

价值重塑，静待花开

核心观点

中国医药产业迈入“创新兑现 + 全球布局”的关键阶段，人口与内需基数、全产业链制造能力构成核心支撑，企业积极探索多元化的出海路径。面对全球竞争与政策深化，行业需“立足于内、创新引领、开拓于外”，对内强化供应链安全与合规能力，对外深化多元化出海布局。展望 2026 年，重点把握创新商业化、全球化突破、政策优化带来的新增量及行业并购整合的机遇。

摘要

全球视角：创新价值凸显，中国力量加速渗透

中国医药具“创新升级 + 供应链韧性”优势，2025 前三季度创新药海外授权超去年全年，器械也在积极探索出海路径。美国主导早期研发与高端定价，但跨国药企专利悬崖下需求旺盛，中国资产全球性价比凸显，内外协同空间广阔。

国内的价值重塑：聚焦高质量发展，筑牢创新与合规根基

①政策：聚焦高质量发展，集采优化、多元化支付、医疗服务价改推进；②制药链：创新药进入商业化放量期，关注供应链安全；③器械：国产替代向中高端延伸，看好出海、新科技（AI、脑机接口）及并购整合等新技术落地；④跟踪中药、药店、医疗服务等行业触底回升与转型升级的机会。

出海的价值重塑：多维突破，构建全球化新格局

①创新药：BD 常态化，迈入国际化 2.0 时代；②产业链：国内和海外需求回暖；③原料药：化解短期扰动，向特色原料药 / CDMO 转型；④器械：开拓海外市场，创新器械自主销售与 BD 并行；⑤血制品 / 疫苗：静丙海外注册、疫苗出海模式多元。

2026 年投资展望：价值重塑，静待花开

①创新主线：创新药（ADC、二代 IO、小核酸、减重）、创新器械（AI 医疗、脑机接口等）。②出海主线：具备全球临床数据与国际化能力的创新药企、积极开拓海外市场的器械公司。③边际变化主线：1) 政策红利：医疗设备更新等；2) 供求改善：CXO 行业订单复苏、上游物料国产替代及海外销售。④整合主线：器械细分赛道龙头、中药国企改革标的、具备产业链整合能力的制药企业。

风险提示：药械招采及控费政策严于预期、行业竞争激烈程度强于预期、创新药及器械审批进度不及预期，外部环境变化难以判断

医药生物

维持

强于大市

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

刘若飞

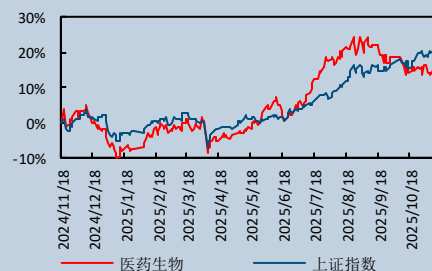
liuruofei@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

发布日期：2025 年 11 月 18 日

市场表现



相关研究报告

25.11.05

【中信建投医药生物】:医药上市公司 2025 年三季度业绩回顾：结构分化，创新药产业链表现出色

25.11.02

【中信建投医药生物】:医药行业周报：2025ESMO：中国创新药从“跟随”到“引领”

目录

2026 年年度策略：价值重塑，静待花开	1
20+年复盘：从资本市场视角看医药产业变迁方向	1
未来展望：医药产业将走向何方	4
投资策略：价值重塑，静待花开	10
价值重塑机会之一：多元化支付	10
价值重塑机会之二：出海机会大有可为，多元化路径百花齐放	13
价值重塑机会之三：行业整合	17
创新药：国内政策继续支持，迈入国际化 2.0 时代	19
医保谈判稳步推进，创新产品有望惠及更多患者	19
集采稳妥推进，更加强调质量导向、临床价值和供应稳定	25
国际化 2.0 时代：BD 常态化，回归全球价值	29
BD 常态化，中国产品全球竞争力依然突出	29
从交易 BD 到回归产品全球价值	30
复盘康方生物：BD 只是起点，AK112 全球价值持续提升	30
复盘科伦博泰：扎实和快速的海外临床推进，带动估值持续上升	35
从产品授权到公司国际化，我们长期看好具备自主出海能力的公司	41
日本武田制药国际化路径的启示	42
技术展望：继续关注 ADC、减重、双抗及小核酸赛道	43
ADC：25 年学术会议重磅频出，期待 26 年海外 III 期临床兑现	43
IO 双抗临床持续推进，2026 年众多催化剂值得期待	44
小核酸药物：全球产业实现多维突破，中国创新药企展现全球竞争力	46
GLP1 类药物市场规模持续提升，数据读出同样值得期待	48
投资建议：继续看好国际化、政策支持和技术突破带来的投资机会	49
CXO：国内投融资触底回升，细分行业需求回暖	51
全球创新需求逐渐回暖，国内投融资再次开启正循环	51
CDMO 板块需求稳定，CRO 行业逐步回暖	52
持续关注 GLP-1、ADC 催化下细分 CDMO 成长机会	54
海外 CXO：投融资有所改善，CDMO 需求稳定	59
CXO 行业投资建议	59
生物制药上游产业链：内外需共振，复苏可期	61
全球市场持续扩容，国产化率持续提升	61
行业触底企稳，25 年复苏可期	62
科学试剂：国产化率提升，出海加速	65
科研经费投入增加，科学试剂板块市场需求愈发强劲	65
生物药蓬勃发展带动科学试剂行业持续扩容	66
利润端降幅持续收窄	68
企业积极开拓海外市场，国产品牌出海加速	70
生物制药上游及科研试剂行业投资建议	72

医疗服务：行业受消费和多重政策影响，消费医疗增速好于严肃医疗.....	73
医保支付方式改革完成全覆盖，未来版本更新不断完善分组和配套机制.....	73
医保：构建多元化支付体系，期待完善顶层制度设计出台.....	75
医疗器械：短期关注业绩改善，长期看好国际化、创新、并购.....	77
整体观点：26 年多家公司有望业绩改善，看好板块结构性投资机会.....	77
细分领域 26 年展望：各板块复苏进度有所差异，政策影响将逐步减弱.....	78
建议关注 25Q4 和 26 年的医疗器械政策进展或事件.....	78
各细分领域：短期关注各赛道的行业复苏拐点和业绩修复机会.....	80
长期看好国际化、创新及并购整合机会.....	94
国企改革：政策土壤日益成熟，多元催化提升估值.....	104
国企改革驶入快车道，政策土壤日益成熟.....	104
关注十五五规划.....	107
医药消费及生物制品行业 2026 年度策略总结.....	109
中药：着眼长期，静待改善.....	112
中药板块历史复盘.....	112
中药行业股价复盘：政策催化市场景气度变化，转型升级带来行业新机遇.....	112
中药板块基本面复盘：多因素影响下持续承压，看好需求回暖加速出清.....	113
中药行业未来展望.....	115
短期：基数压力逐步缓解，关注行业基本面改善.....	115
长期：着眼长远，关注基药目录及十五五规划进展.....	115
中药企业转型升级.....	118
转型升级路径 1：积极布局创新转型，构建第二增长曲线.....	118
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.....	121
中医药细分板块投资逻辑梳理.....	124
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.....	124
中药处方药：阵痛过后聚焦创新及学术引领，中药处方药恢复可期.....	126
血制品：期待供需紧平衡格局恢复，关注浆站拓展及行业并购.....	128
行业表现：前三季度收入保持稳健，利润端持续承压.....	128
行业趋势：期待供需紧平衡格局恢复，关注浆站拓展及行业并购.....	130
供给端：关注“十五五”浆站扩张情况，行业并购整合趋势显现.....	130
需求端：白蛋白短期承压，静丙等产品需求增长空间广阔.....	133
血制品行业展望：期待供需紧平衡格局恢复，关注浆站拓展及行业并购.....	138
疫苗：经营持续承压，期待销售环比改善及新品贡献.....	140
行业表现：历经多年发展，2024 年至今持续承压.....	140
国内疫苗研发竞争激烈，看好创新品种未来格局及研发进展.....	142
肿瘤治疗性疫苗：疫苗适应症拓展热点领域.....	144
创新疫苗适应症持续拓展，后续进展值得关注.....	147
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.....	150
疫苗出海：产品销售&技术授权并重，推动国际化进程.....	152
疫苗行业展望：关注产品销售改善及创新管线进展.....	154
医药零售：转型变革稳步推进，关注多元催化.....	156

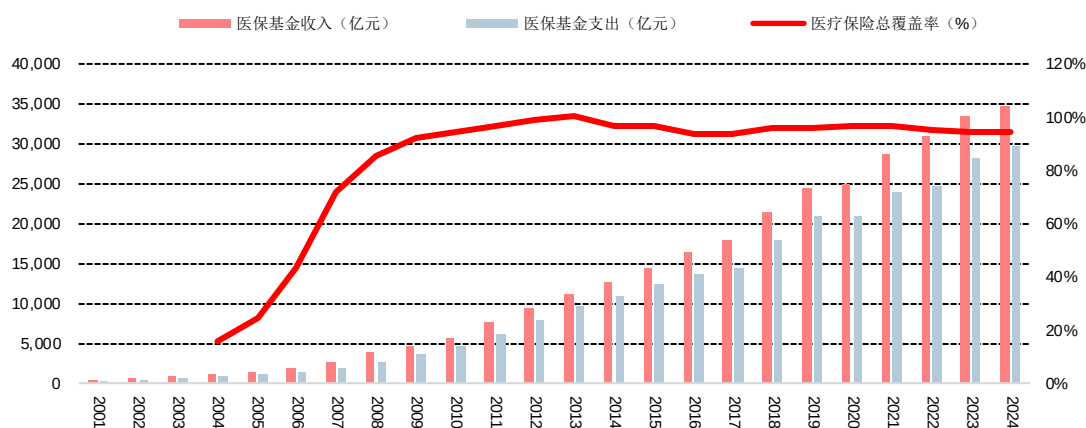
前期股价反应充分，多元因素催化股价	156
头部企业市占率持续提升，关注多元催化.....	157
医药流通：收入端稳健向好，关注回款及十五五	164
多因素影响，股价表现分化.....	164
行业稳健增长，关注创新业务、十五五规划及回款催化.....	164
边际改善，关注头部企业	167
风险分析.....	168

2026 年年度策略：价值重塑，静待花开

20+年复盘：从资本市场视角看医药产业变迁方向

我们以医保政策变化为标准对历史进行阶段的划分。1) 1998-2004 年:破旧立新。国家开始缩减公费医疗支出，同时在企业中推广城镇职工基本医疗保险制度和在农村推广新农合试点，行业维持温和增长的速度。2) 2005-2011 年:比翼双飞。城镇职工基本医保及新农合实现广覆盖和筹资水平的不断提升，医保对医药行业产生显著影响，进入共同快速扩张期。3) 2012-2017 年:精益求精。医保管理从扩张期走向精细化管理，医保控费的压力逐步加大，医保支出及行业增速同步放缓，但压力总体可控。4) 2018-2025 年：全域管理。2018 年国家医保局成立，推动首次全国范围的药品集采，由此拉开了药耗集采的序幕；2024 年开始，医保对院外市场的管理更加精细化，体现其全方位管理的思路。

图 1:医保基金收支情况



数据来源：人社部，国家医保局等，中信建投证券

按照上述阶段划分，复盘医药股的整体表现后，我们发现每个阶段的投资主线都有其明显的时代特征。

1998-2004 年：经济快速发展，行业温和增长，保障体系初步形成，品牌中药是最重要的投资主线，原料药也有阶段性机会。背后的核心原因是人均可支配收入上升带来快速的消费升级和品牌偏好度上升、药品分类管理办法及大众媒介的普及。2001 年加入 WTO 后，原料药的技改升级及出口也提供了阶段性投资机会。

表 1: 1998-2004 年：医药上市公司表现复盘

1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
关于完善药品价格政策改进药品及事件	WTO	药品分类管理，定价政策	药品管理法 2001 版，加强行业监管	生物制品批签发制度	SARS	单独定价政策，抗生素降价，GSP
通知						

行业深度报告

表现优异个股	江中药业、云南白药、同仁堂	天坛生物、江中药业、云南白药、同仁堂	华润双鹤、丽珠集团、万东医疗、太极集团、东阿阿胶	同仁堂、云南白药、华润双鹤、华东医药、东阿阿胶、太极集团	哈药股份、华东医药、华润双鹤、通化东宝、康美药业、上海医药	华润双鹤、海正药业、康缘药业、华北制药、山东药玻	华海药业、东阿阿胶、恒瑞医药、海正药业、康缘药业、同仁堂、天士力、云南白药
投资主线	品牌 OTC	品牌 OTC	化药、品牌 OTC	品牌 OTC、化药	化药	非典疫情	原料药技改及出口、品牌 OTC、中药处方药、个别化药

资料来源: wind, 中信建投证券

2005-2011 年：医院终端的黄金时期。医保继续扩张且对行业增速产生显著影响，同时新医改推动“补供方”政策，医院进入扩张期。即便 2006 年有行业合规因素影响，但仍然不妨碍产业进入医院终端的处方药及医药分销的黄金时代，同时品牌 OTC 的头部公司仍有不错的表现。

表 2: 2005-2011 年：医药上市公司表现复盘

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
行业政策及事件	药品定价政策细化，药品分类管理强化	反商业贿赂	行业从低点反弹，新医改开始酝酿	新医改继续酝酿和启动	医改政策颁布，基药制度确立	公立医院改革试点	医保付费制度改革试点开始推进
表现优异个股	云南白药、片仔癀、现代制药、新和成、科华生物、浙江医药、白云山	国药股份、恒瑞医药、华兰生物、江中药业、南京医药、东阿阿胶、华润三九、国药一致	亿帆医药、广济药业、丽珠集团、双鹭药业、新和成、中恒集团、东阿阿胶、康缘药业、华润三九	鱼跃医疗、双鹭药业、恩华药业、通化东宝、云南白药、科华生物、康缘药业、国药股份、恒恒瑞医药、华润三九	中恒集团、人福医药、健民集团、长春高新、益佰制药、昆药集团	中恒集团、鱼跃医疗、长春高新、山大华特、东阿阿胶、片仔癀、益佰制药、同仁堂、信立泰、爱尔眼科	新华医疗、昆药集团、通策医疗、天士力、同仁堂、片仔癀、爱尔眼科
投资主线	品牌中药、原料药、体外诊断	医药分销、品牌中药、个别处方药龙头	处方药、品牌中药	处方药、品牌中药、体外诊断、医药分销、家用器械	甲流概念、基药主线、处方药	处方药、家用器械、品牌中药、民营医疗	品牌中药、基药、民营医疗、处方药

资料来源: wind, 中信建投证券

2012-2017 年：医院改革和医保精细化管理逐步展开，但相对温和。这个阶段的医药行业增速在逐步放缓，部分企业感受到一些发展的压力；资本市场在混沌中寻找主线，仍然主要围绕医院终端，但是更多时候在非药领域。这个阶段非药领域的控费力度不大，还是个较好的发展阶段。

表 3: 2012-2017 年：医药上市公司表现复盘

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
请务必阅读正文之后的免责条款和声明。						

行业政策及事件	限抗，公立医院改革拉开序幕	基药增补	县级医院改革、大病医保、药品临	一致性评价、首次医保谈判	鼓励创新、两票制、医保谈判、全面取消药品加成、器械临床核查
表现优异个股	红日药业、信立泰、长春高新、北陆药业、丽珠集团、国药一致、片仔癀、华润三九、云南白药	上海莱士、和佳股份、翰宇药业、迪安九强生物、九安医疗、迪瑞医疗、尚荣医疗、宝莱特、新华医疗、乐疗、万东医疗、普医疗、爱尔眼科	创新器械审评开始	万孚生物、山河药辅、维力医疗、贝瑞基因、美年健康、老百姓、益丰药房	凯莱英、司太立、健帆生物、博雅生物、花园生物、华兰生物
投资主线	处方药、品牌中药	血制品、医院建设相关、医疗器械、消费医疗	医疗器械	基因测序、器械、连锁药房	新股和次新股、血制品
					原料药、疫苗、生长激素、低估值白马

资料来源：wind，中信建投证券

2018-至今：医保管理更加精细化，最近一年医保对院外市场的管理更加严格。2018年国家医保局成立，推动首次全国范围的药品集采，由此拉开了药耗集采的序幕；2024年开始，医保对院外市场的管理更加精细化，体现其全方位管理的思路。医保控费的精细化给行业增长带来挑战，但也推动业界必须深刻思考如何转型升级。医保控费下，投资人对产品的刚需和临床价值评估越来越高，相应的创新药及其产业链的投资机会成为重要主线。同时，国家自上而下的产业政策引导也非常重要：2021年开始国家层面推动对中医药产业的支持，2024年开始推动对创新药全产业链的支持，带来了这两个细分赛道的较长时间的股价表现。

表 4: 2018-2025 年：医药上市公司表现复盘

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
行业政策及事件	创新药产业链关							
	国家医保局成立，第一次全国药品集采	关注度提升；环保要求提升；原料药供给侧改革见效	新冠疫情	新冠疫情、支持中药政策酝酿	国家层面支持中药政策持续落地	国家层面支持中药政策持续落地	全产业链支持创新药政策落地、医保加强对院外地的医保管控	国家支持商保的政策陆续落地、创新药跨境 BD 频出
表现优异个股	药明康德、迈瑞医疗、通策医疗、爱尔眼科、智飞生物、泰格医药、昭衍新药	康龙化成、长春高新、健友股份、司太立、天宇股份、九洲药业、益丰药房、老百姓、大参林	英科医疗、硕世生物、达安基因、新产业、以岭药业、药明康德、泰格医药	九安医疗、东富龙、热景生物、健民集团、广誉远、楚天科技、同仁堂、达仁堂、华润三九	新华制药、众生药业、中国医药、华润三九、太极集团、康缘药业、昆药集团	百利天恒、新诺威、首药控股、天士力、东阿阿胶、太极集团、华润三九	热景生物、艾力斯、海思科、佐力药业、东阿阿胶、云南白药、华润三九	舒泰神、一品红、荣昌生物、百普塞斯、昭衍新药、药明康德
投资主线	CXO、医疗服务、器械	CXO、原料药、药店	新冠相关诊断和治疗公司、CXO	新冠主线、品牌 OTC	新冠主线、品牌 OTC	创新药、品牌 OTC	创新药、品牌 OTC	创新药、CXO 及上游

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

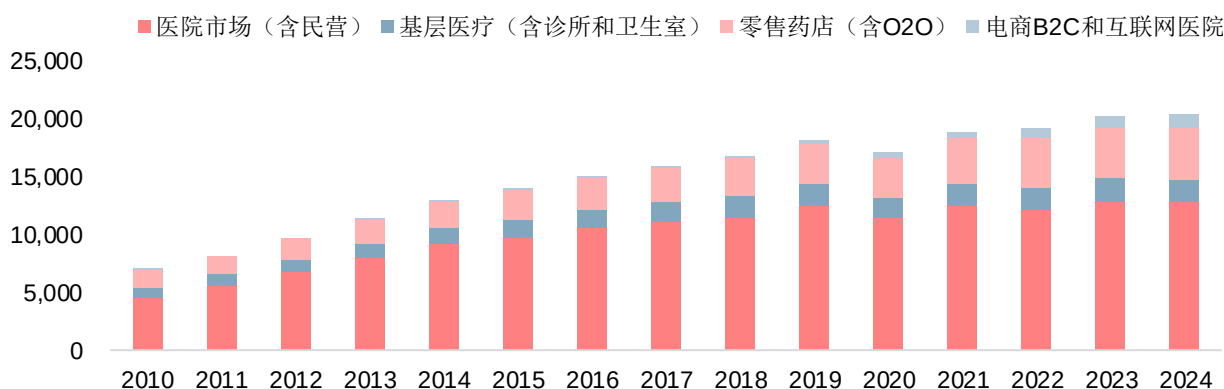
资料来源: wind, 中信建投证券

未来展望：医药产业将走向何方

在医保精细化管理的背景下，包括药店终端在内的行业整体增长平稳。2024 年，受医保控费影响，医院市场持续承压，药品销售收入同比下降 0.9% 为 12676 亿元，基层医疗机构及药店渠道均同比增长 0.7%，线上渠道表现较好，同比增长 21.3%。

处方外流持续加速，线上表现较好。受双通道、门慢门特、互联网诊疗等政策影响，中国处方外流速度持续提升，进而驱动院外市场加速扩容，从 2010 年到 2024 年，医院市场药品销售占比从 64.8% 下降至 62.5%，基层医疗机构销售占比则从 13.6% 下降到 10.8%，药店渠道占比基本保持不变在 21.6% 左右，电商 B2C 及互联网医院渠道销售占比显著提升，从 0.1% 左右提升至 5.9%。

图 2: 中国医药终端药品销售结构，亿元，不含非药品



数据来源: 中康科技, 中信建投证券

医药上市公司整体表现承压。2025 年前三季度，医药行业全板块营业收入同比下降 1.98%；2025 年上半年，医药行业全板块营业收入同比下降 3.06%，整体看，医药行业收入呈现改善趋势。2025 年前三季度，医药行业全板块扣非归母净利润同比下降 11.60%；2025 年上半年，医药行业全板块扣非归母净利润同比下降 12.50%，扣非归母净利润呈现改善趋势。

表 5: 2025Q1-Q3 以及 2025Q1-Q3 生物医药细分板块营收及利润增速情况

会计数据 (算术平均)	2024Q1	2025Q1	同比增长	2024H1	2025H1	同比增长	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	同比增长
营业收入	17.24	16.46	-4.50%	33.90	32.86	-3.06%	50.21	49.21	-1.98%
营业成本	11.61	11.22	-3.42%	22.70	22.28	-1.81%	33.78	33.48	-0.89%
销售费用	2.16	1.97	-8.90%	4.29	4.06	-5.38%	6.32	6.13	-3.05%
管理费用	0.83	0.82	-0.53%	1.68	1.69	0.64%	2.57	2.60	1.18%

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

研发费用	0.60	0.60	-1.01%	1.27	1.24	-2.26%	1.91	1.92	0.44%
财务费用	0.03	0.06	122.45%	0.05	0.12	139.64%	0.19	0.21	13.08%
投资净收益	0.09	0.24	170.90%	0.27	0.63	136.19%	0.37	0.85	127.39%
公允价值变动净收益	-0.03	0.00	-110.35%	-0.05	0.06	-220.12%	0.02	0.12	434.02%
营业利润	1.99	1.93	-2.76%	3.97	3.88	-2.25%	5.60	5.46	-2.49%
利润总额	1.98	1.92	-2.88%	3.94	3.84	-2.48%	5.55	5.39	-2.85%
归母净利润	1.54	1.51	-2.34%	3.10	3.03	-2.38%	4.39	4.24	-3.36%
扣非归母净利润	1.47	1.33	-9.60%	2.92	2.55	-12.50%	4.07	3.60	-11.60%

资料来源: wind, 中信建投证券

创新药产业链表现突出，器械及零售等有所改善。2025 年前三季度，生物制药上游、CRO/CMO、医疗设备、家用器械板块呈现收入和扣非归母净利润的双重增长，绝大部分板块 2025 年前三季度扣非归母净利润呈现下滑。

表 6: 2025Q1-Q3 以及 2025Q1-Q3 生物医药细分板块营收及利润增速情况

	营业收入增速						扣非归母净利增速						预测市盈率	
	2024H1	2024Q1-Q3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-Q3	2024H1	2024Q1-Q3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-Q3	2025E	2026E
医药行业整体	-1.1%	-0.78%	-1.53%	-4.49%	-3.06%	-1.98%	-5.95%	-8.00%	-11.96%	-9.60%	-12.50%	-11.60%	24.21	22.13
生物制药上游	-16.3%	-15.90%	-10.02%	-8.70%	-2.98%	1.26%	-90.05%	-99.89%	-126.48%	-53.06%	15.94%	27898.17%	48.22	32.60
CRO/CMO	-11.7%	-8.32%	-3.99%	14.07%	14.77%	13.86%	-32.43%	-31.83%	-20.54%	28.07%	27.14%	35.99%	18.21	15.65
科研试剂	8.4%	7.24%	6.54%	0.41%	-2.18%	-0.64%	-21.83%	-41.61%	-57.35%	-8.57%	-14.85%	24.19%	47.96	28.93
医疗设备	-2.1%	-4.40%	-4.45%	1.93%	7.13%	14.12%	-22.12%	-41.86%	-40.24%	-9.51%	-8.35%	18.89%	-12.49	-45.20
医药零售	7.1%	6.59%	4.35%	-0.84%	-0.90%	-0.72%	-16.05%	-19.70%	-27.36%	-5.59%	1.98%	3.83%	4.55	3.81
家用器械	-14.2%	-7.52%	-3.53%	0.11%	0.18%	0.82%	-9.96%	3.40%	5.38%	-11.99%	5.77%	3.47%	16.85	14.30
化学制剂	3.5%	3.81%	2.73%	-2.54%	-2.05%	-1.34%	19.84%	18.63%	14.67%	2.87%	0.86%	-0.32%	50.26	28.84
其他器械	3.2%	6.09%	10.57%	4.41%	-4.55%	-8.23%	-10.94%	-7.42%	-81.43%	22.50%	0.07%	-2.17%	26.55	71.46
医疗服务	2.5%	1.53%	1.29%	6.79%	1.82%	0.78%	-12.03%	-11.86%	-22.83%	28.05%	7.28%	-2.31%	7.04	-8.14
高值耗材	15.2%	14.80%	13.55%	3.20%	4.83%	5.03%	26.28%	25.42%	17.85%	-0.60%	0.30%	-2.44%	37.45	19.76
中药	-2.1%	-2.42%	-3.82%	-8.36%	-5.18%	-3.82%	-2.98%	-6.03%	-17.19%	-6.72%	-10.57%	-10.01%	22.64	47.97
医药分销	-0.2%	1.32%	1.00%	-0.94%	0.56%	1.19%	1.69%	0.56%	-9.63%	-7.01%	-16.17%	-15.49%	56.22	33.35
原料药	-0.6%	0.46%	0.76%	-5.17%	-6.89%	-6.70%	13.02%	23.15%	95.90%	4.07%	-8.34%	-17.47%	50.58	31.03
血制品	0.9%	-5.57%	-3.31%	6.45%	5.28%	1.50%	23.39%	12.07%	13.99%	-6.72%	-9.19%	-22.25%	4.50	4.37
低值耗材	14.6%	18.75%	18.73%	5.83%	3.06%	0.84%	79.08%	99.47%	721.51%	35.61%	-17.87%	-22.92%	26.55	71.46
综合器械	5.0%	2.11%	-0.19%	-11.70%	-15.90%	-10.21%	10.79%	1.82%	-7.11%	-17.90%	-30.09%	-24.77%	16.85	14.30
其他生物药	-1.2%	0.18%	-2.62%	-4.79%	-1.00%	-1.77%	-15.58%	-11.19%	-18.40%	-31.90%	-19.16%	-24.90%	20.04	14.88
医美	0.4%	-0.58%	-4.36%	-16.15%	-17.16%	-16.79%	10.31%	2.12%	-12.83%	-33.12%	-32.74%	-34.97%	34.45	24.20

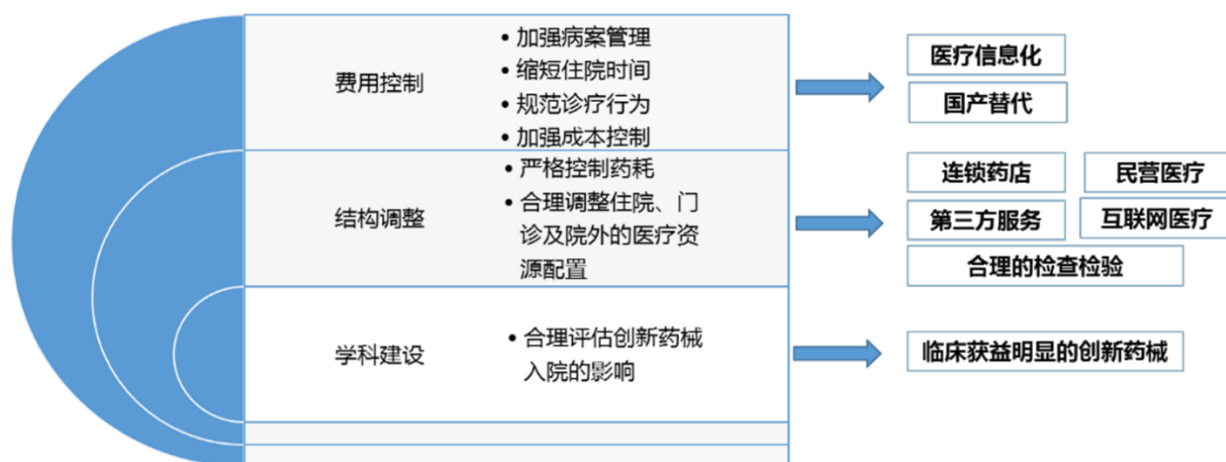
请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

体外诊断	-1.5%	-1.44%	-3.51%	-15.16%	-14.87%	-13.80%	-9.23%	-15.24%	-26.75%	-37.78%	-49.21%	-44.92%	26.54	22.28
生物药	-13.9%	-17.96%	-20.93%	-27.69%	-20.11%	-16.13%	-37.20%	-38.89%	-45.24%	-60.27%	-51.65%	-51.14%	39.76	31.65
疫苗	-29.8%	-40.11%	-46.79%	-68.44%	-60.22%	-52.51%	-57.38%	-65.63%	-73.85%	-118.50%	-119.54%	-132.53%	13.05	14.24
ICL(第三方检验)	-9.1%	-10.12%	-11.36%	-20.18%	-20.04%	-16.53%	-72.32%	-89.23%	-615.86%	-2127.75%	-203.78%	-297.34%	37.45	19.76

资料来源: wind, 中信建投证券

我们认为, 未来本土医药行业变化有两个核心规律。院内方面, 将更加关注创新和科研成果转化能力, 持续强化临床价值评估; 院外市场仍有包括预防、保健、处方外流等相关的增量机会, 同时需要关注品类结构变化的趋势。

图 3: 从医院行为的变化推演行业趋势



数据来源: 国家卫健委, 中信建投证券

院内市场: 医院发展模式将发生重大转折, 临床证据重要性提升, 商业保险提供增量

院内市场方面, 需要关注公立医院发展方式的重大变革。医院发展模式将从单纯的规模扩张转向提质增效, 运行模式从粗放管理转向精细化管理, 资源配置从注重物质要素转向更加注重人才技术要素, 为更好提供优质高效医疗卫生服务、防范化解重大疫情和突发公共卫生风险、建设健康中国提供有力支撑。

重点任务: 1) 构建新体系 (国家医学中心及省级区域医学中心, 医联体, 分级诊疗); 2) 引领新趋势 (重点专科建设, 基础研究, 科研转化, 新服务模式, 信息化建设); 3) 提升新效能 (精细化管理); 4) 激活新动力 (薪酬改革, 医疗服务价格调整, 医保支付方式改革); 5) 建设新文化; 6) 坚持和加强党对公立医院的全面领导。

重要启示: 1) 结合公立医院发展模式的变化, 探讨新的增长逻辑; 2) 医院及医生的关注点: 科研成果转化; 3) 医院的增量来源: 国家或区域医学中心、三甲医院新院区、县级医院、专科医院。

在进院方面, 国产创新药的代表性品种通过头对头挑战标准疗法, 强化临床价值认同。头对头挑战标准疗

法的难度和风险很高，但成功将带来可观回报。例如百济神州的泽布替尼（百悦泽）通过头对头临床研究做出对伊布替尼的优效结果，在全球取得较大的商业成功。百悦泽第三季度全球销售额总计 74.23 亿元，同比增长 51.0%。其中，美国市场销售额总计 52.66 亿元，同比增长 46.9%。欧洲销售额总计 11.65 亿元，同比增长 68.2%。中国销售额总计 6.61 亿元，同比增长 36.2%，未来有望成为全球最畅销的 BTK 抑制剂。除此之外，也有信达生物、康方生物、丽珠医药、科伦博泰等公司开展头对头临床试验。

表 7: 国产创新药代表性品种头对头临床试验统计

公司	试验药物	靶点	对照药物	临床结果
百济神州	泽布替尼	BTK	伊布替尼	优效
信达生物	玛仕度肽	GCGR, GLP1R	司美格鲁肽	优效
康方生物	依沃西单抗	PD-1, VEGFA	帕博利珠单抗	优效
丽珠医药	XKH004	IL17A, IL17F	司库奇尤单抗	优效
科伦博泰	博度曲妥珠单抗	HER2	恩美曲妥珠单抗	优效
映恩生物	DB-1303	HER2	恩美曲妥珠单抗	-
百奥泰	BAT5906	VEGF	雷珠单抗	优效

资料来源：丁香园，公司公告，中信建投证券

中药品种也同样可以通过积累高质量的临床和真实世界研究证据，提升临床价值的认同。我们看到行业的头部公司华润三九针对重要品种参附注射液开展了多项大型 RCT 研究，例如在脓毒症、心力衰竭等领域，研究结果发表在国内外权威医学期刊上。另一个典型的代表是东阿阿胶，2024 年“复方阿胶浆癌因性疲乏研究”凭借高等级的循证设计、严谨的质控体系和高水平的研究成果斩获 ASCO 年会疼痛与症状管理领域的“特别优异奖”，这说明了中医药也可以通过科学设计、严格控制的大型临床研究提供高质量的循证医学证据。

同时，我们还积极关注院内市场支付端的多元化变化趋势。2025 年的国家医保谈判引入了一个重要的新机制，首次设立了“商保创新药目录”，与传统的“基本医保目录”同步进行，旨在为高价值创新药开辟新的支付路径。从细分领域看，CAR-T、ADC 和双抗成为本次谈判的主力。在 42 款仅通过商保初审的品种中，跨国药企产品占据主导，包括强生 3 款双抗、诺和诺德司美格鲁肽片等。

表 8: 参加 2025 商保谈判的 CAR-T、双抗、ADC 代表性品种

药品通用名称	上市许可持有人	成分类别	靶点	批准日期
纳基奥仑赛注射液	合源生物	CAR-T	CD19	2023/11/7
伊基奥仑赛注射液	驯鹿生物	CAR-T	BCMA	2023/6/30
泽沃基奥仑赛注射液	科济药业	CAR-T	BCMA	2024/2/23
阿基仑赛注射液	复星凯瑞	CAR-T	cD19	2021/6/22
瑞基奥仑赛注射液	药明巨诺	CAR-T	CD19	2024/8/20
注射用戈沙妥珠单抗	吉利德	ADC	TROP2	2022/6/7
注射用奥加伊妥珠单抗	Wyeth	ADC	CD22	2021/12/20
注射用维恩妥尤单抗	安斯泰来	ADC	Nectin-4	2024/8/13

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

注射用贝林妥单抗	安进	双抗	CD3, CD19	2025/5/6
埃纳妥单抗注射液	辉瑞	双抗	BCMA, CD3	2025/3/4
埃万妥单抗注射液	强生	双抗	EGFR, c-Met	2025/2/8
艾美赛珠单抗注射液	罗氏	双抗	FX, FIXa	2023/8/24
塔奎妥单抗注射液	强生	双抗	CD3, GPRC5D	2025/2/8
特立妥单抗注射液	强生	双抗	BCMA, CD3	2024/6/18
注射用泽尼达妥单抗	百济神州	双抗	HER2	2025/5/27

资料来源：医保局，中信建投证券

院外市场：关注存量调整和新业务转型，多元化品类贡献或加速

日本的经验：保健品（包括 OTC、健康食品、美容补充剂等）也能穿越行业周期。 1) 弱周期性：业务不受医保降价直接影响，价格自主权更高。2) 品牌与渠道驱动：建立强大的消费者品牌后，能形成极深的护城河和用户忠诚度。3) 稳定现金流：消费属性强，需求稳定，能提供持续的现金流，反哺高风险的创新药研发。4) 契合社会趋势：日本社会高度老龄化，对健康、长寿、美容的需求是长期且增长的。

成功案例： 1) 大冢制药：宝矿力水特是功能性饮料的常青树。2) 卫材：Chocola BB 系列是家喻户晓的营养补充剂品牌。3) 三得利：虽然是饮料巨头，但其健康保健品业务也非常成功。4) Fancl：以“无添加”为核心的美容和健康食品品牌。

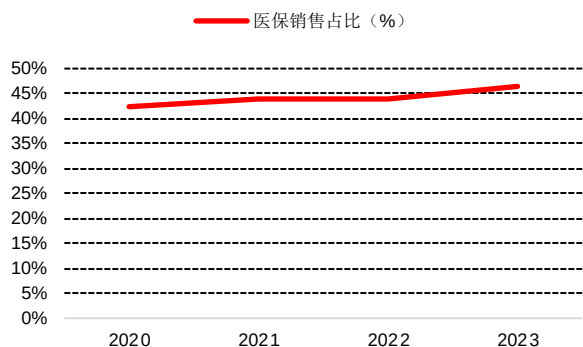
图 4：自我诊疗市场：蕴藏无限商机，选好细分市场



数据来源：国家卫健委，中信建投证券

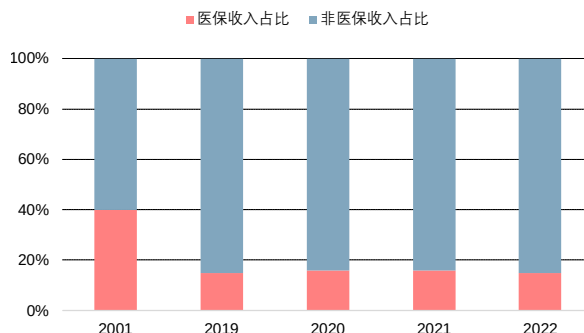
院外市场：医保占比将会下降，多元化品类或将加速贡献。 中国药店行业长期依赖医保个人账户资金支付，2023 年医保收入占比达到 46.4%，随着个账增量资金逐步减少及医保控费趋严，药店过往依靠医保盈利的模式亟需改变。中国台湾省的大树药局通过多元化品类布局，医保收入占比从 2001 年的 40% 下降到 2022 年的 14.8%，盈利能力保持相对稳健，主要是将部分医保产品作为引流产品，其余高毛利率产品持续放量。

图 5: 中国药店医保销售占比



数据来源: 中国药店, 中康科技, 中信建投证券

图 6: 台湾省大树药局医保收入占比



数据来源: 公司官网, 中信建投证券

主要药店上市公司: 聚焦存量调整及新业务转型。头部药店聚焦存量调整及新业务转型。头部连锁药店在进行存量药店调整及出清的同时, 积极寻求转型机会。其中: 益丰药房收入及利润长期维持稳健增长趋势且毛利率保持较高水平, 精细化管理能力长期位居行业前列, 且现阶段已开始转型试点; 一心堂核心布局云南地区, 转型速度相对较快, 现阶段门店转型试点经验及跨省发展经验值得借鉴。

表 9: 药店主要指标对比

上市药 店	2024 年 市值 (亿元)	2024 年 收入 (亿元)	2019-2024 年收入 CAGR	25H1 门店数量 (家)	2019-2024 年直 营门店数 CAGR	核心布局地 区	2024 年销 售毛利率	2024 年 销售净利 率	转型进度及方向
益丰药 房	292.68	240.62	18.55%	合计 14701 家, 其中直营 门店 10681 家, 加盟门店 4020 家	20.02%	中南地区	40.12%	6.87%	增加健康产品及流量性便利 产品
老百姓	126.63	223.58	13.90%	合计 15385 家, 其中直营 门店 9784 家, 加盟门店 5601 家	20.71%	华中/华东 地区	33.17%	3.06%	双线转型、商采革新体校、 数智 AI 赋能
大参林	194.97	264.97	18.92%	合计 16833 家, 其中直营 门店 10370 家, 加盟门店 6463 家	17.44%	华南地区	34.33%	3.70%	强弱品类协同, 推动 1000 家 药妆店改造计划
一心堂	82.34	180	11.43%	合计 11372 家, 其中直营 门店 11372 家	12.91%	西南地区	31.79%	0.61%	专业服务+泛健康生态, 目标 是 30% 的专业药房、70% 的 多品类经营门店
健之佳	32.14	92.83	21.34%	合计 5464 家, 其中直营门 店 5464 家	25.64%	西南地区	35.80%	1.38%	去医保化, 尝试药诊所、慢 病管理、母婴店、跨境电 商、美妆店、宠物店、便利 店、体检中心
漱玉平 民	44.79	95.7	22.52%	合计 9042 家, 其中直营门 店 5072 家, 加盟门店 3970	21.34%	华东地区	25.37%	-2.14%	与台湾大树药局合作, 积极 进行多元化转型

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

家

资料来源：wind，公司公告，中信建投证券

投资策略：价值重塑，静待花开

外部挑战将是常态，核心是判断产业和公司的国际比较优势是否持续。中国医药产业的核心比较优势在于广阔的国内市场、生产和供应链优势及快速提升的创新能力。产业政策自上而下对于产业创新非常支持。

26 年策略：价值重塑、静待花开。我们看好的大方向相较于 25 年没有太大变化，但各自的内涵会有一定变化。从细分行业看，我们看好：创新药及其产业链（创新药从单一的 BD 投资主线转向全球价值实现、产业链看好有出海赋能能力的公司）；器械（出海能力强的公司、AI、脑机接口）；并购整合（器械、上游及生命科学等）；中药和药店等行业等待基本面见底，但资金持仓比例已经很低，可以关注转型类公司的投资机会。

表 10: 2026 年我们看好的行业主线及代表性公司

主线	产业趋势	代表性细分行业及主线	选股逻辑（相对于 25 年的变化）	相关公司
创新	全球流动性有望继续改善，对创新类资产的定价较为有利；国家政策鼓励行业创新；同时建议积极关注前沿技术的发展	创新药及制药企业（双抗及多抗、TCE、核药等）、器械（AI、脑机接口等）	创新药：基于全球的临床价值评估； 器械：AI 医疗和脑机接口等，在政策支持背景下，产业有望加速落地	百济神州、信达生物、科伦博泰、康方生物、百利天恒、三生制药、恒瑞医药、信立泰、海思科、金斯瑞生物科技等； 迈瑞医疗、联影医疗、乐普医疗、微创医疗、惠泰医疗、微电生理、美好医疗、翔宇医疗、金域医学、美年健康
出海	长期看，医药行业有望走出全球性大公司，但投资人也需对出海带来的挑战有充分预期	创新药 医疗器械 疫苗	创新药：BD 常态化，全球价值实现更加重要，市场会更加关注全球临床及其数据的质量； 器械：专利保护、市场准入、商业化能力评估	科伦博泰、三生制药、信达生物等 瑞迈特、新产业、联影医疗、迈瑞医疗等 康希诺、康泰生物、欧林生物
拐点型	包含政策及供求关系的边际改善	医疗器械 CXO 生命科学及生物制药上游	经营改善空间 国内投融资持续改善、海外客户粘性 经营改善空间	美好医疗、奕瑞科技、新产业、鱼跃医疗、英科医疗等 药明康德、药明合联、药明生物、凯莱英、九洲药业、泰格医药、诺思格、普蕊斯 百普赛斯，森松国际，东富龙，楚天科技等
并购整合	产业资本和并购基金开始出手	医疗器械、上游及生命科学、中药	传统业务接近出清或估值在底部区域、产业基础较好但可能面临资金压力等	微创医疗、康华生物等

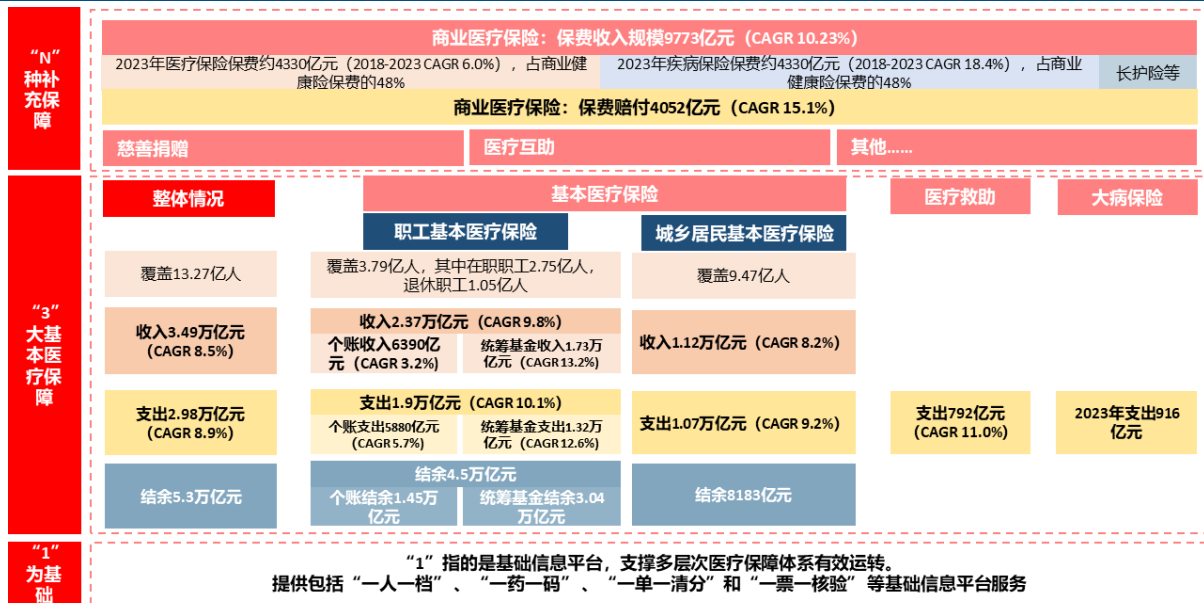
资料来源：wind，中信建投证券

价值重塑机会之一：多元化支付

定位补充保障，协同支撑医药行业发展。过往医药行业医保支付占据主要地位，随着老龄化程度加深，医保尤其居民医保长期压力较为明显，需要多种补充保障提供额外支持。2024 年，医保局进一步明确推动建立“1+3+N”多层次医疗保障体系，其中商业健康保险是“1+3+N”多层次医疗保障体系的重要组成部分，补充定位或缺不可，或将与医保共同发力支持医药行业发展，协同体现支撑作用。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

图 7: 中国 1+3+N 多层次医疗保障体系（2024 年）



数据来源：wind，国家统计局，国家医保局，中国保险业协会，中国药科大学，思派健康，中国商业医疗险发展蓝皮书，中信建投
 注：CAGR 指 2018 年至 2024 年年均复合增长率，图中收入、支出规模数据均为 2024 年情况，整体情况中支出 CAGR 不含大病保险

从全球来看，各国商业健康险制度受多重因素影响，未来我们对商保发展路径的判断不能脱离医疗体制的要求。其中比较重要的因素包括：医疗体制、历史、政治、文化及社会结构等。在公共医疗保障覆盖率高的国家，商保支付占比通常会低一些，但也会起到重要的补充作用；而在公共保障不足的国家，商保支付占比通常会高一些，甚至可能超过政府计划在医疗支付端的占比。从历史角度看，德国在 1883 年即建立了世界上首个社会健康保险体系，因此公共保险占主导；而在美国，商保的出现则要比政府计划提前几十年。

表 11: 不同类型的医疗保险体制

类型	特点	代表国家	商保占比
全民医保型	政府通过税收提供免费或低费医疗	英国、加拿大等	部分服务由私人保险补充
公共保险主导型	强制健康保险覆盖全民或多数群体 从工资中缴纳一定比例维持系统运行	德国、日本等	通常起到补充作用
商业保险主导型	并不强制参与公共保险，商业保险占主导	美国	私人保险占到主要部分
混合型	公共保险提供基本覆盖，但政府鼓励个人购买商业保险，以减轻公共医疗负担	荷兰、澳大利亚	可能较高

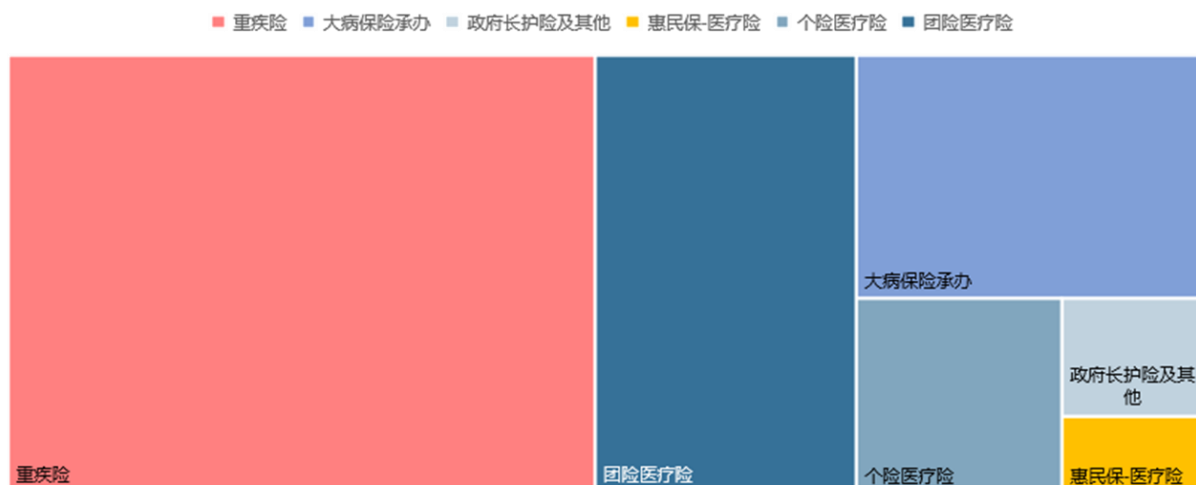
资料来源：CMS，VDEK，ONS，日本厚生劳动省，中信建投证券

医疗险重磅产品仍有放量空间。据估算，现阶段重疾险等疾病保险规模较大在 4300 亿元左右，其次为团险医疗险，规模在 2000 亿元左右，百万医疗等个险医疗险规模在 600-800 亿元，惠民保则由于保费相对较

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

低，规模在 200 亿元左右。考虑到市场接受程度、政府支持力度以及现阶段产品完善程度，我们认为惠民保、个险医疗险及团险医疗险等重磅品种仍有放量空间。

图 8：目前主要健康险产品保费规模估算，2023



数据来源：思派健康，中国商业医疗险发展白皮书，中信建投 注：为估算数据，疾病保险以重疾险为主

制药企业：从“药商”到“健康解决方案伙伴”。1) “特药险”合作模式，方式：与保险公司联合开发或定制一款中端医疗险，将本公司的创新药纳入该保险的“特药目录”或“外购药责任”。价值：对于患者，解决了“用不起药”的问题；对于药企，锁定了药品销量，提升了市场竞争力；对于保险公司，增强了产品吸引力。2) 基于疗效的保险模式，方式：药企与保险公司约定，如果使用其药品的治疗效果未达到预设的临床终点（例如，肿瘤缩小程度未达标），保险公司将向患者（或药企）返还部分药费。价值：这极大地增强了医生和患者使用新药的信心，是药企强有力的市场推广工具，同时也帮助保险公司控制了医疗风险。3) 数据与患者服务合作，方式：在符合数据隐私法规的前提下，药企可以匿名分析保险公司的理赔数据，了解药品在真实世界中的使用情况和治疗效果，反哺研发与市场策略。同时，药企可以为保险客户提供专业的用药指导、患者教育、不良反应管理等增值服务。

医药流通企业：从“物流商”到“供应链与数据中枢”。1) 打造“药品福利管理（PBM）”网络，方式：作为第三方，为保险公司建立和管理“特药直付网络”。当保险用户需要外购药时，由流通企业认证的药店（或自营药房）直接发药，并与保险公司结算，患者无需垫付。价值：为保险公司提供了稳定、可靠、高效的药品供应和结算服务，解决了保险公司的风控难题。2) 成为“药+险”产品的联合运营方，方式：利用其上下游关系，牵头联合制药企业和保险公司，共同设计“药+险”产品，并负责其中的药品供应链管理。价值：提升了自身在产业链中的枢纽地位，从单纯的物流服务商升级为综合解决方案提供商。3) 提供数据反哺与风控支持，方式：流通环节的药品流数据是重要的风控依据。流通企业可以协助保险公司验证药品处方的真实性、合理性，防止骗保和滥用，实现精准风控。

连锁药店：从“销售终端”到“健康服务前台”。1) 成为保险产品的“销售与服务网点”，方式：在药店内开辟保险咨询区，培训药师成为“健康顾问”，向有用药、健康管理需求的顾客推荐匹配的中端医疗险。价值：场景精准，转化率高。同时，药店拓展了收入来源，从“卖药”升级为“卖健康解决方案”。2) 承接“特药直付”和“理赔结算”服务，方式：作为保险公司的特药药房，为患者提供“直付”服务（患者凭保险

公司发放的药品兑换函直接取药）。同时，对于普通药品消费，探索与保险公司系统打通，实现“医保报销后，商保即时结算”。价值：极大提升了患者的购药和理赔体验，增强了客户黏性。3）升级为“社区健康管理中心”，方式：利用保险合作的支付能力，药店可以拓展服务边界，提供慢病管理、用药依从性跟踪、健康体检、疫苗接种等付费服务，这些服务可以打包进保险产品中。价值：将药店从单纯的交易场所，转变为提供持续健康管理的服务场所，构建核心竞争力。

价值重塑机会之二：出海机会大有可为，多元化路径百花齐放

中国创新药出海浪潮蓬勃。主因中国创新药实力增强，十年创新努力终开花结果。而与此同时，MNC 重磅药物专利悬崖即将到来，大多现金充沛，补充品种迫在眉睫。尤其例如 BMS 未来 5 年可能面临收入占比 69% 的专利悬崖且手握 109 亿美元类现金，默沙东未来 5 年可能面临收入占比 63% 的专利悬崖且手握 137 亿美元类现金。

图 9:MNC 营收情况与专利悬崖

2024FY 亿美元	收入	净利润	研发费用	类现金资产			未来5年专利悬崖药物占24年收入%	备注
				现金及等价物	交易性金融资产	合计		
强生	888	141	172	241	4	245	13%	乌司奴单抗已于23-24专利到期，24年收入仍达104亿美元，戈利木单抗24年到期，销售22亿美元。若加总则为27%
罗氏	687	94	152	77	114	191	43%	
默沙东	642	171	179	132	4	137	63%	
辉瑞	637	80	108	10	194	205	40%	
艾伯维	563	43	68	55	0.4	56	10%	Humira 专利过期，24年销售达90亿美元，当红免疫双星（Skyrizi+ Rinvoq）24年销售分别为117亿、60亿美元，将在31-33年专利到期。若加总则为58%
阿斯利康	541	70	136	55	2	57	34%	
诺华	517	119	100	115	20	135	40%	
BMS	483	-90	112	104	5	109	57%	来那度胺虽于2017-2018年专利到期，但其2024年销售额仍达58亿美元，若加总则为69%
礼来	450	106	110	33	2	34	38%	
赛诺菲	479	60	80	77	5	82	32%	
诺和诺德	421	146	70	22	15	37	-	司美格鲁肽专利悬崖欧美主要在31-32年=70%
GSK	396	33	81	49	0.3	49	36%	

数据来源：Bloomberg，Wind，各公司财报，insight，中信建投证券。备注：非美元计价财报存在汇兑误差

跨国公司的研发需求多元化，预示未来 BD 将成为常态；①专利悬崖领域，②新进入者领域，③小产品多但缺重磅领域，④新技术。

图 10:MNC 近 5 年专利到期重磅药物与布局重点

2024FY 亿美元	近年及未来5年专利到期的重磅药物>20亿美元						BD思路可能性: ①优势领域: 专利悬崖危机, ②新进入者领域, ③机会领域: 小产品多但缺重磅, ④新技术
	领域	药物	美国专利到期	欧洲专利到期	24FY销售		
强生	免疫	Stelara	乌司奴单抗	2023	2024	104	• 免疫: 重点领域, 各类机制全面较为布局, 持续补强 • 肿瘤: 血液肿瘤强势, 押注BCMA CART,TCE. 实体瘤需要拓展/补强 • 神经: 存在小品种, 但缺重磅品种, 146亿美元收购Intra-Cellular获得Caplyta
	免疫	Simponi	戈利木单抗	2024	2024	22	
	肿瘤	Darzalex	达雷妥单抗	2028	2029	117	
罗氏	神经	Ocrevus	奥瑞利珠单抗	2029	2029	77	• 肿瘤: 需要补充下一代IO+ADC. TIGIT多项III期终止, 24年终止5项早期临床管线。 • 免疫: 新兴发力者, 23年底71亿美元收购telavant获得TL1A • 代谢: 新进入者, 持续构建代谢领域。23年底收购Carmot获得减重临床管线, 25年初引进Amylin • 神经: 后续研发管线薄弱, 阿尔兹海默病药物Gantenerumab III期失败。收缩神经管线
	血友病	Hemlibra	艾美赛珠单抗	2028	2028	51	
	眼科	Vabysmo	法瑞西单抗	2029	2029	44	
	肿瘤	Tecentriq	阿替利珠单抗	2026	2027	45	
	肿瘤	Perjeta	帕妥珠单抗	2024	2025	45	
默沙东	肿瘤	Keytruda	帕博利珠单抗	2028	2028	295	• 肿瘤: K药是最大的专利悬崖, 补强ADC、PD-1/VEGF, 开启新一代IO+ADC联用 • 代谢: 西格列汀专利已经过期, 后续整体管线规模小, 缺乏重磅产品。正在开始布局GLP-1领域, BD了翰森的临前GLP-1小分子 • 免疫: 新兴发力者, 23年初108亿美元收购Prometheus获得TL1A
	疫苗	Gardasil 9	HPV	2025	2025	86	
辉瑞	肿瘤	Ibrance	帕博西尼	2027	2028	43	• 肿瘤: 430亿美元收购Seagen布局ADC, 但除了Nectin4 ADC, 其他ADC爆款有限, 可能需要继续补强, 近期大额引进三生PD-1/VEGF • 代谢: GLP-1口服药Lotiglipron和Danuglipron终止, 仅存1款口服GIPR处于2期, 需要外部收购补强 • 免疫: 在研三抗 (IL-4/IL-13/IL-33,IL-4/IL-13/TSLP), 需要补强
	肿瘤	Xtandi	恩扎卢胺	2026	2027	20	
	心血管	Eliquis	阿哌沙班	2026	2025	74	
	罕见病	Vyndaqel/Vyndamax	氯苯唑酸	2025	2028	54	
艾伯维	肿瘤	Venclexta	维奈克拉	2026	2026	26	• 免疫: 自免龙头, 重点布局, 持续补强。24年中引入明济生物TL1A • 代谢: 新进入者, 25年引进Gubra的长效Amylin, 亟需补强 • 肿瘤: 追赶者, 24年收购ADC平台ImmunoGen获得Fra ADC, 但需要持续补强 • 神经: 近期多项临床失败, 需要补强
	肿瘤	Imbruvica	伊布替尼	2026	2026	33	

数据来源: 公司公告, 美国FDA 橙皮书、欧洲EMA EPAR 数据库, 中信建投证券。备注: 专利到期时间是指核心化合物专利到期时间。

图 11:MNC 近 5 年专利到期重磅药物与布局重点 (续)

2024FY 亿美元	近年及未来5年专利到期的重磅药物>20亿美元					BD思路可能性:	
	领域	药物	美国专利到期	欧洲专利到期	24FY销售	①优势领域: 专利悬崖危机, ②新进入者领域, ③机会领域: 小产品多但缺重磅, ④新技术	
阿斯利康	代谢	Farxiga	达格列净	2024	2025	77	• 肿瘤: ADC龙头, 其中Enhertu获得大成功。缺失下一代iO, 需要补强 • 免疫: 新兴发力者, TSLP于21年获批上市 • 代谢: 追赶者, 已具备双靶、Amylin、口服GLP-1小分子基础布局。需要补强 • 神经: 2025Q1宣布全面退出
	罕见病	Soliris	依库珠单抗	2024	2025	26	
	肿瘤	Lynparza	奥拉帕利	2031	2029	37	
诺华	心血管	Entresto	沙库巴曲缬沙坦钠	2026	2025	78	• 心血管代谢: Entresto专利到期, 2019年97亿美元收购MDCO的Leqvio表现一般, 21年BD的Lp(a)处于III期, 重点关注小核酸等技术 • 肿瘤: 主攻核药、protac。之前一波错过PD-1, 可能会看ADC • 免疫: 支柱Cosentyx专利29年到期, Remibrutinib (BTK) 有望接棒, 前沿技术布局分子胶降解剂等
	免疫	Cosentyx	司库奇尤单抗	2031	2029	61	
	肿瘤	Promacta	艾曲波帕	2027	2025	22	
	肿瘤	Kisqali	瑞波西利	2027	2029	30	
BMS	心血管	Eliquis	阿哌沙班	2026	2025	133	• 专利悬崖集中爆发。在各个领域均有补强需求。近年也多次BD中国创新药管线, 如PD-1/VEGF: biontech/普米斯), ADC: 百利天恒、礼新
	肿瘤	Opdivo	纳武利尤单抗	2031	2028	93	
	血液肿瘤	Pomalyst	泊马度胺	2026	2025	35	
礼来	代谢	Jardiance	恩格列净	2023	2025	33	• 代谢: 重点领域, 布局全面, 持续BD补强巩固地位 • 肿瘤: 追赶者, 拓展核药等, 缺乏下一代iO和ADC • 免疫: 押注口服小分子 • 神经: 除Donanemab外, 管线多为早期资产。BD靶向血脑屏障穿透技术, 例如合作Sangamo的STAC-BBB平台。BD获取Nav1.8
	代谢	Trulicity	度拉糖肽	2027	2027	53	
	免疫	Taltz	依奇珠单抗	2027	2028	33	
	肿瘤	Verzenio	阿贝西利	2029	2031	53	
赛诺菲	免疫	Dupixent	度普利尤单抗	2027	2031	142	• 免疫: 重点领域, 持续补强, 全面布局各个新兴潜力重磅品种方向 • 肿瘤: 体量较小, 追赶者
诺和诺德	代谢	Ozempic/We govy/Rybelsus	司美格鲁肽	2032	2031	293	• 代谢: 代谢龙头, 但目前布局落后于礼来。Amylin停药率较高, 亟待补强口服管线。减脂增肌也有可能。
GSK	免疫	Nucala	美泊利单抗	2026	2027	23	• 肿瘤: 潜在新兴发力者, 目前体量较小, 管线分散, 需要补充下一代iO+ADC • 免疫: 呼吸强项, BD已补强TSLP (恒瑞)、TCE (恩沐), 后续可能考虑双抗三抗方向 • 代谢: 新进入者, 25年中收购FGF21再入MASH领域。
	感染	Dovato	多替拉韦/拉米夫定	2027	2028	29	

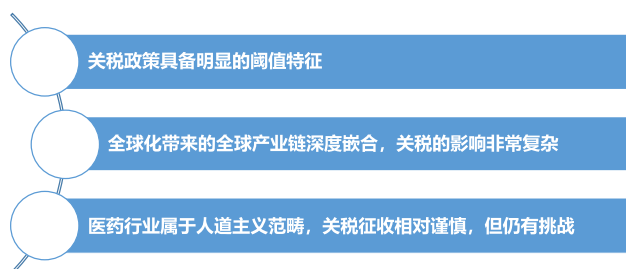
数据来源: 公司公告, 美国FDA 橙皮书、欧洲EMA EPAR 数据库, 中信建投证券。备注: 专利到期时间是指核心化合物专利到期时间。

从产品授权到公司国际化, 我们长期看好具备自主出海能力的公司。我们此前多次提出中国创新药出海的多个模式: NewCo、并购、授权、联合开发并存, 适配不同发展阶段企业及不同的战略目标。创新药经典出海模式“三步走”。第一种模式是“产品授权国际化”, 即授权+提成模式, 该模式授出方获得首付款、里程碑及

销售分成，在我国创新药企当前缺少国际运营能力的背景下仍为主流模式；第二种模式是研发及临床国际化，目前出现在部分头部企业中，这一模式资金需求大，对团队的国际化要求高；第三种模式是商业国际化，该模式可以获取潜在最大利润，但也是难度最大、风险最高的模式，目前只有极少数公司实现。**国际化 2.0 时代，我们认为 BD 授权将实现常态化，BD 交易后产品价值最大化及组织出海将更加重要。**

对于产品出海的公司，必然面临关税的挑战。我们认为医药行业关税具有三方面显著特征：**1) 关税政策具备明显的阈值特征**，超过一定比例的关税可能导致贸易量急剧下降甚至接近停滞，可能导致相应品类出现短缺风险。在阈值之上再提升关税比例带来的边际影响变小。**2) 全球化产业链带来的复杂性**：近年来全球化背景下产业链深度嵌合，使得关税的影响变得更加复杂。医药行业作为全球化程度较高的领域，其前端研发、原材料采购、制剂生产制造以及产品销售等环节均跨越国界。复杂的产业关联使得单一国家关税政策的调整的影响，需要在全球产业链国际分工中观察影响。**3) 医药涉及人道主义，关税征收相对谨慎**：医药行业因其涉及人类健康与生命安全，属于人道主义范畴，在关税征收上通常相对谨慎。但医药行业仍面临一定的关税挑战，一些国家为了保护本国医药制造产业或提升供应链稳定性，可能会实施特殊的关税政策或非关税壁垒。

图 12: 医药行业关税的特征

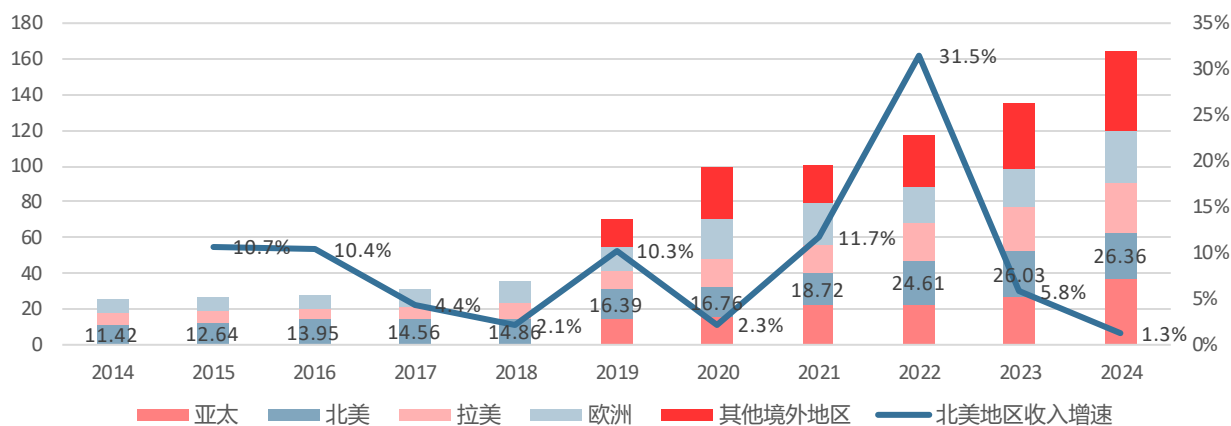


数据来源：Wind，中信建投

案例：迈瑞医疗如何应对关税挑战。中美贸易摩擦下北美业务增速短期有所波动，但长期增长中枢仍会逐步回归。根据迈瑞医疗招股书，2017 年公司销往美国的产品(谨慎考虑，假设全部销往美国的产品均在加税范围内)的关税完税金额为 7.54 亿元，如果加征 25% 关税，关税金额为 1.89 亿元，占 2017 年公司归母净利润的 7.28%。2018 年公司在北美地区实现营业收入 14.86 亿元，同比增长 2.1%，增速有所放缓。但 2019 年以来，公司在北美地区的收入增速逐步恢复至 10% 左右的中枢水平（剔除 2020 年全球 COVID-19 大流行的影响）。

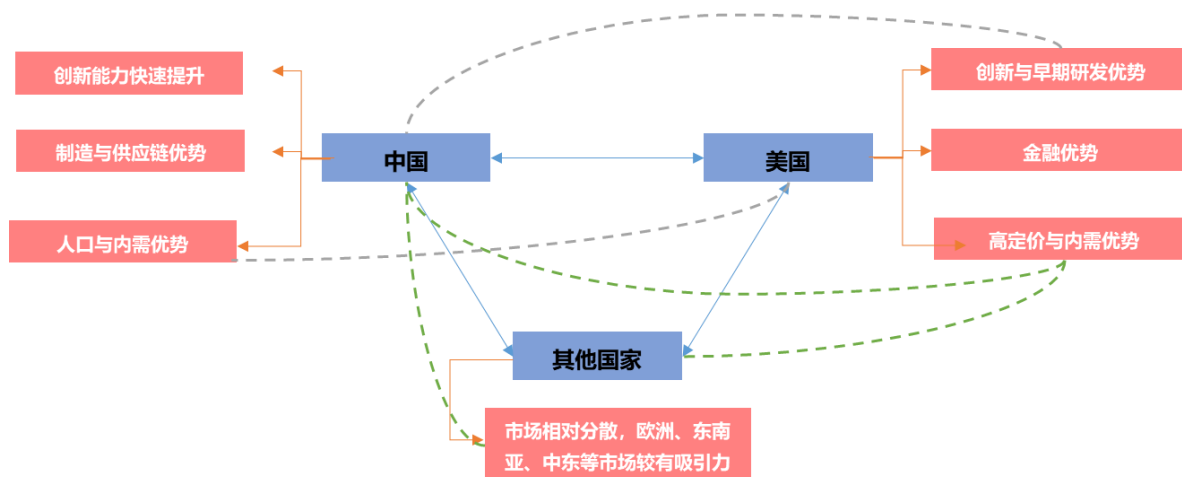
主要应对措施包括：1) **转移关税成本**，公司在细分领域有一定竞争力和客户粘性，可以一定程度提高价格，转移关税成本；2) **积极研究当地监管政策**，坚持合规经营的同时，**积极申请关税豁免**，部分产品此前加征的关税已经得到了豁免；3) **供应链管理**：原产地认定趋严，针对少数进口的原材料，公司将**积极拓展其他海外供应渠道或国内渠道**，做好合理的库存储备。

图 13: 2014-2024 迈瑞医疗海外收入（分区域，亿元）



数据来源：公司年报，中信建投证券

图 14: 中国医药行业面临的外部环境

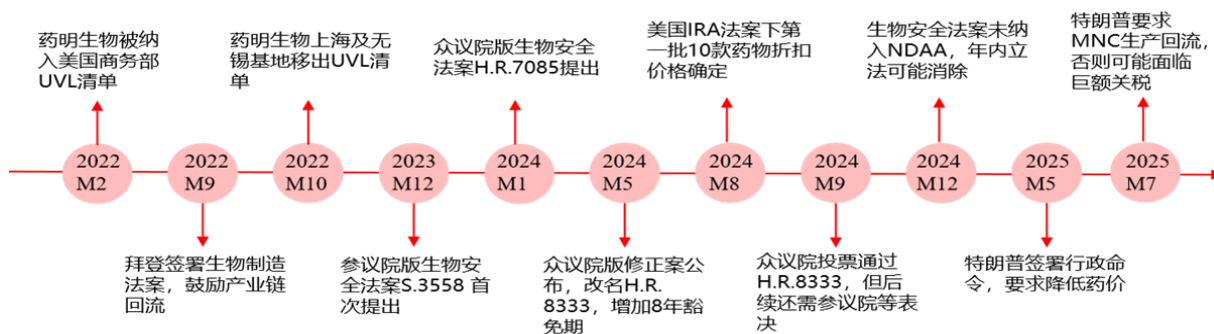


数据来源：Wind，中信建投

外部挑战加剧，未来的投资框架应将中国医药行业置于全球视角之中，核心在于判断行业的比较优势是否持续。中国医药行业参与全球竞争的优势主要在于：1) **人口与内需优势**。庞大的人口基数为中国医药行业带来了广阔的内需市场。随着人们生活水平的提高、对健康的重视程度不断增加和老龄化的深入，国内医药市场规模持续扩大。一方面为医药研发提供了充足的试验和数据支持，同时内需市场也为医药企业提供稳定的发展基石，使其能够在立足国内需求的基础上，积累研发能力、生产技术和销售经验，并持续拓展海外市场，增强在全球医药市场的影响力。2) **制造与供应链优势**。中国作为全球制造业大国之一，在医药制造领域拥有深厚的产业基础和完善的供应链体系。从原材料供应到药品及设备的开发、生产等环节，都具备高效、稳定的特点，既保证了国内的充足供应，还在国际市场上具有成本优势，能够为全球市场提供高性价比的医药终端产品。3) **创新能力快速提升**。中国医药行业的创新能力近年来实现了质的飞跃。国内企业不断加大研发投入，在多个领域取得了显著的创新成果，在国际上也具有一定的竞争力。在创新药研发和高端器械设备方面逐渐缩小了与发达

国家的差距，为参与全球竞争奠定了坚实的创新基础。

图 15: 行业地缘政治相关事件



数据来源: wind, 中信建投证券

价值重塑机会之三：行业整合

部分细分行业的并购整合将是**大势所趋**。以迈瑞医疗为例，公司是国内医疗器械行业龙头，过往并购成功经验丰富。公司2008年以来进行了10余次并购，具有丰富的并购整合经验，公司并购方向：1）纵向并购：围绕现有产品线纵向并购，加强产业链上下游布局，提升产品竞争力；2）横向并购：通过并购拓展新产品线或拓宽海外渠道，扩大业务覆盖范围。公司在并购后的管理、研发、渠道、品牌等整合方面积累了丰富的行业经验。

表 12: 迈瑞医疗并购历史

并购时间	并购标的	国内/海外	并购业务	并购目的
2008.05	美国Datascope	海外	监护仪	与Datascope在品牌、渠道等方面互补，加强在美国的销售渠道
2011.04	深科医疗	国内	输注泵、注射泵和输液监护系统	拓展输注泵产品线
2011.08	苏州惠生	国内	尿液分析类产品	加强尿液分析类产品研发能力和产品系列
2012.02	浙江格林蓝德	国内	PACS/RIS（临床信息化）	进入高速增长的医疗IT领域
2012.02	长沙天地人	国内	微生物诊断仪器及试剂	补充现有临床检验产品线
2012.07	武汉德骼拜尔	国内	创伤、脊柱、关节、骨生物材料	进入骨科植入市场
2012.08	杭州光典	国内	硬管内窥镜及配套手术器械	进一步扩展和丰富手术室整体解决方案
2012.10	上海医光	国内	软性内窥镜及配套器械	拓展软镜产品线

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

2013.01	北京普利生	国内	血栓止血检测、血液流变学检测	补充术前筛查、心血管相关疾病检测产品线
2013.07	美国 Zonare	海外	超声影像系统	获得高端彩超技术，加强在高端超声方面的研发能力，进一步拓展美国市场
2013.09	澳大利亚 Ulco	海外	医疗行业相关业务	获取其在大洋洲市场成熟的销售以及售后服务渠道
2014.03	上海长岛	国内	血栓止血检测试剂	补充术前筛查、心血管相关疾病检测产品线
2021.05	芬兰 Hytest	海外	IVD 原料	加强化学发光产品及原料的核心研发能力建设，弥补公司在核心原材料方面的短板，优化上下游产业链的全球化布局
2023.08	德赛诊断	海外	IVD	完善 IVD 海外生产及供应链体系
2024.01	惠泰医疗	国内	心血管	拓展心血管耗材领域业务布局

资料来源：公司公告及官网，中信建投证券

创新药：国内政策继续支持，迈入国际化 2.0 时代

医保谈判稳步推进，创新产品有望惠及更多患者

2024 年医保谈判效率明显提升，2025 年值得关注。2024 年医保谈判速度明显提升，较往年目录发布时间提前两周，展现出医保局的高效率以及对创新药品准入的重视程度。2025 年 10 月 30 日-11 月 3 日，国家医保局组织开展 2025 年国家基本医保药品目录谈判竞价和商保创新药目录价格协商工作，120 家内外资企业现场参与，其中参与基本医保药品目录谈判竞价的目录外药品 127 个，参与商保创新药目录价格协商的药品 24 个。新版基本医保药品目录及首版商保创新药目录拟于 12 月 6-7 号在广州线上线下同步发布，明年 1 月 1 日起正式实施。

图 16: 近两年国家医保目录调整时间线



数据来源: Insight, 中信建投证券

历年药品谈判降幅已经趋于稳定，2025 年整体药品谈判值得关注。纵观过去的谈判，药品平均降幅整体呈现稳定趋势，在 60% 左右波动。新增的 91 种药品中有 90 种为 5 年内新上市品种，其中 38 种是“全球新”的创新药，谈判阶段创新药成功率达 92%，较总体成功率高 16 个百分点，与 2023 年持平。91 种新增药品中，国内企业 65 种，占比超过了 70%，国产药品占比呈逐年上升之势。

表 13: 2016-2025 年国家药品价格谈判情况

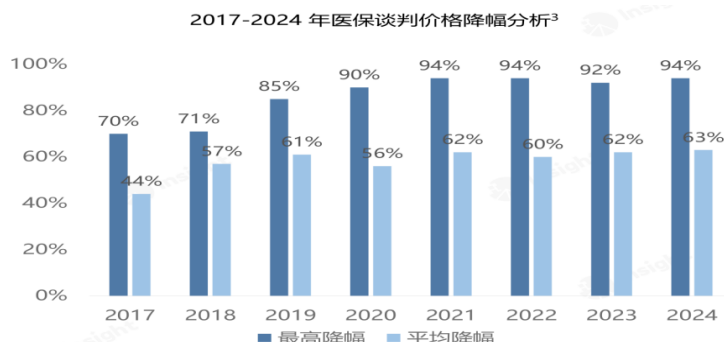
年份	负责部门	谈判数量	谈判成功数量	谈判成功率	平均降幅	执行时间
2016	卫计委	5	3	60.0%	58.6%	2017.01
2017	人社部	44	36	81.8%	44%	2017.09
2018	医保局	18	17	94.4%	56.7%	2018.11
2019	医保局	150	97	64.7%	52.2%	2020.01
2020	医保局	162	119	73.5%	69%	2021.03
2021	医保局	117	94	80.3%	61.7%	2022.01
2022	医保局	147	121	82.3%	60.1%	2023.03
2023	医保局	143	121	84.6%	61.7%	2024.01

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

2024	医保局	117	89	76.1%	63%	2025.01
2025	医保局	127	-	-	-	2026.01

资料来源：医保局，中信建投证券

图 17: 2017-2024 年医保谈判价格降幅



数据来源：Insight，中信建投证券

肿瘤药物仍是医保谈判重要品种，进入医保时间缩短有望惠及更多患者。2024 年医保谈判来看，肿瘤药物仍然是主要品种，2024 年新增谈判的肿瘤药品 26 个，占比约 30%，同时谈判新增肿瘤药上市至纳入医保时间缩短，从 2017 年的 7.9 年缩短到 2024 年的 1 年，让患者更快得到药物治疗。我们预计 2025 年肿瘤药仍然是医保谈判的重要品种，值得关注。

图 18: 2024 年 26 个新增谈判的肿瘤药品

序号	药品名称	企业	适应症	序号	药品名称	企业	适应症
1	西妥昔单抗注射液	泰州迈博太科药业	结直肠癌	17	舒沃替尼片	迪哲医药	非小细胞肺癌
2	盐酸卡马替尼片	诺华制药	非小细胞肺癌	18	恩朗苏拜单抗注射液	石药集团	宫颈癌
3	甲磺酸瑞尼替尼片	南京圣和药业	非小细胞肺癌	19	枸橼酸依奉阿克胶囊	正大天晴	非小细胞肺癌
4	依沃西单抗注射液	康方生物	非鳞状非小细胞肺癌	20	注射用埃普奈明	武汉海特生物	多发性骨髓瘤
5	帕妥珠单抗注射液（皮下注射）	罗氏制药	HER2阳性乳腺癌	21	达雷妥尤单抗注射液（皮下注射）	强生制药	多发性骨髓瘤
6	伯瑞替尼肠溶胶囊	北京浦润奥生物	非小细胞肺癌、星形细胞瘤、胶质母细胞瘤	22	纳鲁索拜单抗注射液	上海津曼特生物	骨巨细胞瘤
7	卡度尼单抗注射液	康方生物	宫颈癌	23	盐酸特泊替尼片	默克制药	非小细胞肺癌
8	赛帕利单抗注射液	广州誉衡生物	经典型霍奇金淋巴瘤、宫颈癌	24	甲磺酸瑞齐替尼胶囊	上海倍而达药业	非小细胞肺癌
9	注射用维泊妥单抗	罗氏制药	弥漫性大B细胞淋巴瘤	25	瑞替替尼胶囊	百时美施贵宝	非小细胞肺癌
10	注射用紫杉醇聚合物胶束	上海谊众药业	非小细胞肺癌	26	注射用盐酸曲拉西利	海南先声药业	化疗引起的骨髓抑制*
11	注射用德曲妥单抗	第一三共株式会社	HER2阳性乳腺癌、HER2低表达乳腺癌	谈判新增肿瘤药上市至纳入医保时间缩短			
12	戈利替尼胶囊	迪哲医药	外周T细胞淋巴瘤	10 7.9 3.2 2.2 1.2 1.3 1.6 1.1 1.0 2017 2018 2019 2020 2021 2022 2023 2024			
13	富马酸安奈替尼胶囊	正大天晴	非小细胞肺癌				
14	妥拉美替尼胶囊	上海科州药物	黑色素瘤				
15	硫酸拉罗替尼胶囊	拜耳医药	实体瘤				
16	硫酸拉罗替尼口服溶液	拜耳医药	实体瘤				

数据来源：Insight，中信建投证券

根据此前医保局发布的名单，本次医保谈判中，通过初步形式审查的基本医保目录外药品有 247 个独家品种和 63 个非独家品种，商保目录外药品有 121 款。其中 79 款同时通过了基本目录和商保目录的形式审查，包括 12 款单抗、3 款 CAR-T 疗法、1 款 ADC、1 款双抗、2 款中成药等。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

在 2025 年国家医保目录调整过程中，目录外药品申报呈现出规模显著扩大与结构持续优化的双重特点，显示出创新药企参与医保准入的意愿进一步增强。从申报情况来看，本次通过形式审查的目录外药品通用名数量达到 310 个，较 2024 年的 249 个提升 24.5%。申报信息总数达 472 条，涉及 393 个通用名，两项数据均创下历史最高纪录。在各类治疗领域中，抗肿瘤药物的表现尤为引人注目。共有 20 款于 2025 年上半年在国内首次获批的新药成功通过审查，其中包括针对多发性骨髓瘤、非小细胞肺癌等关键癌种的创新疗法，技术类型覆盖 CD38 靶向单抗、CD3×CD19 双特异性抗体及 HER2 抗体偶联药物（ADC）等前沿平台。在国内企业方面，多家公司携其重点产品参与本次申报，例如：恒瑞医药的 HER2 ADC 药物瑞康曲妥珠单抗（SHR-A1811）、泽璟制药的 JAK1 抑制剂吉卡昔替尼片、加科思与艾力斯合作开发的 KRAS G12C 抑制剂等。这些产品均展现出较强的临床价值与市场潜力，反映了国内创新药研发能力的整体提升。

表 144: 通过医保初审的 2024H2-2025H1 获批的抗肿瘤创新药

药品名称	企业	作用机制	首次获批日期	获批适应症	申报条件	是否独家
氟泽雷塞片	信达生物	KRAS G12C 抑制剂	2024/8/20	非小细胞癌	目录外条件 1	是
泊那替尼片	大冢制药	Bcr-Abl 抑制剂	2024/9/3	白血病	目录外条件 1	是
艾帕洛利托沃瑞利单抗注射液	齐鲁制药	CTLA4/PD-1 抑制剂	2024/9/26	宫颈癌	目录外条件 1	是
匹妥布替尼	礼来	BTK 抑制剂	2024/10/22	MCL	目录外条件 1	是
阿可替尼	阿斯利康	BTK 抑制剂	2024/10/29	CLL/SLL,MCL	目录外条件 1	是
他拉唑帕利	辉瑞	PARP 1/2 抑制剂	2024/10/29	去势抵抗性前列腺癌	目录外条件 1	是
格索雷塞	中国生物制药/益方生物	KRAS G12C 抑制剂	2024/11/5	非小细胞肺癌	目录外条件 1	是
佐利替尼	晨泰医药	EGFR 抑制剂	2024/11/15	非小细胞肺癌脑转移	目录外条件 1	是
贝组替凡	默沙东	HIF2A	2024/11/15	VHL 综合征相关肿瘤	目录外条件 1/5	是
索米妥昔单抗	艾伯维	FR α	2024/11/22	卵巢上皮癌	目录外条件 1	是
芦康沙妥珠单抗	科伦博泰	TROP2 ADC	2024/11/22	NSCLC/TNBC	目录外条件 1	是
他雷替尼	葆元生物	NTRK,ROS1	2024/12/17	非小细胞肺癌	目录外条件 1	是
塔戈利单抗	科伦博泰	PD-L1	2024/12/25	鼻咽癌	目录外条件 1	是
艾沙妥昔单抗注射液	赛诺菲	CD38 单抗	2025/1/8	多发性骨髓瘤	目录外条件 1	是
吡洛西利	轩竹生物	CDK4/6 抑制剂	2025/5/13	乳腺癌	目录外条件 1	是
恩考芬尼胶囊	皮尔法伯	BRAF 抑制剂	2025/6/30	结直肠癌	目录外条件 1	是
菲诺利单抗注射液	神州细胞	PD-1 单抗	2025/2/8	头颈鳞癌,肝癌	目录外条件 1	是
枸橼酸伏维西利胶囊	复星医药	CDK4/6 抑制剂	2025/5/27	乳腺癌	目录外条件 1	是
枸橼酸戈米雷塞片	加科思/艾力斯	KRAS G12C 抑制剂	2025/5/20	非小细胞肺癌	目录外条件 1	是
卡匹色替片	阿斯利康	AKT 抑制剂	2025/4/15	乳腺癌	目录外条件 1	是
利厄替尼片	奥赛康	三代 EGFR-TKI	2025/1/14	非小细胞肺癌	目录外条件 1	是
芦沃美替尼片	复星医药	MEK1/2 抑制剂	2025/5/27	神经纤维瘤	目录外条件 1/5	是
苹果酸法米替尼胶囊	恒瑞医药	VEGF 多靶点	2025/5/27	宫颈癌	目录外条件 1	是
氢溴酸他泽司他片	和黄医药/Epizyme	EZH2 抑制剂	2025/3/18	滤泡性淋巴瘤	目录外条件 1	是
塞纳帕利胶囊	英派药业	PARP 抑制剂	2025/1/14	卵巢上皮癌	目录外条件 1	是

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

盐酸阿思尼布片	诺华	BCR-ABL1 变构抑制剂	2025/5/13	慢性髓系白血病	目录外条件 1	是
盐酸吉卡昔替尼片	泽璟生物	JAK 抑制剂	2025/5/27	骨髓纤维化	目录外条件 1/5	是
盐酸来罗西利片	嘉和生物/G1 Therapeutics	CDK4/6 抑制剂	2025/5/27	乳腺癌	目录外条件 1	是
伊那利塞片	罗氏	P13Ka 抑制剂	2025/3/11	乳腺癌	目录外条件 1	是
注射用瑞康曲妥珠单抗	恒瑞医药	HER2 ADC	2025/5/27	非小细胞肺癌	目录外条件 1	是
注射用苏维西塔单抗	先声药业	VEGF 单抗	2025/6/30	卵巢上皮癌	目录外条件 1	是
注射用盐酸伊吡诺司他	必贝特	HDAC×PI3K 双靶点抑制剂	2025/6/30	弥漫性大 B 细胞淋巴瘤	目录外条件 1	是

资料来源: insight, 医保局, 中信建投证券

本次医保目录内药品适应症调整申报呈现独家品种主导、重点产品集中的特点，支付范围的优化有望进一步激发这些药品的市场潜力。据统计，共有 **56 个** 药品因适应症发生重大变化申请调整支付范围，涉及多家申报企业，其中约 **70% 为独家品种**；另有 **14 个** 常规目录乙类药品通过初步审查。此次调整涵盖多个治疗领域的重磅产品：1）**肿瘤领域** 包括呋喹替尼（和黄）、阿帕替尼（恒瑞）、安罗替尼（正大天晴）等成熟靶向药，以及依沃西单抗（康方生物）、替雷利珠单抗（百济神州）等 PD-1/L1 抑制剂；2）**自身免疫领域** 如奥布替尼（诺诚健华）；3）**ADC 领域** 包含泰它西普、维迪西妥单抗（荣昌生物）。若这些品种通过此次谈判成功调整支付范围，将凭借医保覆盖优势进一步加速市场渗透。

表 15: 56 个目录内品种进行新增适应症谈判

序号	药品名称	企业名称	是否独家	医保分类	序号	药品名称	企业名称	是否独家	医保分类
1	本维莫德乳膏	泽德曼医药	否	谈判药品	29	恩曲替尼胶囊	罗氏	是	谈判药品
2	呋喹替尼胶囊	和记黄埔医药	是	谈判药品	30	毗美莫司乳膏	晖致医药	否	常规乙类
3	美泊利珠单抗注射液	葛兰素史克	是	谈判药品	31	注射用泰它西普	荣昌生物	是	谈判药品
4	盐酸凯普拉生片	江苏柯菲平	是	谈判药品	32	注射用维迪西妥单抗	荣昌生物	是	谈判药品
5	盐酸替洛利生片	琅铎医药	是	谈判药品	33	甲磺酸奥希替尼片	阿斯利康	否	常规乙类
6	马来酸阿伐曲泊帕片	南京正大天晴	否	常规乙类	34	泊沙康唑注射液	科伦药业	否	常规乙类
7	吗替麦考酚酯干混悬剂	杭州中美华东	否	常规乙类	35	赛沃替尼片	阿斯利康	是	谈判药品
8	富马酸泰吉利定注射液	恒瑞医药	是	谈判药品	36	奥拉帕利片	阿斯利康	否	常规乙类
9	替戈拉生片	罗欣药业	是	谈判药品	37	依库珠单抗注射液	阿斯利康	是	谈判药品
10	氟唑帕利胶囊	恒瑞医药	是	谈判药品	38	重组人组织型纤溶酶原激酶	华润昂德生物	是	常规乙类

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

11	甲磺酸阿帕替尼片	恒瑞医药	是	谈判药品	39	特瑞普利单抗注射液	君实生物	是	谈判药品
12	阿贝西利片	礼来	是	谈判药品	40	维奈克拉片	艾伯维	是	谈判药品
13	布比卡因脂质体注射液	恒瑞医药	否	谈判药品	41	盐酸安罗替尼胶囊	正大天晴	是	谈判药品
14	苯环哌溴铵鼻喷雾剂	银谷制药	是	谈判药品	42	注射用苯磺酸瑞马唑仑	人福药业	是	谈判药品
15	奥布替尼片	诺诚健华	是	谈判药品	43	甲磺酸阿美替尼片	江苏豪森	是	谈判药品
16	注射用卡瑞利珠单抗	恒瑞医药	是	谈判药品	44	卡度尼利单抗注射液	康方生物	是	谈判药品
17	马来酸阿伐曲泊帕片	成都倍特	否	常规乙类	45	依沃西单抗注射液	康方生物	是	谈判药品
18	甲磺酸瑞厄替尼片	南京圣和药业	是	谈判药品	46	泊沙康唑注射液	默沙东	否	常规乙类
19	秋水仙碱片	版纳药业	否	常规乙类	47	泊沙康唑肠溶片	默沙东	否	常规乙类
20	古塞奇尤单抗注射液	西安杨森	是	谈判药品	48	来特莫韦注射液	默沙东	否	谈判药品
21	乌司奴单抗注射液	西安杨森	否	谈判药品	49	来特莫韦片	默沙东	否	常规乙类
22	尼妥珠单抗注射液	百泰生物	是	谈判药品	50	信迪利单抗注射液	信达生物	是	谈判药品
23	替雷利珠单抗注射液	百济神州	是	谈判药品	51	度普利尤单抗注射液	赛诺菲	是	谈判药品
24	泊沙康唑肠溶片	科伦药业	否	常规乙类	52	盐酸伊普可泮胶囊	诺华制药	是	谈判药品
25	伯瑞替尼肠溶胶囊	北京浦润奥生物	是	谈判药品	53	司库奇尤单抗注射液	诺华制药	是	谈判药品
26	甲磺酸瑞齐替尼胶囊	倍而达药业	是	谈判药品	54	琥珀酸瑞波西利片	诺华制药	是	谈判药品
27	马来酸阿伐曲泊帕片	复星万邦	否	常规乙类	55	注射用醋酸曲普瑞林微球	丽珠医药	是	谈判药品
28	法瑞西单抗注射液	罗氏	是	谈判药品	56	注射用罗特西普	百时美施贵宝	是	谈判药品

资料来源: insight, 中信建投证券

2025 年的国家医保谈判引入了一个重要的新机制，首次设立了 "商保创新药目录"，与传统的 "基本医保目录" 同步进行，旨在为高价值创新药开辟新的支付路径。建立商保创新药目录，将有利于进一步明确基本医保的保障边界，给商业健康保险留出更多发展空间。与医保目录调整的不同点在于，商保创新药目录将充分尊重商业保险公司的市场主体地位。在方案制定、专家评审、价格协商的环节，保险公司、行业专家将充分参与，商保专家对于一个药品能否进入商保创新药目录以及价格协商具有重要决策权。目录外通过形式审查的商保药品共计 121 款，其中 79 款同时通过了基本医保初审，包括 12 款单抗、3 款 CAR-T 疗法、1 款 ADC 及 2 款中成药。此类品种将按照 "先医保、后商保" 的顺序进行谈判。商保机制具有显著优势：在定价方面采用协商

机制而非强制降价；在政策层面享受“三豁免”支持——不计入药占比、不纳入 DRG/DIP 付费、不参与集采替代监测，有效解决了医院准入的关键痛点。

表 16: 同时通过基本和商保目录形式审查的新药

药品通用名称	上市许可持有人	成分类别	靶点	批准日期
斯泰度塔单抗注射液	泰诺麦博	单抗	TeNT	2025/2/11
盐酸替那帕诺片	Ardelyx	化药	NHE-3	2025/2/20
氢溴酸他泽司他片	Epizyme	化药	EZH2	2025/3/18
卡匹色替片	阿斯利康	化药	AKT	2025/4/15
依若奇单抗注射液	康方生物	单抗	IL12 p40	2025/4/15
注射用贝林妥欧单抗	安进	双抗	CD3, CD19	2025/5/6
莱博雷生片	卫材	化药	OX2R, OX1R	2025/5/20
芦沃美替尼片	复星医药	化药	MEK1, MEK2	2025/5/27
盐酸达利雷生片	Idorsia	化药	OX1R, OX2R	2025/6/17
恩考芬尼胶囊	皮尔法伯	化药	BRAF, RAF1	2025/6/30
注射用伏欣奇拜单抗	长春金赛	单抗	IL1B	2025/6/30
注射用苏维西塔单抗	先声药业	单抗	VEGF	2025/6/30
普拉替尼胶囊	基石药业	化药	RET	2025/7/8

资料来源: insight, 中信建投证券

从细分领域看，CAR-T、ADC 和双抗成为本次谈判的主力。在 42 款仅通过商保初审的品种中，跨国药企产品占据主导，包括强生 3 款双抗、诺和诺德司美格鲁肽片等。值得注意的是，在目前已上市的 CAR-T 产品中，5 款申报了商保目录，仅恒润达生的雷尼基奥仑赛与传奇生物的西达基奥仑赛未参与本次申报。

表 17: 参加 2025 商保谈判的 CAR-T、双抗、ADC

药品通用名称	上市许可持有人	成分类别	靶点	批准日期
纳基奥仑赛注射液	合源生物	CAR-T	CD19	2023/11/7
伊基奥仑赛注射液	驯鹿生物	CAR-T	BCMA	2023/6/30
泽沃基奥仑赛注射液	科济药业	CAR-T	BCMA	2024/2/23
阿基仑赛注射液	复星凯瑞	CAR-T	cD19	2021/6/22
瑞基奥仑赛注射液	药明巨诺	CAR-T	CD19	2024/8/20
注射用戈沙妥珠单抗	吉利德	ADC	TROP2	2022/6/7
注射用奥加伊妥珠单抗	Wyeth	ADC	CD22	2021/12/20
注射用维恩妥尤单抗	安斯泰来	ADC	Nectin-4	2024/8/13
注射用贝林妥欧单抗	安进	双抗	CD3, CD19	2025/5/6
埃纳妥单抗注射液	辉瑞	双抗	BCMA, CD3	2025/3/4
埃万妥单抗注射液	强生	双抗	EGFR, c-Met	2025/2/8
艾美赛珠单抗注射液	罗氏	双抗	FX, FIXa	2023/8/24
塔奎妥单抗注射液	强生	双抗	CD3, GPRC5D	2025/2/8

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

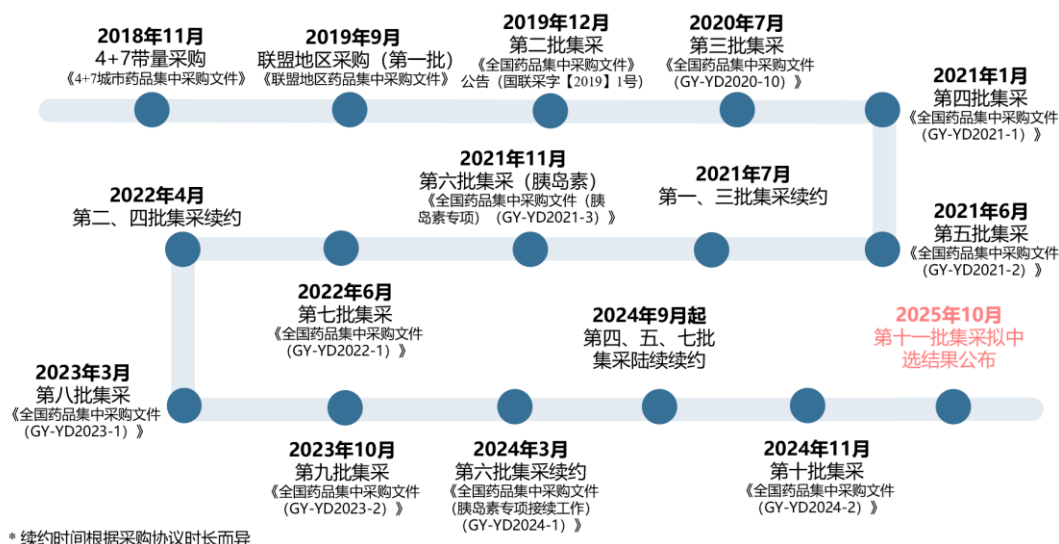
特立妥单抗注射液	强生	双抗	BCMA, CD3	2024/6/18
注射用泽尼达妥单抗	百济神州	双抗	HER2	2025/5/27

资料来源: insight, 中信建投证券

集采稳妥推进，更加强调质量导向、临床价值和供应稳定

国家组织药品集中带量采购已完成十一轮，正步入制度常态化、执行精细化、策略差异化的新阶段。集采降价幅度趋稳，品种覆盖范围持续拓展，在单纯降低药价的基础上，更加强调质量导向、临床价值和稳定供应保障。

图 19: 国家层面药品集采进展梳理



数据来源: 国家医疗保障局、insight、中信建投证券

自 2018 年起，集采逐步形成平均每年 1-2 轮左右的固定节奏，截至第十一批已覆盖 490 个中选品种，预计 2026 年 2 月开始执行第十一批。投标规则从最初的简单降幅到第十一批的“竞价+锚点价+熔断/熔断保护+复活”；入围条件逐步严化，需满足过评、批文、有效注册批件、临床评价等；中选企业数随着投标规则的扩围，最多的批次扩增至 10 家左右，竞争充分；采量周期从 1 年延展至 1-3 年，价格平均降幅大多落在 48%-59%。其中第十批受部分品种价格影响，整体降幅表现略高。

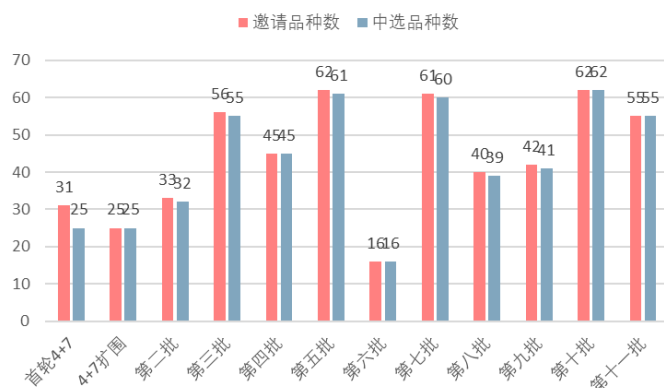
图 20：前十一批集采政策概览

		化药											胰岛素	
		4+7	4+7扩围	第二批	第三批	第四批	第五批	第七批	第八批	第九批	第十批	第十一批	第六批	
产品情况	品种数量 (中标/招标)	25/31	25/25	32/33	55/56	45/45	61/62	60/61	39/40	41/42	62/62	55/55	16/16	
	竞争格局	1、2、≥3	1、2、≥3	≥3					≥4	≥5		≥7为主	≥10	-
投标前	入围标准	原研、参比、 过评、视同 过评	原研、参比、过评、视同过评、纳入上市目录集					原研、参比、 过评、视同 过评且规定 时间内获得 有效注册批 件	参比、过评、视同过评且规定时间内获得有效注册批 件					规定时间前 获得有效注 册批件
投标时	最多入围企 业	1	≤3	6	8	10								7
	中选规则	竞价/降幅 排名/谈判	竞价	竞价+(熔断/熔断保护)				竞价+(熔断/熔断保护)+ 品间熔断	竞价+(熔断 /熔断保 护)+品间 熔断	竞价+(熔断 /熔断保 护)+疑似 串标排除	竞价+(熔断 /熔断保 护)+复活	竞价+锚点价 +(熔断/熔断保 护)+复活	(竞价+熔 断)/直接中 选	
	选区	全中	交替选区, 每次选1	第一顺位优先选1, 再从第一顺位开始 交替选区				第一顺位优先选1, 再从第一顺位开始交替选区,拟中选企业存在失信情形, 被选 省份有权拒绝						全中
	采购周期	1年	根据企业数量确定:1-3年						统一结束时间:至2025 年/12/31	统一结束时间:至2027 年/12/31	统一结束时间:至 2027/12/3 1	统一结束时间: 至2028/12/31	2年	
投标后	约定采购量 占计算基数 比例	全部约定采 购量	50%-70%	50%-80%	50%-80%;特殊品种:40%-70%			50%-80%; 特殊品 种:40%- 70%;6超 特殊品 种:30%- 50%	50%-80%; 特殊品 种:40%- 70%;超特殊 品种:30%- 50%;肝素无 预灌 封:20%- 32%	50%-80%;特殊品种:40%-70%;超特殊品 种:30%-50%			按类别获得 基础量和特 分配量	
	备供	次低价	未中选企业 竞价	提到备供原则:从该品种其他中选企业确定, 按备选 企业中选价供应				中选时确定 备供	中选时确定备供;部分品种中选时确定 第二备供				中选时确定备 供, 医药机 构在中选企业 中自行选择供 应企业	提到备供原 则:从该品种 其他中选企业 确定, 按备选 企业中选价 供应

数据来源：国家医疗保障局、上海阳光医药采购网、丁香园、中信建投证券

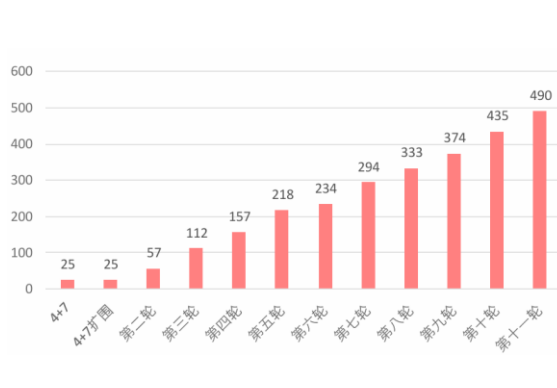
国家集采持续扩大药品集采覆盖面，品种数稳定增长。2021 年 9 月 29 日，国务院办公厅印发《“十四五”全民医疗保障规划》。《规划》提到 2025 年国家 and 省级药品集采品种达 500 个以上，截至第十批集采，国家集采累计中选品种达到 435 个，标志着集采进入后半段。国家医保局于 2023 年 3 月发布《关于做好 2023 年医药集中采购和价格管理工作的通知》。《通知》规定，到 2023 年底，每个省份的国家 and 省级集采药品数累计达到 450 种，其中省级集采药品应达到 130 种，化学药、中成药、生物药均应有所覆盖。2024 年，国家医保局要求推动集采“扩围提质”。开展新批次国家组织药品耗材集采，实现国家 and 省级集采药品数合计至少达到 500 个——与 2023 年的集采目标任务相比，增加 50 个。国家医保局已明确 2025 年将开展第十一批药品国采、第六批高值医用耗材集采，以及 20 个左右地方层面的全国联盟采购，涵盖中成药、中药饮片、高值耗材等。2025 年国家和联盟组织开展的药品集采品种将达到 700 个。

图 21: 历轮国家集采邀请及实际中选品种数



数据来源：阳光医药采购网、国家医保局、中信建投证券

图 22: 历轮国家集采累计中选品种数



数据来源：阳光医药采购网、国家医保局、中信建投证券

随着集采的推进，早年相对大幅度降价的情况有所缓和。联盟续约部分品种现涨价续约，更强调“质量+供应稳定性”。第十一批集采品种共 55 个，纳入未集采大品种进行补位。

表 18: 前十一轮集采平均降幅

批次	平均降幅
首轮 4+7	52%
4+7 扩围	59%
第二批	53%
第三批	53%
第四批	52%
第五批	56%
第六批	48%
第七批	48%
第八批	56%
第九批	58%
第十批	推测超过 60%
第十一批	未公布

资料来源：国家组织药品联合采购办公室、赛柏蓝、上海阳光医药采购网、中信建投证券

2025 年 10 月，第十一批国家组织药品集采完成申报与拟中选结果公示（10 月 31 日结束公示），拟于后续正式公布，预计患者 2026 年 2 月用上中选药；此次集采聚焦“稳临床、保质量、反内卷、防围标”优化规则，允许医疗机构按厂牌报量（77% 医疗机构选择此方式，75% 报量需求获满足），设置“锚点价”与“复活机制”，提高投标质量门槛。此次集采共涉及 55 个品种，有 445 家企业、794 个产品投标，覆盖抗感染、抗过敏、抗肿瘤、降血糖、降血压、降血脂、消炎镇痛等领域常用药品。最终 272 家企业的 55 种 453 个产品拟中选，中选率为 57%，使国家集采纳入药品品种增至 490 种。从中选结果来看，医疗机构要求采购产品报量的 75% 得到满足，中选品牌与临床需求匹配度高。供应能力强、质量有保障的主流企业多数中选，每个地区均有多家中选企业供应，中选品种更加丰富多元。

本次集采通过四项核心规则缓解仿制药内卷：1. 设置“锚点价”，以“最低报价”与“入围均价 50%”

的高值作为参考，避免极端低价冲击市场；2. 引入“入围复活”“未入围复活”两类机制，让报价合理但未初始中选的企业获得补选中机会；3. 要求所有企业承诺“不低于成本报价”，防止恶性低价竞争；4. 对低于“锚点价”的报价，要求企业解释成本构成（制造成本、期间费用等），回应质量担忧。这些规则最终实现“较高中选率”与“平均价差缩小”，让企业报价更理性，一定程度达成“反内卷”初衷。

为确保中选药品质量不因低价下降，主要从两环节构建质量保障体系：1. 准入门槛环节：提高企业投标的质量门槛，明确要求“投标药品 2 年内无抽检不合格记录”且“所在生产线 2 年内无违反 GMP（《药品生产质量管理规范》）的情况”，部分不满足条件的企业直接被排除在参与资格外；2. 后续监管环节：药品监督管理部门将中选药品纳入重点监督检查范围，实现“中选企业检查”与“中选产品抽检”的“两个全覆盖”，从生产到流通全链条管控质量风险。

放眼未来，集采或将更注重综合价值评估，不再单纯以低价为导向，更关注疗效、质量与患者可及性。部分生物药也有可能纳入集采范围。随着企业逐渐建立起应对机制，如优化成本结构、产品组合调整（转型高壁垒仿制药、改良型新药和创新药）等，收入下滑的冲击将逐步减缓，集采对企业经营的影响将更趋理性可控。

生物药发展稳步推进，集采路径暂处探索阶段。弗若斯特沙利文数据显示，预计到 2030 年，我国生物类似药市场将达到 589 亿元，三年内将有近 30 款国产生物类似药上市。与化学药相比，生物药具有分子结构复杂、免疫原性高、生产流通工艺要求高等特点，对集采机制提出更高要求。截至 2024 年，国家医保局已开展胰岛素接续采购，进一步优化中选结构、稳定价格和供应，共有 13 家企业的 53 个产品参与，最终中选率达 92%（2024 年 4 月），产品供应能力稳中有升，市场结构持续优化。2021 年 2 月，国家药监局发布了《生物类似药相似性评价和适应症外推技术指导原则》，为生物药集采埋下伏笔，同年 11 月开展了针对胰岛素集采，这是我国首次将带量集采拓展到生物药领域。整体来看，2024 年被认为是生物药集采“分类治理、逐步推进”的关键年。部分省份也正在省级/联盟层面开展差异化试点，为后续在更广泛的生物药品种中建立更加成熟、分层、适应性更强的集采机制提供参考。随着生物药快速发展，在保障供应稳定与临床价值的基础上，国家预计将循序渐进、审慎推进生物药的带量采购探索，有望重点聚焦市场竞争充分、临床使用广泛且价格较高的品种，尤其是贝伐珠单抗、曲妥珠单抗等生物类似药及大分子药物。通过集采机制，不仅有助于缓解医保支付压力，也将推动药企加快创新转型，进一步提升我国生物医药产业的整体竞争力与可持续发展能力。

表 19: 2023-2025 年中国生物制药产业国家层面重点相关政策汇总

颁布时间	政策条例名称	政策解读
6/30/2025	《支持创新药高质量发展的若干措施》	加大创新药研发支持力度，支持创新药进入基本医保药品目录和商业健康保险创新药品目录，支持创新药临床应用，提高临床使用创新药的能力，推动创新药加快进入定点医药机构；提高创新药多元支付能力，鼓励商业健康保险、医疗互助等将创新药纳入保障范围
2/14/2025	《医保领域“高效办成一件事”2025 年度第一批重点事项清单》	聚焦医保服务优化，包括医保与定点医药机构即时结算，集采药品耗材、国谈药直接结算、以及医药产品挂网全国联审通办等服务事项。明确到 2025 年底，全国 80%左右统筹区基本实现与定点医药机构即时结算。
1/22/2024	《浦东新区综合改革试点实施方案(2023-2027 年)》	建立生物医药协同创新机制，推动医疗机构、高校、科研院所加强临床科研合作，依照有关规定允许生物医药新产品参照国际同类药品定价，支持创新药和医疗器械产业发展。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

2/3/2023	《关于做好 2023 年医药集中采购和价格管理工作的通知》	鼓励省级药品集采从“填空”和“补缺”两个维度扩大集采覆盖范围，并提出到 2023 年底，每个省份的国家和省级集采药品数累计达到 450 种，化学药、中成药、生物药均应有所覆盖。生物药逐渐进入药品集采覆盖范围和规则探索阶段。
4/28/2023	《2023 年医保领域打击欺诈骗保专项整治工作方案的的通知》	《方案》显示，此次整治工作将对 2022 年医保费用排名靠前的重点品种重点监测，包括 30 个西药、30 个中成药、30 个中药饮片和 30 个高值耗材。共 120 个产品被纳入其中。
12/14/2023	《服务健康事业和健康产业人才培养引导性专业指南》	面向生物医药大数据分析和人工智能建模的计算机编程实践、医药数据挖掘与分忻操作实验，研究见习、医药企业培养医药生物行业人才。

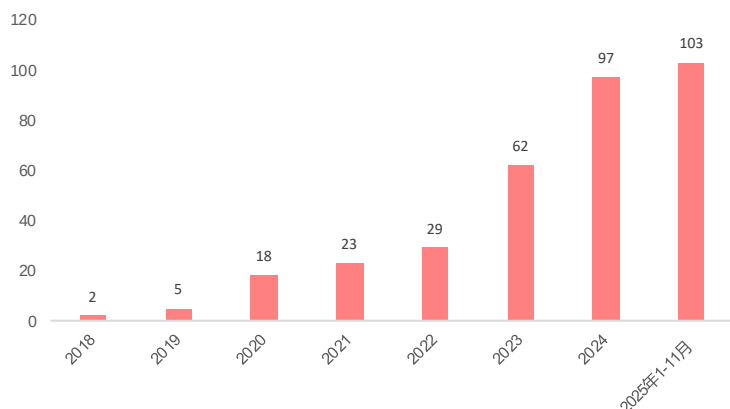
资料来源：中国医药工业信息中心、中信建投证券

国际化 2.0 时代：BD 常态化，回归全球价值

BD 常态化，中国产品全球竞争力依然突出

自 2020 年以来，国内药企的 license-out 交易数量显著增加，创新药及技术平台相关交易愈发活跃。2020 年以来，随着国内创新药企业快速发展，license-out 交易数量与金额均实现显著增长，创新药及相关技术平台领域的交易活跃度持续提升。自 2012 年起，我国创新药授权交易数量逐步增加，2020 年后进入加速发展阶段。2022 年全年交易数量达 29 个，2023 年进一步跃升至 62 个，同比增长 130%；2024 年交易数量已达 97 个，继续保持增长趋势。今年截止至 2025 年 11 月 9 日，2025 年交易数量已达 103 个，反映交易活跃度仍在不断提升。

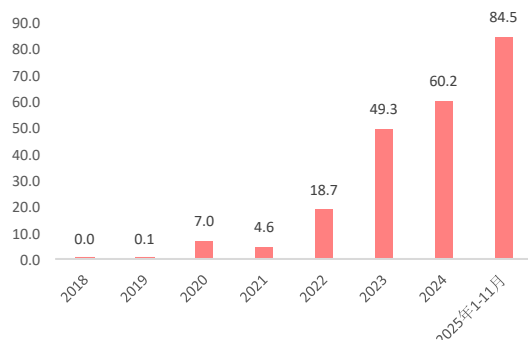
图 23: 国内药企的 license-out 交易数量



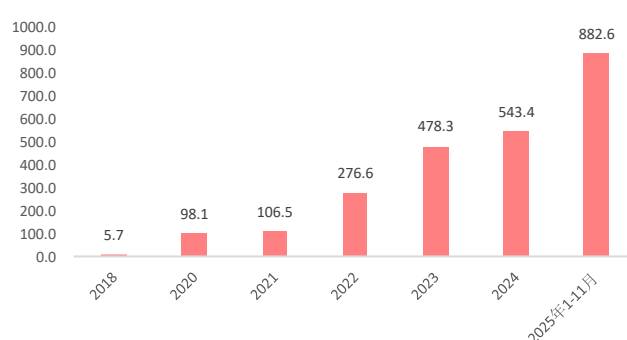
数据来源：insight，中信建投证券

2020 年后，license-out 首付款与交易总额均实现显著增长。2018 至 2019 年间，首付款及总金额较低，主要因当时海外授权药物以仿制药和生物类似药为主，创新药多处于早期研发阶段。自 2020 年起，伴随国内创新药企实力增强，license-out 首付款和交易总金额大幅提升。从交易产品结构来看，2020 年后创新药海外授权占比明显提高，部分产品已在国内进入商业化阶段，并在海外临床及获批方面表现出较高成功率，2024 年全年，license-out 首付款总额达到 60 亿美元，2025 年前 11 个月交易首付款金额已达到 84.5 亿美元，交易规模保持增长趋势，这些数据印证了我国创新药企快速发展与国际竞争力持续提升。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

图 24: 国内药企 license-out 首付款金额(亿美元)


数据来源: insight, 中信建投证券

图 25: 国内药企 license-out 交易总金额(亿美元)


数据来源: insight, 中信建投证券

从交易 BD 到回归产品全球价值

我们认为, BD 交易对于创新药全球价值的实现固然重要, 但 BD 交易后, 产品本身的全球价值的逐步验证和实现更加重要, 产品全球价值的验证和实现主要影响因素包括全球临床的推进、产品数据的发布、竞争格局的变化等。主要参考案例是过去三年的科伦博泰、康方生物, BD 落地后随着全球三期逐渐铺开、扎实的临床数据发布、竞争格局的变化, 估值出现持续抬升或波动。

复盘康方生物: BD 只是起点, AK112 全球价值持续提升

复盘康方生物 2022 年以来市场表现, 公司股价波动与 AK112 的临床数据、国际合作进展以及市场对未来潜力的预期紧密相关。公司股价在 2022 年 6 月公布 AK112 针对 NSCLC II 期数据以及 AK104 获得 NMPA 批准上市后出现显著上涨, 并在此后的几个月内保持了较高的增幅。后续多个 BTD 的认定以及跟 SUMMIT 的授权交易继续推动股价大幅上涨。2024 年 5-6 月公布 AK112 针对 EGFRm NSCLC 的 III 期数据使股价出现较大波动。随后, 宣布 HARMONI-2 (全球首个头对头 K 药的 III 期临床) 取得阳性结果, 驱动股价持续上涨直至 2024 WCLC 公布详细数据。2025 年 4 月, HARMONI-2 的中期 OS 分析给股价带来一定波动, 但三生制药与辉瑞达成关于同靶点 PD-1/VEGF 双抗的首付款 12 亿美金的 BD 交易带来整个 PD1/VEGF 技术路线及创新药板块的情绪催化, 康方生物作为 PD-1/VEGF 全球引领者, SMMT 的并购交易预期进一步强化驱动股价持续上涨。后续由于全球 HARMONI 最终 OS 终点未达到统计学显著以及并购交易预期减弱, 股价有所下降。但 HARMONI 更长随访时间的数据显示患者整体获 OS 益趋势进一步加强, 同时 HARMONI-6 研究 mPFS 获益显著, 安全性好。海外合作伙伴 Summit 修改试验方案和进行融资, 进一步加速与保障依沃西海外临床推进。中长期而言, 随着 MNC 在 PD-1/VEGF 领域的布局深化, 叠加开展全球针对结直肠癌的 III 期临床, 公司管线价值将持续重估。短期行业情绪较弱可能引发股价波动, 核心管线的临床推进与商业化兑现能力为长期增长提供支撑。

图 26: 康方生物股价与恒生指数、医药生物指数对比图



数据来源: wind, 公司公告, 中信建投证券

2022年ASCO大会, AK112公布重要临床证据, 展现后线NSCLC潜力。在EGFR-TKI治疗失败的EGFR突变晚期非鳞状非小细胞肺癌队列中, 联合方案实现68.4%的ORR与94.7%的DCR, mPFS达8.2个月(6个月无进展生存率69.3%); 同期公布的Ib/II期单药治疗数据显示, 54例PD-L1阳性(TPS≥1%)初治患者ORR为50.0%, DCR达96.3%, 且疗效不受PD-L1表达水平差异影响。

图 27: AK112 单药治疗晚期非小细胞肺癌的 Ib/II 期临床研究数据

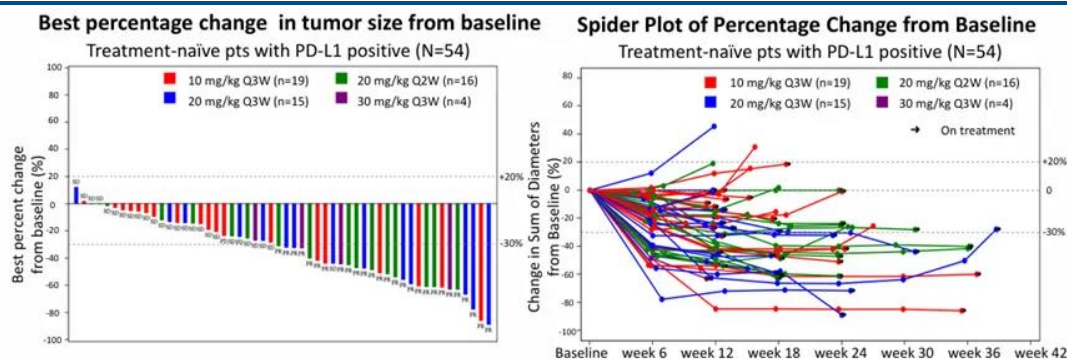


Table 3. Response rate of treatment-naïve pts (AK112 > 10mg/kg Q3W)

PD-L1 TPS	≥ 1% (N=35)	1-49% (N=22)	≥ 50% (N=13)	< 1% (N=15)	Total (N=50)
ORR, %	60.0	50.0	76.9	13.3	46.0
DCR, %	97.1	95.5	100.0	66.7	88.0
CR, n (%)	0 (0.0)	0 (0.0)	0 (0.0)	0 (0.0)	0 (0.0)
PR, n (%)	21 (60.0)	11 (50.0)	10 (76.9)	2 (13.3)	23 (46.0)
SD, n (%)	13 (37.1)	10 (45.5)	3 (23.1)	8 (53.3)	21 (42.0)
PD, n (%)	1 (2.9)	1 (4.5)	0 (0.0)	5 (33.3)	6 (12.0)
NE, n (%)	0 (0.0)	0 (0.0)	0 (0.0)	0 (0.0)	0 (0.0)

数据来源: 2022ASCO, 中信建投证券

基于突出的临床证据, 2022 年 AK112 连续获得 CDE 授予的三项突破性疗法认定: 一线治疗 PD-L1 阳性 (TPS≥1%) 局部晚期或转移性非小细胞肺癌、联合化疗治疗 EGFR-TKI 耐药的 EGFR 突变晚期非鳞非小细胞肺癌、以及联合多西他赛治疗 PD-1/L1 抑制剂与含铂化疗双耐药晚期非小细胞肺癌。该药物由此成为国内肺癌领域首个斩获三项突破性认定的创新药。

AK112 实现重大海外授权突破。2022 年 12 月, 康方生物与 Summit 达成协议, 以 5 亿美元预付款及最高 50 亿美元里程碑付款的条款, 授予对方在美、加、欧、日市场的开发及商业化权益, 创下当时中国生物制药海外授权交易金额新纪录。

2023 年 8 月, AK112 正式提交首项上市申请, 针对 EGFR-TKI 治疗后进展的 EGFR 突变非鳞状非小细胞肺癌患者群体。同期发表于《柳叶刀》子刊的 II 期临床研究显示, 20mg/kg 剂量组 9 例可评估患者客观缓解率达 55.6%, 疾病控制率 100%, 显著优于化疗 25.2% 的历史缓解数据, 此时其 III 期注册研究仍在推进中。

图 28: AK112 治疗 EGFR-TKI 进展的 EGFR 突变的晚期非鳞 NSCLC 的 II 期临床

	Cohort 1			Cohort 2			Cohort 3		
	10 mg/kg Q3W (n = 19)	20 mg/kg Q3W (n = 24)	Total (n = 43)	10 mg/kg Q3W (n = 10)	20 mg/kg Q3W (n = 9)	Total (n = 19)	10 mg/kg Q3W (n = 10)	20 mg/kg Q3W (n = 10)	Total (n = 20)
ORR confirmed, n (%)	10 (52.6)	13 (54.2)	23 (53.5)	8 (80.0)	5 (55.6)	13 (68.4)	4 (40.0)	4 (40.0)	8 (40.0)
95% CI	[28.9-75.6]	[32.8-74.4]	[37.7-68.8]	[44.4-97.5]	[21.2-86.3]	[43.4-87.4]	4 (40.0)	4 (40.0)	[19.1-63.9]
DCR confirmed, n (%)	17 (89.5)	23 (95.8)	40 (93.0)	9 (90.0)	9 (100.0)	18 (94.7)	7 (70.0)	7 (70.0)	14 (70.0)
95% CI	[66.9-98.7]	[78.9-99.9]	[80.9-98.5]	[55.5-99.7]	[66.4-100.0]	[74.0-99.9]	[34.8-93.3]	[34.8-93.3]	[45.7-88.1]
DOR (months)	NR	NR	NR	8.38	3.91	8.38	NR	NR	NR
95% CI	[2.79-NE]	[8.57-NE]	[11.07-NE]	[4.14-NE]	[2.76-NE]	[3.91-NE]	8.54-NE]	[3.78-NE]	[3.78-NE]

n, number; Q3W, every 3 weeks; ORR, objective response rate; DCR, disease control rate; DOR, duration of response; CI, confidence interval; NR, not reached; NE, not evaluable. Full analysis set: All subjects in the enrolled analysis set had received at least one study drug therapy and had a measurable lesion at baseline (as defined by RECIST v1.1). ORR was based on the full analysis set of subjects with at least one tumor evaluation after drug administration.

Table 2: Summary of efficacy (full analysis set, n = 82).

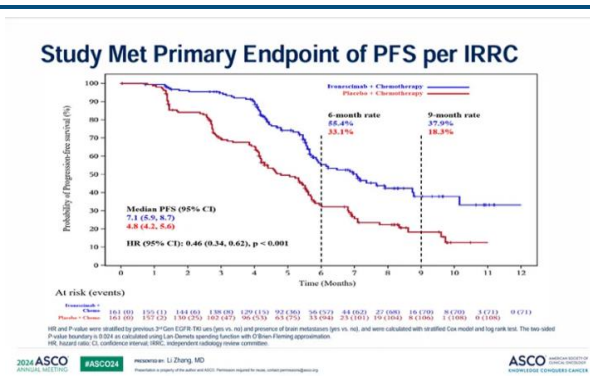
数据来源: The Lancet, 中信建投证券

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

2024年6月3日，公司与 SUMMIT 签署补充许可协议，SUMMIT 将新增获得依沃西于中美洲、南美洲、中东和非洲等相关市场的开发和商业化独家权益。根据该补充协议，公司获得约 8,000 万元的许可费收入。

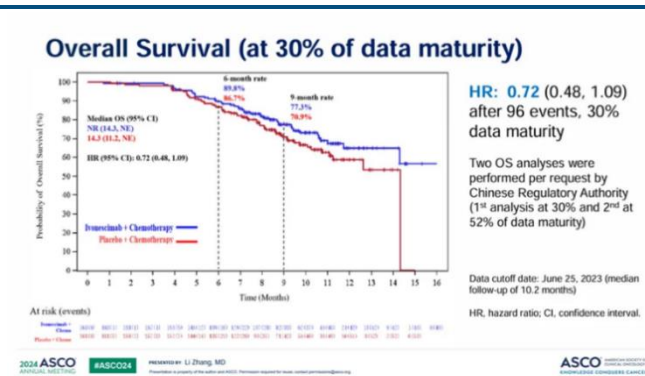
在 2024 年 ASCO 会议上，伴随 AK112 治疗非小细胞肺癌二线研究的摘要数据公布，也迎来了其全球首次获批上市。会议期间，康方生物披露了 AK112 联合化疗用于 EGFR-TKI 治疗后进展的 EGFR 突变晚期非鳞状 NSCLC 患者的 III 期临床试验结果。研究达到主要终点，显示联合治疗组 mPFS 为 7.1 个月，显著优于对照组的 4.8 个月（风险比 HR=0.46，P<0.001）。在数据成熟度约为 30% 时进行的分析中，AK112 联合方案的 mOS 为 17.1 个月，对照组为 14.5 个月，死亡风险降低 20%（HR=0.8），已观察到 OS 呈现明显延长趋势。此外，该试验中接受过三代 EGFR-TKI 治疗的患者比例高达 86%，显著超出其他同类研究，更能反映真实世界的患者治疗状况。

图 29: AK112 的 III 期 HARMONi-A mPFS 结果



数据来源: 2024ASCO, 中信建投证券

图 30: AK112 的 III 期 HARMONi-A mOS 结果

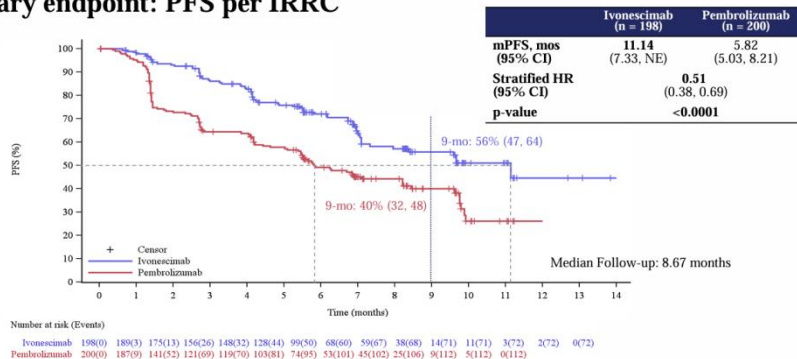


数据来源: 2024ASCO, 中信建投证券

头对头打败 K 药，临床数据在 2024 年 WCLC 会议上发布。AK112 单药对比帕博利珠单抗用于一线 PD-L1 高表达非小细胞肺癌治疗的临床数据：在意向性治疗人群中，AK112 的中位无进展生存期（PFS）达到 11.14 个月，显著优于帕博利珠单抗对照组的 5.82 个月（PFS HR=0.51, P<0.0001），使其成为首个在 III 期研究中单药治疗击败“药王”帕博利珠单抗的产品。安全性方面，尽管入组患者大部分属于传统抗 VEGF 治疗的禁忌人群，AK112 整体安全性优异，与帕博利珠单抗组相比未见显著升高。

图 31：AK112 的 III 期 HARMONi-2 mPFS 结果

Primary endpoint: PFS per IRRC



Ivonescimab demonstrated a statistically significant improvement in PFS vs. pembrolizumab with HR = 0.51, representing a 5.3 months improvement in mPFS.

数据来源：2024 WCLC，中信建投证券

2025 年 4 月 25 日，AK112 的 NSCLC 一线适应症获批上市，同时更新 HARMONi-2 期中 OS 数据。在 ITT 人群中，在 39%成熟度时进行的总生存期（OS）的期中分析（ α 分配值仅为 0.0001）结果显示，依沃西对比帕博利珠单抗具有显著的临床生存获益，HR=0.777，降低死亡风险 22.3%。MD 安德森癌症中心胸部/头颈肿瘤内科主席 John Heymach 认为这是一个相当不错的数字。

2025 年 5 月 30 日，Summit 公布全球 HARMONi 的 III 期临床顶线结果。作为首个评估依沃西单抗（Ivonescimab）的全球 III 期研究，HARMONi 成功达到无进展生存期（PFS）主要终点，并在另一主要终点总生存期（OS）中显示积极趋势。在预先指定的主要数据分析中，PFS 显示统计学显著且具有临床意义的改善，HR 为 0.52（95% 置信区间：0.41 - 0.66； $p < 0.00001$ ）。在亚洲和非亚洲亚组人群中均观察到具有临床意义的风险比。OS 虽未达到统计学显著获益（HR=0.79，95% CI：0.62 - 1.01； $p = 0.057$ ），但显示出积极趋势。

2025 年 9 月 7 日，Summit 在 2025 WCLC 全体会议主席专题研讨会（Presidential Symposium）上发布了依沃西首个全球多中心 III 期临床 HARMONi 研究的更新数据。随着随访时间延长，ITT 人群 OS HR 进一步缩小（HR=0.78， $P = 0.0332$ ），更新的 OS 数据较此前 5 月的分析结果呈改善趋势，特别是北美人群的 OS 获益更为突出（HR=0.70）。

亚洲人群随访时间延长，HR 值进一步下降。亚洲人群随访时间进一步延长至 32.7 个月，截至 2025 年 4 月，mOS 为 16.7m vs 14m，HR=0.76。海外人群随访时间延长，OS 值延长，北美人群的 OS 获益更为突出。海外人群随访时间进一步延长至 13.7 个月，截至 2025 年 9 月，相比化疗对照组，mOS 延长至 17m vs 14m，高于对照组 3 个月，HR=0.84（主要由于欧洲人群随访时间较短）；其中北美人群随访 14.6 个月，mOS NR vs 14m，HR=0.70。

表 20：西方患者长期随访分析 (数据截止日期: 2025 年 9 月)mOS 结果

	Ivonescimab + 化疗	安慰剂 + 化疗
mOS, ITT	16.8 个月 (n=219)	14.0 个月 (n=219)
HR, ITT	0.78 (95% CI: 0.62 - 0.98; 名义 $p = 0.0332$)	
mOS, 西方患者	17.0 个月 (n=83)	14.0 个月 (n=82)
HR, 西方患者	0.84	
mOS, 北美患者	未达到 (n=43)	14.0 个月 (n=50)
HR, 北美患者	0.7	

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

mOS, 亚洲患者	16.7 个月 (n=136)	14.0 个月 (n=137)
HR, 亚洲患者	0.76	

资料来源: Summit, 中信建投证券

2025 年 10 月 19 日,康方生物在 2025 ESMO 的 Presidential Symposium(主席论坛)上重磅发布了 HARMONi-6 研究的更新数据。与替雷利珠单抗联合化疗相比,依沃西联合化疗显著改善了晚期鳞状非小细胞肺癌(sq-NSCLC)一线治疗的无进展生存期,mPFS 达 11.14 个月,HR=0.60(P<0.0001)。在所有关键亚组中,依沃西联合化疗在无进展生存期方面均更具优势。

2025 年 10 月 20 日,依沃西方案一线治疗结直肠癌国际多中心 III 期临床启动。2025 年 10 月 20 日,Summit 正式启动全球多中心 III 期临床研究 HARMONi-GI3,拟在美国率先入组约 600 名不可切除转移性结直肠癌(mCRC)患者,对比依沃西联合化疗与贝伐珠单抗联合化疗在一线治疗中的疗效。此前 II 期研究(AK112-206)结果显示,依沃西联合 FOLFOXIRI 方案在 MSS/pMMR 型 mCRC 患者中 ORR 81.8%,DCR 100%。此次 III 期研究的启动,标志着依沃西在 mCRC 领域实现从探索性研究向全球注册性临床的重大跨越。

同时,宣布更新国际多中心 III 期临床研究 HARMONi-3 的最新计划。该研究旨在评估依沃西联合化疗与帕博利珠单抗联合化疗在一线治疗转移性鳞状及非鳞状非小细胞肺癌(sq-NSCLC 与 nsq-NSCLC)患者中的疗效与安全性。最新修订后的研究方案将根据组织学类型分别进行独立的统计学分析,从而更精准地验证依沃西在不同亚型中的临床优势。

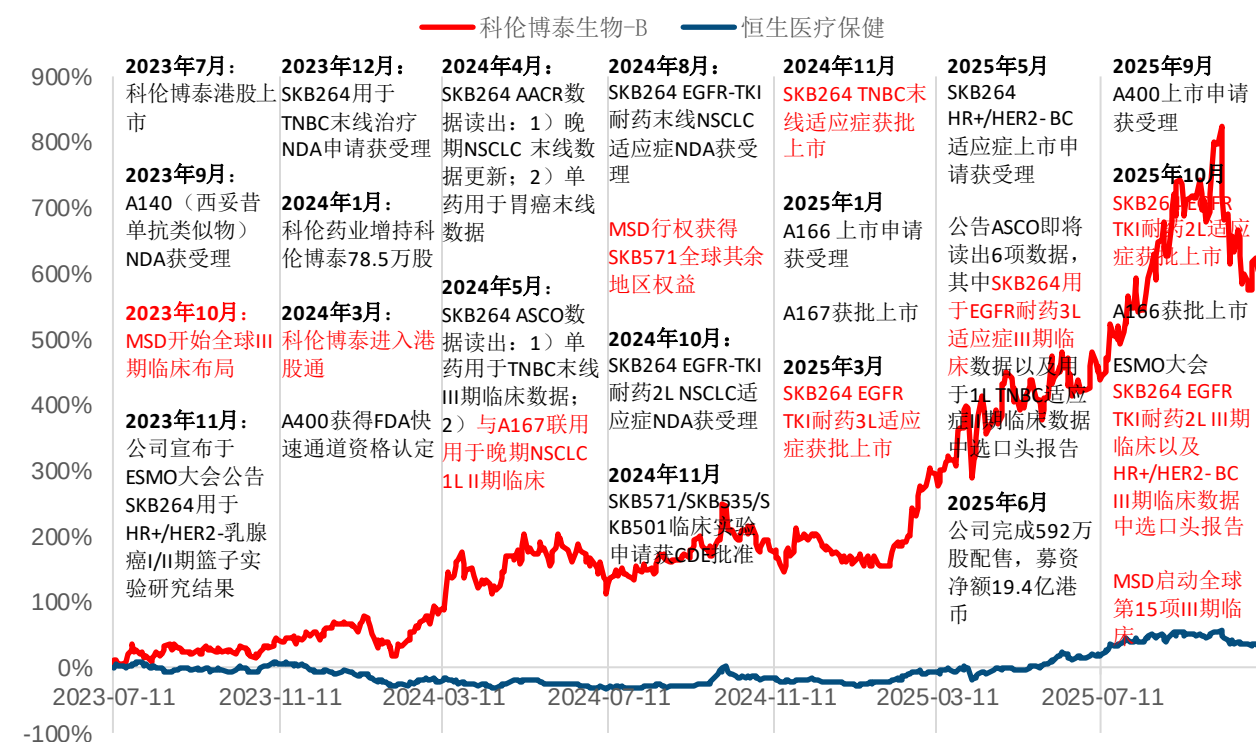
根据 Summit 公布的时间节点,HARMONi-3 中鳞状 NSCLC 队列预计于 2026 年上半年完成入组,并在同年下半年进行 PFS 主要终点及总生存期(OS)期中分析;非鳞状 NSCLC 队列预计于 2026 年下半年完成入组,并于 2027 年上半年进行 PFS 主要终点评估。该研究计划全球共入组约 1600 名患者(鳞状型 600 例,非鳞状型 1000 例),目前已在多国积极招募中,后续将在美国及 Summit 授权的其他地区推进注册申报。这一进展标志着依沃西在全球肺癌免疫治疗领域的布局持续深化,也彰显其作为创新双抗药物的国际竞争力。

首个海外适应症计划 BLA。康方生物全球首创 PD-1/VEGF 双抗依沃西(Ivonescimab)的海外合作伙伴 Summit Therapeutics 宣布,将于 2025 年第四季度向美国 FDA 提交依沃西联合化疗用于第三代 EGFR-TKI 治疗进展后 EGFR 突变型非鳞状非小细胞肺癌(NSCLC)患者的生物制品许可申请(BLA)。该决策基于国际多中心 III 期 HARMONi 研究的积极结果及临床界对创新疗法的迫切需求,反映出依沃西在 EGFR-TKI 耐药领域的突破性潜力。

复盘科伦博泰:扎实和快速的海外临床推进,带动估值持续上升

科伦博泰上市以来股价受数据催化以及海外 MSD 积极推进临床影响,总体上涨超过 500%。24 年初主要受港股行情有所回落,随后受入通以及默沙东密集开 III 期临床影响上涨较多。4 月初开始受 AACR 及 ASCO 大会数据依次读出有所波动。8 月份受 SKB264 EGFR-TKI 耐药末线 NSCLC 适应症 NDA 获受理及公司预期将在 25 年 630 之前获批,明年有望肺癌和乳腺癌一起进入医保催化股价上行,随后受行业整体影响有所调整。25 年以来受 SKB264 EGFR-TKI 耐药末线 NSCLC 适应症获批预期、ASCO/ESMO III 期数据读出预期以及默沙东 III 期临床持续布局带动 264 海外市场预期上修等影响持续上涨。

图 32: 科伦博泰股价复盘



数据来源: wind (20251106), 中信建投证券

重磅数据陆续读出, 264 展现 Trop-2 ADC BIC 潜力。2024 年 6 月, 公司在 ASCO 年会公布 SKB264 联合 KL-A167 用于一线治疗晚期 NSCLC 患者的 II 期研究结果, Q3W 组 ORR 为 48.6%, DCR 为 94.6%, 中位 PFS 为 15.4 个月; Q2W 组 ORR 为 77.6%, DCR 为 100%, 中位 PFS 尚未达到。24 年上半年, 公司已启动 SKB264 一线治疗 PD-L1 阴性非鳞状 NSCLC 患者的 III 期临床。24 年 9 月, 公司继续启动 SKB264 联合 K 药一线治疗 PD-L1 阴性的局部晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌患者 III 期临床。

2025 年 ASCO 发表 1L Nsq-NSCLC II 期临床数据。研究纳入既往未接受过系统治疗且无驱动基因突变的晚期 NSCLC 患者, 接受芦康沙妥珠单抗 (5 mg/kg Q2W 或 Q3W) 联合塔戈利单抗 (1200 mg Q3W 或 900 mg Q2W) 治疗, 直至疾病进展或出现不可耐受毒性。截至 2024 年 12 月 30 日, 共纳入 81 例非鳞状患者。中位随访 17.1 个月后, 确认客观缓解率 (ORR) 为 59.3%; 疾病控制率 (DCR) 为 91.4%; 中位缓解持续时间 (mDOR) 为 16.5 个月 (95%CI: 11.7, 22.1); 中位无进展生存期 (mPFS) 为 15.0m。在 PD-L1 TPS < 1% 的患者中, 确认的 ORR 为 47.1%; mPFS 为 12.4 个月; 而 PD-L1 TPS ≥ 1% 的患者确认的 ORR 为 68.1%; mPFS 为 17.8 个月。

此前 MSD K 药已经获批晚期驱动基因阴性 NSCLC 1L 疗法, 对于非鳞状非小细胞肺癌 (NCT02578680), K 药联用培美曲塞/铂类化疗与培美曲塞/铂类化疗相比, 随访 21 个月时, ORR 为 47.6% VS 18.9%, mPFS 为 8.8 个月 VS 4.9 个月; 对于鳞状非小细胞肺癌 (NCT02775435), K 药联用卡铂和紫杉醇与卡铂和紫杉醇相比, 随访 19 个月时, ORR 为 57.9% VS 38.4%, mPFS 为 6.4 个月 VS 4.8 个月。

同类 Trop-2 ADC 中, 吉利德在 ASCO 上更新 SG+K 药 II 期数据, 30 人样本中 ORR 为 67%, 非鳞癌患者 mPFS

13.1m, 鳞癌患者 mPFS 未达到; 阿斯利康/第一三共更新 Ib 期 TROPION-Lung02 临床数据, 采用 Dato-DXd + K 药二联疗法的人群中 ORR 52%, mPFS 达 11.1m, 在此基础上联合化疗的三联疗法 ORR 为 56%, mPFS 6.8m; 此外阿斯利康/第一三共还于 23 年 9 月 WCLC 大会上公布了 Dato-DXd + Imfinzi 联合或不联合化疗的 Ib 期部分临床结果, 二联和三联疗法 ORR 分别为 50%和 76.9%, 二联疗法 DCR 为 92.9%, 没有 pfs 或者 OS 相关数据。相比已经获批的疗法和一些仍在进行中的临床实验, SKB264 此次披露的数据展现出更优的临床结果, 虽然由于临床样本数以及患者基线的不同相关临床数据无法直接进行头对头比较, 但 SKB264 在目前 II 期临床中的出色数据仍旧展现出这一联用疗法的 BIC 潜力。

表 21: 不同疗法用于晚期驱动基因阴性 1 线 NSCLC 临床数据比较

药物	SKB264		帕博利珠单抗		trodelvy	Dato-Dxd
公司	科伦博泰		MSD		吉利德	第一三共/AZ
靶点	Trop-2		PD-1		Trop-2	Trop-2
临床编号	NCT05351788		NCT02578680	NCT02775435	NCT05186974	NCT04526691
试验分期	II		III/非鳞	III/鳞状	II	Ib
实验分组	1A: (SKB264 5 mg/kg + KL-A167 1200 mg) Q3W	1B: (SKB264 5 mg/kg + KL-A167 900 mg) Q2W	K+培美曲塞/铂类化 疗对照培美曲塞/铂 类化疗	K+卡铂和紫杉醇/卡 铂和紫杉醇	SG+K 药	Dato+K 药±化疗
基线情况	1A: 40 人, 1B : 63 人, 中位年龄为 63 岁; A 组 PD-L1 表达 <1%: 30.0%; B 组 PD-L1 表达 < 1%: 33.3%		K 药组: 中位年龄 63.2 岁, TPS<1% 31%, TPS≥1% 63.4%	K 药组: 中位年龄 65 岁, TPS<1% 34.2%, TPS≥1% 63.3%	队列 A: TPS ≥ 50%, 中 位年龄 67 岁, 30 人	中位年龄 66 岁, 二联 (42 人), 三联 (54 人)
cut off day	20240102		20171108	20180403	20231201	20231031
中位随访时间	14m	6.9m	21m (Time Frame)	19m (Time Frame)		
mOS (m, 95%CI)	/	/	NA VS 11.3	15.9 VS 11.3	/	/
ORR (%)	48.60%	77.60%	47.6% VS 18.9%	57.9% VS 38.4%	67%	52% (二联) 56% (三联)
mDOR (m)	/	/	11.2m VS 7.8m	7.7 VS 4.8		NE (二联) 12.9m (三联)
DCR (%)	94.60%	NR				88% (二联) 89% (三联)
mPFS (m, 95%CI)	15.4	NR	8.8 VS 4.9	6.4 VS 4.8	13.1m (非 鳞) NR (鳞状)	11.1m (二联) 6.8m (三联)

资料来源: ASCO, 中信建投证券

EGFR TKI 耐药数据惊艳, 3L 及 2L 适应症先后获批。2025 年 ASCO 公司发布 OptiTROP-Lung03 研究详细数

据。研究将入组患者以 2:1 比例随机分至芦康沙妥珠单抗组和多西他赛组。截止 2024 年 12 月 31 日，中位随访时间已达 12.2 个月。在两组基线均衡的情况下，芦康沙妥珠单抗组（n=91）的 ORR 达到 45.1%，显著优于对照组（n=46，15.6%， $P=0.0004$ ）。在 PFS 方面，经 BIRC 评估，芦康沙妥珠单抗较西他赛显著改善患者 mPFS（6.9 个月 vs 2.8 个月， $P<0.0001$ ， $HR=0.30$ ）。OS 数据尚不成熟，芦康沙妥珠单抗组相比多西他赛组已显示出显著的 OS 改善（ $P=0.0070$ ， $HR=0.49$ ）。2025 年 3 月 10 日，SKB264 获 NMPA 批准第二个适应症，用于治疗经 EGFR TKI 和含铂化疗治疗后进展的 EGFRm 局部晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌患者。

SKB264 治疗 2L EGFRm NSCLC OS 获益趋势明显。公司此次披露的 III 期临床（NCT05870319）选择经 EGFR-TKI 治疗后进展的 EGFRm 的局部晚期或转移性 NSCLC 患者，随机接受 SKB264 治疗（5 mg/kg Q2W）或化疗（培美曲塞 500 mg/m²+ 卡铂 AUC 5 或顺铂 75 mg/m² Q3W 4 个周期，然后维持培美曲塞）。截至 25 年 7 月 6 日，总共 376 位患者被随机分配到 sac-TMT（n=188）或化疗（n=188）组。在中位随访 18.9 个月时，21.3% 的患者（sac-TMT）和 1.6% 的患者（化疗）仍在接受治疗。Sac-TMT 的 ORR 为 60.6%，对照组为 43.1%。Sac-TMT 的 mPFS 达到 8.3 个月，对照组为 4.3 个月，HR 值为 0.49。Sac-TMT 的 OS 还未到达，对照组为 17.4 个月，HR 值为 0.6，p 值为 0.0006。部分患者出组后后续仍接受 ADC 治疗，去除 ADC 影响后 $HR=0.56$ 。与化疗相比，Sac-TMT 在 PFS 和 OS 方面表现出高度统计学意义和临床意义的改善。安全性方面，≥3 级 TRAE 发生率在 SKB264 组中为 49.5%，在化疗组中为 52.2%，最常见的 TRAE 均为血液学毒性，SKB264 组未出现与治疗相关的停药或死亡，未出现间质性肺病/肺炎，眼毒性低，总体安全性可控。基于这一临床结果，10 月 11 日，SKB264 用于治疗经 EGFR-TKI 治疗后进展的 EGFRm 局部晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌适应症获批上市。

临床数据出众，再次展现 BIC 潜力。埃万妥单抗联合化疗作为标准疗法，展现了出色的疗效，已获批 EGFR 敏感突变 NSCLC 2L 疗法，对于非鳞状非小细胞肺癌，埃万妥单抗联用培美曲塞/卡铂与培美曲塞/卡铂相比，随访 18.1 个月时，ORR 为 64% VS 36%，mPFS 为 6.3 个月 VS 4.2 个月，mOS 为 17.7 个月 VS 15.3 个月。

同类 Trop-2 ADC 中，吉利德在 2025 ASCO 上发表 Trodelvy 的 III 期数据，Trodelvy 对比多西他赛 mOS 为 11.3 个月 VS 9.6 个月，未达到主要终点，效果不佳；第一三共/阿斯利康于 2025 年 6 月更新了 TROPION-Lung01/05 汇总数据，117 人样本中 cORR 为 43%，DCR 为 86%，mPFS 为 5.8 个月，mOS 为 15.6 个月。另于 2025 ESMO 发布 Dato-DXd 联合奥希替尼用于接受过奥希替尼患者的 EGFR 敏感突变 NSCLC 的二线治疗数据（NCT03944772），采用奥希替尼（80 mg QD）+ Dato-DXd（4 mg/kg Q3W）给药时，ORR 为 43%，mPFS 为 9.5 个月，采用奥希替尼（80 mg QD）+ Dato-DXd（6 mg/kg Q3W）给药时，ORR 为 36%，mPFS 为 11.7 个月，该联合疗法实现较高的 mPFS，但均出现间质性肺病/肺炎（≥3 级分别为 3%和 6%）。

表 22: EGFR-TKI 耐药 NSCLC 后线对比

药物	SKB264	Rybervant	Trodelvy	Dato-Dxd	AK112
公司	科伦博泰	强生	吉利德	第一三共/阿斯利康	康方
靶点	Trop-2	EGFR/C-met	Trop-2	Trop-2	PD-1/VEGF
临床编号	NCT05870319	NCT04988295	NCT05089734	NCT04484142 & NCT04656652	NCT06396065
试验分期	III	III	III	II/III	III
实验分组	SKB264	含铂双 药化疗	Ryb+ 拉泽+ 化疗	Ryb+ 化疗	化疗
			化疗	Trodelvy	多西他 赛
				Dato-Dxd	AK112+ 化疗
					化疗

基线情况	中位年 龄 60 岁，	中位年 龄为 59 岁，						299	304		
	94.7%接 受过 3 代	94.1%接 受过 3 代	中位年龄 62 岁，接受过奥 希替尼					人，中 位年龄 66 岁	人，中 位年龄 64 岁	117 人，中位年龄 63 岁，82%接受过奥希 替尼	3 代 EGFR-TKI 经 治，约 38%的欧美等 国的患者
	EGFR- TKI	EGFR- TKI									
	cut off day	20250706	20240426					20241021		NCT04484142 (20221214) NCT04656652 (20230329)	
中位随访 时间	18.9m	18.1m					10.9m		/		
mOS (m)	/	17.4	/	17.7	15.3	11.3	9.6	15.6		16.8	14.0
HR	0.6	0.96		0.73	0.78						
ORR (%)	60.6%	43.1%	63%	64%	36%	13.7%	18.1%	cORR 43%		45%	34%
mDOR(m)	8.3	4.2	/	/	/	6.7	5.8	7.0		7.6	4.2
DCR (%)	87.2%	80.3%	/	/	/	/	/	86%		93.1%	83.2%
mPFS (m)	8.3	4.3	8.3	6.3	4.2	4.1	3.9	5.8		6.8	4.4
HR	0.49	0.44		0.48	0.52						

资料来源：ESMO，中信建投证券

默沙东积极布局 SKB264 海外 III 期，国际化进程推进迅速 SKB264 是目前公司与 MSD 合作管线中进度最快的产品。2022 年 5 月，公司与默沙东首次达成协议，授权其 SKB264 海外权益，公司获得共 1.02 亿美元一次性付款及潜在 11.6 亿美元的里程碑付款；2024 年 2 月，公司获得 75.0 百万美元 NSCLC 与 EC 适应症触发的临床里程碑付款。SKB264 以 MK-2870 作为默沙东管线进行推进，至今默沙东已经开展 15 项 3 期临床试验。MSD 对于 MK2870 单药或者联用适应症的规划和迅速的布局也进一步展现出 MSD 对产品的信心。

表 23: MK2870 海外临床布局

NCT 编号	实验名称	治疗方案	对照组	患者基线	适应症	临床阶段	主要终点	入组人数	初步完成时间
NCT06305754	MK-2870-009	单药	含铂化疗+培美曲塞	患者先前接受过 EGFR TKI 治疗（未接受过化疗）	晚期 EGFRmut nsqNSCLC	III 期	PFS,OS	520	2028/9/12
NCT06074588	MK-2870-004	单药	多西他赛或培美曲塞	先前接受过 1-2 种 EGFR TKI 治疗，	突变基因阳性 NSCLC（包括 EGFRmut，	III 期	PFS,OS	556	2027/5/10

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

				治疗进展后接受过 铂类化疗	ALK, ROS1, NTRK 阳性 等)					
NCT0613 2958	MK-2870- 005	单药	研究者选 择的化疗	患者先前接受过免 疫化疗和/免疫检查 点抑制剂	晚期子宫内膜 癌	III 期	PFS/OS	710	2028/1/10	
NCT0617 0788	MK-2870- 007	MK2870 联用 K 药	K 药	晚期患者, 先前未 接受过治疗	TPS $\geq$ 50% PD- L1 高表达 NSCLC	III 期	OS	614	2028/1/25	
NCT0631 2176	MK-2870- 010	单药 /MK2870 联用 K 药	研究者选 择的化疗	患者先前接受过内 分泌治疗或内分泌 联合 CDK4/6 抑制 剂	HR+/HER2-BC	III 期	PFS	1200	2027/7/11	
NCT0631 2137	MK-2870- 019	MK2870 联用 K 药	K 药	患者新辅助 K 药和 铂类双联化疗并且 手术	II-IIIB 期 NSCLC 术后 辅助	III 期	DFS	780	2034/2/21	
NCT0635 6311	MK-2870- 015	单药	研究者选 择的化疗	已接受至少 2 种 先前的化疗和/或免 疫治疗方案并发生 进展	晚期/转移性胃 食管腺癌(胃 腺癌、胃食管 交界处腺癌和 食管腺癌)	III 期	OS	450	2027/1/4	
NCT0639 3374	MK-2870- 012	MK2870 联用 K 药	研究者选 择的化疗	根据 KEYNOTE- 522 方案进行新辅 助治疗, 然后根据 NCCN TNBC 治疗 指南进行手术	手术后未达到 pCR 的 TNBC	III 期	iDFS	1530	2030/12/1 6	
NCT0642 2143	MK-2870- 023	K 药 +MK2870	K 药	IV 期转移性鳞状 非小, 对于维持期 治疗由 BICR 确认 在完成诱导期治疗 后没有疾病进展	晚期转移性鳞 状 NSCLC	III 期	OS	851	2029/1/12	
NCT0645 9180	MK-2870- 020	单药	研究者选 择的化疗	复发/转移性宫颈 癌 2L	复发/转移性宫 颈癌 2L	III 期	ORR/AE /OS	686	2028-10- 23	
NCT0682 4467	TroFuse-022	单药或联 用贝伐珠	SOC/贝伐 珠	2L 治疗中已经接受 了含铂双药治疗	铂敏感复发性 卵巢癌	III 期	PFS/AE	770	2029-04- 27	
NCT0684 1354	TroFuse-011	单药或联 用 K 药	TPC	未经治局部复发性 不可切除或转移性 TNBC (pd-l1 CPS <10)	1L TNBC	III 期	PFS/OS	1000	2030-05- 18	

NCT0695 2504	TroFuse-033	联用 K 药	K 药	既往未接受过子宫 内膜癌全身治疗	错配修复完整 的子宫内膜癌 1L	III 期	PFS/OS	1123	2032-05- 24
NCT0696 6700	MK-2870- 032	联用 K 药	化疗+K	高危、早期	新辅助 TNBC/HR+HE R2- BC	III 期	pCR/EF S	2400	2033-03- 23
NCT0721 6703	MK-2870- 036/ TroFuse-036	联用 K 药± 贝伐	K 药	PD-L1 CPS≥1 持续 性、复发性或新诊 断转移性宫颈癌	一线维持治疗 宫颈癌	III 期	PFS/OS	1023	2031-10- 29

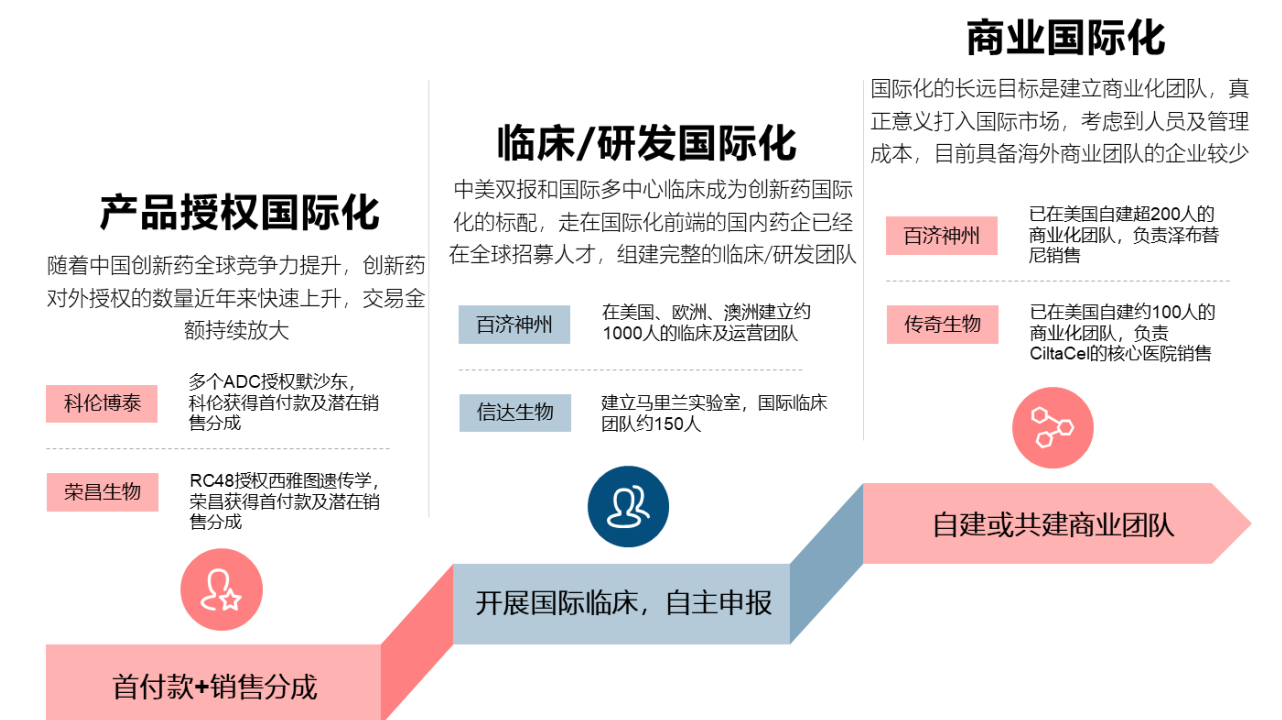
资料来源: Clinical Trial, 中信建投证券

从产品授权到公司国际化, 我们长期看好具备自主出海能力的公司

我们此前多次提出中国创新药出海的多个模式: NewCo、并购、授权、联合开发并存, 适配不同发展阶段企业及不同的战略目标。

创新药经典出海模式“三步走”。第一种模式是“产品授权国际化”, 即授权+提成模式, 该模式授出方获得首付款、里程碑及销售分成, 在我国创新药企当前缺少国际运营能力的背景下仍为主流模式; 第二种模式是研发及临床国际化, 目前出现在部分头部企业中, 这一模式资金需求大, 对团队的国际化要求高; 第三种模式是商业国际化, 该模式可以获取潜在最大利润, 但也是难度最大、风险最高的模式, 目前只有极少数公司实现。

图 33: 中国创新药出海三个模式



数据来源: BCG, 中信建投证券

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

长期看中国创新药企有望走出全球性大公司，但投资人也需对出海带来的挑战有充分预期，这必定是一个长期的过程。

日本武田制药国际化路径的启示

武田创立于 1781 年，当时武田长兵卫一世(Chobei Takeda) 在大阪的修道町开了一家销售日本和中国传统药草的店铺。武田现在业务遍及全球 80 多个国家，在日本和美国都处于领先地位，分别为全球第三和第一大制药市场。公司将为全球更多的人提供高度创新的药物和变革性的诊疗。

图 34: 武田制药发展历程

1945-1984 （初期）	1985-1999 （全球化）	2000~（未来发展）
1949年：IPO 1950年：开始在日本销售综合维他命 1954年：和 ACC 成立合资公司在日本生产及销售抗生素	1985年：在美国与Abbott Lab合资建立了TAP Pharmaceuticals Inc.，双方各占一半股份。同年TAP 开始销售治疗药物Lupron 1991年：Lupron Depot® 和Prevacid® 的成功帮助武田巩固了全球性制药企业的地位，这两种药物的销售额均超过10 亿美元，为武田在美国和欧洲奠定了坚实的业务基础 1997年：美国武田研发中心成立 1998年：Takeda Pharmaceuticals America, Inc. 成立，是武田美国的全资药品销售公司	- 剥离非药品工业 - 收购兼并Syrrx获得当时蛋白质分析领域全球最好的高通量X 射线晶体学技术； - 收购Paradigm 、Millennium、TAP及Nycomed，增强全球研发及销售实力 - 进入疫苗领域 - 进行多项产品引进及并购

数据来源：公司公告，中信建投证券

武田国际化的载体是与雅培的合资公司 TAP（The Abbott-Takeda Pharmaceuticals）。TAP 成立于 1977 年，是武田制药和雅培的合资公司，武田持股 50%，雅培持股 50%，2008 年解散。TAP 成立的目标便是在美国和加拿大商业化武田研发和获批的产品。Lupron（亮丙瑞林）是 TAP 首个获批产品，根据 TAP 的披露信息，Lupron 起源于武田和雅培 1977 年开始的合作研发项目。TAP 拥有独立的销售和推广团队。TAP 最成功的上市商品分别是质子泵抑制剂兰索拉唑（普托平）和前列腺癌药物亮丙瑞林（Lupron），截至 TAP 解散前的最后一个完整财年，Lupron 年销售额约 6 亿美元，兰索拉唑销售额约 23 亿美元。

图 35: 武田制药的国际化历程



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

具备自主出海能力的创新药企业, 估值不仅需要关注当前产品的成功, 还应关注持续国际化的能力带来的未来价值与变现可能性的显著增长, 我们长期看好具备自主出海能力的公司。

技术展望: 继续关注 ADC、减重、双抗及小核酸赛道

ADC: 25 年学术会议重磅频出, 期待 26 年海外 III 期临床兑现

ADC 作为国内最早获得 MNC 认同并积极对外授权的资产之一, 国内企业布局深厚, 管线从 follow 为主陆续走向潜在 BIC 及 FIC, 从 ADC 走向 XDC, 持续加强布局深度及广度。25 年学术会议上, 国内企业相关管线重磅数据陆续读出, 接连中选口头报告。AACR 上信达、康弘等企业开始展示双 payload ADC 等下一代 ADC 产品设计及临床前数据, 相关产品有望逐渐进入早期临床。年中 ASCO 会议上恒瑞医药、科伦博泰、信达生物等陆续发布重要 ADC 数据, 涉及靶点包括 HER2、Nectin4、TROP2、B7H3、HER3 等, 其中恒瑞医药 ADC 平台上诸多新品推进顺利, 科伦博泰 SKB264 单药在 1L TNBC, 联用 A167 在 1L 非鳞非小均展现出出色数据, 百济神州、中国生物制药、映恩生物等企业部分 ADC 管线实现首次数据读出。

在刚刚结束的 ESMO 大会中, 多家公司发布优秀的临床数据。恒瑞医药公布 SHR-A1811 在 HER2+ BC 2L+ 患者中出色数据, PFS 达 30.6 个月, 将疾病进展或死亡风险降低 78%。科伦博泰公布 1) SKB264 在 EGFR TKI 耐药 2L 中国注册性临床数据, ORR 为 60.6%, 对照组为 43.1%。Sac-TMT 的 mPFS 达到 8.3 个月, 对照组为 4.3 个月, HR 值为 0.49; 2) SKB264 在 HR+/HER2- BC 2L+ III 期临床数据, sac-TMT 相较化疗组 ORR 为 41.5% vs 24.1%, mPFS 8.3 个月 vs 4.1 个月, 将疾病进展或死亡风险降低 65%。百利天恒公布了全球首创 EGFR/HER3 ADC 海外 I 期临床数据, 2.5mg/kg 剂量组中, 超一半的患者能实现肿瘤应答 (cORR 达 55%), mPFS 为 5.4 个月。常见的治疗相关不良事件 (TRAE) 为血液学毒性, 没有新的安全性问题, 东西方人群数据高度一致。

展望 2026 年, ADC 相关管线有望迎来包括全球 III 期临床数据读出在内诸多催化:

表 24: 部分 ADC 管线 2026 年催化

公司	管线	靶点	25Q4-26 年催化
科伦博泰	SKB264	TROP-2	国内: 1L NSCLC sBLA 递交、HR+/HER2- BC 2L+ 适应症获批 海外: MSD 胃癌等 III 期数据读出, BLA 递交
	SKB571	EGFR/C-met	早期临床数据/潜在 POC 数据读出

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

	SKB518 等		早期临床数据读出
			国内：鼻咽癌后线适应症获批、ESCC sBLA 递交、国内多项
百利天恒	BL-B01D1	EGFR/HER3	III 期临床数据读出
			海外：BMS 合作推进 III 期临床布局
	BL-M07D1	HER2	HER2+ BC 2L+数据读出
	SHR-A1811	HER2	HER2+ BC 2L+获批
恒瑞医药	FH-006	EGFR/B7H3	早期临床数据读出
	其余 ADC 管线		潜在数据读出
	DB-1303	HER2	HER2 表达 EC 2L BLA 递交
映恩生物	DB-1311	B7H3	mCRPC III 期临床启动、其余瘤种数据更新
	DB-1419	B7H3/PD-L1	早期临床数据读出
	DB-2304	BDCA2	早期临床数据读出
信达生物	IBI3001	EGFR/B7H3	早期临床数据读出
迈威生物	9MW2821	NECTIN-4	UC 适应症递交 BLA、TNBC、CC、EC 等适应症数据披露
	7MW4911	CDH17	早期临床数据读出
复宏汉霖	HLX43	PD-L1	数据读出及潜在 II/III 期关键临床
			头颈鳞癌 2L 国内 III 期入组完成
	MRG003	EGFR	头颈鳞癌-combo-1L 国内 II 期；局晚期人群-欧洲 II 期推进
乐普生物			EGFRm/wt 新辅助 II 期国内启动
	MRG004A	TF	胰腺癌 3L III 期国内完成入组
	MRG006A	GPC3	肝细胞癌 2L 数据读出
	MRG007	CDH17	潜在数据读出及全球 Ib/II MRCT 启动
	Enhertu	HER2	HER2+ BC 新辅助治疗、HER2+ BC 一线适应症获 FDA 批准、
AZ/第一三共			HER2+ BC 辅助治疗递交 sBLA
	Datroway	Datroway	1L NSQ NSCLC 数据读出
			联用 Tagrisso 2L EGFRm NSCLC 数据读出
辉瑞	Padcev	NECTIN-4	MIBC 辅助/新辅助 sBLA 递交
	其余 ADC	CD25V、PDL1 iT、CD228V 等	早期临床数据读出

数据来源：公司公告，中信建投证券

IO 双抗临床持续推进，2026 年众多催化剂值得期待

2030 年肿瘤免疫药物市场规模有望超 1500 亿美元。根据 novaoneadvisor 的预测，2030 年全球肿瘤免疫药物市场规模有望超 1500 亿美元，约为现有市场规模的三倍。整体看，肿瘤免疫药物为目前肿瘤治疗中的基石类药物，产品特点为覆盖患者广，患者获益时间和用药时间长，优秀的药物安全性可控等特点，因此市场前景被广泛看好。

2024 年 PD1/PDL1 为代表的 IO 药物市场规模超 450 亿美元。2024 年，默沙东的 Keytruda 销售额为 295 亿美元，BMS 的 Opdivo 销售额为 93 亿美元，罗氏的 TECENTRIQ 销售额约 41 亿美元，AZ 的 IMFINZI 销售额约 47 亿美元。以上 4 个品种年销售额合计已超过 450 亿美元。

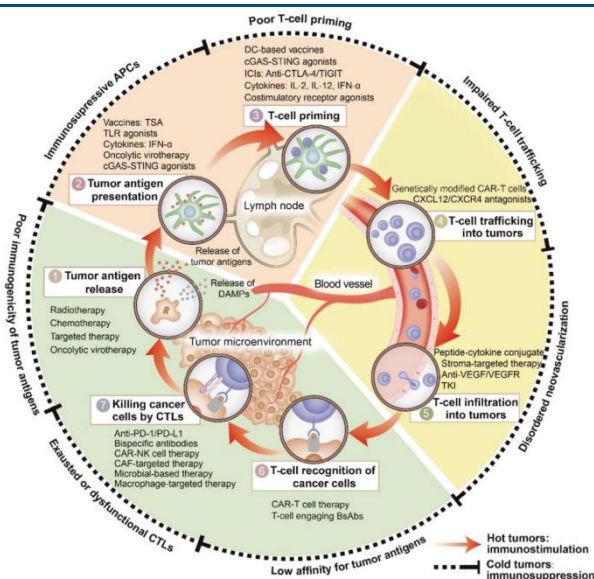
请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

默沙东与 BMS 的 PD1 均面临专利悬崖以及后续新产品挑战。默沙东和 BMS 面临专利悬崖。根据 Insight，默沙东的 PD1 序列专利在美国 2028 年到期，BMS 的 Opdivo 序列专利在美国 2026 年到期。目前两家公司的在研生物类似物已经达到几十款，后续专利到期后竞争压力提升。

一代 PD1 药物虽惊艳，但依旧存在不足。使用 Keytruda 的患者在长期治疗后可能会出现耐药问题，涉及多种潜在机制。尽管 Keytruda 可有效治疗多种肿瘤患者，但长期使用 Keytruda 后部分患者会出现耐药问题。根据《Biomedicine & Pharmacotherapy》中的综述指出，PD-1 类药物耐药的机制可能涉及肿瘤抗原缺失、T 细胞功能障碍、T 细胞耗竭、免疫抑制细胞增加等机制。

部分肿瘤对 IO 疗法不响应，被称为免疫“冷肿瘤”。尽管 IO 疗法中诞生的创新药物可治疗多种肿瘤，但对于部分肿瘤如 MSS 结直肠癌、急性髓性白血病和卵巢癌等，其患者对 IO 疗法不敏感（约 70%）。根据发表在《Nature》上的综述，“冷肿瘤”的存在可能是因为免疫检查点蛋白低表达或不表达、肿瘤微环境处于免疫排斥状态和抗原递呈缺陷等问题。

图 36:冷肿瘤机制



数据来源: Pubmed, 中信建投证券

2026 年，多款 IO 双抗产品就有望读出关键临床数据，值得市场重点关注。

表 25:IO 多抗催化剂整理

公司	药物	靶点	适应症	临床试验编号	催化剂	预计时间
康方生物	AK112	PD1/VEGF	1L NSCLC	NCT05499390	三期临床 OS 结	2026 年
				Harmoni-2	果潜在读出	
康方生物	AK112	PD1/VEGF	1L NSCLC	NCT05840016	三期临床 OS 结	2026 年
				Harmoni-6	果首次分析潜在读出	
信达生物	IBI363	PD1/IL2	1L NSCLC	CTR20221683	潜在 POC 数据	2026 年

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

读出					
信达生物	IBI363	PD1/IL2	1L CRC	CTR20221683	潜在 POC 数据 2026 年
读出					
三生制药	SSGJ707	PD1/VEGF	——	——	三期临床推进 2026 年
荣昌生物	RC148	PD1/VEGF	实体瘤	NCT06883630	数据更新 2026 年
基石药业	CS2009	PD1/VEGF/CTLA4	实体瘤	NCT06741644	数据更新 2026 年
宜明昂科	珀维拉芙普 α	PDL1/VEGF	实体瘤	NCT06746870	数据更新 2026 年

资料来源: Insight, 公司公告, 中信建投证券

小核酸药物：全球产业实现多维突破，中国创新药企展现全球竞争力

小核酸药物凭借其可靶向传统不可成药靶点、作用长效等优势，有望成为继小分子和抗体药物后的第三大药物类别。尽管发展历程曾遇挫折，但 2014 年 GalNAc 技术的突破实现了高效肝脏靶向，极大激活了产业发展。更重要的是为小核酸药物的递送技术树立了一个可借鉴的“样本范式”。当前，全球小核酸药物产业正在实现商业化盈利、适应症突破、肝外递送突破、双靶点突破等多维突破。中国公司在此浪潮中与全球产业齐头并进，同频共振，展现出强劲全球竞争力。展望 2026 年，预期肝外递送领域将会迎来一系列重大突破，Avidity 研发的全球首款 AOC 药物 Del-zota 预计将会在 2026 年获批上市，减重领域中 Arrowhead 靶向脂肪组织的 ARO-ALK7 预计将会在 26H1 披露临床 1 期数据，中国小核酸药企也预计将在 26-27 年诞生一批肝外递送新分子进入 IND，有望持续展现全球竞争力。与此同时，港股市场将预期迎来瑞博、舶望等小核酸龙头公司上市，为二级市场带来更多小核酸领域的投资机会。

全球小核酸药物产业实现商业化、适应症、技术平台多维突破

小核酸药物实现商业化突破，展现重磅药物潜力。多款潜在重磅小核酸药物的销售收入快速增长。诺华 Leqvio 有望成为销售峰值达 30 亿美元的重磅药物。Alnylam 的 Amvuttra 有望成为销售峰值达 50 亿美元的重磅药物。Amvuttra 25H1 销售 8.02 亿美元+88%yoy，其中 25Q2 单季度销售 4.92 亿美元+114%yoy，主因 25Q1 新增 ATTR-CM 适应症的获批，且为 ATTR-CM 领域首款小核酸药物，凭借每季度一针，快速在一线放量。Alnylam 因此大幅提高全年业绩指引，并有望在今年实现 non-gaap 盈利。

小核酸药物实现适应症突破，25-26 年是重要验证期。小核酸药物已不再局限于罕见病。在心血管领域已有成功上市销售的 Leqvio，后续还有 Apoc3、lp(a)、AGT 等靶点药物将会陆续读出 3 期数据。在 CNS 领域，Arrowhead 针对帕金森的 ARO-SNCA 将会在 26 年初递交 IND，使得 CNS 从鞘内注射开始走向跨越血脑屏障，走向更具可及性的皮下注射。在减重领域，Arrowhead 的靶向脂肪组织的 ARO-ALK7 预计将会在 26H1 披露临床 1 期数据，其减脂保肌潜力也可能会成为减重领域的重要革新。

小核酸药物肝外递送、双靶技术有望逐步突破。TRiM (Targeted RNAi Molecule)、AOC (Antibody-Oligonucleotide Conjugate) 等肝外递送平台崭露头角。Avidity 研发 AOC 药物 Del-zota，预计将于 2025 年底 BLA，2026 年上市商业化，标志着首款肝外递送小核酸药物进入商业化，具有重大里程碑意义。此外，在双靶技术方向上，全球首款 PCSK9/APOC3 双靶点小核酸药物于 2025 年 10 月递交临床申请，预期 26 年将会有多款双靶小核酸药物进入 IND。

表 26: 2025-2026 年是小核酸药物适应症突破的重要验证期

大类	公司	药物/管线名称	类型	递送方式	靶点	适应症	催化剂	关键节点
罕见病	Alnylam/Sanofi	Fitrusiran	siRNA	GalNAc 皮下注射	SERPINC1	血友病A/B	PDUFA	2025.03.28
	Alnylam	Amvuttra	siRNA	GalNAc 皮下注射	TTR	ATTR-CM	PDUFA	2025.03.23
	Ionis	<u>Donidalorsen</u>	ASO	GalNAc 皮下注射	KLKB1	HEA	PDUFA	2025.08.21
	Ionis	<u>Eplontersen</u>	ASO	GalNAc 皮下注射	TTR	ATTR-CM	临床III期数据读出	2026H1
	Alnylam	Nucresiran	siRNA	GalNAc 皮下注射	TTR	ATTR-CM	临床III期启动	2025H2
心血管	Arrowhead	Plozasiran	siRNA	GalNAc 皮下注射	ApoC3	sHTG	PDUFA	2025.11.18
	诺华/Ionis	<u>Pelacarsen</u>	ASO	GalNAc 皮下注射	Lp(a)	sHTG	临床III期数据读出	2025H2
	Ionis	Olezarsen	ASO	GalNAc 皮下注射	ApoC3	sHTG	临床III期数据读出	2025.9.2
	Alnylam/罗氏	Zilebesiran	siRNA	GalNAc 皮下注射	AGT	高血压	临床III期启动	2025H2
	船望制药/诺华	BW-00163	siRNA	GalNAc 皮下注射	AGT	高血压	临床II期数据读出	26年底/27年
	石药	SYH2053	siRNA	GalNAc 皮下注射	PCSK9	成人原发性高胆固醇血症或混合型血脂异常	临床III期启动	2026
	瑞博	RBD4059	siRNA	GalNAc 皮下注射	FXI	冠状动脉疾病	临床2a数据读出	2026
CNS	Arrowhead/诺华	ARO-SNCA	siRNA	TRiM 皮下注射	α-synuclein (SNCA)	帕金森	临床试验申请	2026年初
	Alnylam	Mivelsiran	siRNA	鞘内注射	APP	阿尔茨海默病	临床II期启动	2025H2
	Ionis	Ulefnersen	ASO	鞘内注射	SOD1	肌萎缩侧索硬化	临床III期数据读出	2026H1
	Ionis	Zilganersen	ASO	鞘内注射	GFAP	亚历山大病	临床III期数据读出	2025H2
代谢	Arrowhead	ARO - INHBE	siRNA	GalNAc 皮下注射	INHBE (Activin E)	肥胖	临床I/II期数据读出	2025Q4
	Arrowhead	ARO-ALK7	siRNA	TRiM 皮下注射	ALK7	肥胖	临床I/II期数据读出	2026H1
其他	GSK/Ionis	Bepirovirsen	ASO	GalNAc 皮下注射	HBV RNA / S antigen	HBV	PDUFA	2026H1
	Ionis	Sefazarsen Complement Factor B	ASO	GalNAc 皮下注射	Complement Factor B (CFB)	IgA肾病	临床III期数据读出	2026H1

资料来源：公司公告，Insight，PubMed，中信建投证券

国内小核酸处于新兴发展阶段，有望持续展现全球竞争力

国内小核酸药企正处于新兴发展阶段，肝内肝外递送技术平台国内外无明显代际差。虽然中国小核酸公司成立晚于美国，但从人才资源上看，中国小核酸头部公司创始团队大多具备丰富的产业经验和海外龙头公司研发经验。小核酸领域中的化学修饰、递送系统组合构建也正是中国科学家、工程师擅长的。基于目前肝内递送的技术成熟，中国小核酸药企已实现肝内靶点的较广覆盖，并凭借优异的化学修饰等能力在近两年孕育出全球 FIC、BIC 产品，其中船望已经和诺华在近两年完成两单 BD。放眼蓝海的肝外靶点，中美在肝外递送技术上位于相似的起跑线上，没有明显代际差。

预期中国 26-27 年将诞生一批肝外递送小核酸进入 IND，持续展现全球竞争力。舶望、圣因、瑞博、石药等企业均在积极开拓肝外递送技术。预计 26-27 年，这些国内头部玩家将会贡献出多个肝外小核酸项目 IND。其中圣因已经于 25 年完成首个肝外产品的 PCC 筛选，并在减重领域形成初步的管线梯队。凭借优异的化学修饰和肝外靶向递送分子 XOC 组合构建的工程化能力，预期中国小核酸将持续展现全球竞争力。

图 37：中国小核酸药企技术进展概览

序列筛选	•舶望、圣因、瑞博、石药、迈威等药企均开发了自动化高通量序列筛选平台
化学修饰	•舶望凭借优异的化学修饰技术，在肝内AGT、Lp(a)等靶点，其临床前+早期临床数据展现Best in Class潜力
递送平台	•除了拥有成熟的肝内递送平台和丰富的靶点布局，舶望、圣因、瑞博、石药等企业均在积极开拓肝外递送技术。 •预计26-27年，这些国内头部玩家将会贡献出多个临床/临床预备阶段的肝外产品，其中圣因已经于25年完成首个肝外产品的PCC筛选，并在减重领域形成初步的管线梯队。
双靶/多靶	•目前瑞博、前沿、石药、迈威、圣因、舶望均在布局双靶。预计26-27年将呈现一批新兴管线进入IND。

资料来源：公司官网，中信建投证券

GLP1 类药物市场规模持续提升，数据读出同样值得期待

根据 Rootsanalysis 预测，2035 年全球 GLP1 药物市场规模将达到 1575 亿美元，较 2024 年的 493 亿美元大幅增加，年复合增长率约为 11.1%。2022 到 2024 年，诺和诺德与礼来的主要 GLP1 类产品销售额分别为 112、256 和 446 亿美元，2024 年同比增长 74%，增长十分迅速。

2026 年减重赛道众多创新管线有望读出关键临床数据，涉及 GLP1 单多靶、减脂增肌类靶点以及 Amylin 等全新减肥靶点。众多催化剂值得期待。

表 27:减肥赛道催化剂整理

公司	药物	靶点	适应症	临床试验编号	催化剂	预计时间
礼来	Retatrutide	GLP1/GIP/GCG	肥胖伴心脑血管疾病	NCT05882045	III 期数据读出	2026 年中旬
礼来	Retatrutide	GLP1/GIP/GCG	2 型糖尿病	NCT06260722	III 期数据读出	2026 年底
礼来	Retatrutide	GLP1/GIP/GCG	肥胖	NCT06662383	III 期数据读出	2026 年底
Arrowhead	ARO INHBE	INHBE	肥胖	NCT06700538	I/II 期数据读出	2026 年上旬
Arrowhead	ARO-ALK7	ALK7	肥胖	NCT06937203	I/II 期数据读出	2026 年中旬
Metsera	MET-097i	GLP1R	2 型糖尿病	NCT06897202	II 期数据读出	2026 年中旬
罗氏	Petrelintide	Amylin	2 型糖尿病	NCT06926842	II 期数据读出	2026 年上旬
阿斯利康	AZD6234	Amylin	肥胖	NCT06132841	I 期数据读出	2026 年上旬

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

博瑞医药	BGM1812	Amylin	肥胖	NCT07224399	I 期数据读出	2026 年中旬
歌礼	ASC30	GLP1	肥胖	NCT07002905	IIa 期数据读出	2025 年底
信达生物	IBI3032	GLP1	肥胖	NCT07160400	I 期数据读出	2026 年中旬

资料来源: Insight, 公司公告, 中信建投证券

投资建议：继续看好国际化、政策支持和技术突破带来的投资机会

国际化 2.0 时代：（1）国内创新药数据闪耀国际大会。近年来国内创新药数据登上 ASCO 的比例和口头汇报比例持续提高，2025 年 ASCO 共有 73 项研究中选口头报告，其中 11 个 LBA，建议持续关注后续 EHA、ADA、ESMO 等会议国内创新药数据读出。（2）2024 年以来，中国创新药 BD 出海交易量质齐升，诸如 ADC、双抗、GLP-1 类资产不断涌现大额出海 BD 交易，出海 BD 的首付款和总包金额均明显提升，表明中国创新药不断收获国际 MNC 认可。（3）BD 常态化，回归产品全球价值。BD 交易后，产品本身的全球价值的逐步验证和实现更加重要，产品全球价值的验证和实现主要影响因素包括全球临床的推进、产品数据的发布、竞争格局的变化等。

政策支持：2024 年以来创新药全产业链支持政策逐步落地，比如集采规则优化、商业健康保险目录等一系列组合拳，医药行业尤其创新药已经步入新一轮的政策支持发展新周期。医保谈判、商业保险目录落地等政策为创新药支付端提供增量空间。

技术突破方面：ADC、GLP-1、IO 双抗、小核酸药物等。ADC 药物国内企业加速布局，新靶点及靶点组合、新毒素组合等创新潜力显现。GLP-1 减重赛道向多效性升级，口服制剂研发及新靶点探索打开出海空间。免疫治疗领域，PD1/VEGF、PD1/IL2 α 等临床持续开展。我们持续看好创新药产业技术驱动周期，建议持续关注双抗、ADC、GLP1、小核酸等领域相关企业。

中国创新药管线国际化竞争力持续提升，出海模式持续升级，新技术推动行业快速发展，国家政策鼓励创新药发展，看好相关创新药及制药企业。相关公司包括 A 股公司恒瑞医药、百济神州、荣昌生物、新诺威、泽璟制药，H 股公司信达生物、康方生物、科伦博泰、三生制药、石药集团、中国生物制药、荣昌生物、映恩生物、和黄医药、金斯瑞生物科技、再鼎医药等。

表 28: 国际化 2.0: 重要 BD 后进展跟踪

催化类型	公司	产品	事件	预计发生时间
重要临床数据催化	科伦博泰	SKB264	海外胃癌 III 期数据读出	2026H2
			胆道癌 OS 数据读出 (2026H1)；国内 HARMONI-2 最终 OS 结果更 新 (2026)；HARMONI-3	2026 年
	康方生物	AK112	鳞癌 mPFS 分析 (2026H2)；HARMONI-6 的 OS 分析。	
	百利天恒	BL-01D1	5 个 III 期临床数据读出，鼻 咽癌获批上市	
	三生制药	SSGJ-707	1L NSCLC 以及 CRC 国内临床	2026ASCO/WCLC/ESMO

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

2 期数据				
海外重要临床进展	信达生物	IBI363	1L NSCLC POC、1L CRC POC、美国临床 II 期	2026ASCO/WCLC/ESMO
	信达生物	IBI363	2L 非鳞 NSCLC 临床 III 期 1L NSCLC 临床 III 期、1L CRC 临床 III 期	2026-2027 年
	三生制药	SSGJ-707	海外辉瑞临床推进，以及同 ADC 联用的临床进展	25Q4-2026 年
	科伦博泰	SKB264	胃癌适应症海外 NDA 递交	2026 年
	康方生物	AK112	1L NSCLC（HARMONi-3）鳞 癌入组结束	2026H1
	百利天恒	BL-01D1	III 期临床持续布局，双抗联 用临床开启	2026-2027 年

资料来源：公司公告，中信建投证券

表 29: 2026 年创新药板块选股思路

主线	产业趋势	选股逻辑	代表公司
国际化 2.0	BD 常态化，全球价值实现更重要，自主出海享受估值溢价	对海外研发推进效率的评估， 对全球临床数据竞争力的评估	百济神州、信达生物、科伦博泰、康方生物、百利天恒、三生制药、恒瑞医药、复宏汉霖、映恩生物、荣昌生物、联邦制药等
政策支持	支持真创新，商业保险目录提供增量	竞争力强的真创新产品，进入 医保后商业化预期的评估	恒瑞医药、翰森制药、百济神州、信达生物、康方生物、迪哲医药、科伦博泰、艾力斯等
技术驱动	ADC、小核酸、IO 双抗和减重均有持续突破	寻找紧跟或引领技术突破的好 产品	舶望、圣因、瑞博、科伦博泰、信达生物、康方生物、恒瑞医药、石药集团、映恩生物、信立泰、荣昌生物等

资料来源：公司公告，中信建投证券

CXO：国内投融资触底回升，细分行业需求回暖

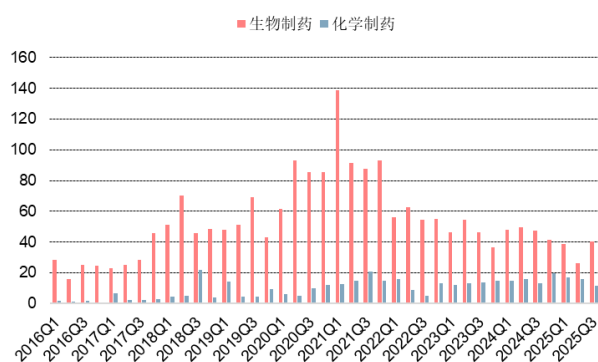
CXO 行业景气度 24 年以来受投融资以及地缘政治等因素扰动较多，24Q3 开始受美国降息以及国内政策预期有所回暖，25 年随 AI 制药热度提升、创新药景气度延续以及市场对 25H2 需求复苏预期，CXO 板块估值持续修复。25 年至今行业延续恢复趋势，海外订单端持续兑现，行业龙头年中陆续上调全年指引。25Q3 国内生物医药投融资触底回升，同比环比均出现明显回暖，有望带动下游需求回暖。展望 26 年我们优先看好行业龙头以及海外业务占比较高的公司，期待国内各细分板块公司陆续展现复苏趋势。

全球创新需求逐渐回暖，国内投融资再次开启正循环

此前高基数及加息背景下，全球生物医药投融资受到影响。受 2021 年高基数以及持续加息对医药领域投融资的影响，全球范围投融资金额呈下降趋势。全球融资：24 年生物制药投融资额 189.7 亿美元，同比略有增长。化学制药投融资额 49.3 亿美元。总融资额 239.0 亿美元，同比增长 3%；国内融资：国内 24 年生物制药领域投融资额 27.3 亿美元，化学制药投融资额 9.0 亿美元，总计 36.3 亿美元，同比下滑 21%。

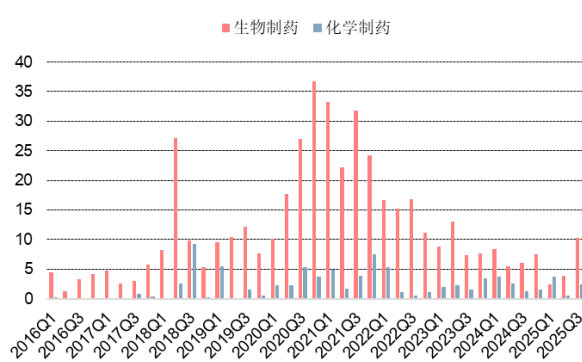
全目前全球投融资整体企稳，国内投融资再次开启正循环：截至 25Q3，全球生物制药投融资额 40.1 亿美元，同比减少 14%。化学制药投融资额 11.6 亿美元，同比减少 10%。总融资额 51.7 亿美元，同比下滑 14%。环比来看，全球投融资季度间仍旧有所波动，Q3 环比 Q2 有所恢复，相比 Q1 也表现略好，整体企稳。国内 25Q3 生物制药投融资额 10.2 亿美元，化学制药投融资额 2.4 亿美元，总融资额 12.7 亿美元，同比增长 76%，环比增长 185%。今年以来，MNC 对中国创新药的 BD 热潮为一级市场打开了新的退出路径。同时，二级市场港股创新药 IPO 日益活跃，为国内投融资持续注入强心针。国内投融资再次开启正循环。

图 38: 全球生物制药/化学制药融资额



数据来源：动脉网，中信建投证券

图 39: 中国生物制药/化学制药融资额



数据来源：动脉网，中信建投证券

国内订单展现复苏趋势，海外整体增长稳健。24 年以来海外需求较为稳健，国内投融资表现相对低迷，25Q2 逐渐触底。25 年以来国内创新药景气度持续提升，带动中游 CXO 需求回暖，Q3 国内投融资同比环比出现明显恢复，带动部分国内需求逐渐改善，有望进一步传导至企业订单端。截至 25Q3，药明康德在手订单达 599 亿元，同比增长 41%，其中 TIDES 事业部订单增长 17%。凯莱英新签订单保持双位数增长。康龙化成整体新签订单同比增长 13%以上。以安评业务为主的昭衍及益诺思今年新签订单开始回暖，益诺思新签订单金额同比增长 29%，在手订单同比增长 19%。昭衍新签订单 16.4 亿元，同比增长 17%。

表 30: 部分 CRO 公司订单情况

项目类型	在手订单（亿元）						新增合同（亿元）					
年份	2020	2021	2022	2023	2024	25H1	2020	2021	2022	2023	2024	25H1
泰格医药	72.6	114.0	137.9	140.8	157.8		55.4	96.5	96.73	78.5	84.2	双位数增长
诺思格									8.13	9.8		
普蕊斯		10.8	15.1	18.8	18.9	20.0		7.3	10.43	12.9	10.0	6.0
昭衍新药	17.0	29.0	44.0	33.0	22.0	23	15+	28+	38+	23.0	18.4	10.2
美迪西							13.1	24.5	34.58	9.7		境外+40%
百诚医药	5.0	8.9	13.3	15.9				8.1	10.07	13.6		
阳光诺和	11.3	15.7	19.9	25.7	32.7		5.3	9.3	11.02	15.0	17.9	
博济医药		12.8	16.0	21.0	27.6	32.0	5.5	5.5	8.43	11.7	15.2	8.7

资料来源：公司公告，中信建投证券

表 31: CDMO 公司项目情况

	2022			2023			2024			25H1		
	I、II 期及 开发	III 期	商业化	I、II 期及 开发	III 期	商业化	I、II 期及开 发	III 期	商业化	I、II 期及开 发	III 期	商业化
药明生物	534	34	17	623	51	24	730	66	21	771	67	24
九洲药业	764	61	26	902	74	32	1026	84	35	1086	90	38
凯莱英	297	62	40	317	69	40	383	73	48	233	52	44
合全药业	2234	57	50	3074	66	61	3225	80	72	3249	84	76
博腾股份	281	55	113	369	80	141	400	69	157	225	42	142
药石科技	1750+		60	2200+		62	2400+		78	1100+		53
康龙化成	1039	24	15	829	27	29	1024	23	19	597	21	23

资料来源：公司公告，中信建投证券

CDMO 板块需求稳定，CRO 行业逐步回暖

宏观环境及高基数影响下 24 年行业有所承压。24 年行业头部企业陆续消化大订单带来的人员、产能冗余，对内积极提质增效，对外持续开拓市场。海外受行业持续复苏推动，部分企业订单端展现良好恢复，有望在未来逐步兑现。国内板块底部企稳，随着部分供给出清以及需求回暖，有望逐渐恢复。24 年板块总体收入、归母净利润、扣非归母净利润分别同比下滑为 4.0%、24.5%、20.5%，下滑速度逐季放缓。

25Q3 延续 H1 改善趋势。2024 年海外需求逐步回暖，国内投融资逐渐触底回升。企业端积极进行内部优化，降本增效。25 年行业整体展现较好恢复势头，25 年 Q1-3 行业的收入、归母净利润、扣非归母净利润分别同比增长为 13.9%、91.1%、36.0%，分季度来看，Q3 利润端环比 Q2 进一步加速改善。

毛利率逐渐企稳净利率持续改善，期间费用率持续优化：24 年部分企业持续调整消化大订单带来的人员产能冗余，叠加行业竞争有所加剧，部分细分行业价格战等影响，毛利率始终有所承压。但随着企业陆续积极内部调整和外部持续拓展，行业净利率持续改善。受各企业消化冗余以及行业仍处于底部影响，2024 年初各项费用率同比均有提升，随着企业降本增效及营运效率提升，期间费用率逐季优化。25Q1-3 销售费用率、管理费用率及研发费用率呈下降趋势，财务费用率略有上升。应收账款周转天数仍旧维持高位，存货周转天数维持稳定。

表 32：CDMO 公司项目情况

	2022Y				2023Y				2024Y				2025Y		
	Q1	1H	Q1-Q3	Q1-Q4	Q1	1H	Q1-Q3	Q1-Q4	Q1	H1	Q1-Q3	Q1-Q4	Q1	H1	Q1-Q3
营收增速	73.8%	74.6%	70.2%	62.4%	10.7%	3.8%	0.8%	-2.1%	-13.2%	-11.7%	-8.3%	-4.0%	14.1%	14.8%	13.9%
归母增速	38.4%	77.4%	83.8%	63.8%	22.1%	-1.1%	-5.1%	-16.1%	-48.6%	-34.9%	-31.7%	-24.5%	118.0%	81.9%	91.1%
扣非增速	100.5%	103.1%	109.9%	89.8%	8.5%	-1.1%	-4.2%	-12.5%	-34.4%	-32.4%	-31.8%	-20.5%	28.1%	27.1%	36.0%

注：行业数据包括药明康德、药明生物、药明合联、泰格医药、康龙化成、凯莱英、九洲药业、昭衍新药、药石科技、博腾股份、成都先导、美迪西、博济医药、维亚生物、皓元医药、和元生物、药康生物、诺思格、普蕊斯、诺泰生物，其中季度数据不包括港股公司

资料来源：wind，中信建投证券

表 33：CXO 板块累计财务数据分析

财务指标	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
毛利率	44.1%	44.2%	43.9%	42.5%	38.2%	38.2%	38.5%	37.8%	38.1%	38.9%	38.7%
销售费用率	5.2%	5.1%	5.1%	5.2%	5.3%	5.5%	5.5%	5.6%	5.5%	5.3%	5.3%
管理费用率	14.9%	13.6%	13.6%	13.4%	14.4%	14.3%	13.8%	13.2%	13.4%	12.6%	12.5%
研发费用率	11.1%	10.3%	10.4%	9.9%	9.7%	9.5%	9.3%	8.9%	8.3%	8.0%	8.0%
财务费用率	-0.7%	-1.9%	-1.4%	-1.0%	-1.2%	-1.2%	-0.2%	-0.7%	-0.1%	0.0%	0.2%
销售净利率	15.6%	15.0%	15.7%	13.9%	4.5%	9.5%	10.4%	10.8%	11.6%	13.1%	13.2%
应收账款周转天数	84.81	83.34	83.70	81.44	92.23	91.76	91.62	90.00	95.91	90.76	90.39
存货周转天数	246.47	211.45	209.26	192.86	206.68	193.02	195.26	180.44	202.27	192.81	192.91
经营性现金流/经营活动净收益	93%	73%	91%	110%	434%	171%	141%	166%	297%	183%	312%
扣非后薄摊的 ROE	2.4%	5.0%	7.1%	7.7%	0.9%	2.2%	3.6%	4.8%	1.3%	3.1%	4.5%
资产负债率	25%	26%	26%	26%	27%	26%	26%	27%	27%	28%	26%

资料来源：wind，中信建投证券

24 年各板块收入增长放缓，25 年恢复趋势明显，CDMO 整体保持稳健。受行业高基数以及 23 年以来一级市场投融资持续低迷和下游需求的放缓影响，CXO 各板块 23 年收入增长开始放缓，24 年多数企业同比有所下滑，利润端影响较收入端更为明显。25 年板块基本面迎来改善，Q1-3 综合型企业以及 CDMO 类企业展现良好恢复趋势，总体保持较快增长，药明康德以及康龙化成均对全年指引进行上调。部分 CRO 类企业以国内业务为主，受 24 年行业竞争较为激烈影响，25Q1-3 收入利润仍因消化 24 年低价订单而承压。

小分子 CROMO 龙头药明康德业绩超预期，在手订单快速增长。2025Q3 公司营收 120.57 亿元，同比增加 15.26%；归母净利润 35.15 亿元，同比增加 53.27%，经调整 non-IFRS 归母净利润 42.2 亿元，同比增长

42.0%。同时公司上调全年指引，预计 2025 年持续经营业务收入增长 17-18%。截至 2025 年 9 月末，公司持续经营业务在手订单 598.8 亿元，同比增长 41.2%，其中 TIDES 在手订单同比增长 17.1%，在手订单达到历史新高。公司持续聚焦和加强 CRDMO 业务模式，优化生产工艺和经营效率，产能效率不断提升，经调整利润率持续提高。25 年 10 月，公司公告出售中国临床服务研究业务，持续聚焦 CRDMO 业务模式。展望 25Q4 及 26 年，公司将继续凭借其一体化 CRDMO 模式的效率及规模优势，持续吸引全球客户，充足的在手订单将为后续业绩增长提供强劲动力。

CRO 受益下游需求恢复，订单端逐渐回暖，基本面有望迎来改善。国内临床前/临床 CRO 多数企业主要以国内客户为主，此前受国内投融资持续下滑，下游需求减弱，行业竞争加剧影响，细分板块近年来出现较为明显价格战，多数企业 24 年收入及业绩持续承压。25 年国内创新药出海持续兑现，行业景气度持续上升，一级投融资 Q3 展现明显复苏，国内 CRO 行业订单价格企稳，订单数量持续增长，订单端率先展现复苏趋势，有望逐渐传导到业绩端。国内临床 CRO 龙头泰格医药在 Q3 业绩会中表示新签订单保持双位数增长，以安评业务为主的临床前 CRO 昭衍及益诺思今年新签订单同样开始回暖，益诺思新签订单金额同比增长 29%，在手订单同比增长 19%。昭衍新签订单 16.4 亿元，同比增长 17%。

表 34: CXO 板块部分公司财务数据

公司	收入增速					扣非后归母净利润增速				
	2021	2022	2023	2024	25Q1-3	2021	2022	2023	2024	25Q1-3
综合型										
药明康德	38.5%	71.8%	2.5%	-2.7%	18.6%	70.4%	103.3%	18.0%	2.5%	42.5%
康龙化成	45.0%	37.9%	12.4%	6.4%	14.4%	67.5%	6.0%	6.5%	-26.8%	32.0%
CRO										
泰格医药	63.3%	35.9%	4.2%	-10.6%	-0.8%	73.9%	25.0%	-4.0%	-42.1%	-63.5%
昭衍新药	41.0%	49.5%	4.8%	-15.1%	-26.2%	81.6%	92.3%	-66.9%	-93.0%	125.6%
美迪西	75.3%	42.1%	-17.7%	-24.0%	5.1%	119.5%	13.3%	-118.8%	503.5%	61.3%
博济医药	24.5%	30.7%	31.2%	33.5%	5.1%	155.8%	-47.6%	-24.2%	92.7%	-57.1%
CMO										
药明生物	83.2%	48.5%	11.5%	9.5%		116.7%	50.2%	-15.9%	1.7%	
凯莱英	47.3%	121.1%	-23.7%	-25.8%	11.8%	45.2%	245.4%	-34.9%	-59.6%	9.7%
九洲药业	53.5%	34.0%	1.4%	-6.6%	4.9%	77.9%	61.7%	10.5%	-42.1%	20.7%
博腾股份	49.9%	126.6%	-47.9%	-17.9%	19.7%	74.4%	293.6%	-87.5%	-209.7%	125.1%
药石科技	17.5%	32.7%	8.2%	-2.1%	25.8%	34.2%	14.2%	-33.8%	-1.7%	0.5%

资料来源: wind, 中信建投证券

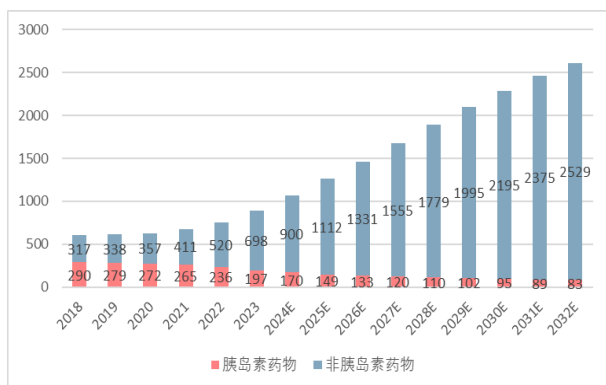
持续关注 GLP-1、ADC 催化下细分 CDMO 成长机会

GLP-1 催化下多肽药物市场加速扩容。全球已上市多肽药物中，绝大部分用于治疗糖尿病、肌肉骨骼疾病和肿瘤。2018 年胰岛素相关多肽药物的全球市场规模达到 290 亿美元，预计将以-7.4%的 CAGR 缩小至 2023 年的 197 亿美元，并进一步缩小至 2032 年的 82 亿美元；而非胰岛素市场将从 2018 年 317 亿美元以 17.1%的 CAGR 增长至 2023 年的 698 亿美元，并预计以 15.4%的 CAGR 增长至 2032 年的 2529 亿美元。其中 GLP-1 类药物在

近年不论是降糖还是减重领域均展现出优异效果，销售额持续超预期，2018 年获批的司美格鲁肽 2024 年销售接近 300 亿美元，25 年 Q1-3 实现销售 255 亿美元，同比增长 24%。而 22 年获批的替尔泊肽上市以来处方量持续超过同期的度拉糖肽和司美格鲁肽，24 年销售额 165 亿美元，25 年 Q1-3 实现销售 248 亿美元，全年预计突破 350 亿美元。未来随着 GLP-1 类药物更多潜在适应症成功，多肽药物市场有望加速扩大。

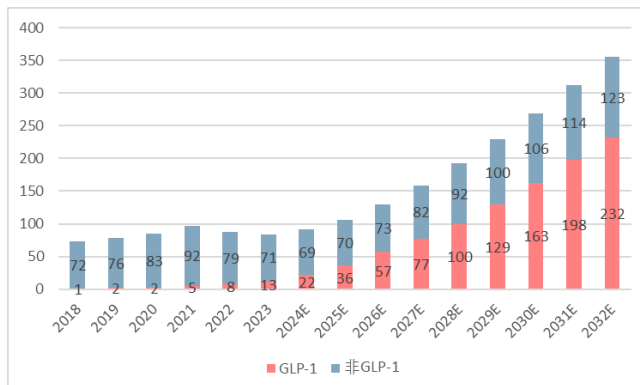
中国 GLP-1 类药物市场前景广阔。2017 年，GLP-1 药物首次进入国家医保目录，渗透率显著提升。同时首个长效 GLP-1 药物于 2018 年在我国上市，另三种长效 GLP-1 药物紧随其后，大幅改善患者的治疗依从性，促使我国长效 GLP-1 药物市场规模快速扩增，同时推动整体 GLP-1 药物市场的发展。中国 GLP-1 药物市场按销售收入计由 2018 年的 1 亿美元增长至 2023 年的 13 亿美元，CAGR 为 65.3%，并预计到 2032 年将进一步以 37.3% CAGR 增长至 232 亿美元。

图 40: 全球肽类药物市场按种类划分（亿美元）



数据来源: Frost&Sullivan, 中信建投证券

图 41: 国内多肽市场按是否 GLP-1 划分（亿美元）

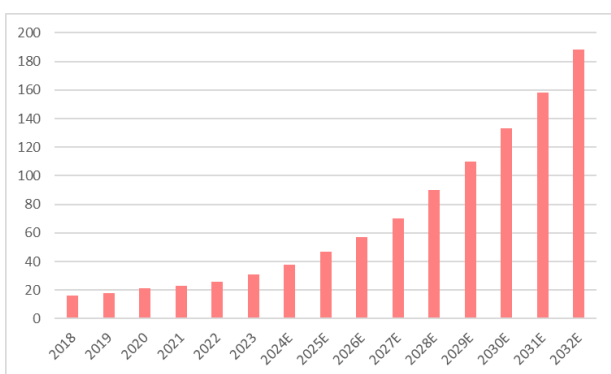


数据来源: Frost&Sullivan, 中信建投证券

行业蓬勃发展，多肽 CDMO 高速增长。随着多肽药物市场的不断增长以及相关靶点和适应症临床试验的成功带来的研发热度，CDMO 需求旺盛。全球多肽 CRDMO 市场按销售收入计由 2018 年的 16 亿美元增长至 2023 年的 31 亿美元，复合年增长率为 14.8%，并预计到 2032 年将进一步增长至 188 亿美元，复合年增长率为 22.0%。

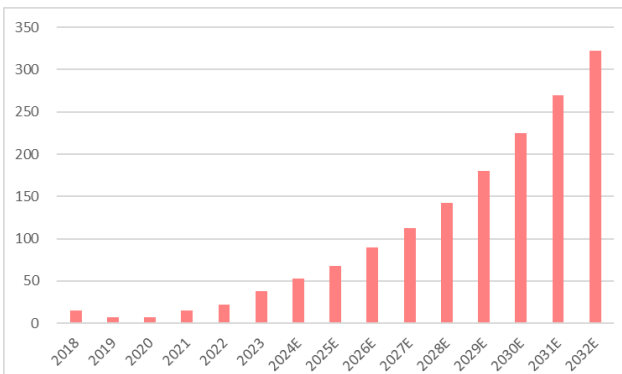
凭借产业链和成本优势，中国将成为全球多肽类药物 CDMO 产业转移的重要承接地。中国多肽类药物领域发展时间较晚，多肽 CDMO 行业整体还处于起步阶段，但有望凭借国内多肽创新兴起、全球多肽原研专利悬崖以及国内工程师红利带来产业转移等机遇迎来多肽 CDMO 行业 3-5 年内的快速增长期。中国多肽 CRDMO 市场按销售收入计由 2018 年的 2 亿美元增长至 2023 年的 5 亿美元，复合年增长率为 26.8%，并预计到 2032 年将进一步增长至 43 亿美元，复合年增长率为 25.9%（下图按 1 美元=7.5 人民币进行换算）。

图 42: 全球多肽 CDMO 市场规模 (亿美元)



数据来源: Frost&Sullivan, 中信建投证券

图 43: 中国多肽 CDMO 市场规模 (亿人民币)



数据来源: Frost&Sullivan, 中信建投证券

海外 CDMO 收入加速, 积极进行产能扩建。Bachem25H1 实现收入 3.13 亿瑞士法郎, 同比增长 30.2%, 其中商业化 API 实现收入 1.68 亿 CHF, 同比增长 32.4%、CMC 业务实现收入 1.24 亿 CHF, 同比增长 36.9%。25H1 资本开支为 1.29 亿 CHF, 占收入比重为 41.2%, 预计 25 年全年资本开支超 4 亿 CHF, 相比 24 年增长超 37%。核心产能 Building K 将于 25H2 进行 GMP 生产, 预期 26 年开始贡献重要收入。全年营收指引从 10%~15%”上修为 13%~18%, 维持 26 年收入端超 10 亿瑞士法郎指引。Polypeptide 25H1 实现营收 1.67 亿欧元, 同比增长 23.7%, 收入增长主要来自代谢领域商业化产品放量, 带动商业化产品收入+37.9%。全年资本开支预计 1 亿欧元, 得益于 Belgium 固相产能的顺利爬坡, 公司上调全年营收指引至 13%~20%。并再次强调长期目标, 28 年希望收入相比 23 年实现翻倍。

中国多肽 CRO/CDMO 公司快速崛起。受益于 GLP-1 需求带来的 CDMO 需求增长, 以及国内完备的产业链和远超海外的效率。国内代表性公司包括药明康德、凯莱英、九洲、诺泰生物、圣诺生物等近年来受益多肽产业链发展迅速。药明康德 WuXi STA 多肽平台自 2012 年起为全球 1000 余客户提供多种合成规模、纯度水平、修饰和盐型的定制多肽服务, 拥有完善的多肽研发生产能力。TIDES 业务前三季度收入 78.4 亿元, 同比增长 121.1%。截至 2025 年 9 月末, TIDES 在手订单同比增长 17.1%。TIDES D&M 服务客户数量同比提升 12%, 服务分子数量同比提升 34%。公司持续推进泰兴多肽产能建设, 2025 年 9 月提前完成泰兴多肽产能建设, 多肽固相合成反应釜总体积已提升至超 100000L。

表 35: 部分国内多肽 CDMO

公司名称	药明康德	凯莱英	诺泰生物	圣诺生物
重点业务	TIDES 业务作为 CRDMO 平台, 化学大分子板块业务包括为多肽、寡核苷酸等提供 Pre-clinical 到 NDA 申报及商业化生产的一站式 CMC 解决方案	提供小分子化药创新药、高级医药中间体的 CDMO 服务和少量多肽原料药的 CMO 服务	自主研发、生产和销售多肽原料药和制剂产品, 提供多肽创新药药学研究、产品定制生产以及生产技术转让服务	
产能规模	2025 年 9 月达到 100000L	25 年 H2 达到 30000L	25H1,602 车间投产, 预计再增加 5 吨产能	达到吨级产能

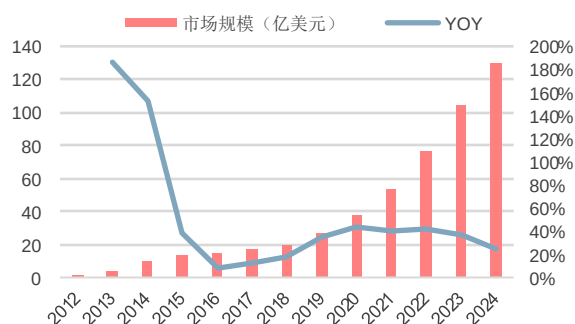
25Q13 服务客户数量同比提升 24 年在欧洲、北美、南美、印
项目数量 12%，服务分子数量同比提升 40 余个 CDMO 服务，其中 2
34% 获得多个多肽临床中后期项目度及国内市场均达成多项重磅战
目，25 年实现首个商业化供货略合作，涵盖司美格鲁肽、利拉
鲁肽、替尔泊肽等 个商业化阶段，2 个申报生产
阶段，23 个临床试验阶段

多肽 CDMO				
收入 2025Q3	78.4 (tides)	14.4 (整体)	4.79	1.83
亿元)				
净利润				
2025Q3 (亿		1.83	1.34	0.38
元)				
多肽 CDMO				
毛利率	51.3% (化学业务)	30.6% (新兴业务)	66.04%	56.3%
2025Q3				
净利率				
2025Q3	32.7% (扣非后)	12.4%	30.06%	20.9%

资料来源：公司公告，中信建投证券

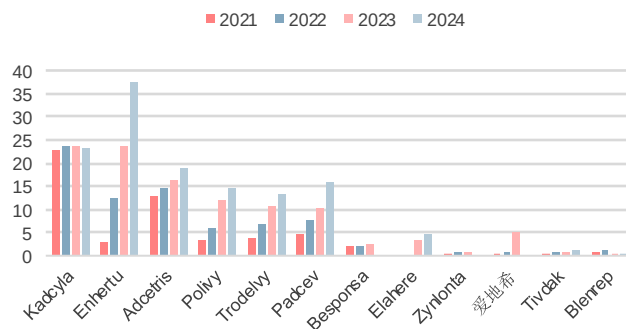
ADC 市场快速增长，ADC CDMO 有望持续受益。Enhertu 作为 Kadcyla 的继任者，凭借开创性的 HER2 低表达乳腺癌适应症获批，在 2023 年销售额实现翻倍增长，从 22 年的 12.6 亿美元增至 23.75 亿美元，并在 2024 年进一步攀升至 37.54 亿美元，成为全球 ADC 药物销售额的榜首。此外，Adcetris (19.11 亿美元)、Padcev (15.88 亿美元)、Polivy (14.63 亿美元) 及 Trodelvy (13.15 亿美元) 等产品紧随其后。相比之下，Kadcyla 的销售额近年来保持稳定，同比略有下滑，新一代 ADC 药物正成为市场增长的重要动力。2024 年整体 ADC 市场接近 130 亿美元，仍旧保持较快增速。

图 44: 全球 ADC 药物市场规模(亿美元)



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 45: 全球 ADC 药物销售数据(亿美元)



数据来源：公司公告，中信建投证券

全球和中国 ADC 外包服务市场规模迅速扩大。根据沙利文统计，2022 年全球 ADC 外包服务市场规模达到 15 亿美元，2018 年至 2022 年 CAGR 为 34.5%，增速超过同期整体生物制剂外包服务市场 21.8% 的 CAGR。并预计 2030 年全球 ADC 外包服务市场将增长至 110 亿美元，2022 年至 2030 年 CAGR 为 28.4%。中国 ADC 外包服务市场也将延续上升趋势，2030 年预计市场规模将达 165 亿元，2022 年至 2030 年的 CAGR 为 35.9%。

图 46:全球 ADC 外包服务市场规模（亿美元）

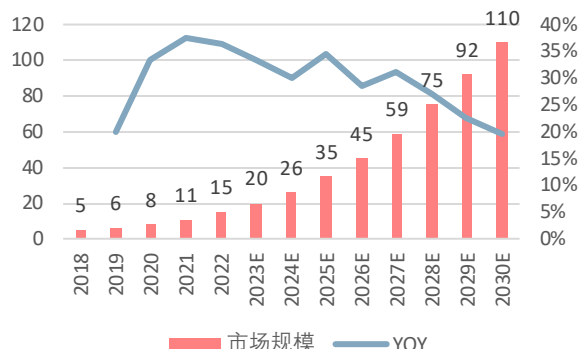
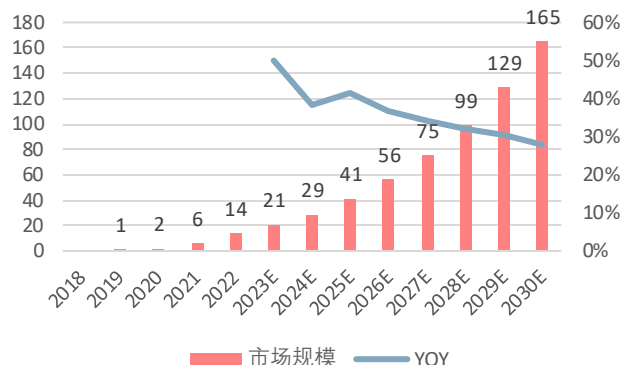


图 47:中国 ADC 外包服务市场规模（亿人民币）



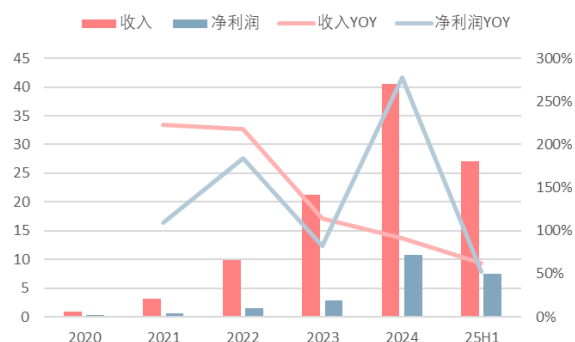
数据来源: Frost&Sullivan, 中信建投证券

数据来源: Frost&Sullivan, 中信建投证券

药明合联凭借 ADC CDMO 一体化能力维持高速增长。凭借对 ADC 药物研发生产全流程的覆盖，全面的技术积累和药明系客户和口碑资源，药明合联在国内 ADC CDMO 市占率始终维持第一，海外市场保持领先。根据公司简报，公司市占率自 2022 年的 9.9% 已经攀升至 2025H1 的 22.2%，持续夯实行业龙头地位。25H1 实现营收 27.0 亿元，同比增长 62%，实现毛利 9.8 亿元，同比增长 82%，毛利率 36.1%。实现净利润 7.5 亿元，同比增长 53%，实现经调整净利润 8.0 亿元，同比增长 50%，经调整净利润（不含利息收入和支出）7.3 亿元，同比增长 70%。截止 2025 年 6 月 30 日，未完成订单 13.3 亿美元，同比增长 58%，25H1 新签订单同比增长 48%，其中，北美地区通过 License-in 等途径不断获得新的资产，未完成订单总额占比超 50%，新签合同金额的增速也超过其他地区。全年收入指引上调至 45%。

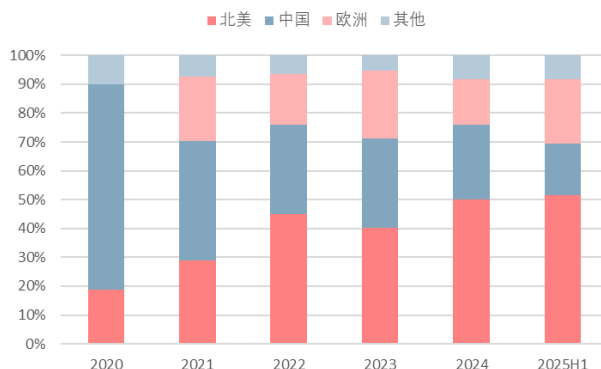
持续加速产能扩张，海外基地机械竣工。公司无锡基地的新园区于 2025 年 5 月投入使用，DP3 制剂车间于 2025 年 7 月启动 GMP 运营，DP5 制剂车间在建，预计 2027 年投入使用。BCM2 L2 生产线自 2024 年 11 月投产，产能利用率爬坡迅速，至 25H1，无锡基地抗体中间体产能最高 2000L，载荷连接器产能最高 50 公斤/年，偶联原液产能最高 2000L，偶联制剂产能 1500 万瓶/年，可以实现生物偶联药物完整供应链的一体化生产。新加坡基地于 2025 年 6 月机械竣工，预计 2026 年实现 GMP 放行，海外基地即将投入使用。

图 48:药明合联近年营收及利润/亿元



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 49:药明合联近年收入地区划分



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

海外 CXO：投融资有所改善，CDMO 需求稳定

25Q3 业绩基本符合预期，市场需求出现回暖。海外不同 CXO 企业 2025 年业绩持续出现分化，多数 CRO 企业收入增长仍旧承压，CDMO 企业受益商业化需求旺盛整体保持较快增长。业绩端临床 CRO 表现好于临床前 CRO。25Q3 行业公司营收多数符合预期，临床前 CRO 查尔斯河收入仍旧保持下滑，DSA 板块 net book-to-bill 比率保持 1 以下，但公司看到市场需求有所回暖。临床 CRO 端感受到 Pharma 客户管线调整基本结束，投融资季度环比逐渐回暖，带动多数企业从 RFP 到签单端均有所好转，且订单取消率有所下降。CDMO 端整体需求较为稳定，Lonza 25Q3 定性业绩分析中表示其 CDMO 业务表现强劲，符合全年预期，新签订单表现良好，美国 Vacaville 新签项目持续加码，商业化需求旺盛。三星生物受益于 4 厂产能利用率如期爬坡，新签订单持续增长，公司维持中报上修的 20%-25% 收入增长指引。

表 36: 海外 CXO 公司业绩及指引变化

公司	25Q3 营收/亿美元	增速	25Q3 净利润/亿美元	增速	25Q3 营收指引	指引中值变化
CRL	10	-0.50%	0.54	-20.80%	(2.5)%-(1.5)%	上调
Labcorp	35.64	8.60%	2.61	54.4%	7.4%-8.0%	下调
IQVIA	41	5.20%	3.31	16.10%	4.8%-5.5%	不变
ICON	20.43	0.6%	0.02	-99.0%	(2.8)%-(2.2)%	上调
Medpace	6.6	23.7%	1.11	15.30%	17.6%-20.0%	上调
Fortrea	7.01	3.9%	-0.16	-14.05%	0.1%-2.0%	上调
Lonza	/	/	/	/	CDMO 20-21%	不变
三星生物	11.79	40%	4.08	117.80%	25%-30%	不变

资料来源：公司公告（利润采用报表中归母净利润或净利润，三星生物及 Lonza 以平均汇率进行计算，指引括号表示下降），中信建投证券

CDMO 25 年需求稳定，临床 CRO 订单展现回暖趋势。Lonza 表示 CDMO 产能利用率维持高位，维持全年 CDMO 业务指引及 EBITDA 指引，收购的 Vacaville 基地全年有望贡献接近 5 亿瑞士法郎营收。下半年公司新签一份长期供应的小分子合同以及一份 ADC 原料及制剂长期战略供应合同。三星生物 24 年受益于产能的顺利释放，营收利润保持快速增长，同时新签订单超过 40 亿美元。25 年 plant4 基地接近满产，plant5 在 H1 顺利投产，Q3 营收增长接近 40%，年中上调全年收入指引至 25-30%。临床端企业受益于投融资的逐渐好转以及企业管线调整陆续完成，整体订单展现回暖趋势。行业龙头 IQVIA 电话会中表示根据 BioWorld 的数据，今年 EBP 的融资势头正在增强，每个季度都实现稳定的环比增长，第三季度达到 180 亿美元。公司 Q3 的净预订量环比增长 5%，同比增长 13%。RFP 环比增长高个位数，同比增长 20%，在手订单截止 Q3 达 324 亿美元。中型临床 CRO Medpace 表示 Q3 净新签订单创历史新高，达 7.9 亿美元，同比增长 47.9%，带动公司 net book to bill ratio 达到 1.2。临床前 CRO 查尔斯河 Q3 net book to bill ratio 比例仍旧低于 1，但表示 25Q3 行业资金状况有所回暖，客户需求趋于稳定，Q3 以来的预定情况环比、同比均保持稳定，订单取消率有所降低，增强了公司对 biotech 客户需求复苏的信心。

CXO 行业投资建议

CXO 行业景气度 24 年以来受投融资以及地缘政治等因素扰动较多，24Q3 开始受美国降息以及国内政策预期有所回暖，25 年随 AI 制药热度提升、创新药景气度延续以及国内投融资触底回升带动行业关注度持续提高。25 年至今行业基本面延续恢复趋势，海外业务为主的 CDMO 海外订单端持续兑现，龙头企业年中开始陆续上调

全年指引，持续增长的在手订单为未来业绩打下坚实基础。临床前 CRO 及临床 CRO 企业受益于下游需求恢复，行业订单价格趋稳，新签订单数量增长带动前端企业在订单端率先展现复苏趋势。25Q1-3 行业企业营收端开始出现改善，预计随着在执行订单结构的优化，26 年业绩端有望迎来改善。展望 26 年我们优先看好行业龙头以及海外业务占比较高的公司，期待国内各 CRO 细分板块公司陆续迎来业绩拐点。

表 37: CXO 公司细分方向及相关公司

主线	细分行业	产业趋势	选股逻辑	相关公司
出海	CDMO	海外需求复苏、国内项目持续出海	海外业务基础好，具有海外产能和服务提供能力，海外收入利润占比较高	药明康德、药明合联、药明生物、凯莱英、九洲药业等
	临床 CRO	国内 BD 火热带动投融资回暖、研发需求复苏	国内行业龙头，受益下游需求回暖率先感受到订单量/价边际改善，主业存在经营效率改善空间	泰格医药、诺思格、普蕊斯等
边际改善	临床前 CRO	国内 BD 火热带动投融资回暖、早研需求快速增长	安评业务种类/资质齐全，已经出现订单量/价改善趋势，主业存在经营效率改善空间	昭衍新药、益诺思等
技术驱动需求催化	CDMO	GLP-1、ADC 催化下细分 CDMO 成长机会	高景气度细分赛道中技术实力、产能布局及服务能力突出	药明合联、皓元医药

资料来源：公司公告，中信建投证券

生物制药上游产业链：内外需共振，复苏可期

全球市场持续扩容，国产化率继续提升

2024 年全球细胞培养装备及耗材市场规模已突破 300 亿美元，预计到 2029 年将超过 500 亿美元，年复合增长率在 12% 左右。按照我国生物药市场规模约占全球规模的 18% 估算，我国生物制药设备+耗材市场约 665 亿元，其中耗材约 400 亿元。

表 38：全球生物制药典型装备及耗材市场（亿美元）

	2024	2029	CAGR
生物制药/细胞培养装备及耗材	300	521	11.67%
生物制药/细胞培养装备	142	271	13.80%
生物反应器	116	203	11.84%
不锈钢生物反应器	70	123	11.84%
生物制药/细胞培养耗材	158	280	12.12%
培养基	43	84	14.33%
色谱树脂	30	44	7.96%
一次性反应器/储液袋及其配件	44	91	15.64%
微载体	21	31	8.10%
滤器滤膜	20	30	8.01%

资料来源：Research and Markets, Markets and Markets, 中信建投证券

高端制药装备迎政策东风，国产替代持续加速。《“十四五”医药工业发展规划》将“产业链供应链稳定可控”列为重要发展目标，明确提出了对高端制药装备发展的支持，特别将“重点开发超大规模（ ≥ 1 万升/罐）细胞培养技术”列为了生物药技术攻关的首项，各地方政府接力出台对高端制药装备研发的补贴、税收优惠等政策。在政策支持下，中国制药装备的头部企业通过技术升级已实现关键性能指标的国际对标，核心设备参数已接近全球领先标准，逐步形成全面竞争能力，在进口设备价格高昂且供应链不稳定的背景下，国产制药装备在性价比和售后服务方面逐渐展现出优势，“国产替代”成为市场主旋律。此外，带量采购与一致性评价政策驱动行业降本增效、深度变革，使药企进入产能升级周期，促使仿制药生产走向标准化，进一步渗透高端市场。

表 39：国内主要耗材未来市场空间及国产化率（亿元）

	2024	2029	CAGR	国产化率
培养基	44	89	14.94%	45%
色谱填料/层析介质	46	85	13.16%	10%
一次性生物反应器	57	152	21.67%	40%
一次性袋子	51	101	14.64%	40%
微载体	27	52	13.80%	低
滤器滤膜	26	49	13.41%	低

资料来源：Research and Markets, Markets and Markets, 中信建投证券

智能化、数字化生产成为核心发展方向。工业和信息化部等七部门联合印发的《医药工业数智化转型实施方案（2025—2030 年）》提出，到 2027 年需研发 100 款智能制药设备；2025 年 3 月，国家药监局发布的《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》无菌药品附录（征求意见稿），对操作的自动化和数据的透明化提出了更高要求。制药装备行业进一步向“AI+制药”生产方式推进，逐步普及 MES 系统、SCD 系统、智能机器人的应用，在集成化解决方案与智能工厂系统建设领域，本土企业正加速缩小与国际龙头的差距，未来将有力向智能化、数字化生产迈进。

出口拓展与国际化发展加快。当前，欧美制药业成本压力加剧，而发展中国家为保障供应链稳定，积极推动本土化制造，为中国制药装备企业的出口创造了战略窗口期。亚太，特别是以“一带一路”沿线国家为代表的发展中国家、拉美及中东非地区对智能化、模块化装备需求激增，正成为行业增长新引擎。此外，企业在获取 FDA、CE、ISO 等基础认证的同时，正积极满足沙特 SASO 等区域特定认证要求，并适应欧盟 MDR 新规等升级标准，中国制药装备全球化通道实现结构性突破。

行业触底企稳，25 年复苏可期

整体来看，行业收入端自 2024 年以来首次出现小幅增长，利润端改善显著，归母净利润同比大幅增长。2025 年第 Q3 上游板块收入、归母净利润、合同负债累计同比增速分别为 1.26%、444.69%、8.25%。这一转变主要源于下游生物医药企业研发投入和资本开支回升带动需求回暖，同时行业竞争格局优化，头部企业持续推进出海拓展及产品创新等相关策略，市场价格逐步脱离无序价格竞争，并在原材料成本趋稳与运营效率提升的共同推动下，盈利能力得到修复。合同负债增速延续上升态势，预示板块未来收入有望持续改善。

表 40：生物制药产业链上游板块增速统计（累计）

	2023H1	2023Q3	2023	2024Q1	2024H1	2024Q3	2024	2025Q1	2025H1	2025Q3
收入增速	15.40%	10.14%	1.39%	-14.00%	-16.33%	-15.90%	-10.02%	-8.70%	-2.98%	1.26%
归母净利润增速	-19.65%	-31.75%	-42.97%	-78.40%	-84.19%	-92.68%	-109.51%	-29.54%	25.92%	444.69%
扣非净利润增速	-15.22%	-31.20%	-43.02%	-81.93%	-90.05%	-99.89%	-126.48%	-53.06%	15.94%	/
合同负债增速	-6.15%	-13.49%	-20.47%	-13.03%	-6.75%	3.05%	10.28%	11.69%	14.89%	8.25%

资料来源：wind，中信建投证券

注：样本库包括东富龙、楚天科技、泰林生物、键凯科技、纳微科技、奥浦迈等六家公司。

整体来看，行业收入端自 2024 年以来首次出现小幅增长，利润端改善显著，归母净利润同比大幅增长。2025 年第三季度上游板块收入、归母净利润、合同负债累计同比增速分别为 1.26%、444.69%、8.25%。这一转变主要源于下游生物医药企业研发投入和资本开支回升带动需求回暖，同时行业竞争格局优化，头部企业持续推进出海拓展及产品创新等相关策略，市场价格逐步脱离无序价格竞争，并在原材料成本趋稳与运营效率提升的共同推动下，盈利能力得到修复。合同负债增速延续上升态势，预示板块未来收入有望持续改善。

表 41：生物制药产业链上游板块增速统计（单季度）

	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
收入增速	18.76%	0.88%	-18.82%	-14.00%	-18.45%	-15.04%	8.43%	-8.70%	2.50%	1.26%
归母净利润增速	-31.92%	-56.92%	-79.30%	-78.40%	-91.13%	-125.57%	-289.17%	-29.54%	187.80%	444.69%

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

扣非净利润增速	-22.70%	-61.51%	-83.63%	-81.93%	-100.81%	-140.98%	-510.78%	-53.06%	/	/
合同负债增速	-6.15%	-13.49%	-20.47%	-13.03%	-6.75%	3.05%	10.28%	11.69%	14.89%	8.25%

资料来源：wind，中信建投证券

注：样本库包括东富龙、楚天科技、泰林生物、键凯科技、纳微科技、奥浦迈等六家公司。

行业整体盈利能力持续向好，行业竞争与价格趋于理性，企业降本增效成效显著。2025 年三季度生物制药产业链毛利率环比上升 1.16 个百分点，销售和财务费用率环比小幅上升，其余费用率环比小幅下降。费用率方面，销售费用率环比上升 0.16 个百分点，管理费用率环比下降 0.14 个百分点，研发费用率环比下降 0.32 个百分点，财务费用率环比上升 0.25 个百分点。主要由于二季度各企业收入小幅回升，销售费用相应增长，同时各企业降本增效目标延续，管理费用率仍持续下降。其中，加速布局在耗材、CGT 等新业务以及新产品，同时加大对高端技术人才的引进，使研发费用率仍保持在较高位置。

表 42：生物制药产业链上游板块累计财务数据分析

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
毛利率	59.46%	57.87%	56.92%	55.89%	52.35%	50.92%	49.96%	48.53%	48.81%	49.92%	51.08%
销售费用率	7.94%	9.20%	9.99%	10.23%	9.05%	10.34%	10.22%	9.97%	9.65%	9.80%	9.96%
管理费用率	28.17%	29.66%	31.21%	31.36%	31.49%	31.08%	31.75%	31.28%	29.39%	28.98%	28.84%
研发费用率	14.71%	16.01%	16.90%	17.00%	16.22%	15.45%	16.31%	15.95%	15.40%	15.46%	15.14%
财务费用率	-1.52%	-2.61%	-2.56%	-2.18%	-0.74%	-1.29%	-0.62%	-0.78%	-1.41%	-1.50%	-1.25%
销售净利率	23.48%	19.83%	17.09%	15.72%	11.29%	9.53%	6.94%	5.05%	9.13%	10.73%	11.09%
应收账款周转天数	97	98	103	103	108	109	107	101	109	105	106
存货周转天数	425	390	400	413	421	385	380	356	394	378	374
扣非后薄摊的 ROE	2%	4%	4%	5%	1%	1%	1%	-1%	0%	1%	2%
资产负债率	26%	26%	26%	27%	27%	27%	28%	26%	25%	25%	25%

资料来源：wind，中信建投证券

注：样本库包括东富龙、楚天科技、泰林生物、键凯科技、纳微科技、奥浦迈等六家公司

表 43：生物制药产业链上游板块龙头公司财务数据

公司	收入增速							扣非后净利润增速						
	2024Q1	2024H1	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2024Q1	2024H1	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
东富龙	-22%	-22%	-19%	-11%	3%	6%	6%	-73%	-75%	-76%	-79%	-71%	-74%	-20%
楚天科技	-10%	-16%	-19%	-15%	-22%	-15%	-7%	-117%	-138%	-175%	-259%	-11%	52%	114%
森松国际	/	-6%	0%	-6%	/	-23%	/	/	-13%	/	-13%	/	-6%	/
纳微科技	17%	15%	22%	33%	22%	-8%	22%	126%	89%	27%	109%	85%	-30%	255%
奥浦迈	17%	18%	26%	22%	5%	22%	26%	-23%	-44%	-46%	-81%	-33%	51%	119%
键凯科技	-30%	-25%	-24%	-22%	7%	24%	13%	-73%	-67%	-73%	-83%	-20%	77%	24%
泰林生物	1%	10%	19%	29%	-16%	1%	-12%	-65%	-70%	-37%	-41%	-37%	-22%	22%

资料来源：wind，中信建投证券

注：样本库包括东富龙、楚天科技、泰林生物、键凯科技、纳微科技、奥浦迈等六家公司

2025 年第三季度以制药装备为主营业务的公司竞争激烈，表现分化，其中楚天科技利润端持续改善。耗材类公司经营改善显著，除泰林生物外收入均实现两位数增长，且行业公司利润端均出现显著改善。目前制药产业链行业国产产品占有率较低，市场仍被进口产品主导。但随着国内企业研发投入不断增加，产品力逐渐增加，我们认为在集采政策以及关税政策的影响下，国内制药装备企业凭借供应链安全以及产品性价比的优势，未来具有较大发展空间。

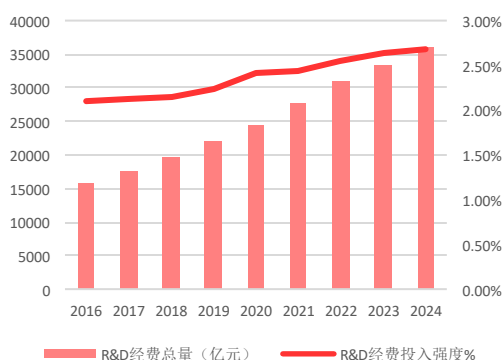
科学试剂：国产化率提升，出海加速

科研经费投入增加，科学试剂板块市场需求愈发强劲

生物试剂是高壁垒行业，进口厂商凭借进入市场时间早、相关文献引用量较多以及行业影响力强等优势长期垄断国内市场。根据国家统计局数据，我国研究与试验发展(R&D)经费由2016年的15677亿元增长至2024年的36130亿元，年均复合增长率达10.7%。2024年我国R&D经费投入强度(R&D经费与GDP之比)达到2.68%，再创新高，比上年提高0.10个百分点。其中，基础研究经费为2497亿元，同比增长10.5%，占R&D经费比重为6.91%。

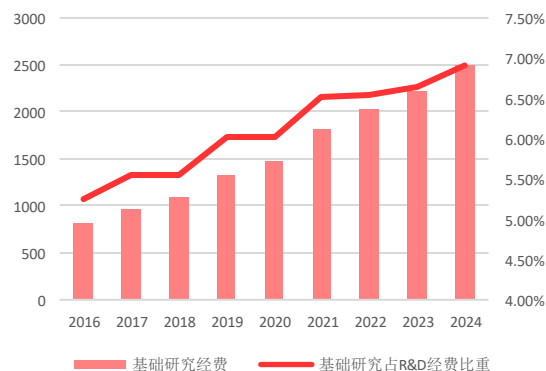
目前，我国研发经费支出规模已经位居全球第二，仅次于美国。同时，随着生物技术在引领未来经济社会发展中的战略地位日益凸显，国家先后出台一系列鼓励政策和措施，积极鼓励全社会在生命科学领域进行研究，中国生命科学领域的研究资金投入迅猛增长。

图 50：2016-2024 年全国 R&D 经费及投入强度情况



数据来源：国家统计局，中信建投证券

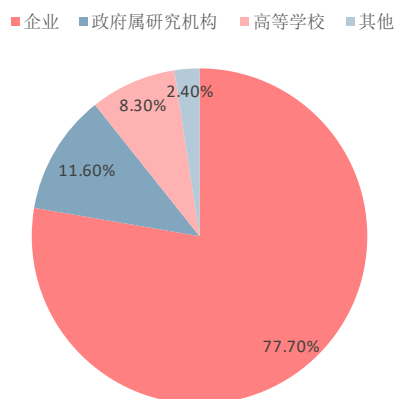
图 51：2016-2024 年全国基础研究经费及占 R&D 经费比重



数据来源：国家统计局，中信建投证券

我国 R&D 经费投入从活动主体上来看由企业、政府属研究机构及高等学校组成。其中，企业是 R&D 经费投入的绝对主力，2024 年度全国 R&D 经费支出中企业占比达 78%，同比增长 10%。因此工业端客户是国内试剂厂商不可忽略的一块。

图 52：2024 年全国研究与试验发展经费支出主体分类结构

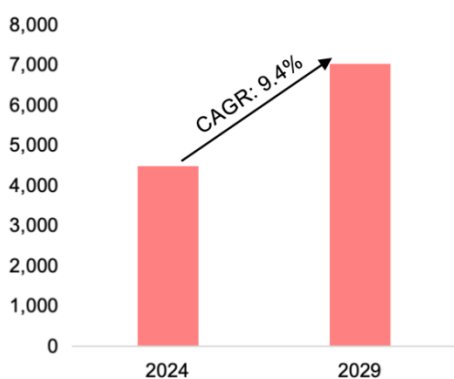


数据来源：国家统计局，中信建投证券

生物药蓬勃发展带动科学试剂行业持续扩容

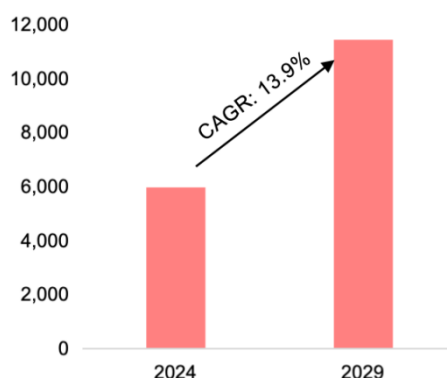
生物药是重组蛋白试剂的关键下游应用领域。据 Frost&Sullivan 统计，2024 年全球生物药市场规模约为 4500 亿美元，预计到 2029 年将突破 7000 亿美元，期间年复合增长率约为 9.4%。在全球原研药专利陆续到期、医疗需求持续增长以及监管体系不断完善等多重因素的推动下，生物药市场增速显著高于医药市场整体水平。从国内市场来看，2024 年中国生物药市场规模已约达 6000 亿元，并保持强劲增长态势。预计到 2029 年，这一规模将突破 11000 亿元，2024 至 2029 年间年均复合增长率约为 13.9%，显示出产业基础持续夯实、未来发展可期。

图 53：全球生物药市场规模及预测（亿美元）



数据来源：弗罗斯特沙利文，中信建投证券

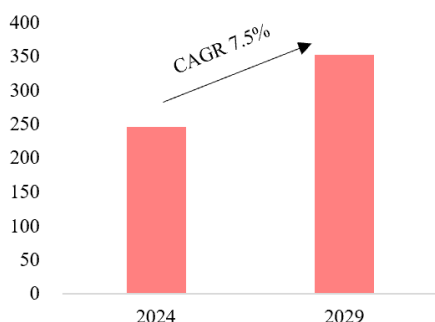
图 54：我国生物药市场规模及预测（亿元）



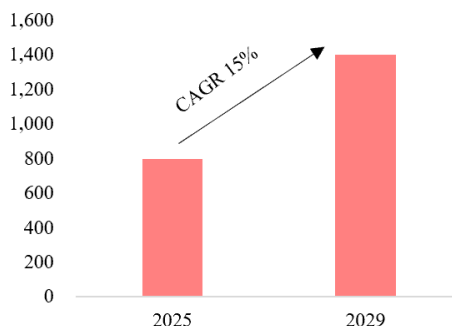
数据来源：弗罗斯特沙利文，中信建投证券

过去 20 年全球药物研发管线数量逐年增长，且最近几年增长迅速。2021 年全球临床管线数（包括临床前，临床期，以及上市后仍然在开发其它适应症的药物）中总共包含了 18582 种药物，与 2020 年相比增加了 4.76%。随着全球 pipeline 中药物的持续临床推进，以及后期陆续到来的药品商业化生产，重组蛋白试剂的需求势必会不断提升。

据中研网统计，全球生物试剂市场规模将由 2024 年的 246.1 亿美元增至 2029 年的 353 亿美元，年复合增长率 7.5%。近年来，受益于国内体外诊断市场扩张、生物药研发管线日益丰富以及科研经费投入持续加大，我国生物试剂市场展现出强劲的发展势头，市场规模快速扩容，且增速显著领先全球。2025 年我国生物试剂市场规模将达 800 亿元，年复合增长率为 15%，国产化率从 2020 年的 18% 跃升至 28%，其中分子生物学试剂以 49.5% 的占比稳居首位，蛋白类试剂（31%）与细胞类试剂（19.3%）形成第二梯队。

图 55: 全球生物科研试剂市场规模及预测（亿美元）


数据来源：中研网，中信建投证券

图 56: 我国生物科研试剂市场规模及预测（亿元）


数据来源：中研网，中信建投证券

从市场竞争格局来看，进口品牌占据主导地位。进口品牌凭借深耕行业多年积累的在开发技术、生产工艺、产品种类、渠道等方面的经验和优势，以及在下游客户中建立的品牌影响力，在生物试剂各个细分领域均占据主导地位，其中分子类生物试剂中赛默飞、凯杰、Takara、合计占据超过 40% 的份额，重组蛋白市场由 R&D systems 和 PerproTech 主导，合计占据超过 35% 的份额。

目前国产品牌逐渐缩小质量差距，经历 10 余年的发展，品牌质量标准逐渐提高，产品品类更加完善；同时在价格、采购周期以及售后服务等方面形成优势。我们认为目前试剂行业国产化率具有提升潜力。国内企业技术逐步成熟。国内头部公司多创立于 2000-2010 年，在不断的生产实践和拓展客户的过程中，国产产品也在不断地积累技术和生产经验，其产品与进口产品的技术差距逐渐在缩小，应用场景也开始逐渐从低值原料、耗材向高端市场改变。

供应链优势明显。相对于国外产品的长货期，国内企业具备本地化优势，在存货方面库存充足，能够更快地对客户的需求进行响应。可满足客户个性化需求。外企对人均创收的要求较高，虽然目前在质量上具备一定优势，但通常只提供标准化的产品，在技术支持方面无法响应国内众多客户的个性化需求。产品和服务并行。国内上下游企业都处于发展阶段，下游部分客户不仅需要产品，也有供应商协助和参与工艺开发的需求，国内企业会更多地提供此类精细化服务，帮助产品导入客户。

从产品布局来看，我国生物科研试剂上市企业均有千种以上的产品储备，各企业也正积极进行产品研发，行业产品供给能力不断提升。如义翘神州拥有重组蛋白产品超过 6000 种，抗体约 13000 种。在科学试剂板块代表性公司包括泰坦科技、阿拉丁、近岸蛋白、百普赛斯、优宁维、诺维赞及义翘神州等。

表 44:科学试剂板块部分代表性公司产品布局

公司名称	相关业务
百普赛斯	重组蛋白产品超 2400 种;产品和服务已经覆盖近 70 个国家和地区, 全球工业和科研客户超过 6600 家
泰坦科技	高端试剂超过 8 万个品种、25 万种规格, 通用试剂 2000 多种
阿拉丁	公司科研试剂常备库存产品超过 5 万种
近岸蛋白	公司已经推出了 2900 余种靶点及因子类蛋白产品、60 余种重组抗体产品, 500 余种酶及试剂产品
诺唯赞	现有 200 余种基因工程重组酶和 1000 余种高性能抗原和单克隆抗体等关键原料, 拥有 1000 多个终端产品
义翘神州	现货产品种类超过 4.7 万种, 其中重组蛋白超过 6000 种, 抗体约 13000 种

资料来源: 各公司公告, 中信建投证券

利润端降幅持续收窄

利润端降幅持续收窄。2025 年三季度科学试剂板块累计收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为 -0.6%、9.2%、24.2%。2025 年前三季度, 科学试剂板块收入同比微幅下滑; 利润端实现增长, 较 2024 年显著改善, 反映行业整体逐步企稳并处于复苏通道。板块内多数企业通过优化产品结构、持续推进降本增效, 叠加下游生物医药等领域需求温和复苏, 共同推动盈利状况修复。同时, 泰坦科技由于主动收缩资金占用高、回报周期长的业务, 对公司短期和行业整体营收带来一定影响, 但有助于中长期盈利质量的提升。

表 45: 生物试剂板块增速统计 (累计)

	2023				2024				2025		
	Q1	H1	Q1-Q3	Q1-Q4	Q1	H1	Q1-Q3	Q1-Q4	Q1	H1	Q1-Q3
营业收入增速	-31.9%	-25.9%	-23.7%	-26.3%	0.6%	8.4%	7.2%	6.5%	0.4%	-2.2%	-0.6%
归母净利润增速	-80.9%	-77.7%	-72.3%	-63.5%	-26.7%	-22.0%	-33.7%	-44.6%	-14.5%	-10.0%	9.2%
扣非归母净利润增速	-89.8%	-87.5%	-81.7%	-81.2%	-36.1%	-21.8%	-41.6%	-57.3%	-9.2%	-14.8%	24.2%

注: 行业数据包括义翘神州、泰坦科技、阿拉丁、百普赛斯、诺唯赞、近岸蛋白、义翘神州

数据来源: Wind, 中信建投证券

2025 年三季度科学试剂板块单季度收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为 2.30%、55.3%、118.80%。科学试剂板块收入端逐步恢复增长, 利润端显著改善, 行业整体逐步企稳。除泰坦科技因主动调整业务结构、收缩资金占用大或盈利能力偏弱的业务, 对单季度营收及利润带来短期阶段性影响外, 板块内多数企业收入端已实现增长, 利润端也逐步改善, 行业底部基本确认。伴随企业持续优化产品组合、加强成本与费用管控, 以及下游需求温和复苏, 预计板块盈利有望持续修复。

表 46: 生物试剂板块增速统计 (单季度)

	2023				2024				2025		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
营业收入增速	-31.9%	-18.5%	-19.3%	-32.3%	0.6%	16.5%	5.1%	4.7%	0.4%	-4.5%	2.3%

归母净利润增速	-80.9%	-72.1%	-56.5%	-9.4%	-26.7%	-16.1%	-51.3%	-82.6%	-14.5%	-5.3%	55.3%
扣非归母净利润增速	-89.8%	-83.1%	-61.9%	-54.6%	-36.1%	-5.5%	-63.8%	-457.9%	-9.2%	-19.7%	118.8%

注：行业数据包括义翘神州、泰坦科技、阿拉丁、百普赛斯、诺唯赞、近岸蛋白、义翘神州

数据来源：Wind，中信建投证券

2025 年三季度生物制药产业链毛利率环比上升 0.6 个百分点，销售、管理和研发费用率均环比下降，费用结构持续改善，利润端有望持续向好。行业整体盈利能力保持稳定，主要由于企业间竞争脱离无序竞争，同时降本增效策略持续推进。费用率方面，销售费用率环比下降 0.30 个百分点，管理费用率环比下降 0.60 个百分点，研发费用率环比下降 0.50 个百分点，财务费用率环比上升 0.7 个百分点。主要由于企业持续推进精细化管理与运营效率优化，降本增效成果持续显现。研发费用率仍维持在相对高位，主要由于企业持续推动高端产品创新，重点布局重组蛋白、高纯度化学试剂等高附加值领域，为企业长期竞争力提供支撑。

表 47: 生物试剂子行业分季度财务指标分析

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1	2025Q2	2025Q3
毛利率	70.3%	75.3%	73.2%	68.9%	66.9%	63.4%	63.5%	63.5%	64.1%
销售费用率	21.0%	9.1%	10.8%	14.6%	22.6%	25.1%	24.6%	24.2%	23.9%
管理费用率	14.6%	7.5%	9.6%	12.3%	17.1%	19.6%	18.7%	17.9%	17.3%
研发费用率	13.5%	6.8%	8.9%	12.7%	18.3%	19.7%	20.3%	18.8%	18.3%
财务费用率	-0.1%	0.9%	-0.3%	-4.4%	-6.2%	-5.9%	-3.9%	-3.8%	-3.1%
销售净利率	15.5%	42.6%	39.5%	29.2%	15.7%	2.7%	4.0%	3.9%	5.9%
应收账款周转天数	59	40	53	75	105	91	101	98	103
存货周转天数	331	263	284	395	537	521	541	524	534
扣非后摊薄的 ROE	18.8%	50.6%	15.1%	6.7%	2.1%	1.5%	0.4%	0.7%	1.4%
资产负债率	24.7%	17.7%	15.2%	17.1%	18.7%	19.8%	20.1%	20.5%	22.4%

注：行业数据包括义翘神州、泰坦科技、阿拉丁、百普赛斯、诺唯赞、近岸蛋白、义翘神州

数据来源：Wind，中信建投证券

2025 年第三季度以科学试剂为主营业务的公司竞争激烈，公司间分化显著。利润端方面，其中百普赛斯和义翘神州延续增长趋势，诺唯赞、阿拉丁与近岸蛋白均有不同程度边际改善，泰坦科技降幅持续扩大。当前科学试剂市场进口产品市占率较高，在对等关税政策下，本土企业迎来国产化提升的战略窗口期：国产厂商借助政策红利加速技术突破与渠道完善，预计具备完整产品矩阵的头部企业市占率与品牌影响力将提升。国内行业竞争加剧，收购并购成为企业布局重点，可快速切入新细分市场，是企业快速成长与增强竞争力的重要战略。目前国内尚未出现全领域布局的行业巨头，预计行业并购整合将持续推进。

表 48: 生物制药产业链上游板块龙头公司财务数据

公司名称	收入增速	扣非后净利润增速
------	------	----------

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

	2024H1	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2024H1	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
百普赛斯	11.6%	12.3%	18.6%	27.7%	29.4%	32.3%	-36.0%	-32.9%	-15.2%	26.0%	45.8%	32.3%
义翘神州	4.5%	-2.3%	-5.1%	1.9%	6.1%	10.0%	-69.1%	-74.0%	-78.3%	-58.8%	31.9%	10.0%
泰坦科技	5.1%	3.5%	4.1%	-9.1%	-12.7%	-13.1%	-85.2%	-85.4%	-88.9%	122.3%	-145.6%	-13.1%
诺唯赞	13.7%	13.4%	7.1%	-5.5%	-6.6%	-3.4%	87.1%	78.6%	56.8%	-36.6%	-116.7%	-3.4%
阿拉丁	28.6%	33.5%	32.4%	32.2%	15.5%	17.6%	55.1%	37.4%	16.8%	41.9%	-39.9%	17.6%
近岸蛋白	-20.1%	-16.8%	-16.7%	28.2%	20.9%	21.5%	/	/	-895.0%	-6.0%	-16.0%	21.5%

资料来源：wind，中信建投证券

企业积极开拓海外市场，国产品牌出海加速

企业积极开拓海外市场，国产品牌出海加速。在当前国内药品与医疗器械集采常态化的背景下，制药装备及关键耗材企业普遍面临产品价格下行、利润空间收窄的增长压力。为应对内生增长动能的减弱，越来越多本土企业将战略重心转向海外市场拓展，积极布局全球化业务，以培育业绩第二增长曲线。该战略转型不仅有助于缓解国内产能过剩压力、优化资源配置，还能够有效分散单一市场风险，提升企业在国际分工中的地位，强化在全球制药工业生态中的话语权与影响力。

以成功出海的代表企业森松国际为例，其核心战略聚焦于进入下游头部企业的全球供应链体系。公司业务增长主要由海外订单驱动，2024 年海外营收占比高达 60.4%。公司控制国内人员规模和硬件发展速度，将扩产重心放在海外：在香港设立注册办事处，在日本、瑞典、美国等地建立技术和项目服务中心，在马来西亚建设的制造基地已于 2025 年一季度正式投产，重点承接生物制药模块化订单，预计全年可贡献约 20 亿元营收。

在色谱填料与层析介质领域，纳微科技的国际化拓展也取得了显著进展。根据公司 2025 年半年度报告，其国际业务收入达 4,402 万元，同比增长高达 136%，已成为增长最快的业务板块。市场拓展方面，公司采取区域聚焦策略，在印度成功获取生产型变更项目，约占海外收入的 28%；在俄罗斯导入中试阶段项目，占比约 23%；同时在欧洲及中东地区实现约 26%的营收贡献。公司正计划进一步增加北美和印度应用技术中心的建设，以支撑填料产品导入海外客户应用

表 49：制药装备及耗材公司出海进展

公司名称	核心业务	海外布局策略	关键成果/项目	海外营收占比 (2024)	重点市场
森松国际	模块化生产装置、生物反应器	产品管线数量丰富+本地化服务	1. 在香港设注册办事处，在美、日、瑞典等地设技术服务中心； 2. 在马来西亚建制造基地投产	60.4%	北美、亚洲
纳微科技	色谱填料、层析介质	国际渠道合作+技术优势	1. 2024 年公司国际主营业务收入同比增长 122.19%； 2. “海外研发和营销中心建设项目”累计投入募集资金 948.69 万元，争取完成北美和印度的海外应用实验室建设并投入使用； 3. 核酸固相合成载体已通过多家客户的性能评价。	6.0%	北美、印度
东富龙	制药装备、生物工程设备	“M+E+C（AI）”一体化的智能解决方案	1. 目前产品已销至全球 50 多个国家及地区，主要包括南亚、东亚、拉非亚、独联体、欧美五大区域；	24.1%	美国、欧洲、印度

			2. 在印度和意大利设有小型生产组装工厂，共有两个海外生产基地；		
			3. 在美国、俄罗斯等国家设立了子公司和代表处；		
			4. 是赛诺菲、诺华、阿斯利康等跨国巨头在新兴市场的主选供应商。		
			1. 收购德国 ROMACO 实现销售市场协同，在 10 多个国家和地区设立本土销售与服务网点，产品已出口至 40 多个国家和地区；		
楚天科技	并购整合+国际标准认证	制药机械、生物工程解决方案	2. 出口新增订单突破 12 亿，产品逐步进入欧洲等高端市场；	36.7%	欧洲、亚洲
			3. 部分国际医药巨头启动供应商考察审计，计划纳入供应商名单；		
			3. 与阿尔及利亚国头部制药企业 Saida1 签约实施抗肿瘤药物交钥匙工程		

数据来源：公司公告，中信建投证券

科学试剂行业作为生物医药研发与生产的核心支撑，具有技术门槛高、客户粘性强、全球化程度深的典型特征。近年来，随着国内市场竞争格局加剧、上游研发投入周期性波动，叠加供应链成本优化需求，一批具备核心技术与产品力的本土科学试剂企业正加速国际化布局，以突破国内市场增长瓶颈，融入全球生物医药创新体系

以成功出海的代表企业百普赛斯为例，2024 年公司海外营收同比增长 20%，占全年营收的 66.5%。通过获得美国 FDA 药品主文件备案及多项国际质量体系认证，为产品进入国际市场奠定了合规基础；同时，公司已构建产研销一体的全球网络：在美国设立研发中心；在中国、美国和欧洲建立仓储物流体系和销售服务团队，保证本地化供应和服务可及性，在欧洲和亚太等地设立海外子公司，销售网络已覆盖全球主要国家和地区。

表 50: 科学试剂公司出海进展

公司名称	核心业务	海外布局策略	关键成果/项目	海外营收占比（2024）	重点市场
百普赛斯	重组蛋白、抗体	高端直销+本地化仓储	1. 业务覆盖近 80 个国家和地区，服务超 10,000 家工业和科研客户；2. 获得 FDA 药品主文件备案及多项国际质量体系标准认证；3. 在美国设立研发中心，海外仓覆盖美国和欧洲。	66.5%	美国、欧洲、韩国
阿拉丁	高端化学试剂	跨境电商+本土认证	1. 在美国设立子公司并投入销售，通过电商模式和经销商合作开展业务；2. 拟收购德国 UNA 589 开拓德国市场；	未披露	美国、欧洲
泰坦科技	科研试剂、科研服务	并购整合+生态输出	1. 2025 年公司将通过海外渠道合作拓展和优质渠道的并购，推进有竞争力的自主品牌开拓海外市场。	0.9%	
诺唯赞	生物试剂、诊断试剂	优势产品精准投放，“直销+经销”相结合	1. 国际业务累计覆盖 60 多个国家和地区，已设立 10 家境外子公司。与此同时，公司也与 200 多家企业客户、经销商达成合作；2. 在埃及、伊朗、韩国、日本等国家搭建“直销+经销”营销网络，在主要区域战略性落子分仓和子公司，建立直达客户模式，交货周期被压缩至 3 天。	7.3%	欧洲、亚洲

数据来源：公司公告，中信建投证券

生物制药上游及科研试剂行业投资建议

目前国内生物制药上游行业仍有进一步发展空间，主要增长动力来源于：

1) 国内研发高投入与创新疗法驱动。全球医药研发投入持续保持高位增长，抗体药物、细胞与基因治疗、多肽、抗体偶联药物等创新疗法研发管线快速扩张。这些前沿领域对高性能无血清培养基、精密一次性生物工艺系统、高载量层析介质等上游关键物料及设备的采购需求旺盛。制药企业提升工艺效率和控制成本的核心诉求，直接转化为对上游先进技术和解决方案的强劲需求拉力。

2) 国产替代深化叠加供应链安全诉求。在药品集采控费、地缘政治不确定性及关税政策变化的背景下，制药企业对供应链安全性与成本可控性的要求显著提升。国内上游企业在关键性能指标上不断取得突破，其综合性价比和快速响应的本地化服务优势日益突出，正推动国产化率进入加速提升通道，为本土上游企业打开了广阔的增量市场空间。

3) 国际化拓展布局新兴市场。中国创新药企成功出海以及全球特别是亚太、中东、拉美等地区产能本土化的趋势，为国内上游企业创造了战略性的海外拓展机遇。这不仅有效消化国内产能、分散单一市场风险，更显著提升了品牌全球影响力，并致力于深度融入国际医药供应链体系，构建坚实的第二增长支柱。

4) 产业整合深化与经营提质增效。2025 年前三季度数据显示行业复苏信号明确，合同负债持续增长，部分企业龙头毛利率环比提升，各项费用率持续优化。企业战略重心正转向现有产能的精细化管理、高端技术的前瞻性布局以及潜在的行业并购整合。受益于充足的资金储备和国家鼓励并购的政策导向，行业集中度有望提升，整体经营效率持续改善，龙头企业的竞争优势将更加巩固。

相关公司：生物制药上游产业链经历 2023-2024 年调整充分，当前外需回暖、内需复苏、供给优化叠加国产替代/出海加速，行业有望迎来全面拐点。相关公司包括：奥浦迈、纳微科技、百普赛斯、森松国际等。

表 51:看好的行业主线及代表公司

主线	产业趋势	投资逻辑	相关公司
国产化率提升	创新药研发投入持续增长，带动试剂耗材需求提升，行业国产化率有望持续提升	生物药研发所需耗材，伴随药物临床推进，核心试剂耗材用量增长，商业化药物替换核心耗材供应商难度较大	奥浦迈，纳微科技
国际化	创新药出海有望带动上游板块走向海外市场	在海外已经建立销售渠道并形成一定销售规模，具有品牌效应	百普赛斯，森松国际

资料来源：wind，中信建投证券

医疗服务：行业受消费和多重政策影响，消费医疗增速好于严肃医疗

短期来看，行业增速与多重政策因素相关，管理运营能力较强的龙头公司仍有望实现快于行业的增长。2025Q3 板块营收同比下滑收入同比下滑幅度相比 Q2 略有收窄，分医院类型来看，严肃类医疗服务公司前三季度增速表现弱于消费医疗。消费医疗服务公司的业绩增速主要与消费行业增速、医院新建并购节奏等因素相关。短期来看，严肃医疗服务公司的收入增速主要与医院新建并购和爬坡节奏、当地医保收入增速是否承压、集采是否影响供应链利润、DRG/DIP 标准高低及能否较好的执行、医保飞检力度、医疗服务价格改革趋势及节奏等因素有关，但中长期来看，随着医改向多元化支付体系改革，行业有望恢复。

长期看好差异化定位的连锁医疗公司。中长期来看我国医疗服务渗透率仍处于较低水平，当前位置我们仍然看好差异化定位的连锁医疗公司。连锁消费医疗方向，我们长期看好爱尔眼科、普瑞眼科、华夏眼科、通策医疗等标的等。严肃医疗方向，长期来看，全球肿瘤发病率随着老龄化程度提升而增长，肿瘤医疗服务兼具刚需特质和成长性，我们长期看好差异化定位，打造肿瘤医疗连锁专业化优势的海吉亚医疗等。

医保支付方式改革完成全覆盖，未来版本更新不断完善分组和配套机制

2021 年开始，国家医保局加快推进医保支付方式改革。2021 年 11 月 19 日，国家医疗保障局为深入贯彻落实《中共中央国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》，加快建立管用高效的医保支付机制，在三年试点取得初步成效基础上，加快推进 DRG/DIP 支付方式改革全覆盖，正式印发《DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划》。计划目标是：从 2022 到 2024 年，全面完成 DRG/DIP 付费方式改革任务，推动医保高质量发展。到 2024 年底，全国所有统筹地区全部开展 DRG/DIP 付费方式改革工作，先期启动试点地区不断巩固改革成果；到 2025 年底，DRG/DIP 支付方式覆盖所有符合条件的开展住院服务的医疗机构，基本实现病种、医保基金全覆盖。

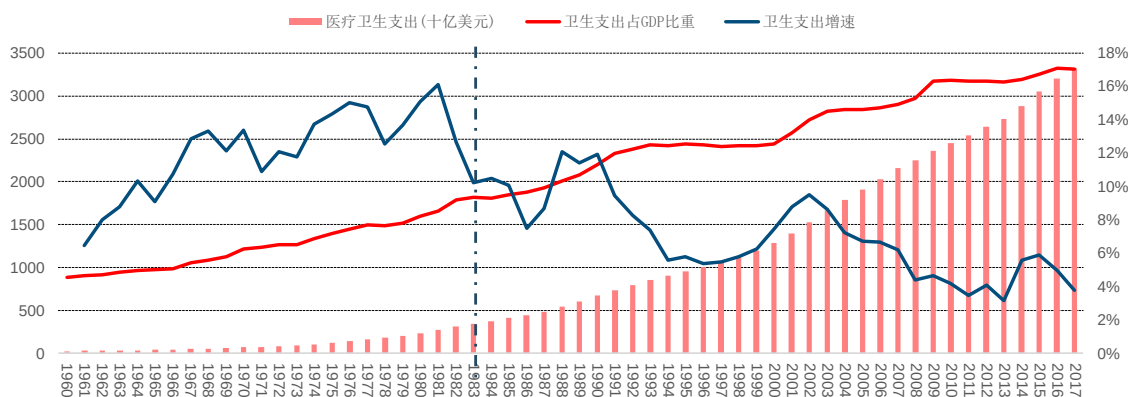
医保支付改革已基本完成全覆盖，未来将会持续地进行版本更新，不断完善分组和配套机制，2026 年将展开 DRG 3.0 版本制定相关工作。截至 2024 年底，全国已经基本实现按病种付费统筹地区、符合条件的医疗机构全覆盖，按病种付费出院人次占比超过 90%，按病种付费的基金占全部符合条件住院医保基金支出比例达到 80% 左右。九成以上的统筹地区建立了特例单议、谈判协商机制，所有统筹地区建立了医保数据工作组。2024 年，国家医保局发布了《关于印发按病组和病种分值付费 2.0 版分组方案并深入推进相关工作的通知》，DRG2.0 在分组和配套机制上更加科学，已于 2025 年初执行。2025 年 8 月，2025 年全国医疗保障工作中座谈会中提到启动制定按病种付费 3.0 版分组方案，助力医疗机构提质增效，预计 DRG3.0 制定的相关工作将于 2026 年内展开。

海外国家经验看：DRGs 对医疗支出整体增速影响不明显，但是结构性影响效应非常明显。从美国 Medicare 经验来看，DRG 作为一种付费方式，对控制住院费用增长效果明显。但是总医疗卫生费用受到诸多因素影响，DRG 付费方式对其影响较小，整体上升趋势不变，医疗卫生费用占 GDP 比重稳步提升，更多费用将用于门诊、家庭保健、院外市场等；从服务利用情况上看，美国住院时间持续缩短，门诊人次有所增加，住院人次下降。

美国医药卫生支出占 GDP 比重稳步提升，受 DRGs 影响较小，总支出增速受多因素共同影响。美国从 1983 年开始对 medicare 实施 DRGs，从 1983 年至 1993 年，美国医疗卫生支出的增速有所降低，但占 GDP 比例稳健增长（1973 年：6.5%；1983 年：9.3%；1993 年：12.5%），至 2017 年医疗卫生支出达到 GDP 的 17.1%。其主要原因包括：①DRGs 只直接作用于住院服务，无法控制其他医疗环节医疗费用增长；②Medicare 费用当时占美国卫生支出的 16%，影响有限；③很多医院将成本转移至私人保险患者身上；④医药行业受诸多政策影响，如 1984

年的《药品价格竞争与专利期补偿法》，2010 年的《平价医疗法案》；⑤除政策外，卫生支出还受到人口、经济、技术等影响。

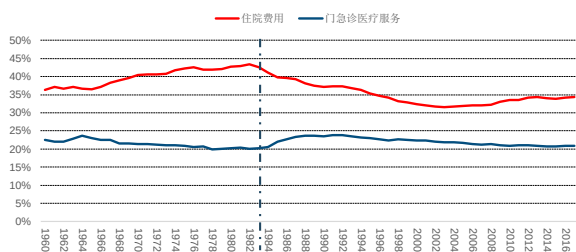
图 57：1960-2017 年美国医疗卫生支出及其占 GDP 比重情况



资料来源：CMS，中信建投证券

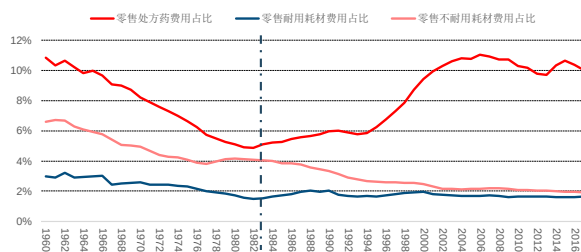
医疗支出结构调整。DRGs 实施后，住院费用占比下降，相对应的门急诊费用占比上升，医疗卫生支出结构有所调整。实施 DRGs 后，零售处方药费用占比改变下降趋势，逐渐上升，1983 年占总卫生支出的 5.3%，1993 年上升至 5.8%，目前达到 10%，可以看出在实施 DRGs 后，零售处方药费用增长速度高于整体卫生费用支出速度。我们认为 DRG 缩短住院时间，更多药物可能在门诊使用。另外，在家庭医生、诊所以及门诊过程中，医生可能会给患者使用更多药物。

图 58：1960-2017 年美国医疗卫生支出结构情况 1



资料来源：CMS，中信建投证券

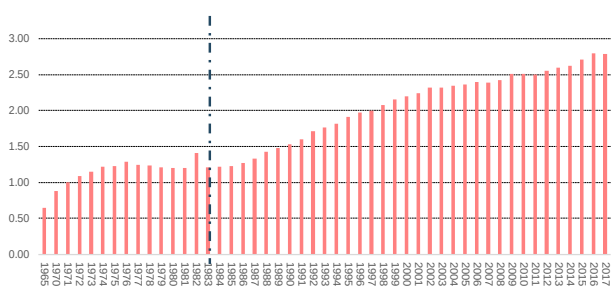
图 59：1960-2017 年美国医疗卫生支出结构情况 2



资料来源：CMS，中信建投证券

DRG 通过影响医生对患者医疗行为改变费用结构。1983 年之前，美国门诊量一直平稳，1983 年之后门诊量明显上升。同时，住院人次有所减少，住院服务受到支付方的最大关注，无论是商业还是政府支付方要求：①能用门诊解决的问题不用住院解决；②严格控制住院支付的项目。

图 60：1965-2017 年美国人均门诊次数



资料来源：CMS, CSC, OECD, 中信建投证券

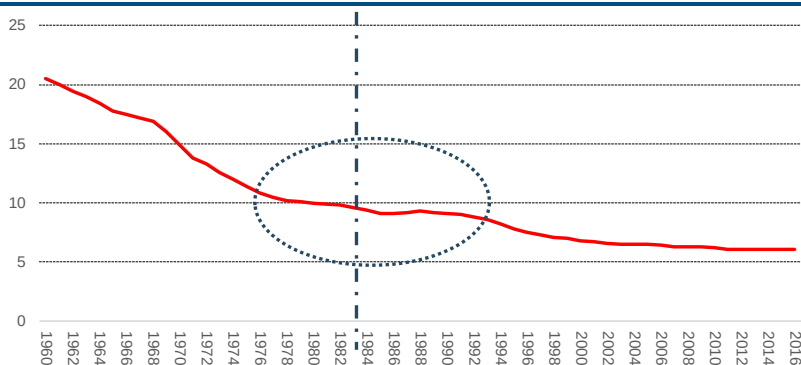
图 61：1965-2006 年美国每千人住院次数



资料来源：CMS, CSC, OECD, 中信建投证券

医疗技术进步与医院积极精细化管理，住院时间不断缩短。1960 年至 1978 年，随着医疗技术水平提升，平均住院时间不断缩短。但 1978-1983 年，住院时间基本保持不变；直至 1983 年之后，医院为适应 DRG 控费的影响，不断提高管理能力，使患者的住院时间缩短，提高床位使用效率。

图 62：1960-2016 年美国次均住院时长(天)



资料来源：CMS, CSC, OECD, 中信建投证券

医保：构建多元化支付体系，期待完善顶层制度设计出台

期待商业健康险能成为基本医保的有益补充，从而改善行业发展的预期。基本医疗保险重在“保基本”，在资源有限的前提下，不可能直接将所有创新医疗产品全部纳入基本医保范围。商业健康保险作为基本医疗保险的重要补充，可以在一定程度上满足更加多元化的创新药械的使用需求。虽然商业健康险的发展需要时间，但从单一支付方走向多元化支付，是行业发展底层逻辑的重大变化，我们认为从长期看，此次变化对于产业的积极影响将会超出投资人预期。

商业健康险的发展需要更加完善的顶层制度设计，解决相关方的激励问题。我们认为，患者的差异化健康需求空间巨大，商业健康险的发展需要更加完善的顶层制度设计，需要解决的问题包括：界定基本医保的边界、以便二者更好的协同；实现患者、医保支付与商业健康险的数据共享，助力保险公司打造更精准、实用的商业健康险产品等。

过去一年多，政策动向表明，商业健康险的发展已经开始走向快车道，政策正在积极创造良好的商业健康险发展环境：

国家医保局首次制定商保创新药目录。2025 年 7 月 11 日，国家医保目录调整新增设商保创新药目录，推动更多创新药进商保。根据国家医保局公布的信息，共有 121 个高值药品通过商保创新药目录形式审查。建立商保创新药目录将有利于进一步明确基本医保保障边界，给商业健康保险留出更多的发展空间；有利于发挥医保在数据、专家、管理、政策等方面的优势，为商业健康保险提供公共服务；有利于整合医保和商业健康保险资金，形成保障人民群众健康的合力，也为创新药发展提供更充足的经济支撑。

商保创新药目录由国家医保局组织制定，考虑与医保目录同时申报、同步调整。企业可以自主申报纳入医保药品目录或者商保创新药目录，也可以同时申报两者。与医保目录调整的不同点在于，商保创新药目录将充分尊重商业保险公司的市场主体地位。

推进医保商保同步结算。购买商业医疗保险的患者通常需先垫付医药费用，再凭发票、病历等材料向保险公司申请理赔，流程繁琐且耗时较长。为破解这一难题，2024 年国家医保局提出推进医保基金与商业保险同步结算。近一年来，上海、山东、杭州、厦门等省市“商保+医保”一站式结算支付平台相继落地。在山东，通过省医保商保同步结算平台，可自动识别患者的医保和商保信息，患者无需申请、不用提供材料，保险公司就能在规定时间内完成赔付。目前山东全省范围内都已实现医保商保同步结算，截至 2025 年 8 月，已同步结算 3600 多万笔，共计 21 亿多元，惠及 560 万参保人。

医疗器械：短期关注业绩改善，长期看好国际化、创新、并购

整体观点：26年多家公司有望业绩改善，看好板块结构性投资机会

受耗材集采、医疗合规要求提升等因素影响，A股申万医疗器械指数过去4年持续下跌，25年初至今指数有所反弹，器械板块正在估值业绩双修复。

短期来看，随着政策缓和、集采出清、企业战略转型和国际业务拓展，预计25年下半年和26年多家公司迎来业绩拐点，建议把握业绩估值修复投资机会。部分25年比24年加速增长，以及Q1-Q3高增长的公司今年以来有较大涨幅。Q4业绩改善，以及26年比25年加速增长的个股有望迎来业绩估值修复。

医疗器械板块的长期投资机会来自创新、出海和并购整合，板块的创新性和国际化能力得到认可、估值正在被重估。创新药板块大涨之后，医疗器械板块具有全球竞争力的改进式创新、突破式创新的产品正在被逐步认可，也有一批公司积极战略拓展第二增长曲线、实现海外业务高增长，估值迎来上涨。

建议持续关注创新器械赛道，以及并购重组、脑机接口、AI医疗、手术机器人、外骨骼机器人等主题方向的投资机会。1) 器械板块是医药行业中并购重组较多的方向，相关预期有望产生较多催化；2) 脑机接口板块临床进展、技术突破、行业政策、行业大会等较多，持续催化有望推动持续上涨；3) 复盘14-15年的医疗器械板块行情，精准医疗、基因测序等概念有较多个股实现大幅上涨，未来AI医疗、脑机接口等也有望成为投资人重点关注的新科技方向；4) 关注me-too、me-better的市场空间大的创新器械在临床、注册、放量、出海等方面的相关催化，如PFA、RDN、TAVR等产品。

建议关注26年比25年加速增长的部分龙头公司：美好医疗（Q3业绩环比同比有所改善、26年有望加速增长、质地优秀的脑机接口和人形机器人产业链）、奕瑞科技（拥有多个增长曲线、26年收入增速大幅加速）、微电生理（后续集采续约利好高端房颤耗材入院、PFA产品快速放量、26年业绩有望加速）、微创医疗（国资入股创新器械平台型龙头、治理改善有预期差）、乐普医疗（建议关注减肥药BD和医美销售超预期的可能、估值业绩有望实现双修复）、新产业（国内Q4行业有望迎来拐点，海外高增长）、迈瑞医疗（Q3开始迎来业绩拐点、建议长线价值资金重点关注）、澳华内镜（库存水平逐步恢复正常、明年AQ-400放量）、鱼跃医疗（关注消费复苏、海外高增长、AI可穿戴产品获批并贡献业绩）、英科医疗（东南亚手套产能释放、低估值的全球性龙头）等。

表 52: 2026 年我们看好的医疗器械推荐思路及代表性公司

推荐思路	产业趋势	相关公司
业绩拐点	过去几年行业受政策影响承压，部分赛道政策影响即将出清，部分企业通过战略转型、并购、出海等找到了新的增长点	美好医疗、奕瑞科技、新产业、鱼跃医疗、英科医疗等
国产替代	电生理、消化内镜等赛道依然有较大的渗透率和国产化率提升空间	微电生理、惠泰医疗、澳华内镜等
创新	中国医疗器械有较多改进式创新，未来也将会越来越多的发明式创新，具有全球竞争力的创新产品带来更广阔的发展空间	迈瑞医疗、联影医疗、乐普医疗、微创医疗、惠泰医疗、微电生理等
国际化	全球医疗器械市场空间是中国的数倍，中国医疗器械依靠高性价比及创新，突破全球市场	瑞迈特、新产业、联影医疗、迈瑞医疗等
新科技方向	AI 医疗和脑机接口等，在政策支持背景下，产业有望加速落地	美好医疗、翔宇医疗、金域医学、美年健康等

资料来源：各公司公告，中信建投证券

细分领域 26 年展望：各板块复苏进度有所差异，政策影响将逐步减弱

医疗设备：今年行业招标大幅改善，2026 年的招标景气度需根据政策来判断，预计各公司情况有所分化。部分龙头公司受去库存后今年业绩低基数、收入确认周期、海外高增长等因素影响，增速有望高于医疗设备行业整体，联影医疗、迈瑞医疗、开立医疗、澳华内镜等部分龙头公司有望实现收入稳定增长或提速改善。2025 年新一期设备以旧换新项目自三季度开始落地，部分设备公司今年上半年业绩基数相对较低，明年业绩增速有望呈现前高后低的态势。

医疗设备上游：在新业务、新订单、新客户的驱动下，美好医疗、海泰新光、奕瑞科技 26 年业绩有望加速增长。其中，美好医疗受益于血糖管理业务（注射笔、CGM）的快速放量；奕瑞科技半导体相关业务订单明年有望显著提升；海泰新光跟史赛克已经启动下一代内窥镜系统的合作开发，也在探讨气腹机、3D 内窥镜系统等其他产品的合作。

高值耗材：受集采政策落地执行时间差异等因素的影响，板块内部公司的业绩拐点出现时间节点先后有序，25Q4 及 2026 年电生理等部分集采出清或有新产品催化的赛道和公司有望迎来经营拐点。集采政策优化背景下，板块估值和业绩确定性有望迎来修复。

IVD：2026 年板块业绩仍受多重政策影响，但相比 25 年有望改善。增值税同比影响将消除、行业检验量将逐步企稳、部分项目的出厂价仍受集采和检验收费价格影响，国产厂家进口替代仍将持续，海外业务高增长、占比高的公司业绩确定性更强。

低值耗材：展望 2026 年，在国产企业市占率较高、进口替代空间有限的背景下，预计国内业务将保持平稳增长。外销方面，随着企业海外产能陆续投产及中美关税形势缓和，外销增速正逐步回归正常轨道，海外产能释放有望进一步贡献业绩增量。

家用医疗器械：今年以来，国内消费需求在国补促进下温和复苏，行业保持平稳增长；展望 2026 年，行业有望延续平稳增长趋势。同时，呼吸机、CGM、可穿戴设备等新产品渗透率仍然较低，未来有较大的成长空间。海外市场空间广阔，国内家用医疗器械龙头有望通过自建团队、投资并购等方式持续加快国际化步伐。

建议关注 25Q4 和 26 年的医疗器械政策进展或事件

高值耗材：建议关注耗材集采优化政策进展及各地耗材集采扩面或续约情况。

医疗设备：行业景气度与政策相关，建议关注第二批设备更新换代政策落地时间和力度、各地集采进展、影像检查收费价格调整进展。

IVD：建议关注影响检验量价相关政策，包括集采、DRG、飞检、检验立项指南和价格调整、各地卫健委拆套餐政策等。

表 53:国家及省级联盟耗材集采续约及预计续约时间

集采范围	集采品种	降幅（相比上一轮）	执行/预计执行时间	采购周期	本轮执行到期时间	续标或预计续标时间
国家集采（第一轮）	冠脉支架	93%	2021/01	2 年	2022/12	2022 年 11 月 20 日
国家集采（第二轮）	冠脉支架	(略上涨)最高限价 848 元，上一轮最高中标价 798 元	2023/01	3 年	2026/01	预计 2025 年底
国家集采	关节	82%	2022/05	2 年	2024/04	2024 年 5 月 21 日
国家集采（第二轮）	关节	最高限价接近上轮中标价区间的中位数	2024/Q3	3 年	2027/Q3	27 年中
国家集采	脊柱	84%	2023/03	3 年	2026H1	25 年底或 26 年初
国家集采	人工晶体及运动医学	人工晶体 60%左右，运动医学 74%左右	2024Q2	2 年	2026 年初	2026H1
国家集采	人工耳蜗及外周介入	人工耳蜗 75%，外周介入超过 80%	2025Q2	3 年	2028 年 Q2	2028 年 Q1
河南等 12 省（第一轮）	创伤	89%	2021H2	2 年	2023H2	2023 年 9 月 20 日
京津冀 3+N 联盟（第一轮）	创伤	83%	2022H2	1 年	2023H2	2023 年 9 月 20 日
河南等 12 省及 3+N 联盟（第二轮）	创伤	涨幅约 30-40%	2024H2 各省陆续开始	2 年	2026H2	2026H2
福建等 27 省联盟	电生理	中选产品平均降幅 49.35%	从 2023Q2 到 2023Q3 各省份陆续执行	2 年	2025Q2-Q3	25H2 或者 26H1
全国口腔种植牙集采	种植牙	种植体降幅 15%-61%，终端收费降幅约为 50%	2023/04	3 年	2026/04	
京津冀"3+N"省联盟	冠脉导引导管、冠脉导引导丝、冠脉扩张球囊、冠脉药物涂层球囊	中选耗材价格平均降幅 78.29%	2023/04	3 年	2026/04	
陕西 16 省联盟	正畸托槽	43%	2023H1	2 年	2025H1	25 年 H2
吉林 21 省联盟	神经介入弹簧圈	64%	2023H1	2 年	2025H1	25 年 H2
三明联盟	OK 镜	30%左右	2023/08	2 年	2025/08	—
浙江 16 省联盟	冠脉导引导管、导引导丝	45%	2023/09	2 年	2025/09	25 年 H2
河南 19+23 省联盟	通用介入、神经外科	通用介入类 65.40%，神经外科类 68.55%	2024Q1	1 年	2025Q1	
京津冀 3+N 联盟	止血夹、颅内取栓支架、远端通路导管、颅内扩张支架、冠脉微导管等耗材	止血夹预计在 60%以上，南微医学和唯德康中标价格预计低于出厂价	2024H1-2025H2（止血夹各省份和地区陆续执行）	2 年	2026H1-2027H2	2026H2
河南 23 省联盟	透析类耗材	40-60%	2024H1	1 年	2025H1	
全国联动集采（福建牵头）	血管组织闭合用结扎夹	60%	2025Q1	2 年	2027Q1	
全国联动集采（浙江牵头）	乳房旋切针	73%	2025Q1	3 年	2028Q1	
全国联动集采（河北牵头）	密网支架、颅内球囊等心血管介入类耗材	密网支架最高降幅 42%，颅内球囊等通路类耗材集采平均降幅未公布	2025Q2	2 年	2027Q2	
全国联动集采（安徽牵头）	肿瘤标志物、甲状腺功能	52.62%	2025Q4	2 年	2027Q2	2027Q2
全国联动集采（江西牵头）	糖代谢等 35 类生化类检测试剂	70%	2025Q1	2 年	2027Q2	2027Q2
甘肃 24 省联盟	外周微导管、微导丝、明胶海绵、栓塞胶、栓塞微球等耗材	62%	2025Q2	2 年	2027Q2	
三明联盟	一次性使用气管插管，一次性活检钳，一次性使用热活检钳	一次性活检钳降幅 80%左右	2025H1	2 年	2027H1	2027H1

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

辽宁 24 省联盟	缝合线、注射器（带针）、泵用输液器、吸氧管、真空采血管（含静脉血样采集针）	尚未开始	2026H1	3 年	2029H1	2029H1
-----------	---------------------------------------	------	--------	-----	--------	--------

资料来源：各省医保局网站，中信建投证券

表 54:IVD 集采进展梳理

事件	集采文件发布	中选结果公布	集采品种	集采地区	执行进度	中选企业	平均降幅（入院价）
安徽省公立医疗机构临床检验试剂集中带量采购谈判议价	2021/8/9	2021/8/27	化学发光试剂	安徽省	已执行	13 个厂家中选（新产业、雅培、迈瑞医疗、西门子、索灵诊断等）	47.02%
南京地区医疗机构联盟与迈瑞开展整体性价格谈判	2021/9/29	2021/10/9	体外诊断试剂	南京市	已执行	迈瑞医疗	35.51%
宁德市第一批医用耗材集中带量采购	2022/8/23	2022/10/10	体外诊断试剂	宁德市	已执行	术前八项：迈瑞、亚辉龙；凝血：上海长岛、上海太阳；POCT：热景生物、基蛋生物；血球：迈瑞、希森美康	40.11%
江西等 23 省际联盟肝功生化试剂集中带量采购	2022/11/14	2022/12/30	26 项肝功类生化试剂	江西等 23 省	已执行	131 个厂家中选	68.64%
安徽省凝血类、心梗类临床检验试剂集中带量采购	2022/12/12	2023/1/17	凝血六项	安徽	已执行	16 个厂家中选（希森美康、思塔高、赛科希德、迈瑞医疗、迈克生物等）	40.16%
			心梗类三项			17 个厂家中选（万孚生物、乐普诊断、基蛋生物等）	57.35%
江西等 24 省肾功、心肌酶生化试剂集中带量采购	2023/11/24	2023/12/21	28 项肾功及心肌酶项目	江西等 24 省	已执行	188 个厂家中选	77%
安徽省体外诊断试剂省际联盟集中带量采购	2023/11/17	2023/12/20	术前八项（含酶免）、性激素六项、糖代谢两项、HCG、β-HCG、HPV 分子诊断	安徽等 25 省	已执行	120 厂家中选	53.9%
甘肃省甲状腺功能检测试剂集采	2023/12/17	2024/3/15	甲功九项	甘肃省	已执行	58 家企业中选，中选率 93.6%	42.07%
江西等 27 省糖代谢生化试剂集采带量采购	2024/11/4	2025/1/3	糖代谢等 35 项生化试剂	江西等 27 省	大部分执行	154 家企业拟中选，企业拟中选率 85%	70%
安徽等 28 省肿标及甲功检测试剂集中带量采购	2024/12/22	2024/12/30	肿标 16 项、甲功 9 项	安徽等 28 省	预计 Q4 开始执行	肿标 84 家企业中选，甲功 88 家企业中选，中选率 90%	52.62%

资料来源：各省医保局网站，中信建投证券

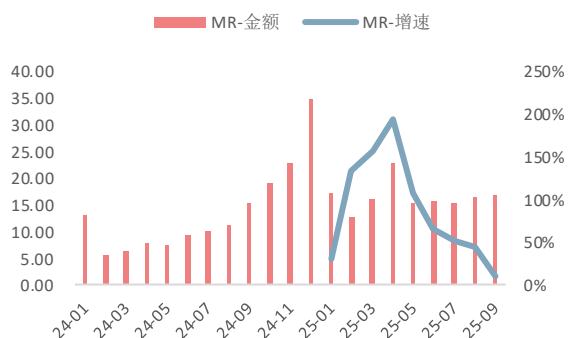
各细分领域：短期关注各赛道的行业复苏拐点和业绩修复机会

医疗设备板块 2026 展望：设备招投标有望持续改善，部分公司 26 年业绩有望实现高增长

24Q4 以来行业招投标显著改善：2023 年至 2025 年前三季度，国内医疗设备行业采购需求出现较为明显的波动，主要受到医疗行业合规要求提升、设备以旧换新政策落地节奏等因素的影响，大致可以分为 3 个阶段：1) 2023Q3-2024Q1：受到医疗行业合规要求提升的影响，设备招标和采购需求持续走弱；2) 2024Q2-2024Q3：2024 年 3 月 1 日，国务院常务会议审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，但由于该政策规模庞大、周期长、执行环节复杂且为首年执行，政策落地需要一定的时间，对短期市场招投标活动带来一定影响，市场需求暂时积压；3) 2024Q4-2025Q3：2024 年设备以旧换新项目开始逐步落地，且大部分项目延迟至 2025 年开展，叠加此前积压的需求逐步释放，24Q4 开始行业采购需求持续显著改善。

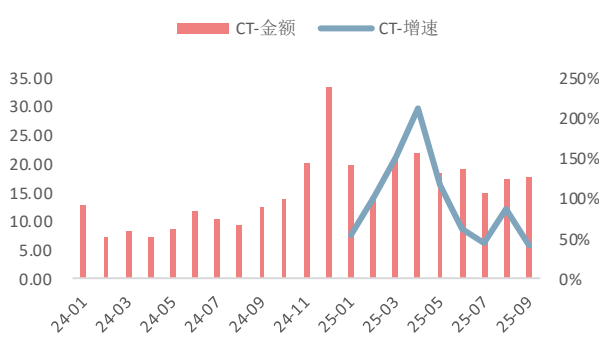
展望 Q4 和明年：1) 2025 年新一期设备以旧换新项目自三季度开始落地，部分项目或延迟至明年开展，25Q4 和明年上半年国内行业招投标数据有望持续改善，部分收入确认滞后或者库存水平恢复正常的公司业绩有望实现高增长；2) 部分设备公司今年上半年业绩基数相对较低，明年业绩增速有望呈现前高后低的态势；3) 明年的招标景气度需根据政策来判断，部分个股有望高增长；4) 建议重点关注国产化率较低（软镜等）、有创新产品放量（联影的超声和光子计数 CT、澳华的 AQ-400 等）、出海潜力较大的标的，如联影医疗、迈瑞医疗、开立医疗、澳华内镜等。

图 63：国内磁共振月度招标数据（亿元、%）



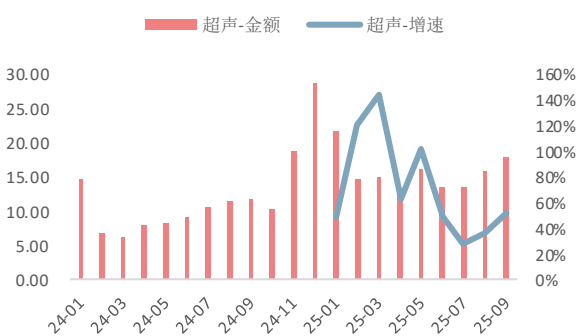
数据来源：众成医械、中信建投证券

图 64：国内 CT 月度招标数据（亿元、%）



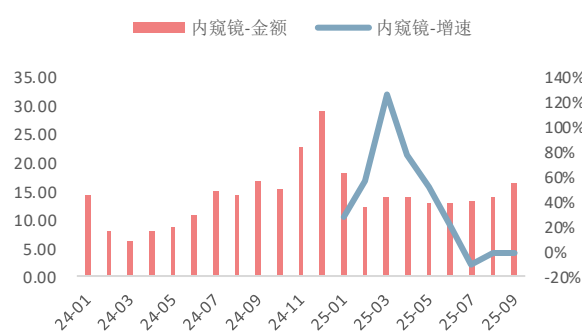
数据来源：众成医械、中信建投证券

图 65：国内超声月度招标数据（亿元、%）



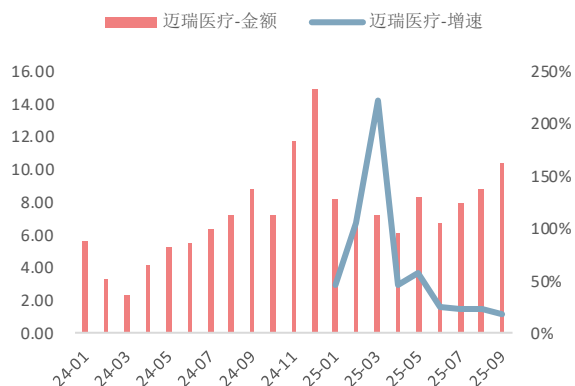
数据来源：众成医械、中信建投证券

图 66：国内内窥镜月度招标数据（亿元、%）



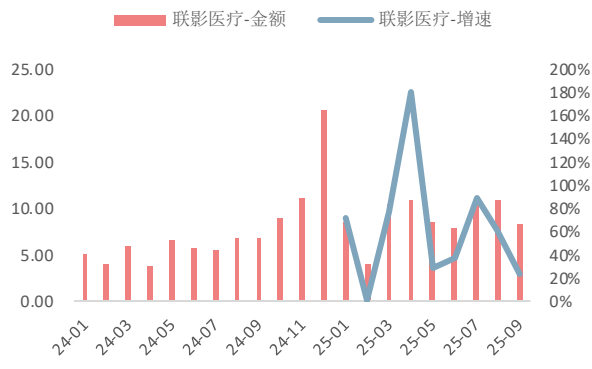
数据来源：众成医械、中信建投证券

图 67：迈瑞医疗国内月度招标数据（亿元、%）



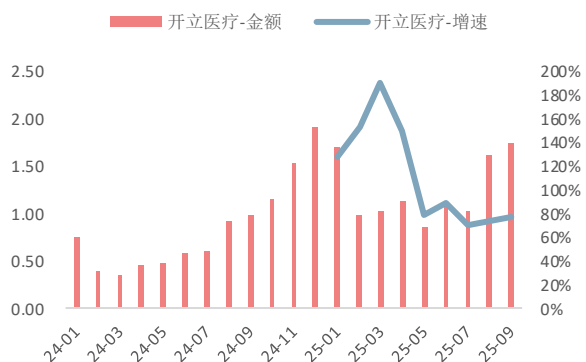
数据来源：众成医械、中信建投证券

图 68：联影医疗国内月度招标数据（亿元、%）



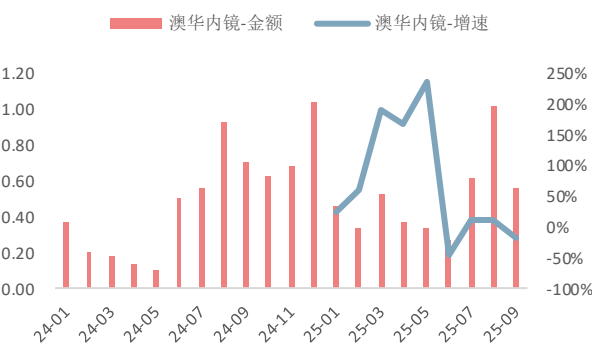
数据来源：众成医械、中信建投证券

图 69：开立医疗国内月度招标数据（亿元、%）



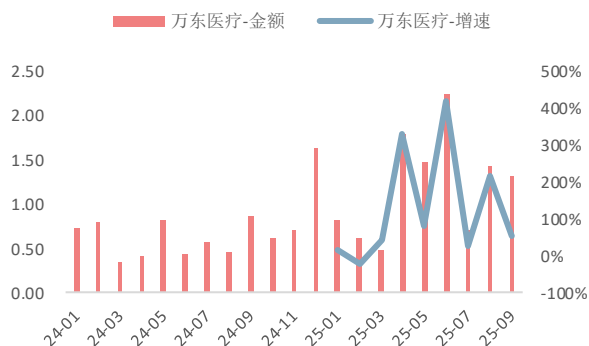
数据来源：众成医械、中信建投证券

图 70：澳华内镜国内月度招标数据（亿元、%）



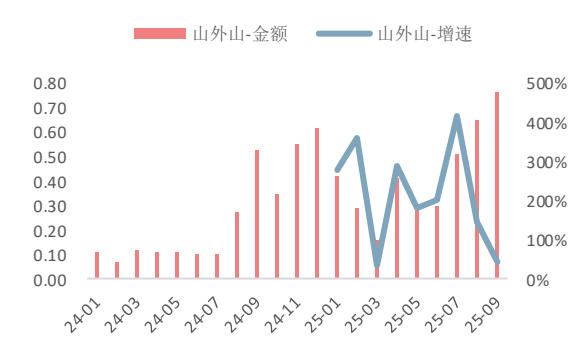
数据来源：众成医械、中信建投证券

图 71：万东医疗国内月度招标数据（亿元、%）



数据来源：众成医械、中信建投证券

图 72：山外山国内月度招标数据（亿元、%）



数据来源：众成医械、中信建投证券

设备以旧换新政策加速各地集采节奏，国产企业中标率较高。2024Q4 以来，医疗设备地方集采呈现加速趋势，多以县域医共体设备更新项目为主。根据 2024 年 5 月国家发改委发布的《关于做好医疗卫生领域 2024 年设备更新工作的预通知》，市级及以下的设备更新原则上采取省级集中采购的方式。自 2024 年 Q4 开始，各地医疗设备以旧换新项目的资金逐步到位、招投标陆续开展。截至目前，海南、四川、河北、福建、宁夏、河南、新疆、山西、黑龙江、贵州、苏州、宁波等多个省份和地区密集启动医疗设备集采。

根据 24Q4 以来各地医疗设备集采项目中标结果来看：1) 集采品类：以 DR、超声、中低端 CT 和 MR 产品为主，这些产品的需求量相对较大、玩家较多，同时国产和进口的差距相对较小，且各医院需求同质化程度相对较高，集采难度相对更低。2) 中标企业：国产企业赢单率远高于进口，或体现国产品牌在产品性价比方面的优势。3) 如何确定中标产品：最低报价不是中选的唯一依据，最终的评审得分取决于产品价格、产品技术性能和功能、售后服务、质保期等指标以及在评分中的权重，综合评分最高的企业中选。4) 降幅计算：降幅取决于集采中标价格和同型号产品历史中标价格，考虑同一型号的历史中标价格受医院采购预算、采购数量、软件和售后服务等多因素的影响，因此具体降幅较难计算。通过部分地区中标结果的梳理，部分产品终端中标降幅预计超过 50%。

根据联影医疗公告，2025 年新一轮的设备更新政策不再要求省级集中采购，部分地方还明确限制恶性低价竞争（例如投标报价不得低于采购预算的 50%或最高限价的 45%），有助于改善行业内卷，推动市场化竞争格局形成，优质龙头企业有望受益。

不同企业应对集采的策略：企业参与集采的意愿和积极性跟该品类对公司业绩的贡献、集采产品数量等多方面因素有关，部分企业在优势品类上的集采赢单率较高，比如迈瑞的超声、万东医疗的 DR 等，尽管出厂价可能会有一定的下调，但较高的赢单率有利于份额的巩固或提升。同时，我们也观察到部分集采产品中标价格极低且远低于采购预算，体现了集采模式下低价竞争的不合理现象，医院对产品质量是否满意、售后服务是否有保障等还有待观察和验证。

龙头公司在集采项目里面的优势主要体现在：1) 规模效应带来成本的下降、成本优势或进一步凸显；2) 应对集采的型号相对丰富，针对不同项目采购预算、软件和售后服务的要求，可以选择不同的型号去灵活应对；3) 龙头公司通过多年积累的口碑和品牌影响力，有望在专家评分中更有优势。

表 55:2024Q4 以来国内各地医疗设备集采项目结果梳理（不完全统计）

中标公告时间	省份	设备更新项目	集采产品	采购预算	中标总金额	中标厂家和中标金额	国产企业中标金额比例
2025-06	浙江	未明确	C 型臂（28 台）	4300 万元	1711 万元	西门子医疗（1360 万元）、西安集智（246 万元）、万东鼎立（80 万元）、普爱（25.6 万元）	21%
2025-06	河北	是（县域医共体）	超声（100 套）	1.2 亿元	3440 万元	飞依诺（843 万元）、逸超（1210 万元）、三星（1386 万元）	60%
2025-06	宁夏	是（县域医共体）	超声（125 套）	1.4 亿元	1611 万元	迈瑞（693 万元）、开立（918 万元）	100%
2025-06	浙江	未明确	256 排高端 CT（12 套）	2.33 亿元	1.9 亿元	GE 医疗（7969 万元）、联影（2967 万元）	16%
2025-06	河南	是（县域医共体）	DR（213 套）	1.67 亿元	7479 万元	万东（4977 万元）、东软（1125 万元）、安健（941 万元）、蓝影（454 万元）	100%
2025-06	宁夏	是（县域医共体）	DR（76 套）	5235 万元	1486 万元	蓝影（独家中标）	100%
2025-06	湖南	是（县域医共体）	128 排 CT（28 套）	约 2 亿元	9800 万元	东软（独家中标）	100%

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

2025-06	黑龙江	是（县域医共体）	16、32、64、128排 CT（20 套）	9820 万元	3846 万元	安科（2040 万元）、万东（1806 万元）	100%
			超声（94 套）	6580 万元	4170 万元	迈瑞（独家中标）	100%
2025-05	新疆	是（县域医共体）	DR（262 套）和移动 DR（5 套）	9232 万元	5237 万元	万东（独家中标）	100%
			超声（174 套）	1.2 亿元	3289 万元	迈瑞（独家中标）	100%
2025-05	河南	是（县域医共体）	16、32、64 排 CT（148 套）	约 3.5 亿元	2.03 亿元	联影（8798 万元）、万东（5009 万元）、安科（4198 万元）、东软（2300 万元）	100%
2025-05	山西	是（县域医共体）	超声（65 套）	8450 万元	3094 万元	GE 医疗（独家中标）	0%
2025-05	河南	是（县域医共体）	超声（322 套）	近 2.9 亿元	1.30 亿元	迈瑞（9630 万元）、GE&飞利浦&西门子&理邦合计 3321 万元	76%
2025-05	湖南	是（县域医共体）	32 排 CT（88 套）		8840 万元	联影（4620 万元）、万东（4220 万元）	100%
			DR（187 套）		6328 万元	蓝影（3384 万元）、万东（2944 万元）	100%
2025-05	福建	是（县域医共体）	128 排及以上 CT（20 套）	1.2 亿元	9400 万元	赛诺威盛（独家中标）	100%
			64 排及以上 CT（30 套）	9000 万元	4710 万元	宽腾（独家中标）	100%
2025-04	宁夏	是（县域医共体）	1.5T MR（4 套）	2080 万元	1048 万元	东软（独家中标）	100%
			32、64、128 排 CT（22 套）	1 亿元	6925 万元	东软（3410 万元）、安科（3515 万元）	100%
2025-04	福建	否	1.5T MR（35 套）	1.84 亿元	7000 万元	万东（独家中标）	100%
			3.0T MR（32 套）	4.28 亿元	2.47 亿元	西门子（1.3 亿元）、东软（9600 万元）、万东（4800 万元）	47%
			256 排或双源 64 排 x2 及以上 CT（13 套）	1.3 亿元	9100 万元	赛诺威盛（独家中标）	100%
2025-03	河北	是（县域医共体）	128 排及以上 CT（48 套）	3.84 亿元	2.72 亿元	联影（1.13 亿元）、东软（8070 万元）、安科（7824 万元）	100%
			超声（79 套）	9480 万元	3099 万元	GE 医疗（1708 万元）、开立（1391 万元）	45%
			DR（13 套）	2340 万元	897 万元	东软（独家中标）	100%
2025-03	海南	是	DR（54 套）	6078 万元	3271 万元	迈瑞（1702 万元）、联影（1343 万元）、安健（226 万元）	100%
			超声（200 套）	1.9 亿元	1.19 亿元	迈瑞（9889 万元）、东软（1008 万元）、GE 医疗（936 万元）、思多科（33 万元）	92%
2025-02	贵州	是	CT（13 套，覆盖 320、256、128、64、16 排）	1.75 亿元	7800 万元	东软（5094 万元）、GE 医疗（1498 万元）、安科（900 万元）、新华（308 万元）	81%
		是（县域医共体）	超声（220 套）	1.3 亿元	3526 万元	迈瑞（1563 万元）、开立（1911 万元）、理邦（52 万元）	100%
2025-01	四川		CT（13 台，其中 64 排 9 台、32 排 4 台）	4280 万元	2438 万元	赛诺威盛（1870 万元）、宽腾（568 万元）	100%
			DR（134 台）	1.24 亿元	4093 万元	普爱（3211 万元）、安健（882 万元）	100%

资料来源：各地政府和医院官网，中信建投证券

重点公司展望：Q3 业绩拐点已现，Q4 招投标有望持续改善

迈瑞医疗：展望 Q4，公司收入增速有望进一步提升，经公司初步测算，第四季度收入同比增长预计较第三

季度有所提速。随着招标订单逐步落地、贡献收入，渠道库存压力降低，预计明年公司业绩有望进一步改善，明年海外收入有望实现双位数增长，国内业务尽管仍受设备集采政策、招标节奏、IVD 行业政策等不确定因素影响，但预计国内增速有望较今年有所改善。

联影医疗：展望 Q4，随着 2025 年新一轮设备更新项目逐步落地，公司招投标数据有望持续改善，叠加今年前三季度国内部分订单在 Q4 确认收入以及海外市场高增长态势，Q4 收入在去年低基数下有望实现较好的增长，25 全年利润率有望显著提升。展望明年，公司国内外市场份额有望持续提升，5.0T MR、uMI Panorama、光子计数能谱 CT 等高端产品有望快速放量，全年收入和净利润有望实现稳健增长，其中上半年业绩基数较低，全年业绩增速预计将呈现前高后低的趋势。

开立医疗：展望 Q4，预计收入有望延续平稳增长趋势，利润率有望环比改善。随着渠道库存压力逐步减弱，公司明年上半年收入有望增速进一步提升，利润率有望持续改善。

澳华内镜：展望 Q4，公司渠道库存有望逐步降低至正常水平，AQ-400 新产品有望开始贡献收入增量，预计收入在去年低基数下有望实现较好的增长，净利润有望实现扭亏为盈，全年净利润预计为正值。展望明年，公司渠道库存预计保持正常水平，叠加 AQ-400 新产品在三级医院的快速放量，收入和净利润在今年低基数的基础上有望加速增长。

山外山：展望 Q4，公司收入、利润有望延续高增长趋势。展望明年，公司国内设备市占率持续提升，耗材持续放量，海外业务保持快速增长趋势。

万东医疗：展望 Q4，随着国内集采项目订单加速交付，公司收入增速有望改善，同比有望实现正增长，净利润环比 Q3 有望实现扭亏。展望明年，公司 DR 等优势品类国内市场份额有望保持领先，CT 和 MR 市场份额有望逐步提升，其中 3.0T MR、64 排 CT 等新产品有望快速放量，全年收入有望加速增长，净利率较 25 年有望改善。

祥生医疗：展望 Q4 及明年，公司预计持续加大与海外客户合作，实现海外业务稳健增长；同时公司积极布局 AI 超声和超声机器人领域，相关产品有望陆续获批。

伟思医疗：展望 Q4，公司业绩在低基数基础上有望加速增长；展望明年，随着医美等新产品放量，预计公司收入、利润有望实现稳健增长，公司积极拓展脑机接口等新兴业务，新产品有望陆续获批。

翔宇医疗：展望 Q4，公司收入端有望延续增长趋势，利润端由于费用投入增加预计仍有所承压；展望明年，随着康复设备招投标趋势改善及新业务开始放量，预计公司业绩有所改善。

麦澜德：展望 Q4 及 26 年，随着生殖抗衰等新产品放量，预计业绩有望加速增长，同时公司积极拓展脑机接口等新兴业务，为未来增长储能。

医疗设备上游板块 2026 展望：新业务、新客户带来新的增长点，部分公司将加速增长

医疗器械上游标的重点公司包括奕瑞科技、海泰新光、美好医疗，凭借优异的产品性能、较低的成本、稳定的量产能力等优势切入海外大客户的供应链体系，建立稳定的合作关系，同时不断加大合作范围、加强合作深度。此外，器械上游相关公司业务延展性较强，不断开发新产品、拓展新客户、切入新的应用领域，持续打造新的成长曲线。

奕瑞科技：展望 Q4，收入和净利润在低基数下有望实现高增长，全年业绩增速将呈现前低后高的态势。展望明年，新核心部件和解决方案/技术服务业务有望延续今年高增长态势，向关联方视涯科技提供的硅基 OLED 微显示模组订单有望显著提升，整体收入和净利润有望实现加速增长。

海泰新光：展望 Q4 和明年，公司给美国客户的镜体和光源订单有望保持正常交付节奏，同时双方已经启动下一代内窥镜系统的合作开发，也在探讨气腹机、3D 内窥镜系统等其他产品的合作，Q4 和 26 年业绩有望实现较好的增长。

美好医疗：展望 Q4，公司收入和净利润同比有望实现较好的增长、环比有望改善，其中家用呼吸机组件和人工植入耳蜗组件业务订单交付节奏将逐步恢复正常，胰岛素注射笔、CGM 等新产品订单有望持续交付、贡献业绩增量。展望明年，公司新业务发展势头良好，注射笔和 CGM 订单和客户数量有望持续增加，带动整体业绩在今年低基数的基础上实现加速增长，其中上半年业绩基数较低，全年业绩增速预计将呈现前高后低的趋势。此外，公司在脑机接口、人形机器人等前沿技术领域已有相关技术储备和业务布局，未来有望成为新的增长曲线。

高值耗材板块 2026 展望：集采政策持续优化，越来越多公司将逐步走出集采影响

2025 年 Q1-Q3 复盘：高值耗材板块整体经营有所承压，利润端同比有所下滑。25Q1-Q3，受集采、需求、中美贸易等因素叠加影响，收入端维持个位数增长水平，利润端表现弱于收入端、前三季度利润端同比有所下滑。具体来看，由于集采出清及去年同期低基数，骨科类公司整体业绩表现良好；消费类公司短期仍受消费环境影响业绩表现承压，增速环比也有所降低；消化介入类公司收入端有所增长，但由于中美贸易、集采等因素增速环比下滑、利润承压；血管介入类公司中实现以价换量的公司业绩保持稳健增长，尚未集采/集采初期的公司业绩增长承压。

展望 25Q4 及 2026 年：受集采政策落地执行时间差异等因素的影响，板块内部公司的业绩拐点出现时间节点先后有序，预计部分集采出清或有新产品催化的公司有望迎来经营拐点。在近期“反内卷”、“集采优化”的背景下，若集采未落地的赛道降幅缓和，集采已落地的赛道续约政策温和，板块估值和业绩确定性有望迎来修复。我们预计 2026 年高值耗材板块多家公司或将迎来业绩改善或高增长，产品创新有望产生持续催化、国际化和并购打开长期空间，板块投资机会将逐步增多。

耗材集采政策持续优化，关注优化政策落地进展

自上而下的集采优化政策有望逐步推进，持续关注优化政策落地进展。2025 年 6 月，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，研究优化药品和耗材有关举措。会议指出，要加强药品和耗材集采政策评估，总结经验、补齐短板，推动集采工作规范化制度化常态化开展。2025 年 7 月，国家医保局领导在国新办新闻发布会介绍“十四五”时期深化医保改革，服务经济社会发展有关情况时表示，按照国务院常务会议研究通过的优化集采措施，坚持“稳临床、保质量、防围标、反内卷”的原则研究优化具体的采购规则。

表 56:2025 年以来耗材集采优化政策梳理（不完全统计）

公告时间	机构	集采优化政策描述
2025-6	国务院	研究优化药品和耗材有关举措，加强药品和耗材集采政策评估，总结经验、补齐短板，推动集采工作规范化制度化常态化开展
2025-7	国家医保局	按照国务院常务会议研究通过的优化集采措施，坚持“稳临床、保质量、防围标、反内卷”的原则研究优化具体的采购规则。

2025-7

国家医保局

国家医疗保障局连续召开五场座谈会，专门聚焦“医保支持创新药械”。国家医保局“真支持创新、支持真创新、支持差异化创新”的鲜明态度贯穿五场座谈会，明确拒绝伪创新、内卷式创新。

资料来源：国务院官网，国家医保局，中信建投证券

各省牵头的耗材省际联盟集采工作陆续开展，集采规则得到进一步优化，多重复活机制体现“反内卷”预期。

表 57:2025 年 9 月以来耗材省级联盟集采政策梳理（不完全统计）

公告时间	公告名称	牵头省份	拟参与省份数量	集采品类	拟中选机制描述（重点关注价格限制/降幅限制/复活机制）
2025-11	《关于征求<中医针具类医用耗材联盟集中带量采购文件(征求意见稿)>意见的公告》	广西	26	中医针具类医用耗材	按规则一、规则二未能中选的企业，可以二次报价，二次报价应≤同竞价组首轮拟中选企业最低报价。
2025-10	《结构心脏病封堵器类医用耗材省际联盟集中带量采购方案（征求意见稿）》	福建	尚未明确	结构心脏病封堵器类医用耗材	1、组套模式：达到一定降幅的企业获得拟中选资格。 2、单件采购模式：加权报价≤组套采购模式同采购品种拟选中中位价的企业获得拟中选资格
2025-10	《腔静脉滤器和消融电极类医用耗材省际联盟集中带量采购工作方案（征求意见稿）》	黑龙江	23	腔静脉滤器和消融电极类医用耗材	如接受≤规则 1 中选企业申报价格的算术平均值，则拟中选。
2025-10	《输尿管支架类医用耗材省际联盟集中带量采购文件（征求意见稿）》	重庆	26	输尿管支架类医用耗材	1、同竞价单元申报企业≤3 家时，企业加权报价≤最高有效申报价的 50%获得拟中选资格。 2、复活机制一：企业加权报价及各产品报价均≤首轮报价且企业加权报价≤按规则一竞价单元拟中选企业的最高加权报价。 3、复活机制二：企业加权报价及各产品报价均≤首轮报价且企业加权报价≤同竞价单元按规则一各拟中选企业加权报价的算术平均价。 4、复活机制三：企业加权报价及各产品报价均≤首轮报价且企业加权报价≤同竞价单元按规则一拟中选企业中最高企业加权报价
2025-10	《关于京津冀“3+N”联盟止血材料类医用耗材带量联动采购项目有关工作的通知》	天津	30	止血材料类医用耗材	1、省级或省际联盟带量采购项目中选产品：价格联动 2、复活机制一：省级或省际联盟带量采购项目均未中选产品：≤Min(同采购品种最高价格、该企业全国各省市挂网价格最低价) 3、复活机制二：对于同采购品种报价明显高于其他企业、各省级或省际联盟带量采购项目均无中选价格且独有的产品进行价格谈判
2025-09	《省际联盟缝合线等 5 类医用耗材集中采购文件》	辽宁	24	缝合线、注射器、泵用输液器、吸氧管、真空采血管医用耗材	1、复活机制一：若申报价格≤B 竞价组通过规则一获得拟中选资格企业最高申报价格或≤本企业现行最低带量采购价格 2、复活机制二：通过规则一、二未获得拟中选资格的申报企业，若申报价格≤复活价格，复活为拟中选企业。 3、复活机制三：通过规则一、二、三均未获得拟中选资格的申报企业，若申报价格≤最高有效申报价格，复活为拟中选企业。
2025-09	《冠脉介入球囊类医用耗材集中带量采购规则要点（征求意见稿）》	河南	20	冠脉特种球囊类医药耗材	1、竞争不充分目录企业报价的降幅≥竞争充分目录拟中选企业申报价格最低降幅 2、复活机制一：≤Min（本企业规则一申报价格、同目录最高拟中选价、同目录最高有效申报价的 80%、同目录最低拟中选价的 1.3 倍）的，获得拟中选资格。 3、复活机制二：≤Min（本企业规则一申报价格、同目录最高拟中选价、同目录最高有效申报价的 80%、同目录最低拟中选价的 1.2 倍）的，获得拟中选资格。

资料来源：国家和各地医保局，中信建投证券

集采续标工作常态化，价格联动或成为主旋律。自 2019 年开始，高值耗材大多数品类都已经纳入到集中采购的范围之内，随着集采工作的持续推进，已经集采的品类开展集采续标工作已经逐步常态化，观察近期省级集采续标公告可以发现，价格联动其它省级/省际联盟集采中标最低价已经成为集采续标的“标准化”操作，建

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

议关注：1）集采影响已经或即将出清、全国范围内已经实现带量采购、预计不会继续降价，如冠脉支架、人工关节、人工晶体等；2）仍有续约降价可能、集采降价尚未全面覆盖各省的高值耗材，如主动脉支架、电生理、消化介入耗材、隐形正畸等。

表 58:2025 年以来耗材集采续标政策梳理（不完全统计）

公告时间	公告名称	牵头省份	集采品类	复活机制描述
2025-10	《关于开展通用介入类、神经外科类和血液透析类医用耗材接续采购工作的通知》	河南	通用介入类、神经外科类和血液透析类医用耗材	1.原中选产品：符合原采购文件规定，按照原中选供应清单直接接续中选资格。 2.非原中选产品：若报价① $\leq$ 所在采购目录最低中选价，获得拟中选资格；② $>$ 所在采购目录最低中选价但 $\leq$ 所在采购目录最高中选价，作为备选产品，在考核中不作为非中选产品统计。
2025-10	《浙江省冠脉介入球囊类医用耗材集中带量采购协议期满接续采购文件》	浙江	冠脉介入球囊类医用耗材	企业申报的所有产品均应参与报价，报价包含产品价格和伴随服务价格，应 $\leq \text{Min}(\text{供应报价上限、全国最低价})$ ，满足报价要求即中选。
2025-10	《浙江省骨科创伤类医用耗材集中带量采购协议期满接续采购文件》	浙江	骨科创伤类医用耗材	以 2022 年北京市或 2023 年京津冀“3+N”联盟骨科创伤类医用耗材带量采购项目中选产品中选价为供应报价上限，若申报的供应价格 $\leq$ 相应供应报价上限，拟中选。

资料来源：国家和各地医保局，中信建投证券

建议持续关注 2025 年 Q4 以及 2026 年耗材集采优化政策进展及各地耗材集采扩面或续约情况：

- 1) 第六批国采进展：药物涂层球囊类及泌尿介入类医用耗材产品集采文件预计即将发布
- 2) 辽宁省牵头的缝线等五类耗材省际联盟集采进展
- 3) 福建省牵头的电生理介入耗材省际联盟集采续约进展
- 4) 福建省牵头的结构性心脏封堵器类耗材省际联盟集采进展
- 5) 河南省牵头的冠脉介入特种球囊类耗材省际联盟集采进展
- 6) 黑龙江省牵头的腔静脉滤器和消融电极类耗材省际联盟集采进展
- 7) 甘肃省牵头的瓣膜类耗材省际联盟集采进展
- 8) 京津冀 3+N 止血材料类耗材省际联盟集采进展
- 9) 北京等地 OK 镜收费价格调整进展：未来可能通过集采和医疗服务调整等方式进行价格治理
- 10) 消化介入耗材的全国联动和集采扩面进展：广东省启动消化介入耗材集采、浙江省发布止血夹类产品医用耗材信息集中维护通知

重点公司展望：业绩表现受集采等因素影响的时间不同而有所分化

惠泰医疗：展望 Q4，在 PFA 产品快速放量的驱动下，公司收入有望延续前三季度的增长态势，净利润在去年低基数基础上有望实现较收入更高的增长。展望明年，公司收入和净利润有望实现较高的增长，其中冠脉

和外周业务有望保持稳健增长；电生理业务方面，PFA（脉冲消融）产品今年国内手术量预计将超过 5000 例、明年有望加速放量，高密度标测导管和压力消融导管有望借助后续的集采续约实现加速入院。国际业务方面，公司产品注册工作正加速推进，市场不断开拓，国际化步伐有望加速，开启新的增长曲线。

微电生理：展望 Q4，在去年高基数基础上，公司整体业绩有望实现稳健增长。展望 26 年，在低基数的基础上，随着集采执行，公司产品市占率有望进一步提升，以及公司两款脉冲消融产品 PFA 产品快速放量，有望带动公司业绩实现加速增长。

赛诺医疗：展望 Q4，去年基数基本正常，预计公司营收端和利润端表现基本与前三季度一致。展望 26 年，由于公司创新产品国内注册审批未通过，并且这款产品在欧洲的获证时间节点较难预测，我们预计公司营收和利润端增速趋势基本与今年一致，保持稳健增长的态势。

心脉医疗：展望 Q4，在去年低基数基础上，公司营收端有望呈现高速增长，利润端实现扭亏为盈。展望 26 年，虽然公司外周介入业务保持快速增长，海外业务保持高速增长，但国内大支架业务存在集采的不确定性，不考虑国内大支架集采的影响，公司营收和利润有望在今年低基数的基础上恢复快速增长。

南微医学：展望 Q4，预计整体业绩有望保持稳健增长趋势。展望 26 年，随着公司不断开拓海外新的销售渠道，海外业务增长趋势有望实现不错增长，随着集采影响逐渐出清，国内业务也有望恢复增长趋势。

安杰思：展望 Q4 和明年，公司业绩预测需要考虑国内集采进展、海外市场订单交付和新客户拓展节奏。

健帆生物：展望全年，公司在部分肾病产品调价、渠道库存调整影响下业绩承压，预计明年公司有望迎来业绩拐点。

迈普医学：展望 Q4，公司有望维持快速增长趋势；展望 26 年，随着颅颌面修补 PEEK 产品集采续约完成、止血纱产品集采落地，公司产品有望借助集采持续放量，拉动公司整体业绩延续高增长趋势。

威高骨科：展望全年，公司收入预计实现平稳增长，利润端有望完成全年 2.9 亿的股权激励目标。展望明年，关节销售模式调整的基数影响出清后，公司收入增速有望提升，利润有望实现股权激励目标 3.43 亿元。

春立医疗：展望 Q4，去年同期人工关节业务仍有部分渠道退换货影响，全年业绩有望在低基数基础上实现快速增长。展望明年，公司有望延续国内稳健增长，海外快速增长的趋势，利润端也有望与收入同步增长。

三友医疗：展望 Q4 及明年，公司有望延续国内脊柱收入平稳增长、超声骨刀及海外快速增长的趋势，利润率有望持续改善，利润增速预计高于收入增速。

大博医疗：展望 Q4，在去年高基数基础上、公司整体业绩有望实现稳健增长。展望 26 年，随着集采执行，公司产品市占率有望进一步提升，整体业绩有望实现稳健增长。

消费医疗：部分细分行业边际改善，新品放量或海外拓展的公司有望恢复高增长。25Q1-Q3 消费类高耗公司仍受消费环境影响，业绩表现承压，25Q3 增速环比也有所降低。分行业来看，眼科行业缓慢复苏，白内障业务受集采及 DRG/DIP 叠加影响下有所承压，但负面影响边际减弱；视光行业暑期旺季有所回暖，欧普、爱博等 OK 镜龙头公司 Q3 视光业务增速均环比改善。口腔行业国内短期仍有所承压，种植正畸等领域复苏缓慢，但部分公司海外业务拉动公司整体增长。展望 26 年，预计消费行业呈现缓慢恢复趋势，相关公司业绩也有望边际改

善。同时，部分有新产品放量的公司（如爱博 PR、昊海四代玻尿酸）和海外市场持续拓展的公司有望恢复高增长。

欧普康视：展望 Q4，预计视光行业仍受消费疲软等因素影响，公司业务短期仍可能承压，但随着新产品推出、产品逐渐丰富，26 年公司有望恢复稳健增长趋势。

爱博医疗：展望 Q4，预计晶体及隐形眼镜行业性影响因素持续，公司业绩仍有所承压，预计 26 年行业有望回暖，公司加大新产品推广力度，业绩有望恢复增长趋势。

昊海生科：展望 Q4，预计消费行业性因素持续，公司业绩仍有所承压；展望 26 年，若消费有所回暖，公司业绩有望恢复增长趋势。

爱迪特：展望 Q4 传统旺季，公司整体业绩有望延续稳健增长态势。通过“材料+设备+种植”的协同发展，加大海外重点市场布局，26 年业绩有望保持稳健增长趋势。

IVD 板块 2026 展望：仍受政策影响，部分龙头公司业绩有望改善

展望 2026 年，增值税同比影响将消除、行业检验量将逐步企稳、部分项目的出厂价仍受集采和检验收费价格影响，国产厂家进口替代仍将持续，海外业务高增长、占比高的公司业绩确定性更强。去年 Q4 部分化学发光项目集采中标价格公布后，部分公司试剂价格已经提前进行调整，25Q4 业绩有望在低基数下有所改善。2026 年集采影响将大部分出清，2025 年开始的增值税率调整对部分公司业绩的同比影响将于明年出清；检验套餐解绑对于行业检测量的影响已部分反映，行业检测量有望企稳。预计 26 年板块内部分公司将逐步走出集采、增值税率调整、检验套餐解绑等诸多因素影响，检验收费价格调整及对出厂价的影响也将落地，建议关注部分公司的业绩拐点。

全国已经进行多轮 IVD 试剂的省际联盟集采工作，临床用量较大的品种多数已经纳入集采范围，集采影响正逐步出清。自 2021 年 8 月安徽省率先开展 IVD 集采工作以来，全国已经进行多轮 IVD 试剂的省际联盟集采工作，覆盖了临床用量较大的生化类、免疫类及 HPV 分子检测类等项目。从此前多轮 IVD 省际联盟集采的规则设计和中选结果来看，集采规则的设计较为合理，均设置复活规则，企业中选率较高，保证了医院对于集采试剂使用的平稳过渡，同时整体降价幅度较为温和，头部厂家的报价范围基本在复活线附近，国内企业在集采中报量表现亮眼，市占率有望持续提升。

绝大多数生化类检验项目已经进行集采并已落地执行，今年肾功、心肌酶及糖代谢类生化试剂集采落地对于部分厂家的出厂价仍有一定影响，2026 年生化类检验项目集采的影响基本出清，进口及部分国内尾部厂家在集采过程中部分项目未中标，头部企业有望凭借品牌及报量优势获得更多的市场份额。化学发光四大类常规检测项目均已进行集采，根据德勤的报告统计，预计已集采项目占化学发光市场 70% 以上，目前术前八项及性激素的集采结果在各省均已经执行，肿标及甲功集采结果预计今年 Q4 开始执行，但部分厂家试剂出厂价格已经提前进行调整，明年集采对于出厂价格的影响将大部分出清，部分企业明年业绩有望迎来改善，建议关注板块集采影响出清后部分公司业绩复苏及估值修复的机会。

检验套餐解绑对于行业检测量的影响在大部分地区已经体现，明年相关影响预计减弱。2024 年以来，在 DRG/DIP 医保控费及医疗行业合规要求提升的背景下，全国范围内部分医院对于临床不必要的检验套餐项目进行拆除。2025 年 4 月，国家卫健委、中医药管理局、疾控局联合发布《关于进一步规范医疗机构临床检查检验工作的通知》，强调检验项目“最少够用”原则，要求全国二级及以上医疗机构在 2025 年 6 月底前全面梳理和

拆除临床不必要的检验套餐，套餐解绑政策进一步趋严，目前浙江、北京、河北等地区均已经发文规范检验套餐项目，部分非必要的检验项目开单量受到影响，预计明年相关影响将逐步减弱。

重点 IVD 公司 2026 年展望：政策影响逐步出清，部分公司有望在 Q4 或明年迎来业绩拐点

新产业：展望 Q4 及明年，去年 Q4 国内业务受增值税率调整、肿标收费调整等因素影响基数较低，今年 Q4 国内业务有望迎来业绩拐点，海外业务有望保持较高增长。预计 2025 年整体收入有望实现增长，利润预计有所下滑，主要由于毛利率较高的国内试剂业务有所承压。2026 年集采、检验套餐解绑、增值税率调整影响预计逐步出清，业绩增速有望改善，收入及利润有望实现稳健增长。

安图生物：展望 Q4 及明年，预计 25Q4 相关政策将继续对公司业绩产生影响，收入预计同比下滑，2026 年集采及检验套餐解绑等政策影响有望逐步减弱，业绩增速有望改善。

亚辉龙：展望 Q4 及明年，去年 Q4 公司基数偏高，预计 Q4 收入增速同比承压，2026 年在集采、检验套餐解绑等行业政策影响逐步出清的情况下，公司收入增速有望改善，收入及利润有望恢复较高增长。

艾德生物：展望 Q4 及明年，去年 Q4 由于公司国内销售架构调整基数较低，今年 Q4 国内业务增速有望明显改善，预计公司 Q4 收入同比实现较高增长。2025 年公司收入有望实现稳健增长，随着公司降本增效，利润增速有望高于收入增速。明年随着增值税率调整的影响出清，以及公司国内外销售架构调整完成，预计 2026 收入有望恢复稳健增长。

万孚生物：展望 Q4 及明年，预计 25Q4 业绩同比仍有所承压，全年公司在多重因素的影响下业绩预计有所下滑，2026 年增值税率调整的影响出清，同时检验套餐解绑等政策影响有望减弱，2026 年收入及利润增速有望改善。

普门科技：展望 Q4 及明年，预计 25Q4 在低基数下收入增速有望环比改善，2026 年随着检验套餐解绑及价格治理等行业政策影响逐步减弱，同时超声炮预计明年有望获得三类证，医美业务有望恢复，2026 年收入增速有望改善。

圣湘生物：展望 Q4 及明年，内生业务增长仍需观测呼吸道疾病发病情况，子公司中山海济的并表有望增厚公司表观收入及利润，预计公司 Q4 表观业务收入增速仍有望保持较高增长。2026 年随着增值税率调整的影响出清，公司收入增速有望改善，但增长情况仍需观察呼吸道感染发病水平。

低值耗材 2026 展望：国内业务温和改善，看好海外建厂带来的出海机会

内销：低耗国产企业市占率已较高，各企业内销将呈现温和改善态势。2020 年至 2022 年期间，公共卫生事件带动部分感控与检测类低值耗材（如防护服、口罩、手套、采样管、注射穿刺类产品）国内需求大幅上升。受高基数影响，2023 年多家企业国内收入增速出现回落，至 2024 年及 2025 年已基本回归平稳。

展望 2026 年，随着常规诊疗活动的持续恢复，在国产企业市占率较高、进口替代空间有限的背景下，预计各家企业国内业务将保持平稳增长。部分企业正通过并购等方式积极拓展产品线，致力于打造细分领域平台型企业，建议关注其并购整合所带来的业务增长机会。

表 59:低值耗材各企业国内收入增速（%）

公司	重点产品领域	2024 海外收入占比（%）	2022 增速	2023 增速	2024 增速	2025H1 增速
采纳股份	输注穿刺	91%	-41%	11%	22%	78%
康德莱	输注穿刺	26%	3%	-10%	-11%	-4%
拱东医疗	高分子材料	61%	33%	-58%	3%	-7%
振德医疗	敷料	58%	91%	-52%	-9%	-11%
奥美医疗	敷料	83%	146%	-64%	9%	4%
维力医疗	医用导管	53%	18%	2%	-5%	-
英科医疗	手套	85%	-54%	-19%	59%	-
中红医疗	手套	82%	-7%	361%	3%	20%

资料来源：Wind，中信建投证券

外销业务在 2025 年上半年受关税政策扰动，但随着各企业海外产能逐步投产及关税形势缓和，预计外销仍将成为拉动行业增长的重要动力。2020-2022 年，全球公共卫生事件推动中国低值耗材出口显著增长。2023 年，受海外客户去库存影响，行业出口增速阶段性承压。2024 年，各公司外销已基本恢复至正常增长区间。2025 年上半年，关税政策再次带来短期影响，多家企业着手布局海外产能，随着企业海外产能陆续投产以及中美关税形势缓和，外销增速正逐步回归正常轨道。

展望 2026 年，随着海外产能进一步释放所带来的收入贡献，外销有望保持稳健增长。需注意的是，海外产能布局亦可能带来折旧摊销增加、管理磨合等挑战，需关注其对盈利能力的潜在影响。

表 60:低值耗材各企业海外收入增速（%）

公司	重点产品领域	2024 海外收入占比（%）	2022 增速	2023 增速	2024 增速	2025H1 增速
采纳股份	输注穿刺	91%	10%	-13%	-8%	-27%
康德莱	输注穿刺	26%	-4%	-44%	5%	15%
拱东医疗	高分子材料	61%	4%	22%	27%	6%
振德医疗	敷料	58%	-26%	6%	15%	14%
奥美医疗	敷料	83%	18%	-19%	23%	6%
维力医疗	医用导管	53%	28%	0%	24%	-
英科医疗	手套	85%	-60%	10%	34%	-
中红医疗	手套	82%	-69%	13%	20%	5%

资料来源：Wind，中信建投证券

家用医疗器械板块 2026 展望：国内消费需求温和复苏，多家企业积极布局出海

家用医疗器械产品领域较广，国内有望受益于老龄化需求及慢病渗透率提升。家用医疗器械主要包括：呼吸制氧、血糖检测、家用 POCT 检测、养老康复、可穿戴设备等产品。部分公司在所处领域已经成为国内市场龙头，增速相对平稳，受消费需求景气度影响较大，如鱼跃医疗在制氧机、血压计领域，三诺生物在血糖仪领域，均已经实现较高的市场份额。今年以来，国内消费需求在国补促进下温和复苏，行业保持平稳增长；展望明年，行业有望延续平稳增长趋势。同时，呼吸机、CGM、可穿戴设备等新产品渗透率仍然较低，未来有较大

的成长空间。

海外市场大有可为，家用医疗器械公司积极推进国际化战略。家用医疗器械在海外市场的空间更为广阔，国内家用医疗器械龙头近年来积极布局。部分公司海外占比已经相对较高，并建立了成熟稳定的渠道，产品已经过市场验证，如瑞迈特海外收入占比超过 60%，在美国家用呼吸机领域的市占率有望继续稳步提升。多数公司仍然在海外布局的早期阶段，通过自建团队、投资并购等方式积极拓展海外市场，未来海外业务有望成为新的增长点。

家用医疗器械出海能力建议主要关注品牌、产品力、渠道、专利等维度。龙头公司各方面能力较为全面、均衡，有望加快海外突破。

1) 品牌：家用器械相比院内器械来说具有一定消费属性，品牌认知是重要竞争力之一，国产家用器械在品牌力提升方面需要通过加大投入与市场教育，逐步提升品牌认可度与知名度，而通过投资并购等方式依托海外品牌拓展市场有望加速这一进程。

2) 产品力：产品性能是家用医疗器械的核心竞争力之一，尽管部分新兴市场国家可以通过价格优势抢占一定市场份额，但在欧美市场，若想要获得用户认可和持续复购，需要产品性能达到对标海外头部产品的水平。目前鱼跃医疗在制氧机、血压计等领域产品性能已经达到全球领先水平，在家用呼吸机领域，瑞迈特、鱼跃医疗等也逐步接近瑞思迈的产品水平。在 CGM 领域国产产品普遍距离德康、雅培的新一代产品仍有一定性能差距，未来有望加速追赶。

3) 渠道：家用器械销售渠道广泛，包括线下零售、DME 渠道、线上电商、医生推荐、商保目录推荐等，对企业的海外团队建设、本土化能力、经销商管理能力、保险准入能力等均提出较高要求。通过海外并购的方式也有助于加速渠道拓展。

4) 专利：近年来，部分国产公司在出海过程中遭遇海外龙头的专利诉讼，进一步凸显自主知识产权在家用器械出海过程中的重要性。国产家用器械龙头公司多数建立了专利研究团队，加强专利分析与保护。同时，部分公司也通过在欧美国家建立研发中心的方式，提升海外本土化的研发能力。

考虑到投资并购方式对于家用器械公司出海的重要作用，国产家用器械龙头公司近年来积极在海外进行并购布局。一方面，部分公司通过并购获得海外公司的产品与技术；另一方面，部分公司通过并购获得海外品牌及渠道。

表 61:家用器械公司国际化相关并购案例

公司	时间	并购标的	收购价格	标的国家	标的简介	并购目的
鱼跃医疗	2016 年	Metrax GmbH	通过德国子公司 Yuwell Germany GmbH 收购 Metrax 的 100% 股权	德国	Metrax 成立于 1973 年，主要研发、生产和销售急救医疗产品，包括用于急救中心和医院诊所的 PRIMEDIC（普美康）自动体外除颤仪（AED）和专业除颤仪。	产品线拓展
	2025 年	Inogen	以 2720.98 万美元获得 Inogen 的 9.9% 股权	美国	Inogen 是一家提供创新呼吸产品的医疗技术公司，在呼吸领域拥有优秀的国际品牌声誉、前沿技术及专业人才、广泛的欧美市场销售	海外渠道拓展

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

渠道和市场份额。

三诺生物	2016 年	PTS	1.1 亿美元预付款及不超过 9,000 万美元的里程碑付款，收购 100% 股权	美国	PTS 全球领先的 POCT 诊断设备供应商，主要产品为血脂检测、糖化血红蛋白（HbA1c）监测仪等。	产品线拓展
	2015 年	Trividia	公司参股公司心诺健康以 2.725 亿美元收购 100% 股权	美国	全球知名的血糖监测系统供应商，主营业务为血糖监测系统和其他糖尿病辅助产品。	海外渠道及产品线拓展
可孚医疗	2025 年	上海华舟	-	中国	上海华舟是国内著名的压敏胶制品生产企业，核心产品涵盖基础耗材、高端敷料、手术产品等，客户群体包括国内外知名医疗器械及医用耗材品牌商，与头部客户的合作历史均超 10 年。	海外渠道拓展

资料来源：Wind，各公司公告，中信建投证券

重点家用医疗器械公司 2026 年展望：

鱼跃医疗：公司是家用器械龙头。展望 2025 全年，费用投入力度较大预计导致今年利润增速慢于收入。明年收入、利润均有望加速增长，在可穿戴设备等新产品陆续推出及海外布局持续深化下，公司国内收入有望维持平稳增长，海外收入有望延续高增长趋势。

三诺生物：2025 年以来，公司 CGM 产品陆续进入欧洲各国医保目录，后续有望实现放量。展望 Q4 及明年，预计公司 BGM 业务保持平稳增长，CGM 业务持续放量。

瑞迈特：公司是家用呼吸机领域龙头公司。展望 Q4，公司收入有望加速增长，净利润在低基数下有望实现高增长。公司无降噪棉呼吸机新品自 7 月开始已经批量进入美国市场，四季度有望加速放量；在欧洲市场，公司已基本完成云平台建设，通过本土化运营策略，产品开始进入主流医保市场；在国内市场，公司 9 月底启动线上经销向直销模式切换，第三季度处于模式转换初期，预计第四季度新模式有望开始增厚业绩。展望明年，在美国新品放量、国内业务模式改革效果逐步体现的驱动下，公司收入和净利润有望实现高增长。

可孚医疗：展望 Q4 和明年，公司将继续推进“产品聚焦”战略，自研呼吸机等新品有望持续放量，同时高毛利产品占比提升及自产比例增加有望驱动盈利能力持续改善。公司积极布局海外市场，收购上海华舟和香港喜曼拿有效赋能欧美及香港市场渠道拓展，叠加港股上市募资计划，未来海外市场有望打开公司成长天花板。

长期看好国际化、创新及并购整合机会

国际化：海外市场大有可为，国产龙头蓄势待发

过去二十年，多数中国医疗器械企业的成长来自进口替代；随着国产化水平提高，出海成为很多企业的必然选择。医疗器械海外市场空间是国内的数倍，也是医疗器械企业实现数倍增长空间的来源，我们正在看到越来越多企业的国际业务高增长、占比快速提升或超过国内，国际化能力得到认可的公司估值也有提升，估值未来有望向美股医疗器械龙头靠拢。部分中国医疗器械企业有望成长为全球医疗器械龙头或细分赛道龙头，各赛道

和企业的国际化能力及潜力评估将成为医疗器械行业投资最重要的决策因素。

为什么要出海？国内竞争加剧，海外空间广阔、国内企业份额较低；国产器械细分领域龙头技术能力、品牌认可度持续提升，国际化机遇逐步成熟。1）内因：国产器械企业研发能力提升、医疗器械为制造业，更容易通过改进式和发明式创新做出产品性能比肩或超过全球头部企业的产品，海外品牌知名度和认可度逐步建立，海外生产能力和渠道搭建逐步完善，为器械公司出海提供内在驱动力。2）外因（国内）：国产器械企业过去30年以进口替代为发展主线，随着国产化率提升，部分领域国内市场竞争加剧；同时部分细分领域面临集采压缩利润的压力；3）外因（国际）：海外市场空间广阔，其中欧美市场医疗需求大、支付能力较强、进入门槛高，一旦打入欧美市场，成长空间广阔；发展中国家对性价比要求较高，契合国产厂商的成本优势。

复盘日本器械企业出海的背景和历程：自20世纪80年代起，在面临国内需求增速放缓以及医保控费压力的背景下，日本器械企业采取了积极的国际化战略，通过海外市场的拓展，不仅有效缓解了国内增速放缓的不利影响，全球市场竞争优势也显著提升。当前中国医疗器械行业同样也面临与日本过去类似的发展阶段，日本器械企业出海的经验和策略（详见正文）也值得国内企业借鉴。

家电出海有哪些经验借鉴？1）产业背景：中国当前家电内需相对饱和，海外欧美市场保持稳健增速、新兴市场仍有渗透率提升空间；全球医疗器械市场规模是中国的4-5倍，国内器械企业海外市占率仍然较低，出海可提升业务天花板。2）产业链特征：我国家电和医疗器械行业均具备明显的规模优势、完善的供应链体系、明显的产业集群，产品迭代速度更快；供应链本土化是未来国产器械企业出海的核心竞争力，能够有效提高供应链的安全性、降低成本。3）出海策略：家电行业主要通过直接出口、海外自建产能（降低关税风险和优化成本）、海外并购（获得品牌、渠道资源）等形式出海，也为医疗器械行业提供借鉴。4）医疗器械和家电出海的不同点：综合来看，医疗器械相比家电的国际化进程更加缓慢，主要由于医疗器械行业技术壁垒和准入门槛更高，同时具有产品注册周期长且成本高、对产品质量和临床安全性要求较高的特点。

不同市场出海有哪些差异？海外不同区域和市场在准入门槛、产品需求层次、医保支付能力、采购模式等维度存在一定差异，不同的产品和服务企业如何根据不同市场特点，结合自身的竞争优势和市场定位，选择目标市场、制定因地制宜的出海策略显得尤为重要。1）发达国家市场：具有准入门槛高、监管严格、支付能力强、对高端和创新型医疗器械产品需求旺盛且接受度较高、本土企业优势显著等特点，适合少数技术领先、产品性能优异、创新能力强、具有差异化竞争优势的企业。2）发展中国家市场：具有医疗卫生水平和支付能力相对较弱、对价格相对敏感、市场准入门槛相对较低、经销模式为主等特点，中低端产品需求旺盛、高端设备保有率和介入手术渗透率等相对较低，需求有望逐步释放，是多数企业出海主要的目标市场。

出海需要具备哪些能力？1）研发：强大的研发能力和优秀的产品性能是国际化的基石，从而实现从“性价比优势”到“性能优势”的跃迁。2）专利：是应对潜在专利诉讼、构筑专利壁垒的“有力武器”。3）销售：海外销售渠道建设需要因地制宜，针对不同区域采取直销、经销等销售模式。4）生产：部分领域受海外政策或产品有效期的影响，对建设本地化产能有较高要求，尤其在美国加征关税的背景下，布局海外产能成为国内企业规避关税风险的重要举措。5）售后：医疗设备对售后服务要求较高，需建立完善的服务支持体系；高值耗材领域需要及时掌握临床医生使用反馈和建议，更好地满足临床需求；IVD产品也需要在装机、维修、试剂质控、校准等方面提供售后支持。部分企业在度过早期投入期后，随着业务规模扩大，会逐步进入利润释放阶段，厚积薄发。

有哪些出海路径？产品出海+外延并购。产品出海：1）市场导向型：从经销及外贸模式起步，逐步建立海外办事处及子公司，进而建立本土化销售团队，客户层级从基层向高端渗透，竞争优势从性价比到性能优势逐

步升级；2）技术导向型：具有原创的专利布局和差异化产品优势，具备在欧美主流市场开展临床试验及注册的能力，产品获批后自主销售或通过 License-out 等模式进行推广；3）客户导向型：与海外大客户建立稳定合作关系，主要提供上游产业链产品或 CDMO 代工模式。外延并购：主要包括横向的产品线拓展、渠道拓展、区域拓展，纵向完善原材料供应、优化下游经销体系等模式。

如何评估一家企业出海能力并跟踪进展？1）评价出海的必要性以及出海能力：从出海必要性来看，面临国内需求增速放缓和行业竞争加剧以及市场份额较高的公司，出海是未来打开成长天花板的必经之路；从出海能力来看，重点关注公司在产品（研发能力强、产品迭代快）、专利（提高行业壁垒、降低专利诉讼风险）、渠道（搭建本地化销售/售后团队）、成本优势（降本增效能力、规模效应）、贸易风险规避（海外自建产能、核心部件自主可控等）等维度的能力。2）跟踪出海进展：重点关注公司海外产品注册、临床试验开展、本地化团队建设进展、售后服务体系建设、海外生产基地规划和投产等。

创新：新赛道拓展和创新大单品布局贡献新增量

研发创新和产品竞争力提升是企业进口替代和国际化的前提，近年来国产企业的研发实力逐步增强，医工合作的深度、广度持续提升。部分器械公司陆续有重磅产品获批上市，有望带来新的业绩增长点。

1）建议关注技术创新性强，有望带来诊疗方式升级的创新技术赛道，国产替代或渗透率提升有较大空间：如脉冲电场消融（PFA）、冲击波球囊（IVL）、心脏封堵器、经肾动脉去交感神经术（RDN）、连续血糖监测（CGM）、隐形正畸、有晶体眼人工晶状体（pIOL）、腔镜机器人等领域。

2）建议关注今年有新产品获批催化的公司：如光子计数 CT、高端内窥镜、手术机器人、电生理、主动脉弓部支架、血管介入创新器械、眼科、分子诊断等领域的新产品催化。

3）建议关注国内市场空间大、渗透率低、格局较好、国产替代仍有空间：如内窥镜、手术机器人、电生理、化学发光等领域。

4）建议关注医保对创新器械的支持政策：如对人工心脏、人工耳蜗、质子放射治疗、脑机接口等支付政策的支持。

5）建议关注 AI 医疗、脑机接口、外骨骼机器人等新技术方向：新技术的发展有望为医疗器械行业带来革命性的影响和新的成长方向，建议关注新兴科技领域的技术进展和催化。

国内医疗器械创新正在快速追赶和超越，行业发展模式从国产替代转向创新与出海。近年来国产企业的研发实力逐步增强，医工合作的深度、广度持续提升。在诸多前沿技术领域，国产企业已经与海外龙头站在同一起跑线上。展望未来，中国医疗器械行业必将出现更多具有原创性和突破性的创新产品，并催生国产器械的独角兽公司。建议关注以下重点技术创新方向相关公司。

脉冲电场消融（PFA）：市场空间广阔，未来竞争格局或重塑，国产品牌有望弯道超车。相比传统消融方式，PFA 具有手术安全性高、手术时间缩短、医生学习曲线降低等临床优势。根据波科预测，2026 年 PFA 在全球房颤手术中占比将超过 60%，波科 PFA 产品治疗患者数量累计已超过 50 万例。未来 PFA 技术发展方向包括优化参数组合、脉冲技术升级、适应症拓展、双能量消融等。目前国内外 PFA 市场竞争格局尚未稳定，未来在产品性能优化和技术升级方面持续取得突破、产品组合不断丰富（如双能量消融导管等）、三维标测系统性能优异、提供综合解决方案以及销售和渠道能力较强的企业有望脱颖而出。目前国内已有 11 款 PFA 产品获批，仍处于

商业化早期阶段；国产和进口在 PFA 领域齐头并进，国产品牌有望通过 PFA 技术实现“弯道超车”，或加速房颤市场国产替代的进程。相关公司：惠泰医疗、微电生理、锦江电子（尚未上市）等。

冲击波球囊（IVL）：渗透率提升及适应症拓展有望驱动行业增长。IVL 用于处理血管钙化相比传统方式具有安全性、有效性优势。行业未来发展方向主要来自：1）在冠脉介入领域渗透率的提升；2）主动脉瓣、颈动脉、腘动脉等新适应症拓展。相关公司：乐普医疗、蓝帆医疗等。

心脏封堵器：左心耳封堵器（LAAC）及可降解为主要发展方向。看好 PFA 与 LAAC 联用前景，波科预计全球 LAAC 市场到 2030 年有望保持 20%以上的复合增速。可降解封堵器具有生物相容性好、不会永久留存体内等优势，有望成为重要发展方向。相关公司：乐普医疗、先健科技。

经肾动脉去交感神经术（RDN）：RDN 产品商业化在即，开启高血压治疗新范式。根据《健康中国行动（2019—2030 年）》和《新英格兰医学杂志》，目前全国现有高血压患者 2.7 亿 3.88 亿高血压患者，目前高血压治疗以“药物治疗+生活方式干预”为主，但约有 4800 万难治性高血压患者存在多种降压药物联用仍血压控制不佳的现象。经肾动脉去交感神经术（RDN）是治疗难治性高血压患者的新型介入手术，该术式降压效果显著且长期有效，术式操作简单并发症概率低，未来有望成为难治性高血压患者治疗的金标准。海外市场，Recor Medical 和美敦力的 RDN 产品于 2023 年底相继获批 FDA 注册并快速实现了商业化放量。国内市场美敦力、魅丽纬叶、信达医疗、百心安的 RDN 产品也相继于 2024 和 2025 年获得 NMPA 注册认证。

连续血糖监测（CGM）：适应症拓展有望打开行业增长天花板，商保覆盖有望加快放量节奏。目前 CGM 主要用于一型糖尿病和需要胰岛素治疗的二型糖尿病患者，产品技术升级方向主要是准确性更高、传感器使用寿命更长、尺寸和重量更少。为了打开行业增长天花板，头部公司德康、雅培已分别有 Stelo、Libre Rio/Lingo 获批美国 FDA，Stelo 和 Libre Rio 适用于不使用胰岛素的二型糖尿病成人，Lingo 适用于想要改善代谢健康的非糖尿病成人，后续有望进一步推动 CGM 使用范围及渗透率的提升。相关公司：鱼跃医疗、三诺生物、微泰医疗等。

隐形正畸：时代天使国内市占率已处于较高水平，进一步提升空间有限，公司正积极拓展海外市场。2025 年上半年，其海外案例数已占公司总案例数的半壁江山。目前，时代天使已在欧洲、澳新、北美等市场搭建了具备丰富正畸经验的本地业务团队。2025 年上半年，公司国内案例数为 10.86 万例（+14.0%），海外案例数达 11.72 万例（+103.5%），主要市场为欧美及澳洲等发达国家；同期海外分部经营净亏损为 543.3 万美元，同比减亏 67%。从全球市场来看，多家牙科器械龙头公司纷纷布局隐形正畸赛道。

有晶体眼人工晶状体（PIOL）：相比激光术式有独特优势，未来手术占比有望持续提升。PIOL 植入是高度屈光不正患者可选择的手术治疗方式之一，相比传统激光术式对角膜要求低、使用度数范围更广、且手术可逆。目前仅有 STAAR 有成熟商业化产品，行业竞争格局良好。未来产品设计可能更加个性化、精准化，材料也仍然具有提升空间，除传统近视适应症外，老视晶体有望开拓蓝海市场。相关公司：爱博医疗、昊海生科。

腔镜机器人：兼具开放手术和腔镜手术优点，市场渗透率仍有较大提升空间，未来格局预计将从达芬奇一家独大转向百舸争流。腔镜手术机器人成功克服了开放手术术后痛苦程度高、恢复时间长、出血量多、感染率高以及传统微创手术操作学习曲线长、二维视野局限、手术器械灵活性不足等劣势。根据弗若斯特沙利文数据，全球腔镜手术机器人市场预计从 2026 年起将以 16.7%的年复合增长率增长，到 2030 年市场规模将达到 277 亿美元。目前，达芬奇机器人仍占据市场主导地位，但随着中国及全球多家厂商的崛起，未来市场份额有望逐步分散。相关公司：微创机器人、精锋机器人等。

新产品和新业务获批及放量有望带来催化，建议关注：光子计数 CT、高端内窥镜、手术机器人、电生理、主动脉弓部支架、血管介入创新器械、眼科、分子诊断等领域。

表 62:未来 1-2 年器械公司新产品和新业务放量梳理

公司	新产品/新业务	关键时间节点
联影医疗	光子计数能谱 CT、超声系列产品	光子计数能谱 CT 已于 2025 年 8 月获批 NMPA，超声系列产品预计今年年底或者 2026 年国内获批
迈瑞医疗	启元大模型；监护、IVD 等多款新设备	启元重症大模型 24 年底发布，启元围手术期大模型 25 年 9 月发布；V 系列监护仪 25 年 5 月发布，全自动生化分析仪 BS-5000 于 25 年 9 月发布，全自动分子一体机 MN2880 于 25 年 10 月发布
开立医疗	软镜 HD 650	2025Q1 已国内获批，2025 年 Q3 开始装机
澳华内镜	AQ-400、内窥镜机器人系统	AQ-400 于 2025 年 6 月在国内获批，预计 2025Q4 正式上市销售；内窥镜机器人系统已启动临床试验
微创机器人	图迈®腔镜手术机器人远程手术全科室应用	2025 年 4 月获批 NMPA，成为全球首个获批上市的远程手术机器人产品，标志着外科手术进入“远程”时代
翔宇医疗	脑电图机、康复外骨骼机器人、脑机接口多款产品	脑电图机产品今年 6 月份在国内已获批，康复外骨骼机器人、脑机接口多款产品下半年到明年有望陆续国内获批
爱朋医疗	儿童多动症治疗非侵入脑机接口产品、癫痫预警系统半侵入式脑机接口产品	儿童多动症治疗非侵入脑机接口 B 端和 C 端产品 9 月已获批二类证，癫痫预警系统半侵入式脑机接口产品在研
诚益通	非侵入式脑机接口-神经康复上下肢训练产品	预计 2026 年中国内获批上市
鱼跃医疗	新一代 CGM CT5；可穿戴设备（戒指、手表、手环等）	CT5 于 2025Q2 在国内获批；可穿戴设备预计 26 年上半年在国内获批
奕瑞科技	CT 球管、硅基 OLED 微型显示屏所需微显示晶圆基板等	目前已完成部分 CT 球管开发，预计 26-27 年有望开始贡献收入增量；预计 2026 年视涯科技向公司采购硅基 OLED 微型显示屏所需微显示晶圆基板的金额将明显增长
海泰新光	气腹机，关节镜等新镜种，维修业务	跟美国客户的合作将从腹腔镜产品延展到关节镜、鼻窦镜产品以及气腹机等配套设备。此外，公司将推进客户内窥镜产品的美国本地维修服务
美好医疗	注射笔、CGM、脑机接口、人形机器人等领域	为国际客户定制的可调式胰岛素注射笔已实现批量交付，目前供应顺畅，同时已与该客户签订减肥笔订单；CGM 产品 Q2 开始进入批量交付阶段；脑机接口领域，公司正与下游客户深入开展产品合作，协助客户实现从实验室研发到批量出货的高效商业化转化；在人形机器人领域，公司已启动相关产品技术布局并与客户开展接洽工作
惠泰医疗	PFA（脉冲消融）	PFA 产品已获批，预计 2025 年手术量超过 5000 例，同时正在进行持续性房颤适应症的注册临床试验
微电生理	PFA（脉冲消融）、RDN（肾动脉消融）	预计自己的线形 PFA 产品今年 Q4 国内拿证；投资商阳医疗的二代纳秒 PFA 预计 2027 年国内拿证；RDN 预计 2027 年 Q2 国内获批
心脉医疗	Hector 胸主多分支支架	2025 年 3 月正式获批进入 NMPA“绿色通道”；2025 年 7 月成功获得欧盟定制证书
乐普医疗	童颜针、三文鱼针、DBS 等	2025 年 6 月童颜针国内已获批，三文鱼针预计 2026 年年底前国内获批，2025 年 11 月自研可充电 DBS 国内已获批三类证
爱博医疗	屈光晶体 pr、edof 晶体、三焦点散光人工晶体	屈光晶体 pr、edof 晶体今年已国内获批；三焦点散光人工晶体预计 26-27 年国内获批
昊海生科	二代屈光晶体 prl	二代屈光晶体 prl 已进入绿通，预计 2026 年国内获批
南微医学	一次性内镜产品（胆道镜、支气管镜）	国内海外均处于快速推广阶段
安杰思	复用软镜、内镜机器人	复用软镜预计今年年底或者 2026Q1 国内拿证；内镜机器人预计今年年底

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

启动国内注册工作

瑛博医疗	经自然腔道（支气管）射频消融治疗肺癌	2025 年 Q2 获批 NMPA 注册证，为全球首款产品
迈普医学	止血纱、止血粉	止血纱产品正不断拓展适应症范围，止血粉等新止血材料在研
沛嘉医疗	返流瓣	预计 2026Q2 国内获批上市
佰仁医疗	球扩介入瓣、介入瓣中瓣	目前已经实现商业化，有望通过甘肃省牵头的介入瓣膜省际联盟集采实现快速放量
安图生物	NGS 测序仪；三重四极杆质谱配套试剂	NGS 测序仪预计 2025Q4 国内获批；三重四极杆质谱配套试剂逐步拿证中，预计 2027 年国内注册证拿证较全，有望逐步贡献增量
万孚生物	15min 的分子 POCT 仪器、呼吸道三联检	15min 的分子 POCT 仪器、呼吸道三联检产品均于 25Q3 国内获批；甲乙流三联检测试剂盒 25Q3FDA 获批，今年流感季有望放量
健世科技	三尖瓣介入置换产品	预计 2026 年拿证，上市后有望全球第二、国内首个三尖瓣介入置换产品
天智航	新一代骨科手术机器人-天玑思睿	2025 年 2 月获证，2026 年商业化进度加速

资料来源：各公司公告，中信建投证券

并购整合：中国医疗器械龙头成长为全球龙头的重要路径，未来行业并购将加速

并购是全球医疗器械龙头重要成长路径。海外医疗器械行业并购活动频繁，头部企业发展历程中，大多经历过多次重磅并购。一方面，医疗器械赛道细分领域众多，即便是龙头公司单纯依托内生研发体系，可能对新技术的覆盖不够全面；另一方面，医疗器械对商业化能力要求较高，技术创新型企业未必具有较强的销售能力。因而龙头公司在对创新型企业进行并购后，有望依托各自优势发挥协同效应。龙头公司能够快速获得新技术、新产品，缩短研发时间；创新型企业能够实现技术的商业化，有利于新产品的快速放量。

国内器械龙头并购案例为行业提供范例。不同于海外器械龙头并购多为大体量并购项目，过往国内器械行业并购项目规模相对较小。2024 年 1 月，迈瑞医疗控股收购惠泰医疗的并购案例有望为行业并购提供范例。迈瑞医疗作为国内医疗器械行业龙头，在医疗设备及 IVD 领域具有较强的品牌、技术、渠道优势。通过并购心血管领域龙头公司惠泰医疗，补足在高值耗材领域的短板，并有望在设备研发、国际化方面实现赋能。

海外器械龙头并购方向：

1) GE、飞利浦、西门子（GPS）：大型影像设备研发壁垒极高，底层技术复杂且研发投入大，因此除了内生研发投入之外，外延并购也是头部公司快速获取技术、拓展产品线的重要战略，是公司快速建立部分细分领域的领先优势和快速获取市场份额的重要途径。

2) 心血管龙头（美敦力、强生、波科等）：头部公司早期凭借核心的创新产品构筑起较高的竞争壁垒，在发展中后期通过外延并购实现多赛道业务布局。用较低的时间成本和资本投入快速完善现有业务产品管线布局，同时拓展至其他细分领域，从而提升公司的综合竞争优势并持续打开成长天花板。

国内典型并购梳理：重点聚焦产品线扩充及渠道拓展

医疗设备类公司如联影医疗、澳华内镜、开立医疗并购主要围绕产品线拓展开展，部分并购也是为了完善公司的产业链战略布局。以联影医疗为例，2016 年公司收购其分子影像产品重要部件 LYSO 晶体的核心供应商上海新漫，完善产业链布局；公司上市后在 2023 年参股艾普强，进一步拓展公司在放疗设备方向的业务；2024 年

公司参股玖谊源 10%股权，玖谊源成功研发了我国首台国产化医用回旋加速器并推向市场，打破了国内市场长期被国外产品垄断的局面，主要产品有 7MeV、11MeV、20MeV 等不同能级的加速器，本次投资将进一步促进双方在分子影像国内及海外的合作。

高值耗材公司并购方向有所分化，爱博医疗、三友医疗、惠泰医疗此前并购主要围绕产品线拓展，而部分较早开展出海业务布局的公司如南微医学近年来主要针对海外市场渠道进行并购。以南微医学为例，公司早年主要以收购产品型公司和自建渠道为主，2015 年公司收购康友医疗 51%股权，成功切入肿瘤消融介入治疗新兴领域；在产品丰富度逐渐提升和研发能力持续增强基础上，同时近年来公司战略重心侧重海外市场业务拓展，收购方向以海外重点市场渠道公司为主，2017 年公司收购德国分销公司 MTE，首次在欧洲大国开启直销模式；2023 年公司收购葡萄牙和瑞士两家渠道公司，扩展在欧洲的直销渠道；2024 年公司收购欧洲销售渠道公司 CME，CME 主要业务集中在西欧地区，覆盖英国、西班牙、法国、德国、比利时、卢森堡等国家，其中法国是其收入占比最高的区域，与南微医学可以实现优势互补、有望提升公司产品在欧洲市场的份额。

IVD 公司一方面通过并购新技术拓展 IVD 平台化布局，另一方面通过产业链上下游并购延伸业务覆盖范围。如：安图生物 2017 年以 2.025 亿元收购百奥泰康 75%股权，拓展生化诊断试剂布局。圣湘生物 2021 年投资测序仪公司真迈生物 14.77%股权，并在 2025 年进一步增资，布局分子诊断上游测序领域；2023 年投资深圳安赛 36.29%股权，拓展到化学发光领域；2025 年收购中山海济 100%股权，布局“诊断+治疗”一体化综合解决方案。

家用医疗器械公司一方面通过并购拓展产品线，另一方面通过海外并购拓展海外销售渠道。如：鱼跃医疗 2021 年收购 CGM 企业凯立特后将进一步丰富血糖产品组合，2025 年通过投资美国公司 Inogen 拓展海外销售渠道。三诺生物 2015、2016 年先后收购了两家美国公司 Trividia 和 PTS，前者是美国血糖仪领域头部公司之一，为公司拓展美国血糖市场打下基础，后者拓展了公司在血脂、糖化血红蛋白领域的产品布局。

医疗新科技之脑机接口：政策红利和技术革新催化，行业发展驶入快车道

今年以来的脑机接口政策体现出以下趋势：

1) 国家顶层设计对脑机产业化的重视程度提升。10 月 28 日，“十五五”规划建议发布，建议提出前瞻布局未来产业，探索多元技术路线、典型应用场景、可行商业模式、市场监管规则，推动脑机接口等产业成为新的经济增长点。从“十四五”规划提出加强脑科学和类脑研究的科技攻关，到“十五五”规划明确将脑机接口列为未来产业，足见国家顶层设计对脑机接口产业化的重视。

2) 产业政策进一步细化。从今年 1 月北京、上海陆续发布脑机接口产业行动方案至今（11 月 5 日），四川、山东等多地持续跟进，将脑机接口产业政策细化为两步走战略，相关地方分别提出 2027、2030 年脑机接口的产品、临床、企业、产业聚集区发展目标，为当地企业发展提供抓手。

3) 医保价格立项为未来临床支付提供依据。自今年 3 月国家医保局提出为脑机接口单独设立价格立项以来，湖北、浙江、江苏、广东、内蒙古呼和浩特市等多地医保局设立脑机接口相关收费标准，侵入式植入费在 6552-6600 元/次，侵入式取出费在 3139-3200 元/次，非侵入式适配费在 960-966 元/次，为未来脑机临床支付提供收费依据。

表 63:“十四五”规划和“十五五”规划建议对脑机接口/脑科学相关的表述

	“十四五”规划	“十五五”规划建议
	第一节 科技前沿领域攻关	
相关内容	在事关国家安全和发 展全局的基础核心领 域，制定实施战略性科学计划和科学工程。 瞄准人工智能、量子信息、集成电路、生命 健康、脑科学、生物育种、空天科技、深地 深海等前沿领域，实施一批具有前瞻性、战 略性的国家重大科技项目。	(8) 培育壮大新兴产业和未来产业。 前瞻布局未来产业，探索多元技术路线、典型应用场景、可行商业模式、市场监 管规则，推动量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第 六代移动通信等成为新的经济增长点。创新监管方式，发展创业投资，建立未来 产业投入增长和风险分担机制。促进中小企业专精特新发展，培育独角兽企业。
	第二节 加强原创性引领性科技攻关	
	在类脑智能领域，重点攻关脑机融合技术、 类脑信息处理等。在脑科学与类脑研究领 域，重点攻关脑认知原理解析、脑重大疾病 机理与干预策略、人脑心理与行为等。	

资料来源：央视新闻，中信建投证券

展望 2025 年 11-12 月和明年，脑机接口的行业催化需重点关注以下四方面：

1) 临床进展类：芯智达的北脑二号今年预计完成无线版原型机研发、开展大动物实验，明年有望启动人体临床；阶梯医疗今年内预计有 3-4 例前瞻性临床试验，明年年初开启大规模多中心注册临床试验；脑虎科技今年内预计推出无线版脑机接口设备，三年内完成三类医疗器械的临床多中心注册；国内清华大学、北脑类脑研究所、复旦大学、南开大学、浙江大学、首都医科大学附属医院、复旦大学附属医院等脑机接口前沿研究阵地也可能会落地更多半侵入式脑机接口临床研究项目；Neuralink 可能会公布最新植入式案例数以及语言功能重建脑机接口的进展；Paradromics 今年底将在两个研究中心招募 10 名患者做长期研究。

2) 产品注册或获批类：博睿康 NEO 设备今年或明年有望提交临床试验报告，准备申报首个植入脑机接口三类医疗器械；创新医疗 B 端产品明年上半年有望完成二类证注册申报。

3) 上市销售类：爱朋医疗、创新医疗的 C 端产品已经或即将上市销售，建议关注前期放量节奏；Starfish Neuroscience 的低功耗、小尺寸、分布式脑区协同访问芯片有望生产。

4) 政策层面：国家层面和各省可能会持续发布相关政策，推动脑机接口商业化落地。

表 64:展望 2025 年 11-12 月和 2026 年脑机接口可预期事件

公司	事件
创新医疗	博灵脑机 C 端产品即将上市销售，B 端产品预计 26H1 完成医疗器械二类证的注册申报
翔宇医疗	今年内预计脑电采集装置、精神心理类产品获批
芯智达	今年北脑二号预计完成无线版原型机研发、开展大动物实验
阶梯医疗	今年预计有 3-4 例前瞻性临床试验；明年年初开启大规模多中心注册临床试验、预计招募 30-40 名受试者
脑虎科技	今年内预计推出无线版；三年内完成三类医疗器械的临床多中心注册
博睿康	今年计划提交临床试验报告，准备申报首个植入脑机接口三类医疗器械
Neuralink	今年底脑机设备植入语言皮层，解码语言意图
Paradromics	今年底将在两个研究中心招募 10 名患者做长期研究
Starfish Neuroscience	芯片预计年底生产，该款芯片功耗 1.1 毫瓦，尺寸 2x4mm，分布式脑区支持同时接入多个大脑区域、对治疗涉及神经网络功能失调的疾病至关重要；Neuralink 的 N1 植入体功耗 6 毫瓦，芯片尺寸 23x8mm，单一脑区，侵入式设计

资料来源：公司公告，以上公司公众号，第一财经，中信建投证券

医疗新科技之 AI 医疗：政策支持背景下，医疗大模型技术有望加快发展

2025 年多个部门发布 AI 医疗相关政策，政策框架逐步细化，卫健委等部门提出 AI 医疗应用的阶段性目

标。从一季度的挂帅通知、2月份数据局支持公立医疗机构在合法合规前提下向相关经营主体共享数据，鼓励有序开发健康医疗数据的价值，支持建立医药大模型创新平台，为AI医疗发展提供了有力支持和保障；医保局和卫健委随后提出阶段性的工作目标，到2030年实现基层应用全覆盖。在国务院、卫健委最新发布的政策强调“场景落地优先”，重视基层医疗与慢性病管理；“安全可控底线”，从数据安全、诊疗责任、产品审核多维度设防；“产业生态共建”，鼓励政产学研用协同推进技术创新与成果转化。

表 65:2025 年国内部分 AI 医疗相关政策

发布时间	发布单位	政策名称	主要相关内容
11 月 4 日	国家卫生健康委、国家发展改革委等五部门	《关于促进和规范“人工智能+医疗卫生”应用发展的实施意见》	阶段目标：到 2027 年，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；2030 年基层应用实现全覆盖，标准规范体系基本完善。 明确深化重点应用在基层、临床诊疗、患者服务、中医药、公共卫生、科研教学、行业治理、健康产业等 8 个方向的应用。
8 月 26 日	国务院	《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》	1.场景布局：将“人工智能+医疗卫生”列为 12 个重点行动领域之一，聚焦辅助诊疗、健康管理、公共卫生三大方向；2.关键要求：探索推广“人人可享的高水平居民健康助手”，推动基层医疗机构 AI 辅助诊疗设备普及；3.监管原则：坚持“赋能不替代”，建立 AI 医疗应用分级分类监管体系，强化数据安全和隐私保护。
4 月 3 日	工业和信息化部、商务部、国家卫生健康委、国家医保局等七部门	《医药工业数智化转型实施方案（2025—2030 年）》	推动医药工业数智化转型，明确到 2027 年取得重要进展，到 2030 年基本实现全覆盖。重点任务包括数智技术赋能，鼓励建立医药大模型创新平台，推动 AI 在药物发现、临床研究、生产质控等核心环节深度应用
2 月 20 日	国家数据局等十七部门	《“数据要素×”三年行动计划（2024—2026 年）》	明确探索推进电子病历数据共享，在医疗机构间推广检查检验结果数据标准统一和共享互认，支持公立医疗机构在合法合规前提下向相关经营主体共享数据
1 月 20 日	工业和信息化部办公厅、国家药品监督管理局综合和规划财务司	《关于开展 2025 年人工智能医疗器械创新任务揭榜挂帅工作的通知》	面向智能辅助决策产品、脑机混合智能产品、支撑环境三大类 9 个揭榜方向，征集并遴选一批具备创新能力的单位集中攻关

资料来源：各部门官网，中信建投证券

在 AI 医疗政策全方位支持的背景下，国内医疗大模型蓬勃发展，产品落地和产业发展有望加速。2025 年国内医疗大模型前 4 个月就累计发布 133 个（动脉智库统计），呈现爆发式增长，远超 2023 年（61 个）和 2024 年（94 个）。种类覆盖极为丰富，包含通用医疗大模型、专科医疗大模型、中医大模型、医学影像类大模型，涵盖医药研发、医疗质控、医院管理等十余类细分场景。AI 医疗目前在实际应用中仍存在较大的进步空间，但在产业趋势和政策支持的背景下，未来有望逐步突破技术限制，打开医院和 C 端广阔市场。AI 医疗加强产品端和运营端的软硬件协同，助力医疗企业和医院降本增效、改善盈利水平。从应用领域来看，AI 技术对包括医学影像、IVD、手术机器人、医院、健康管理（比如智能穿戴）等多赛道均有赋能，主要体现在检查检验性能和结果的优化、安全性提高、操作和工作流程的简化和医生工作效率的提升、辅助诊断、toC 端产品的智能化和便捷化等。对部分企业而言，AI 的应用短期直接贡献的创收可能有限，但通过 AI 赋能有助于增强产品的竞争力，提升长期目标市占率；同时，在开发 AI 应用的过程中，企业自身利用好 AI 产品（如 DeepSeek、英伟达的医疗开放网络平台 MONAI Deploy 等）也有助于提高研发和运营效率，有助于降本增效、改善盈利水平。

表 66:2025 年 AI 医疗应用领域和部分代表企业举例

应用领域	应用方式	部分代表企业
AI+医学影像	主要集中于疾病的筛查和诊断，包括提高医学影像的工作效率（如提高扫描效率）、图像重建、报告分析和解读等方面，同时智能	联影医疗：在各个产品线中搭载独有的 AI 技术平台 联影智能：推出 100 多款医疗 AI 产品，基于 uAI 影智布局文本、影像、混合模态的大模型产品

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

	治疗选择、治疗计划、术中导航和治疗术后评估等治疗领域潜力巨大。	迈瑞医疗：在医疗设备互联和实验室智能管理领域推出 AI 平台，推出智能化妇产超声解决方案 万东医疗：万里云医学影像 SaaS 平台 祥生医疗：SonoAI 软件赋能超声乳腺四分类、动态多模态、颈动脉斑块稳定及易损性辅助判断等 鹰瞳科技：AI 产品辅助诊断糖尿病视网膜病变 一脉阳光：孵化企业影禾医脉自研 AI 影像基座模型
AI+IVD	包括样本处理环节、形态学检验、检验结果审核及检验报告解读等各方面，有效提高检验科人员的效率，减少由于人为主观差异引起的漏诊。	金域医学：宫颈细胞学 AI、免疫荧光 AI 项目均实现落地应用并取得较好成效 迪安诊断：子公司医策科技推出宫颈细胞病理图像处理软件等 AI 软件和平台 安必平：与腾讯共同开发宫颈细胞学人工智能辅助系统 圣湘生物：传染病数智化系统
AI+机器人	一方面主要通过图像识别，实时分析手术图像，以便识别关键组织，预测出血风险，指导微创机器人：图迈腔镜机器人融合 5G 应用手术器械进行准确的操作；另一方面，AI 可以天智航：结合 AI 的医学图像处理与手术规划，自动形成特征计算机自动识别通过深度学习，具备一定的手术规划能力，在技术骨科关节置换手术中可以得到应用。	
AI+医院	AI 辅助医生诊疗在可能降低误诊率的同时，扩展了医疗服务可及性。	讯飞医疗：为医疗机构提供 AI 辅诊建议和规范病历等，为患者提供智能助听器 美中嘉和：子公司和信康产品线包括医学影像 AI 辅助诊断系统 微医控股：健康管理会员服务、云药房和增值服务搭载 AI 技术 美年健康：推出多款 AI 专精特新产品，通过健康小美、美年小星等 AI 模型加强精细化运营
AI+智能穿戴	通过对血氧含量、心率、心电等多种生理指标进行检测并将数据实时智能化处理，满足用户健康检测管理、疾病早筛和慢性病监控管理等需求。	乐普医疗：在心电、血压、血氧、血糖监测以及眼科角膜塑形镜验配领域推出多款可穿戴产品 乐心医疗：数字化血压管理服务和远程动态心电服务 明月镜片：推出 sasky 智能眼镜

资料来源：Wind，各公司公告，中信建投证券

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

“1+N”顶层政策体系已构建完成

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8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 67: 国企改革核心政策及近三年主要政策

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/深市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。
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。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

表 67: 国企改革核心政策及近三年主要政策

发布时间	政策/事件/发布机构	主要内容
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。

资料来源：国资委官网、国务院官网，中信建投证券

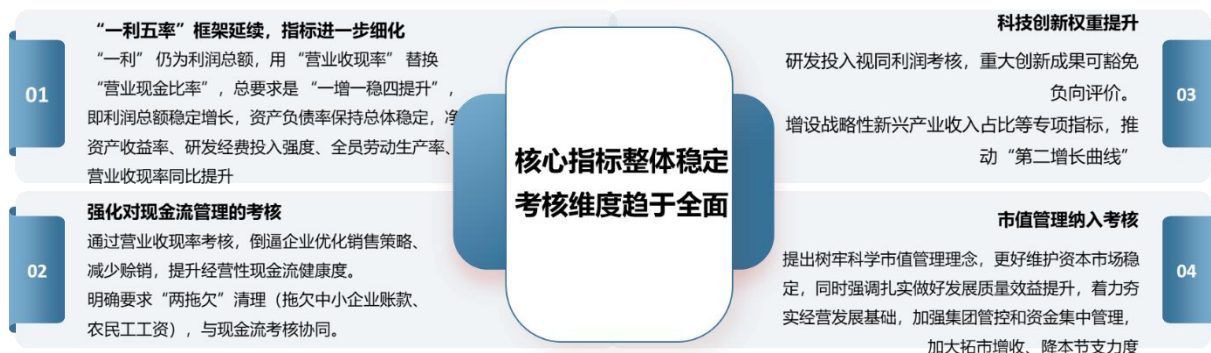
国企改革进入新阶段，市值管理、并购政策持续落地

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

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

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 73: 2025 年央企考核体系调整方向



数据来源：国资委官网，中信建投

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聚集。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。

表 68: 《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

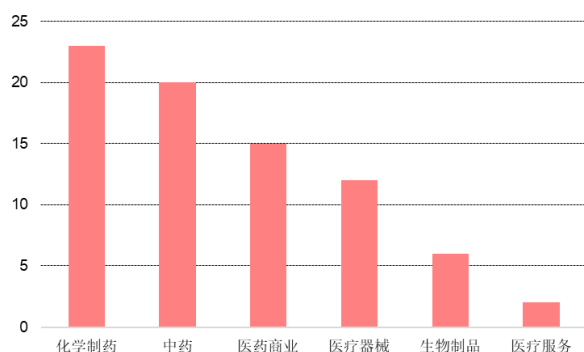
表 68: 《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》内容汇总

主要方向	主要内容
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面合作, 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。

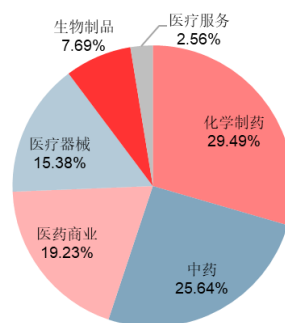
资料来源: 国资委官网, 中信建投证券

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 74: A 股医药子板块国企数量 (个)


数据来源: wind, 中信建投证券

图 75: A 股医药子板块国企数量占比


数据来源: wind, 中信建投证券

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 69: 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江中药业股权激励; ②东阿阿胶股权激励; 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: 华润江中增持江中药业
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

资料来源: 国资委官网, 公司公告, 中信建投证券

医药消费及生物制品行业 2026 年度策略总结

中药：着眼长期，静待改善。2025 年前三季度中药行业收入端增速为-0.6%，归母净利润增速为-4.4%，扣非归母净利润增速为-8.2%，随着基数压力逐步减弱，业绩表现环比下滑收窄。内外部多因素影响下，行业基本面持续承压。

1) 短期经营调整角度来看：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；

2) 从估值催化角度来看：目前中药板块估值处于低位，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；

3) 行业长期转型趋势来看，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。

4) 中医药细分板块投资逻辑梳理：①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。②中药处方药：阵痛过后聚焦创新及学术引领，中药处方药恢复可期

血制品：期待供需紧平衡格局恢复，关注浆站拓展及行业并购。2025 年前三季度血制品收入端同比略有增长，但利润端受白蛋白价格下降、企业并购整合后毛利率降低等因素影响，同比表现承压。各企业收入端表现有所分化，利润端同比均有所下降。

1) 供给端：近年来国内浆站数量持续提升，但浆站开设及血浆采集仍受到严格限制。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：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。2025 年前三季度疫苗板块业绩呈现下行趋势，主要由于：1) 由于市场环境、消费者需求变化，疫苗终端销售面临压力；2) 部分产品竞争格局趋于激烈。产品价格及费用率提升影响利润端表现。

1) 看好创新品种未来格局及研发进展：目前国内疫苗研发管线整体较为集中，同质化倾向显著。因此各家企业也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产品研发进展。

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。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。

医药零售：多元化转型，重构估值体系。25Q3 板块收入端增速环比向好，利润端维持快速增长；多数企业业绩增速环比改善。前期股价反应充分，多因素催化股价。

短期经营看，头部药店经营逐步企稳；估值角度看，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；长期转型角度看，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：边际改善，经营有望逐季向好。25Q3 板块收入增速环比改善，减值计提影响利润。受多因素影响，企业股价表现有所分化，头部公司经营陆续企稳。未来关注回款改善及十五五规划带来长期稳增长预期。

表 70: 医药消费及生物制品行业 2026 年度策略

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

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

表 70: 医药消费及生物制品行业 2026 年度策略

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

资料来源：中信建投证券

中药：着眼长期，静待改善

中药板块历史复盘

中药行业股价复盘：政策催化市场景气度变化，转型升级带来行业新机遇

2005-2015：品牌中药百花齐放，医控制费影响逐步增强。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，医控制费试点开始，处方药市场增速明显放缓，中药注射剂面临控费压力，医控制费影响逐步增强，中药行业营收逐步承压。

图 76：中药行业股价复盘（2005-2015）



数据来源：Wind，医保局官网，中信建投证券

2016-2025：政策催化市场景气度回升，转型升级带来行业新机遇。医控制费趋严以来，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 77: 中药行业股价复盘（2016-2025）



数据来源: Wind, 医保局官网, 中信建投证券

中药板块基本面复盘：多因素影响下持续承压，看好需求回暖加速出清

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。

图 78: 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

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。

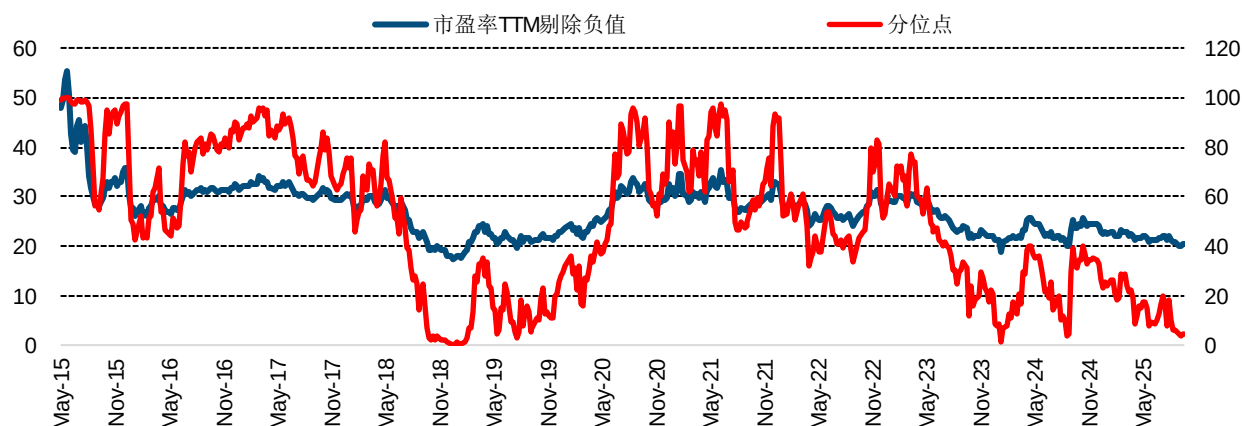
表 71: 25H1 公立医疗机构/药店终端销售增长 (%)

	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%ss	-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%

资料来源：米内网，中信建投证券

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。

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 79: 近 10 年中证中药指数历史市盈率及分位点情况（剔除负值）


数据来源: Wind, 中信建投证券

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。

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 80:《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使用药目录 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

数据来源:国家卫健委,国家医保局,药闻康策,中信建投

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 81: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

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,多数中药行业的央企国企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 72: A 股中药板块央企国企标的梳理

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

资料来源: Wind, 中信建投证券

中成药集采全方位推进，推进节奏及降幅符合预期。中成药集采从 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 月湖北省牵头的第一批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。

图 82：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个梯度报量，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； B单元：降幅前50%+未达到议价拟中选	A组：规则较为复杂，非独家和独家产品分别分为P1、P2两个梯度进行竞价； B组：按“单位可比价”由低到高排序+前50%拟中选	带量联动：对同组内日服用费用差异较大的药品，采取中位取价、梯度带量的方式 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	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） 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）	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各品种、215个品种中选；带量谈判共15个品种、26个品种中选；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

中药企业转型升级

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。

表 73：中药公司创新转型梳理

公司	市值(亿元)	PE(TIM)	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
以岭药业	296	-106.3	术后疼痛	苯胺洛芬注射液	抑制前列腺素合成
			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

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

			前列腺癌/子宫肌瘤	G201 胶囊	促性腺激素释放激素 (GnRH)
云南白药	997	19.2	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)
华润三九	481	17.4	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
昆药集团	102	19.2	缺血性脑卒中	注射用 KPCXM18	天然植物提取
			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
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)	FR α 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		
			自身免疫性肺泡蛋白沉积症	人骨髓间充质干细胞注射液	/
			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	BC006 注射液 (单抗)	巨噬细胞集落刺激因子 1 受体 (CSF-1R)
			特发性肺纤维化		

资料来源：Wind，公司公告，中信建投证券

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。

5) **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 II 期临床。

6) **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）。

7) **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。

8) **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。

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，LY-N001 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 I 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。

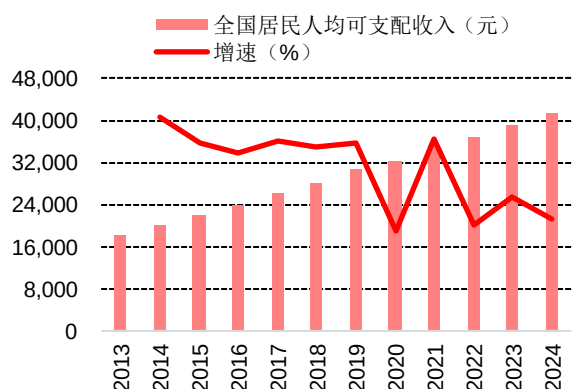
6) 华润三九：通过自主研发与 BD 转化双线并举，逐步拓展创新产品管线，2025 年 7 月与南京艾尔普就 HiCM-188 (iPSC 心肌细胞) 联合研发合作，国内 II 期临床推进中；8 月与博瑞医药就 BGM0504 注射液 (GLP-1/GIP) 达成联合研发合作，减重及 2 型糖尿病两项适应症的国内 III 期临床正在推进中；由境外引入的 ONC201 (脑胶质瘤) 已经获得 FDA 加速批准，目前国内 I 期临床正在推进中。

我们建议积极关注中药公司创新转型品种进度，后续随着临床试验进展和申报进度推进，有望为相关公司提供第二增长曲线。

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

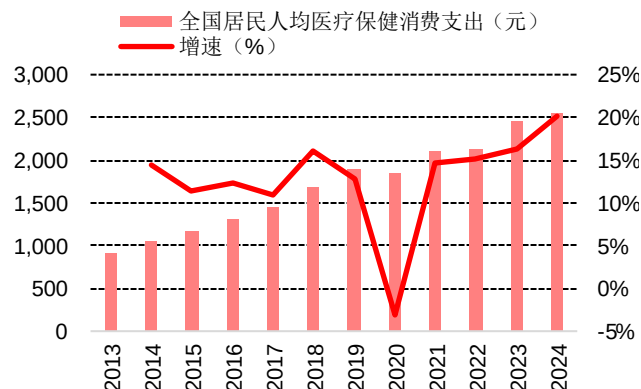
经济快速增长、健康意识增强、老龄化带来医疗保健消费升级，中药消费品市场持续扩张。随着全国居民人均可支配收入不断增加，我国居民的消费性支出结构也发生了变化，食品、服装等传统的物质型消费向教育、医疗保健、旅游等高端服务型消费转变，医疗保健消费升级趋势明显，我国人均医疗保健支出也逐年增高，从 2013 年的 912 元增长到 2024 年的 2547 元，CAGR 超过 10%。随着疫情及老龄化催化，叠加居民保健意识的增长，近年来我国 OTC 市场持续增长，中药 OTC 的市场规模也在中医药文化的催化下呈稳步提升趋势；根据米内网数据，2023 年中国城市实体药店终端中成药销售额超过 1200 亿元，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 83: 全国人均可支配收入及增长（元）



数据来源：国家卫健委，国家医保局，国家统计局，中信建投

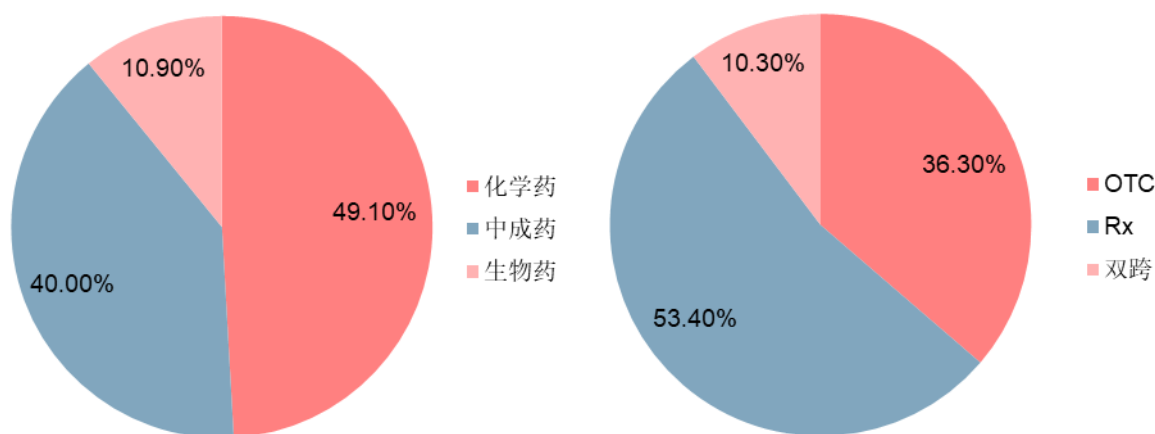
图 84: 我国居民医疗保健人均支出及增长（元）



数据来源：国家卫健委，国家医保局，国家统计局，中信建投

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 85: 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

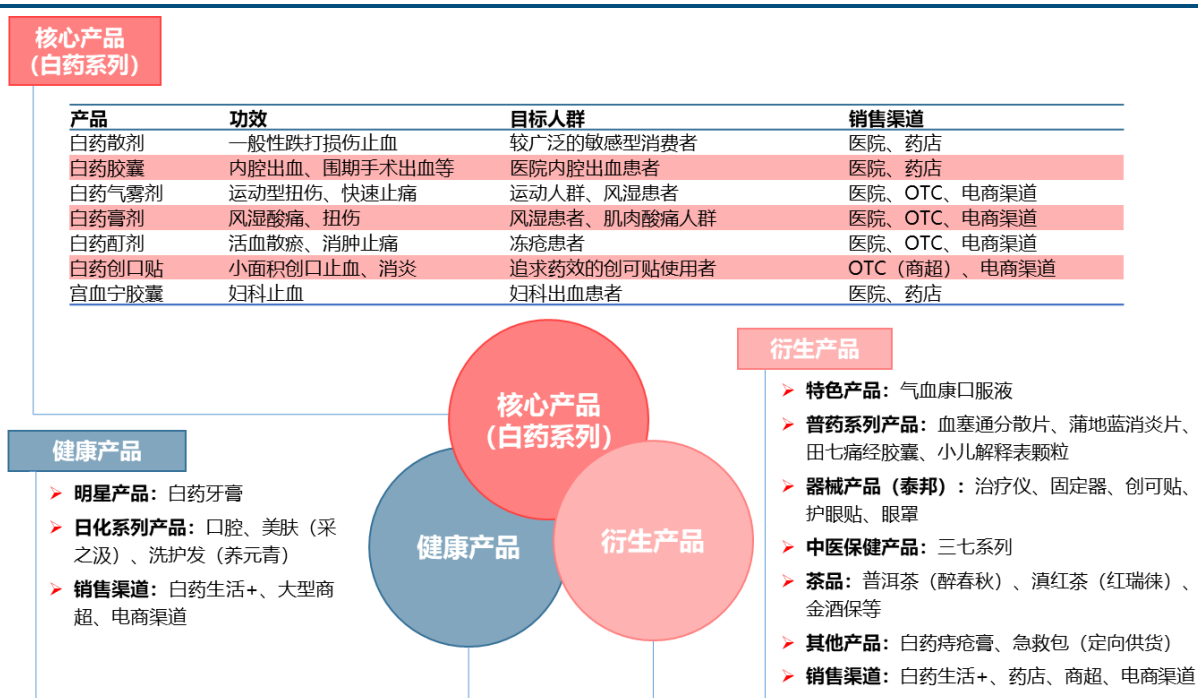


数据来源：米内网，中信建投证券

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

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。

图 86：云南白药品牌延伸及其销售渠道



数据来源：公司官网，公司年报，中信建投证券

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”。

图 87:华润三九：OTC 升维 CHC，目标全域发展



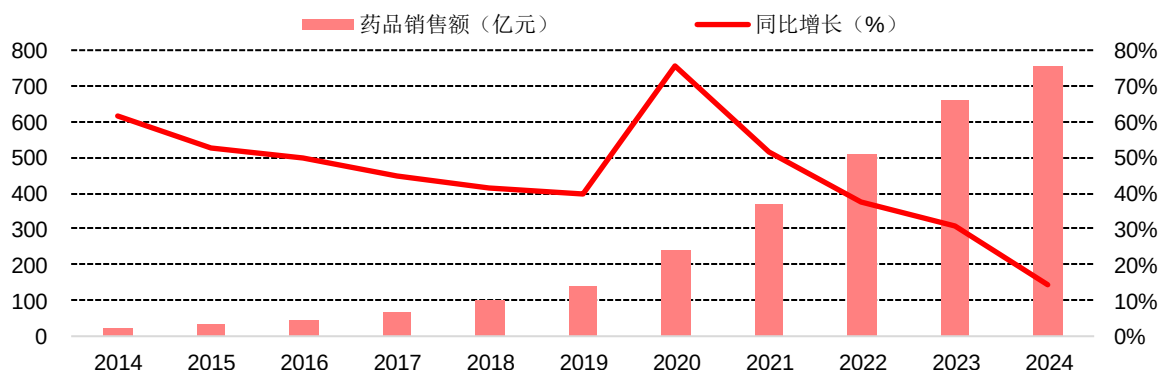
数据来源：IQVIA，公司官网，公司公告，中信建投证券

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。

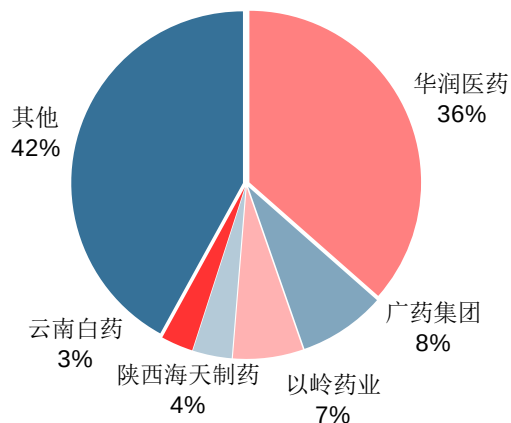
图 88: 全国网上药店市场药品销售额及增长 (亿元, %)



数据来源: 米内网, 中信建投证券

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 89: 24H1 实体药店终端感冒中成药 TOP5 市场格局



数据来源: 华润三九, 中信建投 * 包含子公司

图 90: 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: BrandZ, 中信建投证券

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 91：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 *总市值截至至 2025 年 11 月 5 日

中药处方药：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 92：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撑。	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

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 93：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

血制品：期待供需紧平衡格局恢复，关注浆站拓展及行业并购

行业表现：前三季度收入保持稳健，利润端持续承压

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 94：近年来国内血液制品指数变化复盘



数据来源：Wind，中信建投证券

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 74：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%

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

扣非净利润增速	34.8%	7.5%	24.3%	19.2%	9.0%	23.4%	12.1%	14.0%	-6.7%	-9.2%	-22.3%
---------	-------	------	-------	-------	------	-------	-------	-------	-------	-------	--------

资料来源: Wind, 中信建投证券

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 75: 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%

资料来源: Wind, 中信建投证券

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 76: 血制品板块部分企业季度收入增速 (累计)

项目	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%

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

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%
------	--------	--------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	--------	--------	--------

资料来源: Wind, 中信建投证券

表 77: 血制品板块部分企业季度扣非净利润增速（累计）

项目	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%

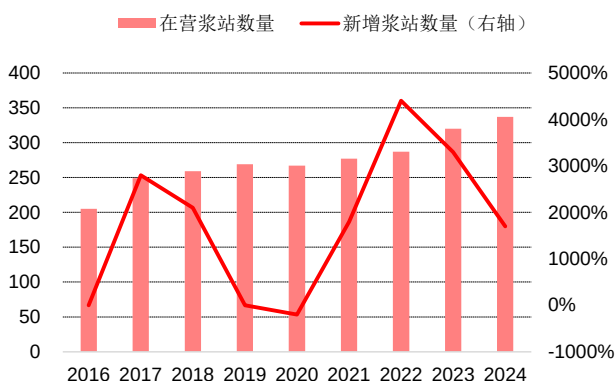
资料来源: Wind, 中信建投证券

行业趋势：期待供需紧平衡格局恢复，关注浆站拓展及行业并购

供给端：关注“十五五”浆站扩张情况，行业并购整合趋势显现

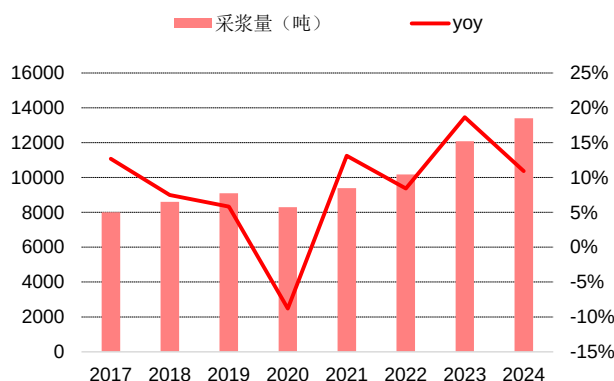
血制品供给端持续扩容，浆站数量及采浆量显著增长。整体来看，国内浆站数量在“十二五”期间内快速增加，从 2012 年的 151 家执业浆站增加到 2017 年的 249 家执业浆站，CAGR 为 11%；“十三五”期间浆站审批趋紧，截至 2020 年国内共有 267 家执业浆站，年采浆规模 9000 余吨。“十四五”期间，各省对新批浆站的限制将有所放松，浆站数量及采浆量迎来进一步增长。截至 2024 年末，我国拥有在营浆站约 337 家，2024 年行业采浆量 13400 吨，同比增长 10.9%。

图 95: 国内单采血浆浆站数量及增速



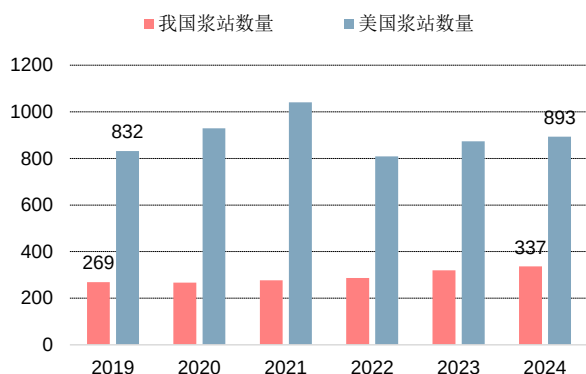
数据来源: 博雅生物 2023-2024 年报, 中信建投证券

图 96: 国内单采血浆浆站采浆量及增速

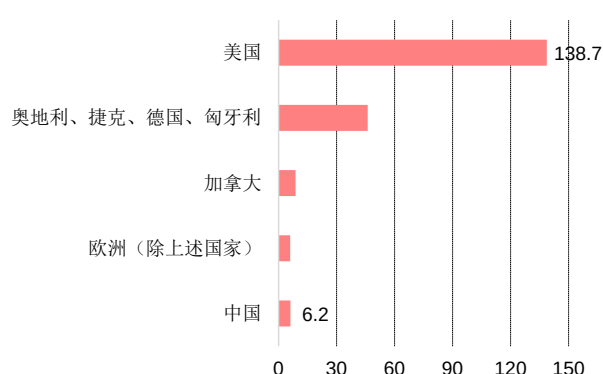


数据来源: 博雅生物 2023-2024 年报, 中信建投证券

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 97: 我国与美国浆站数量对比


数据来源: 博雅生物公告, 中信建投证券

图 98: 2019 年各国人均献浆量 (L)


数据来源: 上海莱士公告, 中信建投证券

“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 5 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 78: 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	主要内容	“十四五”期浆站新增数量
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）

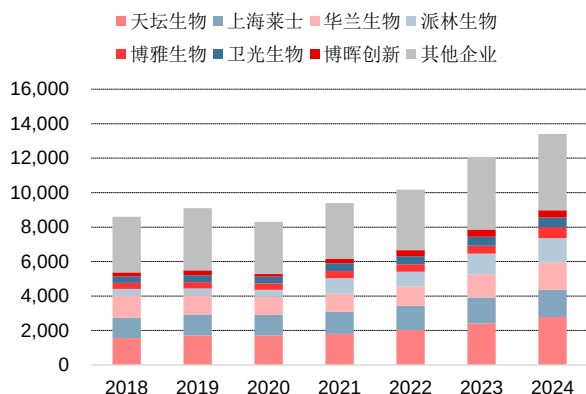
请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

表 78: 部分省份“十四五”及“十五五”期间浆站规划及新增浆站情况

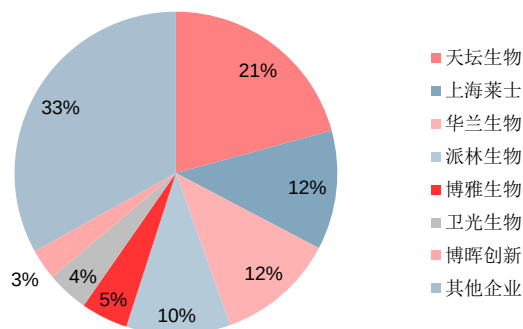
省份	时间	文件	主要内容	“十四五”期浆站新增数量
无明确表示不新设血浆站省份: 如山东省、河北省、河南省、甘肃（18，天坛生物），河南（7，华兰生物），湖北（5，天坛生物），陕西省、福建省等省份无明确十四五期间不增设单采血浆站，山西（1 博雅生物，1 山西康宝），重庆（2 华兰生物），江苏（1，天坛生物具备新站建设可能性。				
明确表示不新设血浆站省份: 广东省、四川省、海南省、黑龙江省、湖南省等省份明确表示不新增血浆站。主要由于这些省份前期已完成新设浆站规划（如广东省十三五期间新设浆站 12 个），区域内采浆能力已饱和，故十四五期间不新设浆站。				

资料来源：各地卫健委官网，中信建投证券

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 99: 血制品行业近年来各企业采浆量（吨）


数据来源：公司公告，中信建投证券。注：部分企业未披露采浆量具体数据，为中信建投估算

图 100: 血制品行业 2024 采浆量竞争格局


数据来源：公司公告，中信建投证券

表 79: 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整体方案。 ➢ 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	陕西省人民政	➢ 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

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

表 79: 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
	伙企业、浙江民营企业联合投资股份有限公司	府国有资产监督管理委员会	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，胜帮英豪成为公司控股股东，公司实际控制人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	李冠峰	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。
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》。

资料来源：各公司公告，中信建投证券

需求端：白蛋白短期承压，静丙等产品需求增长空间广阔

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

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

现持续增长趋势：

1) 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。

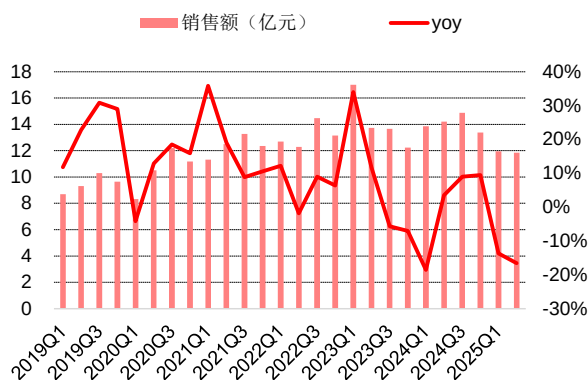
2) 临床认知与治疗场景拓展：疫情期间，静丙被纳入多版临床指南，用于重症感染、免疫调节等场景，医生和患者对静丙的用途得到进一步提升，推动需求拓展。

3) 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。

4) 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。

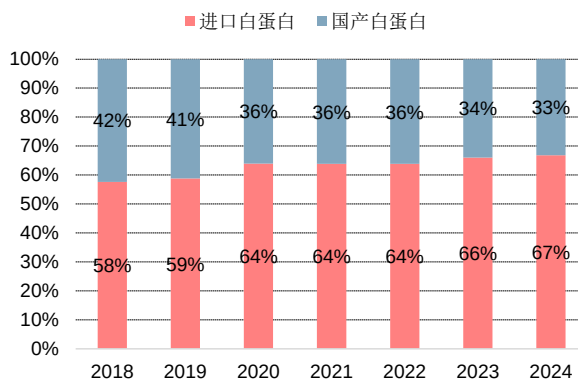
需求减弱及进口产品冲击影响白蛋白价格，期待供需恢复平衡。2024 年底以来，医保 DRG/DIP 支付方式改革深化，医院严格执行人血白蛋白医保报销条件，导致院内白蛋白用量受到不利影响，需求端有所减弱。在控费压力下，医院倾向选择低价产品，推动国产与进口品牌价格下行。此外，由于 2024 年起进口白蛋白批签发量有所增加，造成供给端相对充裕，对国产品种市场份额造成不利影响，企业为争夺市场份额启动降价策略，导致白蛋白价格承压。预计随着诊疗需求逐步增长，叠加 2025 年以来采浆量增速放缓，产品供需有望恢复平衡，价格水平预计逐步企稳。

图 101: 国内白蛋白样本医院各季度销售额及同比增速



数据来源：PDB，中信建投证券

图 102: 近年来我国进口及国产白蛋白签发批次占比

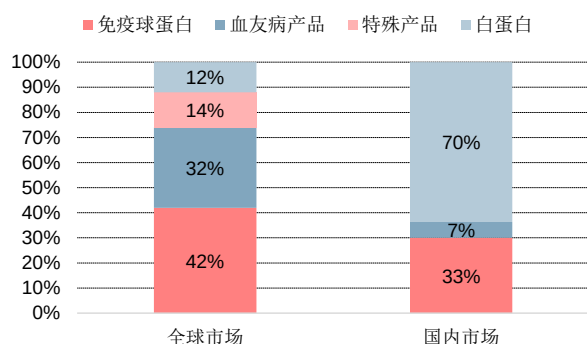


数据来源：中检院，中信建投证券

静丙：需求端提升空间广阔，新品研发持续推进

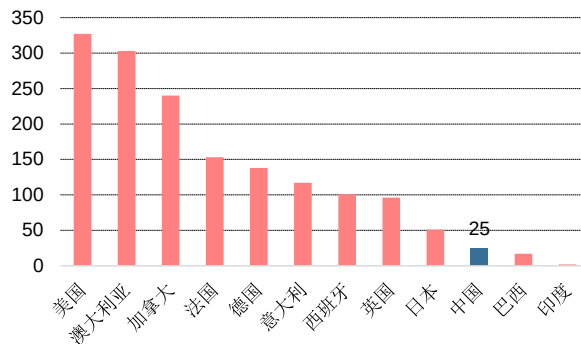
全球血制品市场以免疫球蛋白类产品为主，国内人均用量提升空间广阔。根据 CSL 公司投资者日数据，2022 年全球血制品市场规模约为 380 亿美元，其中免疫球蛋白类产品的市场规模实现快速增长，2022 年达到 159 亿美元，占比 42%。免疫球蛋白类产品成为全球血制品市场的最主要产品。与海外相比，国内血制品消费结构有较大差距，仍以白蛋白为主。在血制品人均用量上，中国居民免疫球蛋白人均年消耗量远小于美国、澳大利亚等发达国家，预计随着医疗需求持续增长，叠加各厂家加大学术推广教育，静丙在疾病治疗中的作用逐渐为医生和患者所认识，其成长空间有望被打开，人均血制品使用量未来还有较大提升空间。

图 103: 2022 年全球血液制品市场结构



数据来源: CSL 投资者日资料, 中信建投证券

图 104: 2022 年部分国家人均免疫球蛋白使用量(g/10 万人)



数据来源: CSL 投资者日资料, 中信建投证券

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 80: 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
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）	尚未招募	成都蓉生药业有限责任公司	III 期	2025/3/7

资料来源: Insight, 中信建投证券

表 81: 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

资料来源: Insight, 中信建投证券

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 82: 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
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

资料来源: insight, 中信建投证券

表 83: 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
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

资料来源: insight, 中信建投证券

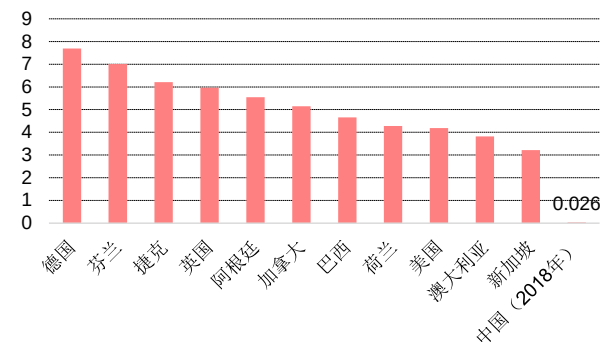
因子类产品：VIII 因子和纤原人均用量有望持续提升

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 105: 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)]

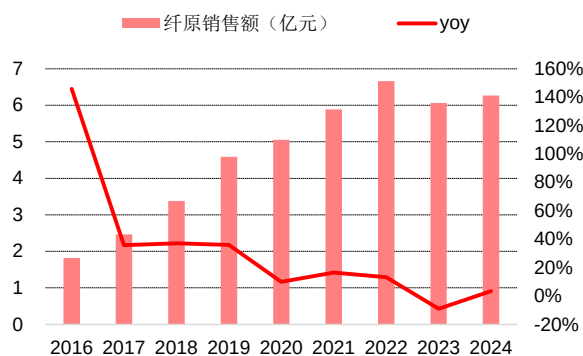
数据来源: 血友病 A 诊疗指南 (2022 年版), 中信建投证券

图 106: 2022 年各国人均 VIII 因子使用量 (IU)


数据来源: World Federation of Hemophilia, 中信建投证券

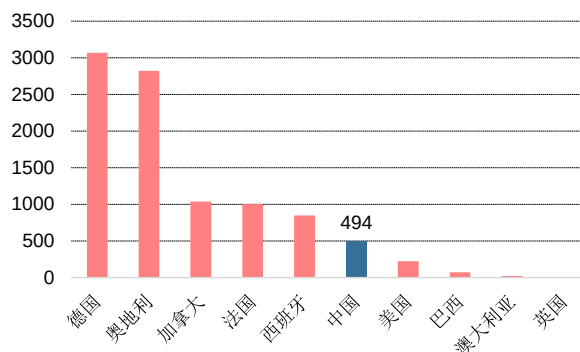
纤原销售额近年来快速增长，人均用量仍有增长空间。2014~2022 年纤原在样本医院销售额实现快速增长，年复合增长率 32.8%。其快速增长离不开博雅生物、上海莱士等纤原行业龙头近年来持续加强学术营销能力建设，提高医生对产品认知，从而推动纤原产品在临床中的使用。2023 年纤原样本医院销售额 6.06 亿元，同比下降 9.0%，其下降主要由于 2023 年企业销售推广活动受到不利影响，以及部分企业产品受集采影响，价格下降所致。2024 年纤原原样本医院销售额 6.27 亿元，同比有所增长。我国纤原人均使用量较发达国家仍有较大差距，预计随着企业持续加强学术推广，医生认知度提高，国内纤原人均用量仍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

图 107: 近年来国内纤原样本医院销售额及增速



数据来源: PDB, 中信建投证券

图 108: 2019 年纤原人均使用量 (g/千人)



数据来源: Grifols, 中信建投证券

血制品提取种类有望进一步增加，带动吨浆利润持续提升。目前，国外血制品企业产品的品种已由最初的人血白蛋白发展到人血白蛋白、免疫球蛋白、凝血因子类、微量蛋白等 20 多个品种，CSL（杰特贝林）、武田等国际巨头能从血浆中提取 20 多种蛋白因子，而国内血制品企业品种最多能提取 14 种。随着国内血制品企业逐步重视研发工作，积极拓展血制品种类，国内血制品品种有望进一步丰富，不仅可以满足更多患者的需求，也能带动盈利能力进一步提升。

表 84: 部分国内尚未上市的血制品种类

类型	产品	获批适应症	国外已上市产品	生产厂家	国内在研厂家
免疫球蛋白	皮下注射人免疫球蛋白 (SCIG)	原发性免疫缺陷, X 连锁无丙种球蛋白血症, 慢性炎症性脱髓鞘性多发	HIZENTRA	CSL	天坛生物: 已提交上市申请
		性神经病, 肌无力, 运动障碍, 免疫性血小板减少症	Gamunex-C, XEMBIFY	Grifols	
			HYQVIA	Baxter	
	抗 RHD 人免疫球蛋白	预防 RhD 阴性母亲若怀到 RhD 阳性胎儿时可能引起的同种免疫反应	Rhophylac	CSL Behring	-
C1 酯酶抑制剂	皮下注射型 C1 酯酶抑制剂	遗传性血管性水肿	HAEGARDA	CSL	博雅生物
			PROLASTIN-C	Grifols	
	静脉注射型 C1 酯酶抑制剂	遗传性血管性水肿	CINRYZE	武田制药	
α -1 蛋白酶抑制剂	α -1 抗胰蛋白酶抑制剂	α -1 抗胰蛋白酶缺乏症	ZEMAIRA	CSL	-
			GLASSIA	武田制药	
凝血因子	人抗凝血酶 (AT III)	抗凝血酶缺乏	ANBINEX,	Grifols	泰邦生物

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

表 84: 部分国内尚未上市的血制品种类

类型	产品	获批适应症	国外已上市产品	生产厂家	国内在研厂家
类产品			Thrombate III		
			KYBERNIN P	CSL	
	FVIII/vWF 复合物	甲型血友病，血管性血友病	IMMUNATE	Baxter	
	人蛋白 C	蛋白 C 缺乏	CEPROTIN	Baxter	

资料来源：公司公告，中信建投证券

血制品行业展望：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。

表 85: 国内血制品企业梳理

企业名称	大股东	实际控制人	成立时间	浆站数量*	血制品种类数量
北京天坛生物制品股份有限公司	中国生物技术股份有限公司	国务院国有资产监督管理委员会	1998 年	107（在营 85 个）	12
上海莱士血液制品股份有限公司	海盈康（青岛）医疗科技有限公司	海尔集团公司	1988 年	55	12
华兰生物工程股份有限公司	安康	安康	1992 年	34	11
深圳市卫光生物制品股份有限公司	深圳市光明区国有资产监督管理局	拟变更为中国医药集团有限公司	1986 年	9	11
泰邦生物集团公司	Centurium Capital Partners 2018, L.P.	Centurium Capital Partners 2018, L.P.（疑似）	2002 年	约 27	10
派斯双林生物制药股份有限公司	拟变更为中国生物技术股份有限公司	拟变更为中国医药集团有限公司	1995 年	38（在营 36 个）	10
四川远大蜀阳药业有限责任公司	远大生命科学集团有限公司	中国远大集团有限责任公司	1985 年	17	10
华润博雅生物制药集团股份有限公司	华润医药控股有限公司	国务院国有资产监督管理委员会	1993 年	16	9
北京博晖创新生物技术	杜江涛	杜江涛、郝虹	2001 年	23（在营	7

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

表 85: 国内血制品企业梳理

企业名称	大股东	实际控制人	成立时间	浆站数量*	血制品种类数量
集团股份有限公司				16 个)	
山西康宝生物制品股份有限公司	长治市国有资产管理局	长治市国有资产管理局	1995 年	12	6
新疆德源生物工程有限公司	吕献忠	吕献忠（疑似）	1994 年	17	3
广东丹霞生物制药有限公司	深圳市高特佳前海优享投资合伙企业（有限合伙）	深圳市高特佳投资集团有限公司	2002 年	17（在营 9 个）	2
格林血液制品（辽宁）有限公司	格林生物集团有限公司	周延（疑似）	2009 年	1	2
诺一生物医药股份有限公司	中国新兴集团总公司	中国新兴集团总公司	1989 年	4	0

资料来源：公司公告，公司官网，中信建投证券

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 86: 血制品行业建议关注标的

公司	2024 年 采浆量	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	17.35	22.66	23.96	3.97	5.53	6.21	24.8
华兰生物	1342.32	34	34	43.79	49.11	54.69	10.88	12.42	14.11	24.7
卫光生物	562	9	9	12.03	13.10	14.09	2.54	2.85	3.18	23.2

资料来源：公司公告，Wind，中信建投证券

表 87: 血制品行业建议关注标的的核心要点

公司	核心要点
博雅生物	1) 核心产品销售保持稳健，PCC 及 VIII 因子带动业绩增长。2) 2024 年采浆量实现稳健增长，看好华润赋能下后续浆站获取能力；3) 持续提升绿十字经营能力，贡献业绩增量；未来有望顺应行业并购整合趋势；4) 层析静丙获批上市，研发管线持续推进。
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

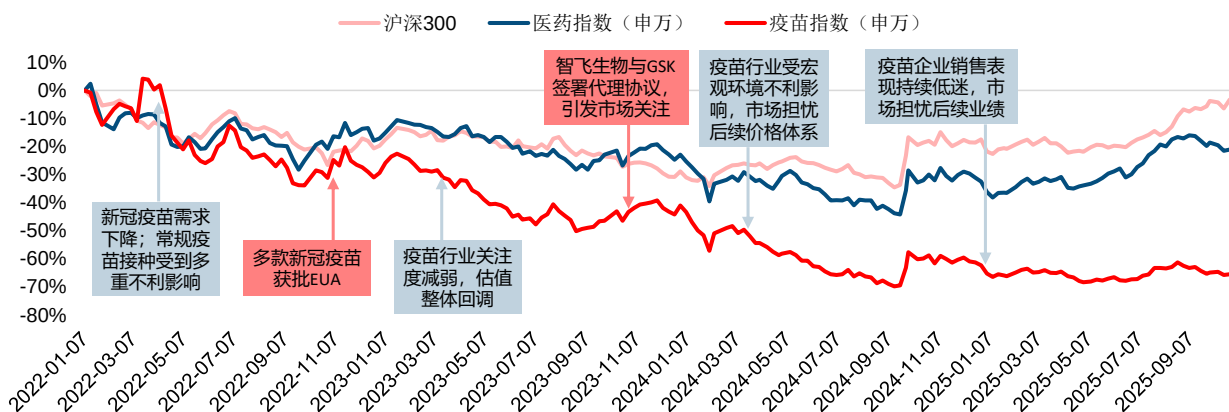
资料来源：公司公告，中信建投证券

疫苗：经营持续承压，期待销售环比改善及新品贡献

行业表现：历经多年发展，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%）。

图 109：近年来国内疫苗指数变化复盘



数据来源：Wind，中信建投证券

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 88：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%

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

表 88: 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
扣非净利润增速	-1.2%	-4.4%	-11.1%	-19.2%	-51.7%	-57.4%	-65.6%	-73.8%	-118.5%	-119.5%	-132.5%

资料来源: Wind, 中信建投证券

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 89: 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%

资料来源: Wind, 中信建投证券

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，叠加人二倍体狂犬、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 90: 疫苗板块部分企业季度收入增速（累计）

项目	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%

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

表 90: 疫苗板块部分企业季度收入增速（累计）

项目	2023Y				2024Y				2025Y		
	Q1	1H	Q1-3	Q1-4	Q1	1H	Q1-3	Q1-4	Q1	1H	Q1-3
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%

资料来源: Wind, 中信建投证券

表 91: 疫苗板块部分企业季度扣非净利润增速（累计）

项目	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%

资料来源: Wind, 中信建投证券

国内疫苗研发竞争激烈，看好创新品种未来格局及研发进展

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 92: 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

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

表 92: 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
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			艾棣维欣、三叶草生物、迈科康生物、神州细
毒 (RSV) 疫苗	-	-	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

资料来源：公司公告，中信建投证券

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，以及带状疱疹疫苗、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，如金葡菌疫苗、诺如病毒疫苗、幽门螺杆菌疫苗等管线。

表 93: 国内处于临床阶段的部分疫苗产品管线

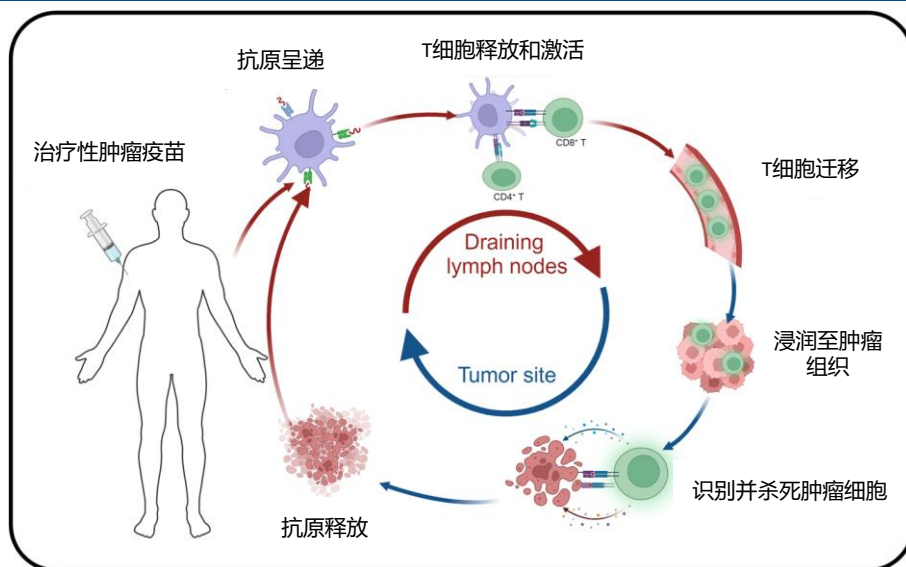
品种	企业	技术路线	研发进度
更高价肺炎球菌结合疫苗	PCV15 智飞生物	多糖结合疫苗	上市申请中
	万泰生物、微超生物		临床 I 期
	PCV20 康泰生物	多糖结合疫苗	批准临床（2024 年 4 月）
	艾美生物		临床申请中
	PCV24 瑞宙生物、坤力生物	多糖结合疫苗	临床 II 期
	科兴生物		临床 I 期
	PCV26 智飞生物	多糖结合疫苗	获批临床（2024 年 4 月）
广谱肺炎蛋白疫苗	PBPV 康希诺	蛋白疫苗	临床 I 期（已完成）
呼吸道合胞病毒疫苗	艾棣维欣	重组蛋白	临床 II 期
	三叶草生物	重组蛋白	临床 I 期
	深信生物	重组蛋白	临床 I 期（美国），临床申请中（国内）
	圣诺医药（达冕生物）	mRNA 疫苗	批准临床（美国）
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 II 期
	远大赛威信	重组蛋白	临床 I 期
	六价 康华生物	重组蛋白	临床 I 期（澳洲）、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、因诺纬克生物、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

资料来源：公司公告，Insight，中信建投证券

肿瘤治疗性疫苗：疫苗适应症拓展热点领域

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。

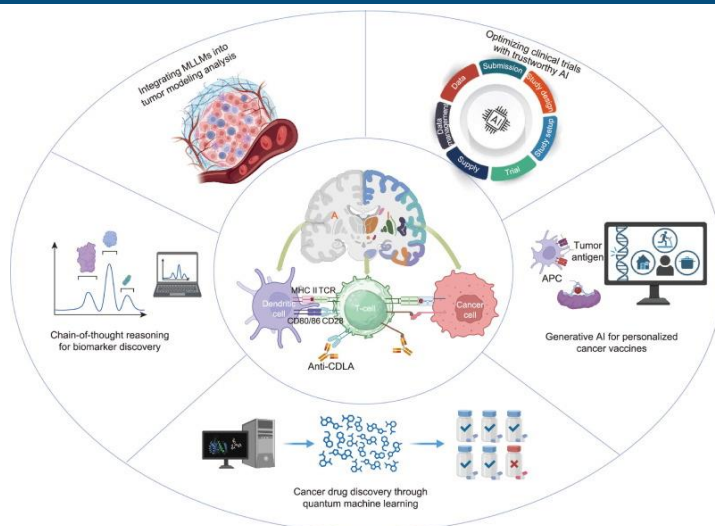
图 110: 体内肿瘤疫苗的作用机制



数据来源: Nature Review, 中信建投证券

AI技术应用有助于加速肿瘤疫苗开发。人工智能（AI）的应用对肿瘤领域的治疗和研究具有重大影响。通过数据驱动的模式识别，AI已被证明有助于检测突变和解开复杂的基因组特征。现代免疫学和数据科学的整合也为疫苗开发引入了创新的分析方法。AI可以协助特征提取和模型训练，以预测患者特异性癌症抗原。通过复杂的算法，人工智能可以优化和完善这些抗原，指导疫苗配方，并支持临床试验设计，从而有可能实现更加个性化的疫苗接种策略。

图 111: 新型人工智能在肿瘤免疫治疗中的应用策略



数据来源: Nature Review, 中信建投证券

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。

图 112: 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 (个性化肿瘤新抗原疫苗)	mRNA	黑色素瘤、非小细胞肺癌、皮肤鳞状细胞癌 肾细胞癌、膀胱癌					
	mRNA-359	mRNA	检查点疫苗					
BioNTech	BNT111	mRNA	进展期黑色素瘤					
	BNT113	mRNA	转移或复发性 HPV16+ 头颈癌					
	BNT112	mRNA	转移性/局部前列腺癌					
	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	进展期黑色素瘤（一线）					
			结肠癌辅助治疗					
			胰腺导管腺癌辅助治疗 多种实体肿瘤					

数据来源：公司公告，中信建投证券

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 94: 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

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

表 94: 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
阿法纳生物/安科生物	AFN0328	-	mRNA	宫颈上皮内瘤变	临床 I 期	CTR20244013
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
百逸博远生物	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 IIT 临床	-
威斯克生物	WSK-IM02	-	DNA	-	临床申请	CXSL2500615

资料来源: Insight, 中信建投证券

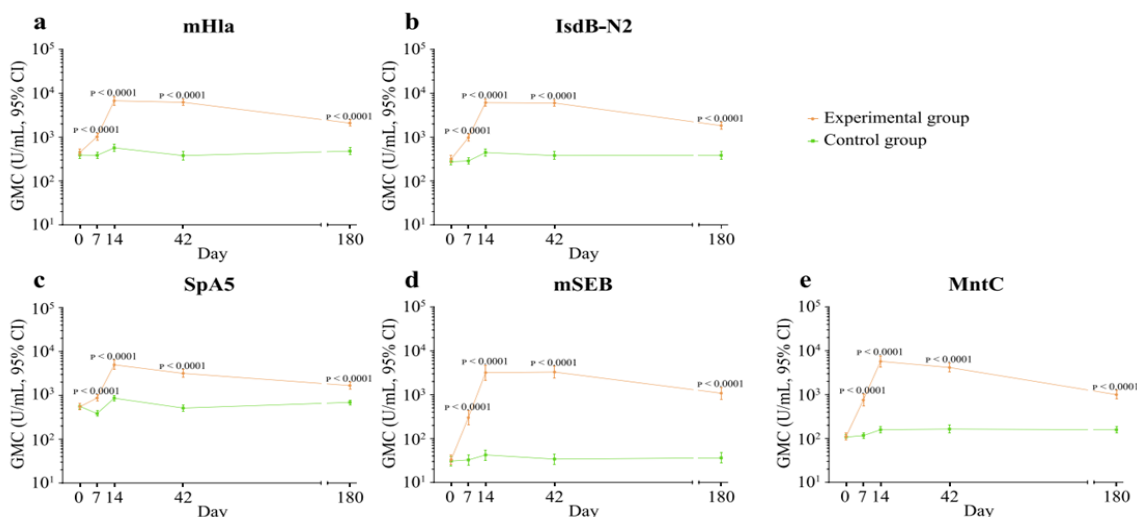
创新疫苗适应症持续拓展, 后续进展值得关注

金葡萄菌疫苗: 控制耐药菌感染的有效手段, 欧林生物处于临床 III 期。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。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。

欧林生物金葡萄菌疫苗临床 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。

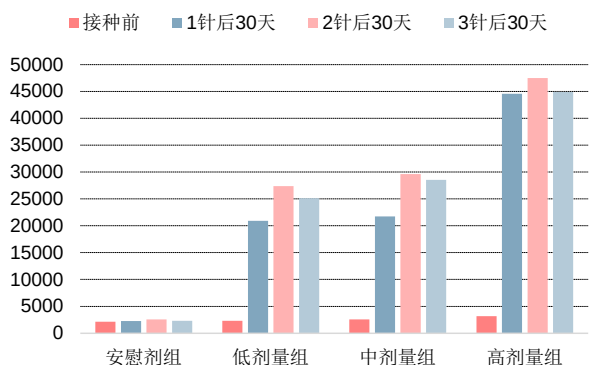
图 113: 欧林生物金葡菌疫苗接种前后抗原特异性结合抗体表达水平



数据来源: Vaccines, 中信建投证券

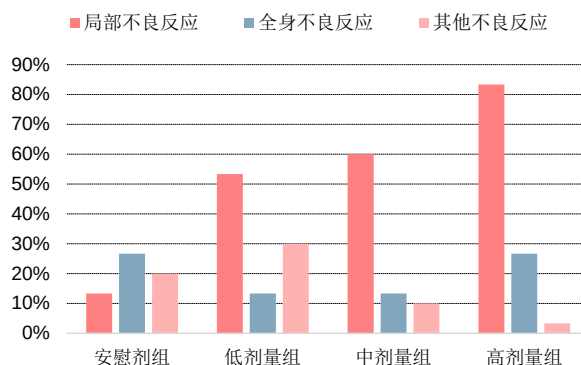
PBPV: 实现广阔血清型覆盖率，康希诺 PBPV 临床 I 期结果积极。康希诺自主研发的 PBPV（肺炎球菌蛋白疫苗）采用基于肺炎球菌表面蛋白 A（PspA，一种几乎所有肺炎球菌表达的高度保守蛋白）为抗原。与现有肺炎疫苗相比，PBPV 具有更高血清覆盖率（至少 98% 的肺炎球菌株覆盖率），可以有效防止“血清型替代”的产生。同时本产品生产工艺更为简便，易于放大和质量控制。PBPV 还可诱导 T 细胞依赖性免疫反应，对婴儿和老年人预计都有良好的免疫反应。康希诺开展了针对 PBPV 的 Ia 期及 Ib 期临床研究，结果表明，PBPV 在成人及老年人中具有良好安全性，单剂接种即可诱导显著的结合抗体，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 114: PBPV 接种于 18-49 岁成年人后产生的 GMT 水平



数据来源: Vaccines, 中信建投证券

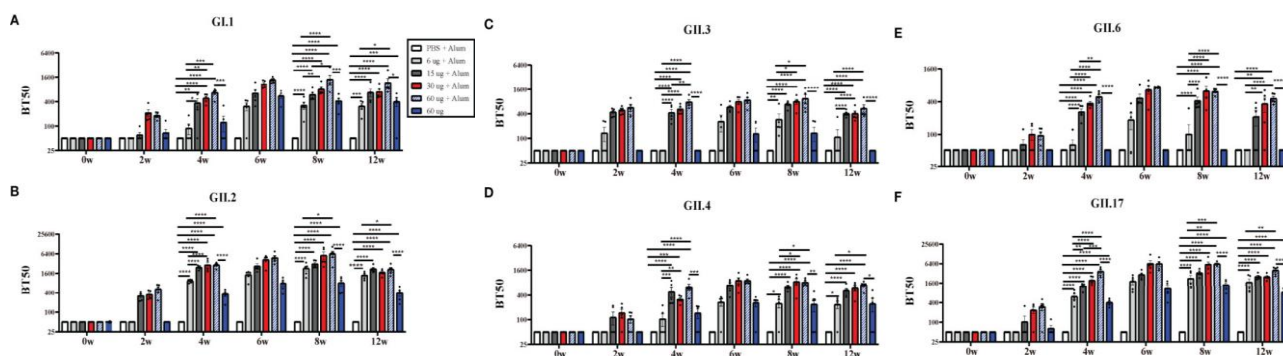
图 115: PBPV 接种于 18-49 岁成年人后各类不良反应发生率



数据来源: Vaccines, 中信建投证券

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 116: 不同剂量的 Hexa-VLPs 剂量可诱导特异性阻断抗体反应



数据来源: Front Immunol., 中信建投证券

康泰生物布局肺炎克雷伯菌疫苗, 填补全球研发空白。肺炎克雷伯菌是临床中耐药性与致病力极强的细菌之一, 尤其是对碳青霉烯类抗生素耐药的肺炎克雷伯菌 (CRKP), 几乎对目前所有一二线抗生素耐药。世界卫生组织发布的《2024 年细菌类重点病原体目录》中, 碳青霉烯耐药肺炎克雷伯菌被列为关键优先级。2025 年 8 月, 康泰生物与陆军军医大学邹全明教授团队签署肺炎克雷伯菌疫苗项目技术转让合同, 转化金额 5.3 亿元, 按里程碑付款。目前已经完成成药性研究和初步安全性评价, 在肺炎模型中对肺炎克雷伯菌临床菌株感染的保护率稳定大于 80%, 具有良好的有效性及广谱性。

图 117: WHO 2024 年更新的细菌优先病原体清单

关键优先级细菌	高度优先级细菌	中度优先级细菌
- 耐碳青霉烯类鲍曼不动杆菌 - 耐第三代头孢菌素类肠杆菌目细菌； - 耐碳青霉烯类肠杆菌目细菌； - 耐利福平结核分枝杆菌	- 耐氟喹诺酮类伤寒沙门菌； - 耐氟喹诺酮类志贺菌； - 耐万古霉素屎肠球菌； - 耐碳青霉烯类铜绿假单胞菌 - 耐氟喹诺酮类非伤寒沙门菌 - 耐第三代头孢菌素类和/或耐氟喹诺酮类淋病奈瑟菌 - 耐甲氧西林金黄色葡萄球菌	- 耐大环内酯类A群链球菌； - 耐大环内酯类肺炎链球菌； - 耐氨苄西林流感嗜血杆菌； - 耐青霉素B群链球菌

数据来源：WHO，中信建投证券。注：肺炎克雷伯菌是肠杆菌目、肠杆菌科、科克雷伯氏菌属的一种

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 95: 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 ➢ 有效扩大社会保障覆盖面。 ➢ 加强低收入群体兜底帮扶。	四、提升多样化社会服务可及性 ➢ 发展群众家门口的社区服务。 ➢ 提高多样化生活服务品质。 ➢ 促进包容共享发展。
二、提高基本公共服务均衡性 ➢ 全方位提高基本公共服务质效。 ➢ 推行由常住地提供基本公共服务。	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。
三、扩大基础民生服务普惠性 ➢ 推动教育资源扩优提质。 ➢ 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。 ➢ 大力发展“一老一小”普惠服务。	

资料来源：中共中央办公厅，国务院办公厅，中信建投证券

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 118: 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

数据来源：国家医保局，中信建投证券

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 96: 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

资料来源：国家医保局，中信建投证券

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 97: 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

资料来源：国家医保局，中信建投证券

疫苗出海：产品销售&技术授权并重，推动国际化进程

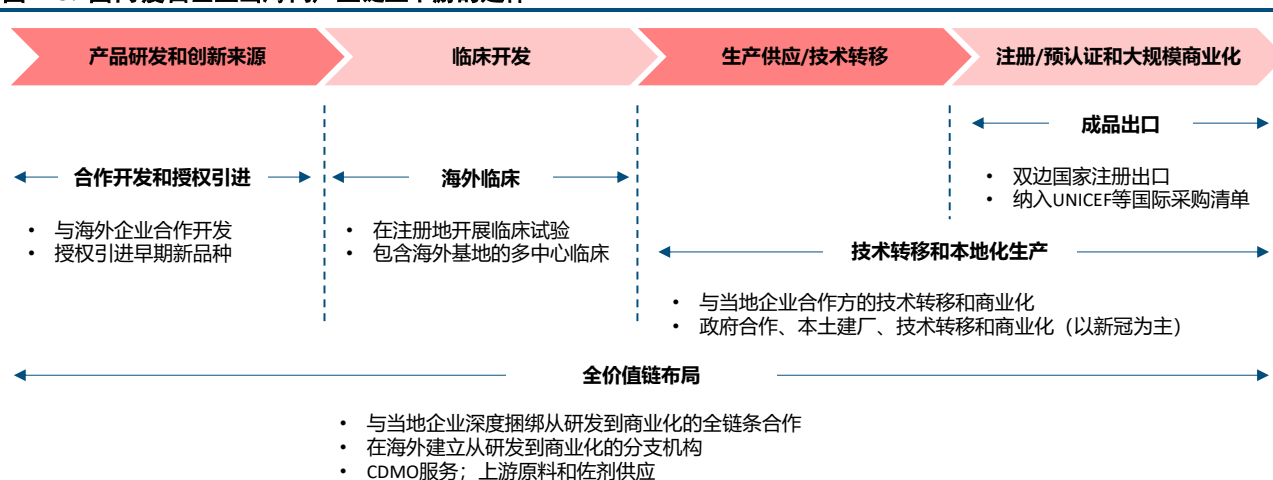
疫苗行业国际化进入方式多元化，成品出口为目前主流方式。企业进入国际市场的过程就是企业将其自身拥有的产品及资源，比如技术、资金、自身品牌或者管理经验等，通过多种方式进入目标国家或地区的过程。按照目前国内疫苗企业的出海进度，较为主流且成熟度较高的方式主要有两种：1）成品双边出口；2）国际组织采购及非市场驱动的产品出口（如当地政府采购）。此外，还有技术转移和本地化生产、授权引进产品、对外授权等多种方式。

表 98: 国内疫苗企业主要的出海路径

出海路径类型	具体路径
充分验证，已有企业跑通	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，如沃森生物、康泰生物、康希诺、欧林生物等 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
有一定验证，领头企业有所尝试，有待下一步夯实	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 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
有待验证，但已有企业讨论和推动	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 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

资料来源：中国疫苗行业协会，国际市场营销，中信建投证券

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。

图 119: 国内疫苗企业出海向产业链上下游的延伸


数据来源：中国疫苗行业协会，中信建投证券

产品出海未来有望加速，国际化模式趋于多元。受限于 PQ 认证和政策限制，目前我国企业开展国际化策略主要以出口疫苗成品为主，出口金额及数量相对较小。随着企业在新冠疫情期间积累了丰富的国际化经验和资源，对国际化的重视程度提高，加之 2022 年 8 月 WHO 宣布中国通过标准升级后的疫苗国家监管体系（NRA）评估，我国疫苗体系与国际进一步接轨，产品出海未来有望加速。且未来国际化模式将趋于多元，从成品供应向本地化生产转移，以及合作开发和授权引进方向实现更多拓展。

图 120: 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
	吸入疫苗技术、流脑疫苗	印度尼西亚	PT Etana	技术及成品出口
百克生物	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：公司公告，中信建投证券

疫苗行业展望：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。

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 99: 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
----	------	----------	-----------	----

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

		2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	(2025E)
康泰生物	PCV13、百白破-Hib 四联苗、乙肝疫苗、人二倍体狂犬苗	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

资料来源：公司公告，Wind，中信建投证券

表 100: 疫苗行业建议关注标的核心要点

公司	核心要点
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) 二倍体狂犬苗贡献业绩新增量，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，奠基长期增长。
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。

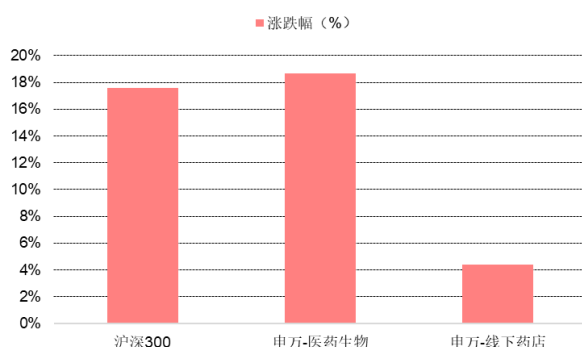
资料来源：公司公告，Wind，中信建投证券

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

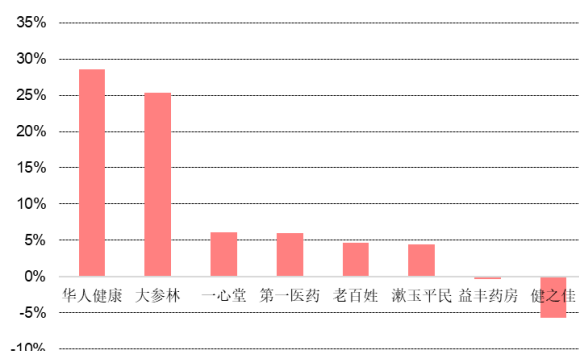
前期股价反应充分，多因素催化股价。2024 年，受比价、医保飞检等因素影响，药店上市公司前期股价反应较为充分。2025 年以来，由于创新药及科技板块表现较好，药店板块仍在出清阶段，截至 11 月 6 日，申万线下药店指数上涨 4.37%，跑输医药生物指数（18.65%）及沪深 300 指数（17.59%），其中如大参林受业绩加速释放催化，估值大幅提升，股价涨幅达到 25.3%。

图 121: 2025 年以来指数收益率对比



数据来源：wind，中信建投 注：涨跌幅截至 2025.11.6

图 122: 2025 年以来药店上市公司股价收益率对比



数据来源：wind，中信建投 注：涨跌幅截至 2025.11.6

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 101: 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%

资料来源：wind，中信建投证券

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 102: 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%

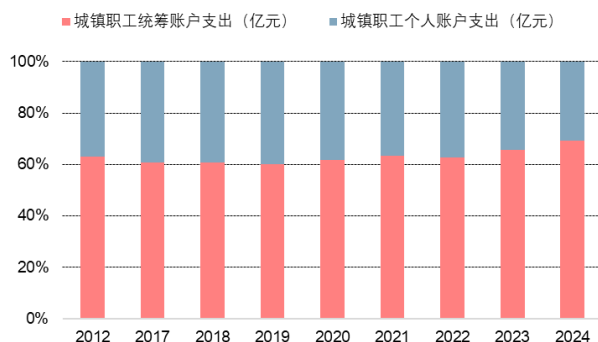
资料来源: wind, 中信建投证券

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：

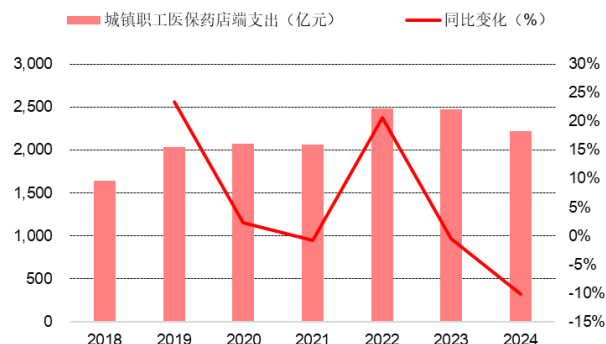
1) 资金面有望环比向好，关注统筹变化。2012 年到 2022 年，职工医保中个人账户收入占职工医保收入的比例长期在 38% 左右波动，2023 年个账改革后，个账收入占比下降至 27.7%，24 年进一步下降至 26.8%，我们认为后续有望维持在 25% 左右。支出端方面，个账资金支出占城镇职工医疗保险支出比重从 2022 年的 37.3% 下降至 2023 年的 34.4%，并进一步下降至 2024 年的 30.9%，降幅低于收入端，主要由于个账过往结余较多，支出端变化更为缓慢。若仅看药店端情况，2023 年及 2024 年，城镇职工在药店端购药报销开支同比均有下降，且 2024 年降幅较大为 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 123: 中国城镇职工医疗保险支出结构



数据来源：国家医保局，中信建投 注：涨跌幅截至2025.05.31

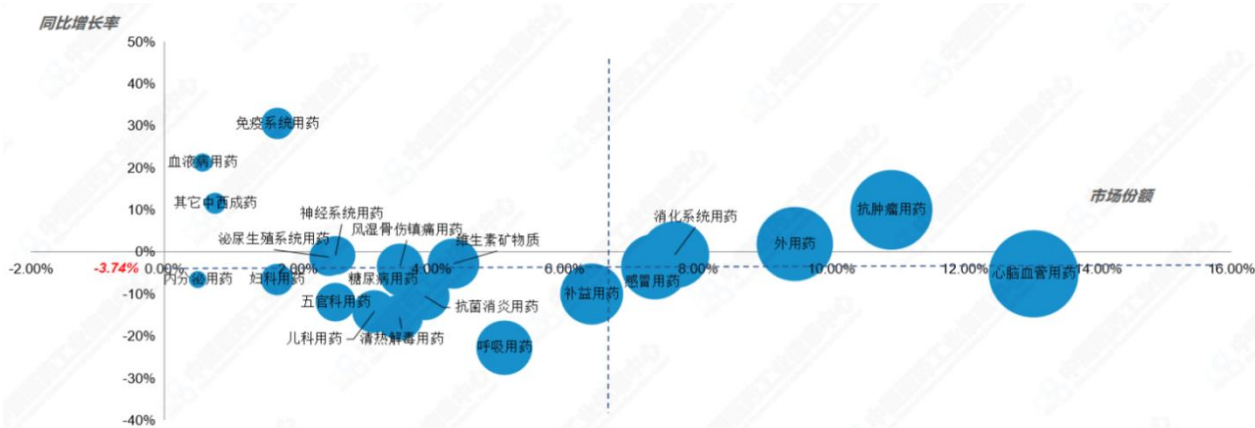
图 124: 城镇职工保险药店购药支出



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

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 125: 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



数据来源：中国药品零售数据库 RPDB，中国医药工业信息中心，中信建投

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 103: 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。

资料来源：国家医保局，国务院官网，中国药店，中信建投

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 104: 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

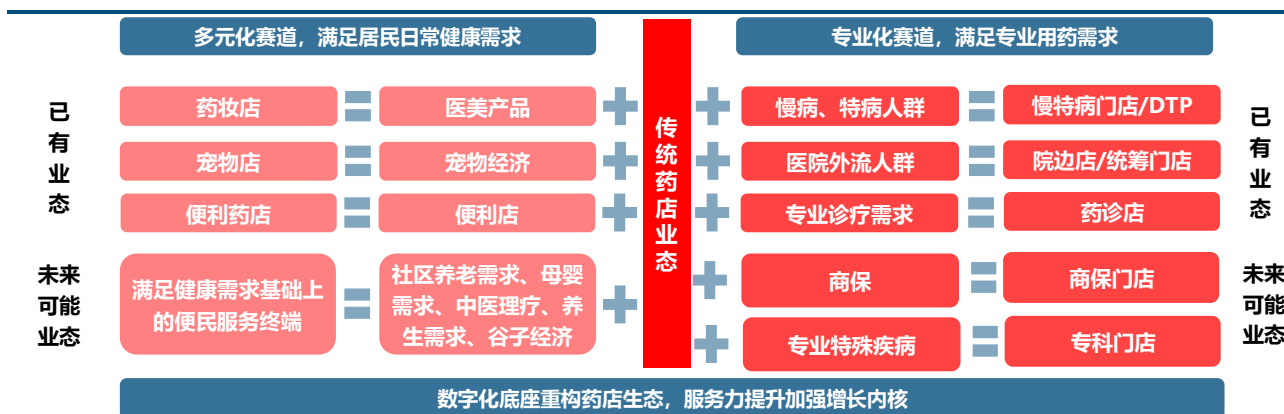
请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

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

资料来源：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

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，如美妆店、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 126: 中国药店转型方向



数据来源：公司公告，中信建投

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，药品高毛首推红利逐步削弱，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 105: 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	便利门店	便利门店	体验门店
	体验门店	体验门店	体验门店	便利门店
	适老化门店	适老化门店	适老化门店	热点商品门店
	热点商品门店	热点商品门店	热点商品门店	
聚焦年轻群体	药妆店	药妆店	药妆店	药妆店
	宠物店	宠物店	宠物店	宠物店
	运动门店	运动门店	运动门店	运动门店
	便利门店	便利门店	便利门店	便利门店
	体验门店	体验门店	体验门店	体验门店
	热点商品门店	热点商品门店	热点商品门店	热点商品门店
聚焦女性群体	药妆店	药妆店	药妆店	药妆店
	母婴店	母婴店	母婴店	母婴店
	宠物店	宠物店	宠物店	宠物店
	运动门店	运动门店	运动门店	运动门店
	便利门店	便利门店	便利门店	便利门店
	体验门店	体验门店	体验门店	体验门店
	热点商品门店	热点商品门店	热点商品门店	热点商品门店

资料来源：公司公告，中信建投证券

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。

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稳步落地，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，慢病人群数量或将继续增加，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。

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 106: 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。

资料来源：公司公告，中信建投证券

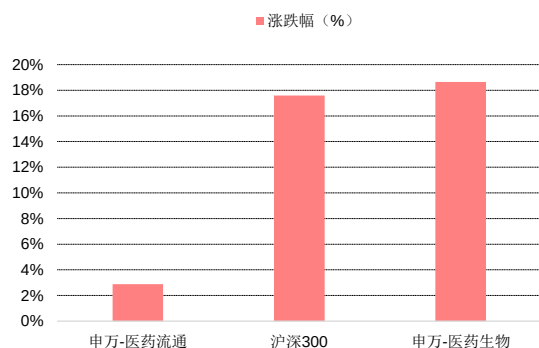
关注多元催化，聚焦头部企业。展望 2026 年，我们认为，随着行业合规程度逐步提升，溯源码稳步落地，部分中小药店或将加速淘汰，市场集中度有望进一步提升。同时，企业经营有望稳步向好，同店增长有望逐步恢复，带动头部企业收入端增速改善。此外，各家企业持续优化门店结构及商品结构，通过数字化手段稳步推进降本增效，公司盈利能力有望进一步改善。考虑到各家企业积极推进门店转型升级，头部企业估值有望进一步提升，我们持续看好益丰药房、大参林、一心堂、老百姓、健之佳。

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

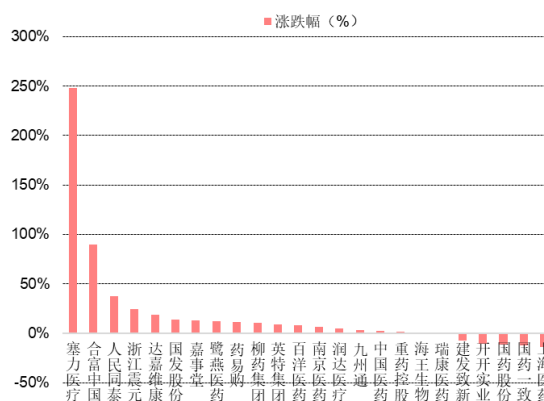
多因素影响，股价表现分化。2025 年以来，由于医保监管趋严、院内 DRGs 改革、应收账款拉长等多因素影响，截至 11 月 6 日，申万医药流通指数上涨 2.88%，跑输医药生物指数（18.65%）及沪深 300 指数（17.59%），但个股涨跌幅分化较大，其中如塞力医疗受 AI 医疗等因素催化，估值大幅提升，股价涨幅达到 248.06%。

图 127: 2025 年以来指数收益率对比



数据来源: wind, 中信建投 注: 涨跌幅截至 2025.11.6

图 128: 2025 年以来医药流通上市公司股价收益率对比



数据来源: wind, 中信建投 注: 涨跌幅截至 2025.11.6

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 107: 医药流通板块增速统计（单季度）

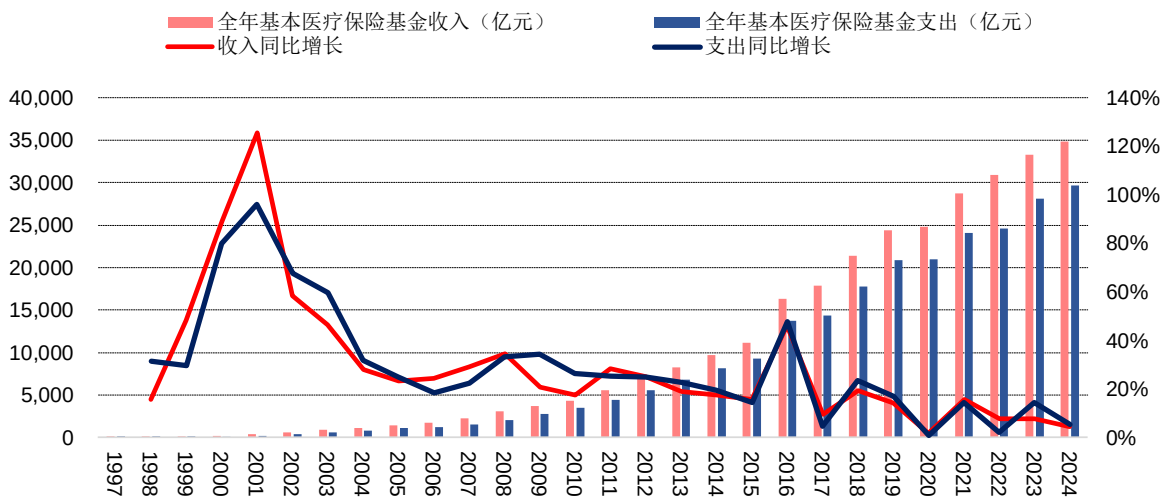
	2023Y					2024Y					2025Y		
	Q1	Q2	Q3	Q4	合计	Q1	Q2	Q3	Q4	合计	Q1	Q2	Q3
营业收入增速	16.0%	14.7%	1.8%	4.9%	8.3%	0.9%	-1.2%	3.6%	0.1%	1.0%	-0.9%	2.1%	2.5%
归母净利润增速	20.5%	-22.6%	-1.9%	-5.8%	-5.2%	1.5%	-3.9%	-1.8%	-21.5%	-5.1%	2.9%	32.6%	-14.1%
扣非归母净利润增速	16.4%	-10.2%	-1.5%	5.2%	1.4%	0.4%	3.0%	-2.1%	-56.4%	-9.6%	-7.0%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

资料来源: wind, 中信建投证券

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。

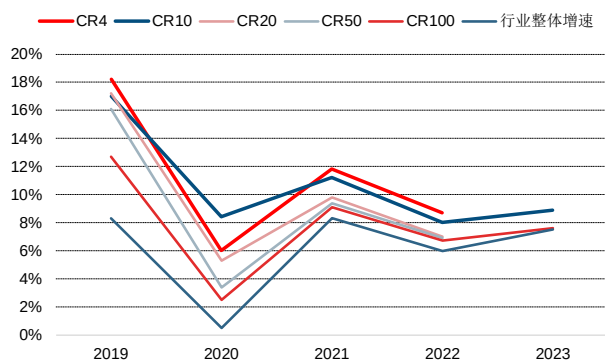
图 129：中国基本医疗保险收入及支出情况



数据来源：医保局官网，中信建投

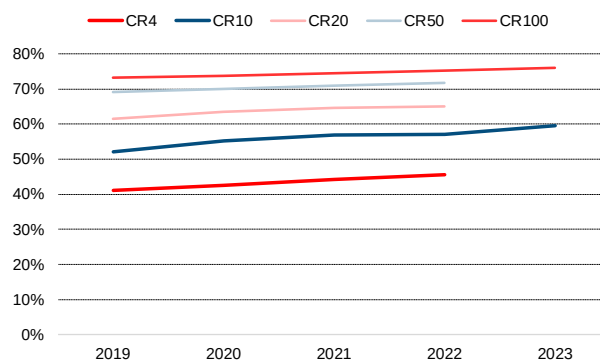
新进入门槛较高，行业集中度仍有提升空间。2023年，中国前100位药品流通企业主营业务收入占全国医药市场总规模的76%，其中国药集团、上海医药、华润医药、九州通、重庆医药及中国医药联合体等5家全国龙头企业收入占比达到51.3%，同比提升1.5个百分点。我们认为，目前国内医药流通行业新进入者经营难度较大，在集采扩面、规模优势凸显、医院端需求转型等多个因素影响下，头部企业经营优势进一步放大，市场集中度有望加速提升。

图 130：中国医药流通市场各层级企业收入增速



数据来源：商务部，中信建投证券

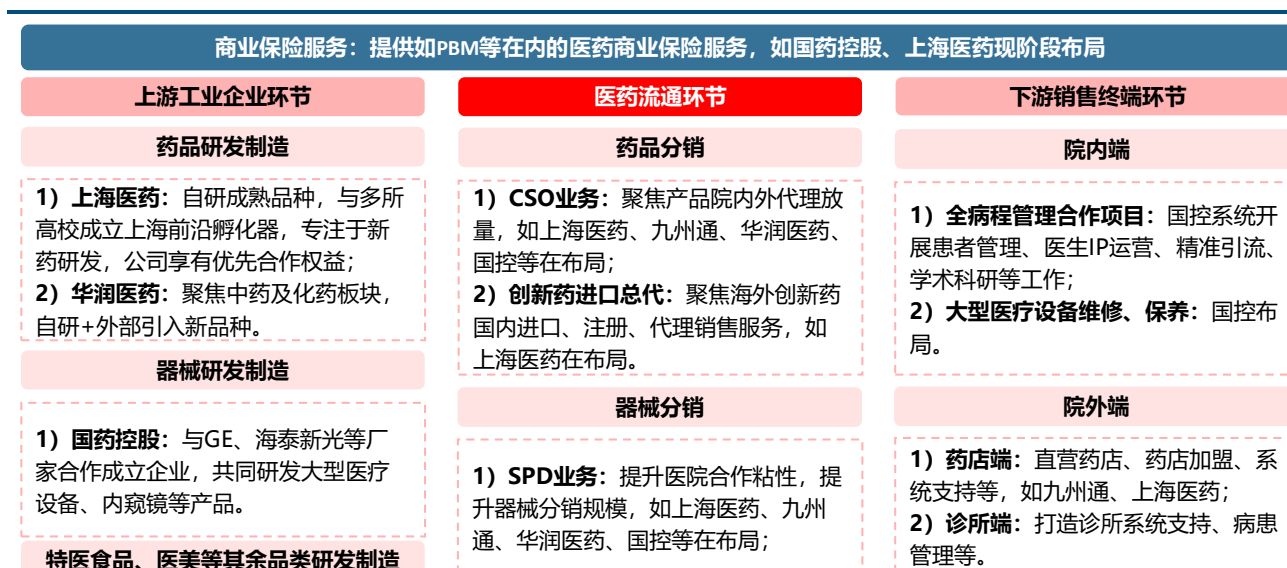
图 131：中国医药流通市场集中度



数据来源：商务部，中信建投证券

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。

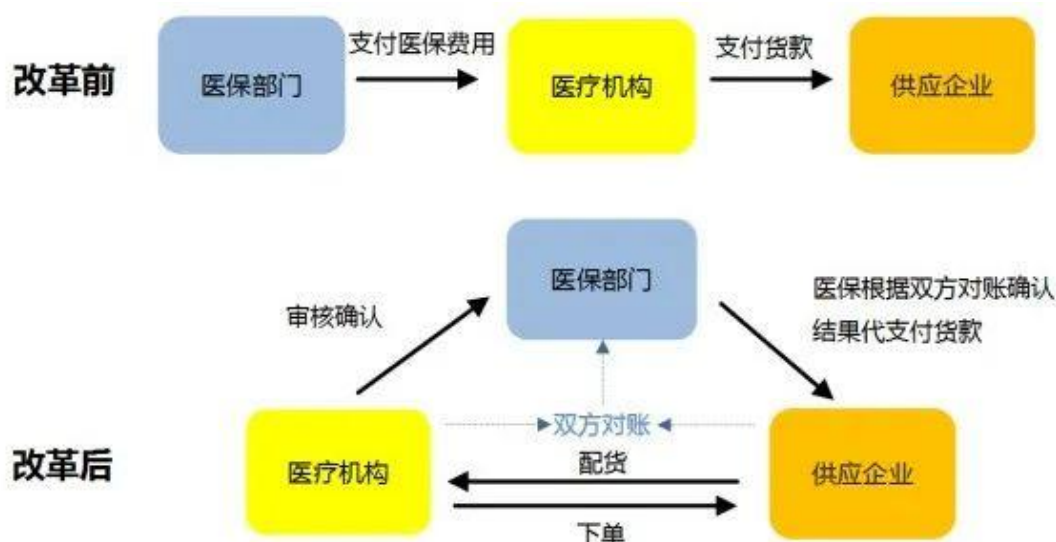
图 132：分销行业创新业务概览



数据来源：公司公告，wind，公司官网，中信建投

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 133：部分地区医保回款改革前后模式对比



数据来源：医保局官网，赛柏蓝，中信建投

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。

风险分析

药械招采及控费政策严于预期：若国内药品及器械集中采购范围扩大、降价幅度超预期，或医保控费趋严，可能导致企业利润空间被压缩，影响企业盈利预期。

行业竞争激烈程度强于预期：若医药行业出现同质化产品供给过剩、新进入者加速涌入等情形，可能导致价格战加剧和市场份额争夺白热化。

创新药及器械审批进度不及预期：创新药及器械审批过程中存在资料补充、审批流程变化等因素导致的审批周期延长等风险。

外部环境变化难以判断：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等方面的风险。

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。

袁清慧

中信建投制药及生物科技组首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技板块。

2020 年新浪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团队核心成员、Wind 金牌分析师医药行业第 4 名。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，第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2021 年新财富最佳分析师医药行业第五名。

王在存

医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇。

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。

沈毅

制药及生物科技组分析师，香港中文大学硕士，6 年产业经验，曾任职于恒瑞医药及阿斯利康，2021 年进入二级市场，主要进行创新药及仿制药相关研究。

魏佳奥

中信建投证券制药及生物科技行业研究员，牛津大学生物无机化学博士，覆盖创新药，生物试剂等领域。

王云鹏

中信建投制药及生物科技组研究员，清华大学化学系本科，有机化学博士，覆盖创新药及医药外包产业链、原料药等领域。

赵旭

制药及生物科技

朱红亮

中信建投证券医药分析师，上海交通大学生物学硕士，研究医疗器械公司。

李虹达

医疗器械及服务团队分析师，北京大学金融硕士、理学/经济学学士，2021年加入中信建投证券研究发展部。

朱琪璋

医疗器械和医疗服务团队分析师，法国巴黎高科金融专业硕士，南京大学生物学学士。2021年加入中信建投证券研究发展部，主要覆盖医疗设备、高值耗材板块。

刘慧彬

中信建投证券医药分析师，北京大学预防医学本硕，3年医院投资并购、学科运营经验，2021年8月加入中信建投证券，主要研究医疗服务、医疗器械领域。

郑涛

同济大学生命科学学士，北京大学生物学博士，医疗器械领域分析师，主要覆盖A股、港股心血管介入医疗器械领域。

吴严

中信建投医药分析师，复旦大学保险学硕士，华东理工大学学士。主要负责医疗服务、医疗器械行业研究。

喻胜锋

北京大学药学硕士，2022年加入中信建投医药团队

华冉

医疗器械与服务团队分析师，清华大学公共管理博士，覆盖家用器械、低值耗材、医疗服务行业和脑机接口、AI医疗板块。

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。

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。

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

研究助理**徐韵翔**

xuyunxiang@csc.com.cn

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) 56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
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