预期的标的，如上海医药、国药控股、九州通、华润医药、国药股份、国药一致等。

7

国企改革：政策土壤日益成熟，多元催化提升估值



中信建投证券
CHINA SECURITIES

国企改革：政策土壤日益成熟，多元催化提升估值

国企改革驶入快车道，政策土壤日益成熟

➤ **政策体系逐渐完善，改革方向日益明确。**2013年，十八届三中全会拉开了国企改革的序幕，会议明确指出了国企改革的重点方向，并为后续国企改革奠定了坚实基础。随后，在2015年9月，国务院发布了《关于深化国企改革的指导性意见》，从顶层设计上勾画出了改革的具体方向，进一步加速了相关文件出台落地，逐渐形成“1+N”的政策体系，并于2016年12月正式建设完成。

表：国企改革核心政策及近年主要政策

发布时间	政策/事件/发布机构	主要内容
“1”为纲领性文件		
2015.09.13	《关于深化国有企业改革的指导意见》	1) 改革目标是促进国有企业转换经营机制，放大国有资本功能，提高国有资本配置和运行效率，实现各种所有制资本取长补短、相互促进、共同发展；
“N”为配套文件		
2021.05.30	关于中央企业在完善公司治理中加强党的领导的意见	进一步把加强党的领导和完善公司治理统一起来、加快完善中国特色现代企业制度作出部署、提出要求，是推进中国特色现代企业制度建设的标志性制度成果，对于中央企业坚持和加强党的全面领导、加快建设世界一流企业，具有重要意义。
2022.02.28	关于加快建设世界一流企业的指导意见	要毫不动摇鼓励、支持和引导非公有制经济发展，国有企业要不断深化改革，对标世界一流，做强做优做大。
2022.05.27	提高央企控股上市公司质量工作方案	聚焦影响央企控股上市公司高质量发展的短板弱项，在3年内分类施策、精准发力，推动上市公司内强质地、外塑形象，争做资本市场主业突出、优强发展、治理完善、诚信经营的表率。
2022.06.20	关于国有资本投资公司改革有关事项的通知	准确把握国有资本投资公司功能定位，持续深化改革成果，有效发挥功能作用，加快形成具有鲜明特点的发展模式。
2022.10.16	中国共产党第二十次全国代表大会	促进国企聚焦主责主业、提升产业链供应链支撑和带动能力，推动国有资本和国有企业高质量发展，建立完善区别于党政领导干部、符合市场经济规律和企业家成长规律的国有企业人员管理机制。
2022.11.02	关于盘活行政事业单位国有资产的指导意见	加快推进行政事业单位各类国有资产盘活利用，建立健全资产盘活工作机制，通过自用、共享、调剂、出租、处置等多种方式，提升资产盘活利用效率。
2022.12.03	《推动提高沪/深上市公司质量三年行动计划》和《中央企业综合服务三年行动计划》	(1) 服务推动央企估值回归合理水平。推动央企上市公司主动与投资者沟通交流，提升透明度。(2) 服务助推央企进行专业化整合。配合国务院国资委开展央企专业化整合，为央企整合提供更多工具和通道，推动打造一批旗舰型央企上市公司。(3) 服务完善中国特色现代企业制度。积极引导央企上市公司用好股权激励、员工持股等各类资本工具，不断完善实现高质量发展的体制机制。

国企改革：政策土壤日益成熟，多元催化提升估值

国企改革驶入快车道，政策土壤日益成熟

表：国企改革核心政策及近年主要政策

发布时间	政策/事件/发布机构	主要内容
2022.12.16	中央经济工作会议	深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。坚持分类改革方向，处理好国企经济责任和社会责任关系。完善中国特色国有企业现代公司治理，真正按市场化机制运营。
2023.02.02	中国证监会召开2023年系统工作会议	要推动提升估值定价科学性有效性，逐步完善适应不同类型的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系，更好发挥资本市场的资源配置功能。
2023.03.03	国有企业对标世界一流企业价值创造行动	以“四个突出”对标世界一流企业价值创造，将价值创造贯穿经营决策全程。
2023.09.14	中央企业产业链融通发展共链行动	聚焦中央企业产业链间协作、中央企业与优质中小企业之间融通发展，建立常态化工作协同机制，
2024.01.24	国资委新闻发布会	着力提高中央企业创新能力和价值创造能力，深入推进国有经济布局优化和结构调整，加快建设现代化产业体系，更好发挥科技创新、产业控制、安全支撑作用，为持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。
2024.01.29	国务院国资委	召开考核分配工作会议，推动“一企一策”考核全面实施， 全面推开上市公司市值管理考核。
2024.07.21	中共中央关于进一步全面深化改革推进中国式现代化的决定	1) 深化国资国企改革，完善管理监督体制机制，增强各有关管理部门战略协同，推进国有经济布局优化和结构调整。 2) 进一步明晰不同类型国有企业功能定位，完善主责主业管理，明确国有资本重点投资领域和方向。 3) 推动国有资本向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域集中，向关系国计民生的公共服务、应急能力、公益性领域等集中，向前瞻性战略性新兴产业集中。 4) 深化国有资本投资、运营公司改革。建立国有企业履行战略使命评价制度，完善国有企业分类考核评价体系，开展国有经济增加值核算。 5) 允许更多符合条件的国有企业以创新创造为导向，在科研人员中开展多种形式中长期激励。 6) 深化国有企业工资决定机制改革，合理确定并严格规范国有企业各级负责人薪酬、津贴补贴等。
2024.09.27	国务院国资委	到2025年，国有企业必须普遍推行末等调整和不胜任退出制度
2024.12.17	关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见	1) 着力提高上市公司发展质量；2) 积极开展有利于提高投资价值的并购重组；3) 加大市场化改革力度；4) 全面提高信息披露质量；5) 主动加强投资者关系管理；6) 稳定投资者回报预期；7) 完善增强投资者信心的制度安排；8) 健全市值管理工作制度机制；9) 严守依法合规底线。
2025.02.18	关于印发《企业国有资产交易操作规则》的通知	企业国有资产交易应当遵循等价有偿和公开、公平、公正的原则，接受国有资产监督管理机构的监督。

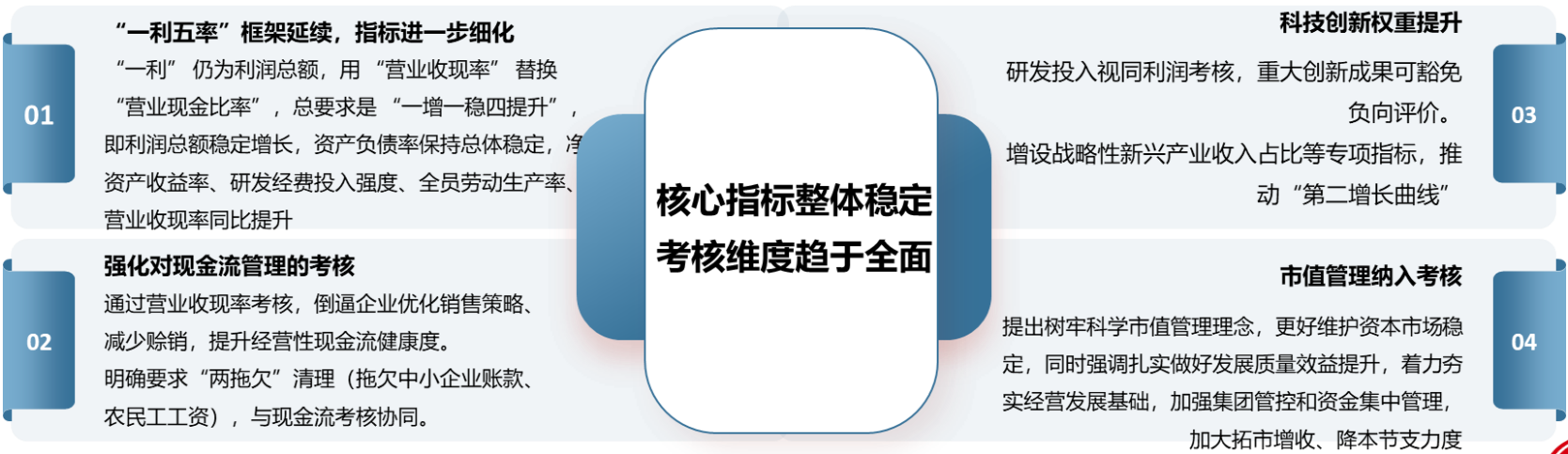


国企改革：政策土壤日益成熟，多元催化提升估值

国企改革进入新阶段，市值管理、并购政策持续落地

- **2025年国资委对央企考核制度思路呈现多方面变化。**一是优化“一利五率”指标体系，用“营业收现率”替换“营业现金比率”，突出现金收入的重要性，要求央企实现“一增一稳四提升”，即利润总额稳定增长，资产负债率保持稳定，净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业收现率同比提升。二是更加注重科技创新，着眼于科技研发渐进性等特点，强化出资人政策支持，推动激励措施动态优化，增加高质量科技供给，推进高效率成果转化。三是建立国有企业履行战略使命评价制度，引导央企从“经济效益导向”向“战略使命优先”转型，更好地服务国家战略。四是完善分类考核评价体系，深入推进“一业一策、一企一策”考核，健全穿透式监管体系，提升考核精准性有效性。五是强调市值管理理念，将其纳入央企负责人考核体系，以更好维护资本市场稳定。

图：2025年央企考核体系调整方向



国企改革：政策土壤日益成熟，多元催化提升估值

国企改革进入新阶段，市值管理、并购政策持续落地

- **强调市值管理，关注部分破净公司。**2024年11月15日，证监会制定了《上市公司监管指引第10号——市值管理》，并自发布之日起实施。《指引》明确，上市公司可以结合自身情况，综合运用7种方式促进上市公司投资价值合理反映上市公司质量：一是并购重组，二是股权激励、员工持股计划，三是现金分红，四是投资者关系管理，五是信息披露，六是股份回购，七是其他合法合规的方式。同时，《指引》明确，对市净率低于所在行业平均水平的长期破净公司要求制定估值提升计划并专项说明。我们认为，市值管理指引的出台将引导公司通过增持回购、资本运作、分红等方式提升自身价值，估值仍有提升空间。
- **2024年9月24日，证监会制定《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》。**“并购六条”明确支持跨界并购、允许并购未盈利资产，支持“两创”板块公司并购产业链上下游资产等，引导更多资源要素向新质生产力方向集聚。我们认为，证监会将积极支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组，包括开展基于转型升级等目标的跨行业并购，以及有助于补链强链、提升关键核心技术水平的未盈利资产收购，引导更多的资源要素向新质生产力方向集聚，医药行业尤其医药央企仍有较多并购整合机会。



国企改革：政策土壤日益成熟，多元催化提升估值

国企改革进入新阶段，市值管理、并购政策持续落地

表：《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》内容汇总

主要方向	主要内容
助力新质生产力发展	1) 鼓励上市公司围绕科技创新、产业升级布局，引导更多资源要素向新质生产力方向聚集。 支持双创板块上市公司并购产业链上下游资产。 2) 支持运作规范的上市公司围绕产业转型升级、寻求第二增长曲线等需求开展符合商业逻辑的 跨行业并购 ，加快向新质生产力转型步伐。 3) 支持上市公司结合自身发展需要，在不影响持续经营并设置中小投资者利益保护的基础上，收购有助于补链强链、提升关键技术水平的 优质未盈利资产
加大产业整合支持力度	1) 鼓励引导头部上市公司立足主业， 加大对产业链上市公司的整合。 2) 完善股份锁定期等政策规定， 支持非同一控制下上市公司之间的同行业、上下游吸收合并，以及同一控制下上市公司之间吸收合并。 3) 支持传统行业上市公司并购同行业或上下游资产，加大资源整合，合理提升产业集中度。 4) 支持私募投资基金以促进产业整合为目的依法收购上市公司。支持沪深北交易所上市公司开展多层次合作，助力打造特色产业集群。
提升监管包容度	1) 支持交易双方以资产基础法、收益法、市场法等多元化的评估方法为基础协商确定交易作价。综合考虑标的资产运营/研发/业绩/同可比公司及可比交易定价等，多角度评价并购标的定价公允性。 2) 上市公司向第三方购买资产的，交易双方可以 自主协商是否设置承诺安排。 3) 顺应产业发展规律，适当 提高对并购重组形成的同业竞争和关联交易的包容度。
提高支付灵活性和审核效率	1) 鼓励上市公司综合运用 股份、定向可转债、现金 等支付工具实施并购重组，增加交易弹性。 2) 建立 重组股份对价分期支付机制 ，试点配套募集资金储架发行制度。 3) 建立重组简易审核程序，对上市公司之间吸收合并，以及运作规范、 市值超过100亿元且信息披露质量评价连续两年为A 的优质公司发行股份购买资产（不构成重大资产重组）， 精简审核流程，缩短审核注册时间。 4) 用好“小额快速”等审核机制， 对突破关键核心技术的科技型企业并购重组实施“绿色通道” ，加快审核进度，提升并购便利度。
提升中介机构服务水平	1) 引导证券公司加大对财务顾问业务的投入，充分发挥交易撮合作用，积极促成并购重组交易。定期发布优秀并购重组案例，发挥示范引领作用。 2) 强化证券公司分类评价“指挥棒”作用，提高财务顾问业务的评价比重，细化评价标准。督促财务顾问、会计师事务所、律师事务所、评估机构等中介机构归位尽责，提升执业质量。 3) 支持上市证券公司通过并购重组提升核心竞争力，加快建设一流投资银行。
依法加强监管	1) 引导交易各方规范开展并购重组活动、严格履行信息披露等各项法定义务。 2) 严格监管“忽悠式”重组，从严惩治并购重组中的 欺诈发行、财务造假、内幕交易 等违法行为，打击各类违规“保壳”行为，维护并购重组市场秩序，有力有效保护中小投资者合法权益。

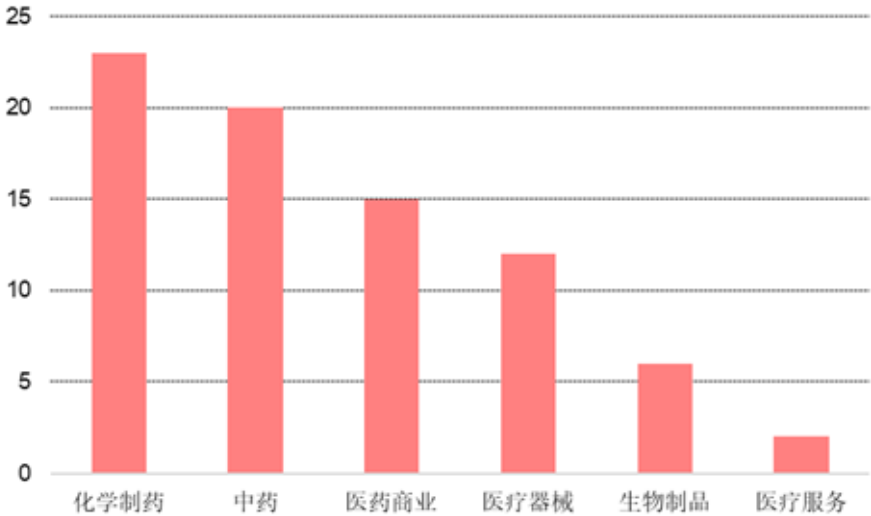


国企改革：政策土壤日益成熟，多元催化提升估值

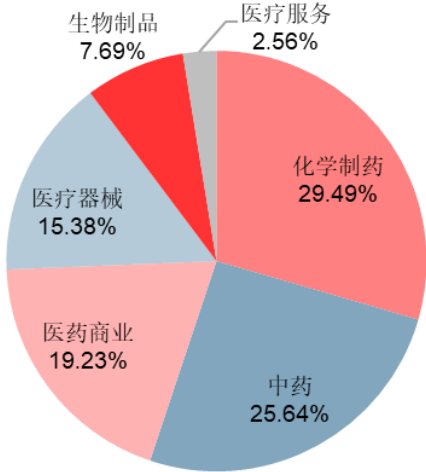
关注十五五规划

➤ **A股化药、中药、医药商业板块国企占比较高。**据wind数据，目前A股共有78家医药上市公司由国资委、地方政府、中央国家机关控股，其中化学制药板块国企数量最多，占总数的29.5%，中药板块国企数量次之，占比达到25.6%，医药商业板块国企数量占比也超过了19%，医疗服务板块国企数量则最少。我们认为，随着国企改革持续进行，化学制药、中药及医药商业板块企业值得重点关注。

图：A股医药子板块国企数量（个）



图：A股医药子板块国企数量占比



国企改革：政策土壤日益成熟，多元催化提升估值

关注十五五规划

➤ **多元化举措，经营、估值均有望改善。**整体而言，近期资本市场迎来新一轮利好政策密集出台期，包括但不限于证监会提出市值管理、鼓励长期资金入市、鼓励并购重组等，叠加央国企内部持续推进降本增效、结构优化以及十五五规划制定，我们认为央国企上市平台运作将进入新的阶段，经营及估值均有望改善，持续看好央国企改革主线。

表：医药央国企后续关注方向梳理

主要方向	代表公司及需关注事件
整合优化	1) 国药系：①中国中药后续整合情况；②太极集团商业板块优化情况；③集团及子公司管理层变动导致的经营体系调整； 2) 华润系：①昆药集团及华润圣火整合情况；②华润三九及润生药业协同合作情况；③华润双鹤及华润紫竹整合情况；④华润医药商业引入战投后的优化情况； 3) 通用系：①重药控股整合优化情况；②东软医疗整合优化情况； 4) 上海医药工业板块持续优化。
外延并购	1) 国药系：国药集团拟收购重组卫光生物进展； 2) 华润系：华润三九拟收购天士力进展；
激励机制	1) 国药系：期待子公司股权激励加速落地； 2) 华润系：①江中药业2024年1月推出第二期限制性股票激励计划（草案），期待后续加速落地；②东阿阿胶2024年1月推出第一期限制性股票激励计划（草案），期待后续加速落地；③2024年为华润三九上一期股权激励考核最后一年，期待新一轮股权激励计划；④期待其余子公司加速落地股权激励计划。 3) 通用系：期待子公司股权激励加速落地。
回购、增持	1) 华润系：华润江中拟增持江中药业股份，增持总金额不低于0.6亿元人民币（含），不超过1.2亿元人民币（含）
提高分红	市值管理背景下，多数央国企上市公司分红率均有提升空间。
十五五规划	十五五规划战略制定节奏



8

风险提示



中信建投证券
CHINA SECURITIES

风险提示

- **行业政策风险：**因为行业政策调整带来的研究设计要求变化、价格变化、带量采购政策变化、医保报销范围及比例变化的风险。尤其是集采、医保支付政策的变化，对行业发展预期影响较大。
- **研发不及预期风险：**新药和器械在研发过程中，存在临床入组进度不确定、疗效结果及安全性结果数据不确定的风险。
- **审批不及预期风险：**审批过程中存在资料补充、审批流程变化因素导致的审批周期延长的风险。
- **宏观环境波动风险：**全球经济增速进一步放缓，可能影响下游需求，此外还需要考虑国际关系、气候变化、通货膨胀及汇率和利率方面的风险。

分析师介绍

贺菊颖：中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

刘若飞：医药消费及生物制品联席首席分析师，北京大学生物技术硕士，2017年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药流通、连锁药店、疫苗、血制品、CRO、原料药、基因测序等细分领域。2024年、2023年、2022年、2021年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

袁全：中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021年加入中信建投证券研究发展部，主要负责中药、医美、医药商业、全球视野研究等细分领域，2024年、2023年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名团队核心成员。

汤然：医药行业分析师，北京大学临床医学博士，2022年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖CXO、疫苗、血制品细分领域。

沈兴熙：医药行业分析师，武汉大学健康经济学硕士，2023年加入中信建投证券研究发展部医药团队，主要覆盖基因检测、药店、医药流通、中药及商保板块。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的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。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层

电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号南塔2103室

电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心
35楼
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼

电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk



中信建投证券
CHINA SECURITIES