

# 创新出海引领投资主线，复苏改善接踵而至

## 2025年医药中期策略

李奔： S1450523110001 分析师  
冯俊曦： S1450520010002 分析师  
连国强： S1450523020002 分析师  
胡雨晴： S1450122080070 分析师  
谢嘉豪： S1450123100072 联系人

2025年7月3日



1

创新药引领医药板块行情, 估值有望持续修复

2

创新出海趋势加速, 有望持续引领主线行情

- 创新药: 创新药出海加速, BD陆续兑现可期
- 家用器械: 海外市场突破打开国产龙头成长空间

3

部分细分边际改善, 有望逐步迎来修复机会

- CXO: GLP-1和ADC药物研发和销售持续火热, 有望推动相关CDMO公司经营边际改善
- 设备/高耗/IVD: 压制因素有序出清, 可系统性把握改善节奏
- 中药: 多因素共振积蓄板块修复势能, 把握创新探索与国改深化的窗口机遇
- 零售药房: 持续优化门店经营, 业绩有望加速改善

4

医疗新浪潮: 手术机器人、AI+医疗、脑机接口有望持续取得突破

5

建议关注标的汇总

6

风险提示

## 2025Q1 医药板块业绩有所承压，期待后续修复

- 医药行业整体业绩：根据我们系统性优化过的国投证券医药板块分类：2024年度，医药板块（剔除次新股及ST股）整体营收同比下滑1.73%，归母净利润同比下滑14.06%，扣非净利润同比下滑14.86%；2025Q1单季度来看，医药板块（剔除次新股及ST股）整体营收同比下滑4.34%，归母净利润同比下滑8.87%，扣非净利润同比下滑10.86%。

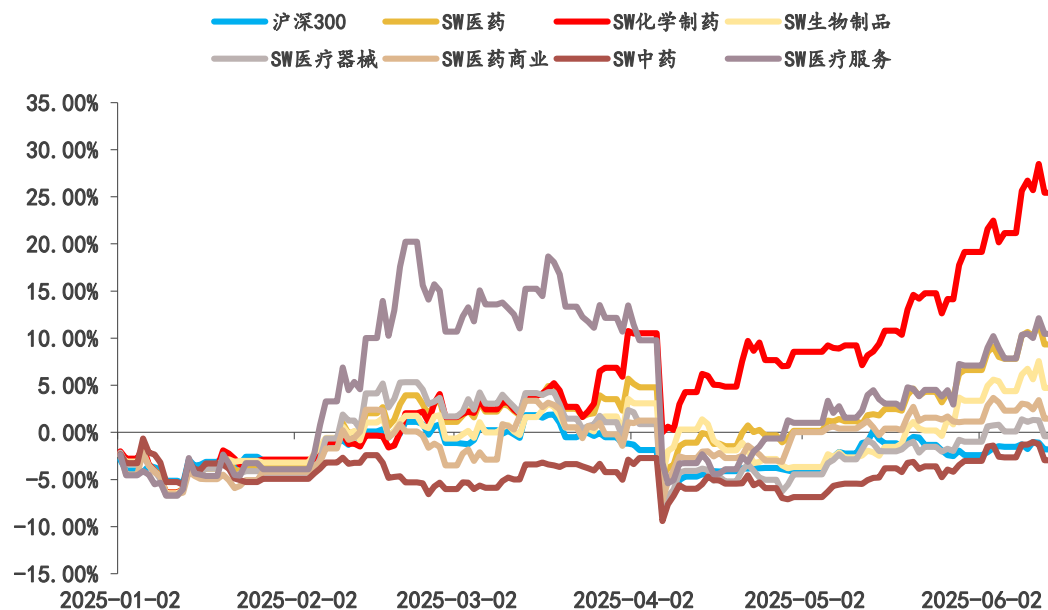
表：2024年及2025Q1医药行业主要财务指标情况

财务指标 (亿元)	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023A	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024A	2025Q1
营业收入	5719.66	5637.09	5375.37	5544.05	22253.10	5711.46	5528.63	5348.51	5295.26	21883.85	5463.61
营收增速	6.03%	10.16%	-0.73%	0.89%	5.36%	0.26%	-1.92%	-0.50%	-4.76%	-1.73%	-4.34%
毛利率	30.56%	30.04%	29.77%	29.21%	29.85%	29.15%	29.66%	28.53%	28.06%	28.87%	28.22%
销售费用率	12.53%	12.94%	12.38%	13.94%	13.02%	12.00%	12.24%	12.00%	13.54%	12.43%	11.40%
管理及研发费用率	6.78%	7.04%	7.53%	8.73%	7.46%	6.80%	7.46%	7.69%	5.42%	6.85%	13.34%
财务费用率	0.52%	-0.01%	0.45%	0.37%	0.34%	0.32%	0.35%	0.64%	0.36%	0.42%	0.35%
研发费用	153.50	165.73	167.00	205.49	688.75	156.95	174.78	168.22	211.67	711.62	157.70
研发费用/收入	2.68%	2.94%	3.11%	3.71%	3.10%	2.75%	3.16%	3.15%	4.00%	3.25%	2.89%
归母净利润	492.71	448.39	408.34	133.04	1456.62	441.66	423.04	356.21	30.77	1251.67	402.49
归母增速	-12.60%	4.79%	-5.80%	-24.86%	0.12%	-5.05%	-6.01%	-12.77%	-76.83%	-14.06%	-8.87%
扣非净利润	456.09	408.23	374.91	98.78	1318.28	417.16	392.10	327.45	-15.58	1121.13	371.86
扣非增速	-17.02%	5.19%	-4.62%	-23.34%	0.70%	-4.09%	-4.29%	-12.66%	-116.00%	-14.86%	-10.86%
扣非净利率	7.97%	7.24%	6.97%	1.78%	5.92%	7.30%	7.09%	6.12%	-0.29%	5.12%	6.81%
应收账款	5776.63	0.00	-	-	5309.55	5958.62	-	-	-621.33	5330.14	5882.86
应收账款增速	10.02%	0.00%	-	-	4.12%	4.90%	-	-	10.58%	0.18%	-1.27%
经营现金流净额	33.32	591.62	443.49	1031.78	2184.65	-48.91	652.52	403.73	1810.87	803.53	-10.83
经营现金流净额/净利润	6.76%	131.94%	108.61%	775.55%	149.98%	-11.07%	154.25%	113.34%	5886.00%	64.20%	-2.69%

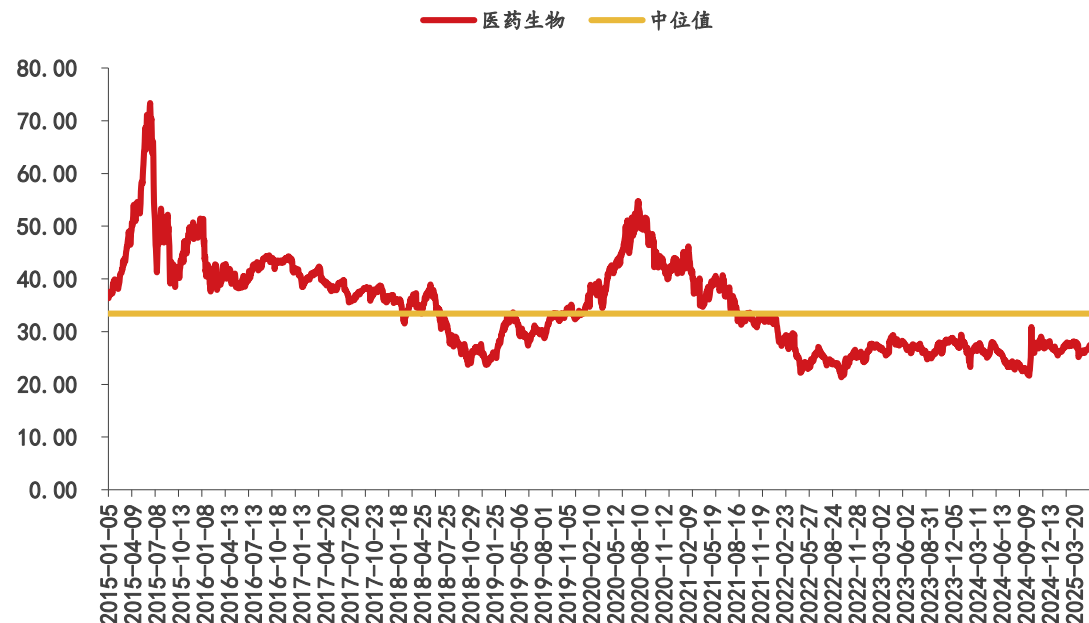
# 创新药行情有望驱动医药板块估值持续修复

- 受益于AI医疗及创新药行情的驱动，2025年年初至今SW医药指数涨幅7.45%，跑赢沪深300指数9.09pct，子板块中，SW化学制药指数涨幅21.88%，位居第一。
- 2015年至今，申万医药生物板块PE估值的中位值为33.42倍，虽然年初至今在AI医疗以及创新药行情的带动下医药板块估值上行，但整体仍处于近十年历史的偏低位置，后续持续修复值得期待。

图：2025年以来SW医药指数累计涨跌幅



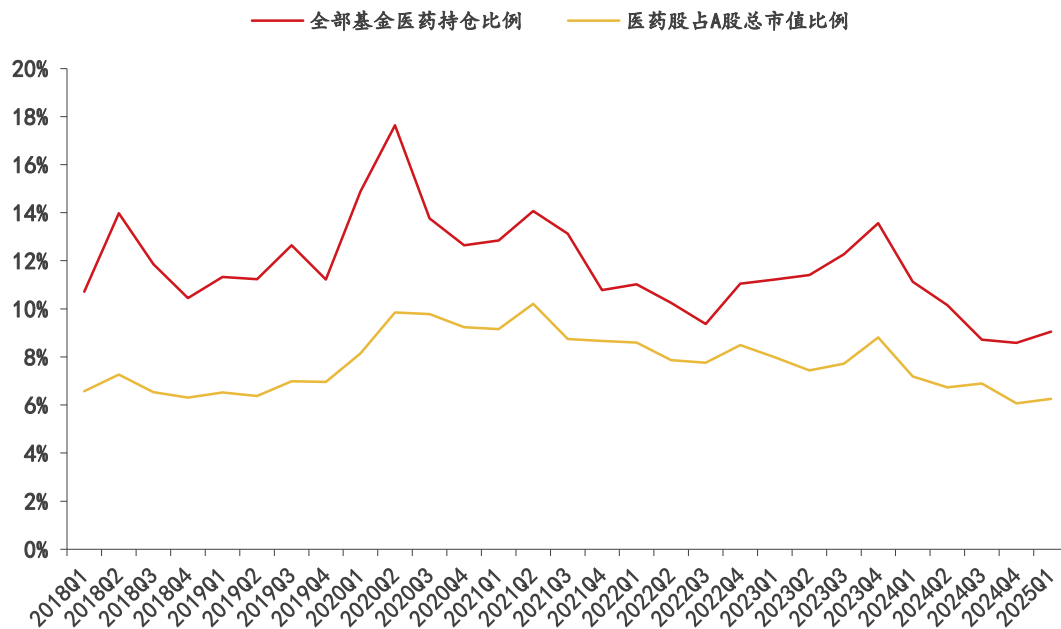
图：2015-2025年SW医药PE-TTM估值水平



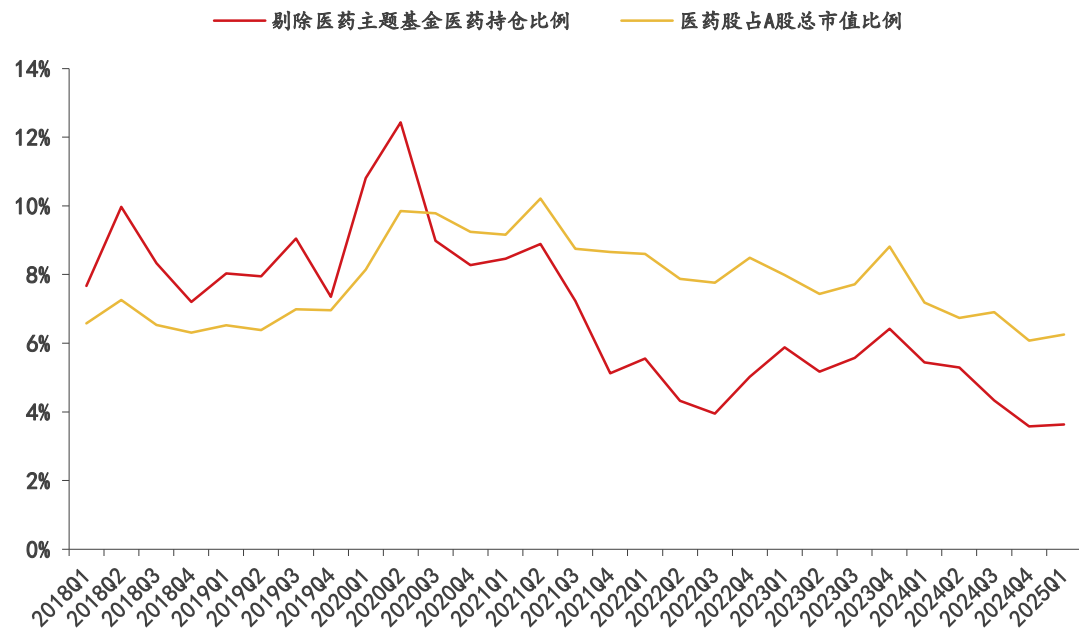
# 公募基金医药持仓回升，但仍处于历史较低水平

□ 2025Q1公募基金医药持仓比例上升，全部基金超配2.80pct，非药基金低配2.62pct。2025Q1，全部公募基金对医药板块的持仓比例为9.05%，环比上升0.47pct。剔除医药主题基金后的持仓比例为3.63%，环比上升0.05pct；同期医药股在A股总市值中占比为6.25%，环比上升0.18pct。2025Q1，公募基金医药持仓比例上升，全部基金超配2.80pct，非药基金低配2.62pct。

表：2018-2025Q1公募基金医药持仓水平概况



表：2018-2025Q1剔除医药主题基金后医药持仓水平概况



# 公募基金医药持仓回升，但仍处于历史较低水平

- 全基金医药持仓明细：**从持股基金数量来看，2025Q1全部基金持有基金数最多的前三名股票为：恒瑞医药（528）、药明康德（376）、迈瑞医疗（313）。
- 非药基金医药持仓明细：**从持股基金数量来看，2025Q1非药基金持有基金数最多的前三名股票为：迈瑞医疗（139）、恒瑞医药（131）、药明康德（102）。

表：2025Q1持股基金数Top10医药个股（全基金）

表：2025Q1持股基金数Top10医药个股（非药基金）

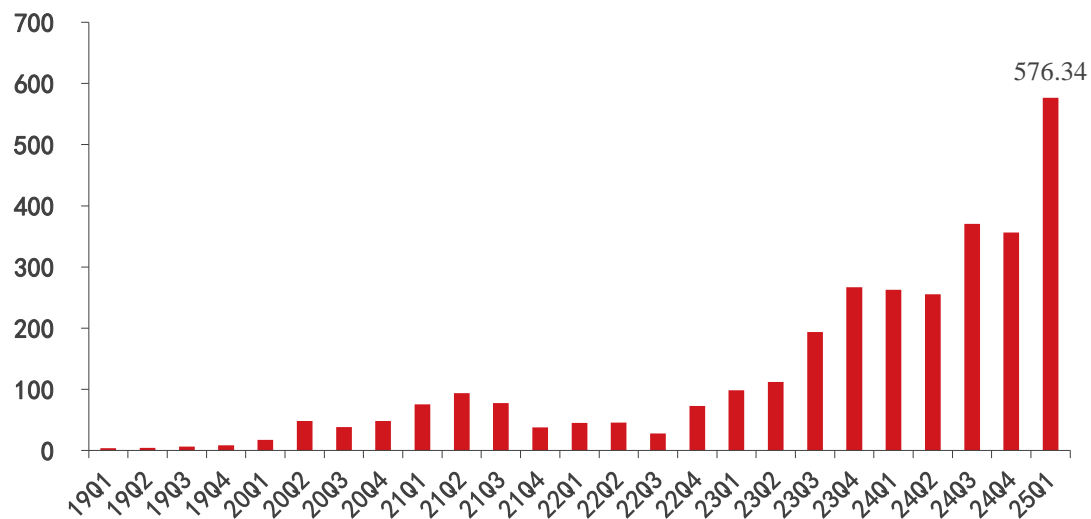
排名	代码	名称	持有基金数	持有公司家数	持股占流通股比 (%)	持股总市值 (亿元)	季报持仓变动 (万股)
1	600276.SH	恒瑞医药	528	98	10.31	323.49	421.55
2	603259.SH	药明康德	376	83	16.42	276.44	2055.52
3	300760.SZ	迈瑞医疗	313	79	9.04	256.50	-1477.53
4	688235.SH	百济神州-U	206	72	32.61	89.62	920.67
5	688266.SH	泽璟制药-U	169	62	28.13	74.27	2385.99
6	002422.SZ	科伦药业	139	48	20.84	87.72	6577.40
7	1801.HK	信达生物	133	41	7.07	50.13	1554.64
8	600079.SH	人福医药	121	30	11.41	36.27	-5181.02
9	000423.SZ	东阿阿胶	116	36	11.58	45.09	-1130.06
10	688271.SH	联影医疗	108	50	13.57	98.13	-770.17

排名	代码	名称	持有基金数	持有公司家数	持股占流通股比 (%)	持股总市值 (亿元)	季报持仓变动 (万股)
1	300760.SZ	迈瑞医疗	139	59	4.93	139.78	-778.89
2	600276.SH	恒瑞医药	131	47	2.70	84.65	-64.59
3	603259.SH	药明康德	102	44	2.88	48.51	1591.89
4	600079.SH	人福医药	49	20	4.98	15.82	-1116.45
5	300015.SZ	爱尔眼科	40	29	2.92	30.80	-2017.06
6	688235.SH	百济神州-U	33	21	7.63	20.98	131.22
7	688266.SH	泽璟制药-U	30	15	5.08	13.40	283.15
8	688271.SH	联影医疗	30	21	8.20	59.30	-637.28
9	688617.SH	惠泰医疗	24	11	3.35	12.61	-5.91
10	1801.HK	信达生物	22	8	1.08	7.66	446.51

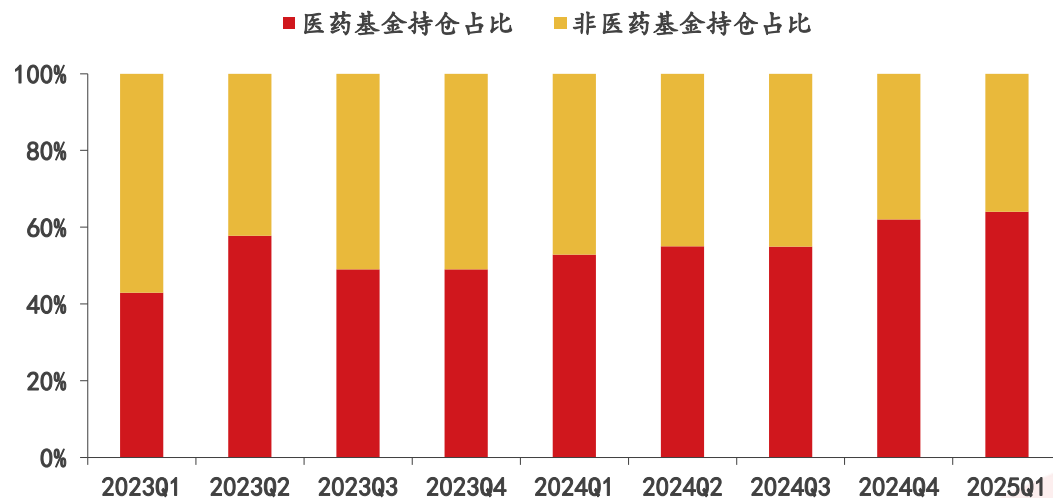
## 2025Q1 创新药板块持仓环比大幅提升

- 根据最新披露的基金2025年第一季度报告，我们统计分析了所有基金截止2025年3月31日对于创新药板块的最新重仓持仓情况（注：在此仅统计了A股、港股Biotech创新药公司的基金重仓持仓，对于以恒瑞医药为首的传统转型创新药企业未纳入统计；此外由于基金季报仅披露重仓持仓情况，因此可能无法完全体现基金对创新药板块的持仓情况）。
- 从重仓持仓市值来看：2025年Q1所有基金对Biotech创新药的重仓市值达576.34亿元，环比增长62%。
- 从医药基金与非医药基金持仓占比来看：2025Q1医药基金持仓占比64%，非医药基金持仓占比36%。

图：所有基金对 Biotech 创新药的重仓持仓市值（亿元）



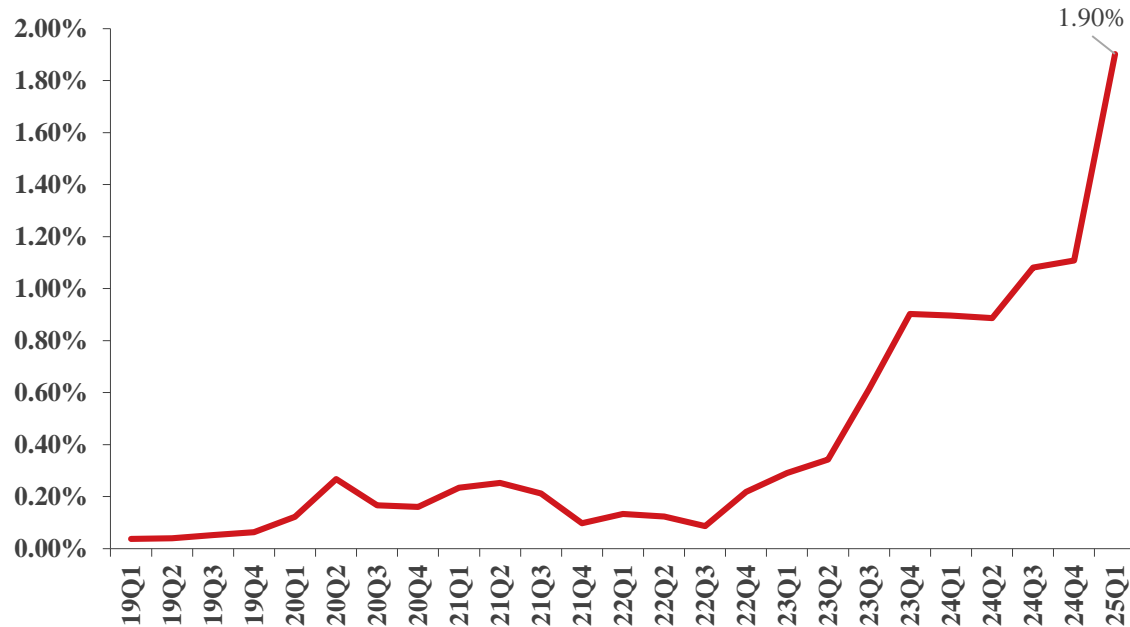
图：创新药板块医药基金与非医药基金持仓占比



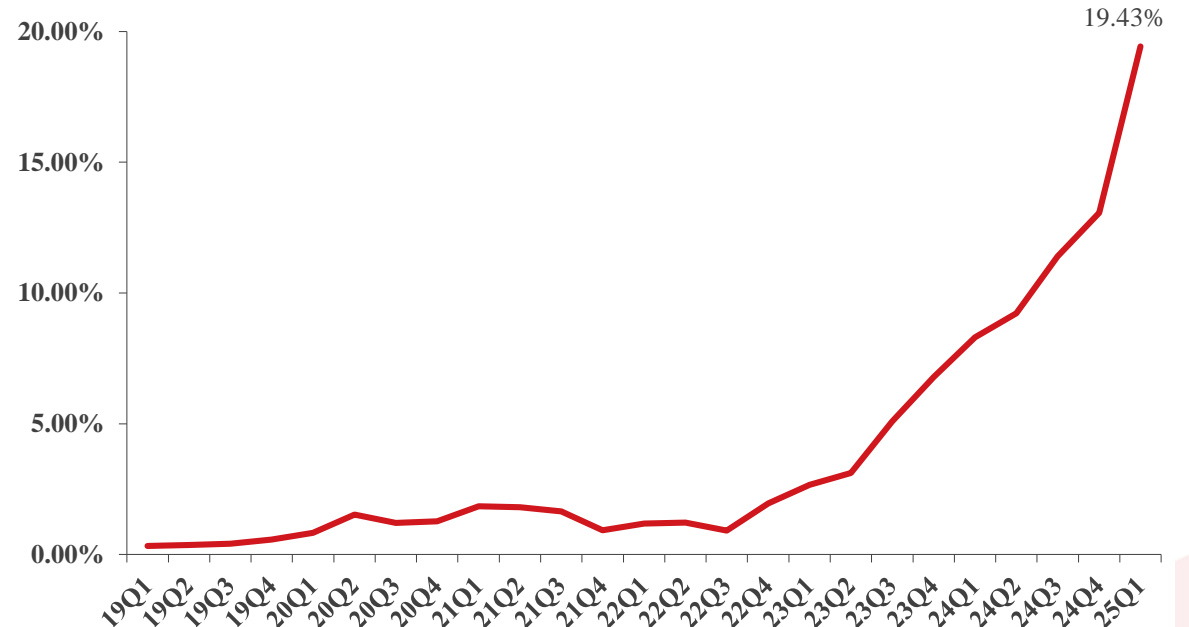
## 2025Q1 创新药板块持仓环比大幅提升

- 从重仓持仓占比来看：2025Q1所有基金对Biotech创新药的重仓持仓占对全市场重仓持仓的比重为1.90%，环比增加0.79pp；所有基金对Biotech创新药的重仓持仓占对医药行业重仓持仓的比重为19.43%，环比增加6.37pp；从2025Q1创新药持仓在全市场以及医药行业比重的大幅提升来看，2025年Q1机构对于医药行业中创新药子板块的偏好有了大幅提升，我们认为这一偏好提升主要基于创新药公司在海外授权、国内营收与利润的持续兑现，以及学术会议的催化。

图：所有基金对 Biotech 创新药的重仓持仓占对全市场重仓持仓的比重



图：所有基金对 Biotech 创新药的重仓持仓占对医药行业重仓持仓的比重



## 2025Q1 创新药板块持仓环比大幅提升

- 从重仓持仓相关公司来看：2025Q1所有基金对Biotech创新药的重仓持股主要包括40家公司，其中持仓市值前十的有百济神州（A股）、信达生物、泽璟制药、百济神州（H股）、康方生物、科伦博泰生物、百利天恒、再鼎医药、诺诚健华（A股）、迪哲医药。其中：重仓持仓占总体流通市值比重环比增长前三的公司分别为泽璟制药（+9.1pp）、益方生物（+3.6pp）、再鼎医药（+3.3pp），环比减少前三的公司分别为迈威生物（-7.2pp）、和黄医药（-4.5pp）、荣昌生物（A股，-3.7pp）。

表：所有基金对 Biotech 创新药的重仓持仓情况

上市地	证券代码	证券简称	2024Q4			2025Q1			
			持仓市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	占流通市值比重	持仓市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	占流通市值比重	持仓流通市值占比变动
A股	688235.SH	百济神州	45.60	759.87	6.0%	90.10	1170.10	7.7%	1.7%
H股	01801.HK	信达生物	57.46	555.22	10.3%	76.80	708.78	10.8%	0.5%
A股	688266.SH	泽璟制药	31.53	164.94	19.1%	74.58	264.02	28.2%	9.1%
H股	06160.HK	百济神州	40.67	1284.05	3.2%	69.28	1,971.32	3.5%	0.3%
H股	09926.HK	康方生物-B	37.65	504.53	7.5%	54.46	631.17	8.6%	1.2%
H股	06990.HK	科伦博泰生物-B	20.19	198.75	10.2%	45.67	352.71	12.9%	2.8%
A股	688506.SH	百利天恒	33.65	173.42	19.4%	42.40	213.89	19.8%	0.4%
H股	09688.HK	再鼎医药-SB	6.40	211.79	3.0%	18.16	288.33	6.3%	3.3%
A股	688428.SH	诺诚健华	9.39	117.50	8.0%	17.90	176.03	10.2%	2.2%
A股	688192.SH	迪哲医药	9.09	53.61	16.9%	13.32	91.49	14.6%	-2.4%

## 1 创新药引领医药板块行情, 估值有望持续修复

## 2 创新出海趋势加速, 有望持续引领主线行情

- 创新药: 创新药出海加速, BD陆续兑现可期
  - (1) 着眼当下: 国内市场基本面改善明显, 海外市场BD持续兑现
  - (2) 展望未来: 国内海外双双放量有望打开成长空间
  - (3) 2025年下半年板块潜在催化
  - (4) 创新药板块后续投资思路
- 家用器械: 海外市场突破打开国产龙头成长空间

## 3 部分细分边际改善, 有望逐步迎来修复机会

- CXO: GLP-1和ADC药物研发和销售持续火热, 有望推动相关CDMO公司经营边际改善
- 设备/高耗/IVD: 压制因素有序出清, 可系统性把握改善节奏
- 中药: 多因素共振积蓄板块修复势能, 把握创新探索与国改深化的窗口机遇
- 零售药房: 持续优化门店经营, 业绩有望加速改善

## 4 医疗新浪潮: 手术机器人、AI+医疗、脑机接口有望持续取得突破

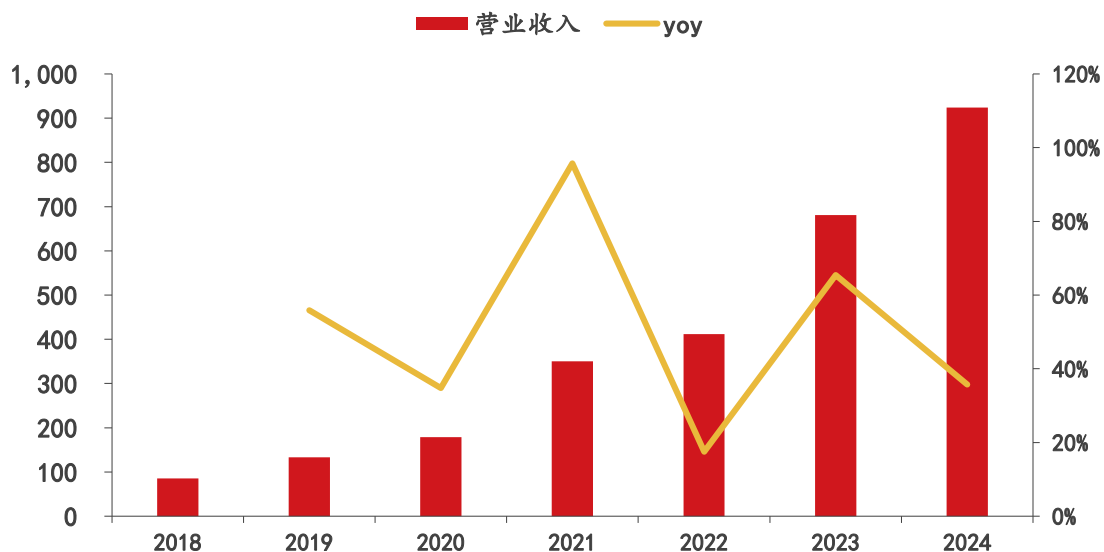
## 5 建议关注标的汇总

## 6 风险提示

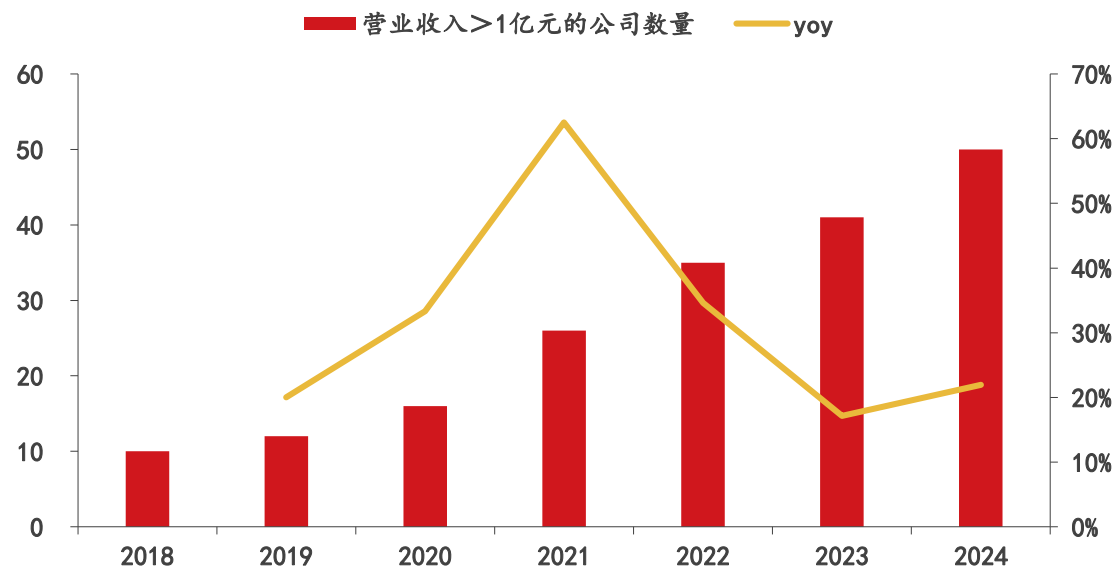
## 商业化放量步入正轨，营收持续增长

- 根据最新披露的2024年年报，我们统计分析了69家A股、港股Biotech创新药公司2018年至2024年的营业收入、归母净利润、货币资金等的变化情况，总体来看目前国内Biotech创新药公司商业化已逐渐进入正轨，亏损开始收窄。
- 营业收入：国内Biotech创新药企业商业化步入正轨，开始进入加速放量阶段。一方面已上市产品放量开始加速，2024年69家A股、港股Biotech创新药公司共实现924.3亿元的营业收入，同比增长36%。另一方面整体营收>1亿元的公司数量也呈现持续增长态势，至2024年共有50家公司实现营收>1亿元，数量同比增长22%。

图：国内Biotech创新药公司2018年-2024年营业收入变化（亿元）



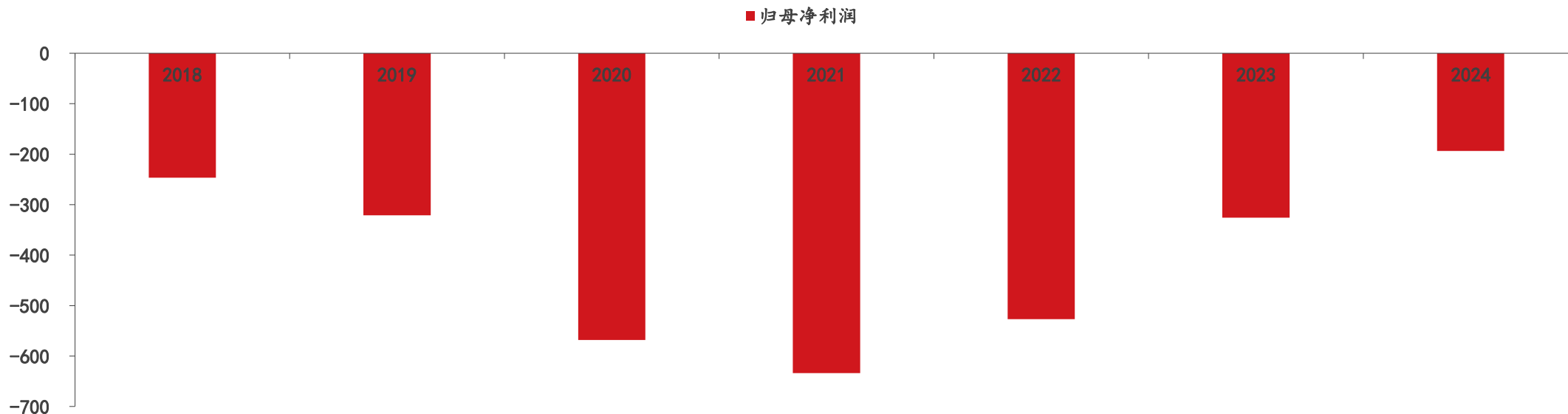
图：国内Biotech创新药公司2018年-2024年营收>1亿元的公司数量变化



## 板块整体有望于2026年扭亏

- 归母净利润：国内Biotech创新药企业亏损大幅收窄，按照从2021年起每年减亏100+亿元的趋势推算，预计国内Biotech企业合计归母净利润有望于2026年扭亏。2024年69家A股、港股Biotech创新药公司总体归母净利润为-193.6亿元，相对2023年的-325.8亿元实现大幅减亏，且延续了从2021年起每年减亏100+亿元的趋势。我们认为这一变化主要由三方面因素驱动，一是随商业化进入正轨带动总体营收的上升，二是研发投入端费用增长放缓，三是部分公司（如百利天恒）海外授权收入激增。预计随未来产品放量趋势的放大，Biotech创新药公司的净利润将进一步改善；按照每年减亏100+亿元的趋势推算，预计国内Biotech创新药企业合计归母净利润有望于2026年扭亏。

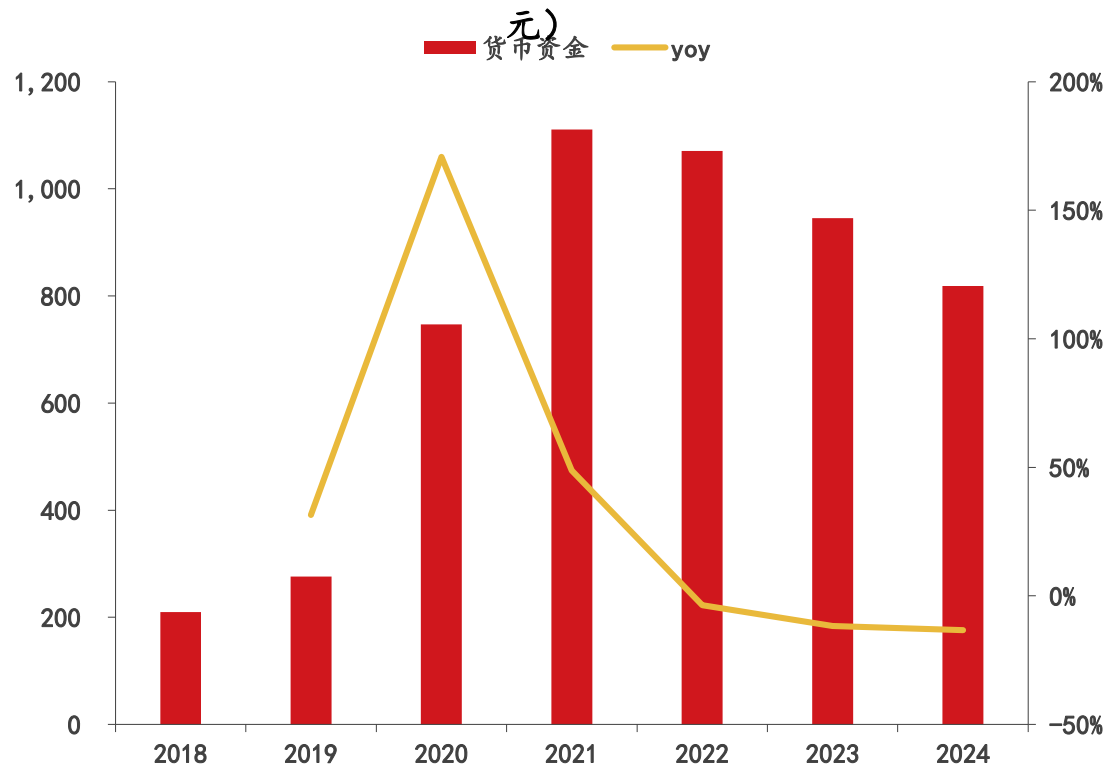
图：国内Biotech创新药公司2018年-2024年归母净利润变化（亿元）



## 核心Biotech公司现金储备充足

□ 货币资金：国内Biotech创新药企业现金储备呈小幅下滑态势，核心Biotech公司储备充足。2024年69家A股、港股Biotech创新药公司总体货币资金为818.7亿元，同比减少13%；整体来看，目前Biotech创新药公司现金储备呈小幅下滑态势；截止2024年12月31日，货币资金>10亿元Biotech创新药公司共有23家，核心Biotech公司现金储备充足。

图：国内Biotech创新药公司18年-24H1货币资金变化（亿元）



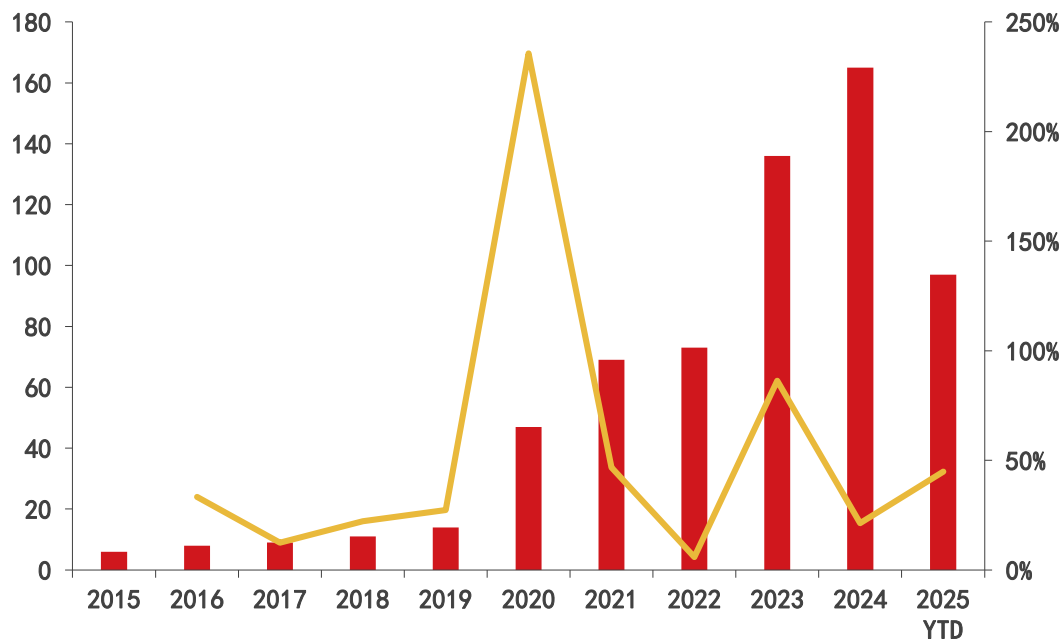
表：货币资金>10亿元Biotech创新药公司（截止2024年12月31日）

上市地	证券代码	证券简称	货币资金
A股	688235.SH	百济神州	122.8
H股	1801.HK	信达生物	75.1
H股	9926.HK	康方生物	69.2
A股	688428.SH	诺诚健华	62.4
H股	9688.HK	再鼎医药	32.3
A股	688506.SH	百利天恒	32.2
A股	688180.SH	君实生物	25.0
A股	688266.SH	泽璟制药	21.5
A股	688443.SH	智翔金泰	20.4
A股	688382.SH	益方生物	15.9
H股	6990.HK	科伦博泰生物	13.4
H股	6855.HK	亚盛医药	12.6
H股	9606.HK	映恩生物	12.1
H股	2142.HK	和铂医药	12.0
A股	688062.SH	迈威生物	11.9
H股	1167.HK	加科思	11.7
H股	2552.HK	华领医药	11.4
H股	6622.HK	兆科眼科	11.2
H股	9966.HK	康宁杰瑞制药	11.1
H股	0013.HK	和黄医药	11.1
H股	6998.HK	嘉和生物	10.6
H股	1349.HK	复旦张江	10.6
H股	2137.HK	腾盛博药	10.0

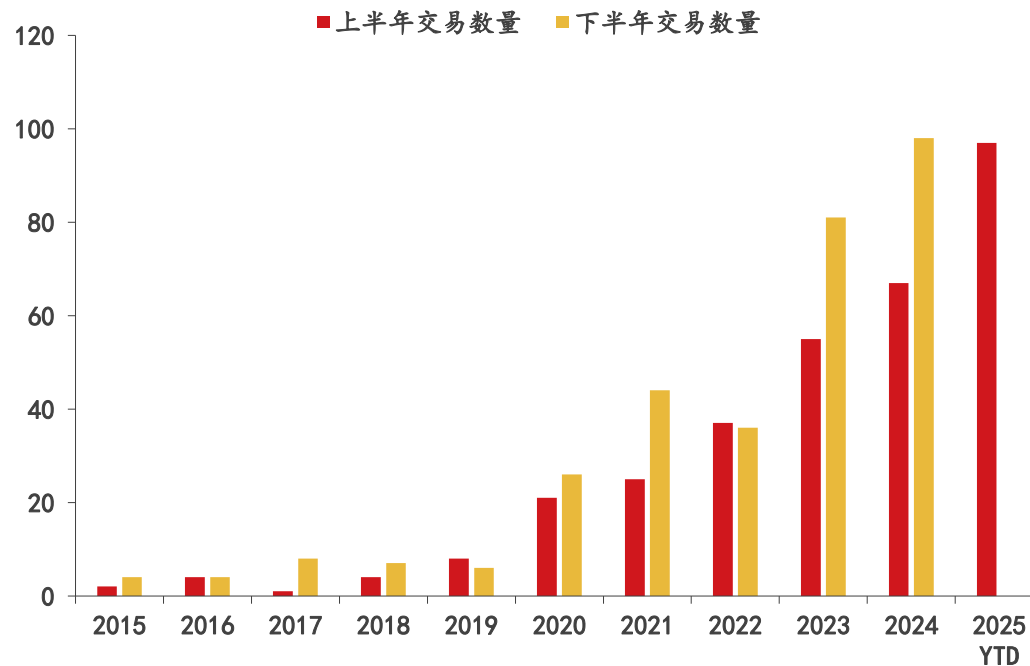
# 2025年多项海外授权BD达成

□ 2025年国内创新药领域多项海外授权BD交易达成。根据药渡数据库，截止6月国内创新药领域已有97项海外授权BD交易达成，同比增长45%；考虑到MNC通常在下半年清空全年BD预算，参考2023年、2024年交易情况，预计2025年下半年还将有更多BD交易达成。

图：2015-2025年国内企业海外授权交易数量



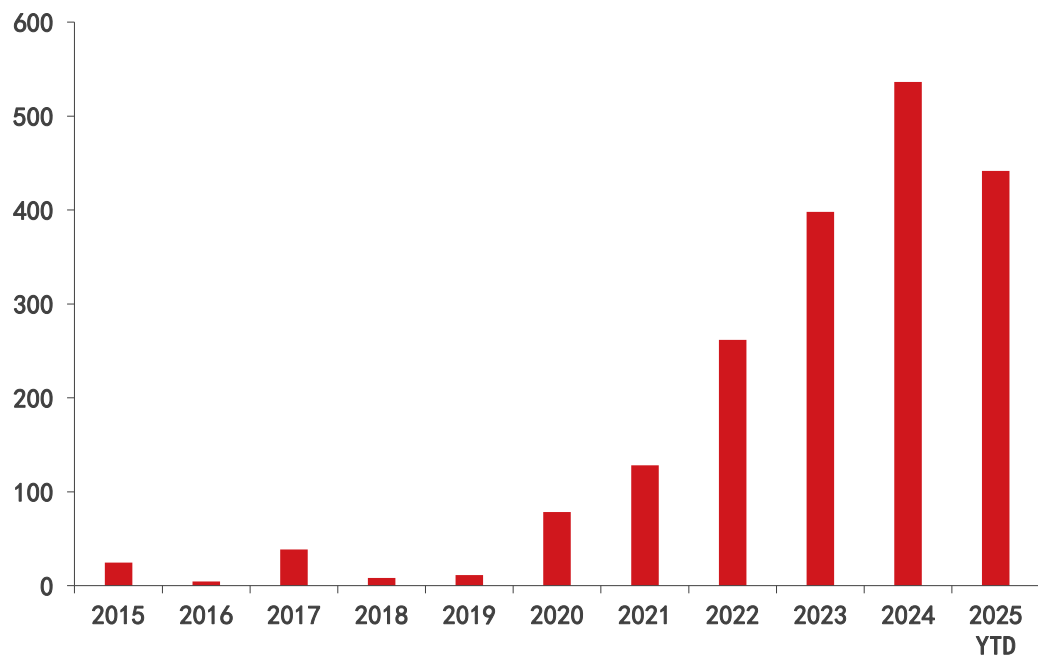
图：2015-2025年国内企业海外授权交易上半年与下半年数量对比



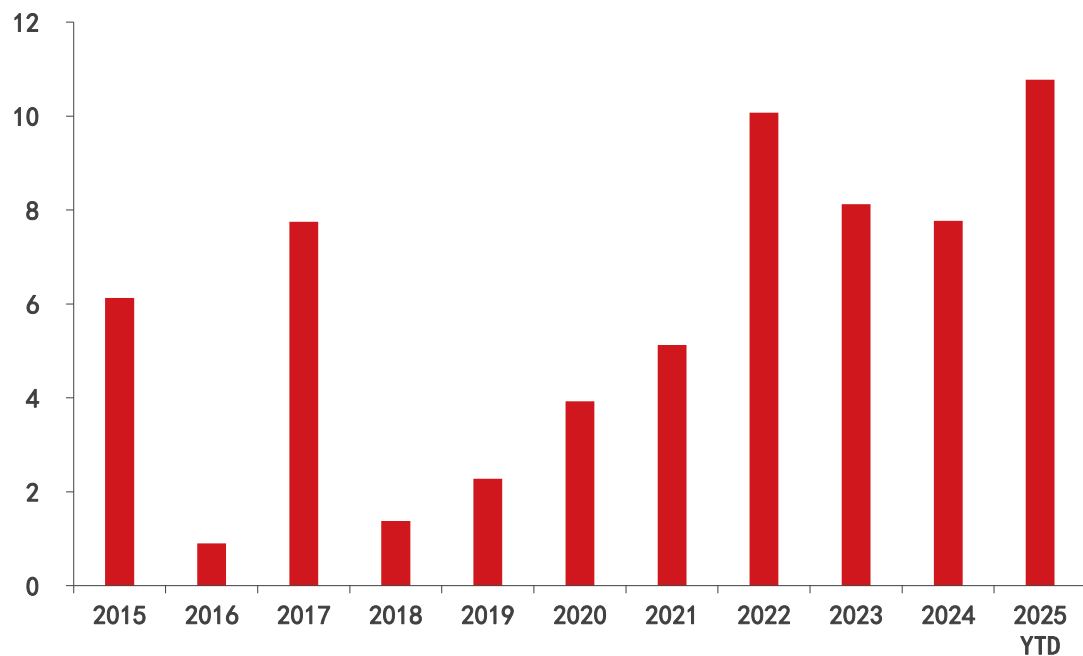
## 2025年上半年BD总金额提升明显，平均额超历史平均水平

- 从海外授权交易合同总金额来看，2025年上半年合同总金额提升明显。根据药渡数据库，截止2025年6月，海外授权交易合同总金额已达442亿美元，约占2024年全年的82%。从海外授权交易平均合同总金额来看，2025年上半年平均合同总金额已达10.8亿美元，同样高于历史平均值。

图：2015-2025年国内企业海外授权交易合同总金额（亿美元）



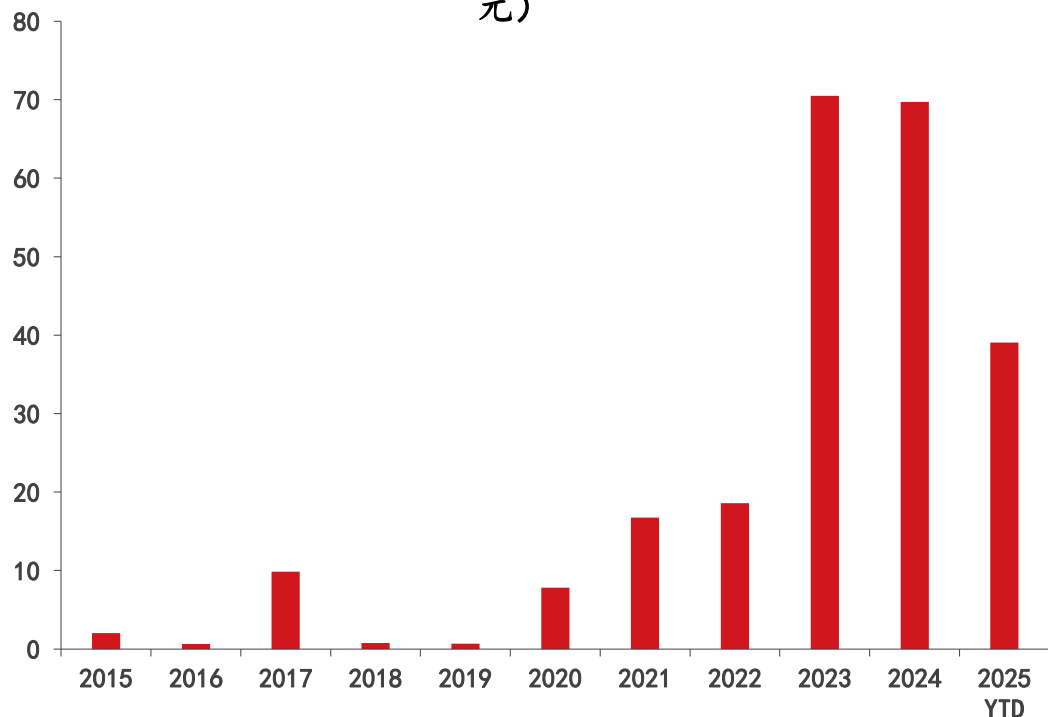
图：2015-2025年国内企业海外授权交易平均合同总金额（亿美元）



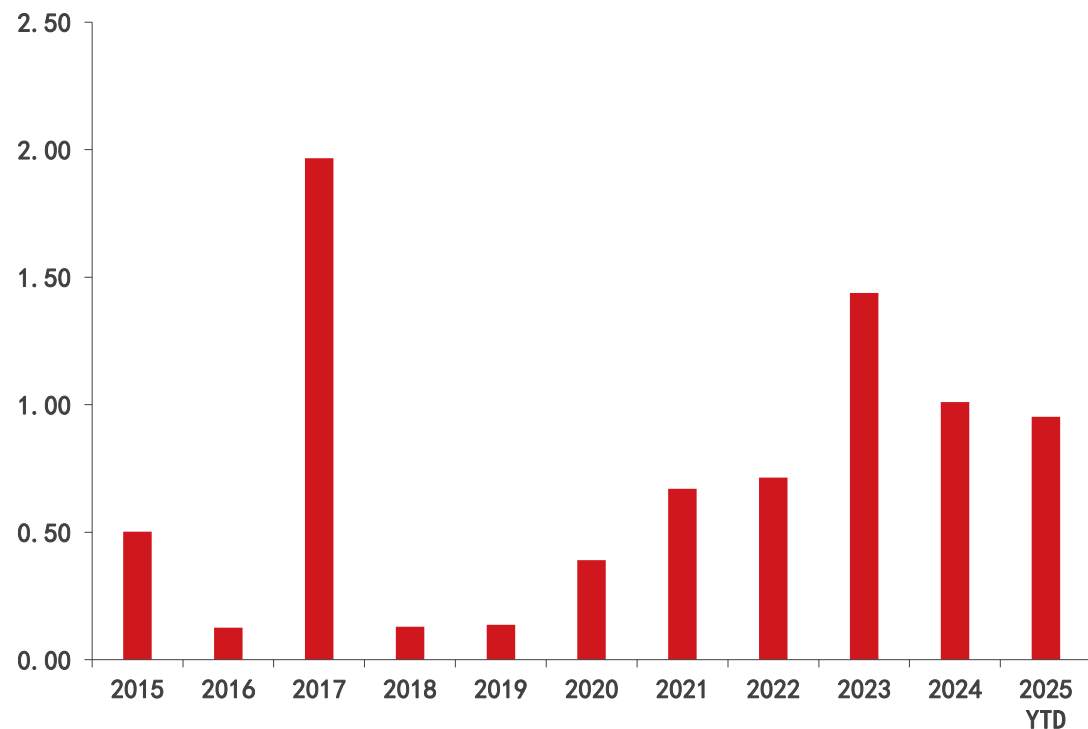
## 2025年上半年BD首付款平均额与去年保持一致

- 从海外授权交易首付款来看，2025年上半年BD首付款同样有所提升。根据药渡数据库，截止2025年6月，海外授权交易BD首付款已达39亿美元，约占2024年全年的57%。从海外授权交易平均BD首付款来看，2025年上半年平均合同总金额已达0.95亿美元，基本与2024年保持一致。

图：2015-2025年国内企业海外授权交易首付款金额（亿美元）



图：2015-2025年国内企业海外授权交易平均首付款金额（亿美元）



## 2025年上半年已有多个产品兑现BD交易

□ 2025年上半年已有多个产品兑现BD交易，其中三生制药与辉瑞关于PD-1/VEGF双抗的交易首付款达12.5亿美元，创国内创新药海外授权历史记录。

表：2025年初至今上市公司已兑现BD交易梳理

交易时间	交易主体方	交易合作方	交易项目[交易开始时研发状态]	总金额 (百万)	首付款金额 (百万)	里程碑付款 (百万)
2025/6/16	先声药业	Nextcure Inc	SIM-0505 [临床一期]	745.00 USD	N/A	N/A
2025/6/13	石药集团	阿斯利康	临床前候选药物	5330.00 USD	110.00 USD	3600.00 USD
2025-06-05	智翔金泰	Cullinan Therapeutics In	Velinotamig [临床二期]	712.00 USD	20.00 USD	692.00 USD
2025-06-02	翰森	再生元	HS-20094 [临床三期]	2010.00 USD	80.00 USD	1930.00 USD
2025-05-20	三生制药	辉瑞	707 (3SBio) [临床三期]	6050.00 USD	1250.00 USD	4800.00 USD
2025-05-15	石药集团	Cipla Usa Inc	伊立替康脂质体 [上市销售]	1065.00 USD	15.00 USD	1050.00 USD
2025-04-07	恒瑞医药	德国默克	SHR-7280 [临床三期]	16.24 USD	16.24 USD	N/A
2025-03-28	和誉生物	德国默克	匹米替尼 [临床三期]	85.00 USD	N/A	N/A
2025-03-25	恒瑞医药	默沙东	HRS-5346 [临床二期]	1970.00 USD	200.00 USD	1770.00 USD
2025-03-24	联邦生物	诺和诺德	UBT-251 [临床二期]	2000.00 USD	200.00 USD	1800.00 USD
2025-02-19	石药集团	Radiance Biopharma Inc	SYS-6005 [临床前]	1240.00 USD	15.00 USD	1075.00 USD
2025-01-22	乐普生物	ArriVent Biopharma Inc	MRG-007 [临床前]	1207.00 USD	47.00 USD	1160.00 USD
2025-01-13	先声药业	艾伯维	SIM-0500 [临床一期]	1055.00 USD	N/A	1055.00 USD
2025-01-10	康诺亚生物	Timberlyne Therapeutics Inc	罗美妥塔单抗 [临床二期]	367.50 USD	30.00 USD	337.50 USD
2025-01-07	映恩生物	Avenzo Therapeutics Inc	DB-1418 [临床前]	1200.00 USD	50.00 USD	1150.00 USD
2025-01-02	信达生物	罗氏	IBI-3009 [临床一期]	1080.00 USD	80.00 USD	1000.00 USD

# 未来还将有多个产品有望兑现BD交易

表：有望未来实现海外授权BD交易的药物

公司	产品	靶点	当前状态
信达生物	IBI363	PD-1/IL-2	重磅品种早期临床数据优异
石药集团	SYS6010	EGFR ADC	重磅品种早期临床数据优异
益方生物	D-2570	TYK2	早期临床数据优异
来凯医药	LAE102	ActRIIA	已与礼来在美国就LAE102针对肥胖症治疗临床合作
歌礼制药	ASC30	GLP-1小分子	早期临床数据优异
泽璟制药	ZG005	PD-1/TIGIT	早期临床数据优异
泽璟制药	ZG006	CD3/DLL3/DLL3	早期临床数据优异
乐普生物	MRG004A	TF ADC	胰腺癌数据优异
迪哲医药	舒沃替尼	EGFR exon20ins	已在FDA上市审评阶段
荣昌生物	RC148	PD-1/VEGF	相关品种诞生多个交易
荣昌生物	RC88	MSLN ADC	早期临床数据优异
迈威生物	9MW2821	NECTIN-4 ADC	国内3期开展中，全球进度领先
迈威生物	7MW4911	CDH17 ADC	临床前数据优异
信达生物	IBI343	Claudin18.2 ADC	胰腺癌数据优异
再鼎医药	ZL-1310	DLL3 ADC	小细胞肺癌数据优异
复宏汉霖	HLX43	PD-L1 ADC	早期临床数据优异
诺诚健华	ICP-332	TYK2	早期临床数据优异
亚盛医药	奥雷巴替尼	BCR-ABL	24年6月已授权武田海外选择权
众生药业	RAY1225	GLP-1/GIP	2期数据优异，可两周一次给药
盟科药业	MRX-4	噁唑烷酮类抗菌药	海外3期临床推进中
神州细胞	SCTB14	PD-1/VEGF	相关品种诞生多个交易
君实生物	JS207	PD-1/VEGF	相关品种诞生多个交易
基石药业	CS-2009	PD-1/VEGF/CTLA4	相关品种诞生多个交易
宜明昂科	IMM2510	PD-L1/VEGF	相关品种诞生多个交易

1

创新药引领医药板块行情, 估值有望持续修复

2

创新出海趋势加速, 有望持续引领主线行情

- 创新药: 创新药出海加速, BD陆续兑现可期
  - (1) 着眼当下: 国内市场基本面改善明显, 海外市场BD持续兑现
  - (2) 展望未来: 国内海外双双放量有望打开成长空间
  - (3) 2025年下半年板块潜在催化
  - (4) 创新药板块后续投资思路
- 家用器械: 海外市场突破打开国产龙头成长空间

3

部分细分边际改善, 有望逐步迎来修复机会

- CXO: GLP-1和ADC药物研发和销售持续火热, 有望推动相关CDMO公司经营边际改善
- 设备/高耗/IVD: 压制因素有序出清, 可系统性把握改善节奏
- 中药: 多因素共振积蓄板块修复势能, 把握创新探索与国改深化的窗口机遇
- 零售药房: 持续优化门店经营, 业绩有望加速改善

4

医疗新浪潮: 手术机器人、AI+医疗、脑机接口有望持续取得突破

5

建议关注标的汇总

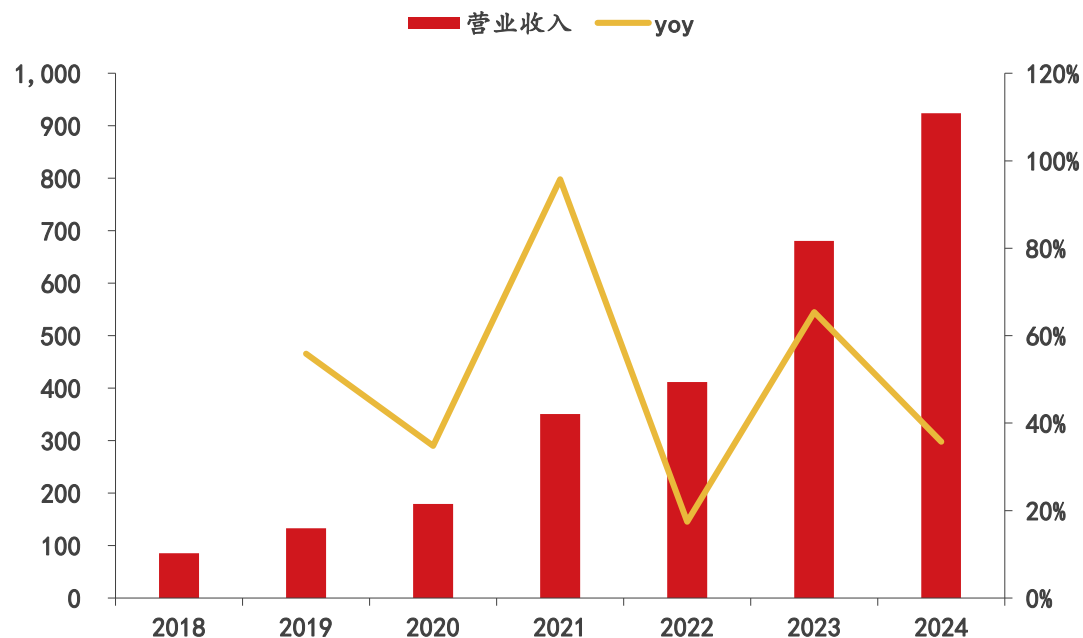
6

风险提示

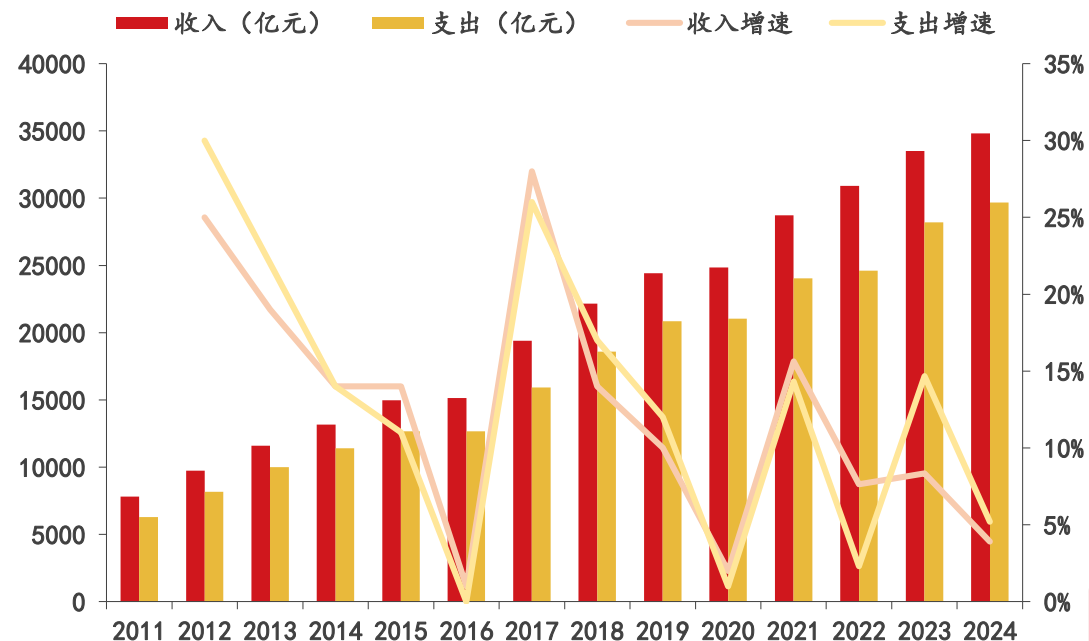
# 国内市场：2030年创新药销售规模有望达4460亿元

□ 国内市场2030年创新药销售规模有望达4460亿元。2024年69家A股、港股Biotech创新药公司共实现924.3亿元的营业收入，同比增长36%；考虑到近年来创新药进入到产品上市销售兑现阶段，假设未来6年板块营收复合增速30%，则到2030年板块有望实现约4460亿元的营业收入，仅占2024基本医疗保险支出的15%。

图：国内Biotech创新药公司2018年-2024年营业收入变化（亿元）



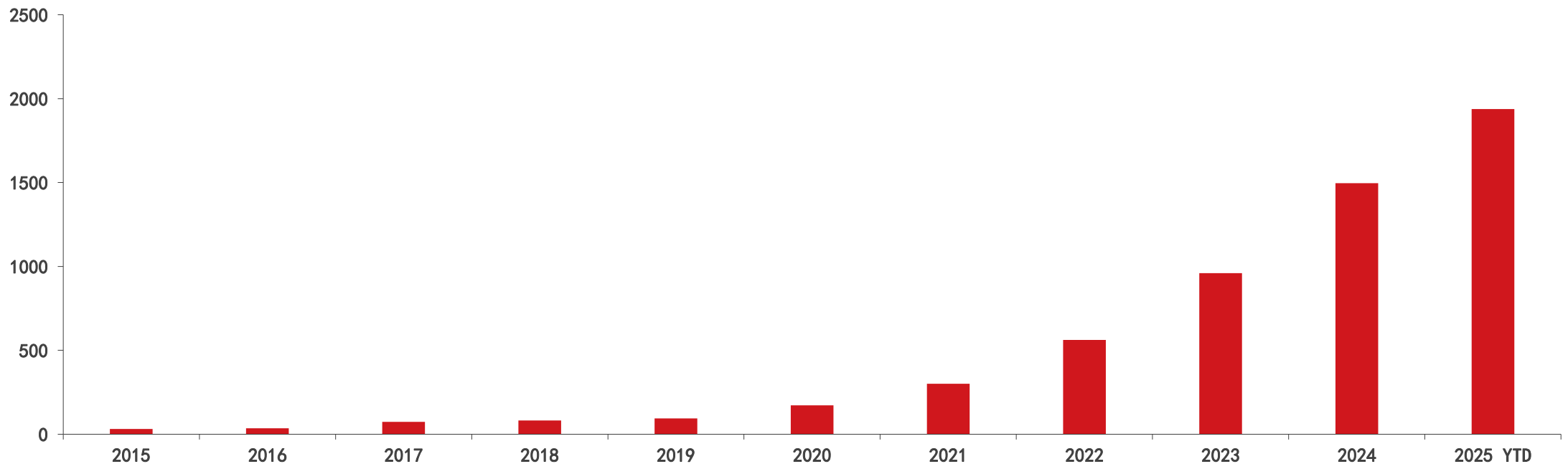
图：2011年-2024年基本医疗保险收支情况（亿元）



## 海外市场：现有BD交易销售分成有望达145亿美元

- **海外市场现有BD交易分成有望达到145亿美元。**根据药渡数据，从海外授权交易累计合同总金额来看（不含未披露合同金额的交易），截止2025年6月国内创新药领域海外授权交易累计合同总金额已达1938亿美元（其合同总金额可近似看作海外买方对相关产品保守的峰值预测），保守假设其中仅有50%的项目成功，按照15%分成计算，则有望贡献145亿美元销售分成。

图：2015-2025年国内企业海外授权交易累计合同总金额（亿美元）



1

创新药引领医药板块行情, 估值有望持续修复

2

创新出海趋势加速, 有望持续引领主线行情

- 创新药: 创新药出海加速, BD陆续兑现可期
  - (1) 着眼当下: 国内市场基本面改善明显, 海外市场BD持续兑现
  - (2) 展望未来: 国内海外双双放量有望打开成长空间
  - (3) 2025年下半年板块潜在催化
  - (4) 创新药板块后续投资思路
- 家用器械: 海外市场突破打开国产龙头成长空间

3

部分细分边际改善, 有望逐步迎来修复机会

- CXO: GLP-1和ADC药物研发和销售持续火热, 有望推动相关CDMO公司经营边际改善
- 设备/高耗/IVD: 压制因素有序出清, 可系统性把握改善节奏
- 中药: 多因素共振积蓄板块修复势能, 把握创新探索与国改深化的窗口机遇
- 零售药房: 持续优化门店经营, 业绩有望加速改善

4

医疗新浪潮: 手术机器人、AI+医疗、脑机接口有望持续取得突破

5

建议关注标的汇总

6

风险提示

# 医保谈判：今年有约60个新获批国产药物有望参与医保谈判

□ 医保谈判是每年创新药板块最重要催化剂之一，今年有约60个新获批国产药物有望参与医保谈判。参考往年医保谈判纳入规则，从上一年6月30日后截止今年6月30日（含）前获批的药物有资格参与本年度医保谈判，根据我们梳理今年有约60个国产（含引进）创新药有资格参与医保谈判。

表：2024年7月1日-2025年6月30日期间获批国产（含引进）新药-1

药物	公司	靶点	获批时间
枸橼酸伏维西利	奥鸿药业	CDK4/6	2025/5/27
氩恩扎鲁胺	海创药业	AR	2025/5/27
阿格司亭 $\alpha$	迈威生物	CSF3R	2025/5/27
来罗西利	嘉和生物	CDK4/6	2025/5/27
阿利沙坦酯/吡达帕胺	信立泰	AT1、Symporters	2025/5/27
磷罗拉匹坦/帕洛诺司琼	恒瑞医药	5-HT3、NK1R	2025/5/27
苹果酸法米替尼	恒瑞医药	FLT3、KIT、PDGFR、VEGFR1	2025/5/27
盐酸吉卡昔替尼	泽璟制药	JAK1/2/3	2025/5/27
芦沃美替尼	复星医药	MEK1/2	2025/5/27
怡培生长激素	特宝生物	GHR	2025/5/27
瑞康曲妥珠单抗	恒瑞医药	HER2 ADC	2025/5/27
泽尼达妥单抗	百济神州	HER2双抗	2025/5/27
磷酸瑞格列汀/盐酸二甲双胍	泽璟制药	DPP4	2025/5/20
昂拉地韦	众生药业	PB2	2025/5/20
沙库巴曲/阿利沙坦酯	信立泰	AT1、NEP	2025/5/20
戈来雷塞	加科思	KRAS G12C	2025/5/20
安瑞克芬	海思科	KOR1	2025/5/13
吡洛西利	轩竹生物	CDK4/6	2025/5/13
维拉昔酶 $\beta$ 注射液 (CANbridge)	北海康成	GBA	2025/5/13
依若奇单抗	康方生物	IL12/23	2025/4/15

# 医保谈判：今年有约60个新获批国产药物有望参与医保谈判

表：2024年7月1日-2025年6月30日期间获批国产（含引进）新药-2

药物	公司	靶点	获批时间
波哌达可基	信致医药	F9	2025/4/8
艾考磷布韦	东阳光长江药业	NS5B	2025/3/25
玛舒拉沙韦	科睿药业	PA	2025/3/25
氢溴酸他泽司他	和黄医药/Epizyme Inc	EZH2	2025/3/18
硫酸艾玛昔替尼	恒瑞医药	JAK1	2025/3/18
盐酸替那帕诺	复星医药/Ardelyx Inc	NHE3	2025/2/20
斯泰度塔单抗	泰诺麦博	Tetanus toxin	2025/2/11
菲诺利单抗	神州细胞	PD-1	2025/2/8
磷酸茶坦司韦	东阳光药业	NS5A	2025/2/8
依苏帕格鲁肽 $\alpha$	银诺医药	GLP1R	2025/1/24
利厄替尼	奥赛康/信达生物	EGFR T790M	2025/1/14
塞纳帕利	英派药业	PARP-2	2025/1/14
普卢格列汀	石药集团	DPP4	2025/1/8
瑞卡西单抗	恒瑞医药	PCSK9	2025/1/8
艾米迈托赛	铂生卓越	干细胞	2025/1/2
塔戈利单抗注射液	科伦博泰	PD-L1	2024/12/25
他雷替尼	信达生物/葆元医药	ROS1	2024/12/20
悬铃木花粉点刺液	我武生物	/	2024/12/20
德国小蠊点刺液	我武生物	/	2024/12/20
猫毛皮屑点刺液	我武生物	/	2024/12/20

# 医保谈判：今年有约60个新获批国产药物有望参与医保谈判

表：2024年7月1日-2025年6月30日期间获批国产（含引进）新药-3

药物	公司	靶点	获批时间
替朗妥昔单抗	ADC Therapeutics/瓴路药业	CD19 ADC	2024/12/10
伐莫洛龙	Santhera/曙方医药	GR、MR	2024/12/10
芦比替定	绿叶制药	DNA minor groove	2024/12/3
利那拉生	生诺医药	H+/K+ ATPase	2024/12/3
森格列汀	盛世泰科	DPP4	2024/12/3
芦康沙妥珠单抗	科伦博泰	Trop-2 ADC	2024/11/27
索米妥昔单抗	华东医药/ImmunoGen	FR $\alpha$ ADC	2024/11/27
盐酸佐利替尼片	晨泰医药/阿斯利康	EGFR 19del、L858R	2024/11/21
格索雷塞	正大天晴/益方生物	KRAS G12C	2024/11/8
普雷福韦	西安葛蓝新通制药	肝脏	2024/10/29
昂戈瑞西单抗注射液	君实生物	PCSK9	2024/10/11
伊努西单抗注射液	康方生物	PCSK9	2024/9/30
艾帕洛利单抗托沃瑞利单抗注射液	齐鲁制药	PD-1+CTLA-4	2024/9/30
奥唑司他	锐康迪医药	CYP11B1	2024/9/25
司普奇拜单抗注射液	康诺亚	IL4RA	2024/9/14
注射用A型肉毒毒素	Revance Therapeutics/复星医药	SNAP-25	2024/9/9
西达基奥仑赛	传奇生物	BCMA	2024/8/27
赛立奇单抗	智翔金泰生物	IL17A	2024/8/27
夫那奇珠单抗	恒瑞医药	IL17A	2024/8/27
氟泽雷塞	劲方医药/信达生物	KRAS G12C	2024/8/21

## 学术会议：下半年WCLC、ESMO等学术会议值得关注

□ 学术会议同样是创新药板块最重要催化剂之一，下半年WCLC、ESMO等学术会议值得关注。目前在全球范围内，每年有约二十余场肿瘤治疗领域的国际性学术会议召开；从举办规模、全球影响力、学界认可度等多个维度分析，对中国医药企业来说，在这些学术会议中最重要的肿瘤学术会议当属ASCO（美国临床肿瘤学会年会）、ESMO（欧洲肿瘤内科学会年会）以及WCLC（世界肺癌大会）等。

表：肿瘤领域重要学术会议梳理

会议简称	会议名称（中文）	主题癌种	举行时间
APASL	亚太肝脏研究协会年会	肝癌	每年2-3月举行
WCC	世界癌症大会	不限	每两年一次
SGBCC	圣加仑国际乳腺癌大会	乳腺癌	每两年一次，一般在3月举行
NCCN	美国国家综合癌症网络年会	不限	每年3月举行
AACR	美国癌症研究协会年会	不限	每年4月举行
ASCO	美国临床肿瘤学会年会	不限	每年6月举行
EHA	欧洲血液学协会年会	血液肿瘤	每年6月举行
AHNS	美国头颈部癌症年会	头颈部癌症	每年举行（不固定月份）
ESTRO	欧洲放射治疗与肿瘤学大会	不限	每年4-5月举行
IGCS	国际妇科肿瘤学会年会	妇科肿瘤	每年8-11月举行
WCLC	世界肺癌大会	肺癌	每年9月举行
ESMO	欧洲肿瘤内科学会年会	不限	每年9-10月举行
CSCO	中国临床肿瘤学会年会	不限	每年9月举行
ILCA	国际肝癌协会年会	肝癌	每年9月举行
ASTRO	美国放射肿瘤学会年会	不限	每年9-10月举行
SMR	国际黑色素瘤研究学会国际会议	黑色素瘤	每年10月举行
SITC	癌症免疫疗法学会年会	不限	每年11月举行
SNO	美国神经肿瘤学会年会	神经肿瘤	每年11月举行
EMUC	欧洲泌尿肿瘤多学科会议	泌尿肿瘤	每年11月举行
SUO	泌尿肿瘤学会年会	泌尿肿瘤	每年11月举行
ASH	美国血液学会年会	血液肿瘤	每年12月举行

## 商保创新药品目录：有望改善支付端

- 商业健康保险创新药品目录即将出台，支付端有望改善。2025年6月中共中央办公厅、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》提出“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”，我们认为商业健康保险创新药品目录出台后有望改善高价值创新药支付难的问题，相关产品市场峰值有望随商保支付端的打开而突破。

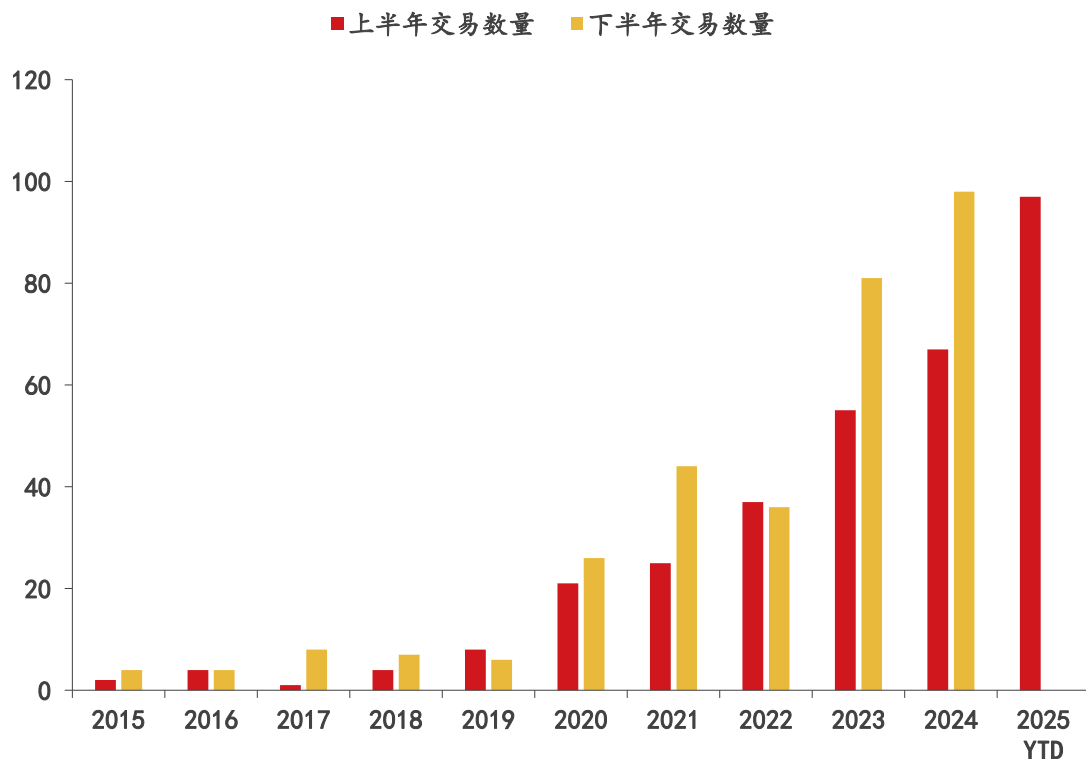
图：商业健康保险创新药品目录即将出台

（六）推进优质医疗卫生资源共享。推进优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局，优化区域医疗中心建设模式、管理体制和运行机制。实施医疗卫生强基工程，推动城市医疗资源向县级医院和城乡基层下沉，逐步实现紧密型县域医共体建设全覆盖。支持高水平医院人员、服务、技术、管理等向基层医疗卫生机构下沉，推进城市医联体建设。支持高水平医学人才向县级医院下沉，重点强化基层医疗卫生机构短板专业建设，因地制宜培育办好基层特色专科，提高常见病多发病诊治水平，推动基层医疗卫生机构提高服务能力。推动建立远程医疗服务网络，推广“分布式检查、集中式诊断”医疗服务模式。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。

# 多个BD兑现：MNC清预算有望驱动多个BD交易达成

□ 下半年MNC清预算有望驱动多个BD交易达成。考虑到MNC通常在下半年清空全年BD预算，参考2023年、2024年交易情况，预计2025年下半年还将有更多BD交易达成。

图：2015-2025年国内企业海外授权交易上半年与下半年数量对比



表：有望于未来实现海外授权BD交易的药物

公司	产品	靶点	当前状态
信达生物	IBI363	PD-1/IL-2	预期重磅品种早期临床数据优异
石药集团	SYS6010	EGFR ADC	预期重磅品种早期临床数据优异
益方生物	D-2570	TYK2	早期临床数据优异
来凯医药	LAE102	ActRIIA	已与礼来在美国就LAE102针对肥胖症治疗临床合作
歌礼制药	ASC30	GLP-1小分子	早期临床数据优异
泽璟制药	ZG005	PD-1/TIGIT	早期临床数据优异
泽璟制药	ZG006	CD3/DLL3/DLL3	早期临床数据优异
乐普生物	MRG004A	TF ADC	胰腺癌数据优异
迪哲医药	舒沃替尼	EGFR exon20ins	已在FDA上市审评阶段
荣昌生物	RC148	PD-1/VEGF	相关品种诞生多个交易
荣昌生物	RC88	MSLN ADC	早期临床数据优异
迈威生物	9MW2821	NECTIN-4 ADC	国内3期开展中，全球进度领先
迈威生物	7MW4911	CDH17 ADC	临床前数据优异
信达生物	IBI343	Claudin18.2 ADC	胰腺癌数据优异
再鼎医药	ZL-1310	DLL3 ADC	小细胞肺癌数据优异
复宏汉霖	HLX43	PD-L1 ADC	早期临床数据优异
诺诚健华	ICP-332	TYK2	早期临床数据优异
亚盛医药	奥雷巴替尼	BCR-ABL	24年6月已授权武田海外选择权
众生药业	RAY1225	GLP-1/GIP	2期数据优异，可两周一次给药
盟科药业	MRX-4	噁唑烷酮类抗菌药	海外3期临床推进中
神州细胞	SCTB14	PD-1/VEGF	相关品种诞生多个交易
君实生物	JS207	PD-1/VEGF	相关品种诞生多个交易
基石药业	CS-2009	PD-1/VEGF/CTLA4	相关品种诞生多个交易
宜明昂科	IMM2510	PD-L1/VEGF	相关品种诞生多个交易

## 1 创新药引领医药板块行情, 估值有望持续修复

## 2 创新出海趋势加速, 有望持续引领主线行情

- 创新药: 创新药出海加速, BD陆续兑现可期
  - (1) 着眼当下: 国内市场基本面改善明显, 海外市场BD持续兑现
  - (2) 展望未来: 国内海外双双放量有望打开成长空间
  - (3) 2025年下半年板块潜在催化
  - (4) 创新药板块后续投资思路
- 家用器械: 海外市场突破打开国产龙头成长空间

## 3 部分细分边际改善, 有望逐步迎来修复机会

- CXO: GLP-1和ADC药物研发和销售持续火热, 有望推动相关CDMO公司经营边际改善
- 设备/高耗/IVD: 压制因素有序出清, 可系统性把握改善节奏
- 中药: 多因素共振积蓄板块修复势能, 把握创新探索与国改深化的窗口机遇
- 零售药房: 持续优化门店经营, 业绩有望加速改善

## 4 医疗新浪潮: 手术机器人、AI+医疗、脑机接口有望持续取得突破

## 5 建议关注标的汇总

## 6 风险提示

## 后续投资思路一：寻找下一个可能海外授权的重磅品种

- 寻找下一个可能海外授权的重磅品种。国内市场医保控费背景下，产品海外授权有望打开海外市场；根据我们梳理目前尚有多个肿瘤、自免、减重、感染领域的产品有望实现海外授权，其中不乏重磅预期产品。

表：后续有潜力海外授权的重磅产品

治疗领域	产品	靶点	公司
肿瘤	IBI363	PD-1/IL-2	信达生物
	SYS6010	EGFR ADC	石药集团
	ZG006	CD3/DLL3/DLL3	泽璟制药
	MRG004A	TF ADC	乐普生物
	舒沃替尼	EGFR exon20ins	迪哲医药
	7MW4911	CDH17 ADC	迈威生物
	IBI343	Claudin18.2 ADC	信达生物
	ZL-1310	DLL3 ADC	再鼎医药
	HLX43	PD-L1 ADC	复宏汉霖
	奥雷巴替尼	BCR-ABL	亚盛医药
	RC148	PD-1/VEGF	荣昌生物
	SCTB14	PD-1/VEGF	神州细胞
	JS207	PD-1/VEGF	君实生物
	CS-2009	PD-1/VEGF/CTLA4	基石药业
	IMM2510	PD-L1/VEGF	宜明昂科
自免	D-2570	TYK2	益方生物
	泰它西普	BlyS/APRIL	荣昌生物
	SM17	IL-25	中国抗体
	ICP-332	TYK2	诺诚健华
减重	LAE102	ActRIIA	来凯医药
	ASC30	GLP-1小分子	歌礼制药
	RAY1225	GLP-1/GIP	众生药业
感染	MRX-4	噁唑烷酮类抗菌药	盟科药业

## 寻找下一个可能海外授权的重磅品种：建议关注标的

- **信达生物：重磅产品PD-1/IL-2双抗IO耐药数据优异，未来有望以IO耐药市场为基本盘拓展至一线市场，海外授权MNC潜力较大。**公司于2025 ASCO会议披露了PD-1/IL-2双抗在IO耐药NSCLC、结直肠癌后线治疗的优异OS数据，基于现有数据判断，未来其有望广泛应用于多个不同瘤种IO耐药市场，并以IO耐药为基本盘去拓展一线治疗市场；该产品重磅产品潜力初显，未来海外授权MNC潜力大。
- **益方生物：TYK2抑制剂银屑病治疗展现BIC潜力，海外授权MNC潜力较大。**公司TYK2抑制剂已披露银屑病2期临床数据，从皮损改善来看其疗效已超过同类口服小分子，并媲美生物制剂，考虑到其口服给药的依存性优势、以及未来潜在的IBD领域的应用潜力，其未来海外授权MNC潜力大。
- **众生药业：GLP-1/GIP双靶产品存在双周给药差异化优势，海外授权MNC潜力较大。**全球范围GLP-1产品减重降糖市场较大，但主流产品均为一周一次给药，公司GLP-1/GIP双靶产品存在双周一次给药差异化优势，考虑到其已披露2期减重降糖数据优异，其未来有望凭借差异化优势海外授权MNC。
- **中国抗体：IL-25单抗特应性皮炎治疗瘙痒改善显著，海外授权MNC潜力较大。**公司IL-25单抗特应性皮炎早期数据优异，皮损改善优于IL-4R单抗，瘙痒改善显著优于IL-4R单抗，基于其优异的瘙痒改善数据，其未来海外授权MNC潜力大。
- **泽璟制药：CD3/DLL3/DLL3三抗SCLC治疗展现BIC潜力，海外授权MNC潜力较大。**公司CD3/DLL3/DLL3三抗早期SCLC治疗数据已展现BIC潜力，考虑到TCE治疗较长的生存获益，作为同类BIC潜力产品，其未来海外授权MNC潜力大。

## 后续投资思路二：把握已获MNC认证，未来海外放量确定性高的品种

□ **把握已获MNC认证，未来海外放量确定性高的品种。**我们认为已获MNC认证（即已授权MNC）的中国创新药品种具备以下特点：1）主要以工程改造创新为主，未来成药确定性较高；2）MNC销售实力强，未来海外市场放量确定性高；3）具备较大的市场空间。基于上述特点，对于已有重磅产品授权MNC的相关标的，我们认为其海外市场估值有望随MNC推进临床试验、读出海外数据等增强确定性的事件的发生而逐渐反映（例如科伦博泰、百利天恒等）。

图：已授权海外MNC的重磅药物梳理

公司	产品	靶点	海外合作MNC	海外开发状态
传奇生物	西达基奥仑赛	BCMA CAR-T	强生	已上市销售
和黄医药	呋喹替尼	VEGFR/FGFR/PDGFR	武田	已上市销售
科伦博泰	SKB264	TROP2 ADC	默沙东	3期临床
百利天恒	BL-B01D1	EGFR/HER3双抗ADC	BMS	2/3期临床
三生制药/三生国健	SSGJ-707	PD-1/VEGF双抗	辉瑞	1期临床
联邦制药	UBT251	GLP-1/GIP/GCG	诺和诺德	1期临床
翰森制药	HS-10535	GLP-1小分子	默沙东	IND
翰森制药	HS-20094	GLP-1/GIP	再生元	IND
翰森制药	GSK-5733584	B7-H4 ADC	GSK	1/2期临床
翰森制药	GSK5764227	B7-H3 ADC	GSK	1/2期临床
和誉	匹米替尼	CSF-1R	默克	3期临床
恒瑞医药	SHR-7280	口服GnRH受体拮抗剂	默克	1期临床
恒瑞医药	HRS-1167	PARP1	默克	1期临床
恒瑞医药	SHR-A-1904	CLAUDIN18.2 ADC	默克	1/2期临床
先声药业	SIM-0500	GPRC5D/BCMA/CD3	艾伯维	1期临床
石药集团	YS2302018	Lp(a)	阿斯利康	IND

## 把握已获MNC认证未来海外放量确定性高的品种：建议关注标的

- **三生制药：PD-1/VEGF双抗已授权辉瑞，未来海外销售放量确定性高。**公司PD-1/VEGF双抗已以12.5亿美元首付款的规模授权辉瑞海外市场，其作为PD-1升级产品未来有望取代当前PD-1、PD-L1单抗产品，市场空间较大；而海外合作伙伴辉瑞作为老牌MNC，其临床推进能力与销售能力已经过验证，未来该产品海外销售放量确定性较高。
- **联邦制药：三靶减重药物UBT251授权诺和诺德，未来海外临床推进及上市放量确定性较高。**公司GLP-1R/GIPR/GCGR三靶点减重药物UBT251以2亿美元首付款+18亿美元里程碑+销售分成的对价将海外权益授权给诺和诺德，UBT251在1b期临床阶段展现出优异的减重效果且安全性良好，诺和诺德作为全球减重药物龙头公司之一，减重管线布局丰富，有望快速推进UBT251海外临床，商业化确定性较高。
- **科伦博泰：TROP2 ADC已授权默沙东，未来海外销售放量确定性高。**公司TROP2 ADC已披露数据优异，海外合作伙伴默沙东已开展10余项全球多中心3期临床，广泛覆盖多个不同瘤种，未来市场空间较大且放量确定性高；国内方面，TROP2 ADC存在参加2025年医保谈判催化。
- **百利天恒：EGFR/HER3双抗ADC已授权BMS，未来海外销售放量确定性高。**公司EGFR/HER3双抗ADC已披露数据优异，海外合作伙伴BMS已开展1项全球多中心2/3期临床，考虑到其靶点广谱性，其有望广泛覆盖多个不同瘤种，未来市场空间较大且放量确定性高。

## 后续投资思路三：医保谈判&商保创新药目录获益品种

□ 创新药纳入医保目录后有望加速放量，2025年医保谈判收益品种值得关注。创新药进入医保后有望改善准入难的问题，实现覆盖医院、药房的快速渗透。在进入医院用药目录方面，药物进入医保后有望降低进院门槛加速进院效率；在进入药房方面，药物进入医保后有望通过国家医保谈判药品“双通道”管理机制加速进入药房，实现放量。

表：新获批有望参与2025年医保谈判的肿瘤创新药梳理

药物	公司	靶点	获批时间
夫那奇单抗	恒瑞医药	IL17A	2024/8/27
磷罗拉匹坦/帕洛诺司琼	恒瑞医药	5-HT3、NK1R	2025/5/27
磷酸瑞格列汀/盐酸二甲双胍	恒瑞医药	DPP4	2025/5/20
硫酸艾玛昔替尼	恒瑞医药	JAK1	2025/3/18
瑞卡西单抗	恒瑞医药	PCSK9	2025/1/8
伊努西单抗注射液	康方生物	PCSK9	2024/9/30
依若奇单抗	康方生物	IL12/23	2025/4/15
沙库巴曲/阿利沙坦酯	信立泰	AT1、NEP	2025/5/20
阿利沙坦酯/吡达帕胺	信立泰	AT1、Symporters	2025/5/27
盐酸吉卡昔替尼	泽璟制药	JAK1/2/3	2025/5/27
阿格司亭α	迈威生物	CSF3R	2025/5/27
怡培生长激素	特宝生物	GHR	2025/5/27
昂拉地韦	众生药业	PB2	2025/5/20
安瑞克芬	海思科	KOR1	2025/5/13
普卢格列汀	石药集团	DPP4	2025/1/8
芦比替定	绿叶制药	DNA minor groove	2024/12/3
昂戈瑞西单抗注射液	君实生物	PCSK9	2024/10/11
司普奇拜单抗注射液	康诺亚	IL4RA	2024/9/14
赛立奇单抗	智翔金泰	IL17A	2024/8/27

表：新获批有望参与2025年医保谈判的非肿瘤创新药梳理

药物	公司	靶点	获批时间
氟泽雷塞	信达生物/劲方医药	KRAS G12C	2024/8/21
他雷替尼	信达生物/葆元医药	ROS1	2024/12/20
利厄替尼	信达生物/奥赛康	EGFR T790M	2025/1/14
塔戈利单抗注射液	科伦博泰	PD-L1	2024/12/25
芦康沙妥单抗	科伦博泰	Trop-2 ADC	2024/11/27
瑞康曲妥单抗	恒瑞医药	HER2 ADC	2025/5/27
苹果酸法米替尼	恒瑞医药	FLT3、KIT、PDGFR、VEGFR1	2025/5/27
索米妥昔单抗	华东医药/ImmunoGen	FRα ADC	2024/11/27
格索雷塞	正大天晴/益方生物	KRAS G12C	2024/11/8
西达基奥仑赛	传奇生物	BCMA	2024/8/27
氩恩扎鲁胺	海创药业	AR	2025/5/27
来罗西利	嘉和生物	CDK4/6	2025/5/27
泽尼达妥单抗	百济神州	HER2双抗	2025/5/27
戈来雷塞	加科思	KRAS G12C	2025/5/20
吡洛西利	轩竹生物	CDK4/6	2025/5/13
氢溴酸他泽司他	和黄医药/Epizyme Inc	EZH2	2025/3/18
菲诺利单抗	神州细胞	PD-1	2025/2/8

## 后续投资思路三：医保谈判&商保创新药目录获益品种

- 商业健康保险创新药品目录即将出台，支付端有望改善。2025年6月中共中央办公厅、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》提出“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”，我们认为商业健康保险创新药品目录出台后有望改善高价值创新药支付难的问题，相关产品市场峰值有望随商保支付端的打开而突破。

表：有望纳入商保创新药目录的品种梳理

商品名	通用名	靶点	厂商
倍诺达	瑞基奥仑赛	CD19 CAR-T	药明巨诺
奕凯达	阿基仑赛	CD19 CAR-T	复星凯特
源瑞达	纳基奥仑赛	CD19 CAR-T	合源生物
福可苏	伊基奥仑赛	BCMA CAR-T	驯鹿生物
赛恺泽	泽沃基奥仑赛	BCMA CAR-T	科济药业/华东医药
卡卫获	西达基奥仑赛	BCMA CAR-T	传奇生物
爱普盾	肿瘤电场治疗	-	再鼎医药
可瑞达	帕博利珠单抗	PD-1	默沙东
欧狄沃	纳武利尤单抗	PD-1	百时美施贵宝
泰圣奇	阿替利珠单抗	PD-L1	罗氏制药
英飞凡	度伐利尤单抗	PD-L1	阿斯利康
艾瑞利	阿得贝利单抗	PD-L1	恒瑞医药
汉斯状	斯鲁利单抗	PD-1	复宏汉霖
择捷美	舒格利单抗	PD-L1	基石药业
思维达	恩沃利单抗	PD-L1	康宁杰瑞
安尼可	派安普利单抗	PD-1	正大天晴/康方生物
普佑恒	普特利单抗	PD-1	乐普生物
普吉华	普拉替尼	RET	基石药业
拓达维	戈沙妥珠单抗	Trop2 ADC	吉利德
希冉择	雷莫西尤单抗	VEGFR2	礼来/信达生物
睿妥	塞普替尼	RET	礼来/信达生物
倍利妥	注射用贝林妥欧单抗	CD19/CD3双抗	百济神州
达伯坦	佩米替尼	FGFR2	Incyte/信达生物
拓舒沃	艾伏尼布	IDH1	基石药业
凯泽百	达妥昔单抗 β 注射液	GD2	百济神州
适加坦	富马酸吉瑞替尼片	FGFR2	安斯泰来
贝博萨	注射用奥加伊妥珠单抗	CD20 ADC	辉瑞
达佑泽	那西妥单抗	GD2	赛生药业
高罗华	格菲妥单抗注射液	CD20/CD3双抗	罗氏

## 医保谈判&商保创新药目录获益品种：建议关注标的

- **康诺亚：IL-4R单抗有望参加2025年医保谈判，若能纳入医保目录则有望加速销售放量。**公司IL-4R单抗已获批中重度特应性皮炎、慢性鼻窦炎伴鼻息肉、过敏性鼻炎等3大适应症，其有望参加2025年医保谈判；特应性皮炎、慢性鼻窦炎伴鼻息肉、过敏性鼻炎市场空间较大，其若能通过医保谈判纳入医保目录则有望加速其销售放量。
- **恒瑞医药：多个创新药品种有望参加2025年医保谈判。**预计公司2025年将有多产品参与医保谈判，包括HER2 ADC瑞康曲妥珠单抗、苹果酸法米替尼、IL-17A单抗夫那奇珠单抗、磷罗拉匹坦/帕洛诺司琼、磷酸瑞格列汀/盐酸二甲双胍、JAK抑制剂硫酸艾玛昔替尼、PCSK9单抗瑞卡西单抗等，上述产品若能通过医保谈判纳入医保目录则有望加速其销售放量。
- **迈威生物：长效升白药有望参加2025年医保谈判。**公司长效升白药阿格司亭 $\alpha$ 已获批上市，作为白蛋白长效化产品与市场上主流的PEG长效产品存在差异化优势，考虑到长效升白药较大的市场空间，其若能通过医保谈判纳入医保目录则有望加速其销售放量。
- **智翔金泰：IL-17A单抗有望参加2025年医保谈判。**公司IL-17A已获批中重度斑块状银屑病、强直性脊柱炎等适应症，相关领域市场较大，若能通过医保谈判纳入医保目录则有望加速其销售放量。
- **药明巨诺：CD19 CAR-T有望纳入商保创新药目录。**既往公司CD19 CAR-T产品疗效显著，临床价值较高，但因成本较高，导致产品价格高昂而未纳入医保，如果纳入商保创新药目录有望给更多患者带来获益。
- **科济药业：BCMA CAR-T有望纳入商保创新药目录。**既往公司CD19 CAR-T产品疗效显著，临床价值较高，但因成本较高，导致产品价格高昂而未纳入医保，如果纳入商保创新药目录有望给更多患者带来获益。

1 创新药引领医药板块行情, 估值有望持续修复

2 创新出海趋势加速, 有望持续引领主线行情

- 创新药: 创新药出海加速, BD陆续兑现可期
- 家用器械: 海外市场突破打开国产龙头成长空间

3 部分细分边际改善, 有望逐步迎来修复机会

- CXO: GLP-1和ADC药物研发和销售持续火热, 有望推动相关CDMO公司经营边际改善
- 设备/高耗/IVD: 压制因素有序出清, 可系统性把握改善节奏
- 中药: 多因素共振积蓄板块修复势能, 把握创新探索与国改深化的窗口机遇
- 零售药房: 持续优化门店经营, 业绩有望加速改善

4 医疗新浪潮: 手术机器人、AI+医疗、脑机接口有望持续取得突破

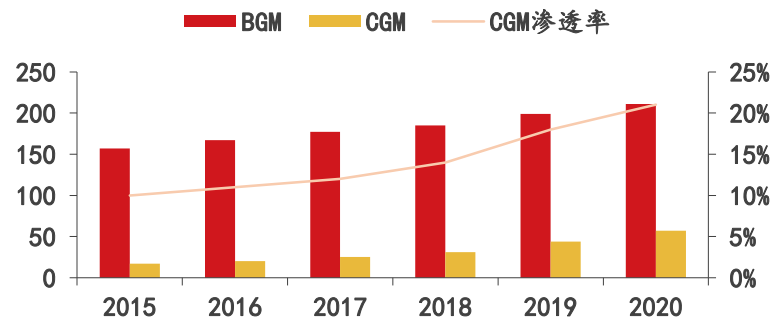
5 建议关注标的汇总

6 风险提示

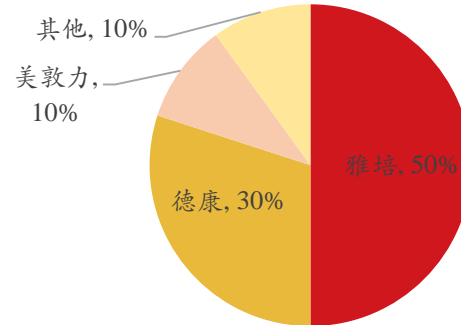
# 家用器械：海外市场突破打开国产龙头成长空间

- 对内：中短期有望受消费复苏拉动，以及AI产业端技术革新带来的居家健康管理新需求；长期实质性受益于老龄化与银发经济。
- 对外：国内家用器械企业竞争力持续提升，出海步伐明显加快，海外市场份额有望继续提升。

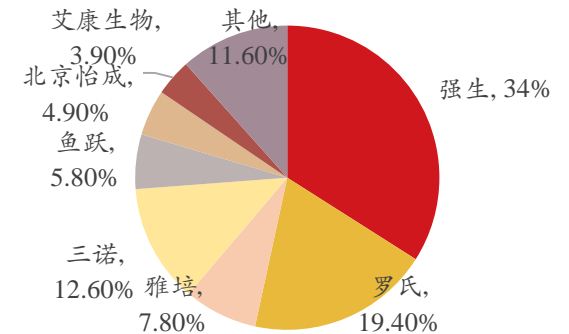
图：全球血糖仪市场规模（亿美元）



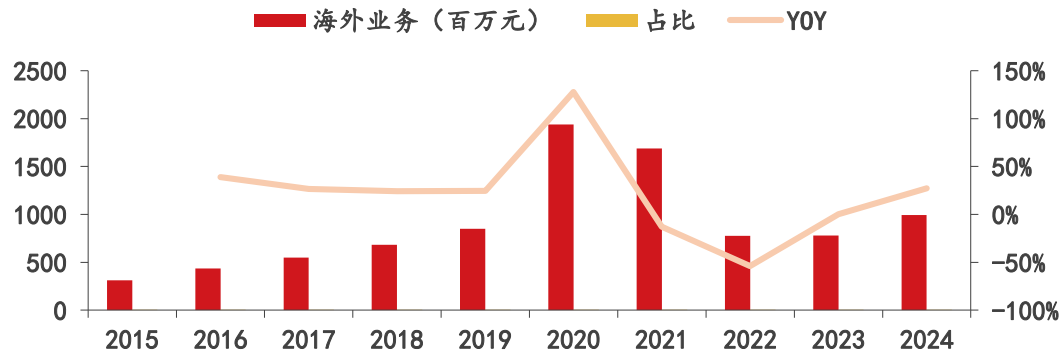
图：2021年全球CGM竞争格局



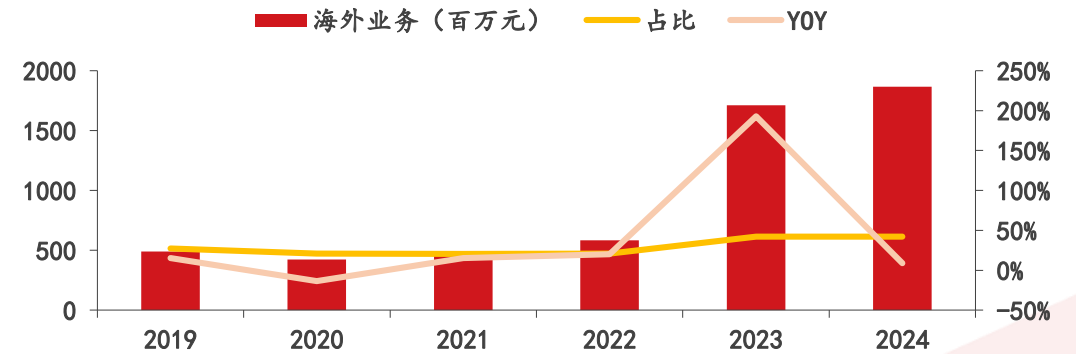
图：2020年我国BGM竞争格局



图：鱼跃医疗海外业务增长与占比



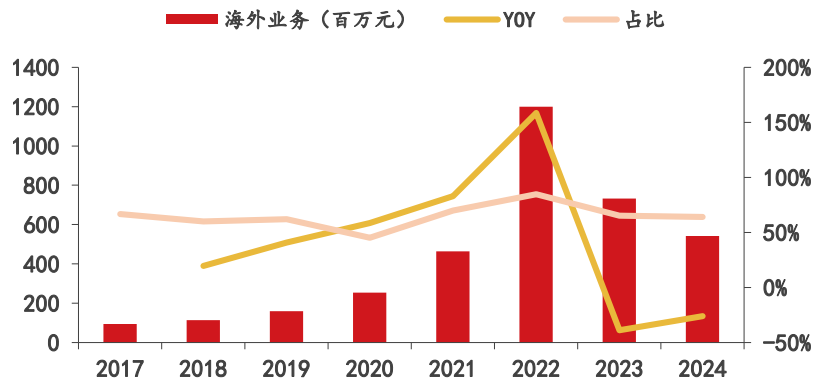
图：三诺生物海外业务增长与占比



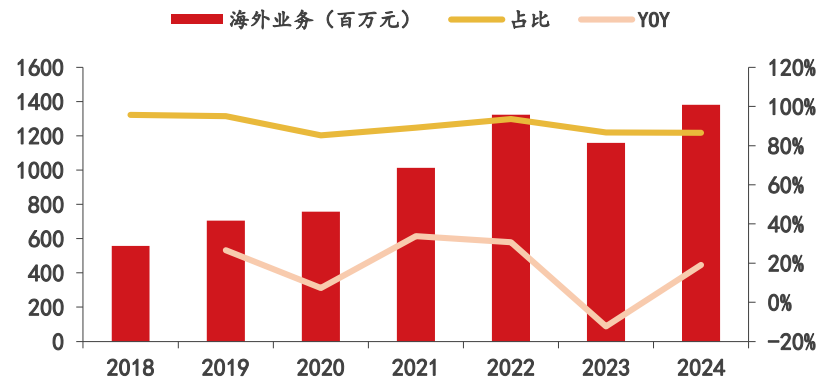
# 家用器械：以制造与供应优势逐鹿海外市场

□ 家用呼吸机细分市场上，除了前文提到的逻辑之外，还存在海外库存出清的短期催化。根据瑞迈特（怡和嘉业）公告：2025Q1美国呼吸机市场库存出清，基本恢复稳态。家用呼吸机赛道国产厂商有望同时受益库存出清的行业β向上和自身α的带动。

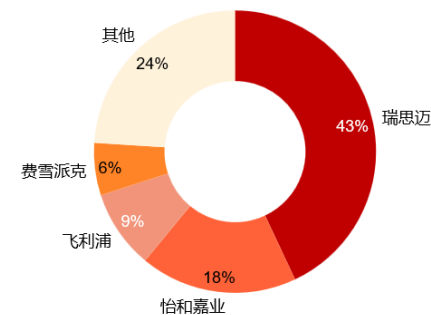
图：瑞迈特海外业务增长与占比



图：美好医疗海外业务增长与占比



图：全球家用呼吸机市场格局



表：全球家用呼吸机市场空间测算

下表按国产价格口径测算（若按全口径，市场规模应是下表的1.7倍）：

区域	2023年呼吸机销量 (万台)	平均单价 (元/台)	设备市场规模 (亿元)	设备: 耗材 (个数)	平均单价 (元/件)	耗材市场规模 (亿元)	2023各项市场规模 (亿元)	2023合计	各地区市场复合增速	2030各项市场规模	2030市场规模合计 (亿元)
医保市场	美国	220	26.4	1/5	90	9.9	36.3	61.26	5.00%	51.08	111.55
	欧洲	80	9.6			3.6	13.2		3.50%	16.79	
非医保市场	中国	40	4.8	1/3	90	1.08	5.88		25.00%	28.04	
	其他	40	4.8			1.08	5.88		15.00%	15.64	

## 家用器械：建议关注标的

- **鱼跃医疗：家用器械龙头，出海在疫情后加速，逐步上升为公司战略。**疫情前，公司出海以传统康复类产品为主，注册证单一；疫情后，在呼吸制氧海外高需求的带动下，渠道和品牌力均获得显著提升，遂正式开始全面出海，21-23年完成海外大面注册工作，覆盖主要产品包括血糖、呼吸、制氧等。目前海外业务维持30%+增长，是公司业绩增长的核心驱动力。
- **三诺生物：BGM平稳发展，CGM大单品开辟第二成长曲线。**（1）BGM：我国平均血糖检测渗透率约为20%，远低于发达国家的90%，BGM市场预计还会持续增长，公司市占率15%左右，仍有提升空间。（2）CGM：全球百亿美金级市场，公司23年获得CGM欧盟MDR证书，美国FDA注册工作正在推进中。
- **瑞迈特：25Q1表现迎来向上拐点，国内低渗透率+全球市占率提升驱动长期成长。**25Q1，公司营业收入及净利润实现双增长，一方面美国呼吸机市场去库存结束，市场回归稳态；一方面资深消费品营销专家加盟公司，全面进行国内渠道政策和销售政策调整初见成效。从中长期维度来看，公司持续受益于老龄化和家用呼吸机渗透率提升趋势。同时，在前沿领域，非侵入式脑机接口技术与公司呼吸机、睡眠仪在场景上具有适配性，是很好的功能提升方向。目前，公司已与强脑科技签署保密协议，相关合作事宜正在洽谈推进中。
- **美好医疗：25Q1业绩暂时受到股份支付和复工节奏等因素影响，海外扩张与新赛道有望打开长期空间。**公司马来三期产业基地建设项目正在有序推进，以满足客户全球供应链对公司未来产能布局的需求，为公司海外业务拓展提供有力保障。公司加快海外研发基地的建设，在呼吸健康、听力康复、血糖管理、心血管、IVD等核心赛道为客户的新产品开发打造技术创新平台，助力公司中长期增长。

1 创新药引领医药板块行情, 估值有望持续修复

2 创新出海趋势加速, 有望持续引领主线行情

- 创新药: 创新药出海加速, BD陆续兑现可期
- 家用器械: 海外市场突破打开国产龙头成长空间

3 部分细分边际改善, 有望逐步迎来修复机会

- CXO: GLP-1和ADC药物研发和销售持续火热, 有望推动相关CDMO公司经营边际改善
- 设备/高耗/IVD: 压制因素有序出清, 可系统性把握改善节奏
- 中药: 多因素共振积蓄板块修复势能, 把握创新探索与国改深化的窗口机遇
- 零售药房: 持续优化门店经营, 业绩有望加速改善

4 医疗新浪潮: 手术机器人、AI+医疗、脑机接口有望持续取得突破

5 建议关注标的汇总

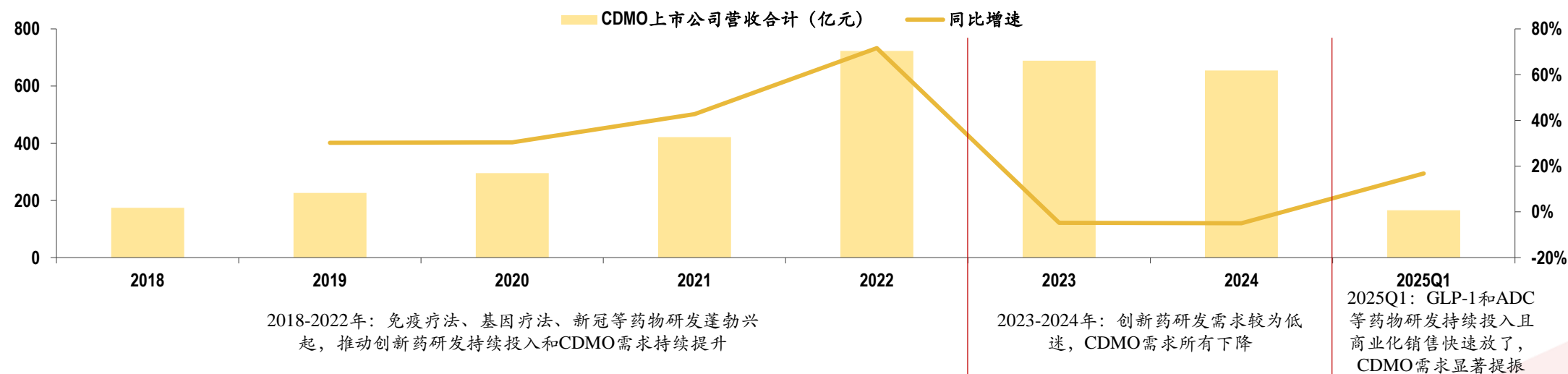
6 风险提示

# GLP-1和ADC药物研发和销售持续火热，有望推动相关CDMO公司经营边际改善

通过复盘CDMO上市公司历年营收情况，我们认为：新药研发需求和销售情况显著影响CDMO公司收入增速。当前GLP-1和ADC药物研发持续投入，替尔博肽等GLP-1药物销售持续快速放量，相关CDMO需求有望持续提振，看好CDMO公司经营边际改善。

- 2018-2022年：得益于免疫疗法、基因疗法、新冠药物等研发蓬勃兴起，创新药研发持续投入，相关CDMO需求得以提振，药明康德、凯莱英、康龙化成、九洲药业、博腾股份等相关上市公司收入均实现快速增长。
- 2023-2024年：创新药研发需求较为低迷（根据Crunchbase数据，全球VC&PE投融资金额从2022年的710亿美元下降至2024年的517亿美元），叠加需要消化新冠后的冗余资源，相关CDMO公司收入同比增速出现回落。
- 2025Q1：得益于GLP-1和ADC领域相关外包订单的提振，相关CDMO公司收入同比增速边际改善。

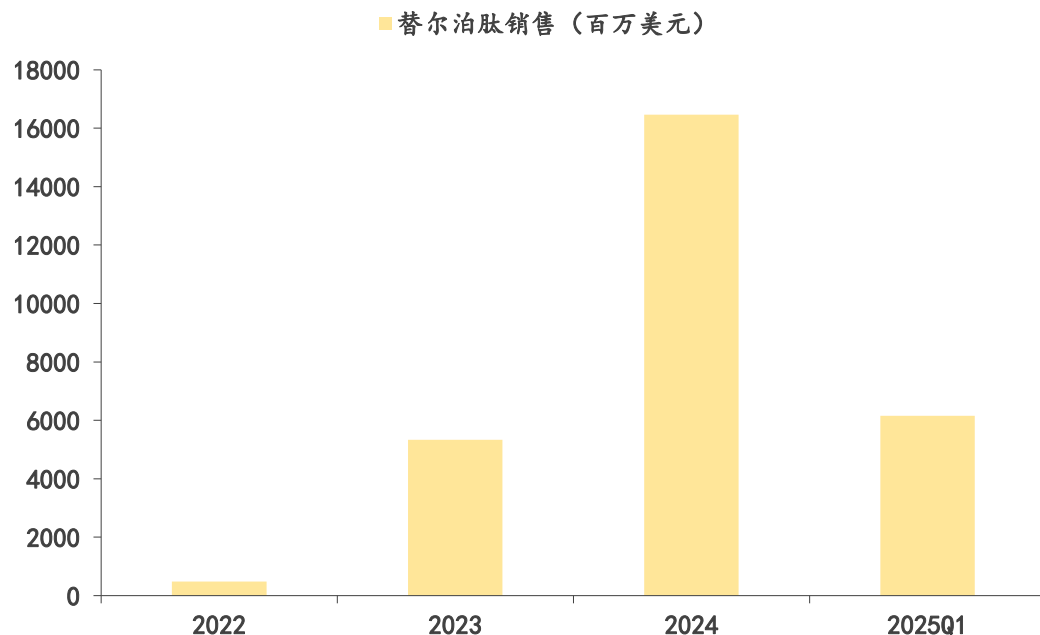
图：CDMO上市公司营收变化复盘



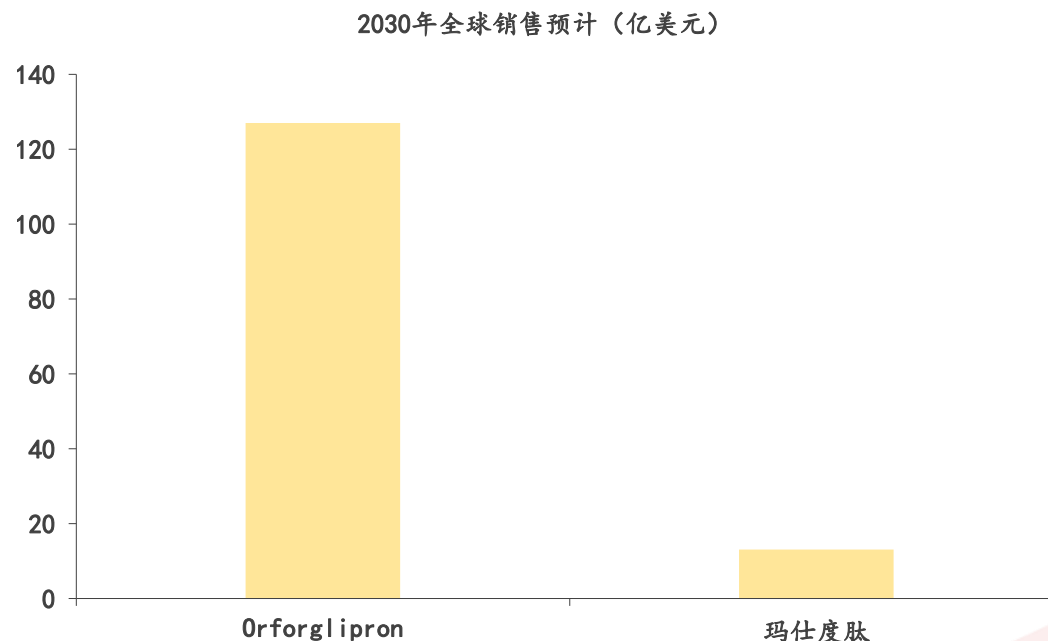
## GLP-1 药物销售快速放量，显著提振生产服务外包需求

- GLP-1 重磅药物销售有望快速放量，显著提振生产服务外包需求。其中，根据公司公告，替尔博肽销售从2022年的4.83亿美元快速增长至2024年的164.66亿美元，CAGR高达484%；根据Evaluate预测，预计2030年Orforglipron和玛仕度肽的全球销售额分别有望高达127亿美元和13亿美元。

图：替尔泊肽历年销售情况（百万美元）



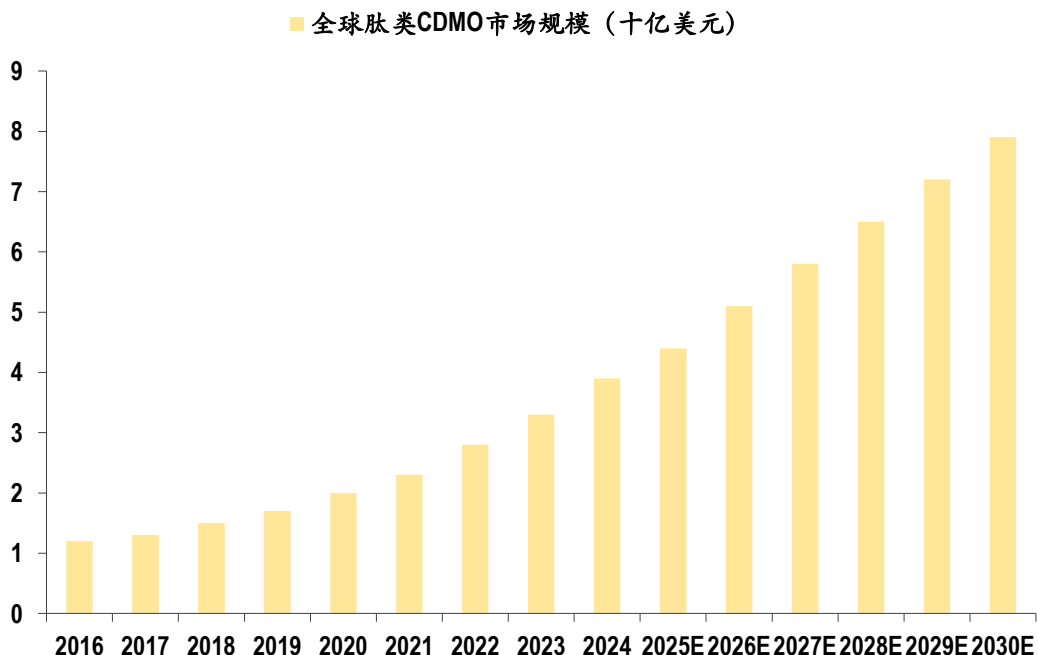
图：Orforglipron和玛仕度肽2030年全球销售预计（亿美元）



# GLP-1 药物销售快速放量，显著提振生产服务外包需求

GLP-1 重磅药物销售有望快速放量，显著提振生产服务外包需求。根据 Polypeptide 的数据，多肽原料药服务外包率高达 65%，GLP-1 重磅品种销售的快速增长，有望持续推动肽类 CDMO 需求提升。根据 Frost & Sullivan 的数据，预计 2025 年全球肽类 CDMO 市场规模为 44 亿美元，2030 年其市场规模有望进一步增长至 79 亿美元。从竞争格局上分析，国内肽类 CDMO 服务商具备稳定的大规模生产能力和端到端一体化服务能力，在全球范围内具备竞争优势。

图：全球肽类 CDMO 市场规模（十亿美元）



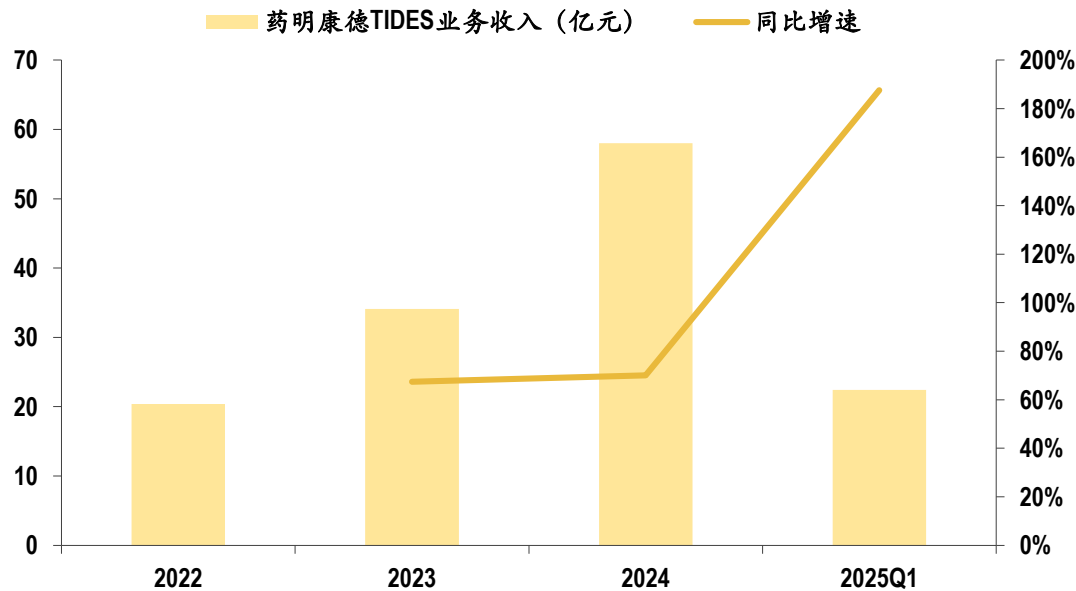
表：肽类 CDMO 公司的业务布局比较

相关公司	肽类 CXO 业务相关布局
Bachem	为全球各药企提供从研发到临床开发和商业化应用的肽类和寡核苷酸的开发和生产服务
Polypeptide	为全球药企客户提供肽类和寡核苷酸等 CDMO 服务，服务项目覆盖糖尿病、肥胖、癌症、心血管等领域
USVPeptides	为客户提供从研究到商业化规模的肽类开发和生产服务
药明康德	依托从药物发现到开发、商业化的一体化多肽平台，提供多肽药物端到端 CRDMO 服务
凯莱英	拥有固相/液相合成、色谱分离、膜浓缩/纯化、冻干和喷雾干燥等多肽技术平台，可提供从毒理批到 NDA 验证生产的研发分析和克级到十公斤级多肽生产服务，服务项目覆盖 GLP-1、抗肿瘤等治疗领域
诺泰生物	提供从临床前到商业化的一站式多肽工艺开发服务，具备多肽药物规模化生产能力，可承接各类 NCE 多肽药物的 CDMO 项目
圣诺生物	多肽外包服务涵盖从药物发现、临床前研究，到临床试验、商业化生产等完整药物开发周期，为多肽药物提供从工艺路线设计、药学研究服务，到药物研发、商业化生产所需原料药和制剂产品的定制生产服务
九洲药业	2021H2 开始布局多肽业务，公司多肽平台已承接并交付多个新药研创公司的定制肽和多肽新药 IND 委托研发业务，公司在多肽业务上建立起从研发到商业化生产的一站式服务能力

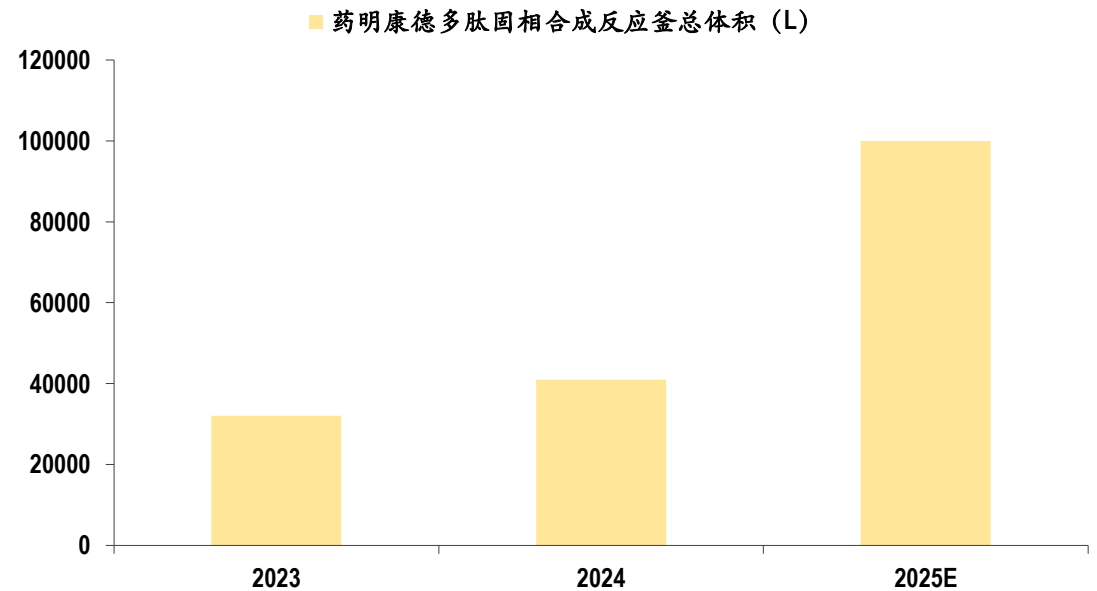
## 药明康德积极布局多肽业务，TIDES业务持续快速发展

- 药明康德凭借着自身丰富的客户资源和稳定的大规模生产能力，积极承接多肽等相关业务订单，驱动TIDES业务持续快速增长。公司TIDES业务收入从2022年的20.4亿元快速增长至2024年的58亿元，CAGR高达68.74%。其中，在手订单方面，截止2024年末，TIDES在手订单同比增长103.9%；生产能力方面，公司多肽固相合成反应釜总体积从2023年的3.2万升快速提升至2025年的10万升，公司生产能力全球领先。

图：药明康德TIDES业务历年收入情况（亿元）



图：药明康德多肽固相合成反应釜总体积（L）



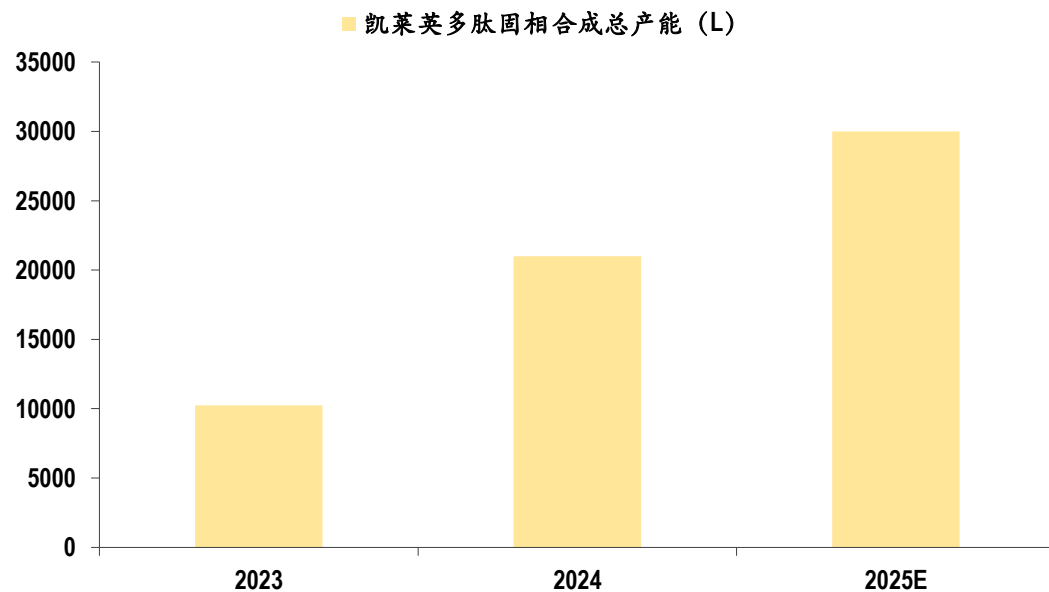
## 凯莱英积极参与全球范围内各阶段多肽项目

- 凯莱英积极参与全球范围内各阶段多肽项目，2025年有望实现首个多肽项目商业化供货。其中，项目方面，全球范围内参与减重领域从早期到中后期的多个多肽项目，国内助力核心客户GLP-1多肽项目通过动态核查，2025年有望实现首个多肽项目商业化供货；产能方面，公司积极建设相关产能，提升多肽领域大规模供应能力，其多肽固相合成总产能从2023年的1.03万升开始扩张至2025年的3万升。

图：凯莱英历年多肽业务项目进展

年份	多肽业务发展情况
2023	新承接 12 个项目，首个 GLP-1 NDA 项目申报准备中
2024	在减重领域参与全球范围内多个从早期到中后期多肽项目，助力国内重要客户 GLP-1 多肽项目动态核查顺利通过，为2025年实现首个多肽项目商业化供货奠定基础

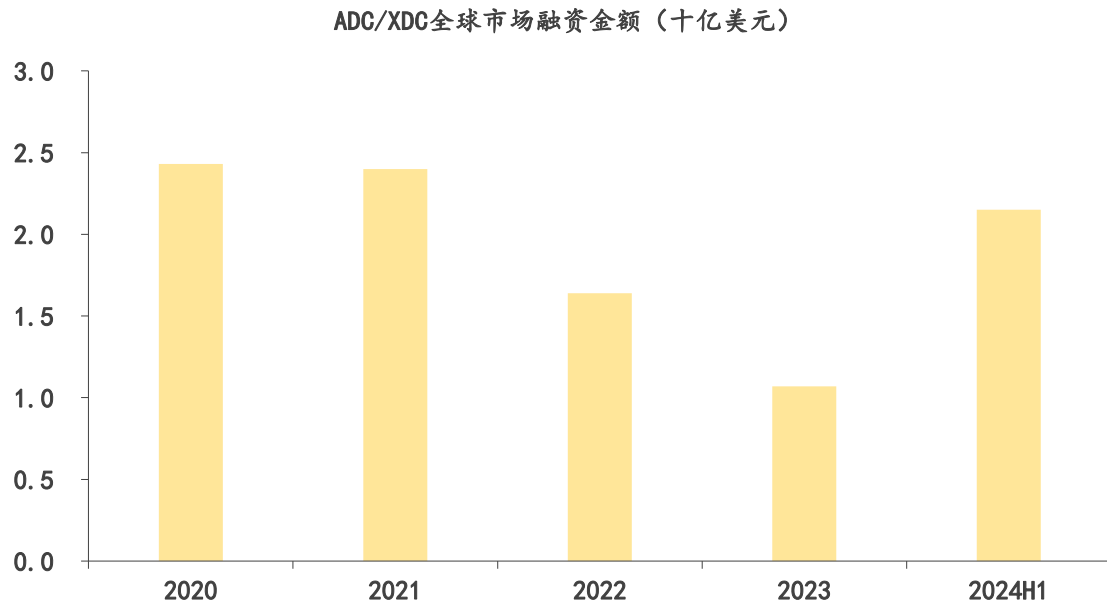
图：凯莱英多肽固相合成总产能 (L)



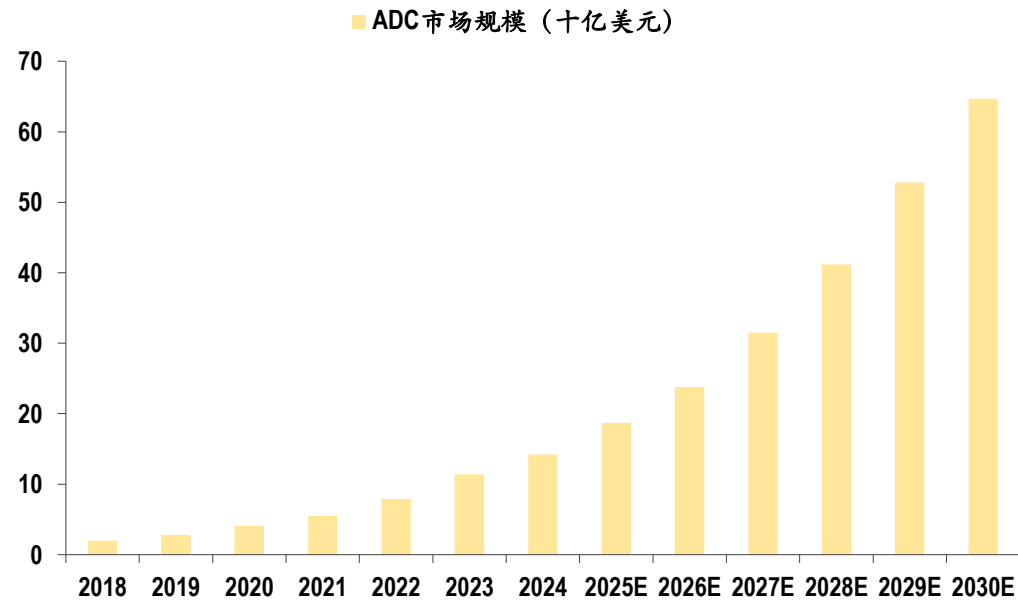
# ADC研发投入和商业化放量驱动相关生产服务外包需求增长

- 得益于ADC药物研发持续投入和商业化快速放量，ADC生产服务外包需求快速增长。其中，研发投入方面，2024H1 ADC/XDC全球市场融资金额高达21.5亿美元，ADC研发持续高景气；商业化放量方面，根据Frost & Sullivan的数据，预计ADC市场规模从2025年的187亿美元快速增长至2030年的647亿美元，CAGR高达28.18%。

图：ADC/XDC全球市场融资金额（十亿美元）



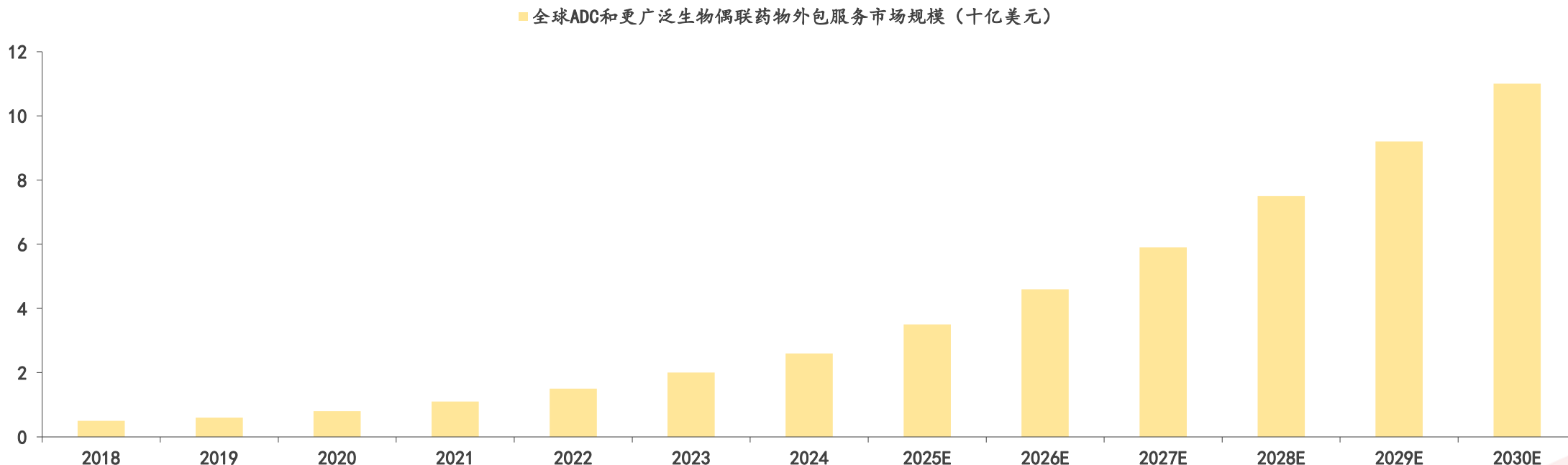
图：ADC全球市场规模（十亿美元）



# ADC研发投入和商业化放量驱动相关生产服务外包需求增长

- 得益于ADC药物研发持续投入和商业化快速放量，ADC生产服务外包需求快速增长。根据Frost & Sullivan的数据，全球ADC和更广泛生物偶联药物外包服务市场规模有望从2025年的35亿美元快速增长至2030年的110亿美元，CAGR约为25.74%。

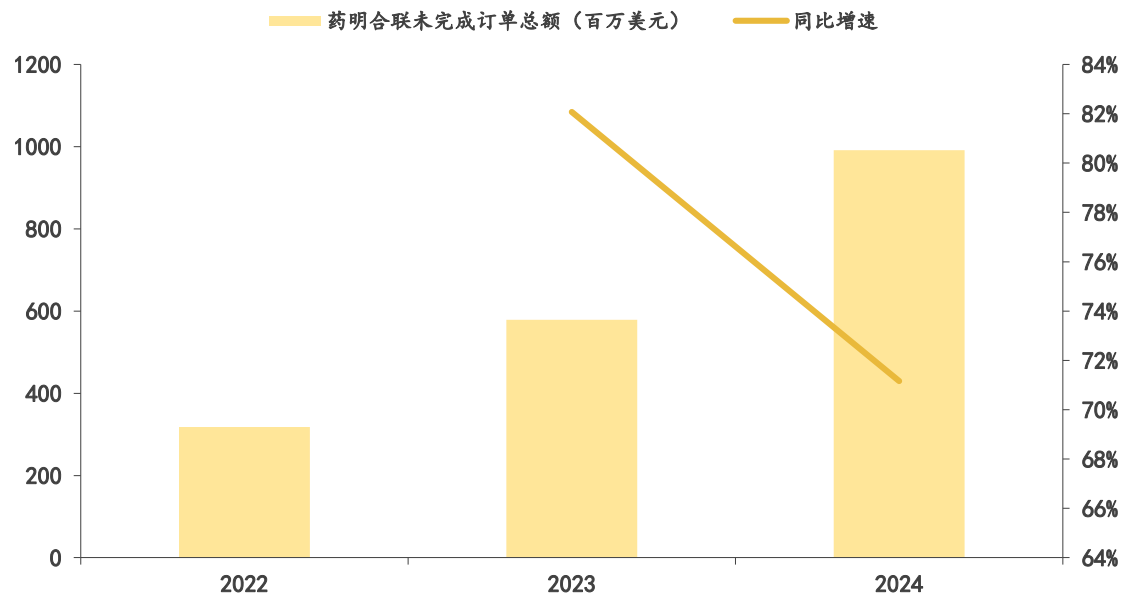
图：全球ADC和更广泛生物偶联药物外包服务市场规模（十亿美元）



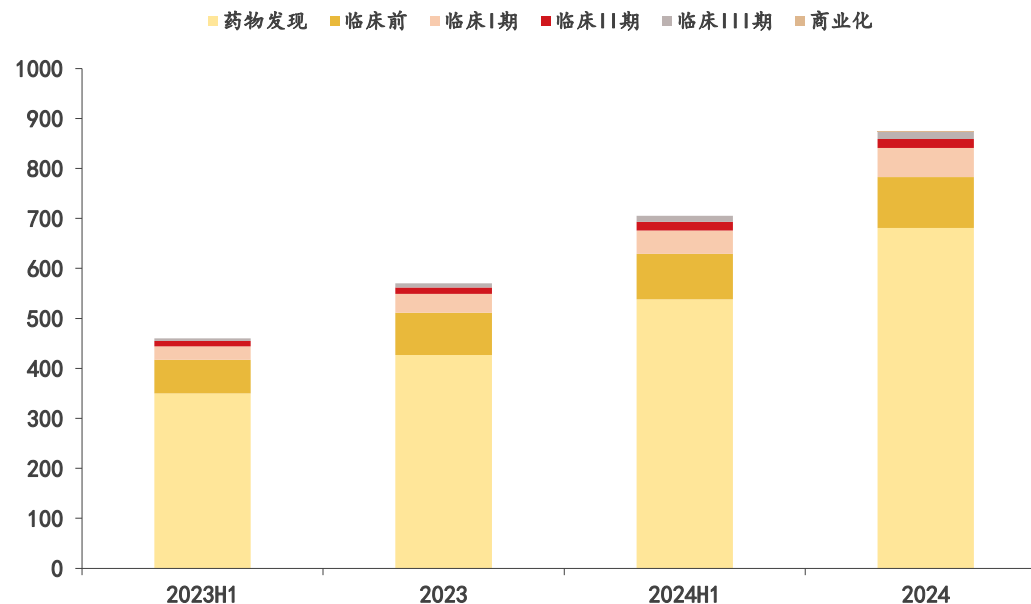
## 药明合联ADC领域相关订单持续快速增长

- 受益于ADC领域旺盛的生产服务外包需求，药明合联相关订单持续快速增长。公司未完成订单总额从2022年的3.18亿美元快速增长至2024年的9.91亿美元，CAGR高达76.53%。此外，公司各阶段项目数量均实现快速增长，其中临床II期至商业化项目数量从2023H1的16个增长至2024年的34个。

图：药明合联未完成订单总额（百万美元）



图：药明合联各阶段项目数量



## CX0：建议关注标的

- **药明康德：**全球创新药投融资持续复苏背景下，公司在手订单快速回暖且产能积极投放，2025年公司经营有望持续改善。在手订单方面，截止2024年末，公司在手订单高达493.1亿元，同比增长47.0%（其中TIDES在手订单同比增长103.9%）。小分子CDMO管线持续扩张，2024年商业化和临床III期项目合计增加25个；产能投放方面，泰兴生产基地投入运营，常州和泰兴产能稳步提升，预计2025年小分子原料药反应釜体积超4000kL；多肽固相合成反应釜总体积2024年底已达41,000L，预计2025年末将进一步提升至超100,000L。在新签订单快速增长和新产能逐步投放的背景下，2025年公司持续经营业务收入有望重回双位数增长，同比增长10%-15%。
- **药明合联：**公司凭借着全面一站式生物偶联药物平台和全球多点布局，持续扩展客户群体和ADC等生物偶联药物项目，目前公司项目数量和相关订单快速增长，且相关产能有序扩建，看好公司业绩持续高增长。其中，项目数量方面，2024年公司新签53个综合项目；订单方面，截至2024年底，公司未完成订单为9.91亿美元（+71%），新签合同金额与未完成订单增速保持同步；产能建设方面，2025年预计资本开支超过14亿元，主要用于新加坡基地、DP3、DP5的建设，以及无锡基地实验室和生产设施扩建。
- **药明生物：**公司凭借一体化CRDMO平台持续为客户赋能，推动公司各项业务稳健发展。其中，研究服务业务方面，2024年R技术平台赋能7个分子发现服务的全球项目，公司有权获得1.4亿美元的近期付款，潜在总交易金额超23亿美元；开发业务方面，目前由DNA到IND的交付时间已缩短至9个月，2024年新增148个开发项目，相关项目有望加速交付；生产业务方面，2025年预计有24个PPQ，PPQ批次稳步增长，CMO持续增长可期。

## CX0：建议关注标的

- **凯莱英：**小分子业务稳健发展且新兴业务快速拓展，看好公司2025年业绩持续改善。小分子CDMO服务方面，根据在手订单预计2025年小分子验证批阶段项目达12个，公司商业化订单储备充足，小分子业务有望稳健发展；新兴业务方面，公司持续拓展多肽、寡核苷酸、ADC等增量业务。其中，多肽业务方面，公司助力国内重要客户GLP-1多肽项目动态核查顺利通过，为2025年首个多肽项目商业化供货奠定基础。
- **康龙化成：**得益于海外生物医药投融资逐步复苏，公司新签订单持续回暖，公司业绩有望进一步改善。其中，投融资方面，根据Crunchbase的数据，2024年美国创新药VC&PE投融资金额同比增长8.20%，2024年美国创新药投融资增速开始转正；新签订单方面，2024年新签订单金额同比增长超20%，公司新签订单复苏明显，期待业绩进一步改善。

1 创新药引领医药板块行情, 估值有望持续修复

2 创新出海趋势加速, 有望持续引领主线行情

- 创新药: 创新药出海加速, BD陆续兑现可期
- 家用器械: 海外市场突破打开国产龙头成长空间

3 部分细分边际改善, 有望逐步迎来修复机会

- CXO: GLP-1和ADC药物研发和销售持续火热, 有望推动相关CDMO公司经营边际改善
- 设备/高耗/IVD: 压制因素有序出清, 可系统性把握改善节奏
- 中药: 多因素共振积蓄板块修复势能, 把握创新探索与国改深化的窗口机遇
- 零售药房: 持续优化门店经营, 业绩有望加速改善

4 医疗新浪潮: 手术机器人、AI+医疗、脑机接口有望持续取得突破

5 建议关注标的汇总

6 风险提示

# 医疗设备：2024Q4以来终端招投标持续回暖

□ 2023H2-2024H1，在高基数、行业整顿和医疗设备更新落地延后的背景下，行业终端出现承压。2024Q4开始，随着前期行业整顿的大面完成和设备更新的落地和常规采购的复苏，医疗设备各细分终端需求均呈现出持续性的回暖。

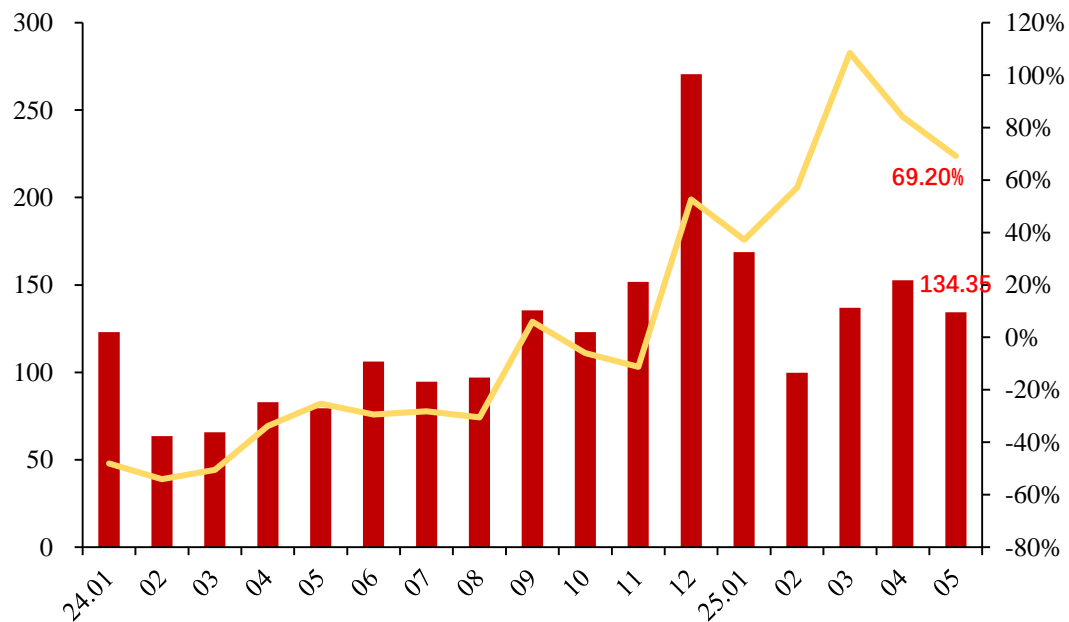
表：医疗设备核心领域招投标（亿元）

年份	2020				2021				2022				2023				2024				2025	
季度	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	4-5月
医疗设备整体	197.56	304.17	421.47	739.01	279.14	260.89	375.84	488.75	273.19	440.64	521.45	984.64	508.19	381.97	399.30	482.30	252.24	281.83	327.15	545.55	405.51	286.97
YOY	13.54%	33.19%	27.04%	72.71%	41.29%	-14.23%	-10.83%	-33.86%	-2.13%	68.90%	38.74%	101.46%	86.02%	-13.32%	-23.42%	-51.02%	-50.36%	-26.21%	-18.07%	13.11%	60.76%	76.82%
生命信息	16.29	20.48	26.81	55.93	19.13	22.21	26.49	30.77	17.90	20.96	29.66	55.42	44.72	25.04	22.51	29.99	13.14	16.03	19.50	24.12	26.80	21.51
YOY	29.72%	21.83%	5.41%	82.12%	17.46%	8.42%	-1.21%	-44.99%	-6.42%	-5.64%	12.00%	80.11%	149.84%	19.46%	-24.12%	-45.88%	-70.62%	-35.97%	-13.39%	-19.57%	46.44%	59.41%
大影像	73.89	110.53	143.26	252.62	99.81	90.90	122.37	166.33	99.29	116.91	190.09	426.58	204.12	143.31	147.24	161.96	90.14	97.31	110.71	231.65	145.92	118.54
YOY	25.66%	52.30%	39.18%	95.67%	35.08%	-17.76%	-14.58%	-34.16%	-0.53%	28.62%	55.34%	156.47%	105.59%	22.59%	-22.54%	-62.03%	-55.84%	-32.10%	-24.81%	43.03%	61.88%	147.1%
内镜	21.50	32.51	48.07	74.85	31.08	32.36	46.80	57.00	33.27	38.44	63.33	100.59	63.63	53.50	60.00	69.90	34.06	34.73	48.29	64.96	43.95	26.78
YOY	4.75%	16.57%	17.01%	48.37%	44.57%	-0.46%	-2.64%	-23.85%	7.03%	18.78%	35.34%	76.48%	91.29%	39.19%	-5.27%	-30.50%	-46.48%	-35.08%	-19.51%	-7.07%	35.5%	56.45%
软镜	7.58	11.52	16.75	27.38	11.66	12.94	18.23	21.03	11.53	13.37	25.41	38.15	24.76	18.87	23.26	26.29	12.21	12.91	18.98	25.30	17.41	10.44
YOY	15.34%	10.42%	15.98%	54.06%	53.93%	12.29%	8.84%	-23.20%	-1.15%	3.39%	39.42%	81.40%	114.83%	41.06%	-8.46%	-31.09%	-50.69%	-31.57%	-18.42%	-3.76%	42.54%	44.64%
超声	29.94	42.87	62.18	93.44	37.00	33.89	56.69	64.04	35.37	34.98	67.36	115.78	54.37	36.66	49.80	51.65	28.76	29.09	39.85	65.13	54.70	29.7
YOY	-8.85%	9.62%	13.39%	40.53%	23.58%	-20.95%	-8.84%	-31.46%	-4.40%	3.22%	18.83%	80.79%	53.71%	4.79%	-26.06%	-55.38%	-47.10%	-20.65%	-19.99%	26.10%	90.18%	71.69%
血透设备	3.24	4.43	8.03	10.21	4.82	4.66	6.71	9.22	4.99	6.46	11.28	13.98	8.39	5.69	5.90	10.79	4.75	5.24	6.17	8.64	8.21	6.12
YOY	52.17%	11.41%	71.78%	68.54%	48.40%	5.15%	-16.52%	-9.67%	3.53%	38.60%	68.28%	51.61%	68.34%	-11.91%	-47.72%	-22.82%	-43.44%	-7.84%	4.62%	-19.96%	72.92%	85.4%

# 医疗设备：2025年1-5月行业招投标同比增速接近70%

- 截至2025年5月，医疗设备整体行业招投标在边际上高增趋势不减。
- ✓ 2025年1-5月，医疗设备行业整体招投标同比增长达到67.1%。板块内主要公司也呈现出集体性的同比增速复苏。
- ✓ 2025年5月，医疗设备行业和各主要公司招投标同比增速保持强劲。

表：医疗设备核心领域招投标（亿元）



表：医疗设备核心领域招投标（亿元）

标的	25.05	同比	25.1-5	同比	24.1-5	23.1-5
行业	134.35	69.2%	692.48	67.05%	414.53	706.5
迈瑞医疗	8.19	55.96%	35.88	75.22%	20.48	34.05
联影医疗	7.83	11.29%	40.80	57.25%	25.95	24.76
澳华内镜	0.35	242.36%	2.01	101.01%	1.00	1.71
开立医疗	1.10	136.77%	6.03	150.96%	2.40	5.01
山外山	0.30	181.85%	1.56	208.48%	0.51	1.17

## 医疗设备：建议关注标的

- **迈瑞医疗：**国内业务预计将从25Q3开始迎来重大拐点，国际业务增速有望从25Q2开始恢复。随着医疗设备更新项目逐步启动，医疗设备月度招标数据的复苏在持续的情况下，考虑到24Q2是国内业务基数最高的一个季度，公司国内业务有望从25Q3开始迎来重大拐点。同时，预计25Q2开始国际业务增速将有所恢复，其中发展中国家全年有望维持快速增长的趋势。迈瑞作为我国医疗器械标杆性领军企业，数智化、全球化都走在行业最前列，预计业绩拐点一旦出现，估值修复空间显著。
- **联影医疗：**25Q1表现已呈现出向上拐点，全球化战略布局成果持续显现。25Q1，公司收入同比增长5%、扣非同比增长26%，随着各地医疗设备更新政策的实施以及各级医疗机构建设的推进，公司国内外市场的协同发展将为全年营收增长提供支撑，预期增长趋势保持稳定。随着全球装机基数的持续扩容与增值服务体系深耕运营，公司全球网络布局将为收入与盈利的可持续增长开辟广阔空间。
- **开立医疗：**在市场承压阶段逆势扩张增强研发创新与市场销售能力，行业回暖背景下有望迎 $\beta$ 和 $\alpha$ 双击。24年医疗设备更新项目获批后最终招标落地的比例不高，剩余部分将在25年陆续落地，叠加上25年新批的更新项目，会带来可观增量。在公司高端化、多产品线的发展战略支撑下，产品不断推陈出新，市场份额有望继续提升，25年全年业绩预期乐观。
- **澳华内镜：**招投标边际高增，库存出清叠加新品上市有望为后续季度的业绩提供催化。根据众成数科统计，公司25年1-5月份招投标金额同比增长幅度约101%。终端订单的高增有利于渠道库存加速去化，展望未来，招采改善叠加公司AQ-400新机型的推出有望共同拉动业绩回暖。

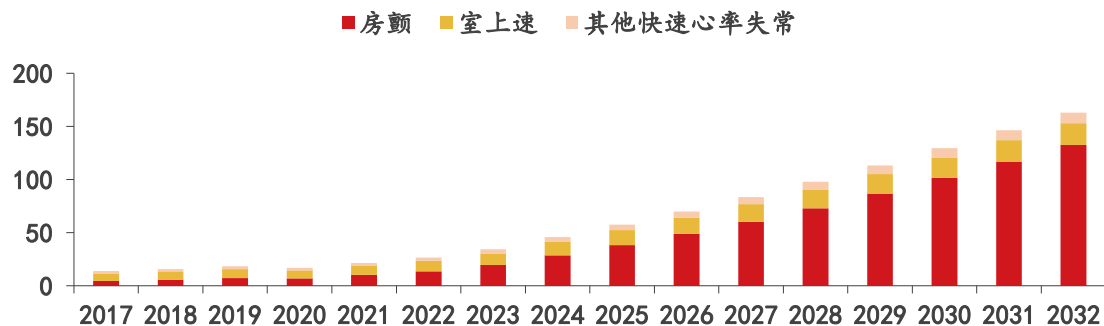
## 医疗设备：建议关注标的

- **山外山：血液透析设备采购终端需求复苏提供短期催化，海外业务与耗材业务提供长期增量。**医疗设备更新项目的落地促进终端医院对血液透析设备更新需求的增加，设备类业务收入有望持续复苏。出海步伐加快，24年公司海外收入达到1.28亿元，同比增长29.74%，尤其在南美洲、非洲等新兴市场的国家和地区实现了显著增长。耗材类业务拓展成效初显，25Q1，公司血液净化耗材实现营业收入4,326万元，其中自产耗材收入同比增长123.46%。

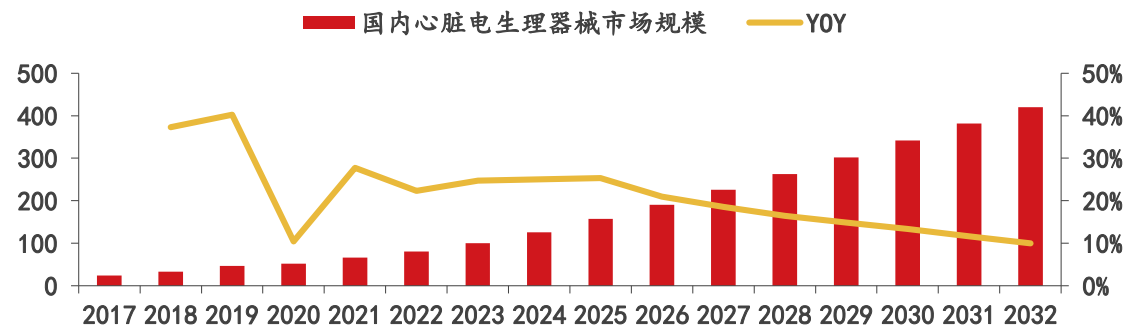
# 高耗-电生理：PFA带来增长新动能

□ 根据沙利文预测，2023-2032年，房颤电生理手术量复合增速达23%+，房颤脉冲电场消融（PFA）市场规模复合增速更是高达60%+，占电生理器械整体市场比重预计将从2%提升至38%。随着国产厂商在此领域产品布局陆续完善，有望产生新的增长动能，建议关注：惠泰医疗、微电生理。

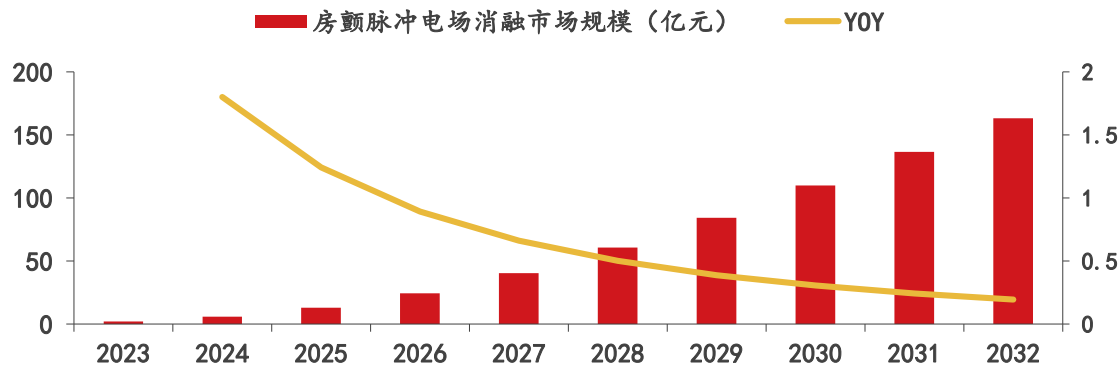
图：国内电生理各细分术式手术量增长预测（万例）



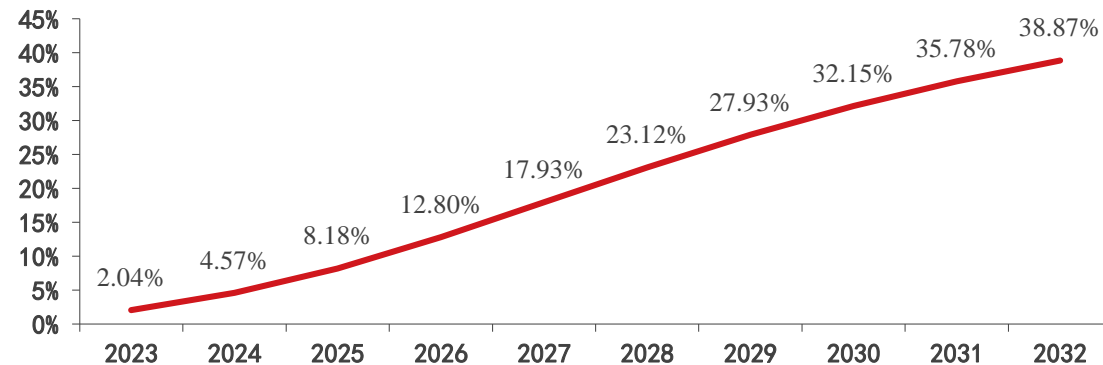
图：国内心脏电生理器械市场规模（亿元）



图：房颤脉冲电场消融市场规模（亿元）



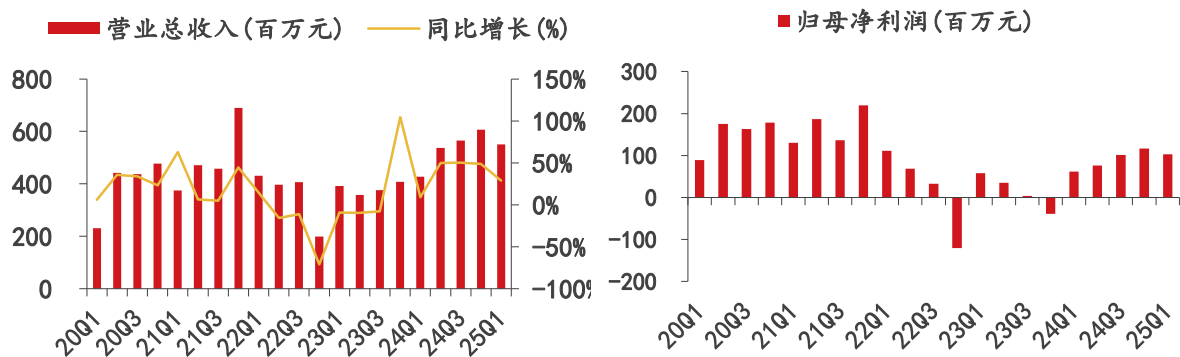
图：房颤脉冲电场消融器械细分市场占比



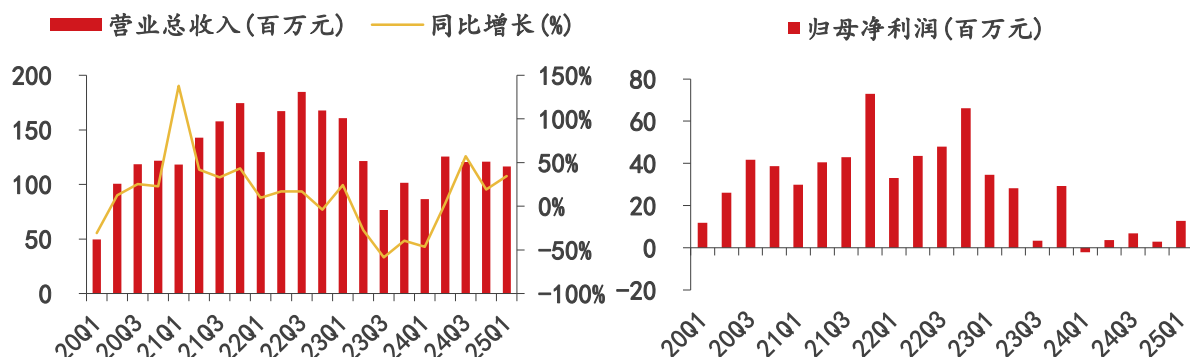
# 高耗-骨科：集采影响与库存出清带动业绩拐点的行业范本

过去几年中，骨科核心细分领域陆续经历首次国采及二次续约、疫情影响、去库存和退换货影响，现阶段不利因素倾向于出清，有关公司业绩开始向上。建议关注：大博医疗、三友医疗、爱康医疗、威高骨科、春立医疗等。同时，骨科也为其他存在集采影响出清和库存出清等改善逻辑的领域提供了较好的先行范例。

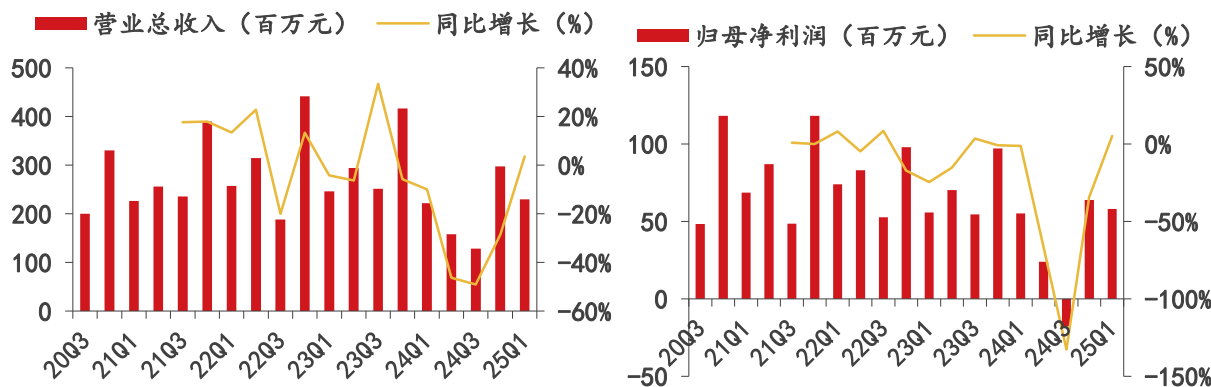
图：大博医疗分季度营收和利润走势（百万元）



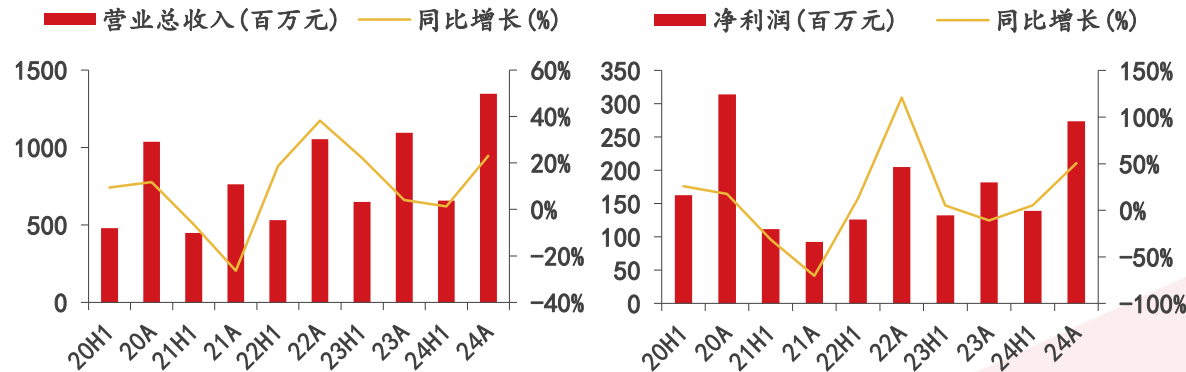
图：三友医疗分季度营收和利润走势（百万元）



图：春立医疗分季度营收和利润走势（百万元）



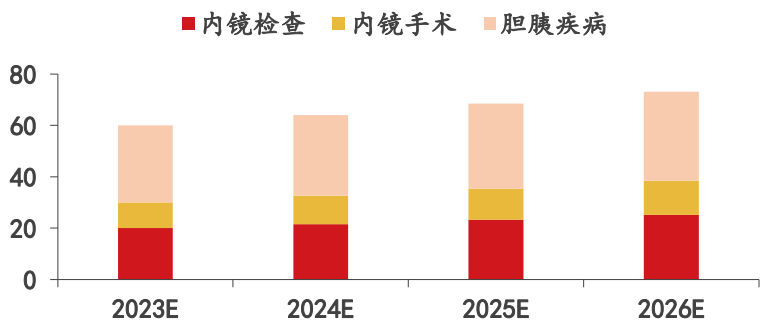
图：爱康医疗分季度营收和利润走势（百万元）



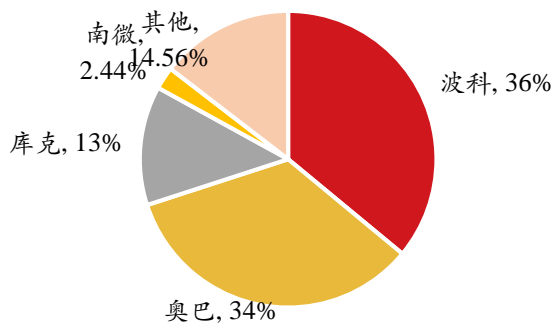
# 高耗-内镜耗材：对内压制因素逐步出清，对外全球份额提升

- 国内集采执行落地与行业库存去化持续进行中。（1）根据安杰思24年10月公告：京津冀“3+N”联盟医用耗材集中带量基本已经落地，除了安徽未执行外，其他省份已陆续收到医疗保障局下发的相关通知。（2）根据南微医学25年4月公告：国内市场集采尚未见底，公司主动调整部分产品价格策略，协同经销商降低库存，有效增强渠道信心。
- 内镜耗材龙头海外业务均保持高增长，海外市占率提升趋势显著，全球份额的不断提升打开长期成长空间。

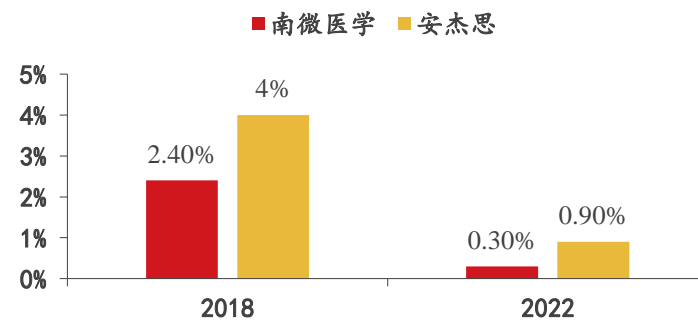
图：全球内镜微创诊疗器械市场规模（亿美元）



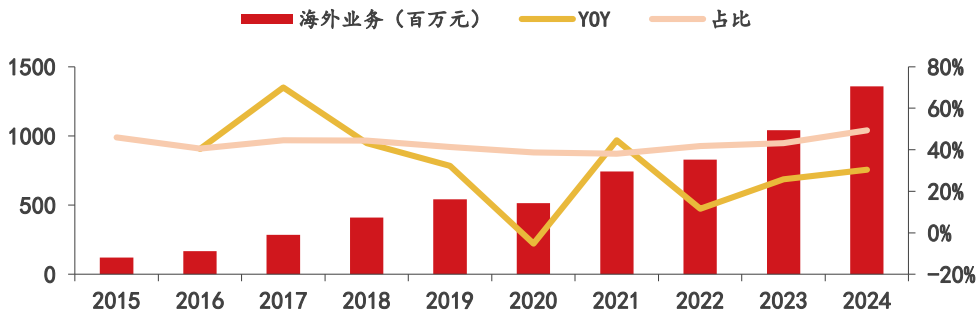
图：2018年全球内镜耗材市场格局



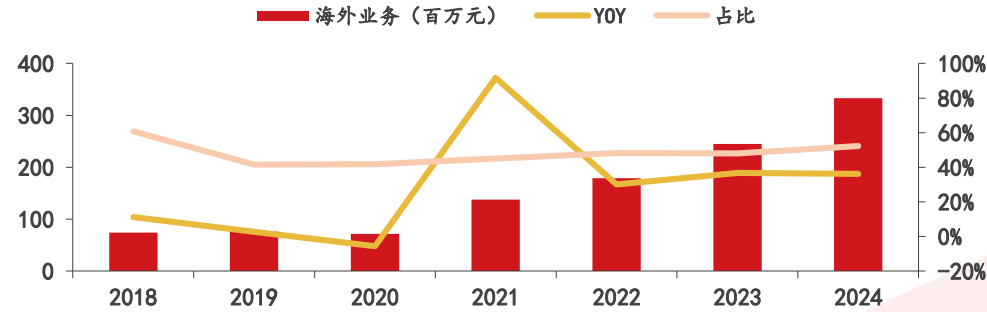
图：国产两龙头全球市占率



图：南微医学海外业务增长与占比



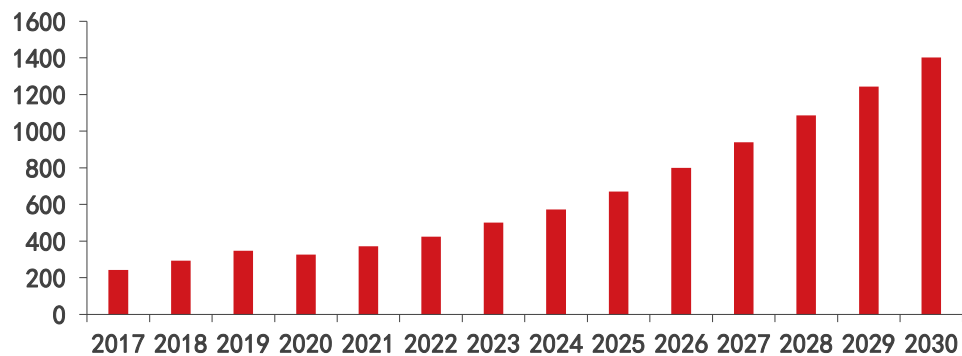
图：安杰思海外业务增长与占比



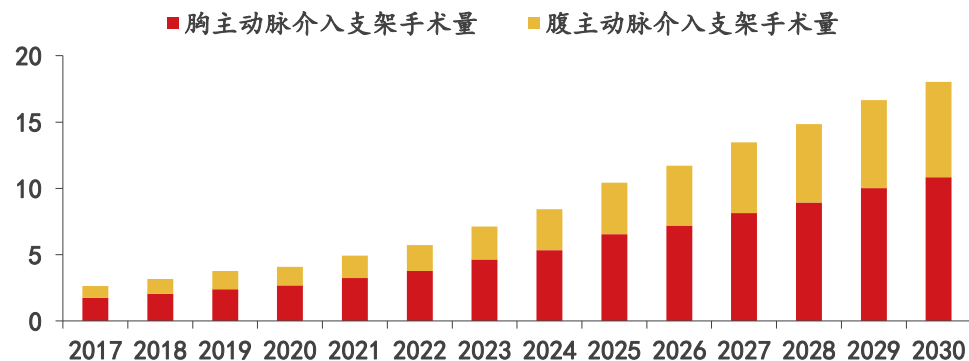
# 高耗-血管介入：25年集采暂时承压，26年或恢复增长

□ 根据心脉医疗年报：预计2025年市场将面临集采或DRG，主动脉介入市场规模将由2024年的39.4亿元下降至29.1亿元，预计2026年开始有望恢复增长，2025-2030年复合增速约8%。行业手术渗透率提升和市场增长的长期逻辑依然存在。

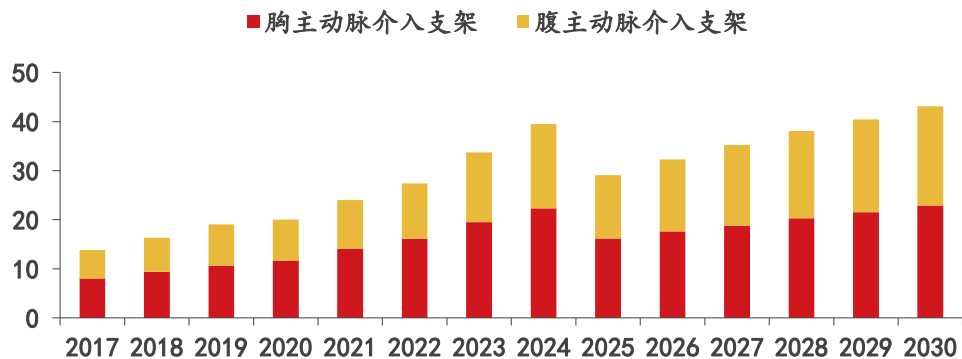
图：我国心血管介入器械市场规模增长情况（亿元）



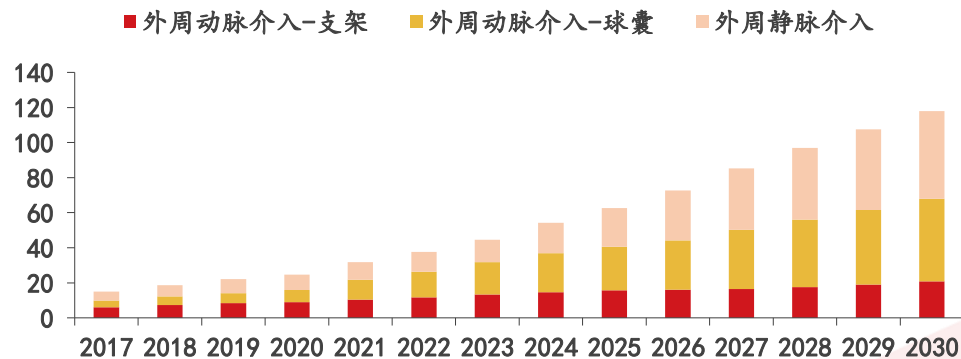
图：我国胸腹主动脉介入支架手术量增长情况（万例）



图：我国主动脉介入耗材市场规模（亿元）



图：我国外周动脉介入市场规模（亿元）



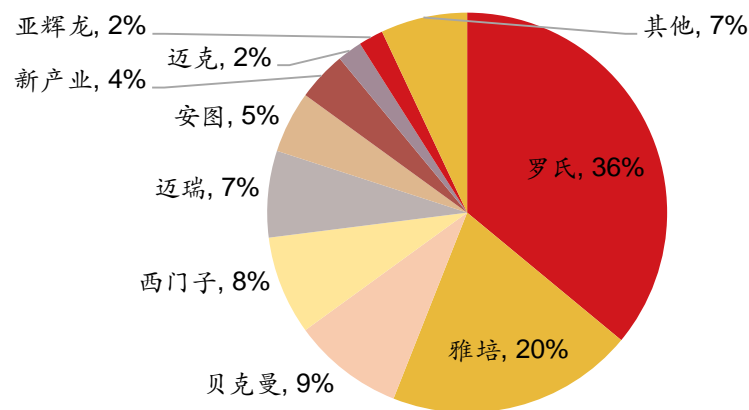
# IVD-发光：集采陆续执行，消化影响后份额提升带动新增长

□ 2024-2025年化学发光集采在逐步执行和落地，在集采影响消化后，国产龙头有望凭借市占率提升重新恢复增长。

表：2021年我国发光细分领域规模及占比

细分	市场规模 (亿元)	占比
肿标	124	28.18%
甲功	79	17.95%
传染病	71	16.14%
激素	44	10.00%
优生优育	22	5.00%
心标	52	11.82%
炎症因子	26	5.91%
糖代谢等其他	22	5.00%
总计	440	100%

图：2021年我国发光市场厂商格局



表：发光集采各主要品类报量份额

24肿标		24甲功		23传染病		23性激素	
罗氏	32.40%	罗氏	29.50%	罗氏	5.66%	罗氏	28.54%
迈瑞	14.20%	迈瑞	13.2%	雅培	13.41%	雅培	8.53%
新产业	10.40%	新产业	11.70%	西门子医疗	1.36%	贝克曼	21.87%
雅培	10%	雅培	9.80%	希森美康	4.34%	西门子	10.04%
安图	9.30%	安图	9.30%	迈瑞	15.93%	希森美康	0.19%
贝克曼	6.50%	贝克曼	7.70%	安图	22.08%	迈瑞	10.03%
西门子	3.50%	西门子	6.70%	新产业	5.53%	安图	4.22%
迈克	2.80%	迈克	2.80%	科美	6.96%	新产业	6.44%
亚辉龙	2%	亚辉龙	2.20%	迈克	9.81%	科美	0.34%
其他	8.90%	其他	7%	亚辉龙	3.22%	迈克	2.70%
						亚辉龙	1.66%

## 高值耗材与IVD：建议关注标的

- **惠泰医疗：PFA上市有望贡献业绩新增量，研发项目推进有条不紊。**24年底，公司获批PFA新产品，通过与现有三维设备的结合，突破了传统射频能量的限制，在房性心律失常的治疗方面展示出特定优势。随着销售推广的不断展开，PFA新产品有望为公司贡献新的业绩增量。2025年，公司将完成PFA网篮耗材临床项目的随访及ICE项目的注册，着力推进腹主动脉支架、冠脉外周的冲击波球囊、血管缝合器等项目的临床，新产品研发的顺利推进为公司未来成长奠定了良好基础。
- **微电生理：PFA取得阶段性进展，海外产品推广加速。**公司自主研发的PFA产品具备压力监测功能，目前已经递交注册，预计在25年底能够获批；参股公司商阳医疗的PFA导管和设备已于4月1日获批，目前在国家挂网的过程中。海外产品注册方面，公司冷冻标测导管及冷冻消融设备已于Q1获欧盟CE认证，预计六月底冷冻球囊获批CE认证后，于下半年会开展海外推广工作，此外还会在部分国家进一步推广压力导管，开拓新国家市场。预计公司25年国际市场业务仍会保持良好增长。
- **南微医学：国内去库存，海外布局进入兑现期。**受益于重点拓展海外渠道的战略，公司已在美国、德国、英国、法国、荷兰、日本、葡萄牙和瑞士设立了全资子公司，南微泰国生产基地计划2026年投产使用，公司2024Q3已与CME公司签署并购合同，预计在年底前完成交割。国内方面，受集采影响的去库存已经基本完成，目前经销商库存处于健康水平，逐步消化影响。
- **安杰思：内镜耗材国产优势企业，市占率处于快速提升阶段。**公司止血夹国内份额已做到15%，集采影响下预期未来仍有增长。公司海外大客户资源稳定，相关产品销往美国、英国、德意、日韩、澳大利亚等四十多个国家/地区，自有品牌开拓初见成效，有望贡献增量。

## 高值耗材与IVD：建议关注标的

- **心脉医疗：**主动脉暂时受集采压制，外周产品有望通过集采快速提升份额实现放量，新产品上市推广顺利。河北省医保局牵头的胸主动脉支架、腹主动脉支架集采目前在推进当中，公司产品由于份额较高暂时承压，待影响出清后有望恢复增长。外周集采后，公司产品入院加速推进，在终端医院已有植入且使用反馈较好，通过本次集采预期均将实现较高增量。25年公司多款新产品实现上市入院，静脉滤器市场推广超预期，静脉支架通过集采在浙江省实现加速入院。
- **爱博医疗：**25Q1受人工晶体集采影响业绩增速出现暂时下滑，后续季度有望陆续恢复。在人工晶状体和角膜塑形镜持续保持增长的基础上，考虑龙晶PR有晶体眼人工晶状体、隐形眼镜业务快速增长，预计公司25年营业收入同比增长20%-30%。考虑新业务处于扩产和市场拓展阶段，各项前期投入较大，毛利率和利润率较低，预计归属于母公司股东的净利润同比增长10%-20%。
- **新产业：**化学发光集采持续执行使国内收入阶段性承压，高端化与全球化为公司增长提供坚实保障。24Q3以来，安徽省牵头的发光集采陆续落地，叠加DRG/DIP影响，国内免疫诊断市场面临短期调整。公司产品竞争力持续提升，分别率先推出了单机测试速度 600速的MAGLUMI X8和1000速的MAGLUMI X10，不断突破单机测试速度记录，满足中大型客户测速的需求。截至目前公司产品已销售至海外160个国家和地区，24年公司收入超过5,000万元的海外国家数量达到8个。
- **亚辉龙：**国内短期受集采影响，自产发光业务与海外业务快速增长。24年，公司自产发光仪装机新增2662台，国内新增装机1427台，其中600速占比约45%，海外新增装机1235台，同比增长80.56%，其中海外单机300速的化学发光仪器新增装机188台，同比增长180.60%。同时，公司化学发光常规项目诊断试剂营业收入同比大幅增长，其中术前八项、肿瘤标志物、甲状腺功能及心肌标志物诊断试剂营业收入同比增长38.21%。

1 创新药引领医药板块行情, 估值有望持续修复

2 创新出海趋势加速, 有望持续引领主线行情

- 创新药: 创新药出海加速, BD陆续兑现可期
- 家用器械: 海外市场突破打开国产龙头成长空间

3 部分细分边际改善, 有望逐步迎来修复机会

- CXO: GLP-1和ADC药物研发和销售持续火热, 有望推动相关CDMO公司经营边际改善
- 设备/高耗/IVD: 压制因素有序出清, 可系统性把握改善节奏
- 中药: 多因素共振积蓄板块修复势能, 把握创新探索与国改深化的窗口机遇
- 零售药房: 持续优化门店经营, 业绩有望加速改善

4 医疗新浪潮: 手术机器人、AI+医疗、脑机接口有望持续取得突破

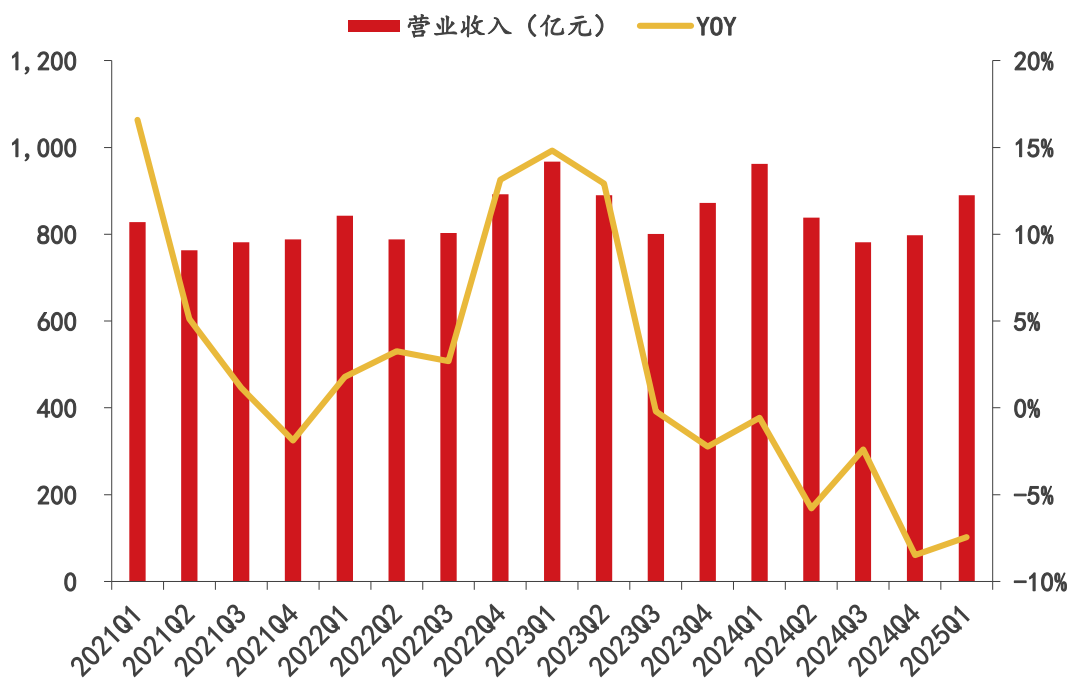
5 建议关注标的汇总

6 风险提示

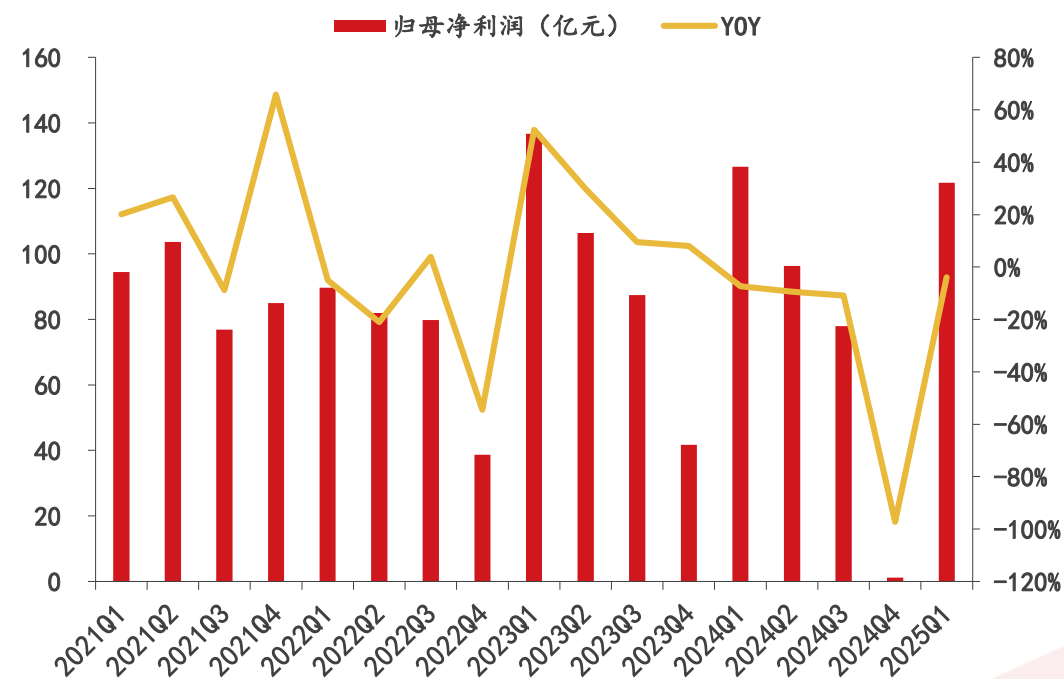
## 中药：多因素驱动，板块业绩回暖可期

- 经历过2023年的高光时刻，2024年中药板块业绩持续分化，除东阿阿胶、佐力药业等部分处于自身经营周期上行阶段的公司业绩表现亮眼外，板块整体业绩受高基数、渠道库存消化、中药材价格波动、消费疲软等多因素影响阶段性承压。2025Q1板块仍处在调整期，部分公司业绩筑底静待复苏。展望2025H2，在低基数效应（2024H2业绩承压）、渠道库存逐步出清、中药材价格指数回落及政策支持延续的驱动下，板块业绩有望迎来边际改善。

图：2021Q1-2025Q1中药板块单季度营业收入



图：2021Q1-2025Q1中药板块单季度归母净利润



# 中药：渠道库存优化，动销与回款或逐步改善



□ 核心公司数据显示，2025Q1多数公司营业收现率实现同比改善或较2024Q1同比降幅有所缩窄，经营性现金流净额同比有所增长。当前中药行业渠道库存有所优化，终端动销与企业回款有望逐步改善。

表：部分重点中药营业收现率及经营活动产生的现金流量净额情况

股票代码	公司简称	单季度营业收现率同比变化 (pct)										单季度经营活动产生的现金流量净额 (亿元)									
		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1		
600436.SH	片仔癀	-0.06	0.04	0.02	-0.17	0.32	-0.17	0.21	-0.07	-0.19	6.34	7.34	10.11	-1.73	5.31	-1.50	9.17	0.15	9.16		
000538.SZ	云南白药	-0.02	0.00	-0.08	0.06	0.00	0.14	0.10	-0.06	0.06	7.34	15.18	3.38	9.13	5.27	27.35	8.12	2.24	7.14		
000999.SZ	华润三九	-0.04	-0.02	0.27	0.33	0.01	-0.06	-0.18	-0.18	0.14	3.01	14.71	12.78	11.42	7.87	15.77	8.41	11.98	9.80		
600085.SH	同仁堂	0.00	-0.07	-0.06	0.36	-0.13	-0.04	-0.03	-0.19	-0.04	11.45	12.21	0.28	-5.25	-2.52	2.67	-0.67	8.14	8.33		
000423.SZ	东阿阿胶	0.06	-0.05	0.05	-0.18	-0.20	-0.02	-0.06	-0.01	-0.52	6.78	0.74	5.35	6.66	6.38	2.84	5.19	7.29	-3.04		
600566.SH	济川药业	0.16	-0.03	0.18	-0.01	0.06	0.03	-0.16	0.07	0.29	13.02	8.97	6.61	6.04	13.39	2.28	1.72	4.37	7.94		
002603.SZ	以岭药业	0.02	-0.22	-0.04	-0.39	-0.17	0.12	0.08	12.16	0.10	4.00	2.80	-5.36	0.11	1.17	1.47	0.58	2.88	3.40		
600535.SH	天士力	0.02	0.04	-0.11	0.37	-0.22	0.16	-0.03	-0.37	-0.05	1.49	6.92	2.48	14.86	-3.37	12.24	3.03	8.25	-3.62		
600329.SH	达仁堂	0.11	0.11	0.06	0.21	-0.19	0.25	0.08	-0.22	0.01	1.87	-0.65	-0.41	6.07	-0.89	6.45	0.12	3.57	3.56		
600750.SH	江中药业	0.11	0.01	0.10	-0.25	-0.18	0.09	0.00	-0.23	0.16	0.62	4.68	0.41	4.65	0.83	3.93	-0.33	3.43	1.77		
600285.SH	羚锐制药	0.14	-0.04	-0.16	0.20	-0.22	-0.06	-0.02	0.36	0.04	0.82	3.12	1.16	3.05	0.45	2.46	0.59	5.26	1.18		
600993.SH	马应龙	0.14	-0.11	-0.44	1.03	0.02	0.00	0.18	-0.57	-0.05	-0.91	0.56	1.11	5.28	0.59	1.66	0.92	1.80	1.53		
300181.SZ	佐力药业	0.08	0.04	0.20	-0.08	-0.22	-0.04	-0.22	0.40	-0.16	0.12	1.11	1.01	0.65	0.17	1.98	-0.01	0.83	-0.77		
600129.SH	太极集团	-0.03	-0.12	0.16	0.00	-0.05	0.08	-0.18	0.45	-0.02	-1.68	-2.61	-0.48	11.48	-1.67	-1.90	-3.33	0.59	-1.65		
600572.SH	康恩贝	0.02	0.02	0.14	-0.34	0.05	-0.07	-0.11	0.34	0.10	0.83	3.56	2.19	2.40	1.61	1.44	1.53	5.54	1.51		
600422.SH	昆药集团	-0.11	0.24	-0.10	-0.08	0.11	-0.07	-0.15	-0.05	0.21	-5.57	2.68	2.53	3.92	-1.02	2.37	0.81	5.92	-1.39		
600771.SH	广誉远	-0.35	0.22	0.77	-0.32	0.36	0.04	0.01	-0.55	-0.33	1.36	1.42	0.81	-1.44	1.29	0.33	-0.26	-0.24	1.34		
002737.SZ	葵花药业	-0.27	0.24	-0.30	-0.08	0.04	-0.66	0.14	0.20	0.01	2.49	1.27	0.12	5.02	2.04	-3.46	-2.57	0.92	1.02		
600557.SH	康缘药业	-0.06	0.16	0.21	-0.19	0.08	0.03	-0.24	0.47	0.07	-0.61	5.17	3.17	2.67	1.99	1.92	2.17	0.95	0.77		
002275.SZ	桂林三金	-0.24	0.68	-0.19	-0.01	0.25	-0.37	0.04	-0.14	-0.01	0.54	1.36	0.41	3.19	0.25	1.78	0.30	3.55	0.46		
000989.SZ	九芝堂	-0.28	0.26	0.01	-0.73	-0.18	-0.26	0.59	1.30	0.33	-1.29	2.67	-0.92	0.63	-3.02	0.70	1.60	2.72	0.56		
600976.SH	健民集团	0.01	-0.08	0.18	-0.11	0.15	0.10	0.07	0.67	0.06	-0.67	1.46	0.89	1.00	-0.52	1.07	0.51	1.28	-0.25		
603439.SH	贵州三力	-0.40	0.25	-0.06	-0.17	0.15	-0.35	0.01	-0.04	-0.02	-0.01	0.94	0.89	0.95	0.06	0.16	0.66	0.18	-0.15		
603998.SH	方盛制药	-0.19	0.06	0.05	-0.16	0.10	-0.04	-0.05	-0.06	-0.03	-0.64	0.09	0.43	0.99	0.47	0.19	0.51	0.78	0.22		
603896.SH	寿仙谷	0.02	-0.18	-0.09	0.07	-0.29	0.06	0.09	0.12	0.25	0.79	0.82	0.34	1.20	0.49	0.79	0.14	0.70	0.70		

资料来源：iFind、国投证券研究中心；注：营业收现率=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%

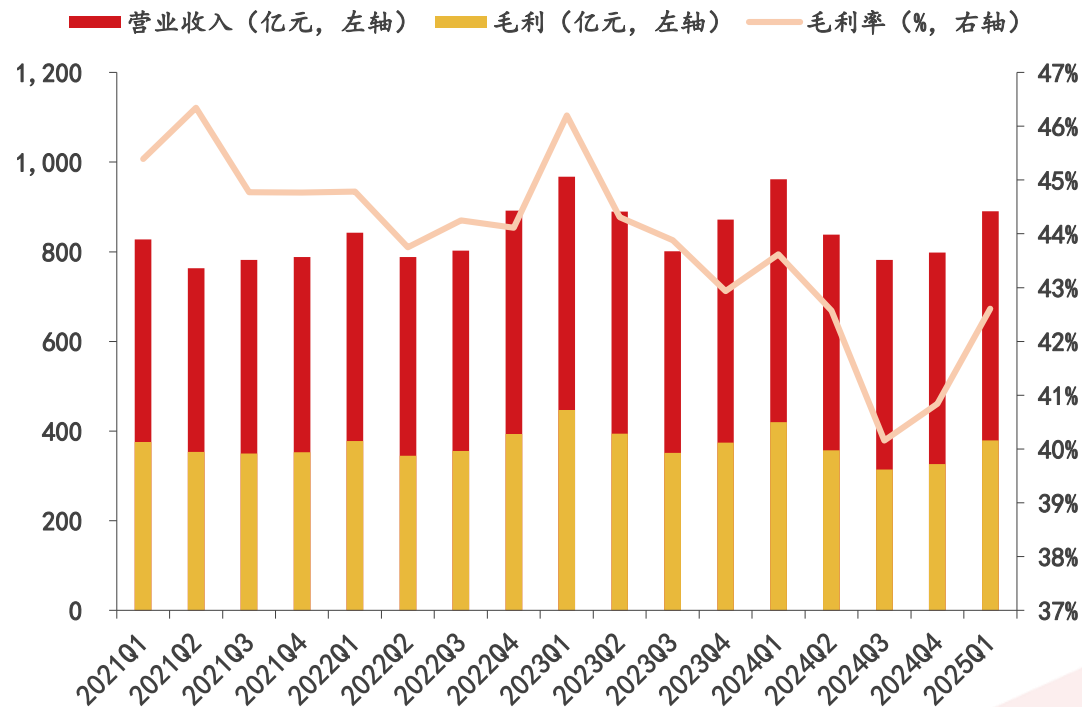
# 中药：中药材价格回落，板块毛利率有望回升

□ 据中药材天地网，中药材价格综合200指数自2023年快速攀升，于2023年8月触顶3604.82点后持续高位运行至2024年6月，压制中成药企业毛利率；2024年7月起中药材价格综合200指数已进入下行通道，行业成本压力有望迎来边际缓解。

图：2016年至2025年中药材价格指数（截至2025.06.22）



图：2021Q1-2025Q1中药板块单季度毛利率



## 中药：政策支持下，行业有望迎来新的发展机遇

- 2025年3月，国务院印发《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》（下称《意见》），围绕中药资源保护、产业转型升级、科技创新等八个方面具体提出了21条指导内容，旨在实现以提升中医药质量为基础，以科技创新为支撑，以体制机制改革为保障，形成传承创新并重、布局结构合理、装备制造先进、质量安全可靠、竞争能力强的中医药产业高质量发展格局。《意见》为中医药产业高质量发展提供了系统性的实施路径，产业升级进程有望提速。

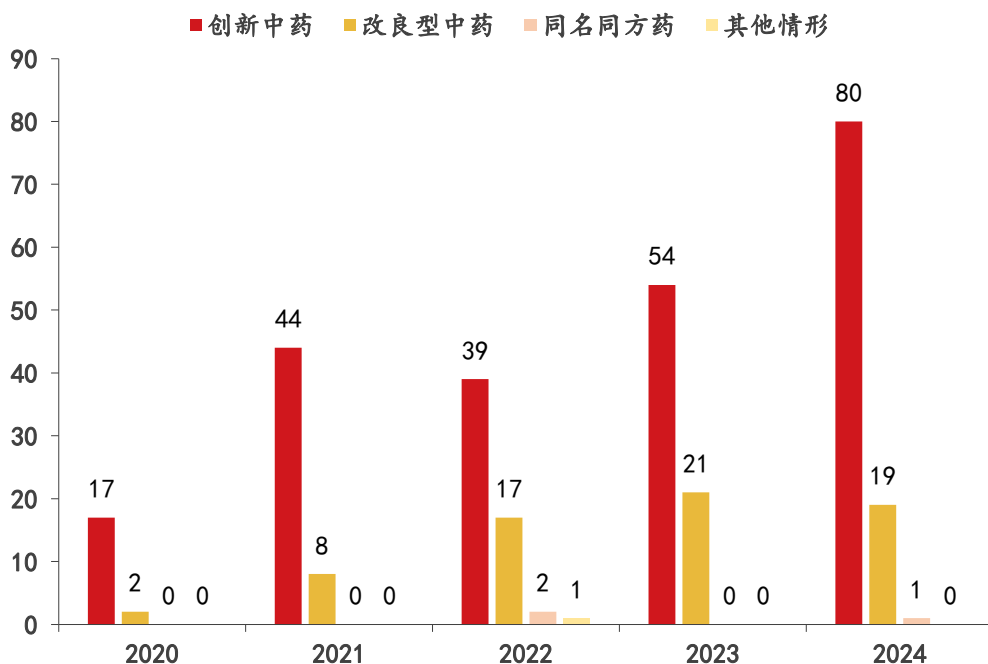
表：《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》内容节选

发展方面	重点内容
加强中药资源保护利用	加大中药资源保护力度，研究修订《野生药材资源保护管理条例》。规范珍稀中药资源开发利用，突破一批珍稀中药资源的繁育、仿生、替代技术。推进中药资源统计监测。
提升中药材产业发展水平	发展中药材现代种业，加强中药材种质资源保护和利用。推进中药材生态种植养殖，因地制宜发展林草中药材。加强中药材流通和储备体系建设，加强中药材市场管理，完善中药材价格监管机制。
加快推进中药产业转型升级	优化产业结构布局，发展优势产业集群。提升中药制造品质，推进中药工业数字化智能化发展。培育名优中药品种，加强中药炮制技术传承创新，支持中药大品种创新改良。打造知名中药品牌。
推进中药药品价值评估和配备使用	开发中医药临床疗效评价大模型，促进人用经验向临床证据转化。加强中药配备使用，优化中药集中采购、招标采购政策，实现优质优价。
推进中药科技创新	加强中医类国家医学中心和中药领域全国重点实验室、国家技术创新中心、国家制造业创新中心建设。加大国家科技计划对中药的支持力度，加强对医疗机构中药制剂、名医验方等的挖掘和转化。
强化中药质量监管	完善中药标准体系，加快中药数字化标准推广。健全中药监管体系，理顺中药品种保护审评管理体制，逐步完善中成药批准文号退出机制。
推动中药开放发展	促进更高水平开放，推动中药产品国际注册和市场开拓。维护产业发展安全。
提高综合治理能力和保障水平	加强统筹领导，推进队伍建设，加强资金支持。

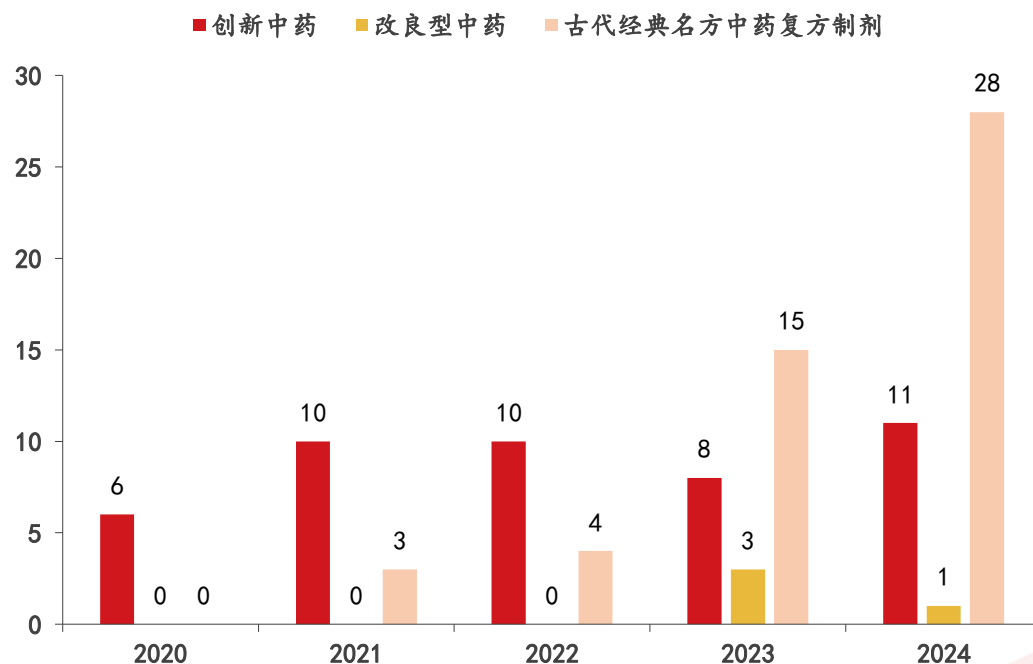
# 中药创新：中药新药NDA产品陆续进入兑现期

□ 近年来，中药企业的新药申报数量逐步增加，2024年中药新药临床申报（IND）受理达到100件，同比增长33%，其中创新中药80件（同比增长48%）、改良型中药19件、同名同方药1件；中药上市申报（NDA）受理达到40项，同比增长54%，其中创新中药11项、改良型中药1项、古代经典名方中药复方制剂28项（同比增长87%）。参考2024年获批上市的12款中药新药平均审批时间为391天，2024年NDA受理品种有望于2025-2026年集中兑现。

图：2020-2024年各注册分类中药IND受理情况（件）



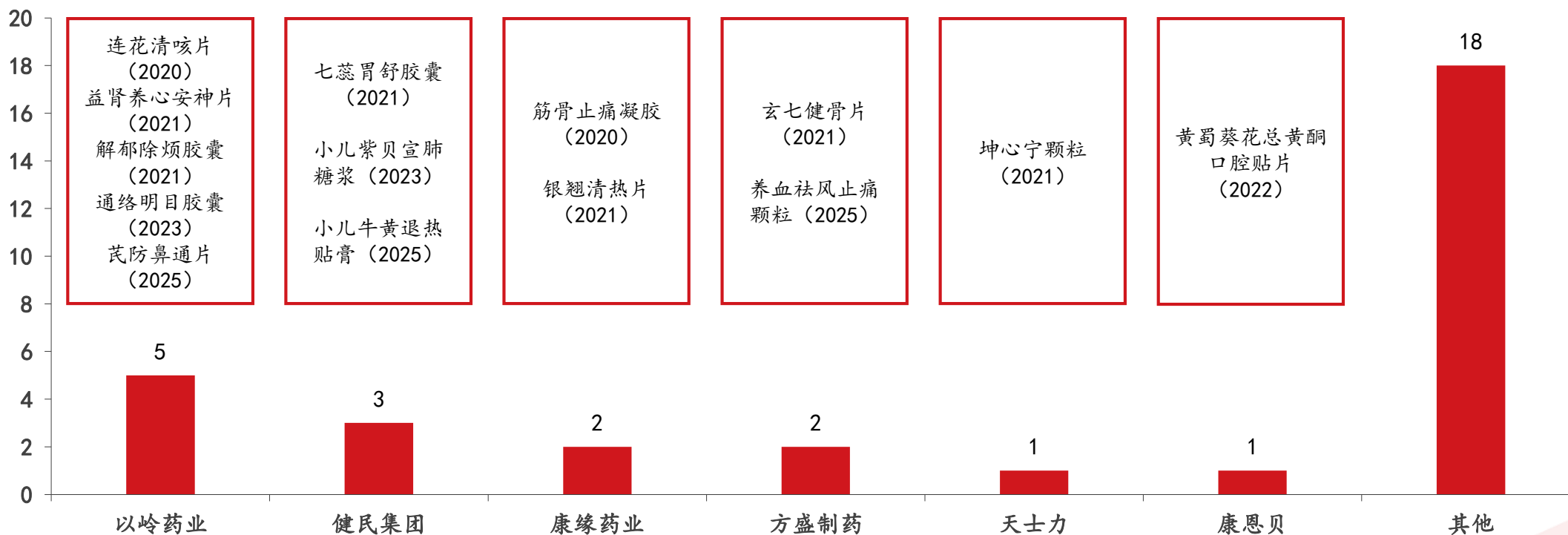
图：2020-2024年各注册分类中药NDA受理情况（件）



# 中药创新：1类创新药集中上市，龙头优势显著

□ 2020年，国家药监局将中药注册按照中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方中药复方制剂、同名同方药等进行重新分类。2020年以来，累计共有32个1类中药创新药获批上市，以岭药业、健民集团等公司获批数量领先。目前已提交NDA的1类中药创新药中建议关注康缘药业的龙七胶囊、参蒲盆安颗粒、六味地黄苷糖片，以岭药业的柴黄利胆胶囊、芪桂络痹通片，悦康药业的紫花温肺止咳颗粒、通络健脑片，天士力的安神滴丸等。

图：2020-2025年1类中药创新药获批情况统计



# 中药创新：多渠道布局创新管线，大品种值得期待



□ 近年来，中药企业加速向创新药领域拓展，通过自主研发、合作引进、投资并购等多渠道布局化药、生物药等产品管线，部分品种进展积极，建议关注产品上市、临床数据披露、海外授权等潜在事件催化。

表：部分重点中药公司在研/上市创新药品种梳理

公司名称	产品获得模式	产品名称	适应症	临床/上市进展
康缘药业	战略性并购的中新医药在研	三靶点长效减重（降糖）融合蛋白（ZX2021注射液）	II型糖尿病 超重或肥胖	完成I期临床 II期临床试验进行中
	自主研发	双靶点（TNF- $\alpha$ 和IL-17）融合蛋白（KYS202004A注射液）	银屑病	国内I期临床进行中； 2024年11月获得美国FDA临床试验批准
天士力	从台湾圆祥生命科技引进	PD-L1/VEGF 双抗（B1962注射液）	晚期结直肠癌、实体瘤	II期临床试验进行中
	自主研发	5-羟色胺-去甲肾上腺素-多巴胺三重再摄取抑制剂（SNDRI1s）（JS1-1-01）	抗抑郁	2021年8月获得美国FDA临床试验批准，截至2024年底国内II期临床完成全部受试者出组
	自主研发	培重组人成纤维细胞生长因子21注射液	非酒精性脂肪肝炎NASH	FDA Ia期临床试验完成统计报告
以岭药业	自主研发	口服FLT3抑制剂XY0206	FLT3-ITD突变的复发/难治性急性髓系白血病 晚期/转移恶性实体瘤	III期临床试验进行中 I期临床试验进行中
		XY03-EA	急性缺血性卒中	II b/III期临床试验进行中
悦康药业	自主研发	靶向PCSK9基因的siRNA药物（YKYY015）	治疗以LDL-C升高为特征的原发性（家族性和非家族性）高胆固醇血症或混合型高脂血症的患者	于2024年7月和2024年10月在美国、中国获批开展临床试验，国内I期临床试验正在进行中
济川药业	与征祥医药独家合作	玛赛洛沙韦（ZX-7101A）	流感	2024年2月上市申请受理，目前正在审评中
	与恒翼生物独家合作	PDE4抑制剂HPP737	成人中重度斑块型银屑病	III期临床试验进行中
九芝堂	间接持股98.61%的控股子公司北京美科在研	缺血耐受人同种异体骨髓间充质干细胞	缺血性脑卒中	截至2024年末，II a期临床试验已完成31例受试者入组
		人骨髓间充质干细胞注射液	自身免疫性肺泡蛋白沉积症 孤独症谱系障碍	截至2024年末，II a期临床试验已完成8例受试者的入组 2025年3月获批临床试验
云南白药	引进相关专利后研发	INR101核药项目	前列腺癌患者PSMA阳性病灶的PET成像	2025年5月III期临床试验完成首例受试者入组
	自主研发	INR102核药项目	PSMA阳性的转移性去势抵抗性前列腺癌成人患者	I/IIa 期临床试验进行中
羚锐制药	收购银谷制药90%的股权	苯环喹溴铵鼻喷雾剂（必立汀）	变应性鼻炎	2020年3月获批上市
佐力药业	入股凌意生物优先取得中国大陆地区的经销权或销售代理权	基因治疗药物LY-N001注射液	遗传相关帕金森症（GBA-PD）	将于2025年开展IIT临床研究和IND申报工作
珍宝岛	参股17.02%的公司特瑞思在研	注射用重组抗CD20单抗-MMAE偶联剂（注射用TRS005）	复发或难治的CD20阳性B细胞非霍奇金淋巴瘤	2024年3月CDE批准TRS005开展关键单臂2期临床试验，并同意以关键单臂2期临床试验支持附条件批准上市

资料来源：各公司公告、药物临床试验登记与信息公示平台、CDE、NMPA、国投证券研究中心

## 中药创新：建议关注标的

- **康缘药业：**公司在中药创新领域积淀深厚，截至2024年年报披露日，公司有6个中药品种处于NDA阶段（玉女煎颗粒/2025年4月已获批、LQ胶囊、SPPA颗粒、LWDH苷糖片、泻白颗粒、苏辛通窍颗粒），4个品种处于Pre-NDA阶段，3个品种处于生产工艺验证阶段，3个品种处于III期临床阶段。同时，公司布局多款化药及生物药创新药，2024年2个化药1类创新药完成II期临床入组（氟诺哌齐片（DC20）、喹诺利辛片（DC042）），2个生物药1类创新药获批临床（KYS202004A注射液获得中国CDE、美国FDA临床研究许可，KYS202003A注射液）。此外，公司战略并购中新医药，获取重组人神经生长因子注射液、重组人神经生长因子滴眼液、三靶点长效减重（降糖）融合蛋白、双靶点长效降糖（减重）融合蛋白4个生物创新药的6个临床批件，均进入临床阶段。
- **天士力：**截至2024年年报，公司拥有涵盖98款在研产品的研发管线，包含33款1类创新药，多款产品取得阶段性进展：（1）现代中药方面，枇杷清肺饮、温经汤、安神滴丸3款处于申报生产阶段；17款产品处于临床II、III期研究阶段；（2）生物药方面，普佑克适应症从急性ST段抬高型心肌梗死（心梗）治疗拓展至急性缺血性脑卒中（脑梗）治疗，IIIc期研究充分证明了普佑克的有效性和安全性优势，已申报生产；培重组人成纤维细胞生长因子21注射液NASH适应症FDA临床Ia期试验完成统计报告；PD-L1/VEGF双抗B1962注射液进入临床II期；（3）化学药方面，PXT3003 临床III期全部受试者出组，进行数据统计分析；1类创新药PARP抑制剂推进临床II期试验；1类创新药抗抑郁JS1-1-01临床II期完成全部受试者出组。

## 中药创新：建议关注标的

- **以岭药业**：公司以络病理论创新带动中医药产业化，运用现代高新技术研发创新中药，截至2024年年报，公司共有17个专利中药品种，2个1.1类中药创新药（柴黄利胆胶囊、芪桂络痹通片）处于NDA阶段，1个1.1类中药创新药（小儿莲花清感颗粒）处于III期临床阶段，4个1.1类中药创新药和1个2.2类中药改良型新药处于II期临床研究阶段。化生药板块方面，以岭万洲继续加大一类创新药研发力度，截至2024年末，已有4个一类创新药品种处于临床阶段，其中治疗术后疼痛的苯胺洛芬注射液已经完成临床试验，申报NDA已获受理，XY0206片的急性髓性白血病适应症处于III期临床研究阶段，治疗缺血性脑卒中的XY03-EA片处于IIb期临床研究阶段。
- **悦康药业**：公司持续扩大研发投入，建成以核酸药物、细胞与基因治疗药物、多肽药物、高端中药、高端化药、全流程AI药物研发等为核心的十一大技术平台，储备了二十几项重点管线，重点产品YKYY015注射液是公司自主开发的靶向PCSK9基因的siRNA药物，用于治疗以LDL-C升高为特征的原发性（家族性和非家族性）高胆固醇血症或混合型高脂血症的患者，分别在美国、中国获批开展临床试验，国内I期临床试验正在进行中，是目前国内处在临床阶段的同类PCSK9 siRNA项目中唯一在美国IND获批的全球潜在Best-in-class超长效siRNA降脂药物，公司享有全球独占权益。此外，公司还有多款小核酸药物和mRNA疫苗处于临床阶段，随着创新管线陆续推进，有望持续增强公司核心竞争力。
- **济川药业**：在新产品布局方面，公司持续深化“内生+外延”双轮驱动战略，系统性推进产品管线扩容与创新生态构建。在自主研发层面，聚焦小分子创新药及中药现代化两大方向；在外延合作方面，公司大力推进产品引进，构建具有竞争力的产品管线体系。合作引进项目中，流感药物玛赛洛沙韦ZX-7101A（与南京征祥医药合作）的上市申请已于2024年2月获CDE受理；PDE4抑制剂HPP737（与恒翼生物合作）针对中重度斑块状银屑病的III期临床试验正在推进中。

## 中药创新：建议关注标的

- **九芝堂**：控股子公司北京美科专注于干细胞药品和再生医学产品的生产研发，截至2024年年报，缺血耐受人同种异体骨髓间充质干细胞治疗缺血性脑卒中的IIa期临床试验已完成31例受试者入组，治疗自身免疫性肺泡蛋白沉积症的“人骨髓间充质干细胞注射液”的临床试验已完成8例受试者的入组；人骨髓间充质干细胞注射液于2025年3月获NMPA批准开展治疗孤独症的临床试验。此外，公司研发中心管线包含生物创新药（YB209、YB001）、化药创新药（YB211）及中药经典名方项目（YB106、YB107）等。
- **方盛制药**：公司是国内领先的创新中药企业，具备成熟的中药研发体系，中药创新药小儿荆杏止咳颗粒于2019年获批上市，截至2024年已累计覆盖1,700多家公立医疗机构，2024年实现销售额近9,000万元，玄七健骨片于2021年获批上市，截至2024年已累计覆盖1,300多家公立医疗机构，2024年实现收入约1.10亿元，中药创新药已成为公司业绩增长的核心驱动力之一。新产品方面，公司1.1类中药创新药养血祛风止痛颗粒于2025年6月获批上市，健胃祛痛丸、蛭龙通络片、益气消瘤颗粒等1类中药处于研发阶段。
- **云南白药**：公司有序推进科学规划的短、中、长期研发项目：（1）短期项目：全力布局上市品种二次创新开发、快速药械开发，截至2024年年报在研项目涉及二次开发的中药大品种11个，开展项目25个；（2）中期项目：全力推进创新中药开发，持续打造云南白药透皮制剂明星产品，全三七片项目、附杞固本膏项目、贴膏剂项目等在2024年取得积极进展；（3）长期项目：以核药发展为中心，布局多个创新药物，其中INR101项目于2024年11月完成I/IIa期临床总结报告，结果显示产品具备优异的稳定性和安全性，2025年5月III期临床试验完成首例受试者入组；INR102项目于2025年4月获批开展前列腺癌的临床试验，2025年5月云核医药在天津顺利召开INR102注射液I/IIa期临床试验中心启动会，该研发项目正式迈入临床转化新阶段。

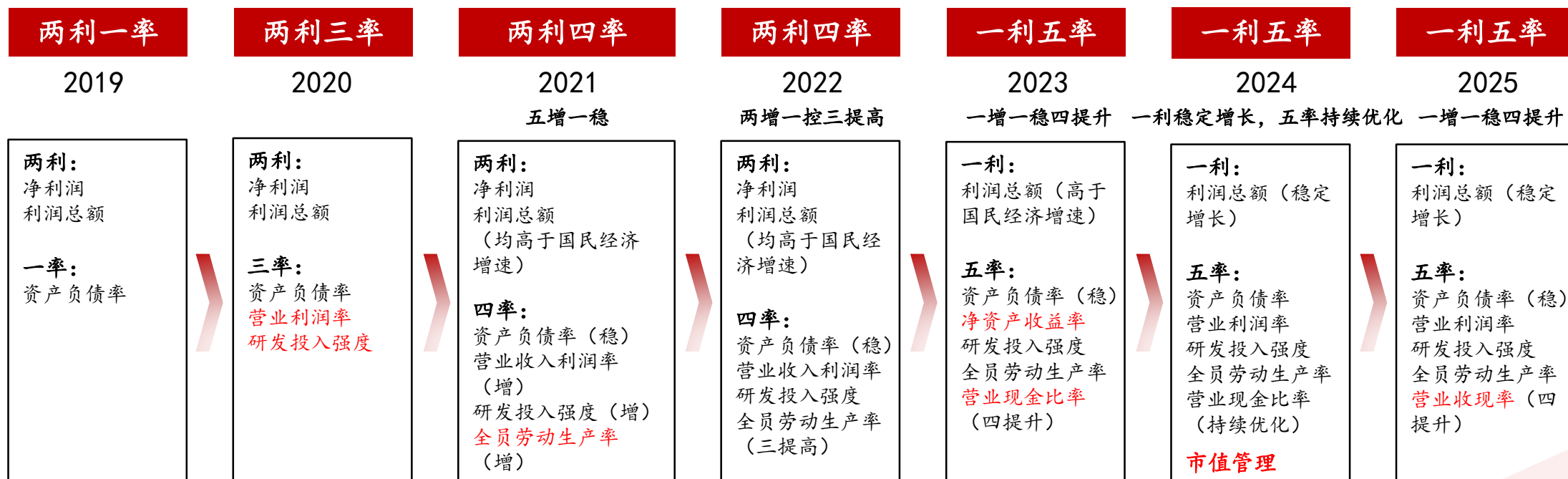
## 中药创新：建议关注标的

- **佐力药业**：公司专注于利用真菌生物发酵技术生产中药产品，掌握乌灵参、冬虫夏草等天然珍稀药材的生物发酵技术，并成功开发一系列创新中药产品。公司三大核心品种乌灵胶囊、灵泽片、百令片纳入2018版国家基药目录后实现快速放量，百令胶囊于2024年1月获批上市，目前在研的中药创新药“灵香片”正在开展II期临床试验。此外，公司入股凌意生物优先取得其帕金森症管线LY-N001在中国大陆地区的经销权或销售代理权，LY-N001预计将于2025年开展III期临床研究及IND申报工作。
- **羚锐制药**：2025年3月，公司完成对银谷制药90%股权的收购，银谷制药主要产品有鲑降钙素鼻喷雾剂（金尔力）、苯环喹溴铵鼻喷雾剂（必立汀）和吸入用盐酸氨溴索溶液（力希畅）等；其中，必立汀为银谷制药自主研发的我国首个高选择性抗胆碱能受体拮抗剂1类新药，是国内唯一获批适用于变应性鼻炎的鼻用抗胆碱能药物，市场前景广阔。本次收购可丰富公司骨科及呼吸领域产品矩阵，补充具有较高技术门槛的鼻喷剂、吸入剂类外用制剂剂型，在销售、研发等方面均能实现更好的协同。

# 中药国改：国改深度推进，业绩有望持续兑现

□ 2020年6月，国资委出台《国企改革三年行动方案（2020-2022年）》，三年间国企改革行动收效显著，在强治理、增活力、优布局方面取得丰硕成果，主要目标任务宣告完成。2023年，中办国办联合印发《国有企业改革深化提升行动方案（2023—2025年）》，新一轮三年国企改革行动拉开帷幕。2025年，国有企业改革深化提升行动迎来收官之年，国务院国资委继续优化考核体系，决定用“营业收现率”替换“营业现金比率”，对企业收入质量提出了更具体的要求。

图：国资委考核指标逐步优化



# 中药：2025年为收官十四五，谋划十五五关键年

□ 2025年是“十四五”战略规划落地的收官之年，也是“十五五”战略规划的谋划之年，目前已有多家中药国有企业公开提及十五五规划的相关计划。随着新一轮战略规划的发布与落地，企业收入规模、经营效率、市场竞争力等有望再上新台阶。

表：部分中药公司十四五规划及十五五谋划情况

公司名称	2020-2024年 归母净利润CAGR	2020-2024年 ROE变化	十四五规划节选	十五五规划计划
华润三九	20.5%	+5.2pct	十四五战略目标是要争做行业头部企业，以2020年的营业收入为基数，实现营业收入翻倍。	公司将继续向争做医药行业头部企业的目标，超越行业平均水平增长，管理团队将群策群力，制定“十五五”规划，总体思路业务方向突出竞争力，创新驱动，打赢做实，管理团队选优配强，有更高的业绩要求和更高的激励，“十五五”目标预计会比较进取。
东阿阿胶	144.9%	+14.4pct	以夯实基石消费者的护城河为根本，同时以消费者的需求和行为作为中心，以品牌势能、研发储备与阿胶品类特征功效为延伸，培育与尝试新的品类；建设自有消费者数据中台，转型新商业模式，以消费者资产运营为核心培育第二增长曲线，逐步摆脱驴皮原料限制；通过内涵式母品牌延伸，并同时提升外延式投资并购能力，实现持续健康增长；成为中式滋补健康领域中消费者最为信任的大健康企业。	对于“十四五”和“十五五”，公司已制定科学明确全面立体的发展规划；规划的落地与实施，公司将统筹于企业内在运营管理等各方面着手，进行系统性布局。基于过往历史总结和新消费趋势的判断，结合当下整个医药行业的变化，特别是滋补产业和中医药行业格局的变化，东阿阿胶董事会确定了“1238”发展战略，这一战略是指引公司“十四五”和未来“十五五”的行动纲领，对未来五至七年的公司发展具有决定性意义和重要影响力。
江中药业	13.6%	+7.7pct	围绕“聚焦OTC、发展大健康、补强处方药”三大业务重点，通过“内生发展、外延并购”双轮驱动，以“内涵增长、外延并购、创新研发、精益生产、智数赋能”五大核心举措，力争“十四五”末实现“再造一个江中”的目标。	公司在2025年工作展望中表示，将系统性开展前置研究，深入洞察内外部环境变化；推进“十四五”战略检讨工作，开展“十五五”战略务虚研讨，诊断内部资源储备及短板，有针对性地提前谋划和部署“十五五”战略规划，为公司高质量发展提供战略支撑。
昆药集团	9.1%	+1.7pct	围绕“四个重塑”持续加强“战略—组织—文化”一致性。	面对银发经济所带来的战略机遇，公司将结合“智慧、绿色、科技、陪伴”，做好“十五五”战略规划的制定工作，目前相关工作正在准备阶段。
太极集团	-20.3%	-1.3pct	力争“十四五”末营业收入达到500亿元，净利润率不低于医药行业平均水平；研发投入在十四五末的投入强度超过5%（工业销售占比）；确保战略品种每年增长30%以上。	公司在2025年重点工作中表示，将持续深化“战略+运营”模式，全面复盘“十四五”战略规划执行情况，启动“十五五”专项规划与总规划编制，多形式开展规划调研、专题讨论，完成规划顶层设计。
康恩贝	8.2%	-0.4pct	计划在“十四五”期间完成1-2家医药上市公司或老字号中药企业的并购重组项目。	公司在2025年的经营计划和重点工作中表示，将系统谋划康恩贝未来五年发展蓝图，完成“十五五”战略规划的编制工作。

## 中药国改：建议关注标的

- **华润三九**：公司是中药OTC行业的领军企业，在上一轮国企改革三年行动方案中，华润三九作为科改示范企业，成为市场化经营的典范。十四五期间，公司确立了2025年营收翻番的目标，并通过“内生+外延”双轮驱动，过去几年业绩稳步提升，2024年已提前完成“十四五”目标。同时，公司并购整合能力较强，分别于2022年12月和2025年3月完成对昆药集团和天士力28%股权的收购，融合工作持续推进中。公司在投资者关系记录中表示，十五五期间将继续争做医药行业头部企业，超越行业平均水平增长，管理团队将群策群力制定“十五五”规划，总体思路业务方向突出竞争力，创新驱动，打赢做实，管理团队选优配强，有更高的业绩要求和更高的激励，“十五五”目标预计会比较进取。
- **昆药集团**：公司与华润三九的融合按照百日融合、一年融合、三年融合的机制稳步推进，2024年作为“三年融合”承前启后的关键之年，公司在慢病管理业务方面，重点聚焦三七产业链，深化“三七就是777”的品牌认知，完成对华润圣火51%股权的收购，未来将共同打造“777”品牌；在精品国药业务方面，借助三九商道资源对商业渠道进行深度整合，围绕“大品种-大品牌-大品类”，重点打造强单品、持续培育高增长潜力产品、挖掘更多底蕴悠久的经典名方产品。根据公司2024年-2028年战略发展规划，公司计划通过内生发展加外延扩张方式，力争2028年末实现营业收入翻番，工业收入达到100亿元，致力于成为银发健康产业第一股，2025年起有望加速追赶规划目标。
- **康恩贝**：公司坚持“大品牌大品种”战略，2024年销售过亿元品种系列共17个。公司于2024年8月16日完成董事会、监事会和高管层的换届选举与聘任工作，在新一届董事会的领导下，公司将继续往开来，坚持混改赋能，积极谋新篇开新局。公司在2025年的经营计划和重点工作中表示，将系统谋划康恩贝未来五年发展蓝图，完成“十五五”战略规划的编制工作，未来发展可期。

## 中药国改：建议关注标的

- **东阿阿胶：**“四个重塑”作为华润集团的企业文化，在本轮国企改革过程中发挥重要作用。十四五期间，公司围绕“滋补国宝东阿阿胶”的品牌定位，深化落实“价值重塑、业务重塑、组织重塑、精神重塑”的四个重塑，推动公司实现高质量发展。2020年至2024年期间，公司归母净利润从0.43亿元增长至15.57亿元，完成业绩的触底反弹，进入长效增长阶段。公司在投资者关系记录中表示，对于“十四五”和“十五五”，公司已制定科学明确全面立体的发展规划；公司董事会确定的“1238”发展战略是指引公司“十四五”和未来“十五五”的行动纲领，对未来五至七年的公司发展具有决定性意义和重要影响力。
- **江中药业：**根据“十四五”战略规划，公司坚持“内生发展+外延并购”双轮驱动的发展路径。过去几年公司连续收购桑海制药、济生制药、海斯制药等公司，重点聚焦消化和呼吸领域，补充八珍益母胶囊、多维元素片、复方鲜竹沥液、川贝枇杷胶囊、双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊（贝飞达）等重要品种，和公司现有产品线形成良好协同，展现出较强的并购整合能力。2025年，公司将持续贯彻落实“十四五”战略规划，力争在“十四五”的收官年实现“再造一个江中”的战略目标；同时，公司将有针对性地提前谋划和部署“十五五”战略规划，为公司高质量发展提供战略支撑。
- **天士力：**2025年3月公司控股股东变更为华润三九，华润三九将持续推进天士力的并购整合工作，支持天士力以创新驱动业务发展，强化研发投入，推动研发效率提升，方向上聚焦心血管及代谢、中枢神经、消化等重要领域，丰富研发管线，提升研发能力，进一步巩固中药创新药领先地位，并不断拓展新的业务领域；同时华润三九将加快双方在产品、渠道、终端等方面的协同，在品牌、渠道等方面持续为天士力赋能，天士力将进入发展新周期。

## 中药国改：建议关注标的

- **太极集团：**2021年国药集团入驻以来，公司发生众多积极变化：从业务布局来看，公司聚焦战略主品；从组织架构来看，公司调整内部架构，实现产销分离；从资产梳理来看，公司逐步清理“两资”“两非”，回流资金用于主业发展；从员工激励来看，公司重新设计各子公司高管人员及营管中心一线销售人员的考核激励和薪酬管理制度，市场化程度大幅提升，2022年至2023年间公司业绩实现快速增长。2024年，受业绩高基数、部分产品社会库存较高及下属子公司补税等影响，公司业绩承压明显，2025Q1公司业绩环比已有所改善。公司在2025年重点工作中表示，将持续深化“战略+运营”模式，全面复盘“十四五”战略规划执行情况，启动“十五五”专项规划与总规划编制，多形式开展规划调研、专题讨论，完成规划顶层设计，公司发展有望进入新篇章。

1 创新药引领医药板块行情, 估值有望持续修复

2 创新出海趋势加速, 有望持续引领主线行情

- 创新药: 创新药出海加速, BD陆续兑现可期
- 家用器械: 海外市场突破打开国产龙头成长空间

3 部分细分边际改善, 有望逐步迎来修复机会

- CXO: GLP-1和ADC药物研发和销售持续火热, 有望推动相关CDMO公司经营边际改善
- 设备/高耗/IVD: 压制因素有序出清, 可系统性把握改善节奏
- 中药: 多因素共振积蓄板块修复势能, 把握创新探索与国改深化的窗口机遇
- 零售药房: 持续优化门店经营, 业绩有望加速改善

4 医疗新浪潮: 手术机器人、AI+医疗、脑机接口有望持续取得突破

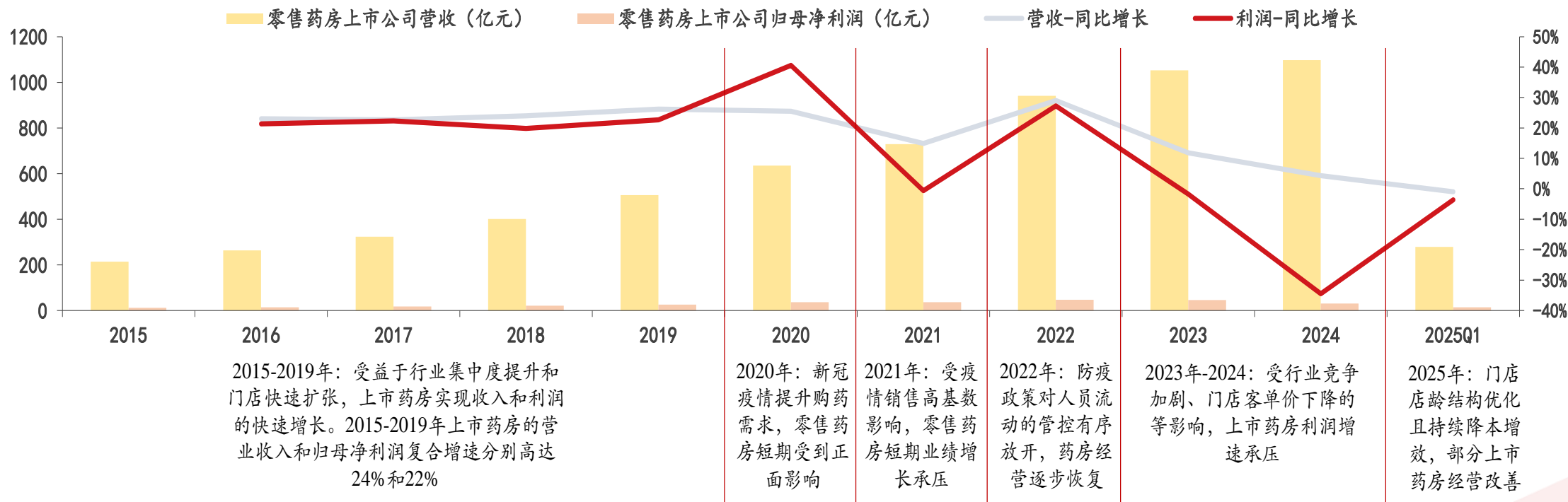
5 建议关注标的汇总

6 风险提示

# 零售药房持续优化门店经营，业绩有望加速改善

近年零售药房因行业竞争加剧和消费力下降等因素扰动，导致门店盈利能力下降，2023-2024年上市药房营收和利润增速承压较为明显。当前头部药房通过优化门店结构、多元化经营、门店降本增效等方式持续优化门店经营，部分上市药房业绩有望加速改善。

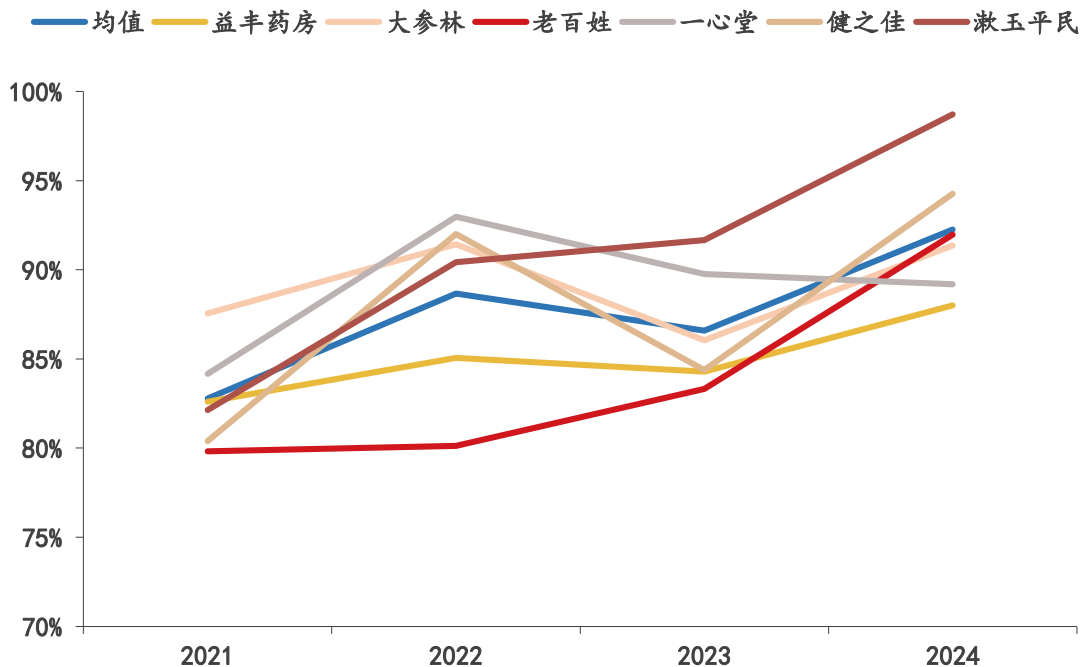
图：上市药房营收和归母净利润的历史复盘



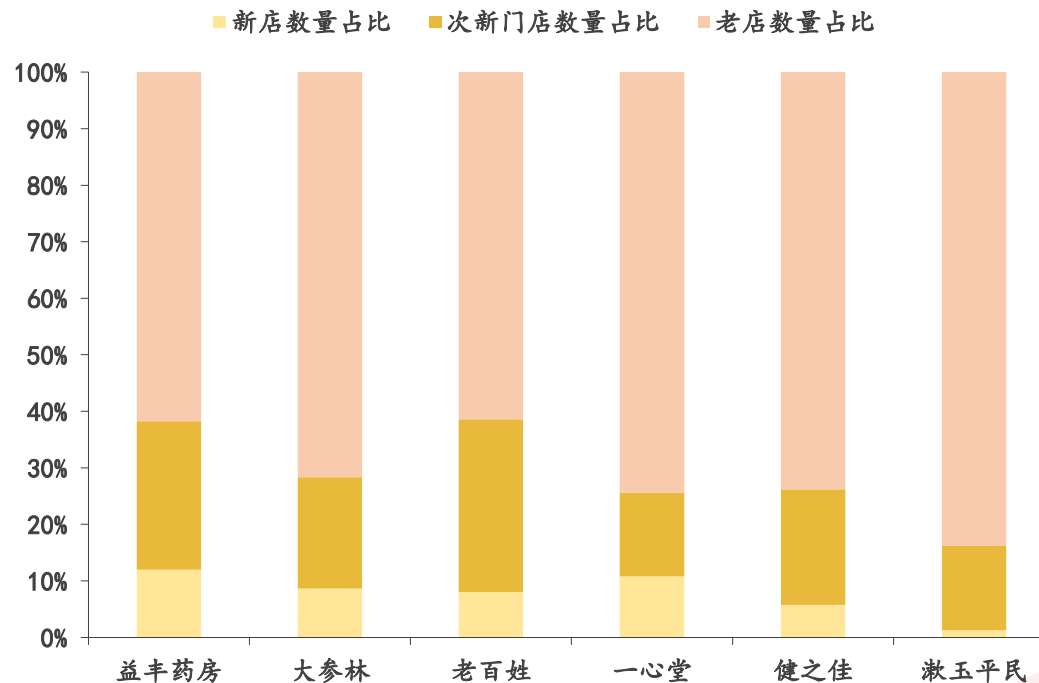
# 门店店龄结构持续优化，上市药房盈利有望边际改善

□ 门店店龄结构持续优化，相关上市药房盈利有望边际改善。上市药房的次新门店和老店数量占比均值从2021年的82.78%逐步提升至2024年的92.25%。行业竞争加剧之后，头部药房更为注重门店盈利质量，合理控制新开门店，盈利能力更强的次新门店和老店的比例逐步提升，上市药房的业绩有望边际改善。

图：零售药房上市公司次新门店和老店数量占比



图：2024年各零售药房上市公司新店、次新门店、老店数量占比



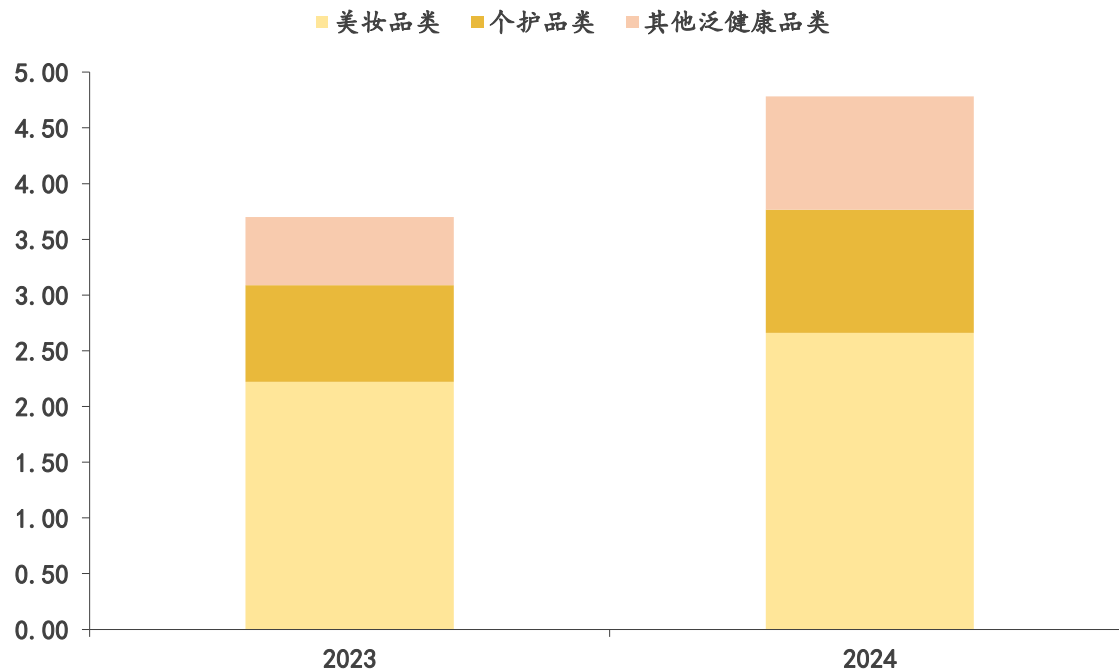
# 多元化经营布局有望进一步激发零售药房的销售增长潜力

零售药房持续探索多元化运营和强化健康管理场景建设，积极拓展美妆、护肤、母婴等大健康产品品类，顺应经业态创新的行业发展趋势。以一心堂为例，公司积极搭建泛健康产品品类，进一步激发门店的销售增长潜力。根据公司公告，2024年其泛健康品类同比增长29.3%。其中，功能性食品、个护品类分别同比增长120%和29%。泛健康品类强劲的增长潜力有望持续提振门店销售。

表：零售药房上市公司多元化经营布局

上市公司	门店多元化经营的相关布局
益丰药房	持续推进多元化商品拓展以及经营业态创新
大参林	持续探索商品多元化经营，2024年公司引进了2309个新品种，且与21个品牌厂家达成战略合作，产品品类全面覆盖药品、中参茸、保健品、药妆、医疗器械等领域。其中，药妆、个人护理、食品饮料等品类实现较快的增长
老百姓	探索多元化项目，逐步提升非药销售占比。其中包括用全渠道大数据聚焦购药用户需求洞察头部细分场景品牌，精选SKU开展试点，筛选潜力产品，打造新品类矩阵
一心堂	逐步拓展大健康全品类，强化健康管理场景建设，增加美妆护肤、个人护理、母婴产品、功能食品等产品品类。2024年泛健康品类展现出较为强劲的市场增长潜力
健之佳	通过定位于“健康+专业+便利”的零售药房，布局多元化创新并逐步形成差异化的专业竞争优势
漱玉平民	持续丰富健康产品、保健品、医疗器械、美妆个护等多元化品类矩阵，精准契合消费者多元化健康需求

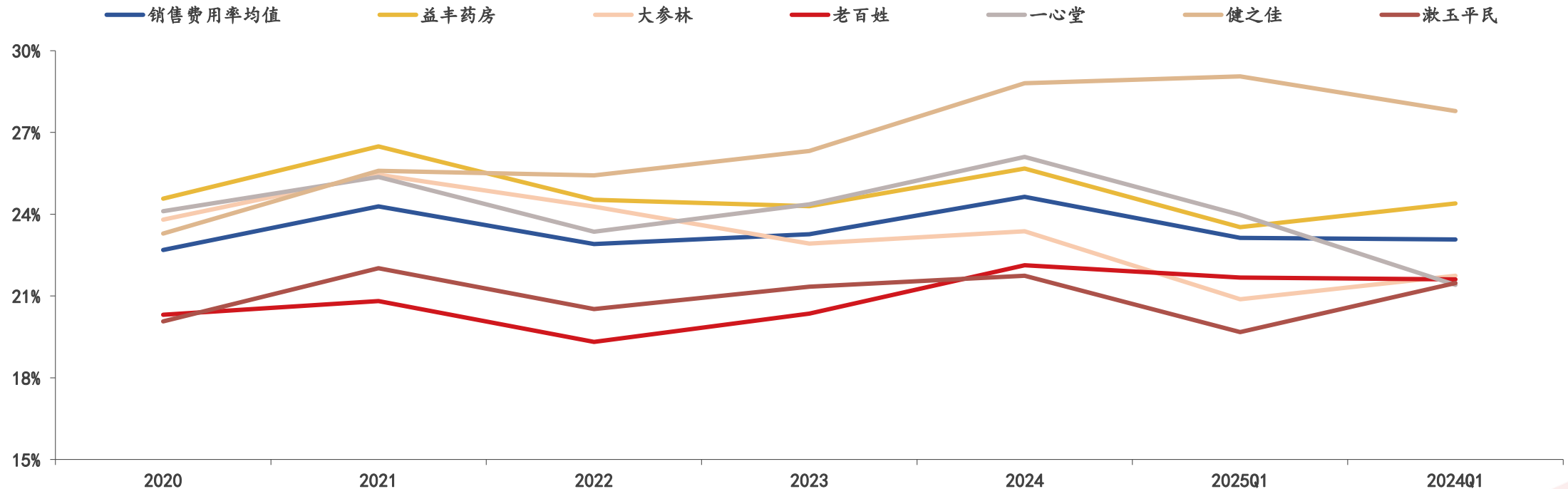
图：一心堂新零售品类销售增长情况



## 药店经营持续降本增效，盈利有望加速改善

- 药店经营持续降本增效，盈利有望加速改善。上市药房通过降租增效等方式提升门店盈利能力，2025Q1上市药房的销售费用率均值同比有所下降。其中，2025Q1益丰药房、大参林、漱玉平民的销售费用率分别同比下降了0.87个百分点、0.86个百分点、1.81个百分点。

图：零售药房上市公司历年销售费用率变化



## 零售药房：建议关注标的

- **益丰药房**：公司聚焦核心区域，实现门店稳健扩张，通过门店结构优化和运营降本增效实现经营业绩的持续增长。其中，门店结构方面，2024年盈利能力较好的次新门店和老店数量占比同比有所提升；降本增效方面，公司通过降租增效等方式进一步提升门店的盈利能力。
- **大参林**：公司积极探索多元化经营和持续实现门店的降本增效，推动公司业绩稳健增长。其中，多元化经营方面，2024年公司引进了2309个新品种，药妆、个人护理、食品饮料等品类均实现较快增长；门店运营方面，公司通过降租增效等方式实现成本优化，销售费用率有望同比下降。
- **老百姓**：公司聚焦优势市场，积极拓展下沉市场，通过优化门店布局提升公司整体盈利能力。其中，门店结构方面，2024年次新门店和老店数量占比同比有所提升，门店盈利改善值得期待。
- **一心堂**：公司积极搭建泛健康产品品类，进一步激发门店的销售增长潜力。根据公司公告，2024年其泛健康品类同比增长29.3%。其中，功能性食品、个护品类分别同比增长120%和29%。泛健康品类强劲的增长潜力有望持续提振门店销售。
- **健之佳**：公司通过定位于“健康+专业+便利”的零售药房，布局多元化创新并逐步形成差异化的专业竞争优势。围绕客户预防和健康管理的的需求，持续引入医疗器械、保健品、个人护理品、生活便利品等品类。
- **漱玉平民**：公司深耕山东市场且积极布局省外扩张，实现立体化门店网络。从门店结构分析，2024年老店数量占比同比提升明显，公司盈利有望边际改善。

## 1 创新药引领医药板块行情, 估值有望持续修复

## 2 创新出海趋势加速, 有望持续引领主线行情

- 创新药: 创新药出海加速, BD陆续兑现可期
- 家用器械: 海外市场突破打开国产龙头成长空间

## 3 部分细分边际改善, 有望逐步迎来修复机会

- CXO: GLP-1和ADC药物研发和销售持续火热, 有望推动相关CDMO公司经营边际改善
- 设备/高耗/IVD: 压制因素有序出清, 可系统性把握改善节奏
- 中药: 多因素共振积蓄板块修复势能, 把握创新探索与国改深化的窗口机遇
- 零售药房: 持续优化门店经营, 业绩有望加速改善

## 4 医疗新浪潮: 手术机器人、AI+医疗、脑机接口有望持续取得突破

- 手术机器人: 受益腔镜手术量增长与机器人渗透率提升
- AI+医疗: 商业化随技术突破加快落地, 市场高速增长
- 脑机接口: 近期陆续迎来密集催化

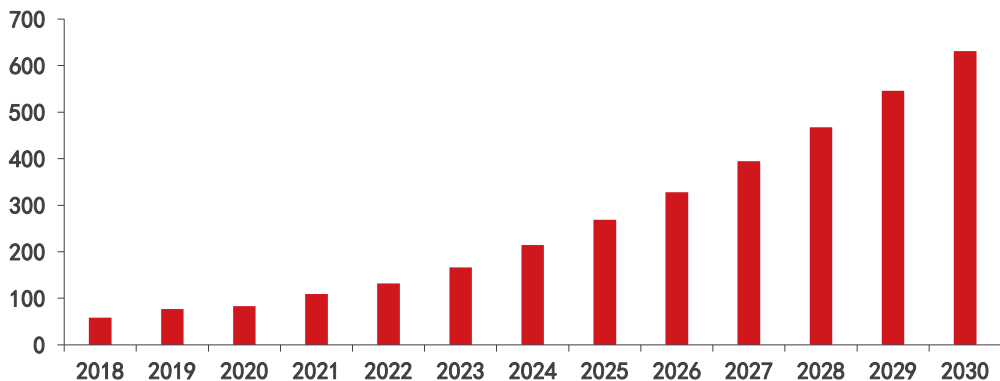
## 5 建议关注标的汇总

## 6 风险提示


# 手术机器人：持续受益腹腔镜手术量增长与机器人渗透率提升

- 手术机器人可以克服人类生理上的限制，被应用于完成精度要求较高的微创手术。由于手术机器人的操作精度高、操作稳定且可重复性强，其为患者带来了巨大的临床利益。
- 手术机器人受益于渗透率提升，市场规模预计持续增长。根据沙利文：2022年，全球手术机器人市场规模为131.8亿美元，预计全球整体手术机器人市场规模将持续增长，于2026年和2030年将分别达到328.0亿美元和631.2亿美元，2022-2026年的复合年增长率为25.6%，2026-2030年的复合年增长率为17.8%。

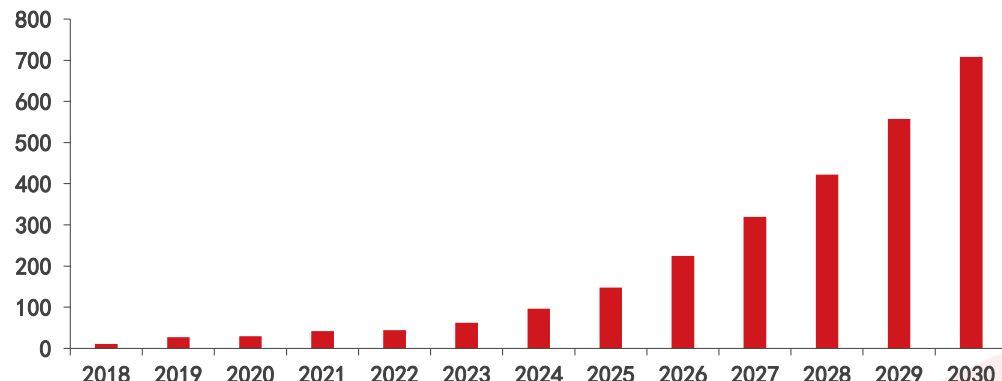
图：全球手术机器人市场规模（亿美元）



图：手术机器人分类

主要外科机器人类型		其他新兴外科机器人类型		
腹腔镜手术机器人	骨科手术机器人	经口腔手术机器人	前列腺增生手术机器人	人工耳蜗植入手术机器人
 <ul style="list-style-type: none"> <li>· 功能特点： 手术在计算机控制台控制台、机械臂系统和高清摄像系统的协助下进行，突破传统腹腔镜手术具有的极限，提高手术质量，缩短手术时间。</li> <li>· 国内外代表产品： 达芬奇手术机器人 (Intuitive Surgical)、康多手术机器人 (思哲睿)、图迈腔镜手术机器人 (微创医疗)</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>· 功能特点： 协助医生完成假体植入、修复手术或脊柱、关节、外神经的诊断及经皮介入等，高精度度，X线辐射剂量低，医源性损伤小。</li> <li>· 国内外代表产品： RIO机器人 (MAKOplasty)、ROSA Spine机器人 (MEDTECH)、天机骨科手术机器人 (天智航)、鸿鹄关节手术机器人 (微创医疗)</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>· 功能特点： 手术机器人按照规划路径运动到预定位置，并依据医生设计位置、角度和口腔深度预备。术中机器人会随着患者头部的移动迅速做出联动调整，手术精确度高，稳定性完全达标。</li> <li>· 国内外代表产品： Yomi (Neocis)、“瑞医博”口腔手术机器人 (柏惠维康科技)</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>· 功能特点： 关节器械和3D视野有助于通过单通道对前列腺的分层切除。允许两个柔性的器械和内窥镜通过有多个套管的单孔进入人体腔，减少了切口的数量。</li> <li>· 国内外代表产品： 达芬奇手术机器人 (Intuitive Surgical)</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>· 功能特点： 实现人工耳蜗植入时的内耳精细结构保留，能够实现电极缓慢、无震颤植入。有术前规划功能的机器人可以实现最佳的植入角度以避免损伤面部神经，具有较高的临床使用价值。</li> <li>· 国内外代表产品： HEARO机器人 (MED-EL和CAScination AG)、iotaSOFT人工耳蜗植入机器人 (iotaMotion)、RobOto机器人 (Collin Medical)</li> </ul>

图：中国手术机器人市场规模（亿元）



## 手术机器人：建议关注标的

- **微创机器人：**医疗机器人市场应用前景广阔，公司产品竞争力在国内外不断得到验证，出海已有初步成果。（1）**国内：**截至目前，图迈商业化装机后单中心手术量突破百例的医院超过十家。其中，上海市肺科医院在不到一年的时间内实施商业化临床手术接近500例。图迈在临床应用中适用术式超过300种，规模化临床手术量持续保持国产品牌第一位置，全面实现多科室、多样化术式全覆盖，并成功完成多个行业内天花板级别的高难度手术术式，为持续的商业化拓展和手术量快速提升打下坚实的基础。（2）**海外：**24年，公司核心产品图迈机器人于海外市场完成了11台商业化装机和销售。
- **天智航：**国内手术量持续突破，产品获得CE认证，国际化布局推进。骨科手术机器人手术量是最能体现骨科手术机器人公司的产品力、商业能力、服务能力、可持续发展能力的综合指标。24年公司天玑骨科手术机器人累计开展手术数量超过3.9万例。截至24年末，天玑骨科手术机器人累计开展手术数量超过10万例。公司骨科手术导航定位系统及骨科手术导航定位工具包获得欧盟CE认证，是国际化战略的重要成果之一，为公司海外市场的布局打下了坚实的基础。

1

创新药引领医药板块行情, 估值有望持续修复

2

创新出海趋势加速, 有望持续引领主线行情

- 创新药: 创新药出海加速, BD陆续兑现可期
- 家用器械: 海外市场突破打开国产龙头成长空间

3

部分细分边际改善, 有望逐步迎来修复机会

- CXO: GLP-1和ADC药物研发和销售持续火热, 有望推动相关CDMO公司经营边际改善
- 设备/高耗/IVD: 压制因素有序出清, 可系统性把握改善节奏
- 中药: 多因素共振积蓄板块修复势能, 把握创新探索与国改深化的窗口机遇
- 零售药房: 持续优化门店经营, 业绩有望加速改善

4

医疗新浪潮: 手术机器人、AI+医疗、脑机接口有望持续取得突破

- 手术机器人: 受益腔镜手术量增长与机器人渗透率提升
- AI+医疗: 商业化随技术突破加快落地, 市场高速增长
- 脑机接口: 近期陆续迎来密集催化

5

建议关注标的的汇总

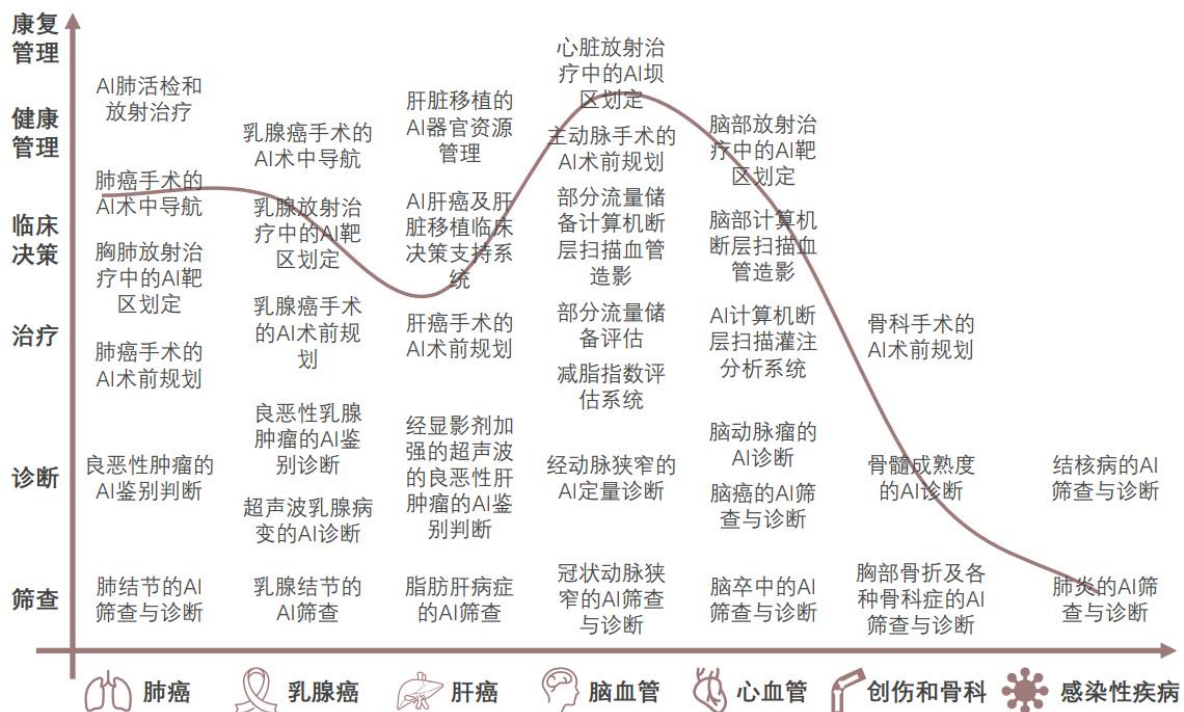
6

风险提示

# AI+医疗：在医疗器械与健康管理领域应用场景极其广泛

针对医疗行业当前的核心痛点与迫切需求，AI应用正催生大量创新场景。AI医疗展现出广阔前景与巨大潜力，其应用已广泛覆盖癌症、心脑血管、创伤骨科、感染性疾病等多个病种，并逐步渗透到患者诊疗全流程，包括筛查、诊断、治疗、临床决策、健康管理及康复管理等各个环节。随着技术的持续革新，AI工具在各领域的潜力将得到更深层次的挖掘与释放。

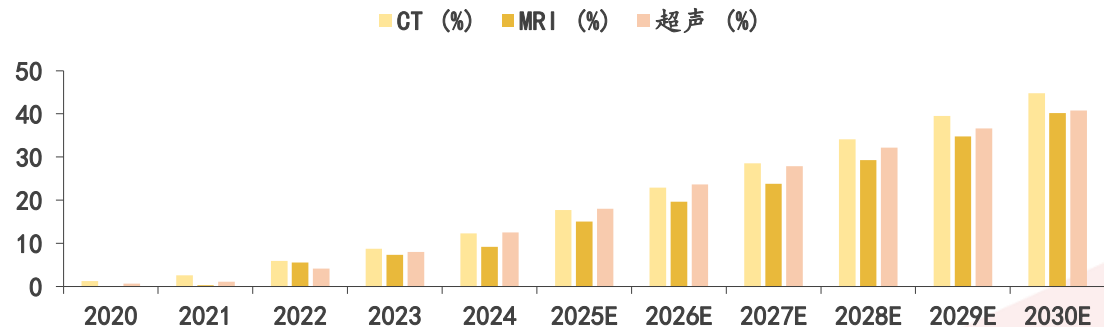
图：AI医疗器械应用情况



表：院内AI不同部位临床价值及技术壁垒

	心	脑	胸	腹	肌骨
技术挑战性	高度困难	困难	中度	困难	中度
适用影像模态	冠脉CT、冠脉MRA、超声扫描等	NCCT、头颈部CT、CTP等	CT扫描/增强、胸部X射线等	MRI检查、超声、CT等	DR、CT、MRI检查等
行业应用	FR、介入导管、支架定位	动脉瘤塑性、卒中预警	肺癌筛查、乳腺癌筛查	肝癌筛查、结肠直肠癌筛查	手术标靶及导航
可及中国人群	>1,700万冠状动脉心脏病患者	>410万中风患者	>1.2亿肺结节患者	>700万肝硬化患者	>8,000万关节炎患者

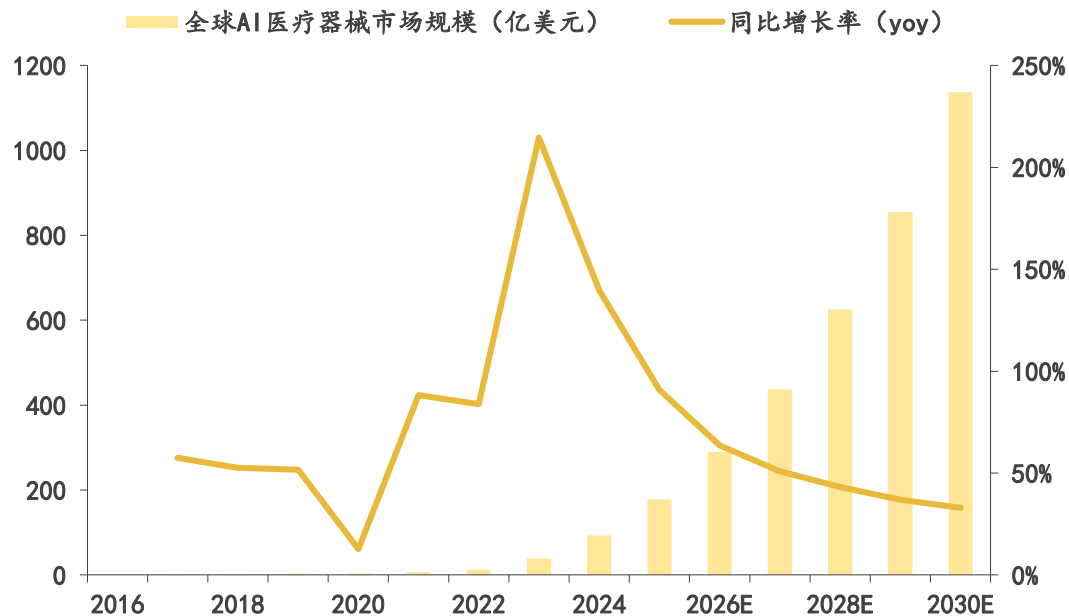
图：AI应用在中国CT、MRI及超声扫描的渗透率



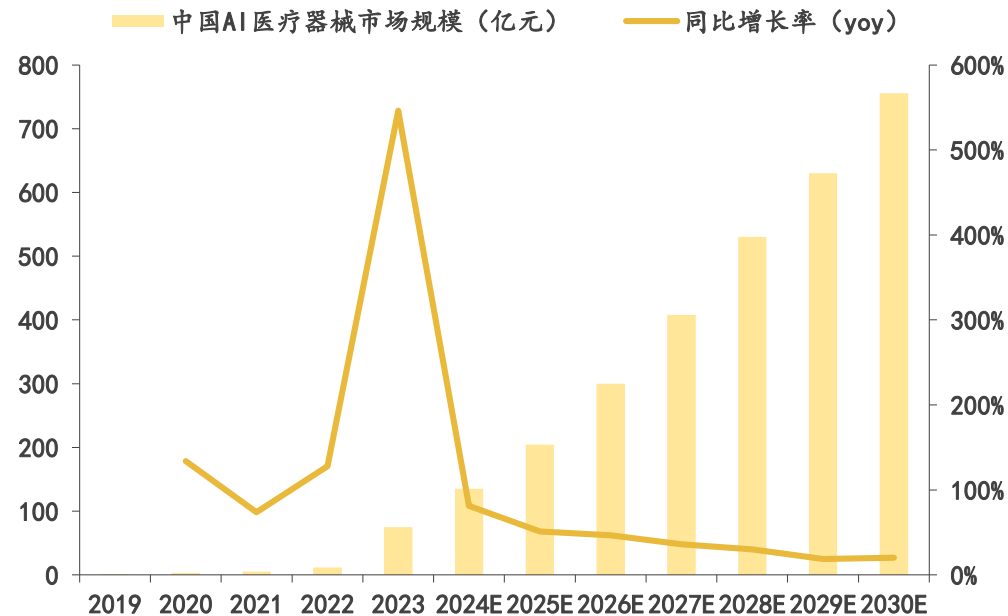
# AI+医疗：商业化随技术突破加快落地，市场高速增长

□ AI+医疗商业化随技术突破加快落地，推动相关市场蓬勃增长。根据头豹研究院数据，预计到2030年，全球AI+医疗器械市场将达到1,137亿美元，2025-2030年复合增速达到45.06%；国内AI+医疗器械市场将达到755.7亿元，2025-2030年复合增速达到29.90%。

图：全球AI医疗器械市场规模



图：中国AI医疗器械市场规模



## AI+医疗：建议关注标的

- **华大智造：**公司以自身创新推动行业边界延展，直接受益于未来AI+基因测序的产业趋势。测序成本降低已接近技术极限，公司正聚焦测序仪自动化、智能化及 AI 辅助分析系统的研发，通过整合硬件、算法与云端平台，构建覆盖“样本到报告”的全流程解决方案。未来，公司将继续深化与全球合作伙伴的技术协同，以前沿设备与开放生态驱动行业跨越成本与效率瓶颈，为生命科学研究的多元场景提供坚实技术底座，共同迈向精准医疗与生物经济的全新阶段。

（其他还有很多公司也拥有自身的AI布局，碍于篇幅限制，前序已提到过的公司这里不再赘述）

1

创新药引领医药板块行情, 估值有望持续修复

2

创新出海趋势加速, 有望持续引领主线行情

- 创新药: 创新药出海加速, BD陆续兑现可期
- 家用器械: 海外市场突破打开国产龙头成长空间

3

部分细分边际改善, 有望逐步迎来修复机会

- CXO: GLP-1和ADC药物研发和销售持续火热, 有望推动相关CDMO公司经营边际改善
- 设备/高耗/IVD: 压制因素有序出清, 可系统性把握改善节奏
- 中药: 多因素共振积蓄板块修复势能, 把握创新探索与国改深化的窗口机遇
- 零售药房: 持续优化门店经营, 业绩有望加速改善

4

医疗新浪潮: 手术机器人、AI+医疗、脑机接口有望持续取得突破

- 手术机器人: 受益腔镜手术量增长与机器人渗透率提升
- AI+医疗: 商业化随技术突破加快落地, 市场高速增长
- 脑机接口: 近期陆续迎来密集催化

5

建议关注标的汇总

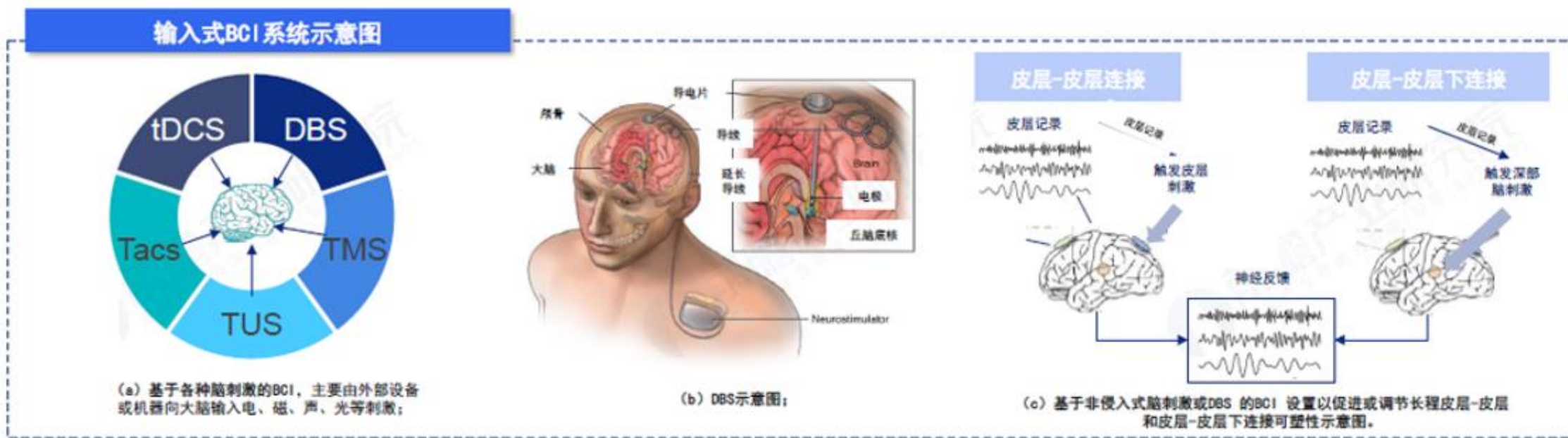
6

风险提示

# 脑机接口：生物脑与智能机器之间建立信息交流的直接通道

□ 脑机接口是指在生物脑与智能机器之间建立信息交流的直接通道，既可以解读脑部信号、控制外部设备，也可以将信息编码输入大脑。脑机接口技术根据技术路径可以分为输出式和输入式两大类。

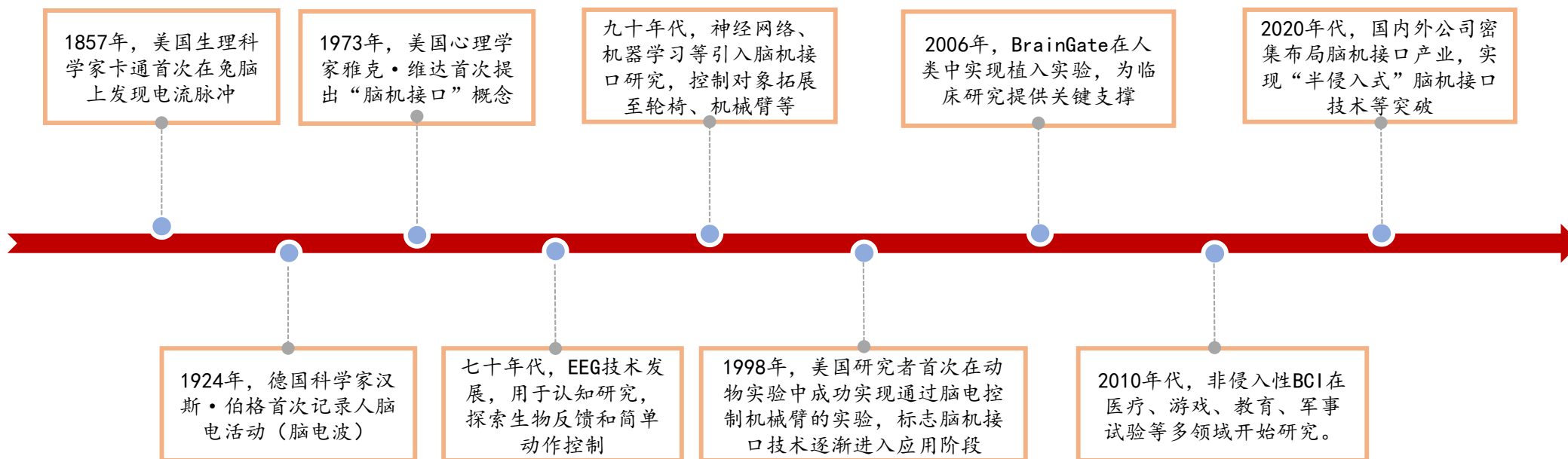
图：输入式脑机接口系统示意图



## 全球脑机接口技术持续发展，应用场景不断拓展

- 从19世纪下半叶至20世纪初，人类对脑电活动的认知逐渐深入。然而，直到20世纪70年代，美国神经科学家雅克·维达尔才首次提出“脑机接口”的概念，标志着该领域进入科学论证与技术探索阶段。进入21世纪后，得益于半导体等电子信息技术的飞速进步，脑机接口技术的实际应用日益成为可能，其应用场景得到极大拓展。世界各国纷纷加速布局落地应用，率先抢占这一前沿领域的技术制高点。

图：全球脑机接口发展历程



## 国内脑机接口持续发展，不断实现技术突破

- 国内脑机接口的研究起步于20世纪90年代末。彼时，清华大学开创了基于稳态视觉诱发电位（SSVEP）的新型脑机接口范式，该范式如今已成为无创脑机接口三大主要范式之一。基于严谨的科学态度，2023年之前，国内脑机接口产业主要聚焦于理论与技术探索及动物实验层面的安全性与有效性验证。2023年，我国迎来了首例脑机接口人体临床应用。进入2024年，国家层面相继出台了首部《脑机接口研究伦理指引》并发布了《脑机接口标准化技术委员会筹建方案》，为相关研究与应用的规范发展提供指导。预计到2030年我国将在脑机接口领域实现重大技术突破与产品创新。

图：国内脑机接口发展历程



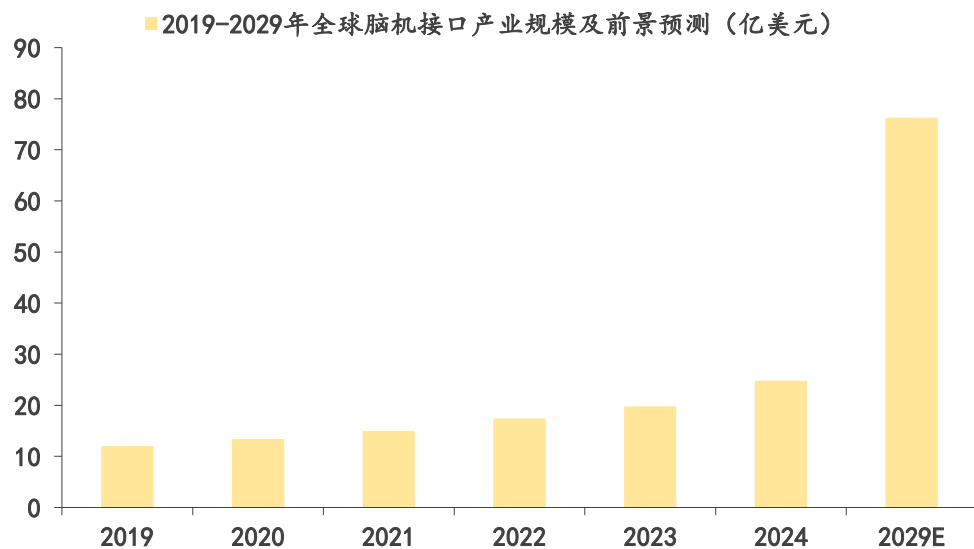
## 我国脑机接口领域近期边际催化密集

- ✓ 2025年1月：《可穿戴式脑机接口专用脑电采集分析系统技术要求及测试方法》发布，对可穿戴式脑电采集分析系统的术语定义、系统架构、技术要求和试验方法等方面做出了明确规定。
- ✓ 2025年3月：国家医保局发布《神经系统类医疗服务价格项目立项指南》，首次为脑机接口技术设立独立的收费项目，涵盖侵入式置入费、取出费以及非侵入式适配费。此举为脑机接口技术成熟后的临床应用铺平了道路，确保了相关收费的规范化和依据性。随后，湖北省医保局率先响应，发布了全国首个脑机接口医疗服务具体价格标准：（1）侵入式脑机接口置入费：6552元/次；（2）侵入式脑机接口取出费：3139元/次；（3）非侵入式脑机接口适配费：966元/次。医保准入的推进有利于前沿创新技术未来惠及更广泛的患者群体。。
- ✓ 2025年6月：（1）中国科学院在官网宣布中国科学院脑科学与智能技术卓越创新中心等机构成功开展了中国首例侵入式脑机接口的前瞻性临床试验，标志着我国成为全球第二个进入侵入式脑机接口临床试验阶段的国家。（2）全国医用电器标准化技术委员会医用电子仪器分技术委员会对《采用脑机接口技术的医疗器械 非侵入式设备通用技术条件》医疗器械国家标准立项申请项目公开征求意见。

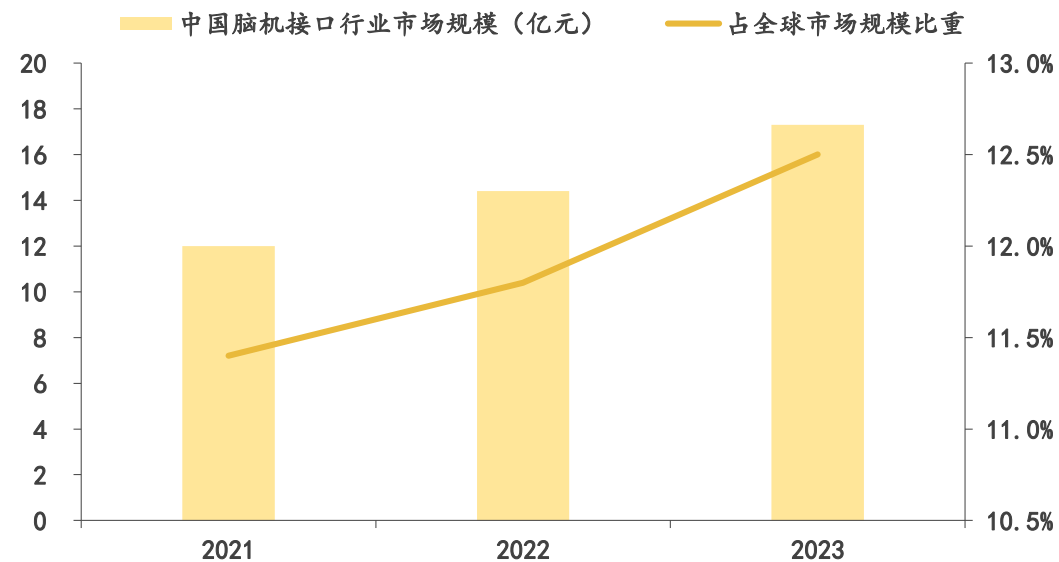
# 脑机接口技术逐渐走向商业化应用，其市场规模持续增长

□ 脑机接口技术成为全球科技前沿领域中最受瞩目的增长点之一，随着神经科学、人工智能和微电子技术的迅速发展，脑机接口技术正逐渐从实验室走向商业化应用。据Grand View Research统计数据，全球脑机接口市场规模由2019年的12亿美元增长至2023年近20亿美元，2019-2023年复合增长率超13%。行业前景方面，当前不同机构对于脑机接口产业的前景增速预测有较大差异，取均值计算预计到2029年全球脑机接口产业规模将达到76.3亿美元。

图：2019-2029年全球脑机接口产业规模及前景预测



图：中国脑机接口行业市场规模及占全球市场规模比重



## 脑机接口：建议关注标的

- **伟思医疗：公司在非侵入式脑机接口领域拥有丰富的产品和技术储备。**截至目前，公司已获得数十项与脑机接口相关的专利成果，涉及脑电信号采集、脑电干扰信号校正、信号传输解析和机器学习算法等核心技术，同时非侵入式脑机接口电极方面也积累了多项专利和技术储备。同时，公司目前在神经康复领域的技术布局已从单一设备向“诊断-治疗-康复”全周期解决方案延伸，针对闭环神经康复系统，公司已具备脑电采集、无创神经调控、康复机器人等技术。
- **爱朋医疗：积极拥抱新兴产业趋势，在脑机接口领域布局丰富。**公司在传感器、脑电信号处理、应用算法等方向深入研究并在围术期脑状态监测评估、睡眠诊断治疗、多动症、癫痫等精神类疾病诊断治疗等临床应用方向持续开发。基于脑机接口技术，公司参股公司瑞神安拥有一次性使用颅内脑电极（SEEG）、植入式迷走神经刺激器（VNS）及植入式可充电脊髓刺激器（SCS）等三类注册证产品，应用于癫痫及疼痛治疗等领域，且已取得一定规模的销售。公司成立控股子公司朋睿脑科学，将依托脑机接口、柔性传感、AI算法等技术，从事神经系统疾病诊断、认知训练、睡眠监测等领域诊疗产品及平台研发。
- **翔宇医疗：组建上海康复机器人实验室，筹建Sun-BCI Lab脑机接口实验室，纵深开拓前沿领域。**未来，公司将在康复机器人、脑机接口、AI医疗、精神心理、心肺康复等领域推出更多满足临床需求和医康养护市场需求的产品及解决方案。公司与西安交通大学共建康复医疗器械研究院，在人工智能、脑机接口、康复机器人关键技术等重点方向展开医教研产深度融合模式，打通科技成果转化“最后一公里”。

## 脑机接口：建议关注标的

- **诚益通：“侵入式与非侵入式”双轨并行的战略布局。**在非侵入式领域，公司于严肃医疗赛道率先取得突破，24年7月三款融合脑机接口技术的康复设备样机成功发布且正筹备注册申报，后续将持续升级现有康复设备；面向消费市场，首款C端产品样机于25年4月推出，后续会基于市场需求不断优化并推出更多产品；在侵入式领域，当前以科技储备为重点，集中资源开展基础研究与技术攻关，为未来产业化与商业化筑牢根基、提供支撑。

1 创新药引领医药板块行情, 估值有望持续修复

2 创新出海趋势加速, 有望持续引领主线行情

- 创新药: 创新药出海加速, BD陆续兑现可期
- 家用器械: 海外市场突破打开国产龙头成长空间

3 部分细分边际改善, 有望逐步迎来修复机会

- CXO: GLP-1和ADC药物研发和销售持续火热, 有望推动相关CDMO公司经营边际改善
- 设备/高耗/IVD: 压制因素有序出清, 可系统性把握改善节奏
- 中药: 多因素共振积蓄板块修复势能, 把握创新探索与国改深化的窗口机遇
- 零售药房: 持续优化门店经营, 业绩有望加速改善

4 医疗新浪潮: 手术机器人、AI+医疗、脑机接口有望持续取得突破

5 建议关注标的汇总

6 风险提示

# 建议关注标的汇总

表：创新药板块建议关注标的汇总

代码	公司	营业收入预测 (亿元)			净利润预测 (亿元)			核心逻辑	数据来源
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E		
01801. HK	信达生物	118.96	157.49	199.78	-0.95	6.50	17.75	重磅产品PD-1/IL-2双抗10耐药数据优异，未来有望以10耐药市场为基本盘拓展至一线市场，海外授权MNC潜力较大	国投证券医药
688382. SH	益方生物	1.77	2.92	4.47	-2.6	-2.2	-1.7	TYK2抑制剂银屑病治疗展现BIC潜力，海外授权MNC潜力较大	Choice
002317. SZ	众生药业	28.53	34.31	41.46	3.02	4.60	6.30	GLP-1/GIP双靶产品存在双周给药差异化优势，海外授权MNC潜力较大	国投证券医药
03681. HK	中国抗体	--	--	--	--	--	--	IL-25单抗特异性皮炎治疗瘙痒改善显著，海外授权MNC潜力较大	Choice
688266. SH	泽璟制药	8.63	15.14	23.43	-0.65	2.37	6.76	CD3/DLL3/DLL3三抗SCLC治疗展现BIC潜力，海外授权MNC潜力较大	国投证券医药
01530. HK	三生制药	135.91	117.89	133.30	55.77	30.41	35.81	PD-1/VEGF双抗已授权辉瑞，未来海外销售放量确定性高	Choice
3933. HK	联邦制药	149.58	152.08	164.27	35.60	30.66	34.31	持续深化中间体/原料药/制剂一体化布局，创新药临床进展值得期待	iFIND一致预测
06990. HK	科伦博泰	19.91	31.14	49.85	-5.86	-1.67	6.96	TROP2 ADC已授权默沙东，未来海外销售放量确定性高	Choice
688506. SH	百利天恒	22.50	27.23	25.65	-1.47	-3.98	-15.73	EGFR/HER3双抗ADC已授权BMS，未来海外销售放量确定性高	国投证券医药
02162. HK	康诺亚	6.61	11.89	22.20	-7.12	-5.33	-0.32	IL-4R单抗有望参加2025年医保谈判	Choice
600276. SH	恒瑞医药	312.16	353.20	398.63	70.91	81.43	93.63	多个创新药品种有望参加2025年医保谈判	国投证券医药
688062. SH	迈威生物	7.26	13.90	23.79	-7.56	-3.63	0.50	长效升白药有望参加2025年医保谈判	Choice
688443. SH	智翔金泰	2.03	5.14	10.54	-6.86	-5.01	-1.74	IL-17A单抗有望参加2025年医保谈判	Choice
02126. HK	药明巨诺	--	--	--	--	--	--	CD19 CAR-T有望纳入商保创新药目录	Choice
02171. HK	科济药业	--	--	--	--	--	--	BCMA CAR-T有望纳入商保创新药目录	Choice

# 建议关注标的汇总

表：器械板块建议关注标的汇总

代码	公司	营业收入预测 (亿元)			净利润预测 (亿元)			核心逻辑	数据来源
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E		
300760.SZ	迈瑞医疗	405.82	468.72	537.15	127.95	147.53	169.6	下半年业绩拐点，长期全球化高质量发展	国投证券医药
688271.SH	联影医疗	124.16	148.41	176.77	18.56	23.10	27.92	国内订单收入确认加速，同时海外业务处于高速增长阶段	Wind
300633.SZ	开立医疗	24.70	30.00	36.15	5.08	6.13	7.44	国内招投标回暖带动行业β向上，公司新品集中上市提升自身竞争力	国投证券医药
688212.SH	澳华内镜	8.66	10.53	12.72	0.95	1.21	1.46	国内招投标回暖带动行业β向上，AQ-400上市后份额提升可期	国投证券医药
688410.SH	山外山	7.35	9.10	10.96	1.49	1.89	2.37	国内招投标回暖带动行业β向上，耗材与出海打开长期空间	Wind
300832.SZ	新产业	51.48	60.90	71.61	20.15	23.38	27.57	集采影响逐步消化，海外业务快速增长，全球影响力增强	国投证券医药
688050.SH	爱博医疗	17.78	22.21	27.26	4.70	5.89	7.35	集采影响逐步消化，龙晶PR有晶体眼人工晶状体、隐形眼镜等新业务快速增长	Wind
688617.SH	惠泰医疗	26.95	34.78	44.92	8.97	11.72	15.24	PFA贡献新增量，心血管耗材龙头羽翼渐丰	Wind
688351.SH	微电生理	5.31	6.95	9.04	0.74	1.10	1.56	PFA上市临近，同时海外市场持续拓展	Wind
688114.SH	华大智造	36.52	43.45	50.69	-0.76	1.35	3.30	中短期受益国内份额进一步提升，长期延展行业边界打开想象空间	Wind
002223.SZ	鱼跃医疗	85.24	98.08	111.33	20.49	23.64	27.10	海外业务与创新产品驱动短期增长，长期受益智能化健康管理市场大趋势	国投证券医药
300298.SZ	三诺生物	49.32	55.20	62.10	4.33	5.22	6.30	CGM产品推陈出新、技术水准不断提升，海外拓展看点丰富	Wind
301367.SZ	瑞迈特	10.62	12.94	15.88	2.21	2.77	3.58	家用呼吸机海外库存出清迎拐点；与强脑科技合作事宜正在洽谈推进	Wind

# 建议关注标的汇总

表：CXO、零售药房板块建议关注标的汇总

代码	公司	营业收入预测 (亿元)			净利润预测 (亿元)			核心逻辑	数据来源
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E		
603259.SH	药明康德	424.79	489.99	565.70	119.64	129.32	149.48	全球创新药投融资持续复苏背景下，公司在手订单快速回暖且产能积极投放，2025年公司经营有望持续改善	国投证券医药
02269.HK	药明生物	212.70	245.71	286.81	39.18	45.47	53.32	公司凭借一体化CRDMO平台持续为客户赋能，推动公司各项业务稳健发展。生产业务方面，2025年预计有24个PPQ，PPQ批次稳步增长，CMO持续增长可期	国投证券医药
02268.HK	药明合联	55.89	74.33	95.15	13.71	16.96	20.76	公司持续扩展客户群体和ADC等生物偶联药物项目，项目数量和相关订单快速增长，看好公司业绩持续高增长	国投证券医药
002821.SZ	凯莱英	65.92	74.70	84.57	11.33	13.21	15.21	小分子业务稳健发展且新兴业务快速拓展，看好公司2025年业绩持续改善	国投证券医药
300759.SZ	康龙化成	137.92	156.47	177.59	19.28	21.48	23.89	得益于海外生物医药投融资逐步复苏，公司新签订单持续回暖，公司业绩有望进一步改善	国投证券医药
603939.SH	益丰药房	267.03	298.37	333.39	17.68	20.51	23.69	门店结构优化且运营降本增效，公司业绩有望边际改善	Choice
603233.SH	大参林	292.83	325.42	359.22	10.94	12.79	14.70	公司积极探索多元化经营和持续实现门店的降本增效，推动公司业绩稳健增长	Choice
603883.SH	老百姓	243.40	268.13	294.97	8.00	9.40	10.59	公司聚焦优势市场，积极拓展下沉市场，通过优化门店布局提升公司整体盈利能力	Choice
002727.SZ	一心堂	195.11	214.26	235.77	5.94	6.96	7.91	公司积极搭建泛健康产品品类，进一步激发门店的销售增长潜力	Choice
605266.SH	健之佳	102.05	112.21	122.99	2.45	2.97	3.10	公司通过定位于“健康+专业+便利”的零售药房，布局多元化创新并逐步形成差异化的专业竞争优势	Choice
301017.SZ	漱玉平民	--	--	--	--	--	--	公司深耕山东市场且积极布局省外扩张，实现立体化门店网络	--

# 建议关注标的汇总

表：中药板块建议关注标的汇总

代码	公司	营业收入预测（亿元）			净利润预测（亿元）			核心逻辑	数据来源
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E		
600557.SH	康缘药业	44.82	50.64	56.77	4.65	5.44	6.33	中药创新药领军企业，战略并购中新医药丰富研发管线	Wind一致预测
600535.SH	天士力	90.25	96.93	104.89	11.67	12.86	14.24	各类创新药管线储备丰富，有望逐步进入兑现期	国投证券预测
002603.SZ	以岭药业	97.47	109.63	121.56	12.28	14.52	16.73	25Q1业绩拐点已现，多款创新品种赋能长期发展	Wind一致预测
688658.SH	悦康药业	35.45	47.88	59.73	0.51	2.06	5.61	小核酸和mRNA平台实力强劲，创新管线有望陆续兑现	Wind一致预测
600566.SH	济川药业	75.18	80.76	86.27	22.50	24.87	27.35	现金分红回报股东，BD打造第二增长曲线	国投证券预测
000989.SZ	九芝堂	-	-	-	-	-	-	主业业绩有望企稳回升，干细胞药物研发打开长期空间	-
603998.SH	方盛制药	19.94	22.31	24.95	3.07	3.71	4.45	国内领先的创新中药企业，业绩有望稳健增长	Wind一致预测
000538.SZ	云南白药	419.06	438.10	457.75	52.30	57.26	62.27	核心产品增长稳健，布局中药新药及核药研发	国投证券预测
300181.SZ	佐力药业	32.23	39.04	47.15	6.60	8.46	10.60	立足菌粉发酵技术开发中药产品，入股凌意生物补充管线	Wind一致预测
600285.SH	羚锐制药	41.31	46.21	51.28	8.35	9.58	10.87	业绩持续稳健增长，银谷并表贡献增长新动能	Wind一致预测

# 建议关注标的汇总

表：中药板块建议关注标的汇总

代码	公司	营业收入预测 (亿元)			净利润预测 (亿元)			核心逻辑	数据来源
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E		
000999.SZ	华润三九	304.62	336.32	371.64	38.22	43.76	50.14	国企改革进入长效增长阶段，并购整合能力较强	国投证券预测
600422.SH	昆药集团	91.79	101.50	112.07	7.32	8.67	10.25	国企改革深入推进，有望逐步进入业绩兑现阶段	Wind一致预测
000423.SZ	东阿阿胶	68.84	79.60	91.89	18.57	22.08	26.02	十四五期间业绩增长亮眼，“1238”战略指引未来发展	Wind一致预测
600750.SH	江中药业	48.41	52.93	57.97	8.93	10.03	11.23	内生+外延双轮驱动，并购整合能力较强	国投证券预测
600535.SH	天士力	90.25	96.93	104.89	11.67	12.86	14.24	华润正式入主公司，期待国企改革全方位赋能	国投证券预测
600129.SH	太极集团	134.59	147.54	161.38	5.38	6.68	8.27	25Q1业绩环比改善，科技创新与营销变革齐发力	国投证券预测
600572.SH	康恩贝	-	-	-	-	-	-	大品牌大品种战略&并购工作持续推进，十五五规划积极谋划中	-

1 创新药引领医药板块行情, 估值有望持续修复

2 创新出海趋势加速, 有望持续引领主线行情

- 创新药: 创新药出海加速, BD陆续兑现可期
- 家用器械: 海外市场突破打开国产龙头成长空间

3 部分细分边际改善, 有望逐步迎来修复机会

- CXO: GLP-1和ADC药物研发和销售持续火热, 有望推动相关CDMO公司经营边际改善
- 设备/高耗/IVD: 压制因素有序出清, 可系统性把握改善节奏
- 中药: 多因素共振积蓄板块修复势能, 把握创新探索与国改深化的窗口机遇
- 零售药房: 持续优化门店经营, 业绩有望加速改善

4 医疗新浪潮: 手术机器人、AI+医疗、脑机接口有望持续取得突破

5 建议关注标的汇总

6 风险提示

## 风险提示

- 海外地缘政治风险，导致创新药、CXO、器械等细分领域出海不及预期的风险；
- 集采进一步扩容，导致药品、器械等细分领域降价压力提升的风险；
- 创新药、创新器械等研发失败的风险；
- 药品、器械等销售放量不及预期的风险；
- 生物医药行业投融资恢复不及预期的风险；
- 相关假设及预测不及预期的风险

## 行业评级

### □ 收益评级:

领先大市—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%以上;

同步大市—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%;

落后大市—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%以上;

### □ 风险评级:

A —正常风险, 未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动;

B —较高风险, 未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动;

## 分析师声明

### □ 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### □ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 公司地址

### 国投证券证券研究所

#### 深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路119号安信金融大厦33楼

邮 编： 518026

#### 上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路168号国投大厦28层

邮 编： 200082

#### 北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮 编： 100034