

医药2024&2025Q1总结——关注现金流、盈利能力优先改善品种

行业投资评级：强大于市|维持

中邮证券研究所 医药团队

蔡明子（首席分析师）

SAC编号：S1340523110001

古意涵（分析师）

SAC编号：S1340523110003

龙永茂（分析师）

SAC编号：S1340523110002

陈成（分析师）

SAC编号：S1340524020001

中邮证券

发布时间：2025-05-15

■ 医药2025：关注现金流、盈利能力优先改善品种

- **业绩总结：**2024年&2025Q1医药板块业绩改善信号持续，盈利能力普遍提升。板块下游去库存、反腐影响正在逐步出清，尽管阶段性承压，但细分板块仍分化明显，化学制药、医疗耗材等表现突出。费用方面，板块研发费用率2024年整体呈现同比回升，将对板块中长期稳健发展奠定基础，已经拥有扎实研发平台、具备持续创新能力的药企有望率先迎来业绩反转。板块销售费用率、管理费用率持续下降，提质增效成果显著。目前，医药板块估值整体仍在历史低位水平，有较大上升空间。2025年在医药政策持续优化、政府刺激消费、地方化债等导向下，医药板块具备强反弹动能，我们看好现金流、盈利能力优先改善品种，看好核心资产的价值回归。
- **创新药产业链：**政策全流程支持，商业化加速趋势显现。受益于海外投融资市场的率先复苏，需求端逐步恢复，CXO&上游公司订单增速提升，行业拐点已过。CXO板块收入端恢复良好增长态势，盈利能力持续修复，利润端改善趋势更为显著，基本面已呈现向上趋势。地缘政治和关税政策对板块造成一定波动和影响，CXO及上游企业陆续加大海外产能布局，扩大非美市场，分散海外风险。优质、高效、低成本的产品及服务为核心壁垒，我国制药业优势持续巩固，有望在全球市场占据更高市场份额。2024年国家多部委发布一系列支持创新药发展的政策文件，在新药研发、审评审批、配备使用、多元化支付、融资支持等方面支持力度进一步加强。创新药个股2024年业绩整体实现高增长，商业化提速显著。中国创新药经过数十年发展，正在进入收获期，叠加政策友好性和市场流动性提升，国内创新药市场前景光明。建议重点关注肿瘤、自免、减重、阿尔兹海默症、NASH、脱发、乙肝等领域。
- **院外消费及医疗服务：**2025年，院外消费（药店、OTC等）有望走出去库存、弱消费影响，表观增速将迎来改善；中药、医疗服务领域国企龙头引领的行业并购浪潮持续，推动行业高质量发展。建议重视国企改革、积极外延并购、中药创新药投资机会。
- **医疗器械：**2024年医疗器械板块营收和归母净利润增长承压，主要系院内医疗整顿、招标不及预期、集采等影响，板块业务开展有所受限。分细分板块看，医疗设备营收和归母净利润下滑较大，医疗耗材板块保持同比高增长。随着招标回暖、关税利好、集采影响减弱，我们认为2025年板块业绩有望迎来反转，看好设备国产替代、AI+医疗、耗材高景气品种等方向。
- **受益标的：**阿拉丁、康龙化成、荣昌生物、诺诚健华、迈普医学、怡和嘉业、微创机器人-B、奕瑞科技、益丰药房、大参林、美年健康。
- **风险提示：**集采降价超预期、消费复苏不及预期、企业外延并购落地低于预期。

目录

- 一 | **24-25Q1复盘：业绩改善信号持续，盈利能力普遍提升**
- 二 | **创新药产业链：政策全流程支持，商业化加速趋势显现**
- 三 | **中药：重视国企改革、积极外延并购、中药创新药投资机会**
- 四 | **消费&医疗服务：重视优质资产整合带来的投资机会**
- 五 | **医疗器械：关注以旧换新、关税带来的国产替代机会**
- 六 | **受益标的**
- 七 | **风险提示**

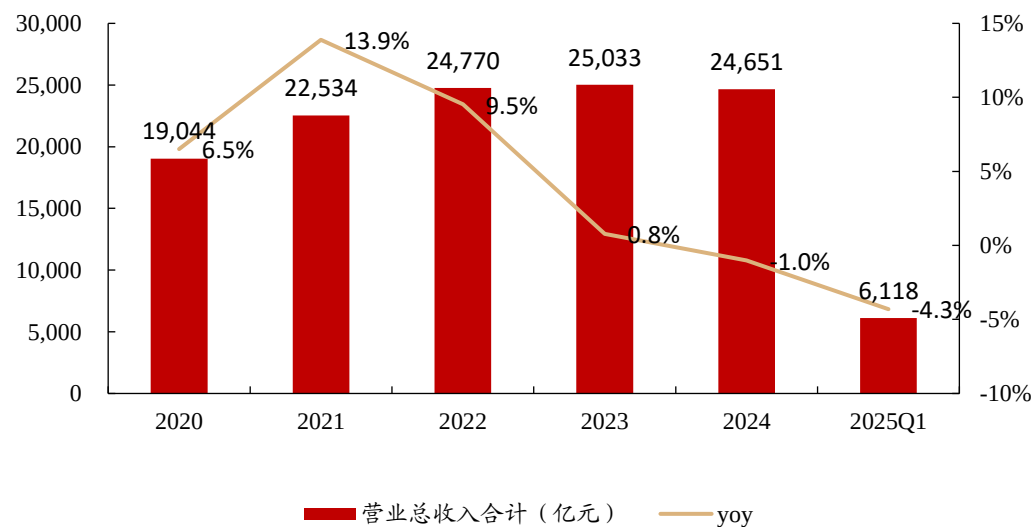


24-25Q1复盘：业绩改善信号持续，盈利能力普遍提升

24-25Q1复盘：短期业绩承压，中长期有望迎来反转向上

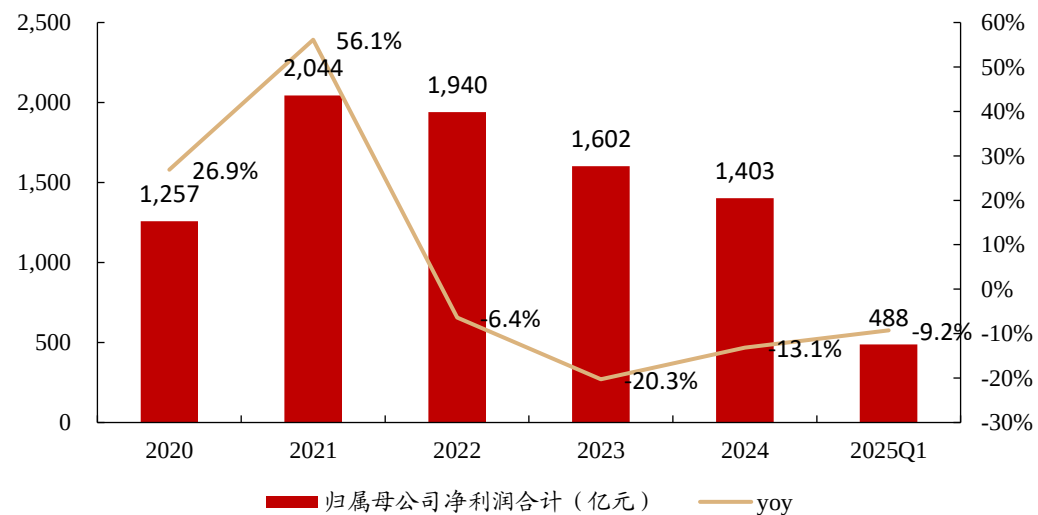
- **业绩复盘：**24、25Q1医药板块整体收入增速分别下滑1%、4.3%、归母净利润增速分别下滑13.1%、9.2%。24年业绩增速下滑主要受医疗整顿对部分公司院内业务开展造成一定的影响，整体医药板块仍有压力但分化继续。业绩压力主要来自于集采降价，诊断服务检验价格下调，器械院内招标延滞等。表现较好的有化学制剂、原料药等板块，主要受益于政策性利好、上游原料进入涨价周期等。

图表1：24-25Q1板块总营收增速承压



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表2：24-25Q1板块总归母净利润增速探底向上

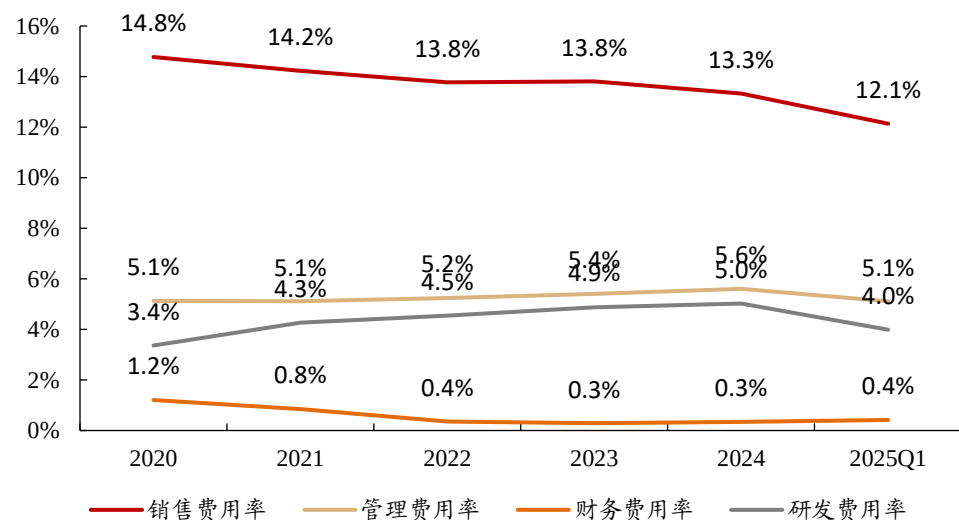


资料来源：Wind、中邮证券研究所

24-25Q1复盘：短期业绩承压，中长期有望迎来反转向上

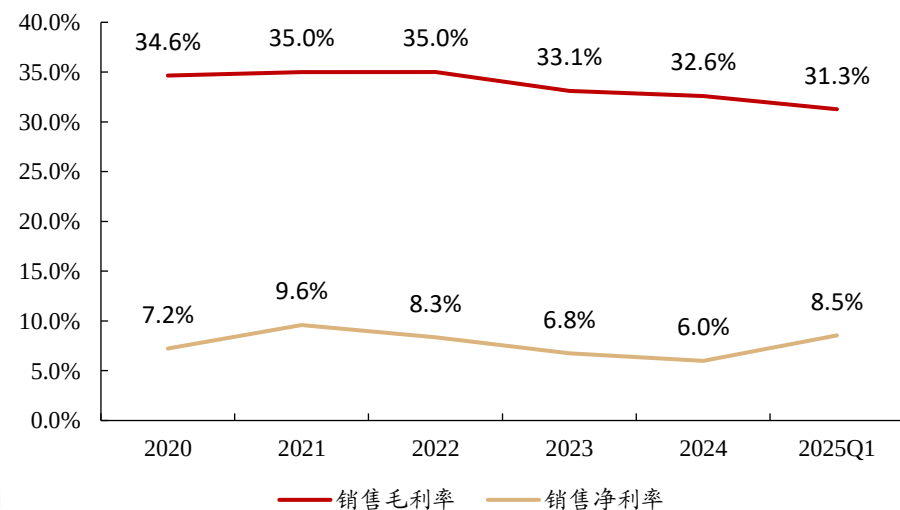
- **提质增效：** 24-25Q1医药板块销售、管理和研发费用率同比下降，毛利率下降主要系部分公司产品集采、DRG控费带来，但板块净利率保持稳定且略有回升，这反映了医药企业在增效降本方面持续取得成效。龙头企业持续逐步从规模扩张阶段到精细化运营阶段，盈利能力有望持续提升。

图表3： 24-25Q1各项费用率稳中有降



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表4： 24-25Q1销售净利率回升幅度较大

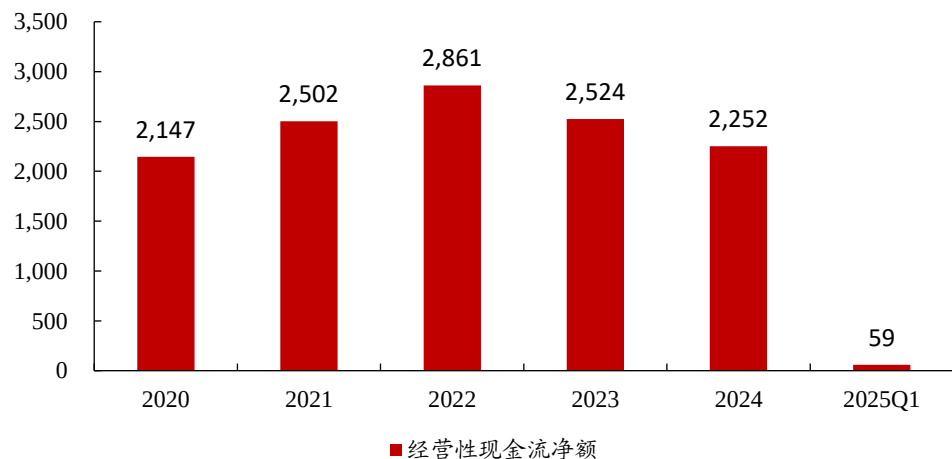


资料来源：Wind、中邮证券研究所

24-25Q1复盘：短期业绩承压，中长期有望迎来反转向上

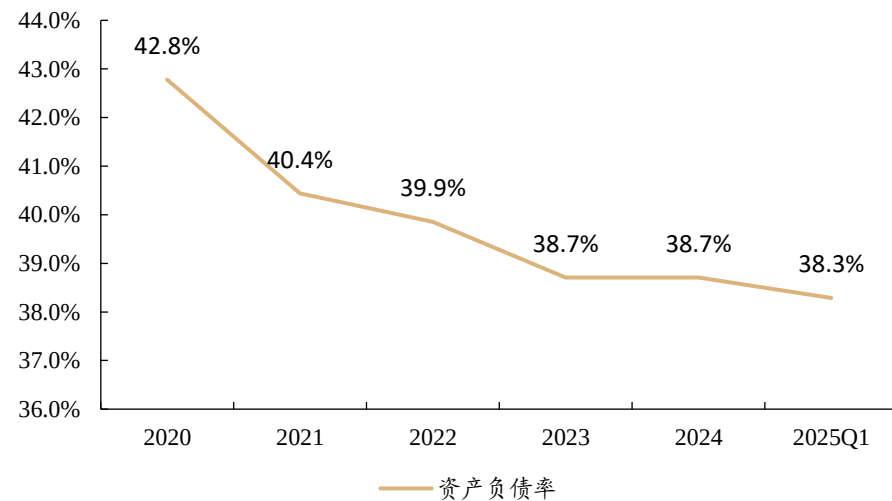
- **经营性现金流承压，资产负债率表现稳健。**在板块整体营收降缓的情况下，虽然经营性现金流整体承压，但板块净资产负债率保持稳健，显示板块公司较强的经营韧性，其中化学制药、中药、医疗服务、生物制品等板块资产负债率在24-25Q1进一步优化。

图表5： 24-25Q1经营性现金流表现承压（单位：亿元）



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表6： 24-25Q1资产负债率整体进一步优化



资料来源：Wind、中邮证券研究所

24-25Q1复盘：短期业绩承压，中长期有望迎来反转向上

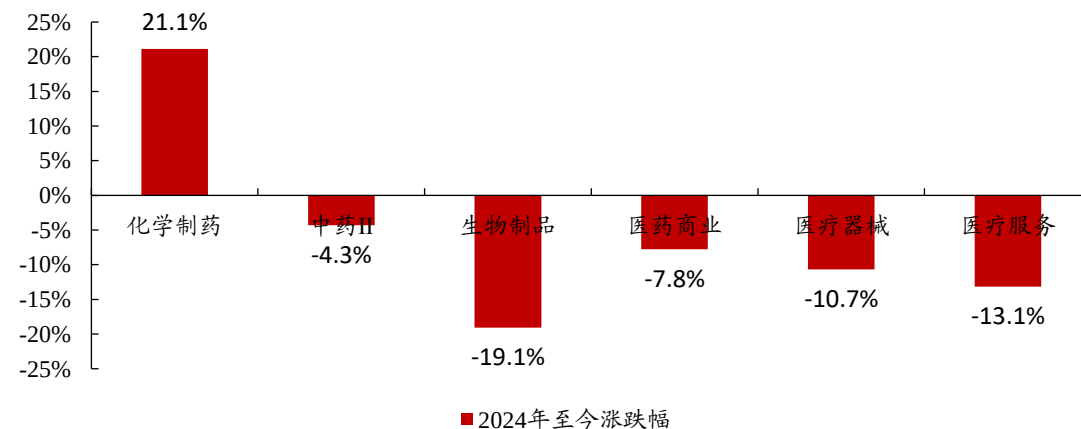
- **分板分化**，24-25Q1化学制药板块受益于创新药产业链政策支持、商业化加速、原料药产品涨价、需求回暖等因素，业绩表现突出。医疗器械板块表现稳健，主要受益于耗材出口保持较快增长。部分板块业绩承压，生物制品由于疫苗降价，业绩下滑较多；诊断服务检验价格下滑、集采等导致净利润增速承压。随着医药板块宏观环境触底回暖，2025年业绩有望迎来高速增长。

图表7：2024年化学制药板块业绩增速较高

	24年营业总收入 (亿元)	yoy	24年归母净利润合计 (亿元)	yoy
化学制药	5,445	4.1%	343	50.0%
中药II	3,540	-5.0%	283	-20.9%
生物制品	1,296	-20.4%	137	-37.2%
医药商业	10,180	0.9%	159	-13.1%
医疗器械	2,405	1.4%	325	-17.1%
医疗服务	1,785	-3.8%	155	-33.8%

资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表8：2024至今化学制药板块区间涨跌幅最大



资料来源：Wind、中邮证券研究所

医药板块估值处于历史底部位置，安全边际高

- 根据Wind动态PE-Bands数据显示，过去10年医药生物(申万)PE-TTM平均值为35.77倍。2025年5月9日，医药生物(申万)PE-TTM值为32.26倍，低于过去10年平均值。我们认为目前医药板块处于历史底部位置，安全边际高。

图表9：医药板块处于历史底部位置，安全边际高



25年Q1医药行业公募基金配置比例处于较低位置

- **医药生物板块公募基金配置比例处于历史低位，与历史最高相差甚远。**整体看，医药生物板块目前公募基金持仓占比较少，2025Q1持仓占比为9.2%，而2023年底基金持仓占比高达13.7%。随着医疗反腐影响出清和板块政策性支持增加、设备以旧换新等落地，基金持仓占比有望迎来反转。

图表10：医药生物板块公募基金配置比例较低，仅为9.2%

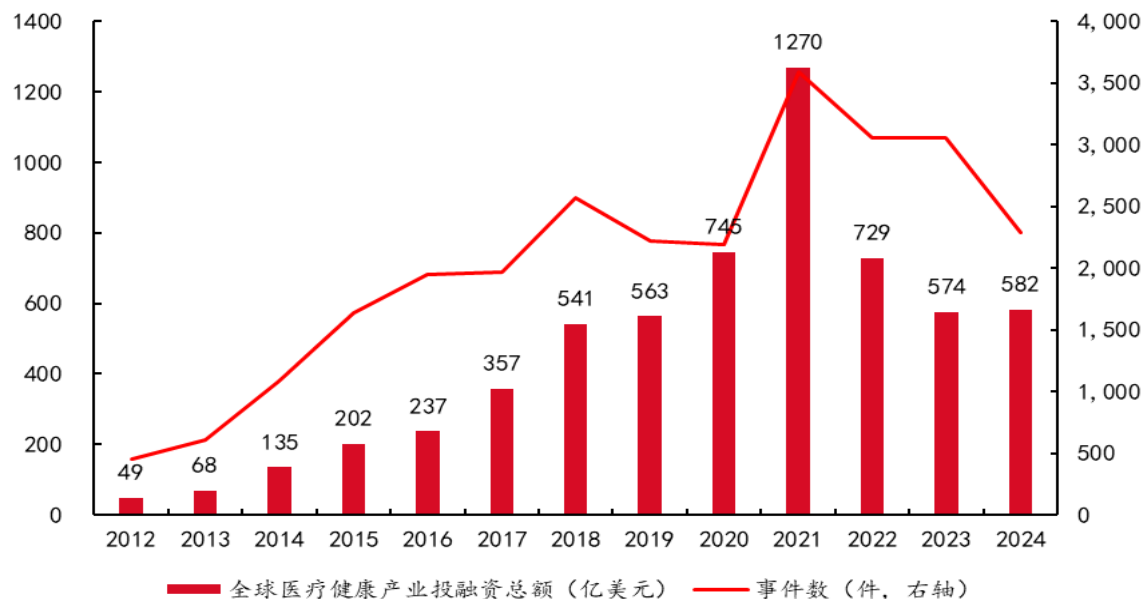
单位 (%)	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
医药生物	11.2%	11.4%	12.3%	13.7%	11.1%	10.1%	9.8%	8.9%	9.2%
化学制药	2.0%	2.7%	2.6%	3.3%	3.3%	2.9%	3.1%	2.8%	3.5%
原料药	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.2%	0.1%	0.2%
化学制剂	1.8%	2.6%	2.5%	3.2%	3.2%	2.6%	2.9%	2.7%	3.3%
中药Ⅱ	1.3%	1.7%	1.4%	1.2%	1.1%	1.1%	0.8%	0.8%	0.5%
中药Ⅲ	1.3%	1.7%	1.4%	1.2%	1.1%	1.1%	0.8%	0.8%	0.5%
生物制品	1.1%	1.0%	1.1%	1.7%	1.2%	0.8%	0.7%	0.5%	0.5%
血液制品	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%
疫苗	0.6%	0.5%	0.6%	0.9%	0.5%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
其他生物制品	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%
医药商业	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%
医药流通	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
线下药店	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
医疗器械	2.4%	2.6%	2.6%	3.9%	3.5%	3.6%	3.0%	2.8%	2.4%
医疗设备	1.9%	1.9%	1.9%	2.8%	2.5%	2.6%	2.1%	2.0%	1.7%
医疗耗材	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%
体外诊断	0.1%	0.2%	0.2%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
医疗服务	4.1%	3.0%	4.2%	3.3%	1.8%	1.4%	2.0%	1.8%	2.2%
诊断服务	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
医疗研发外包	2.4%	1.6%	2.8%	2.2%	1.0%	1.0%	1.4%	1.4%	1.7%
医院	1.4%	1.0%	1.1%	0.8%	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%



创新药产业链：政策全流程支持，商业化加速趋势显现

- **全球投融资2024年恢复增长态势，复苏态势延续。**全球医疗健康领域投融资总额在2022年经历大幅下降，2023年进一步萎缩，2024年全球医疗健康领域投融资规模恢复正增长。随着全球降息周期的陆续开启，全球投融资回暖趋势有望延续。

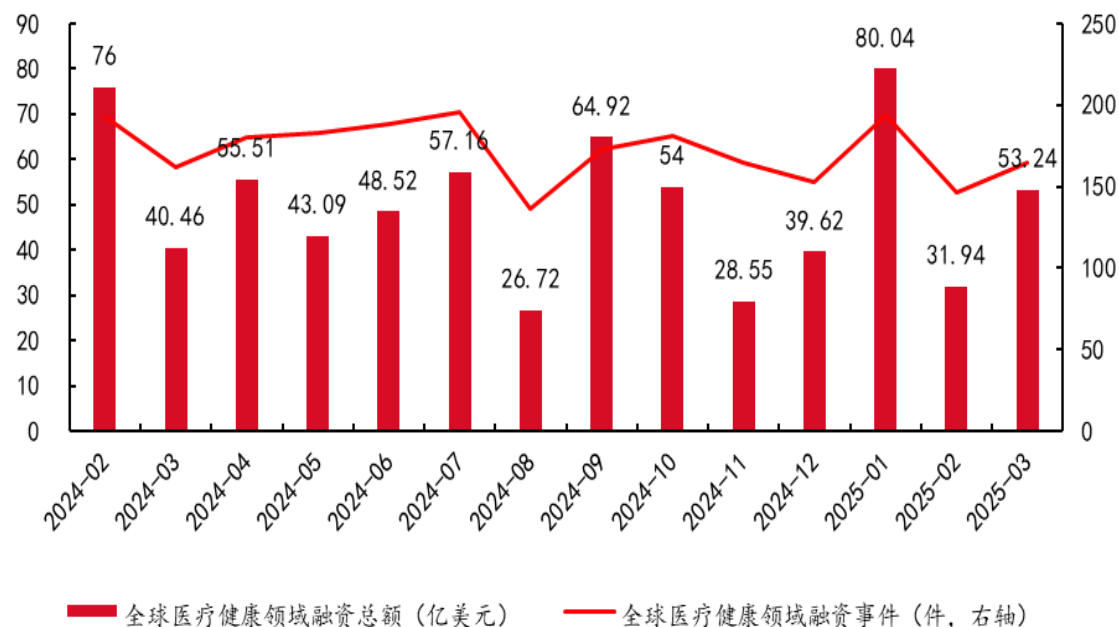
图表11：全球医疗健康领域投融资金额2024年恢复增长



资料来源：动脉橙、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

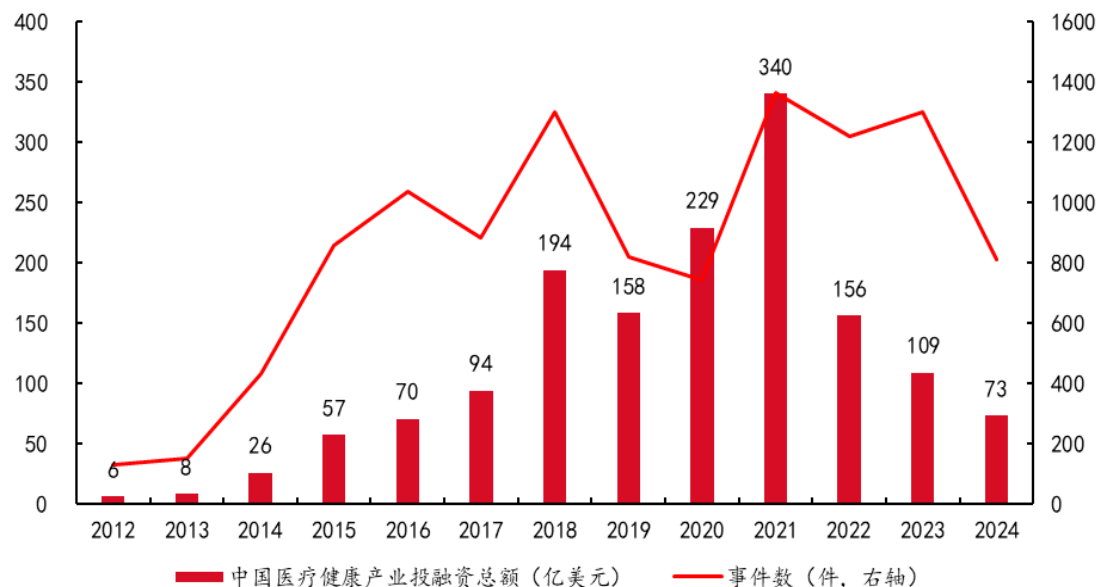
图表12：全球医疗健康领域投融资月度变化趋势



资料来源：动脉橙、中邮证券研究所

- **中国投融资市场复苏节奏相对滞后。**中国医疗健康领域投融资总额自2022年后开始下降，2023年和2024年延续下降趋势，相较于全球复苏节奏相对滞后。随着我国创新药政策支持配套政策的陆续落地和需求的逐步回暖，2024年我国医疗健康领域投融资情况有望逐步复苏。

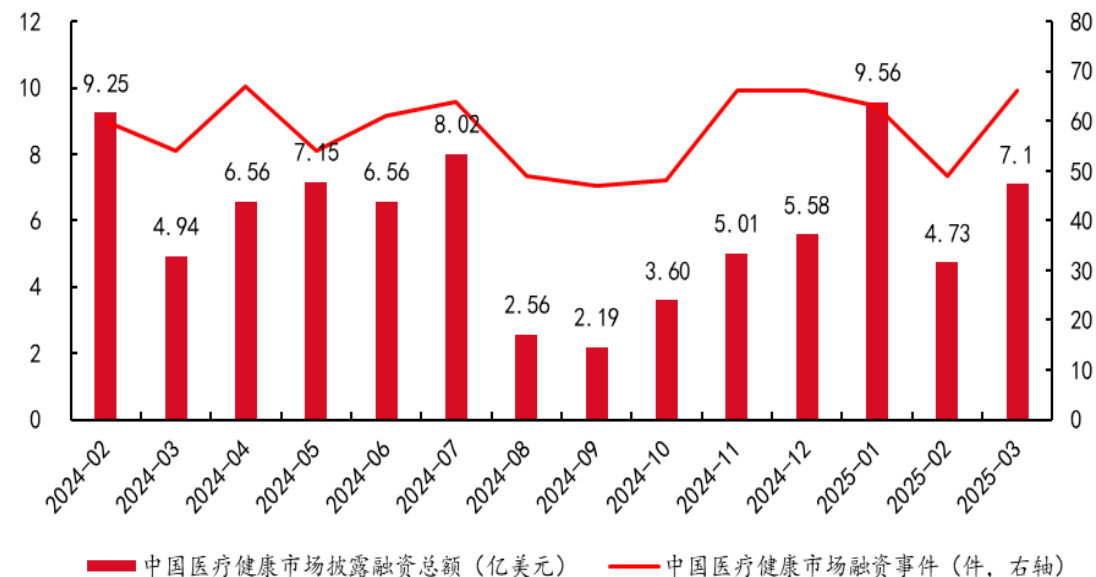
图表13：中国医疗健康领域投融资金额2024年恢复增长



资料来源：动脉橙、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表14：中国医疗健康领域投融资月度变化趋势

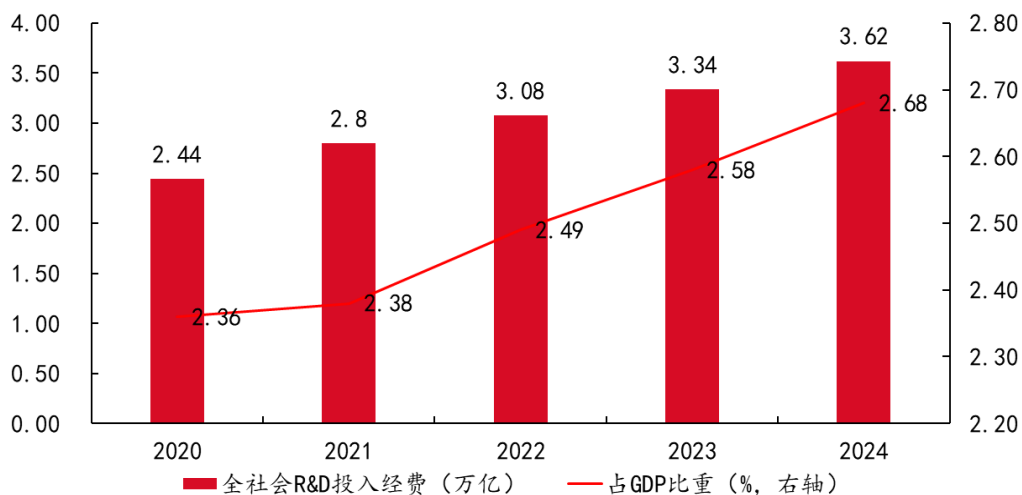


资料来源：动脉橙、中邮证券研究所

CXO：R&D经费稳健增长，基础研究重视程度不断提升

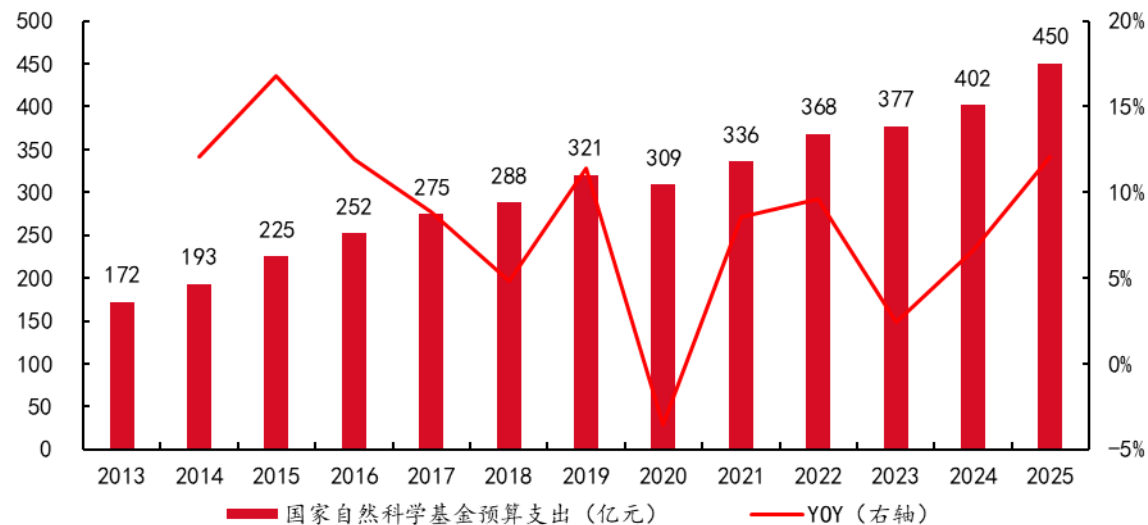
- **R&D经费投入持续稳健增长，国家自然科学基金基础研究预算支出增长进一步提升。**2024年，我国全社会研究与试验发展（R&D）经费投入为36130亿元，比上年增长8.3%，实现稳定增长，投入总量稳居世界第二位。研究与试验发展（R&D）经费投入强度（R&D经费与GDP之比）达到2.68%，比上年提高0.10个百分点，保持稳步提升态势。其中基础研究经费支出为2497亿元，比上年增长10.5%，比研究与试验发展（R&D）经费增速快2.2个百分点；占研究与试验发展（R&D）经费比重为6.91%，比上年提升0.14个百分点，显示出我国高度重视基础研究。从国家自然科学基金对基础研究预算支出金额上看，2025年为450亿，同比增速达12.1%，增速较过去几年进一步提升。

图表15：2020-2024全社会R&D投入经费及强度稳健增长



资料来源：国家统计局、中邮证券研究所

图表16：国家自然科学基金预算支出增速提升

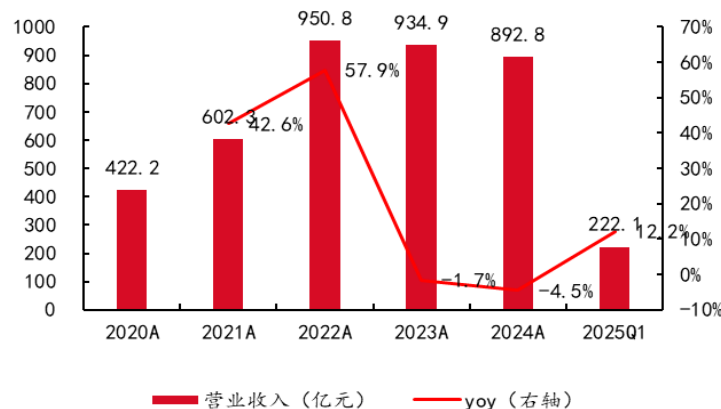


资料来源：Wind、中邮证券研究所

CXO：受益于海外投融资回暖，业绩有望持续改善

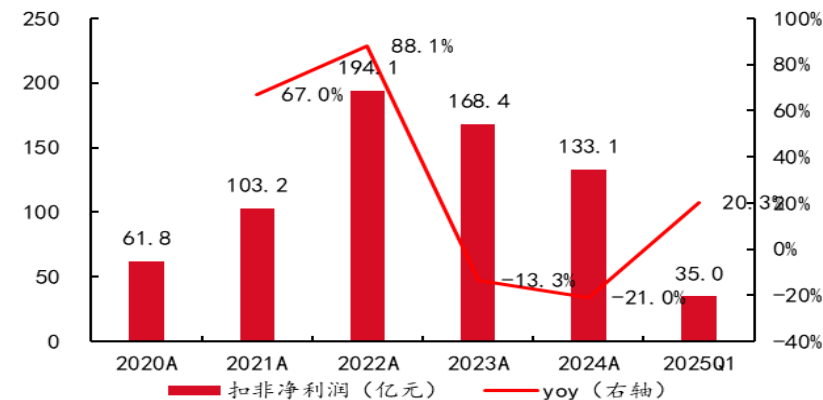
- 2024年板块收入小幅下滑，利润端下降显著。2024年CXO板块营收合计892.8亿元，同比下降4.5%；扣非净利润合计133.1亿元，同比下降21.0%。
- 24Q4板块恢复正增长，25Q1持续修复。2025Q1，CXO板块实现营收合计222.1亿元，同比增长12.2%；归母净利润合计35.0亿元，同比增长20.3%。
- 需求端受益于海外投融资持续回暖持续修复，收入有望延续良好增长态势，利润端改善较为显著。

图表17：25Q1 CXO板块收入增长良好



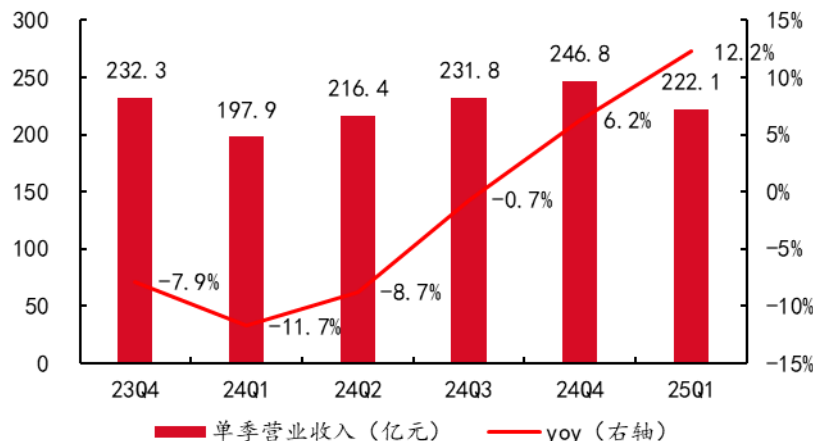
资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表18：25Q1 CXO板块利润快速修复



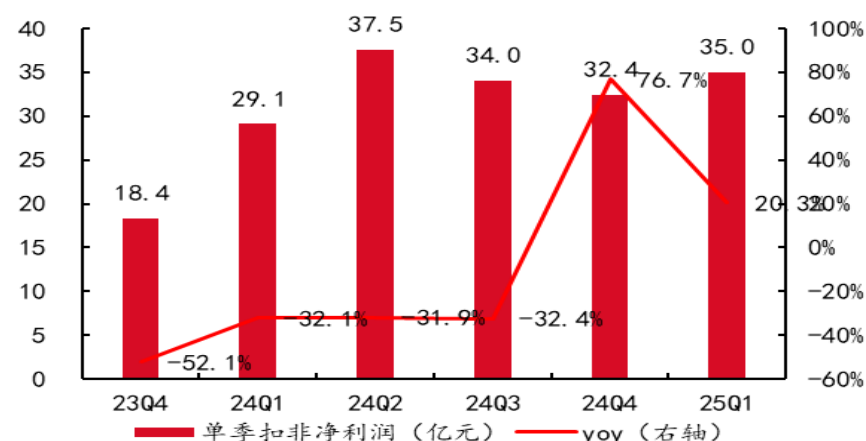
资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表19：CXO板块单季收入增速逐步提升



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表20：CXO板块单季利润快速修复

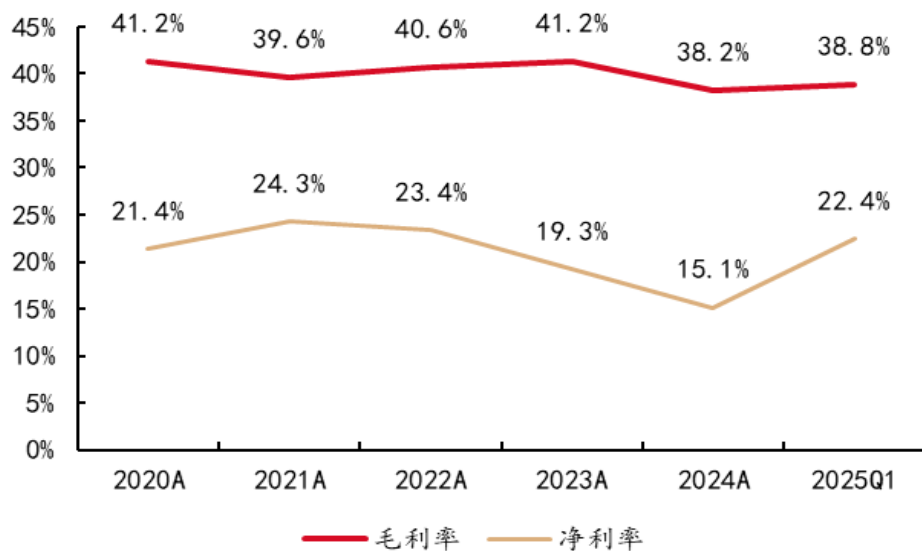


资料来源：Wind、中邮证券研究所

CXO：需求回暖及降本增效下，板块盈利能力有望持续修复

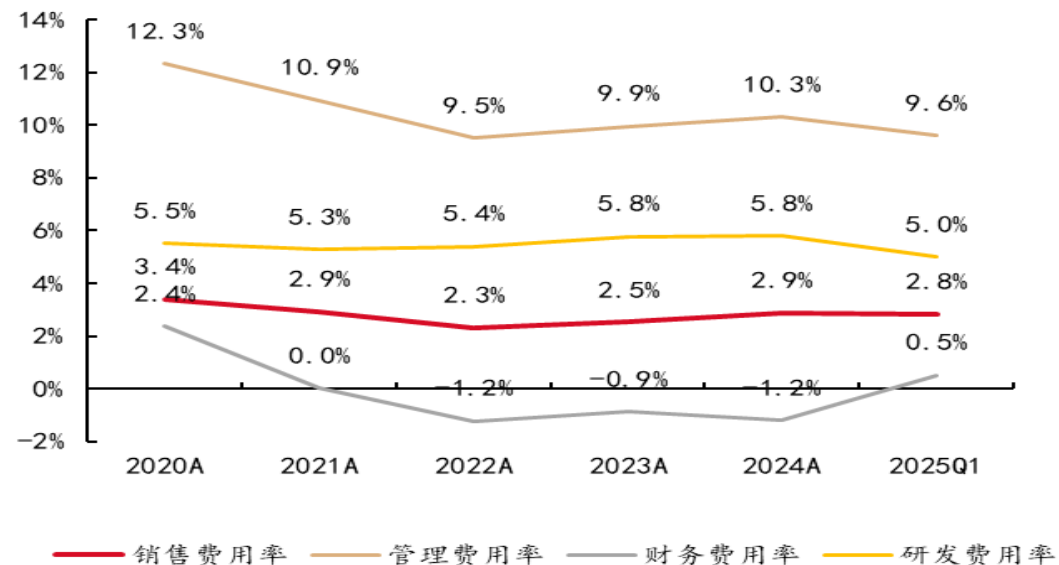
- **2024年板块盈利能力下降。**2024年，CXO板块毛利率和净利率分别为38.2% (-3.0pct) 和15.1% (-4.1pct)。期间费用率方面，CXO板块销售、管理、财务和研发费用率分别为2.9% (+0.3pct)、10.3% (+0.4pct)、-1.2% (-0.3pct) 和5.8% (+0.0pct)。需求疲软加之竞争加剧，板块收入承压且价格战激烈，板块盈利能力下降。
- **2025Q1 板块盈利能力显著改善，全年有望持续修复。**2025Q1，CXO板块毛利率和净利率分别为38.8% (+1.6pct)、22.4% (+7.5pct)；销售、管理、研发和财务费用率分别为2.8% (+0.0pct)、9.6% (-1.3pct)、0.5% (+3.1pct) 和5.0% (-1.2pct)。

图表21：25Q1 CXO板块盈利能力改善



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表22：CXO板块期间费用趋于稳定



资料来源：Wind、中邮证券研究所

CXO：CDMO行业持续复苏，25Q1利润端增速亮眼

■ 2024年CDMO板块利润端下降显著。

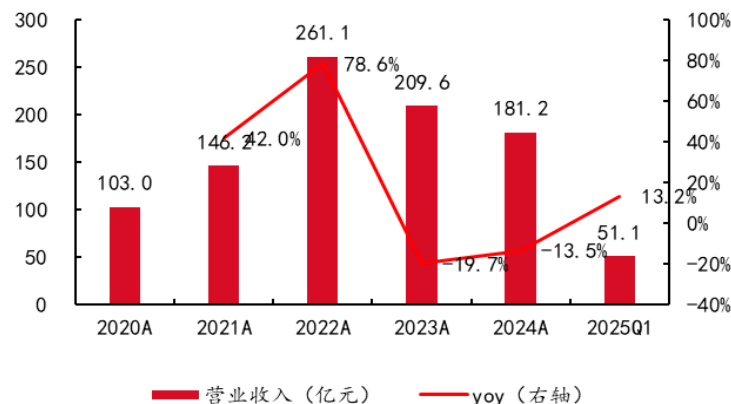
2024年CDMO板块实现营收合计181.2亿元，同比下降13.5%；扣非净利润合计17.1亿元，同比下降56.6%。

■ 2025Q1 CDMO板块同比环比均实现良好增长，利润端快速修复。

2025Q1，CDMO板块实现营收合计51.1亿元，同比增长13.2%；扣非净利润合计7.6亿元，同比增长45%。

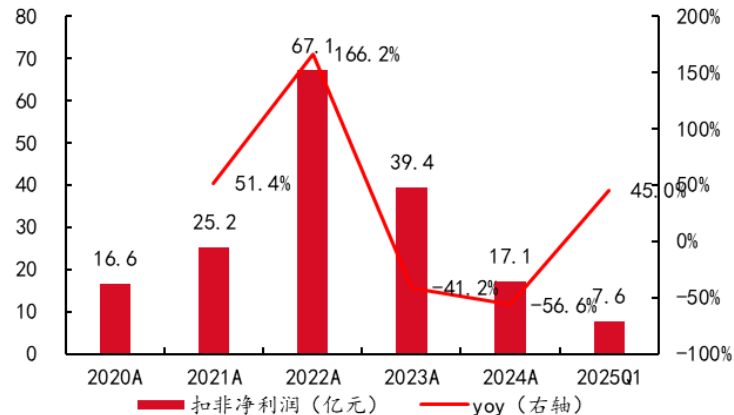
■ CDMO板块不利影响基本出清，已实现初步复苏，全年利润端有望在订单拉动下持续快速修复。

图表23：25Q1 CDMO板块收入恢复增长



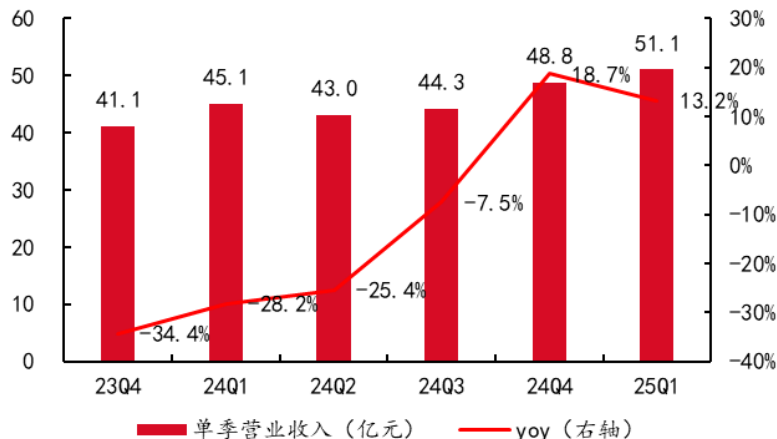
资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表24：25Q1 CDMO板块利润快速修复



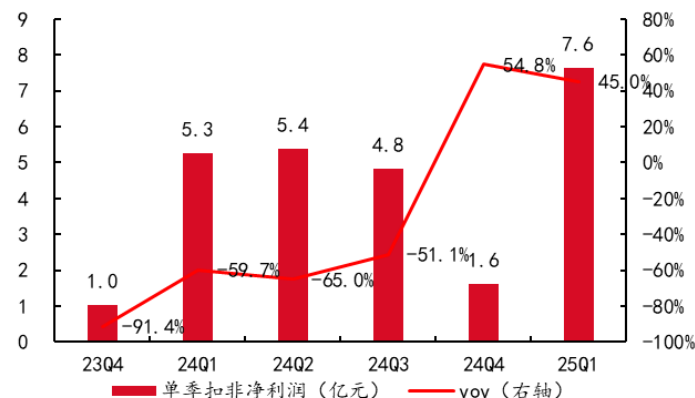
资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表25：CDMO板块单季收入逐季增长



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表26：CDMO板块单季利润快速修复

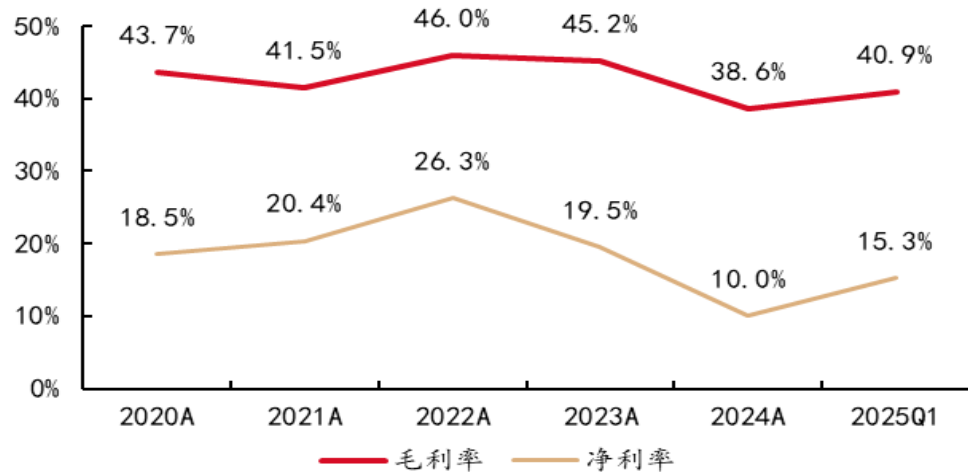


资料来源：Wind、中邮证券研究所

CXO：CDMO拐点已过，盈利能力修复

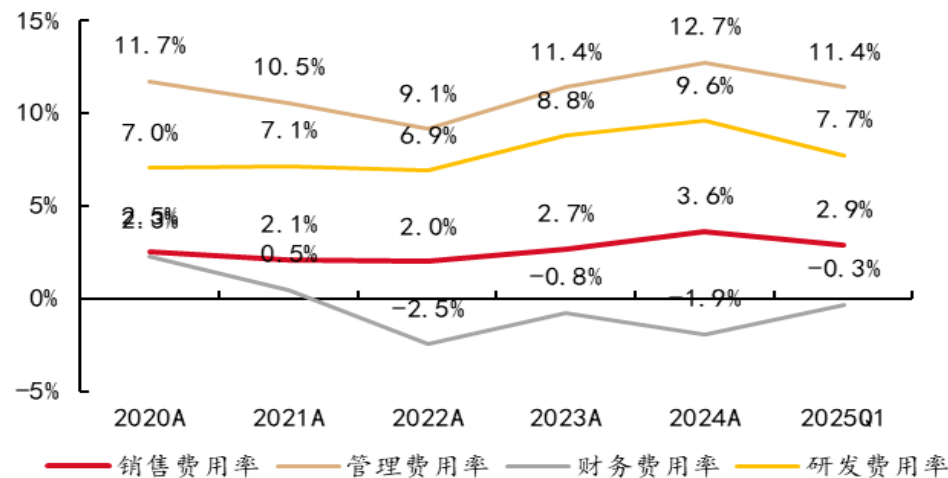
- **2024年板块盈利能力下降显著，费用率达到高点。**2024年，CDMO板块毛利率和净利率分别为38.6%（-6.6pp）和10.0%（-9.5pp）。期间费用率方面，CDMO板块销售、管理、财务和研发费用率分别为3.6%（+0.9pp）、12.7%（+1.3pp）、-1.9%（-1.1pp）和9.6%（+0.8pp）。受需求疲软、竞争加剧及大订单消化影响，叠加常态运营、摊销增加，板块盈利能力下降。
- **2025Q1板块毛利率回升，降本增效逐步显现，盈利能力持续修复。**2025Q1，CDMO板块毛利率和净利率分别为40.9%（+3.0pp）、15.3%（+3.3pp）；销售、管理、研发和财务费用率分别为2.9%（+0.0pp）、11.4%（-1.1pp）、-0.3%（+1.6pp）和7.7%（-1.9pp）。

图表27：CDMO板块盈利能力修复趋势基本确定



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表28：CDMO板块期间费用率高点已过

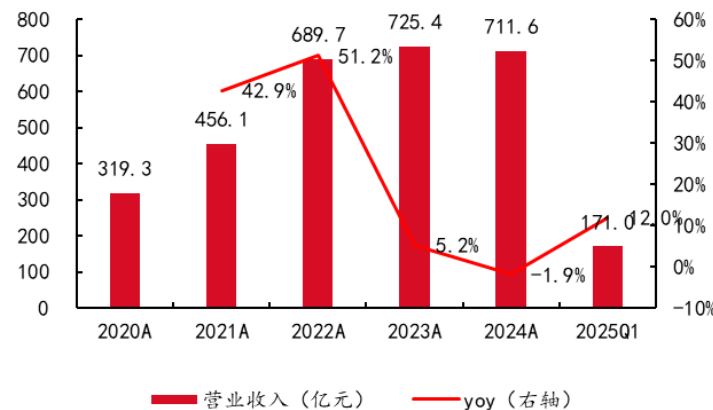


资料来源：Wind、中邮证券研究所

CXO：CRO业绩改善，25Q1实现良性增长

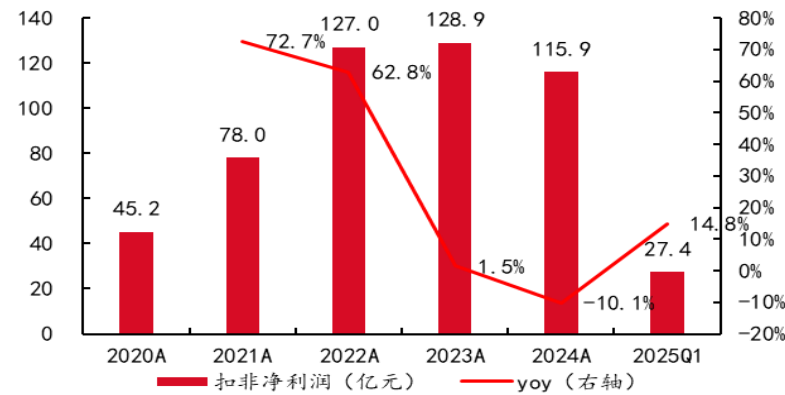
- 2024年CRO板块收入基本持平，利润单季度持续改善。2024年，CRO板块实现营收合计711.6亿元，同比下降1.9%；扣非净利润合计115.9亿元，同比下降10.1%。
- 2025Q1 CRO板块修复持续，实现良性增长。2025Q1，CRO板块实现营收合计171.0亿元，同比增长12.0%；扣非净利润合计27.4亿元，同比增长14.8%。
- 龙头公司凭借一体化服务优势及强劲实力率先复苏，对板块整体业绩有较大拉动作用。板块内个股呈现一定分化。

图表29：25Q1 CRO板块收入恢复良好增长



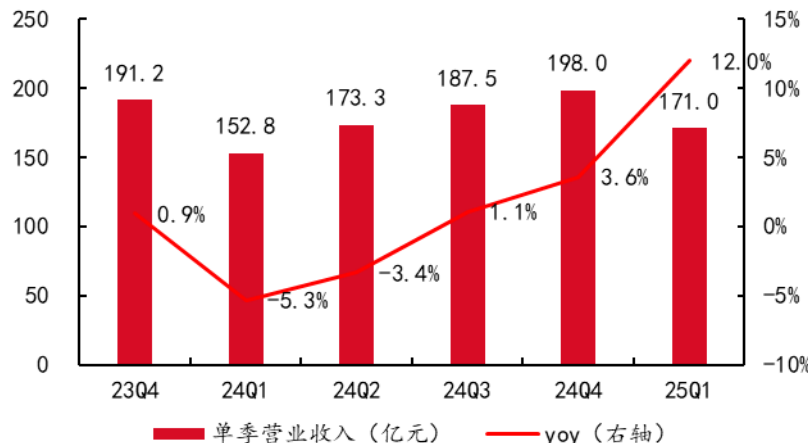
资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表30：25Q1 CRO板块扣非净利恢复良好增长



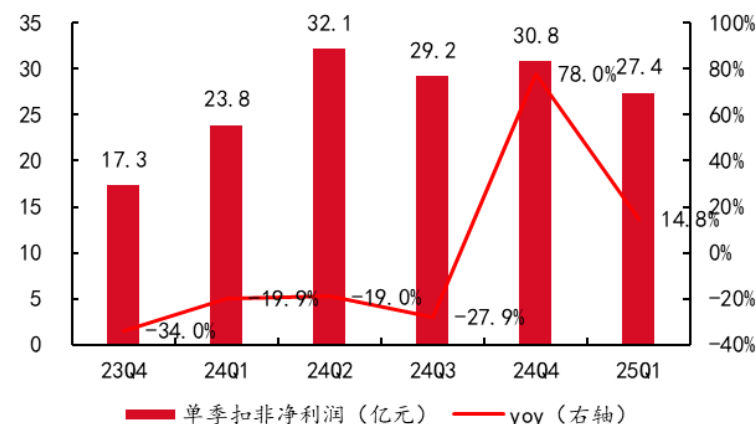
资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表31：CRO板块单季收入逐步企稳



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表32：CRO板块单季利润逐步修复

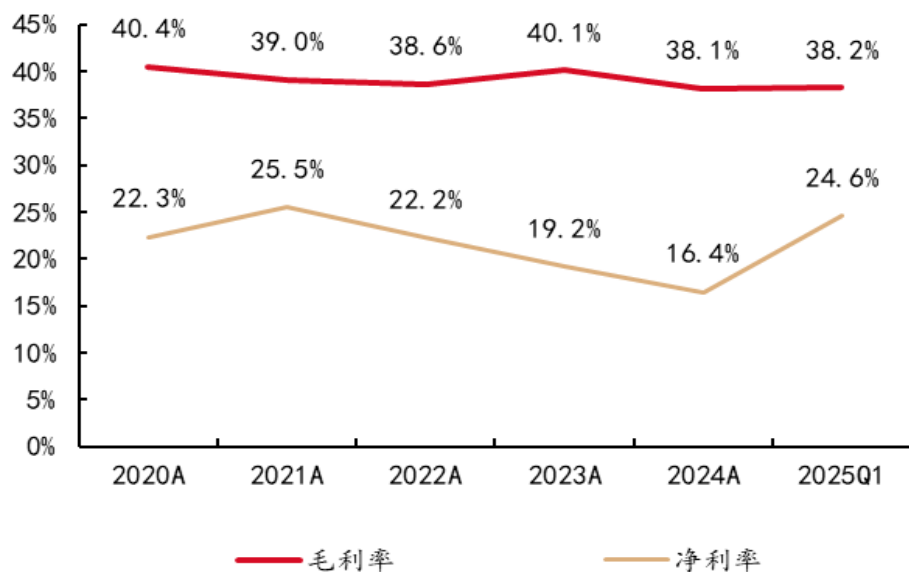


资料来源：Wind、中邮证券研究所

CXO：CRO25年盈利能力有望企稳回升

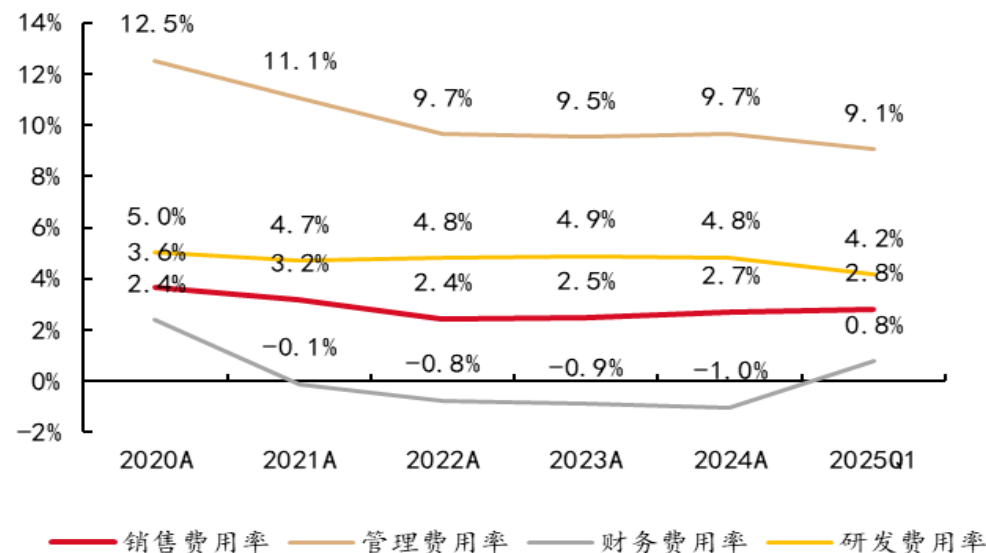
- **2024年板块盈利能力下降。**2024年，CRO板块毛利率和净利率分别为38.1%（-2.0pp）和16.4%（-2.8pp）。期间费用率方面，CRO板块销售、管理、财务和研发费用率分别为2.7%（+0.2pp）、9.7%（+0.2pp）、-1.0%（-0.1pp）和4.8%（-0.1pp）。板块盈利能力下降。
- **2025年板块盈利能力有望回升。**2025Q1，CRO板块毛利率和净利率分别为38.2%（+1.2pp）、24.6%（+8.8pp）；销售、管理、研发和财务费用率分别为2.8%（-0.1pp）、9.1%（-0.4pp）、0.8%（+3.5pp）和4.2%（-1.0pp）。

图表33：CRO板块盈利能力修复趋势基本确定



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表34：CRO板块期间费用率高点已过

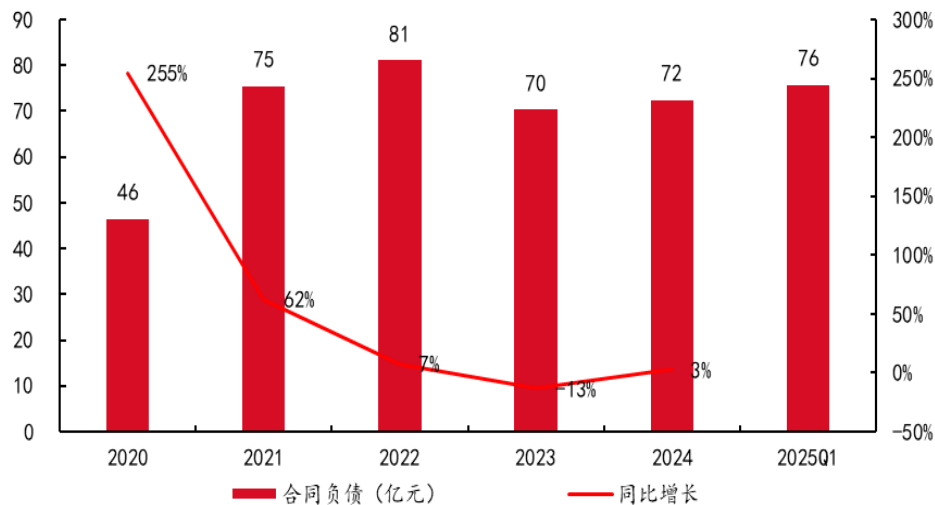


资料来源：Wind、中邮证券研究所

CXO：2025一季度末CXO板块合同负债合计金额持续回升

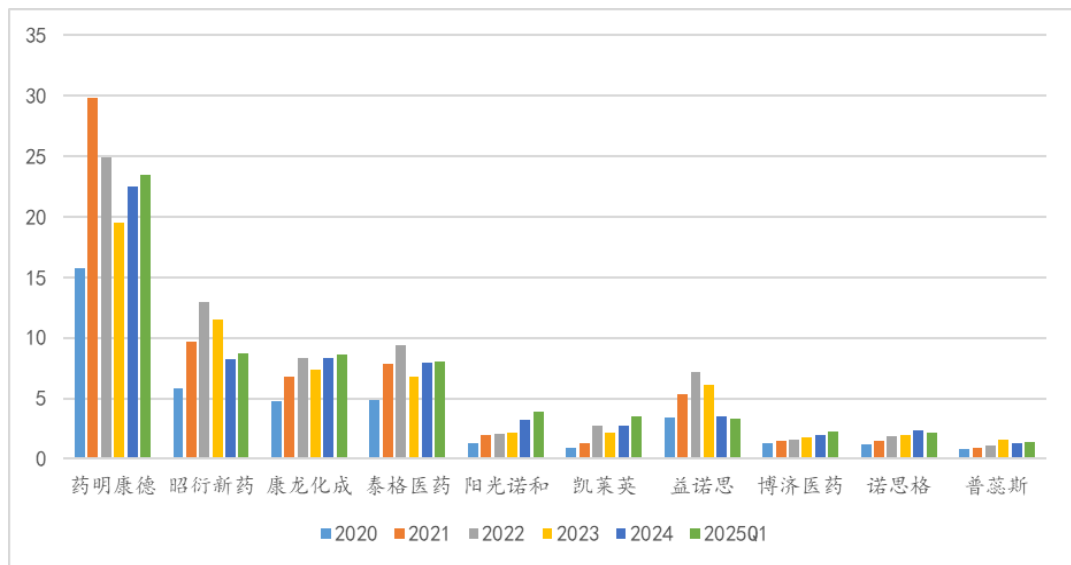
- **客户需求回暖，合同负债持续回升。**截至2024年末，CXO板块合同负债金额合计72亿元，同比增加3%；截至2025年一季度末，CXO板块合同负债金额合计76亿元，客户需求回暖带动订单持续增加。

图表35：CXO板块合同负债持续回升



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表36：2025Q1 CXO板块合同负债金额前十大公司（亿元）



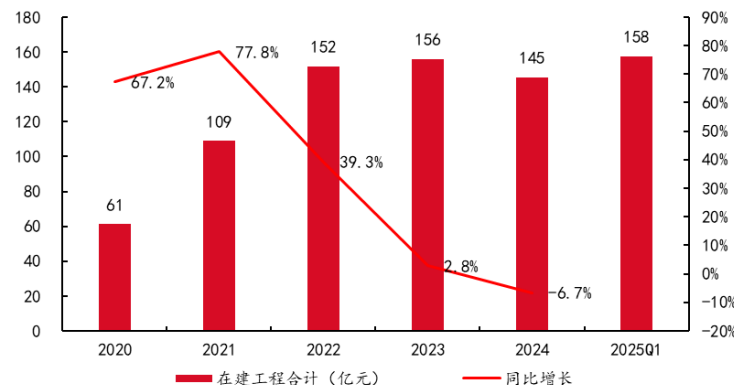
资料来源：Wind、中邮证券研究所

CXO：经过前期高速投入阶段后，CXO板块资本开支减少

■ **固定资产增长放缓。**截至2024年末，CXO板块在建工程合计145亿元，同比下降6.7%，2025一季度末在建工程合计158亿元。板块固定资产总规模2024年末为487亿元，增长趋于平缓。2025一季度末板块固定资产总规模为479亿元。

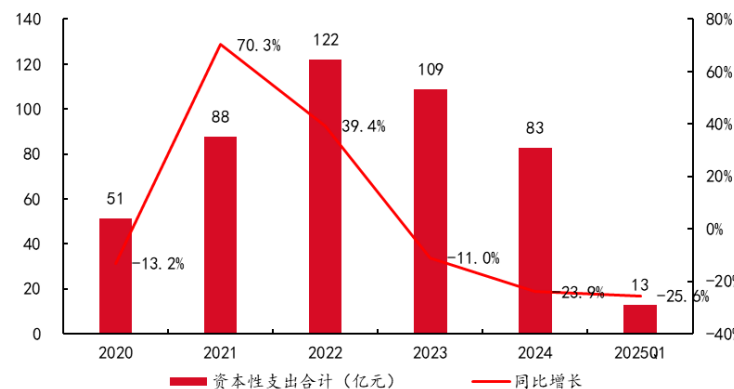
■ **资本开支下降。**2022年之前，CXO板块资本开支处于高速投入阶段，CXO板块资本开支于2022年达122亿元。2023年板块资本开支开始下降，2024年延续下降趋势，降至83亿元，同比下降23.9%。2025Q1，板块开支为13亿元，同比下降25.6%。

图表37：CXO板块在建工程同比减少



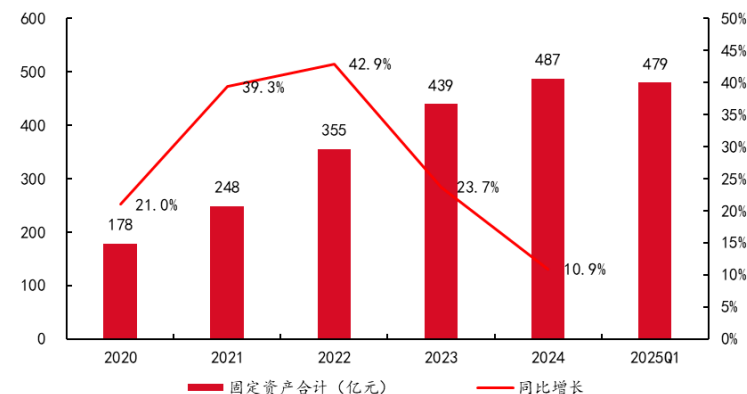
资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表39：CXO板块资本开支下降



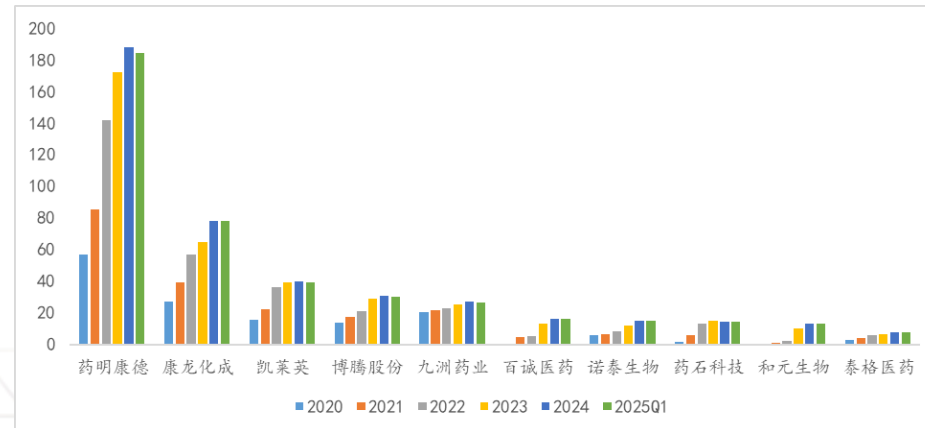
资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表38：CXO板块资本开支下降固定资产增长趋于平缓



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表40：25Q1末CXO板块固定资产规模前十大公司（亿元）



资料来源：Wind、中邮证券研究所

CXO：CXO板块龙头公司订单恢复良好增长趋势

- 龙头公司率先受益于行业复苏，订单增速提速，有望带动业绩企稳回升，基本面向上趋势明确。

图表41：CXO龙头公司订单及业绩表现

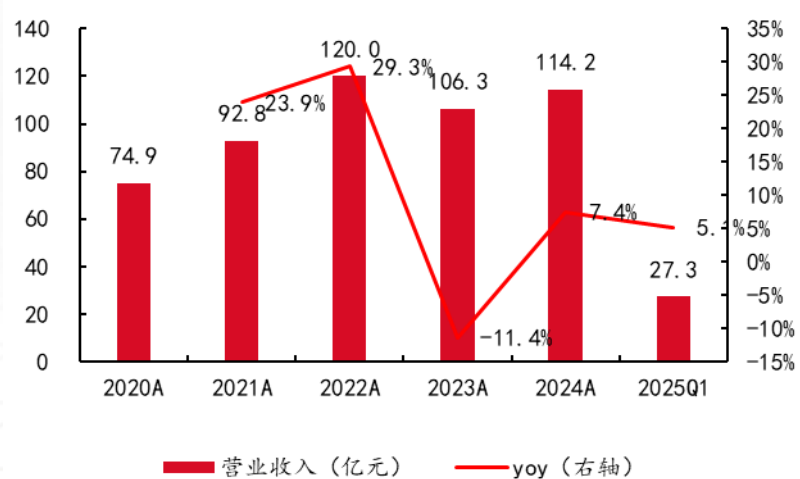
公司	2024年业绩	最新订单情况	资本开支计划	2025年公司指引
药明康德	2024年收入392.4亿元，同比-2.7%，剔除新冠商业化项目后同比+5.2%；经调整Non-IFRS净利润105.8亿元，同比-2.5%	截至2024年末，持续经营业务在手订单493.1亿，同比增长47%	预计2025年资本开支达到70-80亿，同比接近翻倍	2025年持续经营业务收入重回双位数增长，同比增长10%-15%
药明生物	2024年收入186.8亿元，同比+9.6%，非新冠收入同比+13.1%；经调整的EBITDA 80亿元，同比+14.4%，经调整的纯利54亿元，同比+9%	在考虑海德爱尔兰工厂出售的影响后，公司2024年末总在手订单185亿美元，同比+5.1%；其中未完成服务订单105亿美元，同比持平；未完成里程碑付款80亿元，同比+11.3%；	资本开支预计约60亿元	2025年整体收入增长12-15%，持续经营业务收入增长17-20%（不包括药明海德爱尔兰的收入）；盈利能力提升
药明合联	2024年公司收入40.5亿元，同比+90.8%；经调整Non-IFRS 归母净利润11.7亿元，同比+184.8%	24年底在手订单同比增长71%，达9.91亿美元，新签合同金额与未完成订单增速基本同步，北美地区未完成订单总额同比增长超百分之百	2024年资本开支约15亿元，2025年预计14亿元	2025年收入至少增长35%
康龙化成	2024年收入122.76亿元，同比+6.4%；Non-IFRSs经调整归母净利润16.07亿元，同比-15.6%	2024年新签订单同比增长20%+	2025年CAPEX预计在20亿左右，未来几年计划维持在20-30亿左右	2025年收入增长10-15%
泰格医药	2024年收入66.03亿元，同比-10.58；扣非归母8.55亿元，同比-42.13%	2024年底在手订单157.8亿人民币，同比增长12.1%；净新增订单金额84.2亿，同比增长7.3%	2024年底员工总数10185人，较2023年底增加，未来将继续扩大主要海外市场运营项目管理及BD团队规模	2025年净新增订单实现双位数增长；收入恢复增长态势，达到高个位数增长
凯莱英	2024年收入58.05亿元，同比-25.82%，剔除新冠大订单因素，同比+7.4%；扣非净利润8.50亿元，同比-59.63%	2024年新订单趋势良好，截至2025年3月28日在手订单达10.52亿美元，同比增长超20%	2024年资本开支11.3亿，较2023年小幅下降，2025年资本开支向新业务方向倾斜，整体较2024年有小幅增加	2025年收入增长重回两位数
博腾股份	2024年收入30.12亿元，同比-17.87%，剔除大订单影响后同比增长约14%；扣非归母净利润-2.72亿元，同比-209.74%	截至2024年底，公司未完成在手订单金额同比增长近30%	2025年CapEx整体投入目标小于4亿，相比前几年持续下降	2025年有望实现扭亏为盈

资料来源：公司公告等、中邮证券研究所

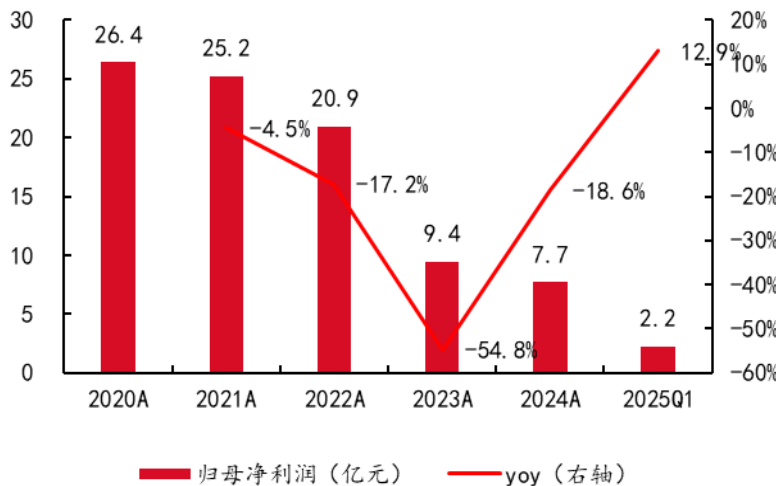
科研试剂：需求复苏，收入恢复正增长，业绩底已现

- **需求复苏带动科研实际板块收入端恢复正增长，2024年为板块业绩底部。**2024年科研试剂板块营收合计114.2元，同比增长7.4%；2025Q1科研试剂板块营收合计27.3元，同比增长5.1%。2024年板块归母净利润合计7.7亿元，同比下降18.6%，延续下滑趋势但降幅收窄；2025Q1科研实际板块归母净利润合计2.2亿元，同比增长12.9%，板块2025年一季度利润恢复良好增长。从经营性现金流上看，板块2024年经营性现金流合计为13.5亿元，同比增长129.9%，现金流改善显著。板块呈现复苏态势，下游客户需求恢复拉动科研试剂板块收入恢复良好增长，2024年预计为板块业绩底，2025年板块业绩回升确定性较高。

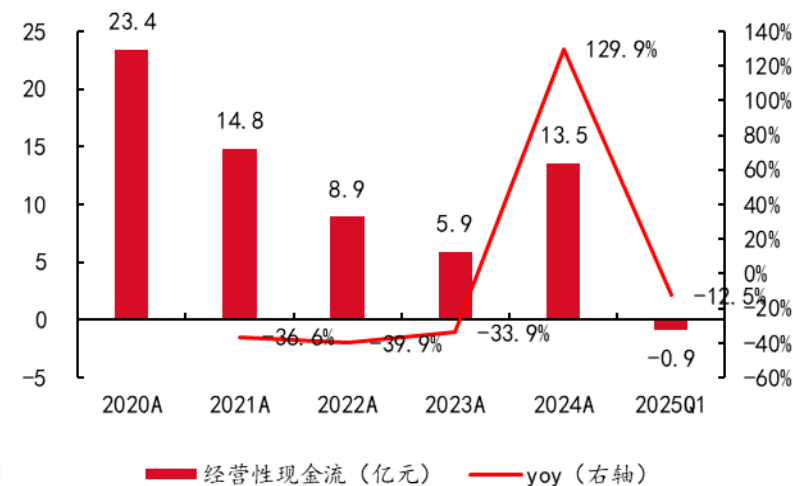
图表42：2024及2025Q1收入端均恢复正增长



图表43：25Q1利润同比实现良好增长



图表44：2024年经营性现金流显著改善

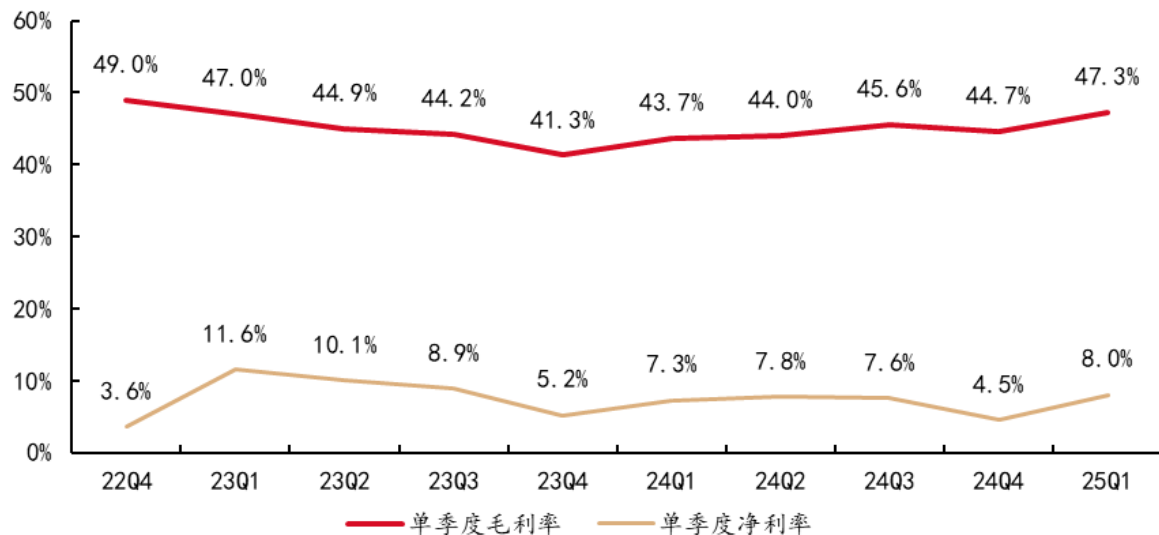
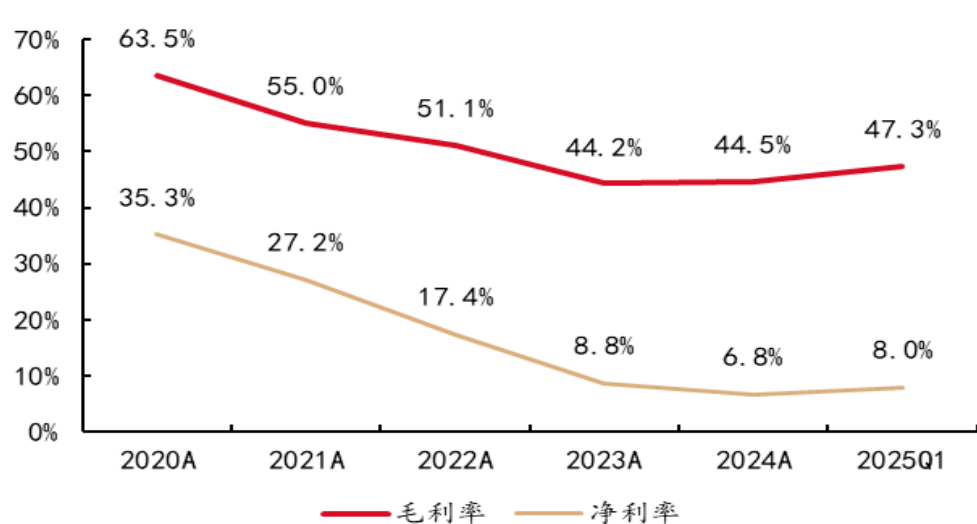


资料来源：Wind、中邮证券研究所

科研试剂：毛利率逐步回升，盈利能力有望修复

- **毛利率呈现提升趋势，盈利能力有望逐步修复。**2024和2025Q1，科研试剂板块毛利率分别为44.5%和47%，2025Q1毛利率幅度加大，同比提升3.6pct。从季度毛利率上看，2024Q1开始呈现逐步提升趋势，预计行业整体价格战逐步趋于缓和。从净利率上看，2024和2025Q1板块净利率分别为6.8%（-2.0pct）和8.0%（+0.7pct），净利率有望于2025年开始逐步提升，板块盈利能力有望逐步修复。

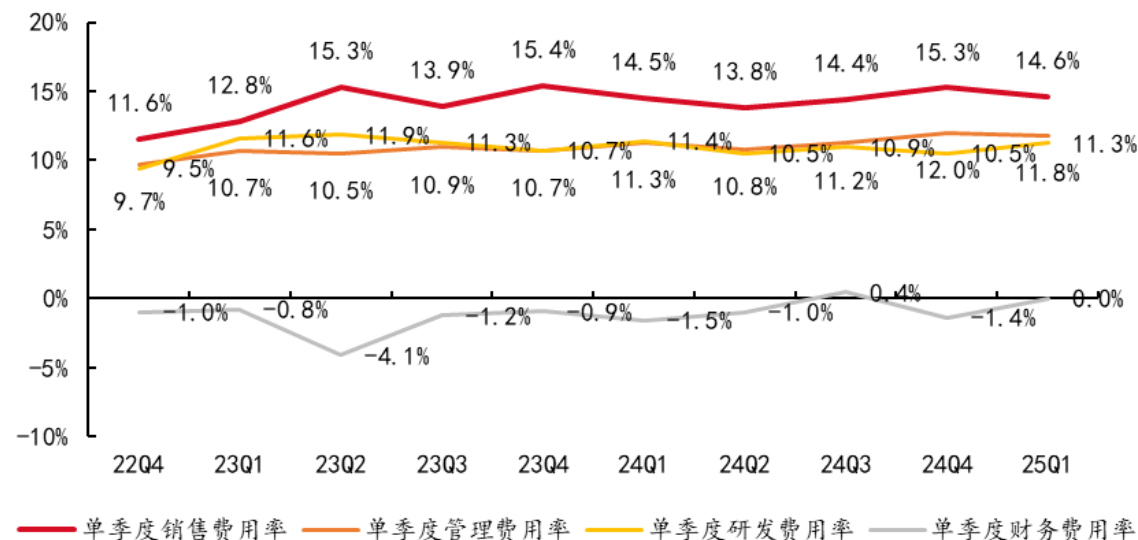
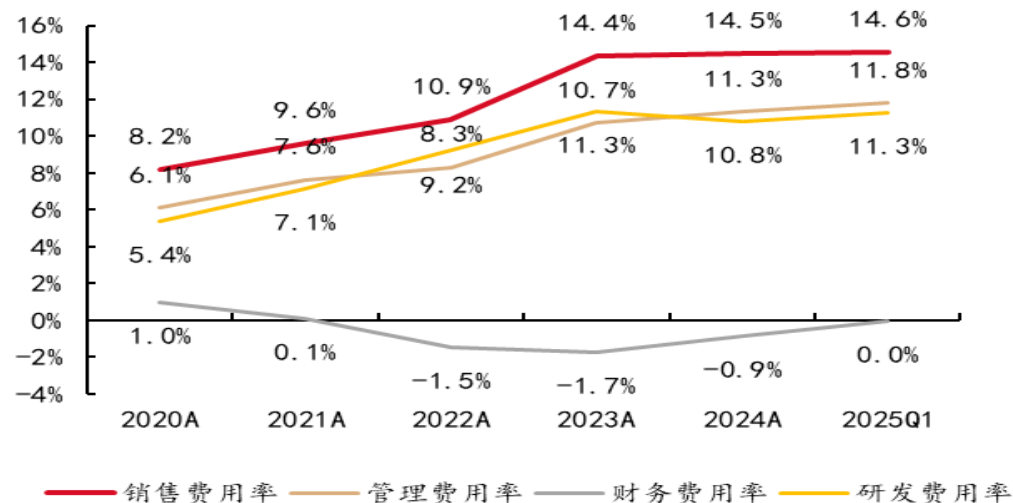
图表45：毛利率逐季提升，2025Q1盈利能力回升



资料来源：Wind、中邮证券研究所

- **费用端持续投入。**2024年，科研试剂板块销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为14.5%、11.3%、10.8%和-0.9%，科研试剂板块公司规模较小，需要通过持续研发和推广来丰富产品种类和建设品牌，进而实现对进口品牌的加速替代，预计板块整体费用率将维持一定水平。

图表46：费用率趋于稳定



资料来源：Wind、中邮证券研究所

创新药：受益于政策利好，有望持续走出板块性β行情

■ 《全链条支持创新药发展实施方案》通过，创新药板块或迎全面反转。创新药作为新质生产力代表性领域之一，是未来重点支持发展方向。2024年7月《全链条支持创新药发展实施方案》的通过是创新药领域标志性事件，新药研发、审评审批、配备使用、多元化支付、融资支持等方面支持力度进一步加强。我们建议关注具备核心技术平台及拥有药品专利，管线布局新靶点、新机制的First-in-class药品，且具有较强自主研发能力的国产创新药制药企业及其上游CXO公司。

图表47：2024年至今中央到地方支持创新药发展政策频出

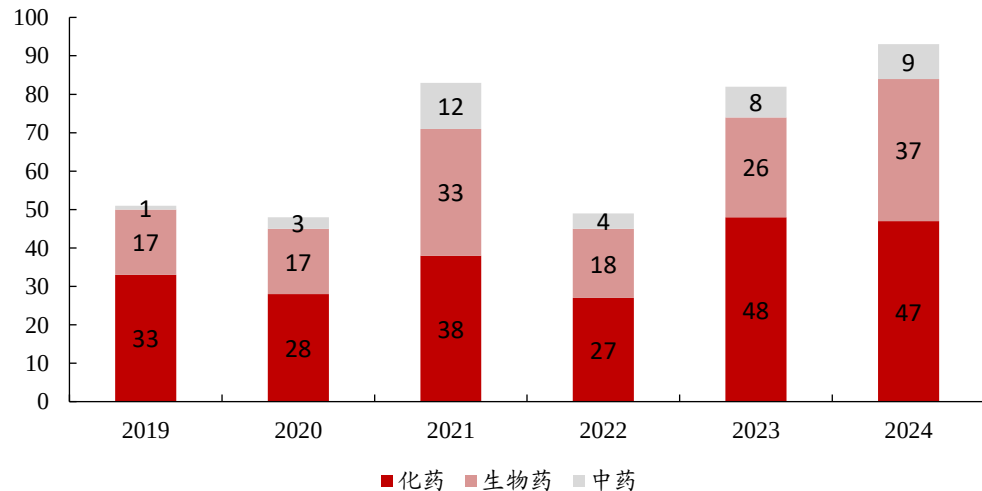
时间	颁布机构	文件名	核心内容
2024年1月19日	广州市发展和改革委员会	广州促进生物医药产业高质量发展的若干政策措施	(1) 支持创新药研发。对新药临床前研究阶段的关键核心技术攻关项目，择优列入市科技计划以重大科技项目形式给予支持。2) 支持创新药及医疗器械产业化落地。对生物制品、1类中药、2类高端中药、1类化学药品、2类高端化学药品以及取得第三类、第二类高端医疗器械产品首次注册证书，并实现产业化的项目，经评审，按项目总投资的10%给予后补助支持，最高不超过5000万元。
2024年1月22日	中共中央办公厅、国务院办公厅	《浦东新区综合改革试点实施方案（2023 - 2027年）》	对发展创新药产业提出一系列先行先试的政策措施，包括提出“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”。
2024年4月17日	北京市医保局等九部门	《北京市支持创新医药高质量发展若干措施（2024年）》	从研发端与支付端两方面发力，指出要在研发上加快审批速度，在支付方面对创新药限制松绑。在研发端，包括但不限于支持将临床试验启动整体用时压缩至28周以内，并支持重点企业实现全球同步开展临床试验、推动实施“药品补充申请审评时限从200日压缩至60日、药品临床试验审批时限从60日压缩至30日”的国家创新试点。到2024年底累计纳入项目制管理品种数量提升至200项，以及在出海方面，2024年推动5个品种“走出去”。取消医疗机构药品数量限制。推动建立医疗机构药事会规范化流程，国谈药目录公布后一个月内召开药事会，全年药事会召开不少于4次。加强学术交流活动，鼓励临床应用研究，及时形成专家共识。在支付端，鼓励多元化支付，鼓励商业保险公司与医疗机构、医药企业合作，开发具有针对性的、覆盖创新药械和健康管理服务的商业健康保险产品。
2024年6月1日	济南市医疗保障局	《济南市支持创新医药高质量发展若干措施（2024年）》	“探索新药新技术医保支付机制。国谈药和创新医疗器械涉及的诊疗项目，不受医疗机构总额预算指标限制。对符合条件的新药新技术费用，不计入DRG付费（按疾病诊断相关分组付费）病组支付标准，实行单独支付。对使用新药新技术较多的病组，动态调整DRG付费病组权重，对费用极高病例实行特病单议。二、支持创新药械加速审评审批。五）扩充创新药械审评审批资源。强化济南市医药创新服务中心机构和人员设置，争创山东省药监局药品审评核查济南分中心，探索在区县（功能区）设置分支机构，加快提升对药械化产品从上市前注册申报辅导、加速审评审批到上市后质量风险预防的全过程一站式服务，指导医药企业加快产品研发上市。
2024年6月6日	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务》	深化药品审评审批制度改革。制定关于全链条支持创新药发展的指导性文件。加快创新药、罕见病治疗药品、临床急需药品等以及创新医疗器械、疫情防控药械审评审批。制定发布第五批鼓励研发申报儿童药品清单和第四批鼓励仿制药品目录。健全中药审评证据体系，加快古代经典名方中药复方制剂审评审批，促进医疗机构中药制剂向新药转化。支持符合要求的医疗机构制剂在国家区域医疗中心输出医院和项目医院间调剂使用。
2024年7月5日	国务院常务会议	《全链条支持创新药发展实施方案》	发展创新药关系医药产业发展，关系人民健康福祉。要全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制，合力助推创新药突破发展。要调动各方面科技创新资源，强化新药创制基础研究，夯实我国创新药发展根基。
2024年7月30日	上海市人民政府办公厅	《关于支持生物医药产业全链条创新发展的若干意见》	公布8方面的37项政策举措。包括：大力提升创新策源能力、推动临床资源更好赋能产业发展、推动审评审批进一步提速、加快创新产品应用推广、加强为企业服务和产业化落地支持、强化投融资支持、释放数据要素资源价值、推动产业国际化发展等八个方面。
2024年2月23日	国家医保局	《关于医保支持创新药高质量发展的若干措施（第二轮征求意见稿）》	(1) 优化政策支撑，鼓励创新药研发。(2) 发挥市场机制作用，完善支付标准和价格管理。(3) 优化医保目录管理，设立丙类药品目录。(4) 推动药品目录落地，支持创新药加快临床应用。(5) 健全多元支付渠道，拓展创新药市场空间。(6) 完善保障措施，确保政策落地实施。
2025年3月	国家医保局	《进一步优化药品集采政策的方案(征求意见稿)》（下文称《征求意见稿》）	(1) 集采非新药，新药不集采，竞争不充分的以及市场规模小的品种不集采。(2) 强调集采品种质量把控。药监部门坚持对集采中选企业检查和品种抽检两个“全覆盖”特别是对低价中选药品、发生重大变更的中选药品强化检查抽检。(3) 竞争规则更合理。设置报价熔断机制，鼓励理性报价，并对“强竞争”产品进行预警，防止不正当竞争。

资料来源：各地方医保局、发改委、工信局、国常会、国务院办公厅、中邮证券研究所

创新药：受益于政策利好，有望持续走出板块性β行情

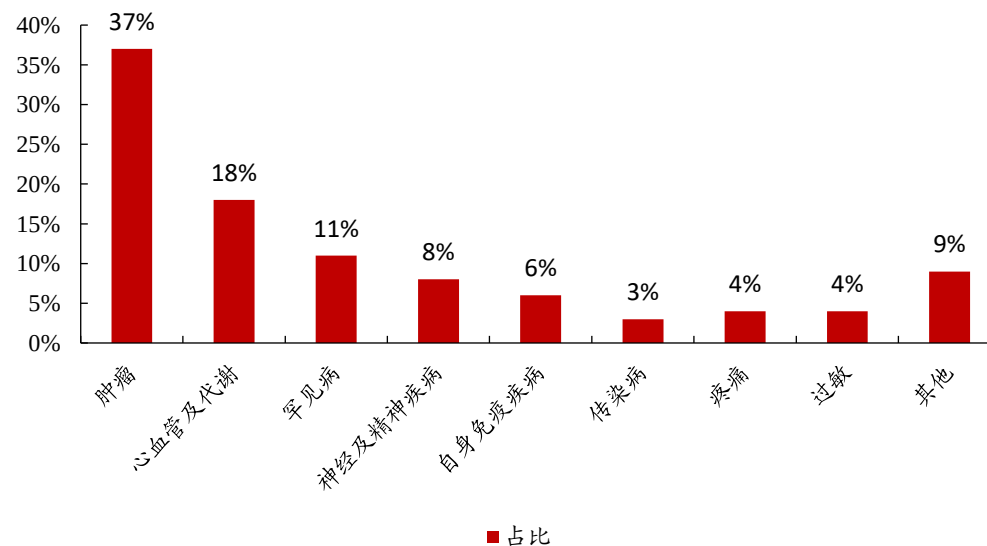
- **当前创新药获批数量居历史最高位，抗肿瘤、心血管及代谢领域仍是重要获批方向。**2024年，国家药品监督管理局（NMPA）累计批准了93款新药，包括47款化药（小分子、多肽及核酸）、37款生物药（单抗、双抗、ADC、细胞疗法等）、9款中药。与往年相比，2024年NMPA批准新药数量显著上涨，为近五年来最高值。
- 在药物类型的分布上，小分子药物在2024年获批的新药中占据主导地位，占比达45%（42款）。之后依次为单抗、多肽、ADC、血液制品、双抗、细胞疗法、核酸等。另外，中药的占比也达到了10%。

图表48：近年我国获批新药数量快速增长



资料来源：医药魔方、中邮证券研究所

图表49：2024年抗肿瘤药物仍是最重要新药获批品种



资料来源：医药魔方、中邮证券研究所

创新药：受益于政策利好，有望持续走出板块性β行情

- **创新药企营收总体实现高增长，多家公司实现扭亏为盈。**通过对创新药个股2024年业绩进行梳理，板块业绩实现高增长。从营收端看，总体呈现明显增长趋势，其中，百利天恒实现了营收端953.9%高增速。从利润端看，2024年数家创新药企实现了扭亏，包括神州细胞、百利天恒、科兴制药、康宁杰瑞制药等，荣昌生物、百济神州、诺诚健华、再鼎医药、君实生物等均实现亏损收窄。我们认为国内创新药企业经过数十年的发展，正快速进入到商业化兑现阶段。

图表50：2024年创新药板块业绩整体实现高增长（单位：亿元）

证券代码	证券简称	2024年营业收入	yoy	2024年归母净利润	yoy
600276.SH	恒瑞医药	279.8	23.8%	63.4	47.3%
688506.SH	百利天恒	58.2	953.9%	37.1	575.0%
1177.HK	中国生物制药	288.7	10.2%	35.0	50.1%
688578.SH	艾力斯	35.6	76.2%	14.3	122.0%
600079.SH	人福医药	254.4	3.8%	13.3	-37.7%
688278.SH	特宝生物	28.2	34.2%	8.3	49.0%
688336.SH	三生国健	11.9	17.9%	7.0	139.2%
603087.SH	甘李药业	30.5	16.7%	6.1	80.7%
002294.SZ	信立泰	40.1	19.3%	6.0	3.7%
300558.SZ	贝达药业	28.9	17.5%	4.0	15.7%
300841.SZ	康华生物	14.3	-9.3%	4.0	-21.7%
002653.SZ	海思科	37.2	11.1%	4.0	34.0%
002019.SZ	亿帆医药	51.6	27.0%	3.9	170.0%
300725.SZ	药石科技	16.9	-2.3%	2.2	11.2%
9966.HK	康宁杰瑞制药-B	6.4	192.6%	1.7	179.0%
688520.SH	神州细胞	25.1	33.2%	1.1	128.3%
0013.HK	和黄医药	6.3	-24.8%	0.4	-62.6%
688321.SH	微芯生物	6.6	25.9%	-1.1	-229.0%
688266.SH	泽璟制药-U	5.3	37.9%	-1.4	50.5%
688221.SH	前沿生物-U	1.3	12.4%	-2.0	38.8%
9688.HK	再鼎医药	4.0	49.6%	-2.6	23.2%
688185.SH	康希诺	8.5	139.0%	-3.8	74.4%
688428.SH	诺诚健华-U	10.1	36.7%	-4.4	30.2%
688373.SH	盟科药业-U	1.3	43.5%	-4.4	-4.7%
6160.HK	百济神州	38.1	55.0%	-6.4	26.9%
688192.SH	迪哲医药-U	3.6	295.7%	-8.5	23.6%
1877.HK	君实生物	19.5	29.7%	-12.8	43.8%
688331.SH	荣昌生物	17.2	58.9%	-14.7	2.8%

创新药：受益于政策利好，有望持续走出板块性β行情

- **License out有望带动创新药持续高景气。**根据医药魔方等数据显示，2024年中国创新药license out交易数量超过120起，交易总金额超500亿美元，超越2023年的披露交易总金额465亿美元，创新药出海势头仍保持高景气。其中，恒瑞医药与Hercules就GLP-1类药物签订的60亿美元合同，成为2024年度国产创新药license out交易的领头羊。从品类上来看，双抗、ADC类药物成为重要出海品种。2024年国产创新药license out交易总金额前十的案例如下：

图表51：2024年创新药个股License out交易持续高景气

转让方	受让方	交易项目	项目类型	疾病领域	总金额（亿美元）	首付款（亿美元）	项目阶段
恒瑞医药	Hercules	GLP-1 类创新药 HRS-7535	多肽	糖尿病、肥胖症和代谢功能障碍相关的脂肪性肝炎	60.35	1.1	II 期
		GLP-1 类创新药 HRS9531					II 期
		GLP-1 类创新药 HRS-4729					临床前
舶望制药	诺华	2 款 siRNA 药物	siRNA 药物	心血管疾病	41.65	1.85	I 期、I/IIa 期
礼新医药	默沙东	PD-1/VEGF 双特异性抗体 LM-299	抗体	肿瘤	33.88	5.88	I 期
宜明昂科	SynBioTx Inc	VEGFxPD-L1 双抗 IMM2510	抗体	肿瘤	20.5	0.5	II 期
		CTLA-4 单抗 IMM27M					I 期
石药集团	阿斯利康	Lpa 抑制剂	小分子药物	心血管疾病	20.2	1	临床前
翰森制药	默沙东	GLP-1 受体激动剂 HS-10535	多肽	糖尿病、肥胖症	20.12	1.12	临床前
瑞博生物	勃林格殷格翰 BI	非酒精性 NASH 或代谢功能障碍相关脂肪性肝炎 MASH 的小核酸 siRNA	siRNA 药物	脂肪性肝炎	20	未披露	临床前
宜联生物	BioNTech	创新靶点的 ADC 产品	ADC	肿瘤	18.25	0.25	临床前
明济生物	艾伯维	TL1A 抗体 FG-M701	抗体	炎症性肠病	17	1.5	临床前
同润生物	默沙东	CD3xCD19 双抗 CDN201	抗体	肿瘤	13	7	II 期

资料来源：医药魔方、中邮证券研究所

创新药：受益于政策利好，有望持续走出板块性β行情

- **大病种突破指日可待，建议重点关注肿瘤、自免、减重、阿尔兹海默症、NASH、脱发、乙肝等领域。**以GLP-1为代表的创新大单品畅销全球，为国内药企提供重要参考样本。中国创新药经过数十年发展，正在进入收获期，叠加政策友好性和市场流动性提升，国内创新药市场前景光明。以上大病种潜在需求人群数量庞大，药企参与热情高，建议未来重点关注上市医药公司相关产品临床和上市进展。

图表52：部分大品种连续取得突破，市场潜力大

	主要靶点/类型	潜在需求人群数	国内已上市和在研产品相关公司
减重	GLP-1R、GLP-1R/GIPR、GLP-1R/GCGR、GLP-1R/AMY3等	预计2025年达到2.72亿人	华东医药、仁会生物、礼来、诺和诺德、信达生物、先为达、礼来、诺和诺德、石药集团、德睿智药、豪森药业、阳光生物、恒瑞医药、甘李药业、鸿运华宁、博瑞生物、勃林格殷格翰
阿尔兹海默症	脑-肠轴、Aβ、GLP-1、胆碱酯酶、QPCT、Rac1、NMDA等	2025年，将有1550万AD患者	绿谷制药、卫材/渤健、礼来、卫材/渤健、诺和诺德、通化金马、康弘药业/济生堂、恒清堂、先声药业、康恩贝、卓凯生物、康缘药业、天士力
NASH	PPAR、THR-β、GLP-1、FXR、FGF21等	约5000万人	正大天晴、众生药业、歌礼药业、华东医药、正大天晴、拓臻生物、微芯生物、东阳光药、君圣泰生物
自身免疫疾病	IL-4R单抗度普利尤单抗，JAK抑制剂乌帕替尼、阿布昔替尼、IL-4R单抗、JAK抑制剂、TSLP单抗、PDE4抑制剂	2019年中国特应性皮炎患者人数已达到6570万人，其中轻症患者约4750万人，中重症患者约1820万人	赛诺菲、艾伯维、辉瑞、恒瑞医药、安进、泽璟制药、康诺亚、威凯尔、正大天晴、长森药业、诺诚健华、药捷安康、凌科药业、康乃德、和美药业、恒瑞医药、三生国健、麦济生物
脱发	5α-还原酶抑制剂、小分子激素受体激动剂	脱发人数已超2.5亿人	三生制药、厦门美商、振东制药、美大康华康、山东京卫、博士伦福瑞达、三生制药、科笛生物、开拓药业
乙肝	聚乙二醇干扰素、siRNA、ASO、NTCP受体抑制剂、核衣壳抑制剂、HBsAg抑制剂等	乙肝感染者约为9300万，慢性乙肝患者约2000万	科宝生物、凯因科技、东阳光药、孟德尔基因、华辉安健、贺普生物、腾盛博药、杨森、GSK、罗氏、齐鲁制药

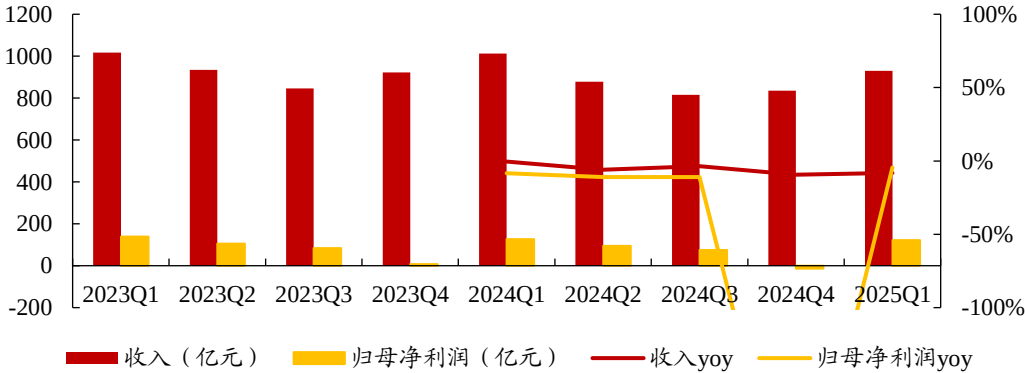
资料来源：CDE、Chinadrugtrials、中邮证券研究所

三

中药：重视国企改革、积极外延并购、中药创
新药投资机会

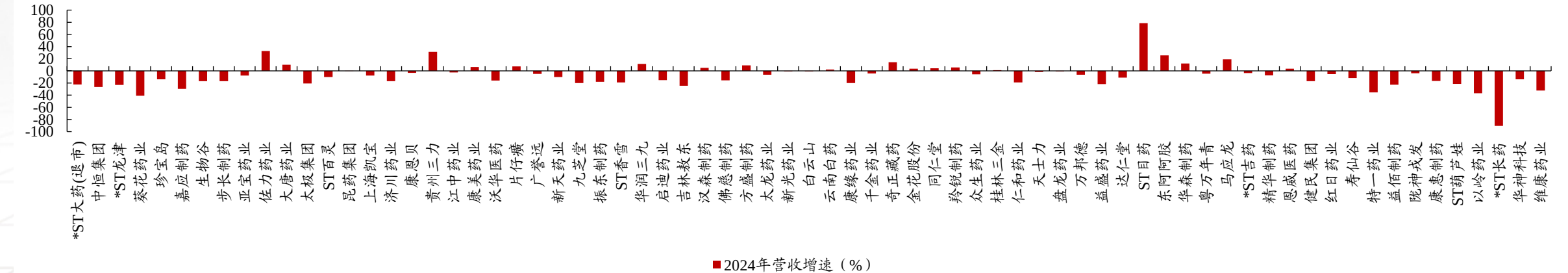
- 根据Wind统计，中药板块2024年营收下滑5%，归母净利润下滑16%。从收入端来看，近27%标的2024年收入有正向增长，实现收入增长的OTC中药包括贵州三力、东阿阿胶、马应龙、片仔癀、羚锐制药、同仁堂、云南白药、桂林三金等，多为在长期市场考验下得到市场认可的品牌中药，尽管在消费力疲软、比价平台出台等因素影响下仍展现出了经营韧性。
- 院内中药受益于集采以价换量、并购或新品增量等收入增长较好的有佐力药业、贵州三力、方盛制药、康臣药业。从利润端来看，归母净利润下滑预计与比价政策出台、集采降价、原材料价格影响等因素有关。

图表53：2024年、2025Q1中药板块收入利润皆同比下滑



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表54：2024年较多院内中药标的营业收入增速较低，较多中药OTC则实现正向增长



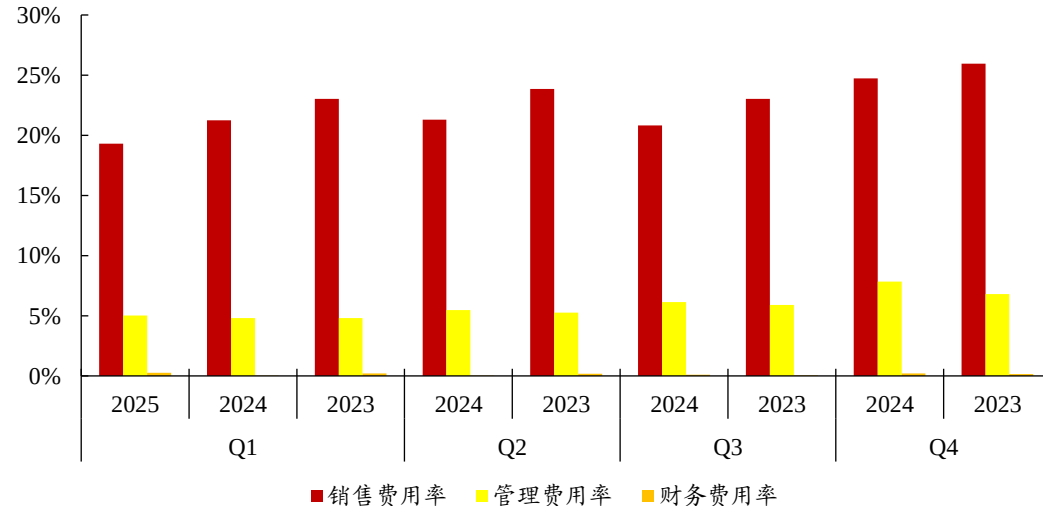
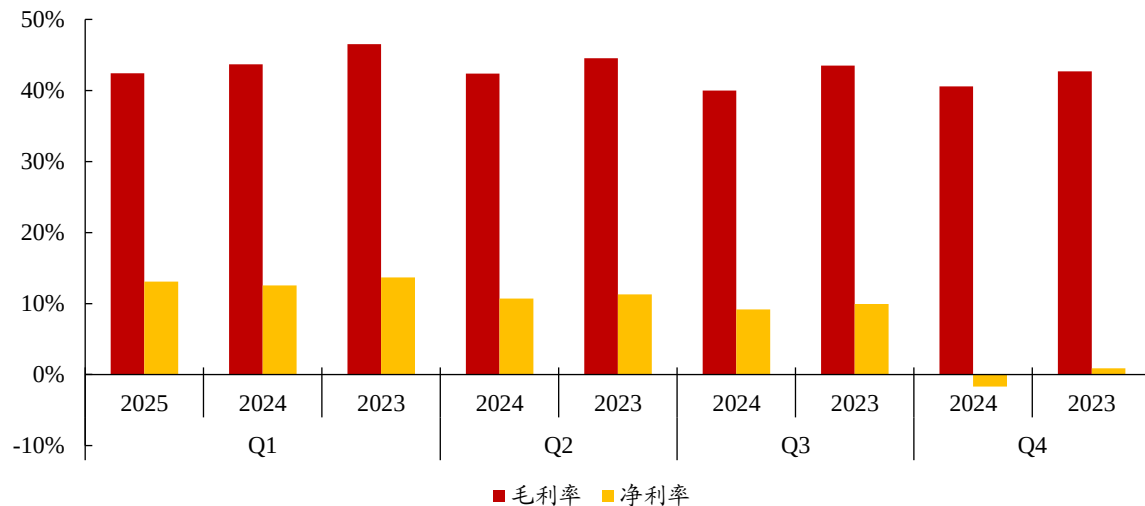
资料来源：Wind、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

中药：2024年中药板块毛利率下滑，销售费用率明显下降

- **毛利率和净利率：**2024年中药板块毛利率为41.76% (-2.4pct)，2025Q1中药板块毛利率为42.40% (-1.29pct)，预计与中药原材料持续涨价有关，但中药材天地网数据，2024年8月起中药原材料价格开始呈下调趋势，预计后续原材料价格上涨对毛利率的影响将减弱。**中药品牌OTC**面对持续提升的需求以及处于高位的中药材成本，价格策略更加积极，马应龙、达仁堂、东阿阿胶、桂林三金、云南白药等公司毛利率仍保持提升。**院内中药**部分标的面临集采降价影响毛利率，但销售费用率下降明显，净利率稳中向上。
- **费率：**2024年中药板块销售费用率同比下降明显 (-1.89pct)，超过半数中药标的销售费用率同比下降，降本增效成效明显。

图表55：2024年中药板块毛利率整体下滑，销售费用率明显下降

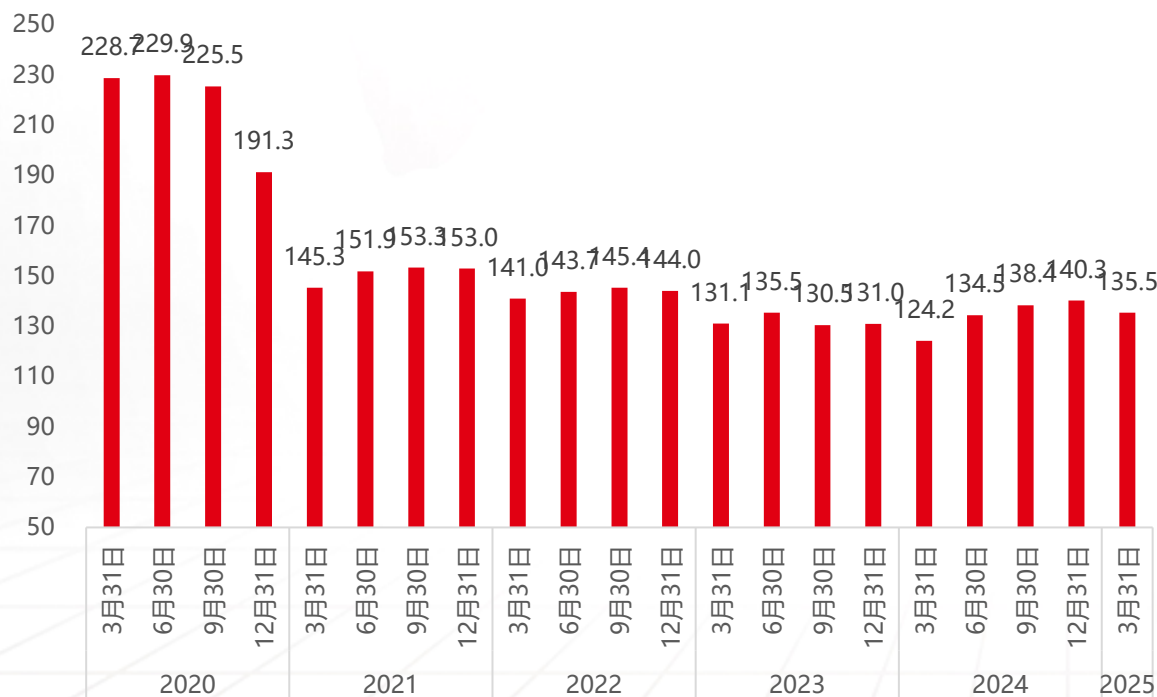


资料来源：Wind、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

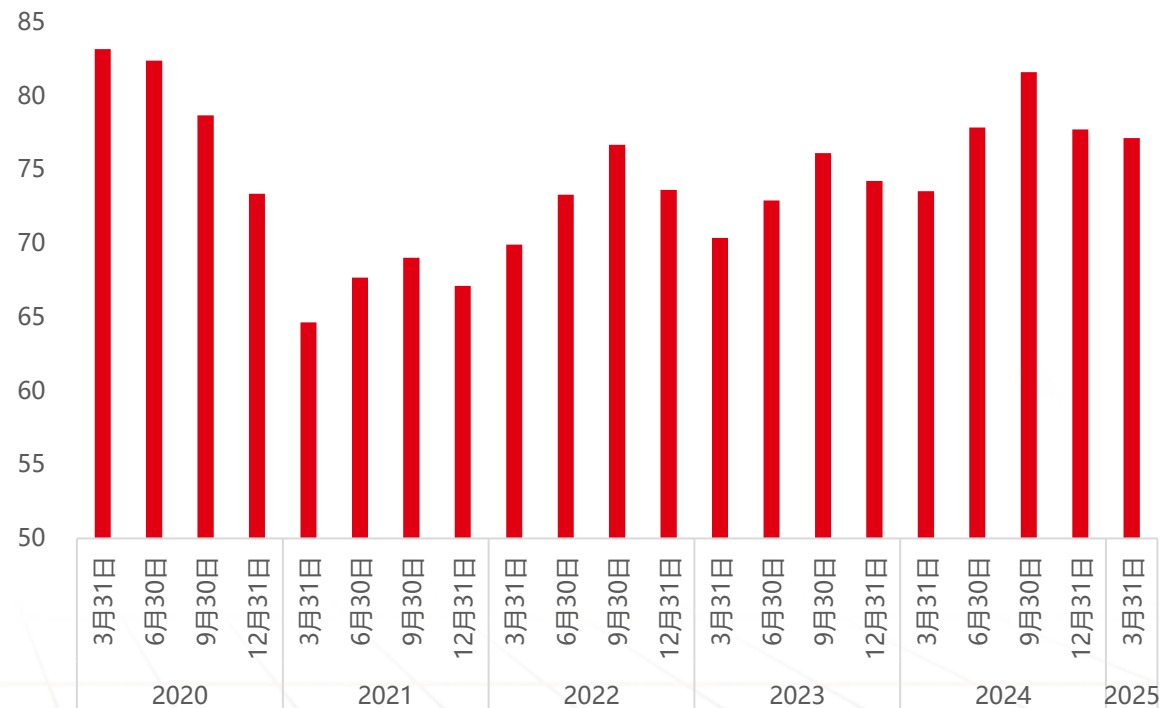
- **从营运能力来看**，中药板块存货周转持续优化，截至2025Q1板块整体存货周转天数为135.5天，在历史处于较低水平。应收账款周转天数有所增加，预计与消费疲软、医保监管加强等因素有关，渠道终端回款速度减慢，预计随着来年消费环境改善，地方化债利好公立医疗机构经营，终端回款有望加强。

图表56：中药板块存货周转天数持续下降，目前处于较低水平



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表57：中药板块应收账款周转天数自2024Q4起呈下降趋势



资料来源：Wind、中邮证券研究所

- 据不完全统计，中药企业通过收购不断提升市场竞争力，并购主要分为三个方向：（1）布局上游资源；（2）丰富产品线，实现产品协同，提升研发实力；（3）增强下游渠道能力进行市场拓展。2024年9月24日证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，有望进一步提升企业通过收购提升自身实力的积极性。
- 我们看好中药企业积极外延并购，整合行业优质资源，推动行业高质量发展。推荐标的：太极集团。受益标的：华润三九。

图表58：中药上市公司积极通过收购完善产业链建设

公告时间	公司	收购标的	收购股份	是否完成	被收购标的基本面
2023年9月	贵州三力	贵州汉方药业有限公司	38.8%（收购完成后总计持有75.9%）	是	汉方药业主营中西药品、抑菌洗液、卫生湿巾、II类医疗器械、消毒制剂（除危化品）的生产、销售。
2023年10月	葵花药业	海南惠海医药有限公司	100%	是	海南惠海主营药品批发；药品进出口；药品零售；保健食品销售等，本次收购行为旨在满足葵花药业在医药流通领域的业务发展和市场拓展需求。
2023年11月	佛慈制药	广东佛慈普泽医药有限公司	60%	是	广东佛慈普泽医药主营药品、中药饮片以及保健食品的批发、零售和网上销售，健康管理服务咨询等，在华南市场渠道优势明显。
2024年6月	昆药集团	昆明华润圣火药业有限公司	51%	是	华润圣火与昆药集团同属一控股股东华润三九，华润圣火主营产品血塞通软胶囊与昆药集团存在同业竞争，华润三九向昆药集团协议转让华润圣火51%股权，有利于加快三七产业整合，打造三七产业链标杆，进一步提升华润三九在三七产业的影响力，推动以“三七”为代表的传统中药产业链高质量发展；同时，可充分发挥昆药集团与华润圣火在产品、渠道、品牌、供应链等方面的协同优势，创造协同价值。
2024年8月	华润三九	天士力医药集团股份有限公司	28%	否	本次交易完成后，天士力控股股东将由天士力集团变更为华润三九，天士力的实际控制人将变更为中国华润。天士力是以大健康产业为主线，以生物医药产业为核心，以健康产业和医疗康复、健康养生、健康管理为两翼的高科技国际化企业集团，在中药创新研发及医疗渠道方面具有突出优势，为创新中药标杆企业。
2024年8月	片仔癀	漳州市明源香料有限公司	100%	否	片仔癀拟通过全资子公司收购明源香料。明源香料主营传统香料制品经营；香料作物种植。明源香料的长期股权投资系对漳州水仙药业股份有限公司30%的股权投资。水仙药业是一家集科研、开发、生产、销售为一体的制药企业，其主导产品为水仙牌系列产品：风油精、无极膏、丁硼乳膏、软脉灵、满山白、眠安宁等。水仙药业的盈利板块主要基于风油精的销售，盈利模式较为稳定。
2024年10月	江中药业	江西江中中药饮片有限公司	51%	否	江中药业旨在探索布局中医药上游资源，完善中药产业链建设，拟收购华润江中制药集团有限责任公司所持有的江西江中中药饮片有限公司51%股权。
2024年11月	康缘药业	江苏中新医药有限公司	100%	否	中新医药是生物药新药研发公司，目前聚焦代谢性疾病及神经系统疾病领域，已获取4个创新药的6个临床批件，皆进入临床阶段。收购有利于康缘药业进一步丰富公司生物药研发管线，完善公司产品矩阵，提升公司研发能力，打造具有影响力和竞争力的生物制药创新研发平台，帮助公司实现长期、可持续发展。

中药：看好创新驱动、集采/基药政策受益、高基数出清方向

■ 关注中药创新药方向

截至2024年末，**天士力**管线中17款创新中药产品处于临床II、III期研究阶段，包括脊痛宁片、青术颗粒、安体威颗粒、香橘乳癖宁胶囊等。**康缘药业**共有3个药品处于Pre-NDA阶段，4个产品处于临床III期，7个产品处于临床II期（其中4个已完成）。**以岭药业**共有7个品种处于临床阶段，芪防鼻通片和柴黄利胆胶囊申报新药已获受理。**方盛制药**研发进度靠前的有养血祛风止痛颗粒（提交上市许可申请）、诺丽通颗粒、健胃祛痛丸、蛭龙通络片。**中药创新药在销售促进下增长快速，后续有望带来明显增量。**

■ 关注集采/基药政策受益方向

受益集采2024年实现较好以价换量的有佐力药业的乌灵胶囊、方盛制药的藤黄健骨片、康臣药业的尿毒清颗粒、天士力的复方丹参滴丸等品种，以上较大单品凭借集采身份加速医院覆盖。关注基药政策动态，新进入基药目录的药品有望实现加速增长。

■ 关注高基数出清的拐点方向

中药板块自2024Q3收入降幅缩窄，边际向好，疫情诊疗相关药品高基数影响减弱，库存恢复常态水平，2025年业绩增速有望恢复。

■ 推荐标的：佐力药业、康臣药业、天士力；受益标的：方盛制药、以岭药业、贵州三力。

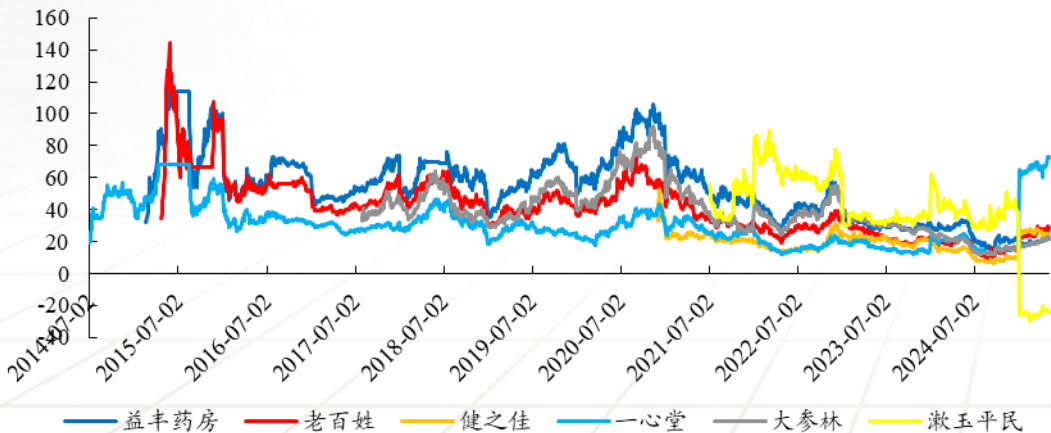
四

消费&医疗服务：重视优质资产整合带来的投资机会

药店：行业加速整合，龙头药房25年利润率提升趋势明显

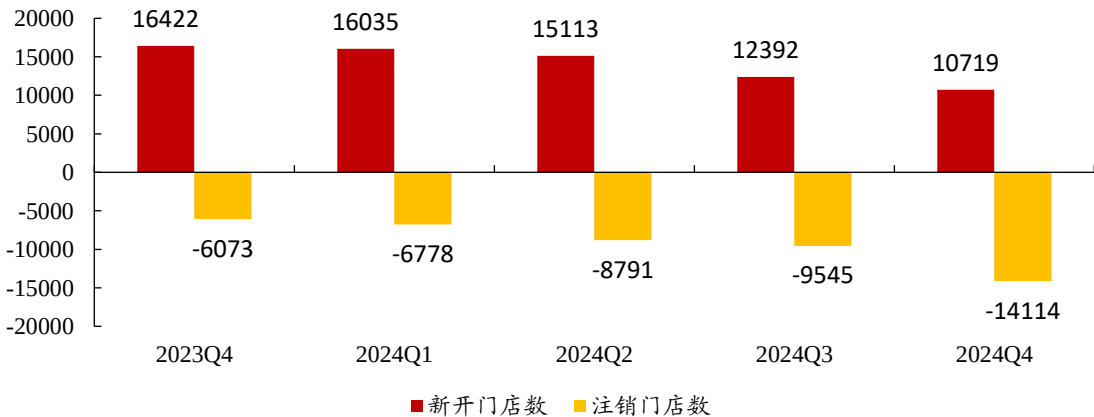
- **中小药店加速退出，行业进入整合阶段，客流有望向头部集中。**据国家药监局发布的《药品监督管理统计年度数据（2023年）》数据，2023年全国药店数量达到66.7万家，行业竞争持续加剧，但在上半年消费力疲软、医保控费及监管措施加强、门诊统筹落地滞后等外部因素影响下，行业开始分化，中小药店生存环境愈发恶劣，行业面临整合，中康数据显示全国关闭的药店数量2024Q1 6778家，Q2 8791家，Q3 9545家，Q4 14114家，闭店加速。自2024Q4起总体门店数进入净减少阶段，行业出清，客流有望向头部集中。
- **2025年龙头药店利润率有望提升。**新店、次新店业绩待释放，各家药店积极迎接行业周期进行门店优化，2025年利润率有望提升。
- **门诊统筹政策持续落地，处方外流长期带来业绩增量。**在门诊统筹政策持续规范化，监管趋严的大背景下，龙头药房基于规模、专业化服务能力、供应链等优势能够取得更多门诊统筹资质，具备当地市场门诊统筹先发优势，能够吸引更多客流，同时统筹带来的医保消费金额提升、关联产品消费增加等有望带来客单价提升。
- **零售药店赛道建议关注个股机会，我们看好持续提升精细化管理能力维持盈利水平，积极布局门诊统筹门店的龙头药房。推荐标的：益丰药房、大参林；受益标的：老百姓、一心堂、健之佳、漱玉平民等。**

图表59：零售药店板块25年利润率提升趋势明显，当前处于估值低位，具备估值性价比（PE）



资料来源：Wind、中邮证券研究所（注：收盘日截至2025年5月7日）
请参阅附注免责声明

图表60：行业闭店逐季提速，总体门店数进入净减少阶段



资料来源：中康数据、中邮证券研究所

药店：利空因素逐步消化，回暖趋势明显

- 2024年，零售药店正面受到季节性疾病的助力Q1增长较快，负面受到消费力疲软、比价政策出台、药品追溯码系统全面落地、统筹落地节奏滞后、前期新开店拖累利润等因素影响，二季度起营收、利润增速有所放缓。展望2025年，我们预计比价平台影响逐步消化，统筹政策有望持续落地，各家药店新开门店逐步进入盈利周期，利空因素逐步出清，看好25年龙头药店业绩回暖。

图表61：药店板块益丰药房、大参林业绩表现突出

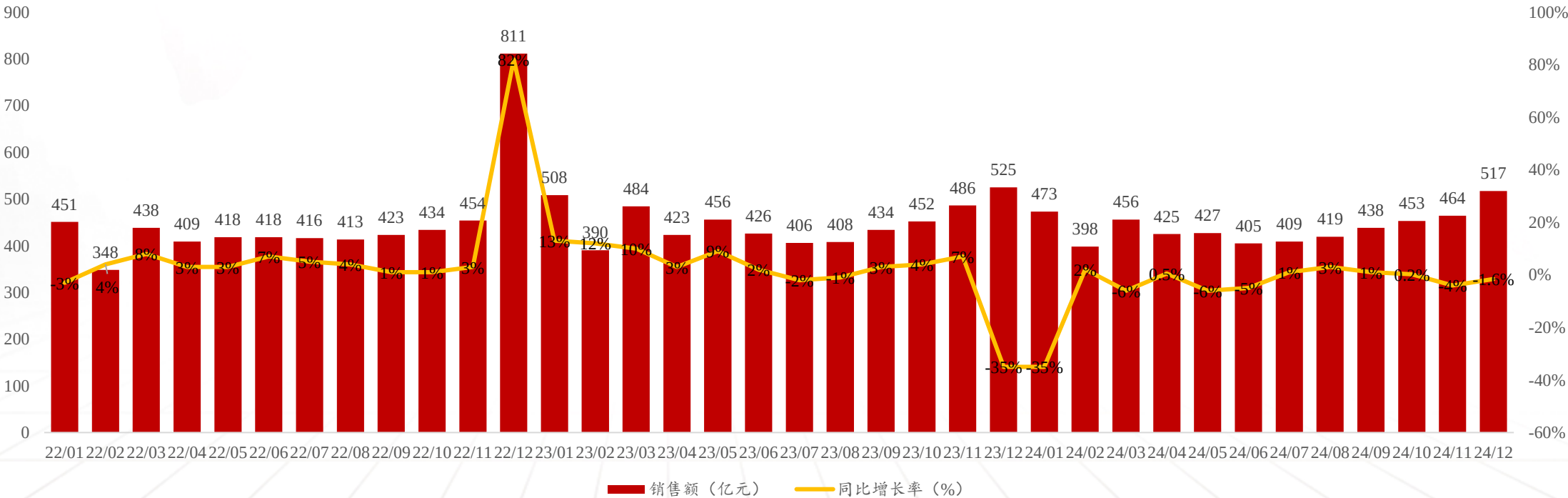
零售药店	单位：百万元	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024A	2025Q1
益丰药房	营业收入	5971	5791	5456	6843	24062	6009
	YOY	13.39%	6.45%	5.31%	2.14%	6.53%	0.64%
	归母净利润	407	391	313	418	1529	449
	YOY	20.89%	6.05%	6.38%	1.28%	8.26%	10.51%
老百姓	营业收入	5539	5401	5292	6125	22358	5435
	YOY	1.81%	0.56%	1.18%	-4.23%	-0.36%	-1.88%
	净利润	321	181	127	-111	519	251
	YOY	10.27%	-18.23%	-37.32%	-152.28%	-44.13%	-21.98%
大参林	营业收入	6752	6593	6386	6766	26497	6956
	YOY	13.54%	9.07%	11.42%	-0.63%	8.01%	3.02%
	归母净利润	398	259	201	57	915	460
	YOY	-19.79%	-38.40%	-21.95%	820.48%	-21.58%	15.45%
一心堂	营业收入	5100	4206	4284	4411	18000	4767
	YOY	14.96%	-0.81%	3.55%	-3.43%	3.57%	-6.53%
	归母净利润	242	40	11	-178	114	160
	YOY	1.03%	-84.92%	-94.16%	-30.69%	-79.23%	-33.83%
健之佳	营业收入	2314	2171	2250	2548	9283	2294
	YOY	6.79%	0.01%	4.08%	-1.30%	2.23%	-0.85%
	归母净利润	52	11	38	27	128	34
	YOY	-31.51%	-87.02%	-68.46%	-79.93%	-69.08%	-35.85%
漱玉平民	营业收入	2439	2379	2260	2492	9570	2379
	YOY	17.69%	8.71%	-0.60%	-6.19%	4.13%	-2.48%
	归母净利润	11	14	-37	-176	-189	26
	YOY	-83.72%	-81.63%	-263.75%	-509.43%	-241.90%	143.85%

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

药店：2024年下半年零售药店市场开始温和回暖

■ 中康瓴速数据显示，多重因素叠加下，2024年全国零售药店市场累计销售规模达5282亿元，同比下滑2.2%。从客流表现上来看，2024年药店整体客流不如去年同期水平。其中，下半年在新冠短暂反弹、甲/乙流等呼吸道疾病交替叠加流行的拉动下，客流出现短暂性回升；但从整体来看，线下门店数量扩张一定程度加剧了门店间的客流竞争，店均订单量水平受到影响。

图表62：全国-零售药店市场-全品类销售额趋势（亿元，%）



资料来源：中康数据、中邮证券研究所

药店：顺应行业周期，龙头药店积极优化门店结构，减轻利润承压

- **开店节奏放缓，战略性关闭亏损门店，减轻利润承压。**龙头药房积极应对行业周期优化门店，从直营门店增速来看，2024年直营门店数量增长明显放缓，且2025Q1开店节奏显示出2025年开店计划以保守策略为主，预计此前新开的新店、次新店将进入盈利周期，减轻对利润端的压力。从2024年迁址和闭店数量来看，益丰药房1078家，大参林733家，一心堂624家，健之佳22家，漱玉平民118家，闭店数量显著高于此前年度，处置经营亏损店面，将减小对利润端的压力，来年利润率有望提升。

图表63：2025Q1开店节奏放缓，预计2025年开店计划较保守

2025年Q1	益丰药房	大参林	老百姓	一心堂	健之佳	漱玉平民
总门店数	14694	16622	15252	11451	5490	8916
直营店总数	10814	10383	9844	11451	5490	4353
加盟店总数	3880	6239	5408	0	0	4563
当期新增直营门店数	26	54	-	124	20	
其中新开	26	54	-	124	20	1
其中并购	0	0	-	0	0	0
当期新增加盟店	68	189	-	0	0	0
当期关闭门店数	84	174	-	171	16	86
当期净增加门店数	10	69	-25	-47	4	-119

资料来源：各公司公告、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表64：2024年直营店增速明显放缓

	益丰药房	大参林	老百姓	一心堂	健之佳	漱玉平民
截至2022年底						
总门店数	10268	10045	10783	9206	4055	5456
直营门店数	8306	8038	7649	9206	4055	3325
加盟门店数	1962	2007	3134	0	0	2131
截至2023年底						
总门店数	13250	14074	13574	10255	5116	7337
直营门店数	10264	9909	9180	10255	5116	4104
加盟门店数	2986	4165	4394	0	0	3233
当期关闭门店数	153	261	271	134	10	8
2023年直营门店增速	23.6%	23.3%	20.0%	11.4%	26.2%	23.4%
截至2024年底						
总门店数	14684	16553	15277	11498	5486	9035
直营门店数	10872	10503	9981	11498	5486	4438
加盟门店数	3812	6050	5296	0	0	4597
当期关闭门店数	1078	733	-	624	22	118
2024年直营门店增速	5.9%	6.0%	8.7%	12.1%	7.2%	8.1%

资料来源：各公司公告、中邮证券研究所

■ **龙头药房具备统筹资质布局优势，统筹政策落地有望带来客流客单提升。** 定点药房纳入门诊统筹管理，执行与定点基层医疗机构相同的医保待遇，引流效果明显。国家医保局2023年2月15日发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》，积极支持定点零售药店开通门诊统筹服务、完善定点药店门诊统筹支付政策、明确定点零售药店纳入门诊统筹的配套政策，代表零售药店在国家医药健康保障体系中的作用和地位明显提升，也是对处方流转、医药分业实质性的推动。对于零售药店而言，获得统筹定点药房的资格，将在医保个人账户的基础上新增医保统筹资金的支付方，更能因医院处方外流获取客流。在门诊统筹政策持续规范化，监管趋严的大背景下，龙头药房基于规模、专业化服务能力、供应链等优势能够取得更多门诊统筹资质，具备当地市场门诊统筹先发优势，对于客流具备虹吸效应，能够吸引更多客流，同时统筹带来的医保消费金额提升、关联产品消费增加等有望带来客单价提升，门诊统筹有望带来业绩增量。

图表65：龙头药房积极布局门诊统筹资质门店

单位：家	益丰药房	老百姓	大参林	健之佳	漱玉平民
门诊统筹资质门店	4600余家	5487	2065	1165	-
院边店	688	-	-	-	400余家
DTP门店	318	176	248	-	-
门诊慢特病定点资格门店	-	1728	1214	慢病门店 780 家、特病门店 344 家	120余家
双通道资格门店	259	329	652	257	-

资料来源：各公司公告、中邮证券研究所（注：数据截至2024年底）

请参阅附注免责声明

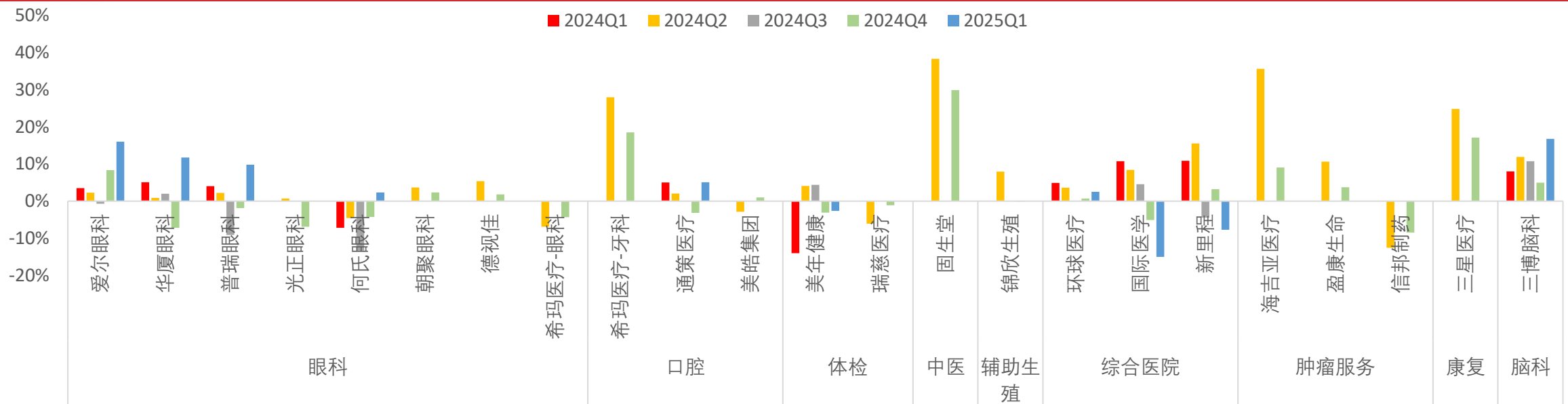
证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润增速 (%)				P/E			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
603939.SH	益丰药房	27.78	15.29	17.62	20.28	23.36	8.26	15.28	15.06	15.22	22	19	17	14
603233.SH	大参林	18.11	9.15	11.05	12.72	14.65	-21.58	20.83	15.07	15.22	23	19	16	14
600998.SH	九州通	5.26	25.07	30.10	32.12	34.58	15.33	20.04	6.71	7.68	11	9	8	8
603883.SH	老百姓	19.33	5.19	7.93	9.16	10.63	-44.13	52.78	15.49	16.11	30	19	17	14
002727.SZ	一心堂	14.03	1.14	5.72	6.89	7.41	-79.23	401.10	20.50	7.52	72	14	12	11
605266.SH	健之佳	20.82	1.28	2.75	3.32	-	-69.08	114.63	20.73	-	26	12	10	-

资料来源：Wind、中邮证券研究所（注：除益丰药房、大参林、九州通，盈利预测来自Wind一致预期，收盘价为2025年5月8日）

医疗服务：2025Q1眼科、口腔经营增速提升，其他持平或小幅度变化

- **1) 眼科**：2024年全年略微承压，但自2024Q4开始恢复，屈光价格趋于稳定，2025Q1在正常2024Q1基数下实现较好增长，一是刚需增长较好，二是屈光术式升级带动，连锁龙头皆加大新术式推广，基本面改善。**2) 口腔**：通策医疗2025Q1收入增速也有明显提升，主要靠正畸带动，预计消费有所回暖，当前行业开始出清，龙头市占率预计提升；希玛医疗的牙科受益港人北上仍保持快速增长。**3) 体检**：2024年需求整体平稳，B端需求分化，中小企业有所回落但优质企业需求仍稳定，C端在产品多样化、AI工具赋能下拓展空间较大。**4) 综合医院**：2024年上半年增长稳健，下半年较多医院在DRG 2.0落地后进一步提升诊疗效率，当前还在适应政策阶段。**5) 辅助生殖**：2024年有政策观望影响，尤其2024年下半年，当前大部分地区已将部分辅助生殖项目纳入医保，预计2025年渗透率有望逐步恢复；美国辅助生殖政策迎来重大机遇，渗透率有望加速。**6) 中医**：固生堂主要受益于新店爬坡实现收入保持高增长，受消费降级影响较小，收入呈现量价齐升态势。

图表66：2025Q1眼科、口腔收入同比增速提升，其他持平或小幅度变化



资料来源：Wind、中邮证券研究所 注：港股数据为2024H1和2024年全年数据，而非分季度数据

医疗服务：诊疗量大部分有增长，部分行业价格受到消费、政策等影响

- 1) 眼科：2024年诊疗量保持增长，但由于屈光价格下滑（尤其上半年），整体客单价有所下降，但价格在2024Q4已趋近稳定。
- 2) 口腔：2024年诊疗量保持增长，价格下降主要由于种植牙集采和消费下行导致正畸均价下滑，2025Q1正畸增长较好，预计消费有所回暖。
- 3) 体检：2024年体检人次有所下滑，主要是24Q1出行人数增加以及24Q4受经济环境影响，但客单价仍保持5%-10%增速。
- 4) 综合医院：2024年诊疗量保持个位数增速，但价格皆有下滑，此为DRG政策影响，由于诊疗效率提升，次均费用有下降趋势。
- 5) 辅助生殖：2024年有政策观望影响，周期数有所下滑，尤其下半年更为明显，但价格仍保持提升趋势，VIP占比持续提高。
- 6) 中医：固生堂2024年就诊人次增长26%，价格也有小幅度提升，2025Q1就诊人次同比提升12.7%。

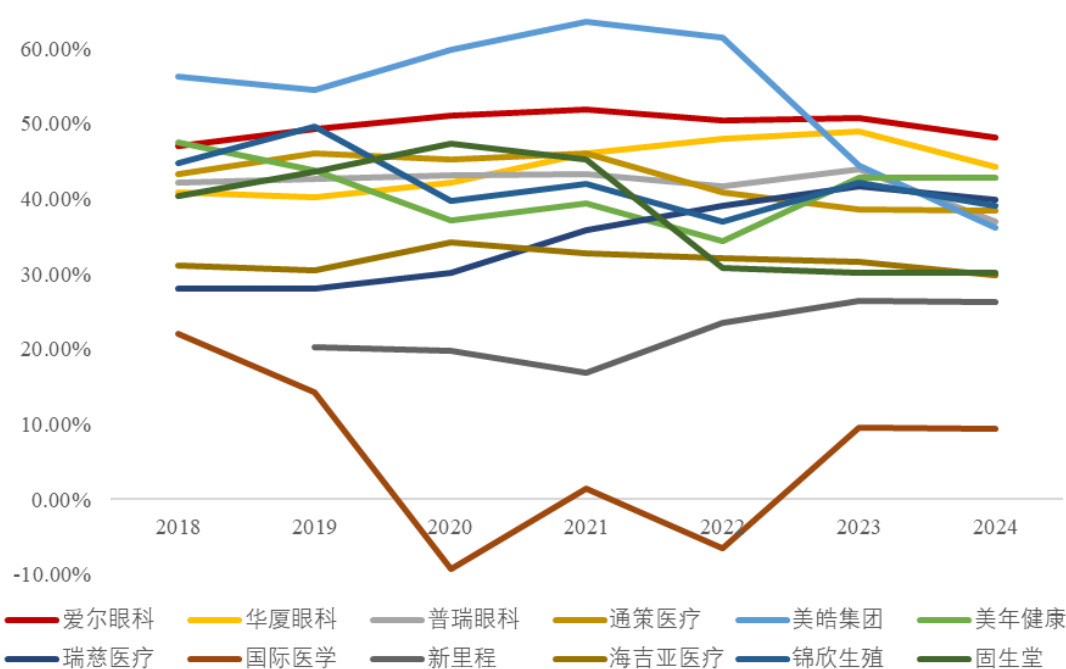
图表67：2024年诊疗量大部分有增长，部分行业价格受到消费、政策等影响

	医疗服务收入yoy	量yoy	价格yoy	备注：量的口径
爱尔眼科	3.02%	9.4%	-7.0%	手术量
		12.1%		门诊量
朝聚眼科	4.28%	7.2%	-2.7%	住院量
		2.87%	0.8%	门诊量
		-2.15%	-12.3%	11.7% 视光中心
通策医疗	0.96%	5.4%	-4.2%	口腔医院门诊量
美皓集团	1.02%	22.8%	-17.7%	活跃患者人数
美年健康	-1.76%	-12.4%	8.2%	控股门店到检人数
锦欣生殖	-0.14%	-5.9%	6.2%	周期数，收入为IVF及相关业务
固生堂	30.09%	25.9%	3.3%	客户就诊人次
盈康生命	3.76%	6.0%	-1.2%	入院人次
		4.0%		门诊人次
国际医学	4.28%	10.7%	-4.5%	住院量
		7.7%		门急诊量
环球医疗	-2.46%	4.3%	-6.5%	门急诊量
		1.76%	-4.2%	出院人次

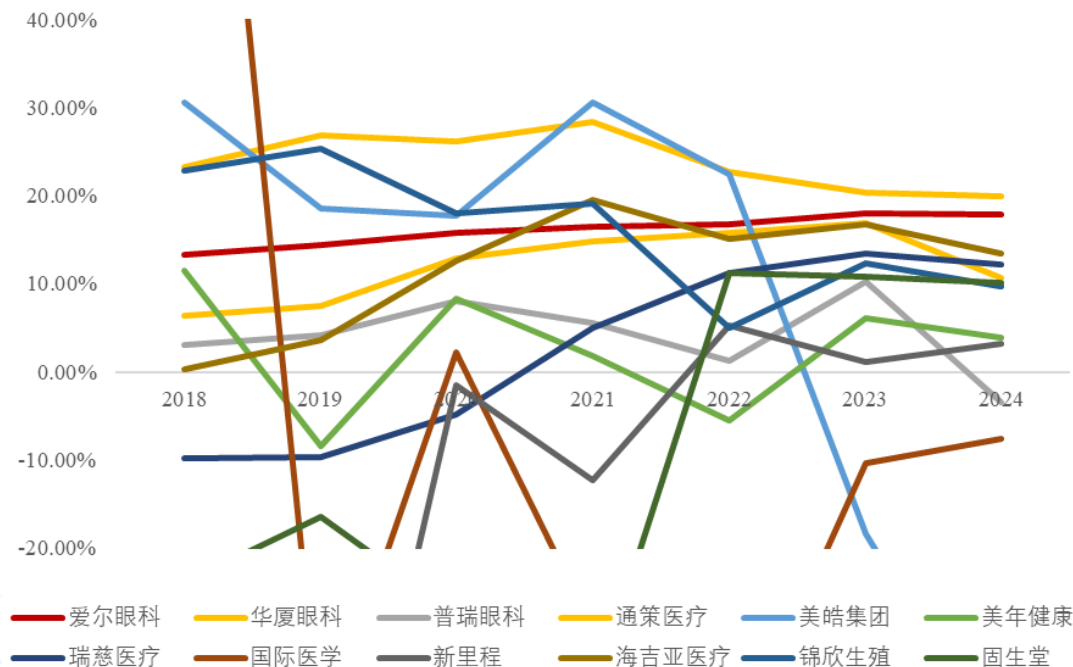
医疗服务：2024年毛利率皆有小幅下滑，龙头盈利能力更为稳健

- **毛利率皆有小幅下滑**：2024年医疗服务标的毛利率皆有下滑，固生堂、通策医疗、美年健康、国际医学、新里程毛利率下滑幅度为0.1pct以内，基本持平；海吉亚医疗、爱尔眼科、锦欣生殖、瑞慈医疗毛利率下降幅度为1-3pct；华夏眼科、普瑞眼科、美皓集团毛利率下降4-9pct。
- **龙头盈利能力更为稳健**：分子板块来看，毛利率的下滑幅度为爱尔眼科<华夏眼科<普瑞眼科，通策医疗<美皓集团，美年健康<瑞慈医疗，呈现规模越大毛利率更为稳健的趋势。
- **净利率下降幅度较多高于毛利率**：国际医学、新里程虽毛利率下滑但净利率提升，其他大部分标的由于收入规模下降，净利率下降幅度高于毛利率。

图表68：2024年毛利率基本有小幅下滑，龙头毛利率更为稳健



图表69：由于收入规模下降，净利率下降幅度较多高于毛利率



■ **方向一：关注消费复苏下弹性较大的眼科、口腔行业：**眼科在2024年增长承压，受消费力下行影响，一线城市分院业绩下滑更为明显，但2024Q4屈光价格已企稳，2025Q1收入增速提升；口腔当前种植牙价格企稳，正畸收入增速在2025Q1也开始恢复。

■ **方向二：持续扩张及优质资产注入下市占率提升：**

1) **推荐标的：新里程。**公司控股股东新里程集团非上市板块有近30家二级以上医院，合计床位数近20000张，收入约60亿元，集团计划在2022年6月公司重整完成后的5年内，优先将盈利能力好的优质医疗资产尽快注入上市公司。10月16日，公司发布公告称拟收购重庆新里程100%股权，正式开启优质资产注入，12月25日公告称收购东营老年医院60%股权（三级老年医院，全国首批医养结合示范机构）。

2) **推荐标的：美年健康。**当前收购估值已明显下降，保持每年并购一定数量参股门店的节奏，行业的中小竞争者经营压力皆提升，公司通过持续并购有望进一步扩大市占率。内生方面，持续提升精细化管理能力，促进降本增效。

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

方向三：政策受益-辅助生殖：当前全国31个省份和兵团均已将部分辅助生殖项目纳入医保，从效果来看，截至2025年5月初，北京市已有5.38万参保人员享受到辅助生殖报销待遇，减轻群众费用负担约4.06亿元，广西全区开展治疗性辅助生殖医疗服务项目门诊结算21.43万人次，医保基金支出4.31亿元。**受益标的：锦欣生殖，**其核心国内医疗机构所在地均已落地部分辅助生殖项目纳入医保，当地IVF渗透率有望加速提升，叠加供给端深圳中山在2025年开设新院区，产能进一步扩大，有望实现较好周期数增长。

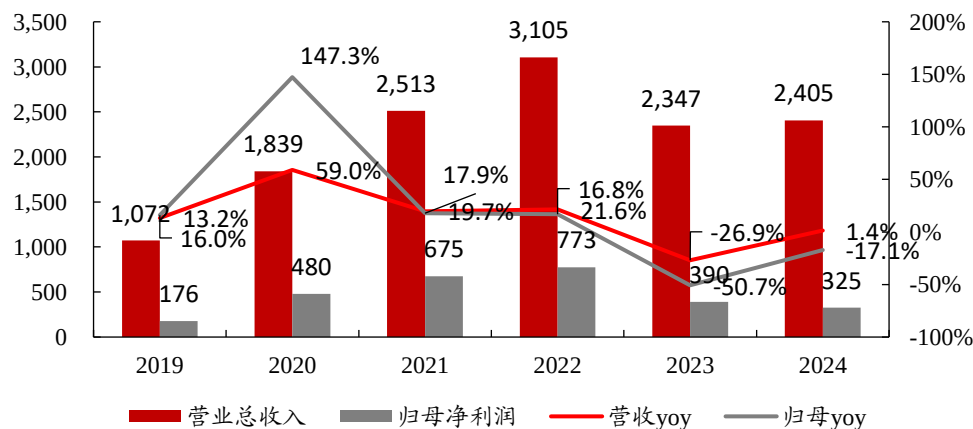
五

医疗器械：关注以旧换新、关税带来的国产替代机会

医疗器械：2024年业绩板块内部分化，医疗耗材赛道持续增长

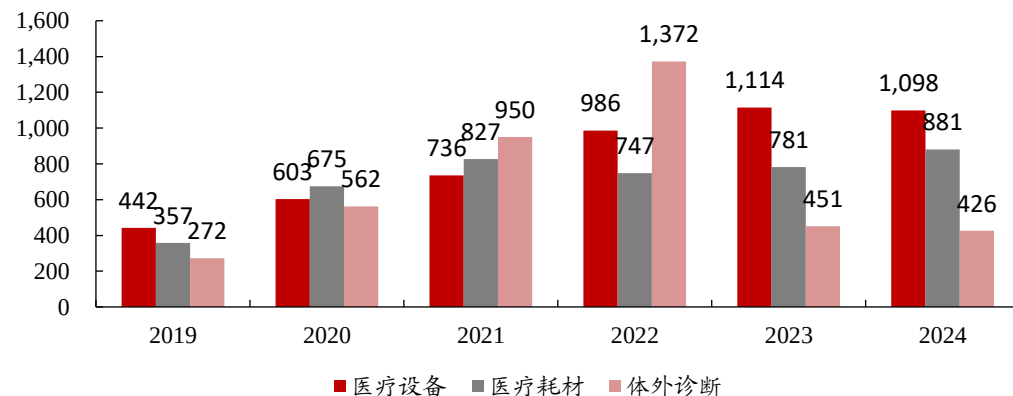
- **板块业绩表现：**2024年医疗器械板块营收和归母净利润合计分别达到2405亿元（1.4%）、325亿元（-17.1%）。主要系院内医疗整顿、招标不及预期、集采等影响，板块业绩增速承压。分细分板块看，医疗设备营收和归母净利润下滑较大，随着招标回暖及关税利好，我们认为2025年板块业绩有望迎来反转。

图表71：2024年医疗器械板块营收和归母净利润承压（单位：亿元）



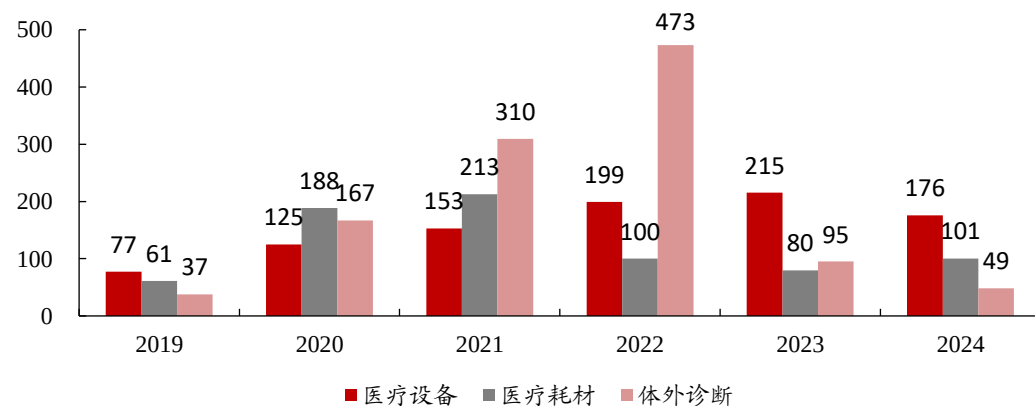
资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表70：营收端，2024年医疗耗材板块保持正向增长单位：（亿元）



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表72：利润端，2024年医疗耗材板块增速高于25%（单位：亿元）



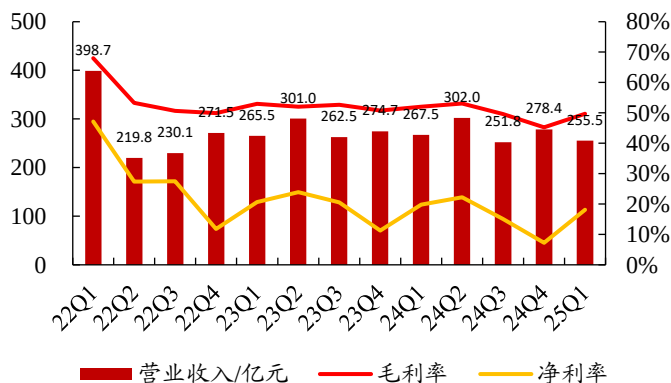
资料来源：Wind、中邮证券研究所

医疗器械：因去年同期高基数，2025Q1各细分板块业绩承压

■ 板块业绩表现：

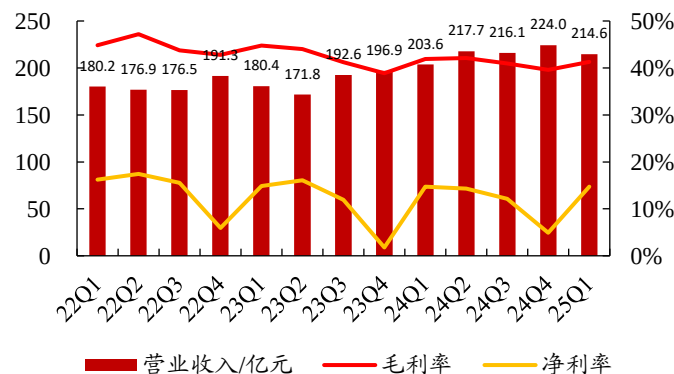
1. 医疗设备：主要受高基数和渠道去库存压力影响，2025年一季度医疗设备板块营收同比增长-4.5%。估值方面，截止2025年5月10日，医疗设备板块市盈率（TTM）为36.80倍，处于历史分位点为38.04%，历史最大值为140.90，平均值为43.49倍。
2. 医疗耗材：受益于低耗下游去库存和高耗持续高增长，2025年一季度医疗耗材板块营收同比增长5.4%。估值方面，截止2025年5月10日，医疗设备板块市盈率（TTM）为30.14倍，处于历史分位点为33.92%，历史最大值为127.85，平均值为40.85倍。
3. IVD：主要受院内医疗整顿和DRG控费影响，2025年一季度医疗体外诊断板块营收同比增长-15.2%。估值方面，截止2025年5月10日，医疗设备板块市盈率（TTM）为30.93倍，处于历史分位点为43.04%，历史最大值为173.46，平均值为42.53倍。

图表73：2025年Q1医疗设备子板块营收环比略降
(单位：亿元)



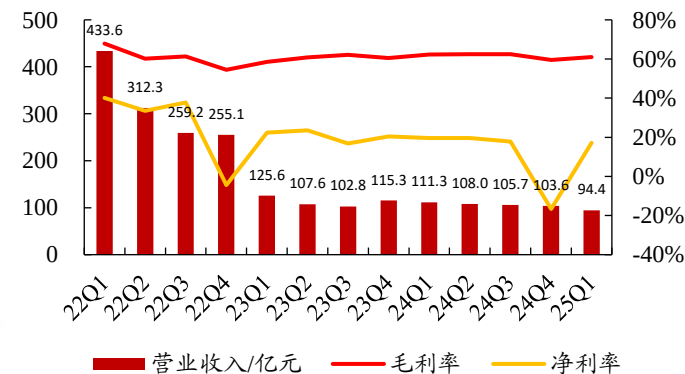
资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表74：2025年Q1医疗耗材子板块营收同比略增
(单位：亿元)



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表75：2025年Q1体外诊断子板块营收环比略降
(单位：亿元)

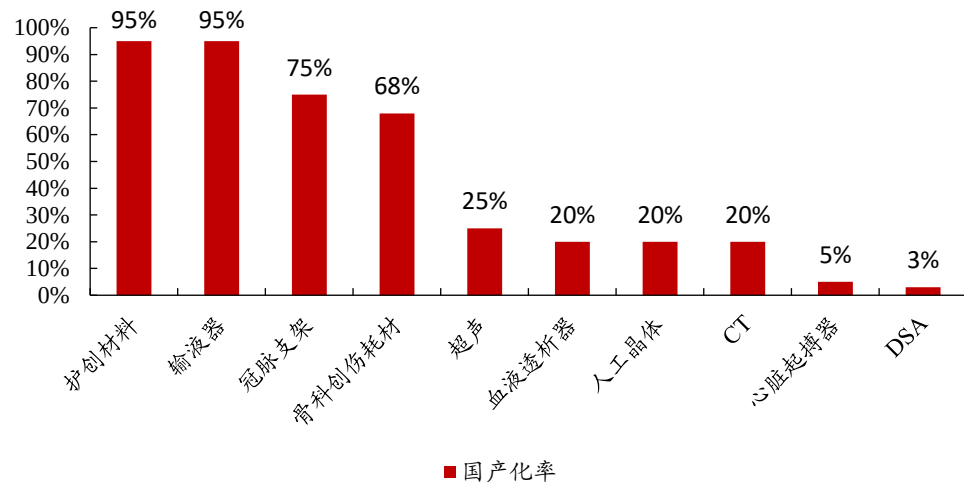


资料来源：iFinD、中邮证券研究所

- **医疗设备关注医疗设备以旧换新、关税利好带来的国产替代机会。** 24Q4各省逐步落地以旧换新政策，相关院内招标启动，11月份后，公开招标数量明显提升，设备厂家在24Q4开始受益于以旧换新订单落地。建议密切关注各地设备采购招标进展，预计25Q2有望迎来第二波以旧换新采购高潮，叠加24Q2医疗设备板块整体业绩低基数，我们认为25Q2开始板块有望进入业绩恢复区间。此外，财政部近日发布的《关于公布2025年一般国债、超长期特别国债发行有关安排的通知》显示2025年1.3万亿元超长期特别国债发行安排近日出炉，新一期20年期和30年期超长期特别国债将于4月24日首发。近期，数个省市开展设备集中采购，以中低端设备集采为主，我们认为集采主要压缩流通环节利润空间，对厂家利润影响较小，头部厂家有望充分享受中标量的提升带来的业绩增长。2025年3月4日，商务部发布公告对illumina禁售处罚利好国产测序仪快速扩大市场份额。上海市科学技术委员会印发《上海市促进科学仪器和科研试剂创新发展行动方案（2025-2027年）》的通知，有望促进科研设备国产替代，看好测序仪、质谱仪国产替代提速。此外，我们看好AI+影像/手术方向，AI在医疗影像分析方向深度学习，能够快速识别病灶、精准诊断疾病并提供综合解决方案，代表公司为联影智能、微创机器人等。4月2日，美国政府签署加关税政策，4月4日中国国务院出台反制政策。目前，医疗设备企业在美国营收占比差异较大，整体占比偏低。我们认为中国征收对等关税进一步利好国产化率较低的科研仪器、高端医疗器械领域，如质谱仪、测序仪、高端影像设备、设备核心元器件、手术机器人等。
- **IVD建议关注AI+医疗方向。** 当前，IVD板块受集采政策影响，25Q1业绩仍处于承压阶段。我们看好AI+辅助诊断等新兴方向，IVD及ICL公司可基于庞大优质的数据积累优势，打造出疾病预警大模型，并利用AI技术并结合专家训练实现自我学习，生成大量预测数据，通过数据去标识化，实现快速分析、诊断及解读，催生出新兴数据和服务业务。代表公司为华大基因、润达医疗、金域医学等。3月，内蒙、江苏等地出台生育补贴政策，产前早筛检测有望受益。4月2日，美国政府签署加关税政策，4月4日中国国务院出台反制政策，体外诊断企业在美国占比基本低于10%，受加关税影响较小。我们判断高端诊断试剂、原料酶存在断供风险，但也促使国产替代提速，看好科研试剂、原料酶等方向。
- **医疗耗材建议关注高景气、集采促进和困境反转等方向。** 我们认为板块估值上涨空间较大，建议积极布局。建议关注几个方向：1) 高景气相关标的。相关行业赛道因为行业增速快、国产份额低、国内外竞品少等原因，相关企业具有高增长，景气度较高；2) 集采促进相关标的。集采落地且进入稳态赛道。某些集采产品已接近或超过1年，业绩开始进入低基数阶段，代理商库存和院内使用已进入稳定状态，或集采标内用量已用完有望抢夺集采标外市场的相关企业；3) 困境反转相关标的。过去因下游库存较多、临床推广受限等原因导致过去业绩受限，目前相关原因已有明显改善的相关企业；4) 受益于关税事件的标的。部分行业进口品牌份额尤其是美国品牌份额高，中国对美国产品加关税有望加速国产替代，相关企业有望受益。

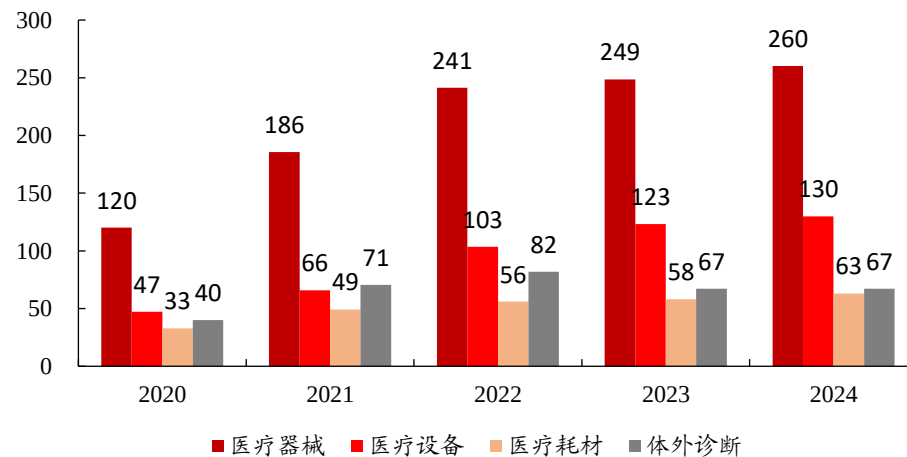
- **技术密集型高端创新医疗器械品种仍存在较大发展空间。** 国产医疗器械产品主要集中在中低端设备和耗材领域，部分高端产品基本处于空白状态，如人工心脏、心脏辅助装置、质子加速器等；国产化率较低的品类，如手术机器人、化学发光诊断、OK镜、人工晶体、基因测序仪、高端影像类（DSA、64排以上CT、1.5T以上核磁）、血液透析器等，存在较大的发展空间。近年，国内器械厂家研发投入加大，快速追赶国外厂家先进技术，我们预测未来高端创新领域器械品类进口替代加速。

图表76：技术密集型高端医疗器械品种相对国产化率较低



资料来源：艾瑞咨询、朗视仪器招股书、中邮证券研究所

图表77：医疗设备板块研发投入高速增长（单位：亿元）



资料来源：Wind、中邮证券研究所

■ **大型医用设备配置许可政策宽松化，高端影像设备、手术机器人等有望受益。**2023大型医用设备配置许可管理目录调整超预期。目录的调整将进一步满足临床需求，优化医疗卫生资源布局，促进优质医疗资源扩容下沉，激发生产企业创新活力，不断促进医学装备产业升级，更好地满足人民群众就医需求。受益于配置许可管理目录调整，国产大型医学影像设备生产厂家及上游厂家有望显著受益。手术机器人行业亦有望受益于配置政策宽松化。

图表78：大型医用设备配置证许可管理进一步放松

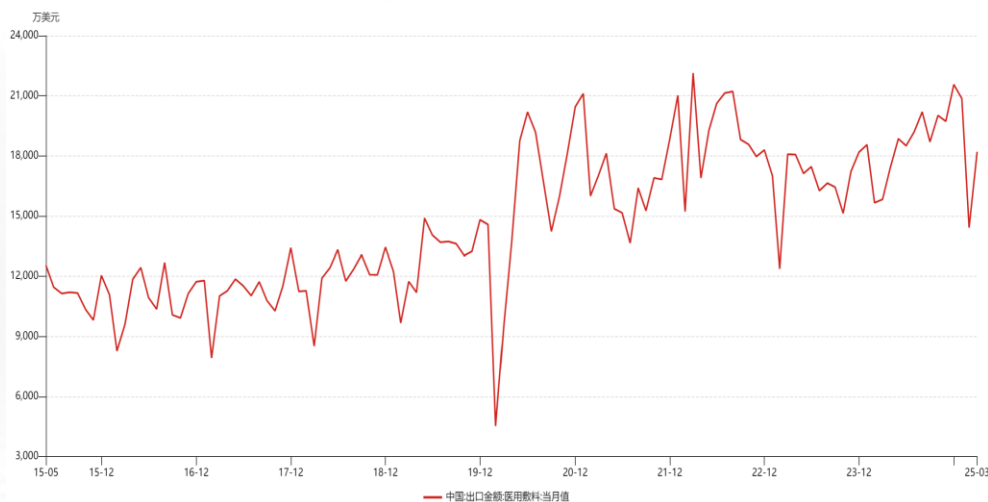
类别	2018年大型医用设备配置许可管理目录	2023年大型医用设备配置许可管理目录
甲类（国家卫生健康委负责配置管理）	1.重离子放射治疗系统 2.质子放射治疗系统 3.正电子发射型磁共振成像系统（英文简称 PET/MR） 4.高端放射治疗设备。指集合了多模态影像、人工智能、复杂动态调强、高精度大剂量率等精确放疗技术的放射治疗设备，且前包括 X线立体定向放射治疗系统英文简称Cyberknife）、螺旋断层放射治疗系统（英文简称 Tmo） HD 和 HDA 两个型号、Edge和 Versa HD等型号直线加速器 5.首次配置的单台（套）价格在 3000 万元人民币（或 400 万美元）及以上的大型医疗器械。	1. 重离子质子放射治疗系统 2. 高端放射治疗类设备[包括磁共振引导放射治疗系统、X射线立体定向放射外科治疗系统（含Cyberknife）] 3. 首次配置的单台（套）价格在5000万元人民币及以上的大型医疗器械。
	1.X线正电子发射断层扫描仪（英文简称 PET/CT，含 PET） 2.内窥镜手术器械控制系统（手术机器人） 3.64 排及以上 X 线计算机断层扫描仪（64 排及以上 CT） 4.1.5T 及以上磁共振成像系统（1.5T 及以上MR） 5.直线加速器（含 X 刀，不包括列入甲类管理目录的放射治疗设备） 6.伽玛射线立体定向放射治疗系统（包括用于头部、体部和全身） 7.首次配置的单台（套）价格在 1000-3000 万元人民币的大型医疗器械。	1. 正电子发射型磁共振成像系统（英文简称PET/MR） 2. X线正电子发射断层扫描仪（英文简称PET/CT） 3. 腹腔内窥镜手术系统 4. 常规放射治疗类设备（包括医用直线加速器、螺旋断层放射治疗系统、伽玛射线立体定向放射治疗系统） 5. 首次配置的单台（套）价格在3000—5000万元人民币的大型医疗器械。
乙类（省级卫生健康委负责配置管理）		

- **关税事件受益行业：**高值耗材企业能在美国上市的相对较少，大部分高耗企业在美国市场业务占比较低，同时国内市场中美国企业份额较高的行业则有可能受益于国产替代加速。我们建议关注国产品牌份额低，美国品牌份额高的行业。
- **电生理行业：**目前国内电生理行业国产份额约10%，进口份额接近90%。根据微电生理招股书，2020年在进口品牌中，强生（占比约59%），雅培（占比约21%），美敦力（占比约7%），波科（占比约2%），均是美国本土企业，因此若国内对美反制加关税，电生理行业国产化率有望迎来明显提高。受益标的：微电生理、惠泰医疗。
- **高端止血纱行业：**目前国内止血纱几乎被强生垄断，强生在高端止血纱领域接近垄断。若国内对美反制加关税，高端止血纱行业国产化率有望迎来明显提高。受益标的：迈普医学。
- **主动脉介入行业：**目前主动脉介入行业进口份额占比不低，其中美敦力医疗、戈尔医疗均是美国本土企业，因此若国内对美反制加关税，主动脉介入行业国产化率有望迎来明显提高。受益标的：心脉医疗、先健科技。
- **推荐标的：**微电生理、迈普医学。受益标的：惠泰医疗、心脉医疗、先健科技。

医疗低值耗材：国内部分公司已经迎来业绩反转

- **低值耗材子板块：**相关企业部分为出口依赖型企业，在疫情期间抓住历史机遇，不断实现海外市场拓客扩品，产能快速扩张。
- 2024年低值耗材出口金额拐点明显，部分海外客户恢复常规订货，国内部分公司已经迎来业绩反转。
- 我们认为国内企业低值耗材生产成本优势明显，若美国对中国关税政策放缓，相关标的有望迎来快速放量期。
- 推荐标的：昌红科技、拱东医疗。受益标的：维力医疗、力诺药包。

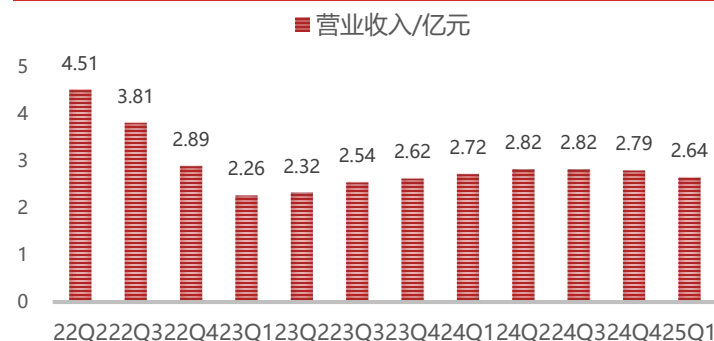
图表79：低耗行业出口金额维持稳定上升趋势



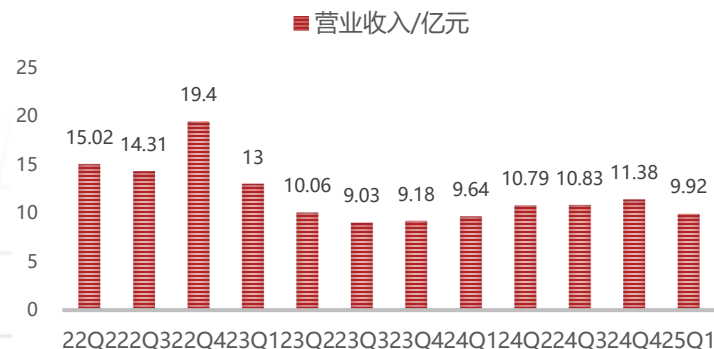
资料来源：iFinD、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

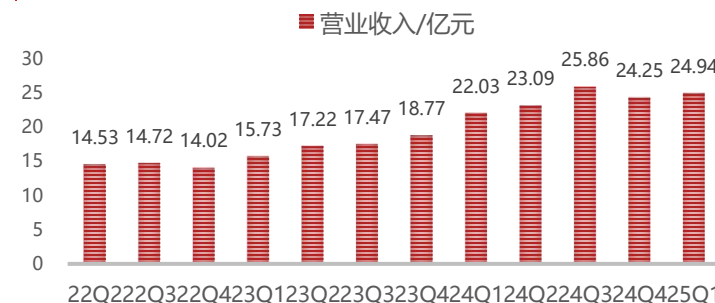
图表80：拱东医疗季度营业收入增长相对稳定



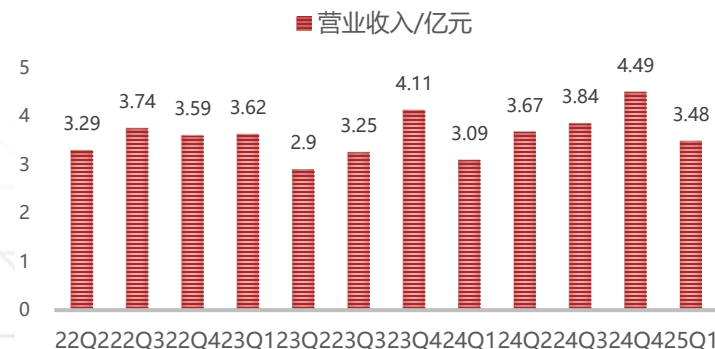
图表82：振德医疗季度营业收入增长相对稳定



图表81：英科医疗季度营业收入增长相对稳定



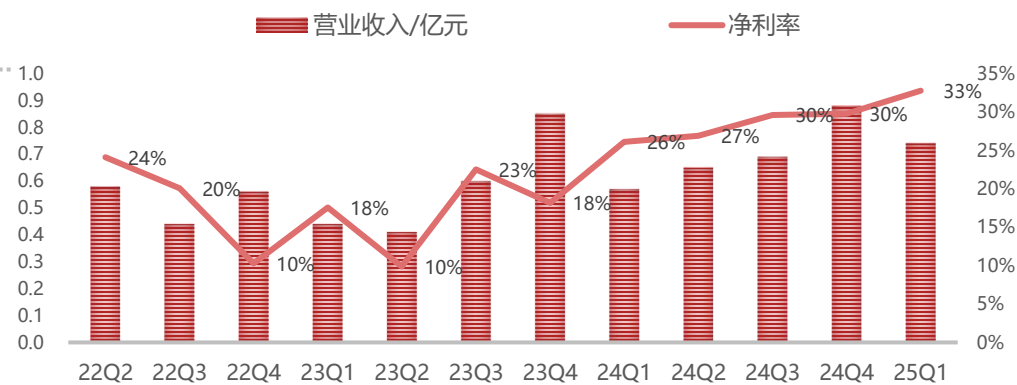
图表83：维力医疗季度营业收入增长相对稳定



高景气标的 - 迈普医学

- 【业绩超预期，净利率持续提升】公司2024年营业收入2.78亿元，同比增长20.61%；公司归母净利润0.79亿元，同比增长92.90%。公司2025年Q1营业收入0.74亿元，同比增长28.84%；公司归母净利润0.24亿元，同比增长61.68%，超市场预期。25Q1公司净利率33%，环比增长3.01 pct，同比增长6.66 pct。

图表84：迈普医学季度收入逐渐提升



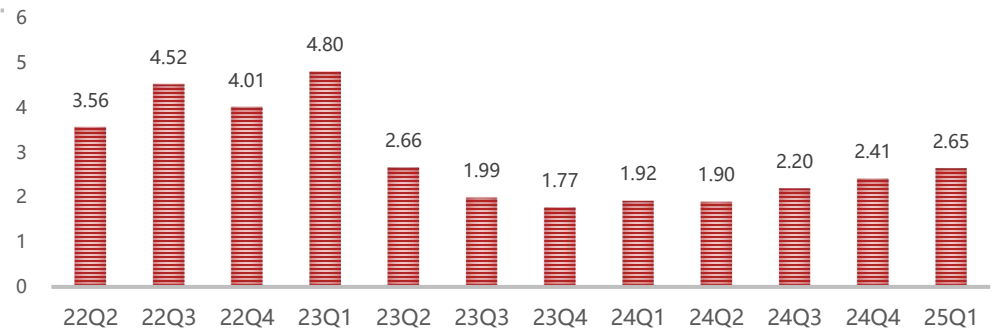
资料来源：iFinD、中邮证券研究所

- 【净利率持续提升】公司连续6个季度净利率提升，2023Q4-2025Q1公司净利率分别为18.16%、26.12%、26.91%、29.63%、29.77和32.78%，可见公司新产品持续提高公司盈利能力。
- 【增长引擎接替发力】：2024年公司颅颌面修补及固定系统收入增长31.05%，可吸收再生氧化纤维素及硬脑膜医用胶收入增长49.89%，主要得益于市场需求的增加和技术优势的巩固。
- 【营销能力明显提升】2024年境内市场收入增长22.63%，境外市场收入增长13.28%，特别是直销模式下的收入增长87.65%，显示公司在渠道建设和市场开拓方面取得了显著成效。
- 【Q1两大关键证书】2025年Q1公司取得2个关键突破：1月公司止血纱全科适应症获批（是公司原有神外适应症近4倍空间），3月公司脑膜胶CE获批（全球唯三品牌）。25年止血纱和脑膜胶增速有望更上台阶。
- 【业绩展望】预计公司2025-2027年收入端分别为3.64亿元、4.89亿元和6.57亿元，收入同比增速分别为30.7%、34.3%和34.4%，归母净利润预计2025年-2027年分别为1.15亿元、1.66亿元和2.37亿元，归母净利润同比增速分别为46.3%、43.9%和42.9%。
- **重要催化剂和关注点：两个新产品放量速度、四大产品集采相关消息、中美关税变化情况**

困境反转标的 - 怡和嘉业

图表85：怡和嘉业季度收入环比持续增长

■ 营业收入/亿元



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

- **季度利润环比增长：**2025年一季度公司实现营业收入2.65亿元，同比增长38.11%；实现归属于母公司所有者的净利润0.72亿元，同比增长44.11%；2025年一季度归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为0.60亿元，同比增长43.18%。

推荐逻辑

- **【美国市场】**公司通过关税豁免政策，目前出口美国机器均是0关税。关税豁免政策法律定位高于总统令，美国业务预期不会受关税影响。
- **【欧洲市场】**欧洲云平台推进顺利，一季度已有21家欧洲代理商接入云平台。云平台在欧洲的普及有利于欧洲市场的放量
- **【国内市场】**国内市场加大对C端客户的掌控和投入，公司成立电商子公司，线上平台逐步转为直营，Q1国内盈利能力明显提升。
- **【新产品】**新款高端呼吸机院内销售情况良好；氧气瓶业务性价比高，未来有望加强公司品牌力
- **【公司名字更换】**公司“怡和嘉业”改名“瑞迈特”，公司名称和产品名称一致，有望提高公司知名度。
- **【强脑科技合作】**子公司德达兴是强脑科技供应商，公司持有德达兴约20%股份；其次怡和嘉业未来有望和强脑共同合作睡眠仪等相关产品。
- **【账上现金】**公司账上净现金超25亿，账上净现金稳定增长。
- **【盈利预测】**目前公司美国市场销售恢复正常，25年美国市场业务有望快速增长，同时后续新产品也有望贡献销量。基于公司经营情况的改善，我们预计公司2025-2027年收入端分别为10.82亿元、12.93亿元和15.44亿元，收入同比增速分别为28.3%、19.5%和19.4%，归母净利润预计2025年-2027年分别为2.79亿元、3.42亿元和4.24亿元，归母净利润同比增速分别为79.4%，22.7%和24.0%。
- **重要催化剂和关注点：**RH订单情况、欧洲市场云平台推动情况、国内瑞迈特品牌市场认可度、新产品上市进度



受益标的

证券代码	证券简称	收盘价（元）	归母净利润（亿元）				归母净利润增速（%）				P/E			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
300677.SZ	英科医疗	22.8	14.7	15.3	17.2	22.4	282.6	4.5	12.0	30.2	10.0	9.6	8.6	6.6
301033.SZ	迈普医学	61.0	0.8	1.1	1.5	2.1	92.9	43.4	36.7	37.3	51.4	35.9	26.2	19.1
688351.SH	微电生理	21.4	0.5	0.7	1.1	1.6	815.4	41.5	47.9	42.8	193.4	136.7	92.4	64.8
301367.SZ	怡和嘉业	80.9	1.6	2.2	2.8	3.5	(47.7)	44.7	24.6	24.5	46.7	32.2	25.9	20.8
300151.SZ	昌红科技	13.2	1.0	1.6	2.2	0.0	222.1	57.9	34.8	-	68.8	43.6	32.3	-
605369.SH	拱东医疗	26.3	1.7	2.1	2.6	2.6	57.3	22.6	23.0	1.0	24.2	19.7	16.0	15.9
300347.SZ	泰格医药	44.8	4.1	12.2	14.8	17.1	(80.0)	201.9	20.6	15.7	89.5	29.7	24.6	21.2
300759.SZ	康龙化成	23.3	17.9	18.3	21.7	25.6	12.0	2.0	18.5	17.9	21.3	20.9	17.6	15.0
002821.SZ	凯莱英	81.3	9.5	11.0	13.0	15.3	(58.2)	16.3	17.7	18.0	30.0	25.8	21.9	18.6
688076.SH	诺泰生物	53.1	4.0	5.5	7.3	9.5	148.2	36.3	32.3	30.1	29.5	21.7	16.4	12.6
688179.SH	阿拉丁	16.6	1.0	1.4	1.9	0.0	15.1	44.8	32.2	-	46.6	32.2	24.3	-
603939.SH	益丰药房	27.8	15.3	17.6	20.5	24.0	8.3	15.3	16.1	17.2	22.1	19.1	16.5	14.1
603233.SH	大参林	18.0	9.1	10.9	12.7	14.8	(21.6)	19.6	16.3	16.0	22.5	18.8	16.1	13.9
600998.SH	九州通	5.2	25.1	26.4	28.6	32.1	15.3	5.2	8.5	12.2	10.4	9.9	9.1	8.1
603883.SH	老百姓	19.9	5.2	7.7	8.9	10.6	(44.1)	48.4	15.2	19.8	29.1	19.6	17.0	14.2
002727.SZ	一心堂	14.2	1.1	5.5	6.5	7.5	(79.2)	386.1	16.5	15.8	72.8	15.0	12.9	11.1
605266.SH	健之佳	21.1	1.3	2.8	3.3	0.0	(69.1)	114.6	20.7	-	25.4	11.8	9.8	-
300760.SZ	迈瑞医疗	224.0	116.7	128.5	147.7	168.2	0.7	10.1	15.0	13.9	23.3	21.1	18.4	16.1
688271.SH	联影医疗	136.7	12.6	18.8	23.6	27.9	(36.1)	48.9	25.3	18.5	89.3	59.9	47.8	40.3
688114.SH	华大智造	76.9	(6.0)	(1.0)	1.0	3.3	1.1	83.2	201.4	224.9	(53.3)	(316.9)	312.5	96.2
688301.SH	奕瑞科技	129.5	4.7	6.5	7.9	9.3	(23.4)	39.2	21.7	18.0	39.8	28.6	23.5	19.9
300181.SZ	佐力药业	15.9	5.1	6.6	8.6	10.6	32.6	30.5	29.2	23.3	21.9	16.8	13.0	10.5
603439.SH	贵州三力	12.1	2.7	3.2	3.7	4.3	(6.4)	15.6	16.8	17.1	18.0	15.6	13.4	11.4
603998.SH	方盛制药	9.6	2.6	3.1	3.7	4.5	36.6	21.4	19.5	21.0	16.5	13.6	11.4	9.4
600535.SH	天士力	15.4	9.6	11.5	13.1	14.7	(10.8)	20.2	14.0	11.9	24.1	20.0	17.6	15.7
600129.SH	太极集团	20.9	0.3	5.7	7.1	8.2	(96.8)	2041.3	24.4	16.0	435.6	20.3	16.3	14.1
002275.SZ	桂林三金	13.9	5.2	5.1	5.8	0.0	23.8	(2.1)	13.4	-	15.7	16.0	14.1	-
002219.SZ	新里程	2.3	1.1	1.8	2.3	2.3	296.1	56.3	26.4	1.9	67.9	43.4	34.3	33.7
000516.SZ	国际医学	5.1	(2.5)	(2.2)	(0.9)	0.3	31.0	13.7	58.1	132.5	(45.5)	(52.8)	(126.1)	387.9
002044.SZ	美年健康	5.3	2.8	6.2	8.6	10.7	(44.2)	120.2	39.1	23.3	74.1	33.6	24.2	19.6
2273.HK	固生堂	34.0	3.1	4.2	5.4	6.8	21.6	37.3	28.8	24.7	25.3	18.4	14.3	11.5
1951.HK	锦欣生殖	3.0	2.8	3.6	4.2	5.0	(17.9)	28.5	16.2	18.0	28.8	22.4	19.3	16.4
1681.HK	康臣药业	9.7	9.1	9.9	11.7	13.1	16.1	9.1	17.5	11.8	8.9	8.2	7.0	6.2
9969.HK	诺诚健华-U	9.6	(4.4)	(3.7)	(2.4)	(0.4)	30.2	16.0	35.8	82.5	(46.2)	(54.9)	(85.5)	(489.0)
1801.HK	信达生物	51.7	(0.9)	4.9	14.5	28.1	90.8	613.0	198.9	93.9	(913.4)	178.1	59.6	30.7
9926.HK	康方生物	84.3	(5.1)	(0.4)	6.1	15.4	(125.4)	93.1	1813.0	152.6	(147.2)	(2128.8)	124.3	49.2
9995.HK	荣昌生物	38.8	(14.7)	(9.3)	(3.3)	2.7	2.8	36.4	64.2	181.0	(16.9)	(26.6)	(74.4)	91.9
2252.HK	微创机器人-B	18.6	(6.4)	(2.8)	0.0	1.1	36.5	56.6	101.4	2750.6	(29.5)	(68.1)	4724.5	165.7

资料来源：Wind、中邮证券研究所（注：盈利预测来自Wind一致预期，收盘价为2025年5月9日）

七

风险提示

- **风险提示：**集采降价超预期风险、消费复苏不及预期风险、企业外延并购落地低于预期风险、国际地缘政治风险、关税扰动风险。

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

分析师声明

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

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

免责声明

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

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

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

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

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

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

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

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

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

投资评级说明

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

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



中 邮 证 券

CHINA POST SECURITIES