

医药行业2024年报&2025年一季报总结

业绩整体承压，看主题性和结构性机会

西南证券研究院
2025年5月

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxu@swsc.com.cn

分析师：汪翌雯
执业证号：S1250522120002
电话：13761961340
邮箱：wangyw@swsc.com.cn

核心观点

- 我们选取了医药行业355家上市公司，2024年收入总额22544亿元(-1.5%)；归母净利润1619.5亿元(-10.8%)；扣非归母净利润1467.4亿元(-11.6%)，主要剔除了在2023-2024年提取巨额商誉减值损失的企业、ST类、2023年以后上市的公司和新冠收入占比较大的IVD公司。2024年实现收入正增长的公司有163家，占比46%；归母净利润正增长的公司有163家，占比46%。**分季度来看**，25Q1收入5630.5亿元(-3.6%)，归母净利润508.1亿元(-2.2%)。24Q1/Q2/Q3/Q4单季度实现收入5838.8/5674.1/5539.6/5491.6亿元(-0.2%/-2.1%/+0.5%/-4.1%)；实现归母净利润519.6/520.3/433.9/145.7亿元(-7.5%/-6.9%/-10.8%/-30.1%)；实现扣非归母净利润490.9/483.4/398.4/94.6亿元(-5.8%/-5.0%/-11.5%/-46.9%)。受政策、宏观环境影响，整体业绩有所承压。
- **24年板块分化加大。药品板块**2024年收入3917亿元(+1%)，归母净利润424亿元(+8.2%)，扣非归母净利润386.3亿元(+9.6%)。2025Q1板块毛利率55.1%(+0.8pp)，归母净利率13%(+0.3pp)。随着集采、国谈等“政策底”显现，外部环境变化导致销售费用下降，降本增效成为企业经营主旋律，板块净利率整体呈上升趋势。**医疗器械**：器械板块(72家样本公司，剔除新冠相关标的)，2024年收入1675亿元(+1.7%)，归母净利润323亿元(-5.5%)，主要受到医保控费DRG、竞争格局等影响。分业务看，设备、IVD板块在24H2承压，高值整体保持稳定，低耗25Q1开始收入下滑。**CXO**：2024年CXO板块共实现收入870.0亿元(-4.3%)；实现归母净利润133.3亿元(-23.9%)；实现扣非归母净利润132.4亿元(-20.1%)。**原料药**2024年原料药板块实现收入1047.6亿元(+7.0%)；实现归母净利润121.5亿元(+43.9%)；扣非归母净利润114.4亿元(+48.7%)。**生命科学上游**生命科学上游板块2024年收入82亿元(+4.8%)，归母净利润4.7亿元(-31.5%)，扣非归母净利润2.2亿元(-33.2%)。2025Q1收入18.4亿元(-2%)，归母净利润1.2亿元(-3%)。**医疗服务**2024年收入总额550.4亿元(+1.6%)，归母净利润69.4亿元(-6.1%)，扣非归母净利润63.0亿元(-14.6%)。**血制品**剔除华兰生物疫苗业务后，7家血液制品上市公司2024年收入总额约为239亿元(+3.3%)，归母净利润总额约61亿元(+26.1%)，扣非归母净利润57.4亿元(+25.7%)，经调整归母净利润55.7亿元(+7.2%)。**零售药店**2024年收入总额1066.5元(+4.9%)，归母净利润35.1亿元(-25%)，扣非归母净利润33.9亿元(-26.2%)。**医药分销**2024年收入总额8995.9亿元(+0.3%)，归母净利润129.1亿元(-6.0%)，扣非归母净利润109.4亿元(-9.7%)。**中药**2024年收入总额3471.34亿元，同下滑4.6%，实现归母净利润285.3亿元，同比下降21.4%，扣非归母净利润243.73亿元，同比下降24.1%。**制药装备及耗材**选取5家A股制药设备及耗材领域上市公司，2024年收入总额123亿元(-9.8%)，归母净利润-1.42亿元(-113.4%)，扣非归母净利润-3亿元(-131.7%)。其中楚天科技24年净亏损4.5亿，从而拉低了整体板块的净利率增速。**疫苗**2024年实现收入399亿元(-46.2%)，归母净利润36亿元(-72.2%)。
- **风险提示**：药品降价预期风险；政策风险；医改政策执行进度低于预期风险；研发失败的风险。

医药行业2024年报&2025年一季报业绩总览——全行业表现

分行业来看：

- **创新药及制剂(89家)**：药品板块2024年收入3917亿元(+1%)，归母净利润424亿元(+8.2%)，扣非归母净利润386.3亿元(+9.6%)。2025Q1板块毛利率55.1%(+0.8pp)，归母净利率13%(+0.3pp)。随着集采、国谈等“政策底”显现，外部环境变化导致销售费用下降，降本增效成为企业经营主旋律，板块净利率整体呈上升趋势。
- **医疗器械(72家)**：器械板块(72家样本公司，剔除新冠相关标的)，2024年收入1675亿元(+1.7%)，归母净利润23亿元(-5.5%)，主要受到医保控费DRG、竞争格局等影响，2024年利润承压。不剔除新冠标的的数据，2024年器械板块收入1970亿元(+3.5%)，归母净利润359亿元(-2.2%)，新冠相关标的在2023年已基本完成进行基数消化、商誉计提和减值，相关企业的常规业务发展步入正轨。2025Q1器械板块收入398亿元(-5.1%)，归母净利润82亿元(-14.1%)，仍有承压。分业务看，设备、IVD板块在24H2承压，高值整体保持稳定，低耗25Q1开始收入下滑。分业务看，设备板块在24年短期承压，Q3起招投标数据开始逐步回暖，IVD、耗材板块24年起增速放缓。
- **CXO(20家)**：24Q4、2025Q1CXO板块重回增长轨道。2024年CXO板块共实现收入870.0亿元(-4.3%)；实现归母净利润133.3亿元(-23.9%)，实现扣非归母净利润132.4亿元(-20.1%)。分季度看，板块24Q4实现收入241.6亿元(+7.1%)，实现归母净利润26.4亿元(+94.6%)，实现扣非归母净利润32.6亿元(+73.5%)。板块25Q1实现收入217.4亿元(+13.2%)，实现归母净利润49.9亿元(+78.6%)，实现扣非归母净利润增速为34.7亿元(+23.0%)。2024年板块整体毛利率为38.1%(-2.8pp)、净利率为15.3%(-4.1pp)。销售费用率(2.8%，+0.4pp)、管理费用率(10.1%，+0.3pp)、研发费用率(5.6%，+0.3pp)小幅提升，财务费用率基本持平在-1.2%。由部分企业高利润大订单完成后回归持续经营业务、部分赛道/细分市场竞争加剧、整体销售/研发投入增加等因素综合导致。
- **原料药(37家)**：2024年原料药板块实现收入1047.6亿元(+7.0%)；实现归母净利润121.5亿元(+43.9%)；扣非归母净利润114.4亿元(+48.7%)。2025Q1实现收入264.6亿元(+2%)，归母净利润42.7亿元(+44.0%)，扣非归母净利润40.9亿元(+43.9%)。行业去库存周期后需求修复、终端产品价格企稳，收入端恢复增长，利润端显著改善。从盈利水平看，原料药板块利润率持续修复，2024年原料药板块毛利率(35.6%，+2.3pp)、净利率(11.1%，+2.7pp)企稳回升，管理费用率(6.6%，-1.1pp)、销售费用率(6.8%，-0.3pp)同比下降，研发费用率(6.6%，+0.6pp)、财务费用率(0.1%，+0.2pp)同比提高。2025Q1实现毛利率36.0%(+2.0pp)、净利率16.2%(+4.8pp)。

医药行业2024年报&2025年一季报业绩总览——全行业表现

分行业来看：

- **生命科学产品及服务(8家)**：2024年收入82亿元(+4.8%)，归母净利润4.7亿元(-31.5%)，扣非归母净利润2.2亿元(-33.2%)。2025Q1收入18.4亿元(-2%)，归母净利润1.2亿元(-3%)。分季度看，板块2024Q1/Q2/Q3/Q4收入分别为18.7/20.8/20.6/22.2亿元(+1.9%/+12.3%/+2.7%/+2.8%)，归母净利润分别为1.2/1.6/1亿元(-22.1%/-13.2%/-46.4%/-44.1%)。收入端受益于需求逐渐恢复、产品品类逐渐拓宽等因素有所增长。利润端下滑主要系费用端持续投放所致。从盈利能力看，2024年板块毛利率为45.2%(-0.4pp)，净利率为5.7%(-2.8pp)，四费率为40.3%(+2pp)，板块盈利能力下降主要系各家企业加大研发投入所致。
- **医疗服务(12家)**：2024年收入总额550.4亿元(+1.6%)，归母净利润69.4亿元(-6.1%)，扣非归母净利润63.0亿元(-14.6%)。分季度来看：收入增速放缓，短期利润承压。2024Q4/2025Q1收入137.1/135.1亿元(+0.4%/+5.4%)，归母净利润6.3/17.1亿元(-23.1%/+5.3%)，扣非归母净利润4.4/16.6亿元(-56.5%/+7.2%)。从盈利能力来看，24Q4/25Q1医疗服务板块的毛利率为40.7%/42.5%。24年Q4/25Q1四费率分别为34%/31.1%。毛利率下滑的原因我们推测跟部分手术如屈光、视光等消费医疗类业务受到外部环境竞争加剧、集采、DRG实施等影响，价格有所下降。此外部分医疗机构新拓展部分医院还处于爬坡和盈利改善的上行周期，因此毛利率有所下滑。
- **血制品(7家)**：2024年血制品经调整利润增速7.2%：剔除华兰生物疫苗业务后，7家血液制品上市公司2024年收入总额约为239亿元(+3.3%)，归母净利润总额约61亿元(+26.1%)，扣非归母净利润57.4亿元(+25.7%)，经调整归母净利润55.7亿元(+7.2%)。2023年血制品需求旺盛业绩基数较高，2024年行业供给扩张板块收入增长有所放缓。行业销售渠道政策于24H2逐步调整，叠加部分龙头公司降本增效控制费用，因此2024年行业利润增速快于收入端。2025Q1板块收入总额约为55亿元(+1.9%)，归母净利润13.7亿元(-17%)，扣非归母净利13.1亿元(-7.1%)，经调整归母净利润12.6亿元(-5.1%)。25Q1板块盈利能力有所降低，主要系受渠道政策、部分公司费用投入加大等因素影响。

医药行业2024年报&2025年一季报业绩总览——全行业表现

分行业来看：

- **零售药店(8家)**：2024年收入总额1066.5元(+4.9%)，归母净利润35.1亿元(-25%)，扣非归母净利润33.9亿元(-26.2%)。分季度来看，7家公司2024Q4/25Q1的收入总额分别为285亿元(-0.5%)/272.3亿元(+0%)。2024Q4/25Q1的归母净利润分别为2.6亿元(-61.8%)/14.2亿元(-5.6%)。分业务看，加盟及分销业务由于新店扩张，增速显著优于零售业务。分产品看，中西成药基于需求刚性，增长良好；非药品由于家庭库存收入有所承压。二季度受到行业竞争加剧，新店亏损等因素影响，利润端下滑幅度较大；三季度经营节奏恢复常态，季度环比趋势向上。随着后续药店门店统筹在全国逐步扩面，医保门诊统筹政策推进，处方外流加速，药店业务量不断增长，药店板块盈利提升仍将持续。
- **医药分销(21家)**：2024年收入总额8995.9亿元(+0.3%)，归母净利润129.1亿元(-6.0%)，扣非归母净利润109.4亿元(-9.7%)。分季度来看，21家公司2024Q1/Q2/Q3/Q4收入总额分别为2316.1亿元(+0.1%)/2238.5亿元(-2.0%)/2256.2亿元(+4.7%)/2185.0亿元(-1.4%)，25Q1收入总额为2294.5亿元(-0.9%)。随着集采持续扩面和行业合规性要求持续提高，流通环节的渠道更加透明、规范、统一，短期内行业市场规模承压，但行业格局有望加速出清，龙头公司有望持续提升市场份额。此外，下游医疗机构回款压力持续加大，流通企业的垫资压力增加，这种情况下融资能力较强、资金成本较低的龙头企业有望实现显著的竞争优势。
- **中药(66家)**：具体来看，2024年收入总额3471.34亿元，同比下滑4.6%，实现归母净利润285.3亿元，同比下降21.4%，扣非归母净利润243.73亿元，同比下降24.1%。边际上来看，2024Q4和2025Q1收入820、912.9亿元(-8.9%/-7.4%)，归母净利润-10.8/120.6亿元(-130.2%/-4.6%)，扣非归母净利润-28.7/113.2亿元(-229.5%/-5.4%)。从盈利能力来看，24Q4/25Q1中药板块的毛利率为40.3%/42.2%，同比下降2.3/1.1pp，我们认为主要是产品结构变化以及中药材价格涨价所致。24Q4/25Q1四费率分别为45.5%/36.9%。其中销售费用率分别为24.2%/21.8%环比有所下降。政策促进高质量发展。2025年3月20日，国务院办公厅发布《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》，提出以提升中药质量为基础，以科技创新为支撑，以体制机制改革为保障，实现常用中药材规范种植和稳定供给，加快构建现代化产业体系，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。

医药行业2024年报&2025年一季报业绩总览——全行业表现

分行业来看：

- **制药装备及耗材(5家)**：选取5家A股制药设备及耗材领域上市公司，2024年收入总额123亿元(-9.8%)，归母净利润-1.42亿元(-113.4%)，扣非归母净利润-3亿元(-131.7%)。其中楚天科技24年净亏损4.5亿，从而拉低了整体板块的净利率增速。
- **疫苗(10家)**：2024年疫苗板块(10家样本公司)实现收入399亿元(-46.2%)，归母净利润36亿元(-72.2%)。单季度看，24Q1/Q2/Q3/Q4/25Q1单季度收入同比增速分别为-15%/-42.6%/-56.7%/-66.3%/-67.3%，归母净利润同比增速分别为-52.1%/-59.6%/-78.6%/-143.8%/-111.9%。收入端来看，主要贡献仍然为HPV疫苗，以智飞生物代理的9价HPV疫苗为主，24年受行业整体以及竞争格局日益加剧影响，以及市场推广销售工作不及预期等因素，行业整体业绩承压。利润端下滑主要因智飞、万泰HPV疫苗以及其他部分厂商新生儿疫苗销售下滑所致。从盈利能力来看，2024年板块毛利率为46%(+1.9pp)，四费率为33.3%(+11.4pp)，净利率为9.0%(-8.5pp)。2025Q1板块毛利率为53.3%(+15.9pp)，净利率为-5.0%(-18.5pp)，四费率为52.5%(+33.7pp)，25Q1板块净利率同比下降主要因智飞生物利润转亏及费用率提高所致。

医药行业2024年报&2025年一季报业绩总览——全行业表现

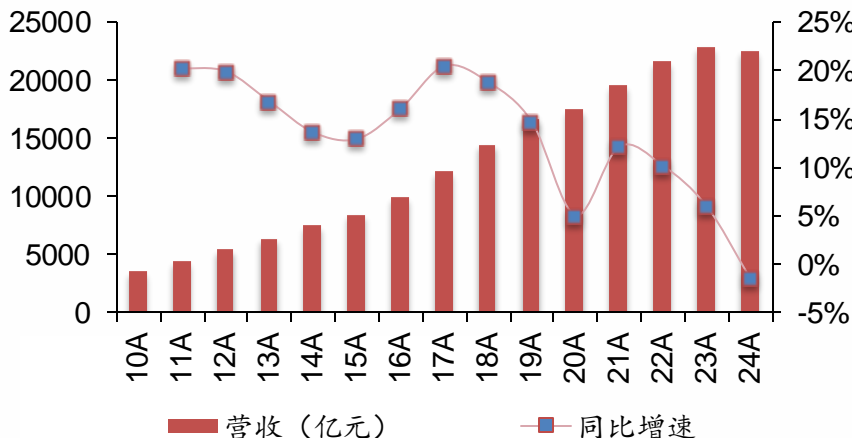
1.1 全行业（包括科创板公司）

- 我们共选取医药行业355家上市公司，2024年收入总额**22544亿元(-1.5%)**；归母净利润**1619.5亿元(-10.8%)**；扣非归母净利润**1467.4亿元(-11.6%)**，主要剔除了在2023-2024年提取巨额商誉减值损失的企业、ST类、2023年以后上市的公司和新冠收入占比较大的IVD公司。
- 2024年实现收入正增长的公司有163家，占比46%；归母净利润正增长的公司有163家，占比46%。

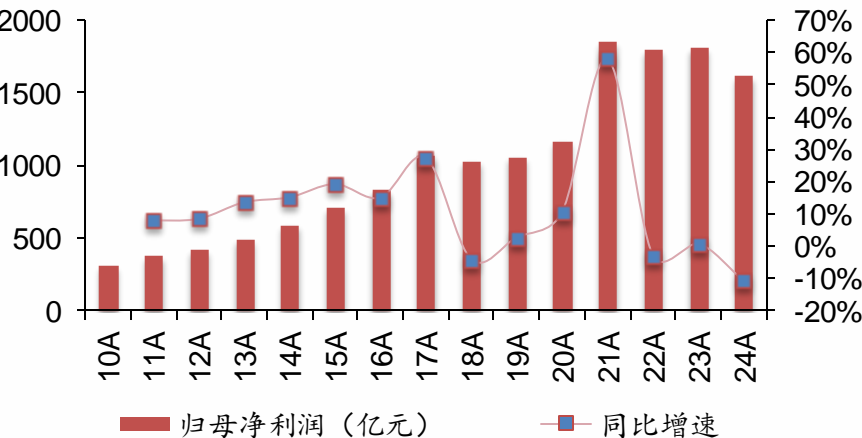
医药行业2024业绩速览

收入增速	全行业	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-1.5%	4	18	163	192
占比		1%	5%	46%	54%
归母净利润增速	全行业	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-10.8%	51	68	163	192
占比		14%	19%	46%	54%

2010-2024年医药行业上市公司收入总额及增速



2010-2024年行业上市公司归母净利润总额及增速



医药行业2024年报&2025年一季度报业绩总览——全行业表现

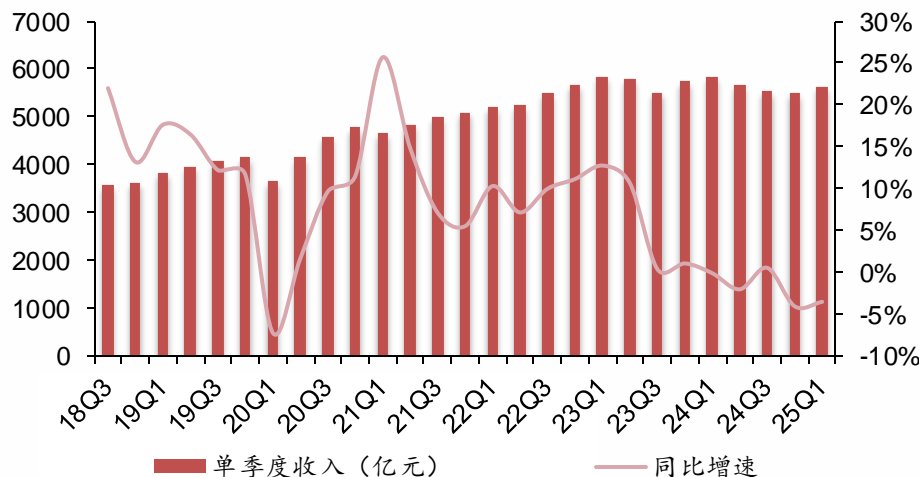
23Q4-25Q1分季度看医药行业整体表现

(亿元)	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
单季度收入	5727.0	5838.8	5674.1	5539.6	5491.6	5630.5
同比增速	1.0%	-0.2%	-2.1%	0.5%	-4.1%	-3.6%
归母净利润	208.4	519.6	520.3	433.9	145.7	508.1
同比增速	-22.9%	-7.5%	-6.9%	-10.8%	-30.1%	-2.2%
扣非归母净利润	178.3	490.9	483.4	398.4	94.6	458.8
同比增速	-22.7%	-5.8%	-5.0%	-11.5%	-46.9%	-6.5%

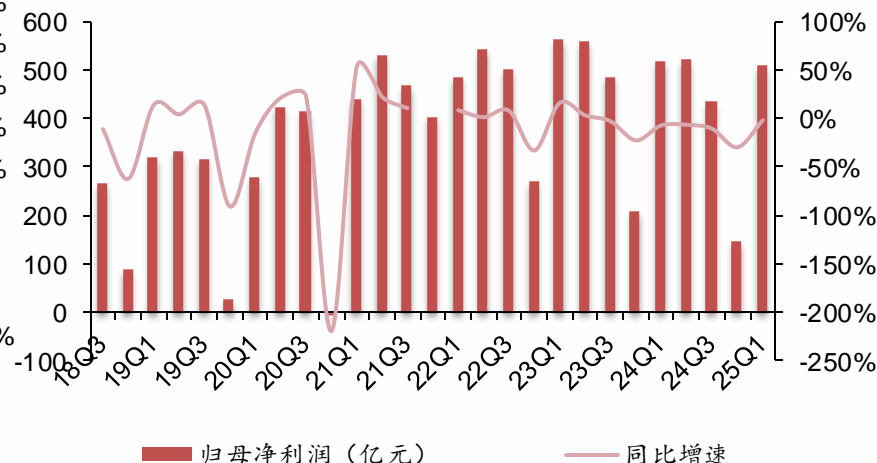
1.1 全行业（包括科创板公司）

分季度来看，25Q1、24Q4收入、归母净利润均同比下滑。24Q1/24Q2/24Q3/24Q4/25Q1单季度实现收入5838.8/5674.1/5539.6/5491.6/5630.5 亿元 (-0.2%/-2.1%/+0.5%/-4.1%/-3.6%)；实现归母净利润519.6/520.3/433.9/145.7/508.1 亿元 (-7.5%/-6.9%/-10.8%/-30.1%/-2.2%)；实现扣非归母净利润490.9/483.4/398.4/94.6/458.8 亿元 (-5.8%/-5.0%/-11.5%/-46.9%/-6.5%)。受政策、宏观环境影响，整体业绩有所承压。

18Q3-25Q1单季度医药行业上市公司收入总额及增速



18Q3-25Q1单季度医药行业上市公司归母净利润总额及增速



医药行业2024年报&2025年一季报业绩总览——全行业表现

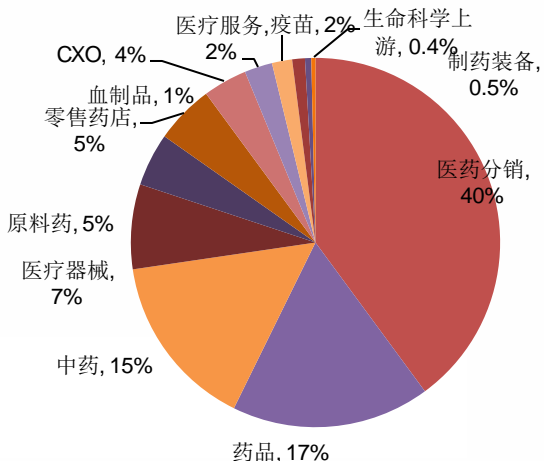
1.1 全行业（包括科创板公司）

- 收入端来看，2024年子行业中收入占比最大的为医药分销板块，占比高达40%；占比第二第三的分别为药品板块、中药板块，占比分别为17%、15%；
- 利润端来看，2024年子行业中利润占比最大的为药品板块，占比高达26%；占比第二、第三的分别为医疗器械、中药板块，占比分别为20%、18%。

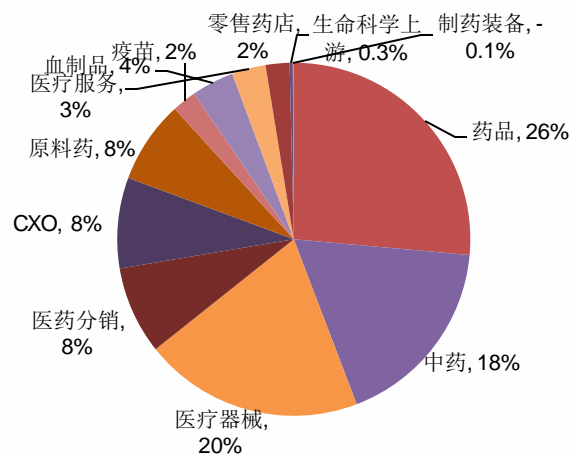
2018-2024年医药行业整体表现

(亿元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
全年营收	16628	17468.4	19592.9	21587.8	22881.3	22544.0
同比增速	14.7%	5.1%	12.2%	10.2%	6.0%	-1.5%
归母净利润	1062.0	1173.7	1855.2	1801.3	1815.3	1619.5
同比增速	2.7%	10.5%	58.1%	-2.9%	0.8%	-10.8%
扣非归母净利润	868.3	950.2	1419.2	1645.7	1660.8	1467.4
同比增速	-2.8%	9.4%	49.4%	16.0%	0.9%	-11.6%

2024年医药行业子板块收入占全行业比例



2024年医药行业子板块归母净利润占全行业比例



医药行业2024年报&2025年一季报业绩总览——全行业表现

1.1 全行业（包括科创板公司）

2024年收入毛利净利润同比变动额度

2024年

■ 主要增量贡献：

- 收入：原料药、零售药店、药品
- 毛利：原料药、药品、零售药店
- 净利润：原料药、药品

亿元	收入同比额度	毛利润变动	净利润变动
药品	38.5	43.5	32.1
CXO	-38.9	-40.4	-41.9
疫苗	-342.9	-143.4	-93.1
医疗器械	28.6	3.0	-18.7
血制品	-5.3	4.3	8.2
零售药店	53.9	21.4	-11.7
医疗服务	8.5	5.0	-5.5
医药分销	27.3	-35.8	-8.3
原料药	68.5	46.8	37.1
中药	-166.0	-158.9	-77.7
生命科学上游	3.8	1.4	-2.1
制药装备	-13.3	-10.9	-12.0
全行业	-337.3	-282.8	-193.5

医药行业2024年报&2025年一季报业绩总览——全行业表现

- **结构分化更加明显。**从收入增速看，2024年原料药（+7.0%）、零售药店(+4.9%)、生命科学上游（+4.8%）、医疗服务(+1.6%）等板块稳健增长。

	收入增速	归母净利润增速	毛利率变动	毛利率水平
	2024年	2024年	2024年	2024年
原料药	7.0%	43.9%	2.3PP	35.6%
零售药店	4.9%	-25.0%	0.0PP	40.1%
生命科学上游	4.8%	-31.5%	-0.4PP	45.2%
医疗器械	1.7%	-5.5%	-0.8PP	55.9%
医疗服务	1.6%	-6.1%	-1.6PP	44.7%
药品	1.0%	8.2%	0.6PP	55.0%
医药分销	0.3%	-6.0%	-0.4PP	9.7%
血制品	-2.1%	15.2%	-0.6PP	50.6%
CXO	-4.3%	-23.9%	-2.8PP	38.1%
中药	-4.6%	-21.4%	-2.5PP	41.5%
制药装备	-9.8%	-113.4%	-5.0PP	31.3%
疫苗	-46.2%	-72.2%	1.9PP	46.0%
全行业	-1.5%	-10.8%	-0.8PP	32.0%

按24年收入增速排序

医药行业2024年报&2025年一季报业绩总览——全行业表现

- **结构分化更加明显。**从利润增速来看，原料药（+43.9%）、血制品（+15.2%）、药品（+8.2%）等板块增速较好。

	收入增速	归母净利润增速	毛利率变动	毛利率水平
	2024年	2024年	2024年	2024年
原料药	7.0%	43.9%	2.3PP	35.6%
血制品	-2.1%	15.2%	-0.6PP	50.6%
药品	1.0%	8.2%	0.6PP	55.0%
医疗器械	1.7%	-5.5%	-0.8PP	55.9%
医药分销	0.3%	-6.0%	-0.4PP	9.7%
医疗服务	1.6%	-6.1%	-1.6PP	44.7%
中药	-4.6%	-21.4%	-2.5PP	41.5%
CXO	-4.3%	-23.9%	-2.8PP	38.1%
零售药店	4.9%	-25.0%	0.0PP	40.1%
生命科学上游	4.8%	-31.5%	-0.4PP	45.2%
疫苗	-46.2%	-72.2%	1.9PP	46.0%
制药装备	-9.8%	-113.4%	-5.0PP	31.3%
全行业	-1.5%	-10.8%	-0.8PP	32.0%

按24年归母净利润增速排序

医药行业2024年报&2025年一季报业绩总览——全行业表现

- 结构分化更加明显。25Q1从收入增速来看，25Q1 CXO(+13.2%)、医疗服务(+5.4%)、原料药(+2.0%)增速较快。

	收入增速					归母净利润增速					毛利率变动					毛利率水平				
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
CXO	-12.8%	-9.7%	-1.8%	7.1%	13.2%	-42.3%	-31.4%	-28.8%	94.6%	78.6%	-4.5pp	-3.7pp	-2.9pp	-0.3pp	2.0pp	36.8%	38.8%	39.6%	37.3%	38.7%
医疗服务	3.1%	3.2%	-0.2%	0.4%	5.4%	-3.7%	0.3%	-7.6%	-23.1%	5.3%	-0.1pp	-1.9pp	-1.4pp	-3.1pp	-1.0pp	43.5%	45.6%	47.5%	40.7%	42.5%
原料药	-2.2%	8.4%	16.0%	7.2%	2.0%	-5.4%	24.7%	73.2%	3972.3%	44.0%	-0.7pp	0.7pp	2.5pp	7.0pp	1.9pp	34.0%	34.6%	36.4%	37.5%	36.0%
零售药店	11.4%	4.7%	5.4%	-1.0%	-0.2%	-3.1%	-31.3%	-37.1%	-87.2%	-4.6%	-0.8pp	-0.7pp	0.0pp	0.4pp	0.0pp	34.2%	34.6%	34.2%	32.8%	34.2%
医药分销	0.1%	-2.0%	4.7%	-1.4%	-0.9%	-1.5%	-8.1%	-2.0%	-29.5%	-2.5%	-0.7pp	-0.5pp	-0.2pp	-0.4pp	-0.5pp	9.6%	10.2%	9.4%	9.7%	9.1%
生命科学上游	1.9%	12.3%	2.7%	2.8%	-2.0%	-22.1%	-13.2%	-46.4%	-44.1%	-3.0%	-0.9pp	-1.3pp	-1.4pp	1.7pp	2.7pp	45.9%	44.5%	44.8%	45.5%	48.6%
药品	1.6%	2.7%	3.3%	-3.4%	-3.1%	9.2%	13.0%	6.5%	-0.7%	-1.1%	0.0pp	1.1pp	0.9pp	-0.4pp	0.7pp	54.3%	55.7%	55.0%	55.0%	55.1%
医疗器械	3.0%	3.6%	0.6%	-0.4%	-5.1%	6.0%	1.8%	-14.4%	-23.7%	-14.1%	0.1pp	1.6pp	-1.8pp	-3.3pp	-1.5pp	56.9%	58.0%	56.0%	52.4%	55.4%
血制品	-0.3%	-9.0%	1.3%	-9.2%	-6.1%	-3.5%	-33.6%	0.9%	47.7%	-10.3%	-0.7pp	-0.3pp	-0.6pp	0.0pp	-0.3pp	8.9%	9.2%	8.6%	8.8%	8.6%
中药	-0.6%	-6.0%	-3.0%	-8.9%	-7.4%	-7.4%	-10.2%	-12.0%	-130.2%	-4.6%	-2.6pp	-1.7pp	-3.6pp	-2.2pp	-1.1pp	43.3%	42.2%	39.7%	40.3%	42.2%
制药装备	-13.5%	-18.4%	-14.9%	8.7%	-9.1%	-79.4%	-94.3%	-132.5%	-319.7%	-31.5%	-5.9pp	-6.6pp	-4.3pp	-2.8pp	-1.3pp	33.4%	32.0%	29.6%	30.4%	32.1%
疫苗	-15.0%	-42.6%	-56.7%	-66.3%	-67.3%	-52.1%	-59.6%	-78.6%	-143.8%	-111.9%	-12.6pp	1.4pp	12.2pp	12.7pp	15.9pp	37.4%	46.7%	54.8%	51.9%	53.3%
全行业	-0.1%	-3.0%	0.7%	-4.7%	-3.9%	-7.7%	-8.0%	-11.1%	-38.5%	-1.9%	-1.2pp	-0.1pp	-1.0pp	-0.6pp	-0.4pp	29.1%	30.0%	28.7%	28.6%	28.7%

按25Q1收入增速排序

医药行业2024年报&2025年一季报业绩总览——全行业表现

- 结构分化更加明显。25Q1从归母净利润增速看，25Q1 CXO(+78.6%)、原料药(+44.0%)、医疗服务(+5.3%)等板块增速较快。

	收入增速					归母净利润增速					毛利率变动					毛利率水平				
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
CXO	-12.8%	-9.7%	-1.8%	7.1%	13.2%	-42.3%	-31.4%	-28.8%	94.6%	78.6%	-4.5pp	-3.7pp	-2.9pp	-0.3pp	2.0pp	36.8%	38.8%	39.6%	37.3%	38.7%
原料药	-2.2%	8.4%	16.0%	7.2%	2.0%	-5.4%	24.7%	73.2%	3972.3%	44.0%	-0.7pp	0.7pp	2.5pp	7.0pp	1.9pp	34.0%	34.6%	36.4%	37.5%	36.0%
医疗服务	3.1%	3.2%	-0.2%	0.4%	5.4%	-3.7%	0.3%	-7.6%	-23.1%	5.3%	-0.1pp	-1.9pp	-1.4pp	-3.1pp	-1.0pp	43.5%	45.6%	47.5%	40.7%	42.5%
药品	1.6%	2.7%	3.3%	-3.4%	-3.1%	9.2%	13.0%	6.5%	-0.7%	-1.1%	0.0pp	1.1pp	0.9pp	-0.4pp	0.7pp	54.3%	55.7%	55.0%	55.0%	55.1%
医药分销	0.1%	-2.0%	4.7%	-1.4%	-0.9%	-1.5%	-8.1%	-2.0%	-29.5%	-2.5%	-0.7pp	-0.5pp	-0.2pp	-0.4pp	-0.5pp	9.6%	10.2%	9.4%	9.7%	9.1%
生命科学上游	1.9%	12.3%	2.7%	2.8%	-2.0%	-22.1%	-13.2%	-46.4%	-44.1%	-3.0%	-0.9pp	-1.3pp	-1.4pp	1.7pp	2.7pp	45.9%	44.5%	44.8%	45.5%	48.6%
零售药店	11.4%	4.7%	5.4%	-1.0%	-0.2%	-3.1%	-31.3%	-37.1%	-87.2%	-4.6%	-0.8pp	-0.7pp	0.0pp	0.4pp	0.0pp	34.2%	34.6%	34.2%	32.8%	34.2%
中药	-0.6%	-6.0%	-3.0%	-8.9%	-7.4%	-7.4%	-10.2%	-12.0%	-130.2%	-4.6%	-2.6pp	-1.7pp	-3.6pp	-2.2pp	-1.1pp	43.3%	42.2%	39.7%	40.3%	42.2%
血制品	-0.3%	-9.0%	1.3%	-9.2%	-6.1%	-3.5%	-33.6%	0.9%	47.7%	-10.3%	-0.7pp	-0.3pp	-0.6pp	0.0pp	-0.3pp	8.9%	9.2%	8.6%	8.8%	8.6%
医疗器械	3.0%	3.6%	0.6%	-0.4%	-5.1%	6.0%	1.8%	-14.4%	-23.7%	-14.1%	0.1pp	1.6pp	-1.8pp	-3.3pp	-1.5pp	56.9%	58.0%	56.0%	52.4%	55.4%
制药装备	-13.5%	-18.4%	-14.9%	8.7%	-9.1%	-79.4%	-94.3%	-132.5%	-319.7%	-31.5%	-5.9pp	-6.6pp	-4.3pp	-2.8pp	-1.3pp	33.4%	32.0%	29.6%	30.4%	32.1%
疫苗	-15.0%	-42.6%	-56.7%	-66.3%	-67.3%	-52.1%	-59.6%	-78.6%	-143.8%	-111.9%	-12.6pp	1.4pp	12.2pp	12.7pp	15.9pp	37.4%	46.7%	54.8%	51.9%	53.3%
全行业	-0.1%	-3.0%	0.7%	-4.7%	-3.9%	-7.7%	-8.0%	-11.1%	-38.5%	-1.9%	-1.2pp	-0.1pp	-1.0pp	-0.6pp	-0.4pp	29.1%	30.0%	28.7%	28.6%	28.7%

按25Q1归母净利润增速排序

医药行业2024年报&2025年一季度业绩总览——全行业表现

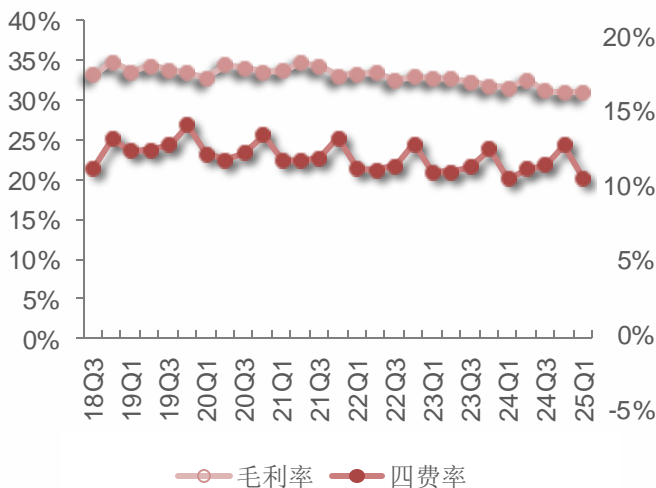
■ 全行业盈利分析：2024年四费率基本持平

2024年累计收入同比下降1.5%，毛利同比下降3.9%，归母净利润同比下降约10.8%。

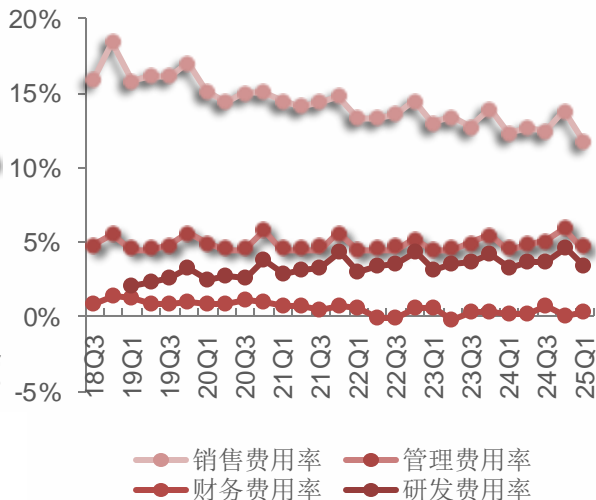
- 销售费用率13%，同比降低0.5pp。
- 管理费用率5%，同比增加0.2pp。
- 财务费用率0.3%，同比增加0.1pp。
- 研发费用率4%，同比增加0.2pp。

医药行业整体	24年yoy	24年增加额 (亿元)	对应费用率	费用率+pp
营业收入	-1.5%	-337		
毛利润	-3.9%	-289		
归母净利润	-10.8%	-196		
销售费用	-5.4%	-163	13%	-0.5
管理费用	3.0%	34	5%	0.2
财务费用	28.9%	16	0.3%	0.1
研发费用	2.6%	22	4%	0.2

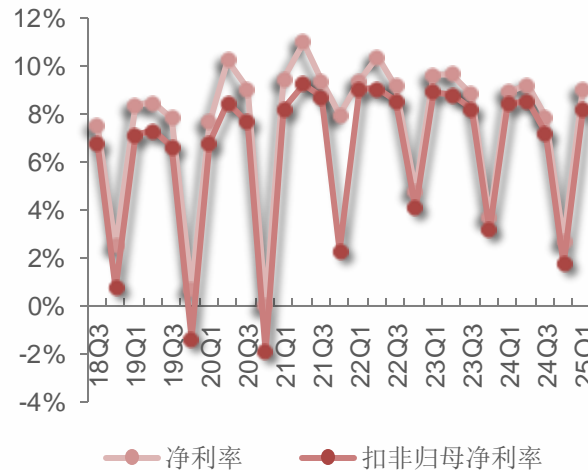
2018Q3-2025Q1医药行业上市公司毛利率及四费率



2018Q3-2025Q1医药上市公司费用率



2018Q3-2025Q1医药行业上市公司净利率及扣非净利率

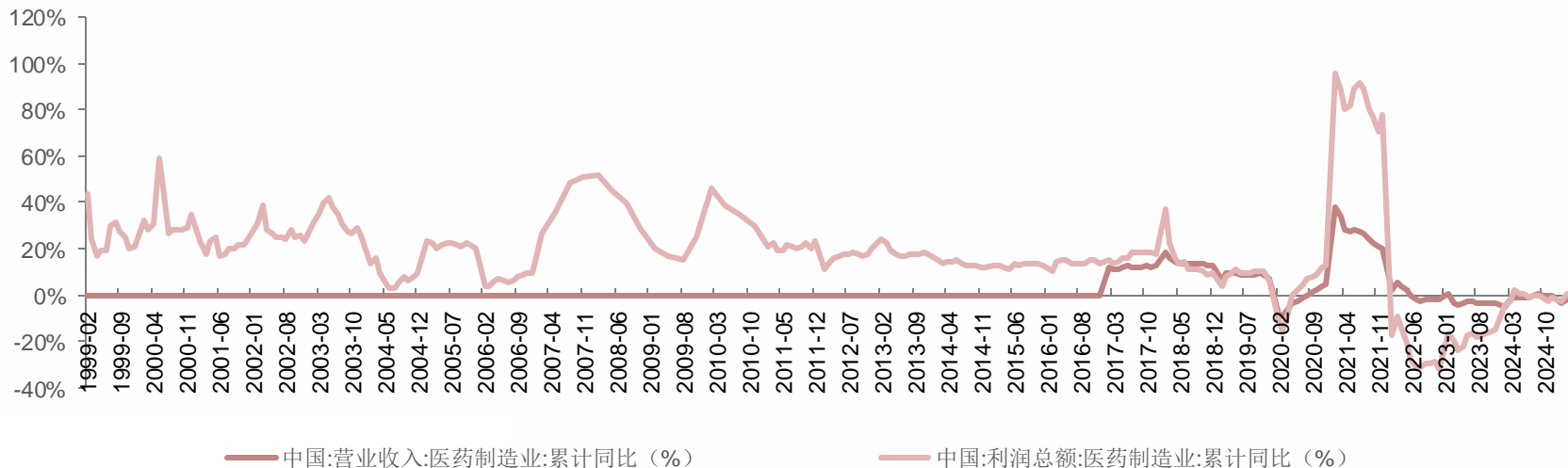


医药行业2024年报&2025年一季报业绩总览——全行业表现

1.2 医药工业运行情况：医药行业累计利润总额持续回暖，医药制造业稳健恢复中

- **国家统计局规模以上医药制造业数据**：2025年1-3月全国规模以上医药制造业实现营业收入9683.4亿元，同比增长2.1%。受集采、国谈和医药反腐相关政策的阶段性影响，随着反腐影响逐步消除，后续医药制造业同比增速有望提升。
- **西南观点**：医药工业整体增速在国家医保局成立背景下，随着带量采购执行，行业格局变化在即。结构上分化愈加明显，创新药、创新器械等成为行业主要增长动力。2025年我们预计医药工业整体增速将有望回暖。

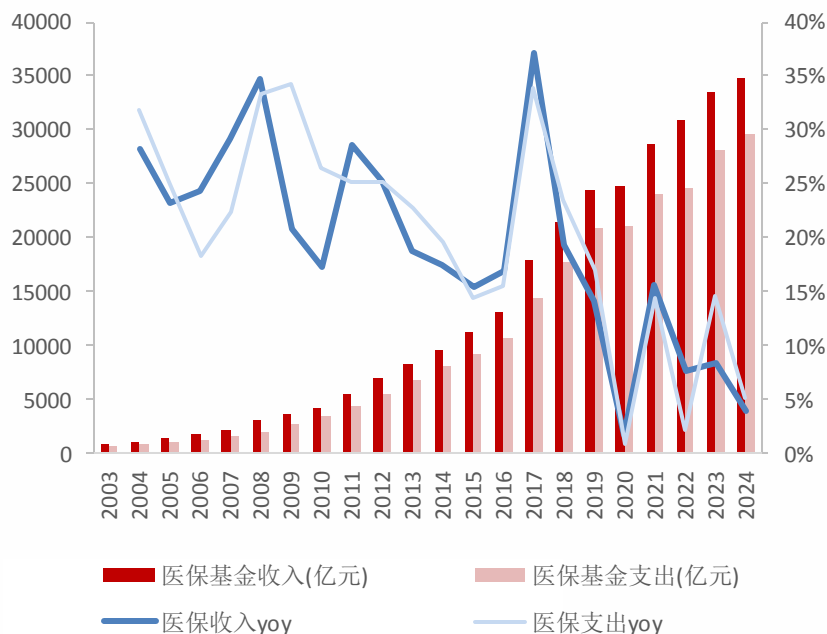
医药工业收入总额及增速（统计局）



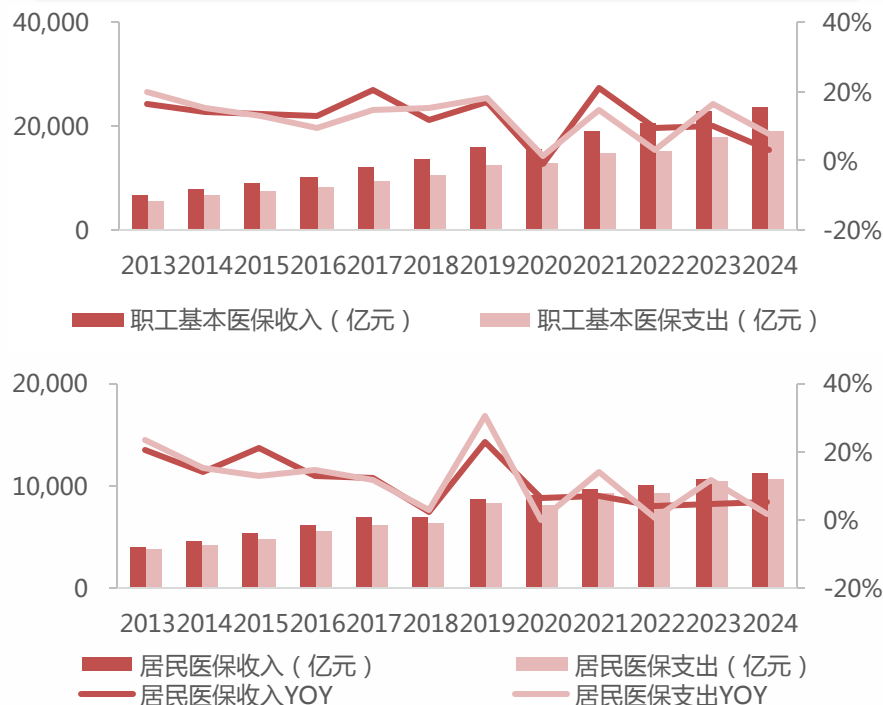
医药行业2024年报&2025年一季报业绩总览——全行业表现

- **医保基金收支数据**：医保基金收入从2003年的890亿元增长至2024年的34810亿元，2024年增速为3.9%，CAGR达19.1%；医保基金支出从2009年的653.9亿元增长至2024年的29676亿元，2024年增速为5.2%，CAGR达19.9%，医保基金支出增速高于收入增速。
- **医保统筹基金及城乡居民医保**：2024年职工医保基金收入23671.6亿元，职工医保基金支出19056.6亿元；城乡居民医保基金收入11138.36亿元，城乡居民医保基金支出10619.38亿元。2025年1-2月医保统筹基金收入为5464.4亿元，其中职工2067.9亿元，城乡居民2496.5亿元；统筹医保基金支出为3304.6亿元，其中职工1854.2亿元，城乡居民1450.46亿元。

2003-2024年医保收支及增速



2013-2024年职工/城乡居民医保收支及增速

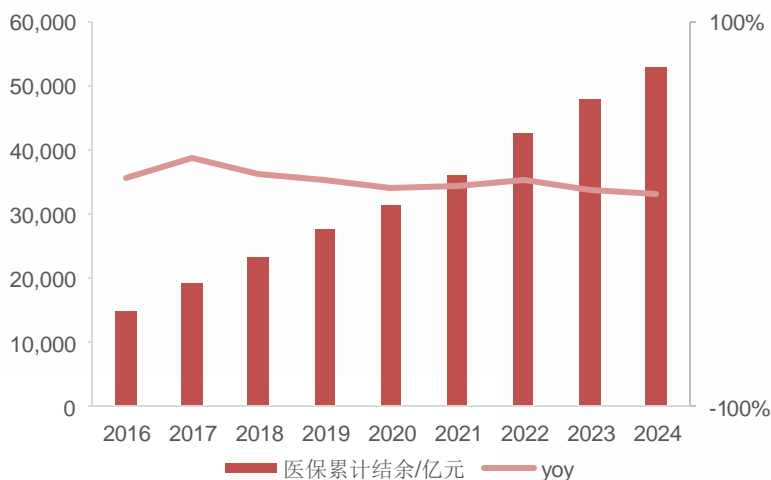


医药行业2024年报&2025年一季报业绩总览——全行业表现

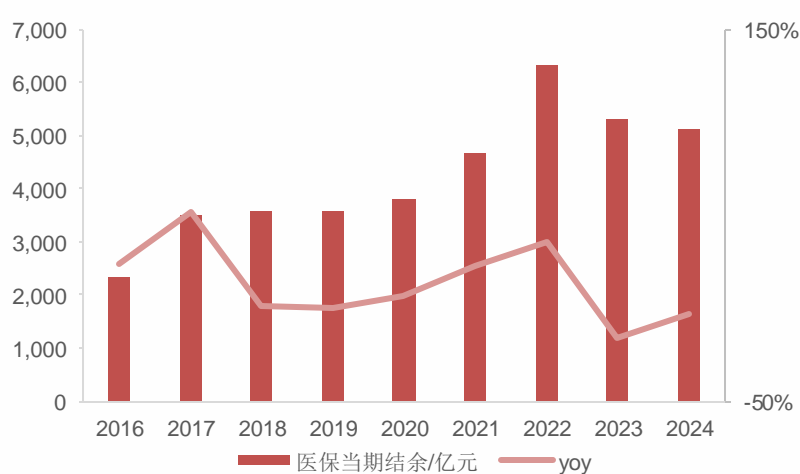
1.3 医保基金情况：2024年当期结余增速连续两年告负，医联控费刻不容缓

- **累计结余增速放缓，医保基金承压。** 2009年以来医保基金结余持续增长，从2009年的4275.9亿元，增长到2023年的53067亿元，2024年增速为10.7%。2017年后医保并轨，新农合与城镇居民医保进行整合，医保基金收入、支出、累计结余增速均提升。2018-2020年医保基金累计结余增速下滑，2018、2019两年当期结余增速几乎为0，2024年累计结余增速下滑至2009年以来最低点，我们认为仍与老龄化趋势加剧、医保覆盖范围扩大相关。
- **2024年当期结余增速连续两年告负，医联控费刻不容缓。** 2018-2019年，我国医保当期结余增速下滑至接近于0，医联控费问题成为首要解决的问题之一。自医保局成立，“带量采购”等政策成功推行为医保基金创造更多结余，2020-2022年当期结余增速逐年提高至超30%。2024年，当期结余5134.0亿元（-3%），2023/2024年档期结余连续两年告负，基金总收入增速3.9%，而总支出增速达5.2%，主要原因可能是疫后医疗需求明显复苏。

2016-2024年医保基金累计结余及增速



2016-2024年医保基金当期结余及增速



药品板块2024年报&2025年一季报总结

- **外部环境变化引导行业良性发展，销售费用下降，24Q4-25Q1净利率延续同比上升趋势。** 药品板块2024年收入3917亿元(+1%)，归母净利润424亿元(+8.2%)，扣非归母净利润386.3亿元(+9.6%)。分季度看，板块24Q1/24Q2/24Q3/24Q4收入分别为997/1006.2/965/949亿元(+1.6%/+2.7%/+3.3%/-0.3%)，归母净利润分别为127/128.1/115.7/53.1亿元(+9.1%/+13%/+6.5%/+4.8%)。2025Q1年收入966.2亿元(-3.1%)，归母净利润125.6亿元(-1.1%)。从盈利能力看，2024年板块毛利率为55%(+0.6pp)，净利率为12%(+0.8pp)，四费率为40%(-1pp)。2025Q1板块毛利率55.1%(+0.8pp)，归母净利率13%(+0.3pp)。随着集采、国谈等“政策底”显现，外部环境变化导致销售费用下降，降本增效成为企业经营主旋律，板块净利率整体呈上升趋势。
- **2024年创新药龙头公司盈利能力提升，持续加强研发投入，行业整体持续推进降本增效。** 57家A股创新药公司24年实现收入约3097亿元(+9.4%)，归母净利润约218亿元(+65.1%)；剔除恒瑞医药、百济神州、百利天恒后，板块收入同比+2.7%，利润同比+2%。57家公司2024年合计投入研发费用约541亿元(+5.2%)，研发费用率17.5%(-0.7pp)。剔除恒瑞医药、百济神州后，创新药板块55家公司总体研发费用334亿元(-0.8%)，研发费用率13.1%(-0.7pp)。57家公司2024年合计销售费用约802亿元(+3.7%)，销售费用率25.9%(-1.4pp)。外部环境变化导致销售费用下降。
- **“全链条”支持创新药政策持续推进。** 2024年7月国常会原则同意《关于支持生物医药产业全链条创新发展的若干意见》。2025年3月两会政府工作报告首次提及创新药目录，指出“健全药品价格形成机制，制定创新药目录，支持创新药和医疗器械发展”。25Q1集采方案优化、商保药品目录-A系等政策利好消息陆续传出。预计创新药定价和支付体系有望重塑，一系列政策新举措加速板块估值提升。
- **结合临床价值为导向、以患者为中心的药物治疗，把握“研发进展、商业化放量、国际化/license out”三方面，**
 - 【A股创新药】1) 创新药龙头：恒瑞医药，百济神州，华东医药，科伦药业，百利天恒等；2) 转型创新：亿帆医药，甘李药业，康辰药业，康弘药业等；3) Biotech：贝达药业，迪哲医药，泽璟制药，首药控股，智翔金泰等。
 - 【港股创新药】1) 创新药龙头：百济神州、信达生物，康方生物，科伦博泰等；2) Biotech：荣昌生物，和黄医药，再鼎医药，亚盛医药，诺诚健华，康诺亚等；3) 转型创新：先声药业，康哲药业等。
- **风险提示：**创新药研发的不确定性、研发进展不及预期、商业化进展不及预期、医药行业政策风险等。

药品板块2024年报&2025年一季度报总结

- ◆ 药品板块2024年收入3917亿元(+1%)，归母净利润424亿元(+8.2%)，扣非归母净利润386.3亿元(+9.6%)。分季度看，板块24Q1/24Q2/24Q3/24Q4收入分别为997/1006.2/965/949亿元(+1.6%/+2.7%/+3.3%/-0.3%)，归母净利润分别为127/128.1/115.7/53.1亿元(+9.1%/+13%/+6.5%/+4.8%)。2025Q1年收入966.2亿元(-3.1%)，归母净利润125.6亿元(-1.1%)。
- ◆ 从盈利能力看，2024年板块毛利率为55%(+0.6pp)，净利率为12%(+0.8pp)，四费率为40%(-1pp)。2025Q1板块毛利率55.1%(+0.8pp)，归母净利率13%(+0.3pp)。随着集采、国谈等“政策底”显现，外部环境变化导致销售费用下降，降本增效成为企业经营主旋律，板块净利率整体呈上升趋势。

药品板块23Q1-25Q1业绩速览

(亿元)	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
营收	981.7	980.2	934.2	982.5	997.0	1006.2	965	948.9	966.2
同比增速	7.7%	10.0%	-2.1%	-0.6%	1.6%	2.7%	3.3%	-0.3%	-3.1%
归母净利润	116.4	113.3	108.7	50.9	127.0	128.1	115.7	53.1	125.6
同比增速	5.1%	13.9%	6.0%	-33.1%	9.1%	13.0%	6.5%	4.8%	-1.1%

药品板块23Q1-25Q1盈利能力指标概览

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
毛利率	54.3%	54.5%	54.1%	54.7%	54.3%	55.7%	55.0%	55.0%	55.1%
归母净利率	11.9%	11.6%	11.6%	5.2%	12.7%	12.7%	12.0%	5.6%	13.0%
销售费用率	24.6%	25.3%	23.8%	25.8%	23.1%	23.1%	23.3%	24.6%	22.6%
管理费用率	6.9%	7.2%	7.8%	8.6%	7.3%	7.4%	8.1%	8.6%	7.7%
财务费用率	0.6%	-0.3%	0.0%	0.2%	0.1%	0.0%	0.7%	-0.2%	0.2%
研发费用率	7.3%	8.2%	8.9%	10.0%	7.3%	8.6%	8.4%	10.8%	8.1%

药品板块2024年报&2025年一季报总结

药品板块

- 药品板块(89家样本公司)2024年收入总额增速为1%、归母净利润总额增速为8.2%，扣非归母净利润增速9.6%。归母净利润增速显著高于收入增速，主要系外部环境变化导致销售费用率下降，降本增效成为主旋律。
- 从盈利水平看，Q1、Q2、Q3、Q4销售费用率同比下降1.5pp、2.2pp、0.5pp、0.7pp，板块整体盈利能力稳中有升，Q1、Q2、Q3、Q4毛利率为54.3%(+0pp)、55.7%(+1.2pp)、55%(+0.9pp)、55%(+1.1pp)；净利率分别为12.7%(+0.8pp)、12.7%(+1.1pp)、12%(+0.4pp)、5.6%(+0.3pp)。

子板块2020-25Q1关键财务数据（累计）

	20A	21A	22A	23A	24A	25Q1
营收（亿元）	3,246	3,472	3,746	3,879	3,917	966.2
同比增速	-1.6%	7.0%	7.9%	3.5%	1.0%	-3.1%
归母净利润（亿元）	306.3	375.4	388.9	391.8	424.0	125.6
同比增速	7.8%	22.6%	3.6%	0.8%	8.2%	-1.1%
毛利率	57.9%	56.6%	54.3%	54.4%	55.0%	55.1%
净利率	10.7%	11.6%	11.2%	11.1%	11.9%	13.0%
销售费用率	29.1%	28.2%	26.2%	24.9%	23.5%	22.6%
管理费用率	8.0%	7.3%	7.3%	7.6%	7.8%	7.7%
财务费用率	1.1%	0.6%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
研发费用率	7.4%	8.3%	8.3%	8.6%	8.7%	8.1%

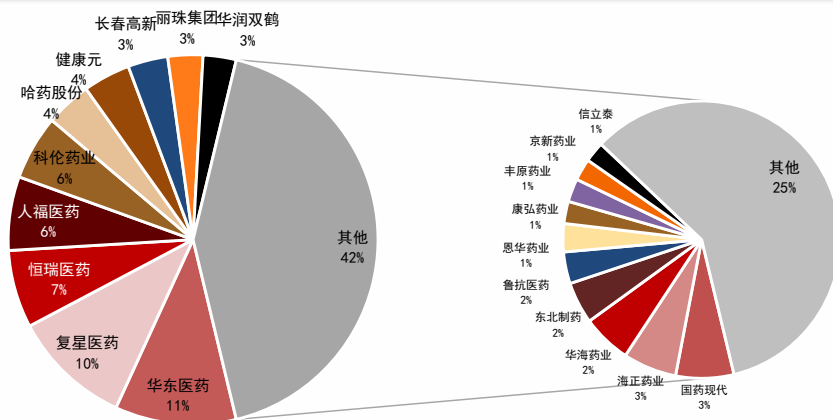
子板块2024年业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	1.0%	3	5	37	52
占比		3%	6%	42%	58%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	8.2%	22	29	53	36
占比		25%	33%	60%	40%

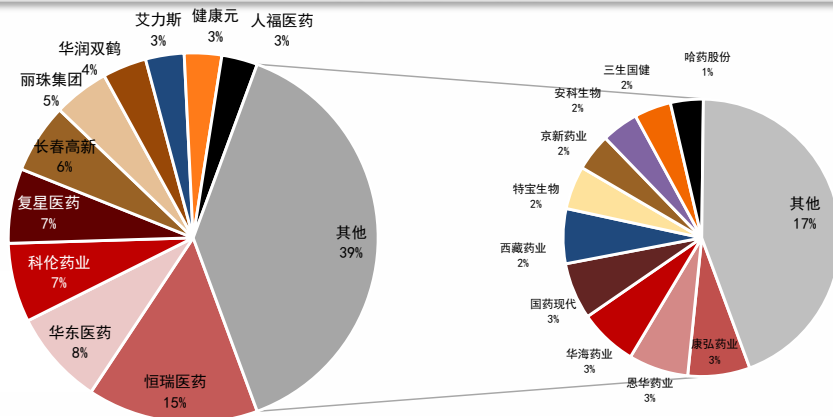
药品板块2024年报&2025年一季报总结

- 2024年药品板块前二十企业收入合计2931亿元，占板块收入总额比例约为75%，前十企业收入合计2265亿元，占比约为58%。华东医药、复星医药、恒瑞医药、人福医药、科伦药业、哈药股份、健康元、长春高新、丽珠集团、华润双鹤等贡献最高。
- 净利润贡献前二十企业净利润合计351亿元，占板块利润比例约为83%，前十企业利润合计256亿元，占比约为61%。恒瑞医药、华东医药、科伦药业、复星医药、长春高新、丽珠集团、华润双鹤、艾力斯、健康元、人福医药等贡献最高。

2024年收入前二十占比



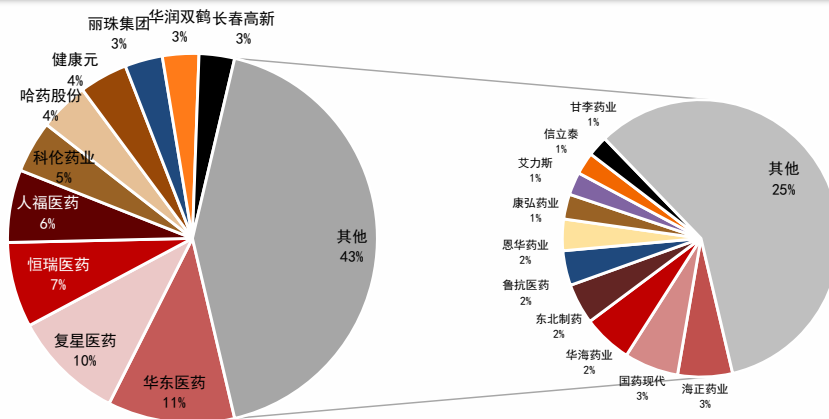
2024年净利润前二十占比



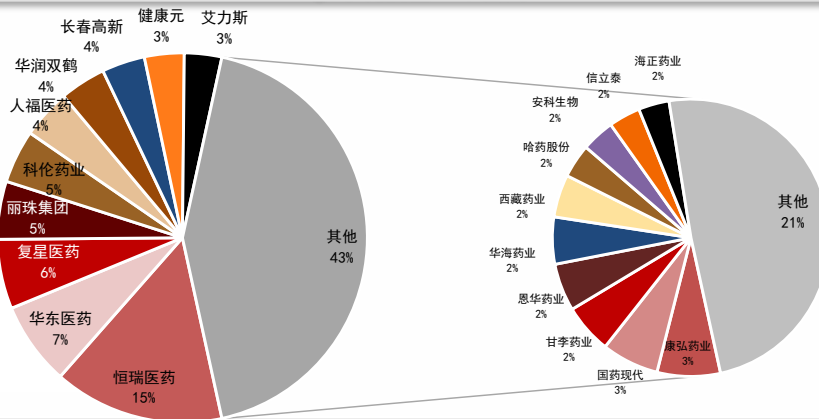
药品板块2024年报&2025年一季报总结

- 2025Q1药品板块前二十企业收入合计725亿元，占板块收入总额比例约为75%，前十企业收入合计554亿元，占比约为57%。华东医药、复星医药、恒瑞医药、人福医药、科伦药业、哈药股份、健康元、丽珠集团、华润双鹤、长春高新等贡献最高。
- 净利润贡献前二十企业净利润合计99亿元，占板块利润比例约为79%，前十企业利润合计71亿元，占比约为57%。恒瑞医药、华东医药、复星医药、丽珠集团、科伦药业、人福医药、华润双鹤、长春高新、健康元、艾力斯等贡献最高。

2025Q1收入前二十占比



2025Q1净利润前二十占比

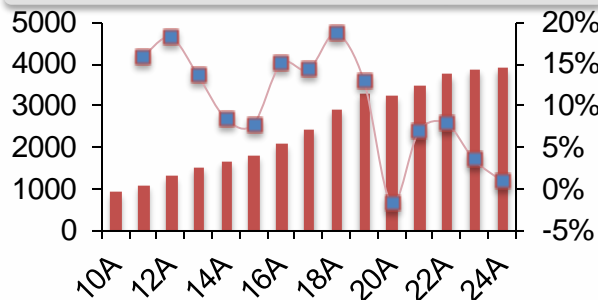


药品板块2024年报&2025年一季报总结

累计季度表现

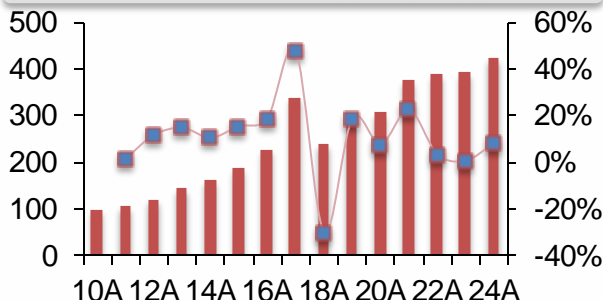
- 药品板块2024年收入3917亿元(+1%)，归母净利润424亿元(+8.2%)，扣非归母净利润386.3亿元(+9.6%)。
- 四费率为40%(-1pp)，销售费用率24%(-1.4pp)，管理费用率8%(+0.2pp)，研发费用率9%(+0.1pp)。

2010~2024YTD收入及增速



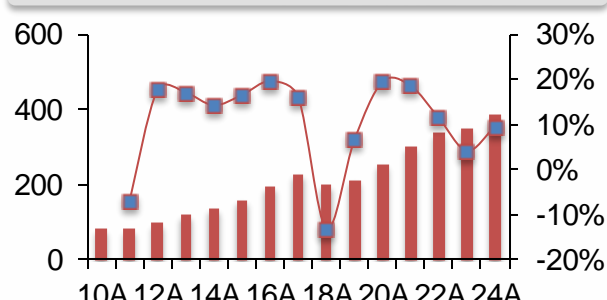
■ 营收 (亿元) ■ 同比增速

2010~2024YTD归母净利润及增速



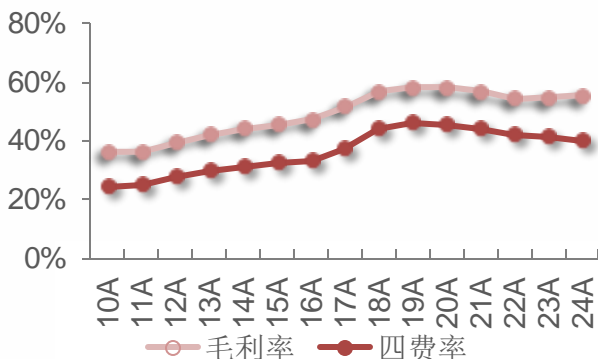
■ 归母净利润 (亿元) ■ 同比增速

2010~2024YTD扣非归母净利润及增速



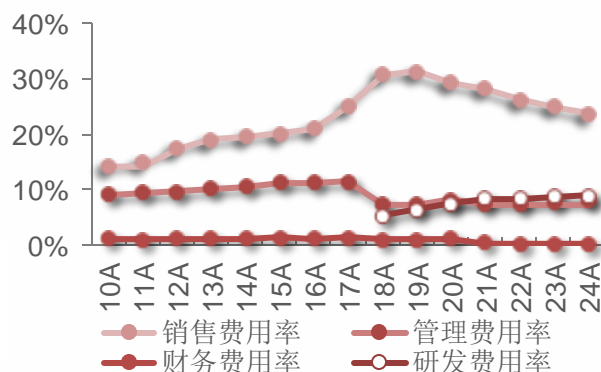
■ 扣非归母净利润 (亿元) ■ 同比增速

2010~2024YTD毛利率与四费率变化趋势



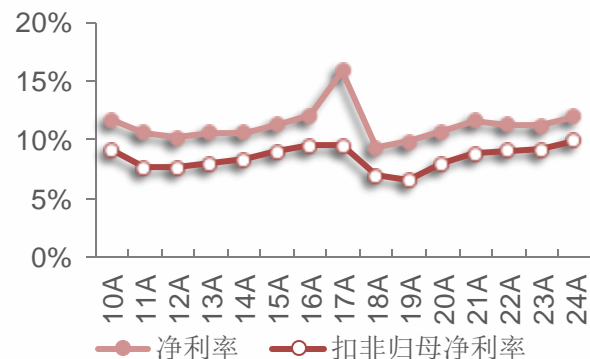
○ 毛利率 ■ 四费率

2010~2024YTD期间费用率变化趋势



○ 销售费用率 ■ 管理费用率
○ 财务费用率 ■ 研发费用率

2010~2024YTD净利率变化趋势



○ 净利率 ■ 扣非归母净利润率

www.swsc.com.cn

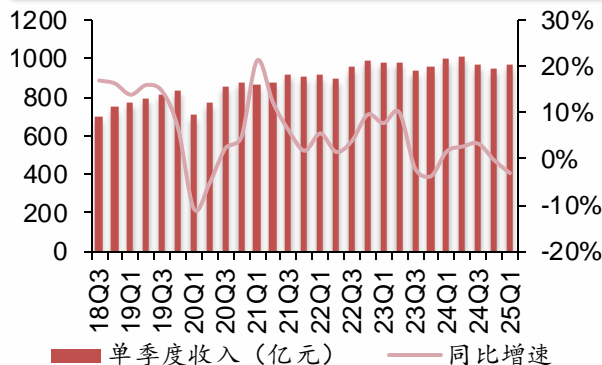
数据来源：Wind，西南证券整理

药品板块2024年报&2025年一季报总结

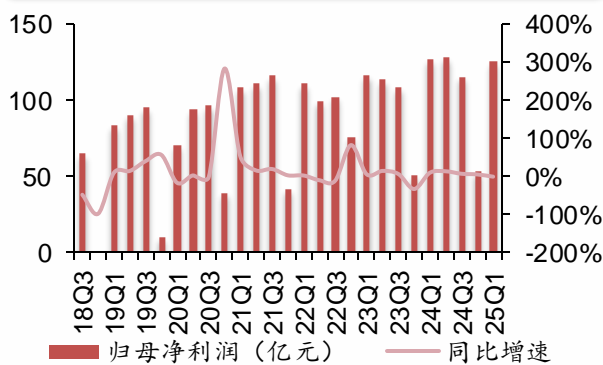
单季度表现

- 药品板块2025Q1收入966亿元(-3.1%)，归母净利润125.6亿元(-1.1%)，扣非归母净利润116.6亿元(-3.3%)。
- 四费率为38.6%(+0.9pp)，销售费用率22.6%(-0.5pp)，管理费用率7.7%(+0.4pp)，研发费用率8.1%(+0.9pp)。

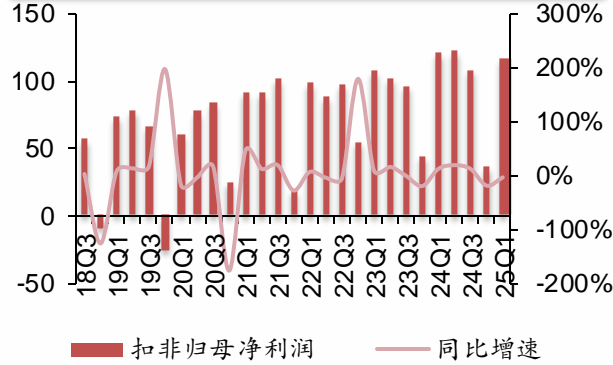
18Q3~25Q1收入及增速(单季度)



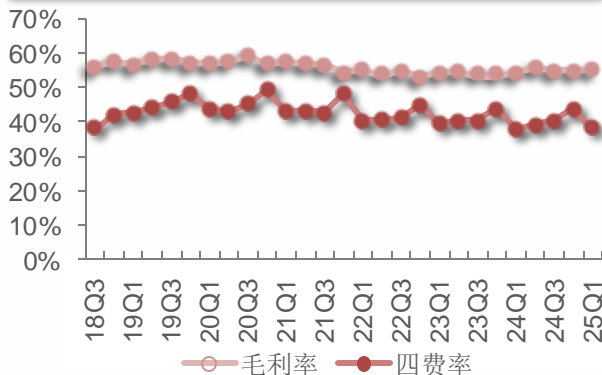
18Q3~25Q1归母净利润及增速(单季度)



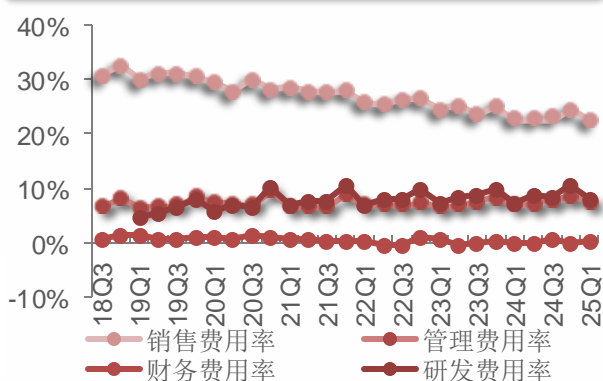
18Q3~25Q1扣非归母净利润及增速(单季度)



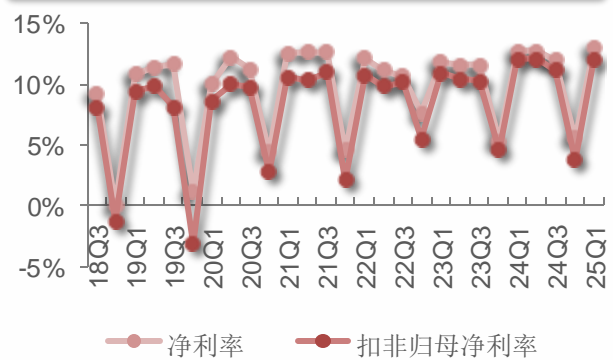
18Q3~25Q1毛利率与四费率变化趋势(单季度)



18Q3~25Q1期间费用率变化趋势(单季度)



18Q3~25Q1净利率变化趋势(单季度)



药品板块2024年报&2025年一季报总结

➤ 57家A股创新药公司24年实现收入约3097亿元（+9.4%），归母净利约218亿元（+65.1%）；利润增速快于收入，主要系创新药相关业务占比持续提升，以及降本增效提升盈利能力。2024年恒瑞医药创新药国内放量+海外授权，利润增长47.3%，百济神州泽布替尼海外放量，24年减亏25.9%，百利天恒收到高额海外许可收入盈利超37亿元。剔除上述公司，板块收入同比+2.7%，利润同比+2%。

A股创新药标的2024年营收利润(按市值排序)

证券代码	证券简称	市值(亿元)	收入(百万元)			同比	归母净利润(百万元)		
			2023/12/31	2024/12/31	同比		2023/12/31	2024/12/31	同比
600276.SH	恒瑞医药	3,260	22820	27985	22.6%	4302	6337	47.3%	
688235.SH	百济神州	2,120	17423	27214	56.2%	-6276	-4978	25.9%	
688504.SH	百利天恒-U	1,147	562	5823	936.3%	-78	3708	575.0%	
000963.SZ	华东医药	681	40624	41906	3.2%	2839	3512	23.7%	
600196.SH	复星医药	566	41400	41067	-0.8%	2386	2770	16.1%	
002422.SZ	科伦药业	579	21454	21812	1.7%	2456	2936	19.5%	
000661.SZ	长春高新	359	14566	13466	-7.6%	4532	3583	-43.0%	
300765.SZ	新诺威	589	2502	1981	-20.8%	756	54	-92.9%	
002653.SZ	海思科	479	3355	3721	10.9%	295	395	34.0%	
600079.SH	人福医药	341	24528	25435	3.7%	2134	330	-37.7%	
002294.SZ	信立泰	456	3365	4012	19.2%	580	602	3.7%	
000513.SZ	丽珠集团	283	12430	11812	-5.0%	1954	2061	5.5%	
688278.SH	特宝生物	302	2100	2817	34.1%	555	828	49.0%	
603087.SH	甘李药业	287	2608	3045	16.8%	340	615	80.7%	
688578.SH	艾力斯	393	2018	3558	76.3%	644	1430	122.0%	
688180.SH	睿安生物-U	265	1503	1948	29.7%	-2288	-1281	43.9%	
002262.SZ	惠华药业	227	5042	5698	13.0%	1037	1141	10.3%	
300558.SZ	贝达药业	212	2456	2892	17.7%	348	403	15.7%	
600380.SH	健康元	194	16646	15619	-6.2%	1443	1387	-3.9%	
688192.SH	迪哲医药-U	266	91	360	294.2%	-1108	-846	23.6%	
002773.SZ	康弘药业	257	3957	4453	/	1045	1191	14.0%	
688266.SH	泽璟制药-U	286	386	533	37.9%	-275	-138	50.5%	
688520.SH	神州细胞-U	163	1887	2513	33.1%	-394	112	128.3%	
600867.SH	通化东宝	142	3075	2010	-34.7%	1168	-43	-103.7%	
688331.SH	荣昌生物	253	1083	1717	58.5%	-151	1468	2.8%	
300009.SZ	安科生物	136	2866	2536	-11.5%	847	707	-16.6%	
300573.SZ	兴齐眼药	141	1468	1943	32.4%	240	338	40.8%	
002019.SZ	亿帆医药	138	4068	5160	26.8%	-55	386	170.0%	
688336.SH	三生国健	179	1014	1194	17.7%	295	705	139.2%	
688166.SH	博瑞医药	205	1180	1283	8.7%	202	189	-6.6%	
002755.SZ	奥康医药	174	1443	1778	23.2%	-149	160	207.9%	
688428.SH	诺诚健华-U	203	739	1009	36.7%	-63	441	30.2%	
300357.SZ	联康生物	103	848	925	9.1%	310	318	2.5%	
002020.SZ	京新药业	118	3999	4159	4.0%	619	712	15.0%	
002317.SZ	众生药业	95	2611	2467	-5.5%	263	299	-213.6%	
688443.SH	智翔金泰-U	104	1	30	2384.1%	-81	797	0.5%	
688062.SH	迈威生物-U	84	128	200	56.3%	-106	1044	0.9%	
300723.SZ	一品红	180	2503	1450	-42.1%	185	540	-392.5%	
688177.SH	百奥泰	92	705	743	5.4%	-393	510	-29.3%	
688321.SH	微芯生物	70	524	658	25.6%	89	115	-229.0%	
002038.SZ	双鹭药业	66	1018	660	-35.1%	417	-74	-117.8%	
688382.SH	益方生物-U	130	186	169	-9.0%	-284	240	15.4%	
688553.SH	汇宇制药	59	927	1094	18.0%	140	325	132.8%	
688505.SH	复旦张江	63	851	709	-16.6%	109	40	-63.4%	
688513.SH	瑞泰生物	60	1117	1350	20.8%	227	238	5.1%	
688197.SH	普药控股-U	45	5	4	-24.6%	-186	-212	-14.2%	
002793.SZ	罗欣药业	48	2364	2647	12.0%	-66	965	-46.0%	
688687.SH	凯因科技	45	1412	1230	-12.9%	117	142	22.2%	
688176.SH	亚虹医药-U	47	14	202	1365.6%	-400	384	4.1%	
603590.SH	康乐药业	49	920	825	-10.3%	150	42	-71.9%	
688373.SH	盟科药业	41	130	91	-43.5%	-42	441	-4.7%	
300204.SZ	舒泰神	52	364	325	-10.8%	-399	145	63.7%	
688488.SH	艾迪药业	51	411	418	1.6%	-76	141	-85.6%	
688221.SH	前哨生物-U	32	114	129	13.3%	-329	201	38.8%	
300683.SZ	海特生物	30	602	649	7.8%	-121	-69	42.6%	
688302.SH	海创药业-U	39	0	0	/	-294	199	32.2%	
688189.SH	南新制药	17	720	263	-63.4%	-11	357	-3183.8%	
合计			283091	309738	9.4%	13188	21768	65.1%	

药品板块2024年报&2025年一季报总结

➢ **A股创新药板块57家公司2024年合计投入研发费用约541亿元 (+5.2%)，研发费用率17.5% (-0.7pp)**。整体研发费用投入持续提升，研发费用率略有下降，主要系板块收入快速增长摊薄费用。2024年，恒瑞医药、百济神州两家公司合计投入研发费用207.2亿元。剔除上述公司后，创新药板块55家公司总体研发费用334亿元 (-0.8%)，研发费用率13.1% (-0.7pp)。

A股创新药标的2024年研发费用/研发费用率(按市值排序)

证券代码	证券简称	市值(亿元)	研发费用(百万元)			研发费用率		
			2023/12/31	2024/12/31	同比	2023/12/31	2024/12/31	同比(pp)
600276.SH	恒瑞医药	3,260	4954	6583	32.9%	21.7%	23.5%	1.8
688235.SH	百济神州-U	2,120	12813	14140	10.4%	73.5%	52.0%	-21.6
688506.SH	百利天恒-U	1,147	746	1443	93.3%	132.8%	24.8%	-108.0
000963.SZ	华东医药	681	1271	1426	12.2%	3.1%	3.4%	0.3
600196.SH	复星医药	566	4346	3644	-16.1%	10.5%	8.9%	-1.6
002422.SZ	科伦药业	579	1944	2171	11.7%	9.1%	10.0%	0.9
000661.SZ	长春高新	359	1723	2167	25.7%	11.8%	16.1%	4.3
300765.SZ	新诺威	589	47	842	1709.5%	1.9%	42.5%	40.7
002653.SZ	海思科	479	517	624	20.8%	15.4%	16.8%	1.4
600079.SH	人福医药	341	1462	1471	0.6%	6.0%	5.8%	-0.2
002294.SZ	信达生物	456	409	421	2.9%	12.2%	10.5%	-1.7
000513.SZ	丽珠集团	283	1335	1033	-22.6%	10.7%	8.7%	-2.0
688278.SH	特宝生物	302	230	295	28.1%	10.9%	10.5%	-0.5
603087.SH	甘李药业	287	501	541	8.0%	19.2%	17.8%	-1.4
688578.SH	艾力斯	393	313	314	0.5%	15.5%	8.8%	-6.7
688180.SH	君实生物-U	265	1937	1275	-34.2%	128.9%	65.5%	-63.5
002262.SZ	恩华药业	227	549	596	8.4%	10.9%	10.5%	-0.4
300558.SZ	贝达药业	212	640	502	-21.6%	26.1%	17.4%	-8.7
600380.SH	健康元	194	1662	1435	-13.6%	10.0%	9.2%	-0.8
688192.SH	迪哲医药-U	266	806	724	-10.2%	882.5%	201.1%	-681.4
002773.SZ	康弘药业	257	422	580	37.5%	10.7%	13.0%	2.4
688266.SH	泽璟制药-U	286	496	388	-21.8%	128.4%	72.8%	-55.6
688520.SH	神州细胞-U	163	1148	911	-20.6%	60.8%	36.3%	-24.6
600867.SH	通化东宝	142	105	99	-5.4%	3.4%	4.9%	1.5
688331.SH	荣昌生物	253	1306	1540	17.9%	120.6%	89.7%	-30.9
300009.SZ	安科生物	136	255	201	-21.0%	8.9%	7.9%	-0.9
300573.SZ	兴齐眼药	141	167	221	31.9%	11.4%	11.4%	0.0
002019.SZ	亿帆医药	138	312	292	-6.5%	7.7%	5.7%	-2.0
688336.SH	三生国健	179	282	356	26.3%	27.8%	29.9%	2.0
688166.SH	博瑞医药	205	249	297	19.7%	21.1%	23.2%	2.1
002755.SZ	奥普康	174	472	177	-62.4%	32.7%	10.0%	-22.7
688428.SH	诺诚健华-U	203	757	815	7.6%	102.5%	80.7%	-21.8
300357.SZ	我武生物	103	120	120	6.9%	13.2%	13.0%	-0.3
002020.SZ	京新药业	118	401	383	-4.4%	10.0%	9.2%	-0.8
002317.SZ	众生药业	95	127	111	-12.7%	4.9%	4.8%	-0.4
688443.SH	智翔金泰-U	104	620	610	-1.7%	/	/	/
688062.SH	迈威生物-U	84	836	783	-6.3%	653.8%	391.9%	-261.9
300723.SZ	一品红	180	301	312	3.6%	12.0%	21.5%	9.5
688177.SH	百奥泰	92	769	778	1.2%	109.1%	104.6%	-4.4
688321.SH	微芯生物	70	270	214	-21.0%	51.6%	32.5%	-19.2
002038.SZ	双鹭药业	66	177	150	-15.5%	17.4%	22.7%	5.3
688382.SH	益方生物-U	130	443	384	-13.2%	238.7%	227.7%	-11.0
688553.SH	汇宇制药	59	341	328	-3.8%	36.8%	29.9%	-6.8
688505.SH	复旦张江	63	244	314	28.9%	28.7%	44.3%	15.6
688513.SH	苑东生物	60	238	264	10.6%	21.3%	19.5%	-1.8
688197.SH	普药控股-U	45	203	213	4.9%	3875.5%	5395.2%	1519.7
002793.SZ	罗欣药业	48	112	87	-22.1%	4.7%	3.3%	-1.4
688687.SH	凯因科技	45	134	138	2.9%	9.5%	11.2%	1.7
688176.SH	亚虹医药-U	47	365	312	-14.4%	2650.9%	154.7%	-2496.2
603590.SH	康辰药业	49	95	55	-42.1%	10.3%	6.7%	-3.7
688373.SH	盟科药业	41	345	369	6.9%	379.9%	282.9%	-97.0
300204.SZ	舒泰神	52	412	107	-74.0%	113.2%	33.0%	-80.2
688488.SH	艾迪药业	51	63	90	42.3%	15.4%	21.5%	6.2
688221.SH	前哨生物-U	32	214	137	-36.0%	187.5%	106.0%	-81.5
300683.SZ	海特生物	30	129	122	-5.6%	21.4%	18.8%	-2.6
688302.SH	海创药业-U	39	248	174	-29.9%	/	/	/
688189.SH	南新制药	17	75	49	-34.8%	10.4%	18.5%	8.1
	合计		51452	54127	5.2%	18.2%	17.5%	-0.7

药品板块2024年报&2025年一季报总结

➤ A股创新药板块57家公司2024年合计投入销售费用约802亿元（+3.7%），销售费用率25.9%（-1.4pp）。外部环境变化导致销售费用下降。

A股创新药标的2024年研发费用/研发费用率(按市值排序)

证券代码	证券简称	市值(亿元)	销售费用(百万元)			销售费用率		
			2023/12/31	2024/12/31	同比	2023/12/31	2024/12/31	同比(pp)
600276.SH	恒瑞医药	3,260	7,577	8,336	10.0%	33.2%	29.8%	-3.4
688235.SH	百济神州-U	2,120	7,304	8,856	21.2%	41.9%	32.5%	-9.4
688506.SH	百利天恒-U	1,147	251	215	-14.6%	44.7%	3.7%	-41.0
000963.SH	华东医药	681	6,645	6,480	-10.6%	16.4%	15.3%	-1.1
600196.SH	复星医药	596	9,712	9,680	-0.3%	23.5%	21.1%	-2.3
002422.SZ	科伦药业	579	4,450	3,493	-21.5%	20.7%	16.0%	-4.7
000661.SZ	长春高新	359	3,970	4,439	11.8%	27.3%	33.0%	5.7
300745.SZ	新诺威	589	205	154	-24.8%	8.2%	7.8%	-0.4
002653.SZ	海思科	479	1,200	1,362	13.5%	35.8%	36.6%	0.8
600079.SH	人福医药	341	4,398	4,431	0.8%	17.9%	18.2%	0.3
002294.SZ	信达生物	456	1,016	1,473	45.0%	30.2%	36.7%	6.5
000513.SZ	丽珠集团	283	3,598	3,255	-9.5%	28.9%	27.6%	-1.4
688278.SH	特宝生物	302	849	1,113	31.2%	40.4%	39.5%	-0.9
603087.SH	甘李药业	287	946	1,167	23.4%	36.3%	38.3%	2.1
688578.SH	艾力斯	393	921	1,413	53.5%	45.6%	39.7%	-5.9
688180.SH	君实生物-U	265	844	985	16.6%	56.2%	50.5%	-5.7
002262.SZ	恩华药业	227	1,737	1,985	14.3%	34.5%	34.8%	0.4
300558.SZ	贝达药业	212	854	1,094	28.1%	34.8%	37.8%	3.1
600380.SH	健康元	194	4,434	3,923	-11.5%	26.6%	25.1%	-1.5
688192.SH	迪哲医药-U	266	210	445	112.0%	230.1%	123.7%	-106.4
002773.SZ	康弘药业	257	1,471	1,646	11.9%	37.2%	37.0%	-0.2
688266.SH	泽璟制药-U	286	250	271	8.4%	64.8%	50.9%	-13.9
688520.SH	神州细胞-U	163	436	694	59.1%	23.1%	27.6%	4.5
600867.SH	通化东宝	142	913	1,071	17.3%	29.7%	53.3%	23.6
688331.SH	荣昌生物	253	775	949	22.4%	71.6%	55.3%	-16.3
300009.SZ	安科生物	136	831	819	-1.4%	29.0%	32.3%	3.3
300573.SZ	兴齐眼药	141	535	705	31.8%	36.5%	36.3%	-0.2
002019.SZ	亿帆医药	138	1,119	1,221	9.1%	27.5%	23.7%	-3.8
688336.SH	三生国健	179	252	238	-5.7%	24.8%	19.9%	-4.9
688166.SH	博瑞医药	205	64	72	12.0%	5.4%	5.6%	0.2
002755.SZ	奥赛康	174	840	1,016	20.9%	58.2%	57.2%	-1.1
688428.SH	诺诚健华-U	203	367	420	14.5%	49.7%	41.6%	-8.1
300357.SZ	我武生物	103	323	361	11.8%	38.1%	39.1%	1.0
002020.SZ	京新药业	118	784	692	-11.6%	19.6%	16.6%	-2.9
002317.SZ	众生药业	95	890	850	-4.4%	34.1%	34.5%	0.4
688443.SH	智翔金泰-U	104	10	118	1030.3%	/	/	/
688062.SH	迈威生物-U	84	143	192	34.1%	111.8%	95.9%	-15.9
300723.SZ	一品红	180	1,124	506	-55.0%	44.9%	34.9%	-10.0
688177.SH	百奥泰	92	169	236	39.4%	24.0%	31.7%	7.7
688321.SH	微芯生物	70	284	331	16.3%	54.3%	50.3%	-4.0
002038.SZ	双鹭药业	66	272	117	-56.9%	26.7%	17.7%	-8.9
688382.SH	益方生物-U	130	0	0	/	0.0%	0.0%	/
688553.SH	汇宇制药	59	361	431	19.4%	39.0%	39.4%	0.4
688505.SH	复达凯江	63	384	299	-22.0%	45.1%	42.2%	-2.9
688513.SH	苑东生物	60	385	446	15.9%	34.4%	33.0%	-1.4
688197.SH	普药控股-U	45	0	0	/	0.0%	0.0%	0.0
002793.SZ	罗欣药业	48	964	1,141	18.4%	40.8%	43.1%	2.3
688687.SH	凯因科技	45	793	597	-24.7%	56.2%	48.6%	-7.6
688176.SH	亚虹医药-U	47	34	185	438.9%	250.3%	92.0%	-158.2
603590.SH	康辰药业	49	473	418	-11.5%	51.4%	50.7%	-0.7
688373.SH	蓝科药业	41	107	110	2.9%	118.3%	84.8%	-33.5
300204.SZ	舒泰神	52	182	154	-15.3%	49.9%	47.4%	-2.5
688488.SH	艾迪药业	51	104	155	48.5%	25.4%	37.1%	11.7
688221.SH	前泊生物-U	32	65	86	33.3%	56.7%	66.7%	10.0
300683.SZ	海特生物	30	129	127	-1.6%	21.4%	19.5%	-1.9
688302.SH	海创药业-U	39	8	11	35.8%	/	/	/
688189.SH	南新制药	17	370	108	-70.9%	51.4%	40.9%	-10.5
	合计		77335	80222	3.7%	27.3%	25.9%	-1.4

药品板块2024年报&2025年一季报总结

- 54家A股创新药公司25Q1实现收入约680.9亿元 (-0.3%)，归母净利约79.6亿元 (+5.4%)；创新药相关业务占比持续提升，以及部分样本公司产品提价，25Q1样本公司总体利润逆势增长。恒瑞医药创新药国内放量+海外授权，利润增长36.9%，甘李药业接续集采后产品均价提升，利润增长224.9%。剔除上述公司后，52家公司收入599亿元 (-3%)，归母净利57.8亿元 (-5.1%)。

A股创新药标的2025Q1营收利润(按市值排序)

证券代码	证券简称	市值(亿元)	收入(百万元)			同比	归母净利润(百万元)		
			2024/3/31	2025/3/31			2024/3/31	2025/3/31	同比
600276.SH	恒瑞医药	3,260	5978	7206	20.1%	1369	1874	36.9%	
000963.SZ	华东医药	681	10411	10736	3.1%	862	915	6.1%	
600196.SH	复星医药	566	10157	9420	-7.3%	610	765	25.4%	
002422.SZ	科伦药业	579	6219	4390	-29.4%	1026	584	-43.1%	
000661.SZ	长春高新	359	3177	2997	-5.7%	859	473	-45.0%	
300765.SZ	新诺威	589	524	472	-9.9%	79	127	-134.0%	
002653.SZ	海思科	479	752	892	18.6%	92	47	-49.3%	
600079.SH	人福医药	341	6367	6137	-3.6%	486	540	11.1%	
002294.SZ	信立泰	456	1091	1062	-2.6%	200	200	0.0%	
000513.SZ	丽珠集团	283	3243	3181	-1.9%	608	587	4.8%	
688278.SH	特宝生物	302	545	673	23.5%	129	152	41.4%	
603087.SH	甘李药业	287	985	985	75.8%	96	312	224.9%	
688578.SH	艾力斯	393	743	1098	47.9%	306	410	34.1%	
688180.SH	君实生物-U	265	381	501	31.5%	-283	235	17.0%	
002262.SZ	恩华药业	265	1358	1511	11.3%	265	301	13.8%	
300558.SZ	贝达药业	227	736	918	24.7%	98	100	2.0%	
600380.SH	健康元	194	4340	4089	-5.8%	440	486	10.5%	
688192.SH	迪哲医药-U	266	81	160	96.3%	-224	193	-14.1%	
002773.SZ	康弘药业	257	1199	1199	0.0%	374	400	7.1%	
688266.SH	泽璟制药-U	286	108	168	54.9%	-39	128	28.4%	
688520.SH	神州细胞-U	163	613	520	-15.1%	74	64	-14.1%	
600867.SH	通化东宝	142	330	526	59.2%	-215	109	-49.1%	
688331.SH	荣昌生物	253	330	526	59.2%	-349	254	27.2%	
300009.SZ	安科生物	136	656	629	-4.2%	218	209	-4.0%	
300573.SZ	兴齐眼药	141	350	536	53.2%	35	46	31.9%	
002019.SZ	亿帆医药	138	1326	1327	0.0%	146	53	4.8%	
688336.SH	三生国健	179	257	311	16.6%	91	103	13.0%	
688166.SH	博瑞医药	205	340	249	-26.8%	64	13	-79.8%	
002755.SZ	康泰生物	174	448	509	13.4%	32	55	73.5%	
300357.SZ	我武生物	103	216	228	5.7%	77	74	-3.7%	
002020.SZ	京新药业	118	1061	956	-9.9%	171	163	-4.6%	
002317.SZ	众生药业	95	641	634	-1.1%	51	53	61.1%	
688443.SH	智翔金泰-U	104	0	45	318303.8%	-164	121	26.3%	
688062.SZ	迈威生物-U	84	68	20	-33.7%	-206	292	-44.9%	
300723.SZ	一品红	180	623	377	-39.8%	101	57	-43.7%	
688177.SH	百奥泰	92	162	207	27.8%	-119	193	21.5%	
688321.SH	微芯生物	70	131	162	24.2%	-18	119	-4.0%	
002038.SZ	双鹭药业	66	245	169	-31.1%	70	46	-34.5%	
688382.SH	蓝方生物-U	130	9	9	-4.8%	-83	57	30.9%	
688553.SH	汇宇制药	59	243	239	-1.5%	46	26	-155.2%	
688505.SH	复旦张江	63	148	180	21.8%	2	3	13.5%	
688513.SH	苑东生物	60	315	306	-3.0%	7	61	-19.2%	
688197.SH	首药控股-U	45	0	2	/	-53	151	4.8%	
002793.SZ	罗欣药业	48	689	483	-29.9%	-37	6	115.4%	
688687.SH	凯因科技	45	213	232	8.9%	23	26	15.9%	
688176.SH	亚虹医药-U	47	24	61	151.2%	-83	44	-0.8%	
603590.SH	康乐药业	49	199	212	6.4%	42	44	6.8%	
688373.SH	盟科药业	41	33	33	0.6%	-102	162	39.7%	
300204.SZ	舒泰神	52	95	63	-33.8%	-4	12	38.1%	
688488.SH	艾迪药业	51	93	198	113.0%	-14	116	214.5%	
688221.SH	前治生物-U	32	25	28	14.9%	-56	44	20.8%	
300683.SZ	海特生物	30	132	157	18.8%	-17	114	15.8%	
688302.SH	海创药业-U	39	0	0	/	-47	32	32.0%	
688189.SH	南新制药	17	136	41	-70.2%	18	18	-143.7%	
	合计		68305	68092	-0.3%	7552	7964	5.4%	

药品板块2024年报&2025年一季报总结

➤ **A股创新药板块54家公司25Q1合计投入研发费用约87.7亿元 (+8.7%)，研发费用率12.9% (+1.1pp)。** 25Q1板块收入下降，整体研发费用投入持续提升，费用率有所提升。

A股创新药标的2024年研发费用/研发费用率(按市值排序)

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	研发费用 (百万元)			研发费用率		
			2024/3/31	2025/3/31	同比	2024/3/31	2025/3/31	同比 (pp)
600276.SH	恒瑞医药	3,260	1220	1533	25.7%	20.3%	21.3%	0.9
000963.SZ	华东医药	681	282	515	83.0%	2.7%	4.8%	2.1
600196.SH	复星医药	566	830	737	-11.1%	8.2%	7.8%	-0.3
002422.SZ	科伦药业	579	503	484	-3.7%	8.1%	11.0%	2.9
000661.SZ	长春高新	359	422	514	21.8%	13.3%	17.1%	3.9
300765.SZ	新诺威	589	110	240	117.7%	21.1%	51.0%	29.9
002653.SZ	海思科	479	84	143	71.4%	11.1%	16.0%	4.9
600079.SH	人福医药	341	349	409	17.0%	5.5%	6.7%	1.2
002294.SZ	信立泰	456	108	108	0.5%	9.9%	10.2%	0.3
000513.SZ	丽珠集团	283	238	216	-9.3%	7.3%	6.8%	-0.6
688278.SH	特宝生物	302	44	67	53.2%	8.0%	9.9%	1.9
603087.SH	甘李药业	287	133	130	-2.0%	23.8%	13.2%	-10.5
688578.SH	艾力斯	393	64	92	43.1%	8.6%	8.4%	-0.3
688180.SH	君实生物-U	265	276	351	26.9%	72.6%	70.0%	-2.5
002262.SZ	恩华药业	227	143	192	33.9%	10.6%	12.7%	2.1
300558.SZ	贝达药业	212	153	113	-25.8%	20.8%	12.3%	-8.4
600380.SH	健康元	194	377	300	-20.4%	8.7%	7.3%	-1.3
688192.SH	迪哲医药-U	266	205	210	2.7%	251.8%	131.8%	-120.1
002773.SZ	康弘药业	257	64	94	47.7%	5.8%	7.9%	2.0
688266.SH	泽璟制药-U	286	84	102	21.2%	77.9%	61.0%	-16.9
688520.SH	神州细胞-U	163	237	178	-25.1%	38.7%	34.2%	-4.5
600867.SH	通化东宝	142	27	38	39.3%	4.6%	5.8%	1.2
688331.SH	荣昌生物	253	331	329	-0.7%	100.2%	62.5%	-37.7
300009.SZ	安科生物	136	37	34	-8.8%	5.7%	5.4%	-0.3
300573.SZ	亿帆医药	141	38	47	23.7%	10.9%	8.8%	-2.1
002019.SZ	亿帆医药	138	60	64	6.1%	4.5%	4.8%	0.3
688336.SH	三生国健	179	53	78	45.8%	19.9%	24.9%	5.0
688166.SH	博瑞医药	205	65	62	-5.2%	19.1%	24.8%	5.6
002755.SZ	奥赛康	174	64	59	-7.1%	14.2%	11.6%	-2.6
300357.SZ	奥武生物	103	31	30	-3.0%	14.1%	13.0%	-1.2
002020.SZ	京新药业	118	98	87	-11.2%	9.3%	9.1%	-0.1
002317.SZ	众生药业	95	30	16	-46.9%	4.7%	2.5%	-2.2
688443.SH	智翔金泰-U	104	130	103	-20.9%	/	/	/
688062.SH	迈威生物-U	84	182	209	14.5%	269.6%	465.6%	196.0
300723.SZ	一品红	180	63	37	-41.4%	10.0%	9.7%	-0.3
688177.SH	百奥泰	92	172	180	5.0%	106.2%	87.3%	-19.0
688321.SH	微芯生物	70	53	53	0.8%	40.2%	32.6%	-7.6
002038.SZ	双鹭药业	66	28	29	3.2%	11.4%	17.1%	5.7
688382.SH	益方生物-U	130	85	61	-28.4%	984.8%	740.9%	-243.9
688553.SH	汇宇制药	59	66	62	-5.6%	27.0%	25.9%	-1.1
688505.SH	复旦张江	63	64	84	32.1%	43.1%	46.7%	3.6
688513.SH	苑东生物	60	54	61	12.8%	17.2%	20.0%	2.8
688197.SH	首药控股-U	45	54	54	0.2%	/	/	/
002793.SZ	罗欣药业	48	15	17	11.9%	2.2%	3.6%	1.3
688687.SH	凯因科技	45	22	24	5.6%	10.6%	10.3%	-0.3
688176.SH	亚虹医药-U	47	68	55	-19.1%	280.0%	90.1%	-189.9
603590.SH	康辰药业	49	11	11	-28.6%	5.7%	3.8%	-1.9
688373.SH	盟科药业	41	85	54	-36.4%	256.4%	162.1%	-94.3
300204.SZ	舒泰神	52	31	16	-46.5%	32.3%	26.0%	-6.4
688488.SH	艾迪药业	51	18	16	-11.5%	19.1%	7.9%	-11.2
688221.SH	前浩生物-U	32	34	17	-50.7%	138.2%	59.3%	-78.9
300683.SZ	海特生物	30	28	27	-3.3%	21.2%	17.2%	-3.9
688302.SH	海创药业-U	39	42	25	-41.0%	/	/	/
688189.SH	南新制药	17	7	10	52.6%	5.0%	25.7%	20.6
合计			8069	8773	8.7%	11.8%	12.9%	1.1

药品板块2024年报&2025年一季报总结

➤ A股创新药板块54家公司25Q1合计投入销售费用约172.7亿元 (+2.2%)，销售费用率25.4% (+0.6pp)。25Q1板块收入下降，整体销售费用投入持续提升，费用率有所提升。

A股创新药标的2025Q1研发费用/研发费用率(按市值排序)

证券代码	证券简称	市值(亿元)	销售费用(百万元)			销售费用率		
			2024/3/31	2025/3/31	同比	2024/3/31	2025/3/31	同比(pp)
600276.SH	恒瑞医药	3,260	1,764	1,967	11.5%	29.4%	27.3%	-2.1
000963.SZ	华东医药	681	1,574	1,471	-6.6%	15.1%	13.7%	-1.4
600196.SH	复星医药	566	2,240	2,126	-5.1%	22.1%	22.6%	0.5
002422.SZ	科伦药业	579	1,102	631	-42.7%	17.7%	14.4%	-3.3
000661.SZ	长春高新	359	928	1,212	30.7%	29.2%	40.4%	11.2
300765.SZ	新诺威	589	53	66	23.7%	10.1%	13.9%	3.8
002653.SZ	海思科	479	268	319	19.2%	35.6%	35.8%	0.2
600079.SH	人福医药	341	1,204	1,165	-3.2%	18.9%	19.0%	0.1
002294.SZ	信立泰	456	377	405	7.4%	34.6%	38.1%	3.5
000513.SZ	丽珠集团	283	876	800	-8.7%	27.0%	25.2%	-1.9
688278.SH	特宝生物	302	242	279	15.4%	44.4%	41.4%	-2.9
603087.SH	甘李药业	287	227	327	43.8%	40.5%	33.2%	-7.4
688578.SH	艾力斯	393	313	453	44.7%	42.1%	41.2%	-0.9
688180.SH	君实生物-U	265	192	226	17.8%	50.3%	45.1%	-5.2
002262.SZ	恩华药业	227	437	508	16.3%	32.2%	33.6%	1.5
300558.SZ	贝达药业	212	230	280	21.6%	31.3%	30.5%	-0.8
600380.SH	健康元	194	1,098	951	-13.4%	25.3%	23.2%	-2.0
688192.SH	迪哲医药-U	266	92	124	35.0%	112.5%	77.4%	-35.1
002773.SZ	康弘药业	257	388	423	9.1%	35.5%	35.3%	-0.2
688266.SH	泽璟制药-U	286	60	94	56.5%	55.5%	56.1%	0.6
688520.SH	神州细胞-U	163	125	215	72.2%	20.3%	41.3%	20.9
600867.SH	通化东宝	142	183	252	37.6%	30.9%	38.6%	7.7
688331.SH	荣昌生物	253	188	251	33.7%	56.7%	47.7%	-9.1
300009.SZ	安科生物	136	172	171	-0.3%	26.2%	27.2%	1.1
300573.SZ	兴齐眼药	141	150	168	12.0%	42.9%	31.3%	-11.5
002019.SZ	亿帆医药	138	315	314	-0.4%	23.7%	23.6%	-0.1
688336.SH	三生国健	179	51	47	-8.9%	19.3%	15.1%	-4.2
688166.SH	博瑞医药	205	15	17	17.6%	4.4%	7.0%	2.6
002755.SZ	奥赛康	174	257	286	11.3%	57.3%	56.3%	-1.0
300357.SZ	我武生物	103	81	92	13.9%	37.4%	40.4%	2.9
002020.SZ	京新药业	118	208	151	-27.2%	19.6%	15.8%	-3.8
002317.SZ	众生药业	95	214	219	2.3%	33.3%	34.5%	1.1
688443.SH	智翔金泰-U	104	12	44	254.8%	/	/	/
688062.SH	迈威生物-U	84	44	45	1.4%	65.4%	99.9%	34.6
300723.SZ	一品红	180	216	128	-40.6%	34.7%	34.1%	-0.6
688177.SH	百奥泰	92	50	63	26.4%	30.9%	30.5%	-0.4
688321.SH	微芯生物	70	56	77	36.7%	42.9%	47.2%	4.3
002038.SZ	双鹭药业	66	17	20	16.8%	6.9%	11.8%	4.8
688382.SH	益方生物-U	130	0	0	#DIV/0!	0.0%	0.0%	/
688553.SH	汇宇制药	59	95	94	-1.3%	39.1%	39.1%	0.1
688505.SH	复旦张江	63	60	85	41.5%	40.4%	47.0%	6.5
688513.SH	苑东生物	60	116	111	-4.3%	36.7%	36.2%	-0.5
688197.SH	首药控股-U	45	0	0	#DIV/0!	/	/	/
002793.SZ	罗欣药业	48	204	153	-25.2%	29.6%	31.6%	2.0
688687.SH	凯因科技	45	104	115	10.4%	48.9%	49.5%	0.7
688176.SH	亚虹医药-U	47	33	61	88.0%	134.2%	100.4%	-33.8
603590.SH	康辰药业	49	90	90	-0.5%	45.4%	42.5%	-2.9
688373.SH	盟科药业	41	30	22	-26.0%	91.7%	67.5%	-24.3
300204.SZ	舒泰神	52	42	28	-33.8%	43.9%	43.7%	-0.2
688488.SH	艾迪药业	51	21	58	173.1%	22.8%	29.2%	6.4
688221.SH	前泊生物-U	32	17	21	26.5%	68.2%	75.0%	6.8
300683.SZ	海特生物	30	28	34	23.8%	21.1%	22.0%	0.9
688302.SH	海创药业-U	39	3	4	28.3%	/	/	/
688189.SH	南新制药	17	29	7	-75.8%	21.5%	17.5%	-4.0
合计			16888	17267	2.2%	24.7%	25.4%	0.6

药品板块2024年报&2025年一季报总结

- 51家港股创新药公司24年实现收入约2263亿元 (+8.3%)，剔除金斯瑞生物后，上述公司24年归母净利约76亿元 (23年为6亿元)
- 51家港股创新药公司24年研发费用投入519亿元，较去年同期下降15%，总体研发费用率为22.9% (-6pp)。

港股创新药标的2024年营收利润(按市值排序, 单位: 亿元)

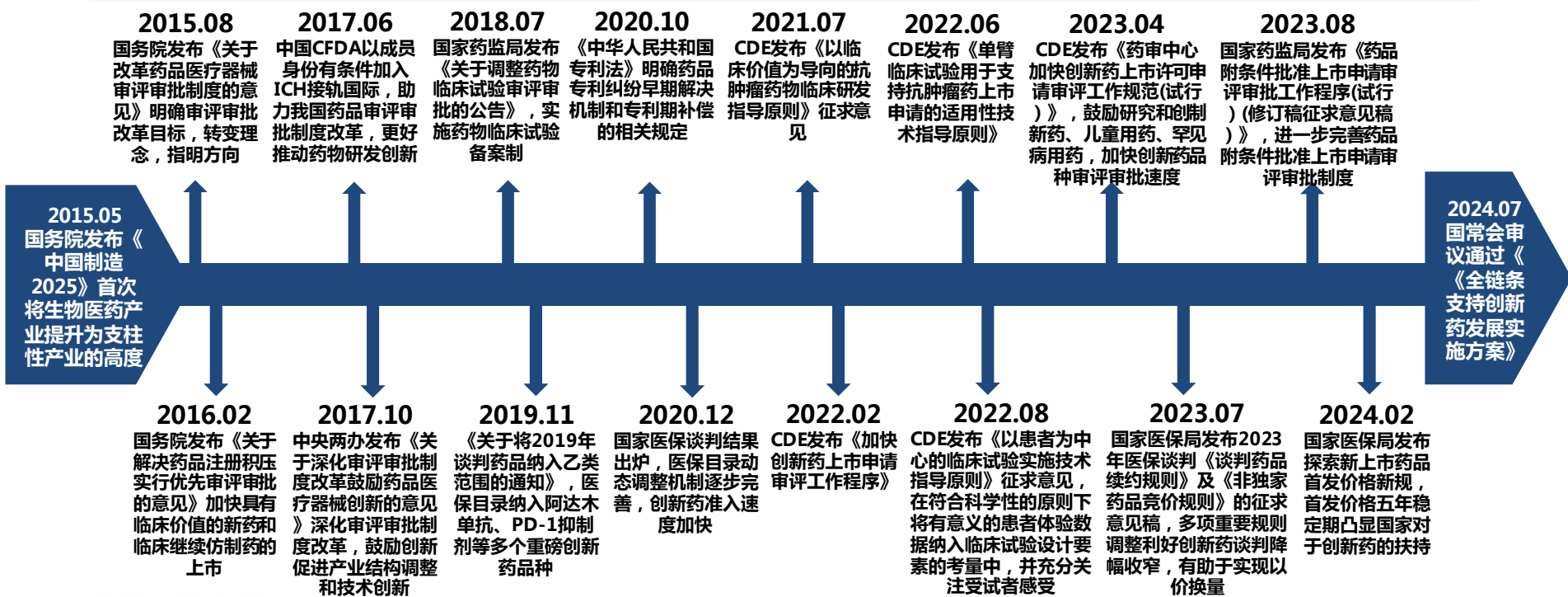
成分股	收入		归母净利润		市值 (亿元)	收入同比增量		净利润同比增量		研发费用	
	2023/12/31	2024/12/31	2023/12/31	2024/12/31		2024	2024	2023	2024		
百济神州	174	274	-62.4	-46.3	1,400	100	16	126	140		
翰森制药	101	123	32.8	43.7	950	22	11	21	27		
中国生物制药	264	289	51.0	63.6	557	25	13	44	0		
信达生物	62	94	-10.3	-0.9	555	32	9	22	27		
石药集团	317	296	60.7	43.4	515	-21	-17	48	52		
康方生物	46	21	19.4	-5.0	505	-24	-24	13	12		
复星医药	413	409	29.1	35.1	349	-4	6	38	36		
科伦博泰生物-B	15	19	-5.7	-2.7	344	4	3	10	12		
丽珠医药	124	118	19.0	23.0	233	-6	4	13	10		
再鼎医药	19	29	-23.7	-18.5	212	10	5	19	17		
金斯瑞生物科技	60	43	-25.2	205.2	195	-17	230	31	4		
和黄医药	59	45	7.2	2.7	182	-14	-4	21	15		
康哲药业	80	75	23.8	16.1	171	-5	-8	2	3		
先声药业	66	66	7.1	7.3	166	0	0	16	14		
云顶新耀	2	7	-8.4	-10.4	146	5	-2	5	5		
三生制药	78	91	15.9	22.2	136	13	6	8	13		
亚盛医药-B	2	10	-9.3	-4.1	133	8	5	7	9		
复宏汉霖	54	57	5.5	8.2	119	3	3	11	10		
君实生物	15	19	-25.3	-13.8	106	4	12	19	13		
诺诚健华	7	10	-6.5	-4.5	100	3	2	8	8		
康诺亚-B	4	4	-3.6	-5.1	80	1	-2	6	7		
绿叶制药	62	61	5.4	6.5	76	-1	1	6	7		
荣昌生物	11	17	-15.1	-14.7	73	6	0	13	15		
科济药业-B	0	0	-7.5	-8.0	49	0	-1	7	5		
博安生物	6	7	-1.2	0.7	46	1	2	2	1		
乐普生物-B	2	4	-0.3	-4.2	42	1	-4	5	4		
来凯医药-B	0	0	-3.7	-2.5	35	0	1	2	2		
欧康维视生物-B	2	4	-3.8	-2.7	35	2	1	1	1		
康宁杰瑞制药-B	2	6	-2.1	1.7	31	4	4	4	4		
和誉-B	0	5	-4.3	0.3	29	5	5	4	5		
歌礼制药-B	1	0	-1.4	-3.0	28	-1	-2	2	3		
基石药业-B	5	4	-3.7	-0.9	27	-1	3	5	1		
复旦张江	9	21	1.1	0.4	24	13	-1	2	3		
宜明昂科-B	0	1	-3.8	-3.2	19	1	1	3	3		
赛信生物-B	0	2	-5.2	-3.5	15	2	2	4	3		
华领医药-B	1	3	-2.1	-2.5	14	2	0	2	2		
和铂医药-B	6	3	1.6	0.2	13	-4	-1	3	2		
东曜药业-B	8	11	-0.4	0.3	13	3	1	1	1		
永泰生物-B	1	0	-3.4	-1.9	11	-1	1	2	2		
迈博药业-B	1	3	-2.1	-1.3	11	2	1	1	1		
加科思-B	1	2	-3.6	-1.6	9	1	2	4	3		
嘉和生物-B	0	2	-6.8	-0.5	8	2	6	6	2		
思路迪医药股份	6	4	-5.6	-2.0	7	-2	4	4	2		
腾盛博药-B	0	0	-1.8	-5.1	7	0	-3	4	2		
药明巨诺-B	2	2	-7.7	-5.9	5	0	2	4	3		
德琪医药-B	1	1	-5.8	-3.2	4	0	3	4	3		
开拓药业-B	0	0	-10.6	-1.6	4	0	9	9	1		
圣诺医药-B	0	0	-6.0	-3.6	3	0	2	4	1		
三叶草生物-B	0	0	-1.4	-9.0	3	0	-8	6	2		
创胜集团-B	1	0	-4.6	-2.9	3	0	2	4	2		
北海康成-B	1	1	-3.8	-4.4	1	0	-1	3	3		
合计	2,091	2,263	-19	281		173	300	611	519		

药品板块2024年报&2025年一季报总结

国务院常务会议审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》，强化市场信心

➢ 2024年，国家从政策层面“全链条”支持创新药，从研发、审评审批、准入、支付、投融资等全方位支持新药研发，持续强调以临床价值为导向、以患者获益为核心的药物研发。2024年2月国家医保局发布《关于建立新上市化学药品首发价格形成机制鼓励高质量创新的通知（征求意见稿）》，首发价格五年稳定期凸显国家对于创新药的扶持。继北京、广州、珠海、上海四地出台全链条支持医药高质量发展措施后，7月5日，国常会原则同意《关于支持生物医药产业全链条创新发展的若干意见》，指出强化源头创新，瞄准基础前沿领域和新赛道，大力开展技术和产品研发攻关，力争取得更多原创成果、推出更多创新产品。

创新药行业相关政策汇总



www.swsc.com.cn

数据来源：国家医保局，国家药监局，政府官网，西南证券整理

药品板块2024年报&2025年一季报总结

全链条支持创新药，政策趋势已经确立，后续落地可期

- 2024年7月国务院常务会议审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》。方案指出，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。
- 全方位支持：目前包括上海、北京、广州、珠海、中山、济南等多地已出台具体落地政策。
- 多领域支持：在“全链条”政策指引下，2024年我国药审、支付、商保等政策领域均出现突破。

2024年-2025Q1创新药行业支持政策梳理

时间	文件	政府机构	主要/重点内容
2024.2.5	《关于建立新上市化学药品首发价格形成机制 鼓励高质量创新的通知（征求意见稿）》	国家医保局	企业根据医保部门评价量表，从药学、临床价值和循证证据三方面自我打分，自评点数越高，表明药品创新价值含量越高，新上市药品首发价格的自由度越高
2024.7.5	《全链条支持创新药发展实施方案》	国务院	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
2024.7.23	《按病组和病种分值付费2.0版分组方案并深入推进相关工作的通知》	国家医保局	对因住院时间长、医疗费用高、新药耗新技术使用、复杂危重症或多学科联合诊疗等不适合按DRG/DIP标准支付的病例，医疗机构可自主申报特例单议
2024.7.31	《优化创新药临床试验审评审批试点工作方案》	国家药监局	探索建立全面提升药物临床试验质量和效率的工作制度和机制，实现30个工作日内完成创新药临床试验申请审评审批，缩短药物临床试验启动用时
2024.9.11	《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》	国务院	提升健康保险服务保障水平。扩大健康保险覆盖面。丰富商业医疗保险产品形式，推动就医费用快速结算。将医疗新技术、新药品、新器械应用纳入保障范围。
2024.11.11	《国家医保局办公室财政部办公厅关于做好医保基金预付工作的通知》	国家医保局、财政部	各统筹地区医保部门根据基本医疗保险基金结余情况，商同级财政部门研究建立相关预付金制度，用于药品和医用耗材采购等医疗费用周转支出，不得用于医疗机构基础建设投入、日常运行、偿还债务等非医疗费用支出。
2024.11.27	《医保带来的发展新增量》	国家医保局	国家医保局正在谋划探索推进医保数据赋能商业保险公司、医保基金与商业保险同步结算等政策，引导商保公司和基本医保差异化发展，更多支持包容创新药耗和器械，促进更多新的高端医药技术和产品投入应用。
2025.1.3	《关于全面深化药品医疗器械监管改革促进医药产业高质量发展的意见》	国务院办公厅	对药械的临床试验申请、上市申请（包括注册检验、现场核查）、补充申请、上市后警戒对疫苗血制品的批签发、生产、检验，以及医药流通等作出全方位全流程的指示。重点是1）提升监管机构审评审批的能力和效率；2）支持创新。
2025.3.5	《政府工作报告》	国务院	优化药品集采政策：强化质量评估和监管，让人民群众用药更放心。制定创新药目录，支持创新药发展。加强药品供应保障：完善药品耗材追溯机制，确保药品质量和供应安全。

药品板块2024年报&2025年一季报总结

全链条支持创新药，政策趋势已经确立，后续落地可期

- 在全链条支持创新药政策框架指引下，目前包括上海、北京、广州、珠海、中山、济南等多地已出台具体落地政策。
- 2025年4月，深圳、北京先后印发《深圳市全链条支持医药和医疗器械发展若干措施》、《北京市支持创新医药高质量发展若干措施（2025年）》。

《深圳市全链条支持医药和医疗器械发展若干措施》 vs 《北京市支持创新医药高质量发展若干措施（2025年）》

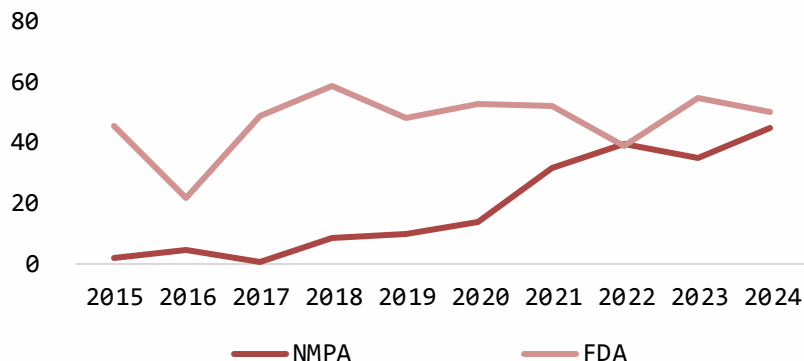
对比维度	深圳政策	北京政策
临床试验效率	争取将临床试验启动前整体用时压缩至25周内。	将临床试验启动整体用时压缩至20周以内，多中心伦理审查互认率提高至90%。
	多中心临床试验牵头机构15个工作日内完成伦理审查，参与机构采取简化审查模式5个工作日完成审查。	支持国际多中心临床试验，给予资金支持并将成果纳入职称晋升参考。
进院和临床用药	鼓励医疗机构1个月内召开药事会，“应配尽配”国谈药。每季度统计药事会召开和国谈药纳入情况。	国家医保谈判药品直接纳入医疗机构目录，“双通道”药店实现“应开尽开”。
	创新药械“双通道”药品目录联动，国谈药不纳入次均费用指标。	支持创新药通过绿色通道快速挂网，创新药不计入医保自费率考核，医保基金与药企直接结算，探索预付机制。
产业扶持与投资	对 I / II / III 期临床试验的 1 类创新药分别给予最高 1000 万 / 2000 万 / 3000 万奖励。	构建 500 亿元规模医药健康产业基金，新设 100 亿元并购基金，带动 100 亿社会资本。
	设立产业并购基金，支持企业出海（予以出海首付款金额的 5% 资金奖励，最高 1000 万元奖励）。	支持跨境分段生产试点，推动外资企业本地化生产。
审评审批效率	联动国家药监局大湾区分中心，争取港澳中成药审评权限和第三类器械就近审评。	临床试验审批试点从 60 天压缩至 30 天，试点范围扩大至器械。
	建立“研审联动”服务体系，缩短注册检验和核查时间。	药品补充申请审批试点，审评时限从 200 天压缩至 60 天，试点争取扩大至仿制药
推动AI在医药领域应用	支持建设药物发现等人工智能药械研发重大公共服务平台及重大产业项目。	引入AI赋能临床研究患者招募
	支持创新药械企业与AI企业合作，按照研发合同费用的15%给予委托研发企业支持。	支持AI+病理、制药等场景模型开发，开展互联网诊疗首诊试点。

药品板块2024年报&2025年一季报总结

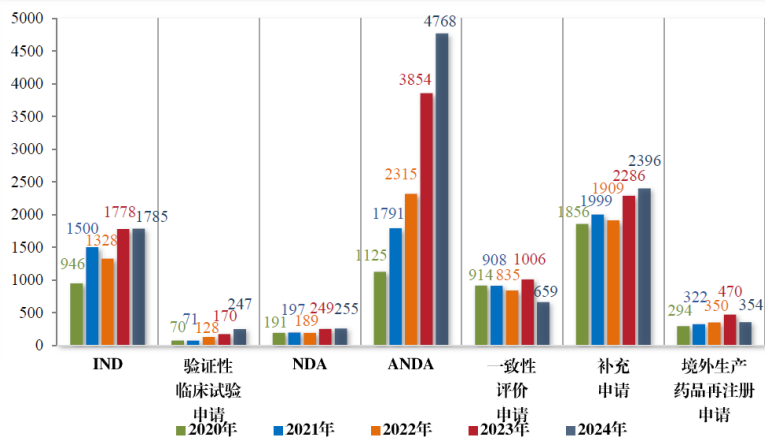
国产新药研发倍道而进，持续关注优异临床数据和里程碑进展

- **创新药加速落地，企业迎来收获季。**随着我国新药审评审批的提速，我国创新药正加速落地。2024年我国批准上市创新药（化药及治疗用生物制品，未纳入中药和其他生物制品）数量为45个，同比2023年增加10个。
- **首次申请上市项目数量和IND受理数量是上市新药数量的先行指标，**2020年起我国两项先行指标均有显著增长，标志着我国创新药步入密集收获期，并且未来上市创新药数量将迎来更快速增长。

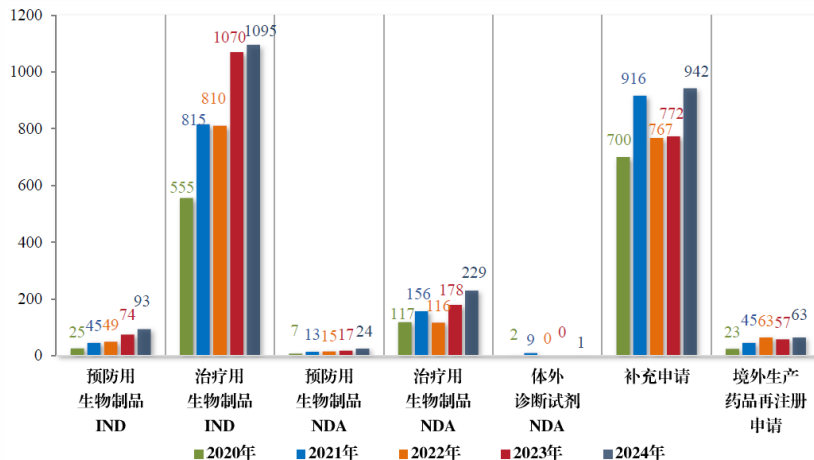
2015-2024年中美创新药批准数量（个）



2020-2024年需技术审评的各类注册申请受理量



2020-2024年需技术审评的各类注册申请审结量



药品板块2024年报&2025年一季报总结

2024年国产新药出海屡获佳绩

2024年国产新药出海案例，主要聚焦于二代IO、减肥药、自免TCE、ADC、新技术机制、治疗空白疾病等六大领域。

- 二代IO**：随着依沃西单抗HARMONI-2研究读出数据，PD-1/VEGF双抗成为率先验证的二代IO药物，礼新医药-默沙东随即达成重磅交易，全球IO巨头默沙东的入局一方面彰显这一靶点深厚价值，另一方面也对未来该二代IO竞争格局产生深远影响。
- 恒瑞医药探索出海新模式，GLP-1产品组合授权出海交易总额高达60亿美元**。上半年交易规模最大的BD为恒瑞医药GLP-1产品组合授权出海，交易总额高达60亿美元，买方Hercules是一家新公司，恒瑞将取得Hercules 19.9%的股权，探索出海新模式。

2024年License out超5亿美元品种一览

序号	时间	转让方	受让方	药品汇总	靶点	治疗领域	药物机制	交易总金额 (百万美元)	首付款 (百万美元)
1	2024.5	恒瑞医药	Hercules	HRS7535、HRS9531、 HRS-4729	GLP-1、GLP-1/GIP、 肠促胰素	减重、糖尿病	多肽	6035	110
2	2024.1	舶望制药	诺华	-	-	心血管疾病	RNAi	4165	185
3	2024.11	礼新医药	默沙东	LM-299	PD1/VEGF	实体瘤	双抗	3288	588
4	2024.1	瑞博生物	勃林格殷格翰	-	-	NASH	siRNA	2000	-
5	2024.12	翰森制药	默沙东	HS-10535	GLP-1R	减重、糖尿病	小分子	2012	112
6	2024.6	明济生物	艾伯维	FG-M701	TL1A	IBD	单抗	1710	150
7	2024.8	同润生物	默沙东	CN201	CD19/CD3	血液瘤、自免	双抗	1300	700
8	2024.6	亚盛医药	武田	奥雷巴替尼(选择权)	BCR-ABL	血液瘤	小分子	1300	100
9	2024.1	宜联生物	罗氏	YL211	C-MET ADC	实体瘤	ADC	1050	50
10	2024.12	恒瑞医药	IDEAYA Biosciences	SHR-4849	DLL3 ADC	实体瘤	ADC	1045	75
11	2024.1	安瑞生物	Avenzo	ARTS-021等	CDK2	实体瘤	小分子	1040	40
12	2024.7	昱言科技	Ipsen	FS001	-	实体瘤	ADC	1030	-
13	2024.12	映恩生物	GSK	DB-1324	-	消化道肿瘤	ADC	1005	30
14	2024.12	岸迈生物	Candid Therapeutics	TCE双抗	CD3/?	自免疾病	双抗	1000	-
15	2024.11	博奥信	Aclaris	Bosakitug、BSI-502	TLSP、TSLP/IL-4	自免	单抗、双抗	940	40
16	2024.11	东阳光药	Apollo	HEC88473	FGF21/GLP-1	减重、糖尿病、NASH	融合蛋白	938	12
17	2024.10	恩沐生物	GSK	CMG1A46	CD19/CD20/CD3	血液瘤、自免	三抗	850	300
18	2024.11	橙帆医药	Avenzo	VBC103	Trop2/Nectin-4	实体瘤	双抗ADC	800	50
19	2024.9	岸迈生物	Vignette Bio	EMB-06	BCMA/CD3	血液瘤、自免	双抗	635	60
20	2024.11	康诺亚	Platina Medicines	CM336	BCMA/CD3	血液瘤、自免	双抗	626	16
21	2024.6	康宁杰瑞	Arrivent	ARR-421	-	-	ADC	616	-
22	2024.11	维立志博	Oblenio Bio	LBL-051	CD19xBCMAxCD3	自免	三抗	579	35
23	2024.7	辐联科技	SK Biopharma	177Lu-FL-091	NTSR1	肿瘤	RDC	572	-
24	2024.1	安锐生物	阿斯利康	-	EGFR L858R	肺癌	小分子	540	40

数据来源：公司公告，公开新闻，西南证券整理

药品板块2024年报&2025年一季报总结

2025Q1国产新药出海交易热度持续

2025年一季度超过14个国内药企完成海外授权，且总交易金额超过5亿美元。

2025年3月，和铂医药、联邦制药、恒瑞医药先后完成出海项目合作，首付款金额均在1.5-2亿美金范围。

2025Q1 License out超5亿美元品种一览

序号	时间	转让方	受让方	药品汇总	靶点	治疗领域	药物机制	交易总金额 (百万美元)	首付款 (百万美元)
1	2025-01-13	启德医药	Biohaven、 AimedBio	GQ1011和21个 ADC靶点	FGFR3	肿瘤	ADC	13000	0
2	2025-03-21	和铂医药	AstraZeneca	两个临床前项目及 更多靶点	/	自免、肿瘤	双抗	4680	175
3	2025-03-21	元思生肽	AstraZeneca	技术授权	/	自免、代谢疾病	环状肽	3475	75
4	2025-01-09	先为达生物	Verdiva Bio	XW004、VRB-103	GLP-1; GLP-1R ; amylin	减重、糖尿病	多肽	2470	70
5	2025-03-24	联邦制药	Novo Nordisk	UBT251	GLP-1R; GCGR; GIPR	减重、糖尿病	多肽	2000	200
6	2025-03-25	恒瑞医药	Merck & Co.	HRS-5346	Lp(a)	心血管疾病	小分子	1970	200
7	2025-02-19	石药集团	Radiance	SYS6005	ROR1	肿瘤	ADC	1240	15
8	2025-01-22	乐普生物	ArriVent Biopharma	MRG007	CDH17	肿瘤	ADC	1207	47
9	2025-01-07	映恩生物	Avenzo Therapeutics	DB-1418	HER3; EGFR	肿瘤	双抗ADC	1200	50
10	2025-01-02	信达生物	Roche	IBI3009	DLL3	肿瘤	ADC	1080	80
11	2025-01-10	科伦博泰; 和铂医药	Windward Bio	HBM9378	TSLP	呼吸道疾病	单抗	970	0
12	2025-01-07	药明生物	Candid Therapeutics	TCE 三抗	/	自免	三抗	925	0
13	2025-01-09	天广实	Climb Bio	MIL116	APRIL	IgA肾病	单抗	893	9
14	2025-01-20	康诺亚; 诺诚健华	Prolium Bioscience	CM355	CD3; CD20	血液瘤、自免	双抗	520	17.5

www.swsc.com.cn

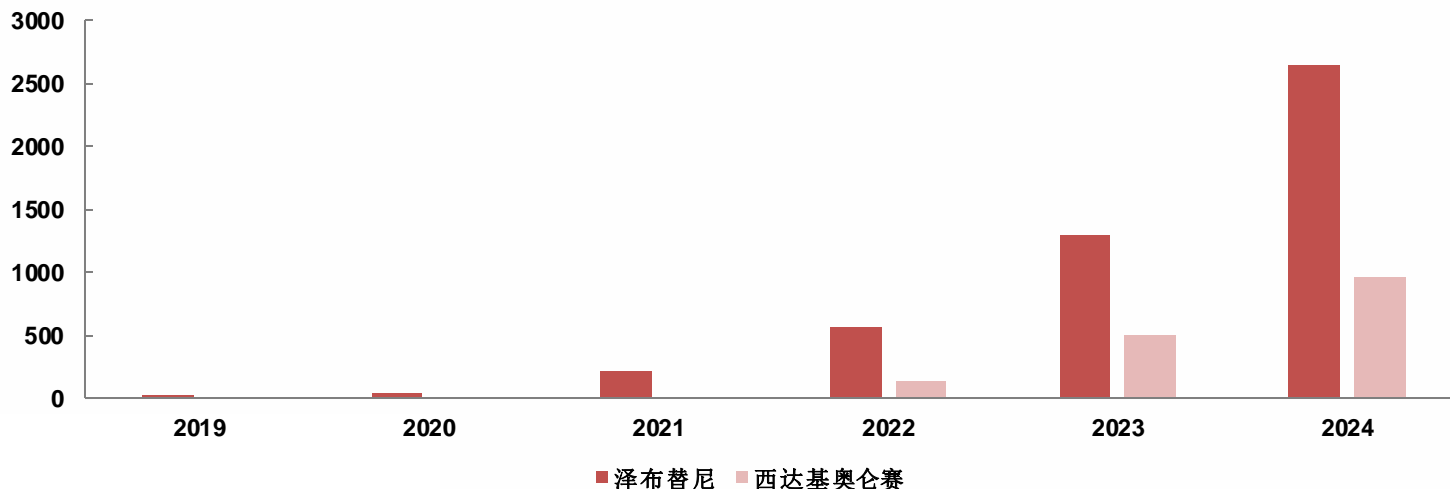
数据来源：公司公告，公开新闻，西南证券整理

药品板块2024年报&2025年一季报总结

独立出海品种国际市场销售爆发力突出

- 泽布替尼：2024年销售额26亿美元（+105%），其中美国市场实现19亿美元销售额，美国市场销售额远超国内市场。
- 传奇生物西达基奥仑赛：西达基奥仑赛2024年销售额约9.6亿美元（+92.6%）。2022年获得美国FDA批准上市，用于既往接受过四线或以上治疗（包括蛋白酶体抑制剂、免疫调节剂和抗CD38单克隆抗体）的多发性骨髓瘤。2024年4月其二线适应症先后于美国和欧盟获批上市。

2019-2024泽布替尼中美销售额（百万美元）



药品板块2024年报&2025年一季报总结

Biopharma：迎来业绩拐点，步入正向循环，在研创新管线逐步兑现，出海逻辑渐强

- Biopharma集采影响逐步出清，创新药陆续落地，创新药收入占比提升，业绩迎来拐点、重回上升通道。随着创新研发能力的成熟，国际竞争力与日俱增，越来越多的创新品种具备出海潜质。长期坚定看好国产创新药放量和出海逻辑。
- **恒瑞医药**：公司2024全年实现营业收入279.8亿元(+22.6%)，归属于上市公司股东的净利润为63.4亿元(+47.3%)，扣非后归属于上市公司股东净利润为61.8亿元(+49.2%)。2025年一季度实现收入72.1亿元(+20.1%)，归母净利润18.7亿元(+36.9%)，扣非归母净利润18.6亿元(+29.4%)。2024年公司创新药收入达138.9亿元(含税，不含对外许可收入)，同比增速超过30%。产品出海许可收入确认27亿元。公司于2024收到的Merck 1.6亿欧元BD首付款、Kailera公司1亿美元对外许可首付款。2024年内公司2款1类创新药(富马酸泰吉利定、夫那奇珠单抗)获批上市。公司创新转型已迈入收获期。公司预计2025年将有望迎来11个项目(新药上市或新适应症获批)收获，包括HER2 ADC项目SHR-A1811、JAK1i艾玛昔替尼两项适应症、泰吉利定疼痛管理适应症等。预计2026-2027年分别有13/23个项目有望获批。
- **百济神州**：2024年实现收入272.1亿元/37.8亿美元(+56.2%)，净亏损49.8亿元。泽布替尼24年销售26.4亿美元(+104.6%)，替雷利珠单抗销售6.2亿美元(+15.7%)。泽布替尼美国CLL新患使用量占全部BTKi的比例超过50%，考虑到老患用药周期较长，泽布替尼未来增长确定性高。
- **科伦药业**：2024年公司实现营业收入218.1亿元，同比增长1.7%；归母净利润29.4亿元，同比增长19.5%；扣非归母净利润29亿元，同比增长22.7%。2024年公司输液板块实现销售收入89.1亿元(-11.9%)。非输液业务收入103亿元(+13.7%)。2024年川宁生物实现收入57.6亿元(+19.4%)。2025年一季度实现收入43.9亿元(-29.4%)，归母净利润5.8亿元(-43.1%)，扣非归母净利润5.6亿元(-43.1%)。

主要Biopharma企业2023~2025Q1财务数据(百万元)

公司	恒瑞医药			百济神州			科伦药业		
	2023	2024	2025Q1	2023	2024	2025Q1	2023	2024	2025Q1
总收入	22,820	27,985	7,206	17,423	27,214		21,454	21,812	4,390
yoy	7.3%	22.6%	20.1%	82.1%	56.2%		12.7%	1.7%	-29.4%
毛利率	84.6%	86.2%	85.2%	84.6%	84.4%		52.4%	51.7%	48.7%
净利率	18.7%	22.6%	26.0%	-38.5%	-18.3%		12.3%	15.4%	15.0%
归母净利润	4,302	6,337	1,874	-6,716	-4,978		2,456	2,936	584
yoy	10.1%	47.3%	36.9%	50.8%	25.9%		44.0%	19.5%	-43.1%

药品板块2024年报&2025年一季度报总结

Biopharma：迎来业绩拐点，步入正向循环，在研创新管线逐步兑现，出海逻辑渐强

- 贝达药业**：2024年实现营业收入28.92亿元(+17.74%)，归母净利润4.03亿元(+15.67%)，扣非后归母净利润4.1亿元(+55.92%)。2025年一季度实现收入9.2亿元(+24.7%)，归母净利润1亿元(+2%)，一季度交易性金融资产公允价值变动损失7660万元，扣非归母净利润1.64亿元(+83.59%)。2024年恩莎替尼一线适应症已获美国FDA批准上市，并启动EMA新药上市审批程序，CDK4/6抑制剂BPI-16350上市申请于2024年获NMPA受理，禾元生物重组人白上市申请于2024年获得NMPA受理，伏美纳眼科适应症、EGFR/C-MET双抗联用贝福替尼等值得期待。
- 华东医药**：2024年公司实现收入419.1亿元(+3.2%)，归母净利润35.1亿元(+23.7%)，扣非后归母净利润33.5亿元(+22.5%)。2025年一季度实现收入107.4亿元(+3.1%)，归母净利润9.2亿元(+6.1%)，扣非后归母净利润9亿元(+7%)。2024年公司靶向FR α 的ADC药物成功在中国获批，乌思奴单抗类似物于24年国内首家获批，迈华替尼用于1L EGFR敏感突变NSCLC上市申请于2024年获得NMPA受理。2024年公司医美板块实现营业收入23.3亿元(-4.9%)，全资子公司英国Sinclair 2024年收入约9.7亿元(-25.8%)，国内医美业务收入11.4亿元(+8.3%)。
- 信立泰**：2024年实现收入40.1亿元(同比+19.2%)，实现归母净利润6亿元(同比+3.7%)。2025年一季度收入10.6亿元(-2.64%)；归属于上市公司股东的净利润2亿元，同比(+0.03%)。2024年制剂业务实现收入31.9亿元(+20.4%)；原料及中间体实现收入4.1亿元(-0.4%)；医疗器械实现收入3.1亿元(+41.7%)。

主要Biopharma企业2023~2025Q1财务数据(百万元)

公司	贝达药业			华东医药			信立泰		
	2023	2024	2025Q1	2023	2024	2025Q1	2023	2024	2025Q1
总收入	2,456	2,892	918	40,624	41,906	10,736	3,365	4,012	1,062
yoy	3.3%	17.7%	24.7%	7.7%	3.2%	3.1%	-3.4%	19.2%	-2.6%
毛利率	83.5%	81.4%	81.3%	32.4%	33.2%	32.9%	68.6%	72.6%	75.3%
净利率	13.6%	13.4%	10.4%	7.0%	8.3%	8.5%	17.3%	15.1%	19.1%
归母净利润	348	403	100	2,839	3,512	915	580	602	200
yoy	139.3%	15.7%	2.0%	13.6%	23.7%	6.1%	-9.0%	3.7%	0.0%

药品板块2024年报&2025年一季报总结

Biotech企业：核心品种逐步落地，商业化实力稳步提升，国际化不断迎来里程碑

- 荣昌生物**：2024年实现营业收入达17.2亿元（+58.5%），归属于上市公司股东的净亏损14.7亿元。泰它西普和维迪西妥单抗2024年持续放量，截至2024年末自身免疫商业化团队超过800人，已准入超过1000家医院。肿瘤科商业化团队近600人，已准入超过1000家医院。泰它西普中国治疗重症肌无力的III期临床研究达到主要终点，并向CDE递交上市申请。海外治疗重症肌无力于2024年8月获首例患者入组。干燥综合征的中国III期临床研究于2024年5月完成患者入组。免疫球蛋白A肾病（IgAN）的国内III期临床研究于2024年5月完成全部入组。类风湿性关节炎于2024年7月获NMPA的完全批准。
- 泽璟制药**：2024年实现营业收入5.3亿元（+37.9%），归母净利润-1.4亿元，较2023年-2.8亿元大幅收窄。2025年一季度收入1.7亿元（+54.9%）。多纳非尼商业化稳步推进，截至2024年12月31日已进入医院1100余家、覆盖医院2000余家、覆盖药房近1000家。重组人凝血酶成功纳入国家医保目录，已累计收到蓬莱诺康药业有限公司（系远大生命科学（辽宁）有限公司全资子公司）支付的独家市场推广权许可费人民币3.4亿元。稳步推进吉卡昔替尼片治疗中高危骨髓纤维化适应症的新药上市审评工作。注射用重组人促甲状腺激素（rhTSH）的生物制品上市许可申请（BLA）于2024年6月获受理，目前已完成临床核查和二合一检查。2024年8月，注射用ZG006获得FDA颁发的孤儿药资格认定。吉卡昔替尼片治疗重症斑秃的III期临床试验达到主要疗效终点，公司已经完成与CDE的上市申请前（pre-NDA）的沟通交流。吉卡昔替尼片治疗特发性肺纤维化的II期临床研究取得成功结果。

主要Biotech 2023~2025Q1财务数据(百万元)

公司 年份	荣昌生物			泽璟制药		
	2023	2024	2025Q1	2023	2024	2025Q1
总收入	1,083	1,717	526	386	533	168
yoy	40.3%	58.5%	59.2%	27.8%	37.9%	54.9%
毛利率	77.4%	80.4%	83.3%	92.4%	93.1%	88.4%
净利率	-139.5%	-85.5%	-48.3%	-76.4%	-28.2%	-17.5%
归母净利润	-1,511	-1,468	-254	-279	-138	-28
yoy	-51.3%	2.8%	27.2%	39.1%	50.5%	28.4%

药品板块2024年报&2025年一季报总结

转型创新企业：跨越集采阵痛，创新药陆续步入商业化阶段，创新药销售崭露头角

- **恩华药业**：公司2024年度实现营业收入57亿元(+13.01%)，实现归母净利润11.4亿元(+10.28%)，扣非归母净利润11.4亿元(+12.88%)。2024年麻醉板块实现收入30.6亿元(+13.2%)，力月西、福尔利、瑞芬太尼等成熟品种销量稳定增长，精神板块实现收入12亿元(+10.1%)，神经板块实现收入2.2亿元(+74.6%)。创新药方面，完成1个III期临床研究项目，开展3个II期临床研究项目，完成或开展4个I期临床研究项目；在仿制药方面，获得7个仿制药生产批件及新增规格补充申请批件，4个临床试验通知书项目，通过4个一致性评价。
- **海思科**：2024年实现营业收入37.21亿元(+10.9%)，归属于上市公司股东净利润3.95亿元(+34%)，归属于上市公司股东的扣非净利润1.32亿元(-45.4%)。麻醉产品板块实现收入12.3亿元(+45%)。HSK16149胶囊“成人糖尿病性周围神经病理性疼痛”与“成人糖尿病性周围神经病理性疼痛和带状疱疹后神经痛”分别于2024年获批上市并进入医保，“中枢神经病理性疼痛”适应症的III期临床研究正在推进中。HSK21542注射液“腹部手术术后镇痛”处于上市许可发补审评阶段；“慢性肾病瘙痒”于2024年完成NDA申报。
- **京新药业**：2024年实现收入41.6亿元，同比+4%；归母净利润7.1亿元，同比+15%；扣非归母净利润6.5亿元，同比+21.4%。地达西尼胶囊于2024年3月底上市，2024年11月成功进入国家医保支付目录。治疗精神分裂症的1类创新药JX11502MA II期临床接近尾声。LP(a)小分子抑制剂JX2201胶囊在2024年内顺利提交临床申请，并已获批启动I期临床试验。

主要转型创新企业2023~2025Q1财务数据(百万元)

公司	恩华药业			海思科			京新药业		
年份	2023	2024	2025Q1	2023	2024	2025Q1	2023	2024	2025Q1
总收入	5,042	5,698	1,511	3,355	3,721	892	3,999	4,159	956
yoy	17.3%	13.0%	11.3%	11.3%	10.9%	18.6%	5.8%	4.0%	-9.9%
毛利率	72.8%	73.6%	74.7%	71.0%	71.5%	70.3%	50.6%	50.0%	47.7%
净利率	20.5%	20.0%	19.9%	8.8%	12.5%	5.2%	15.6%	17.3%	17.3%
归母净利润	1,037	1,144	301	295	395	47	619	712	163
yoy	15.1%	10.3%	13.4%	6.5%	34.0%	-49.3%	-6.5%	15.0%	-4.6%

药品板块2024年报&2025年一季报总结

生物药板块：新品落地快速准入放量，创新管线持续推进。

- 长春高新**：2024全年实现营业收入134.7亿元(-7.6%)；归母净利润25.8亿元(-43%)；扣非归母净利润28.3亿元(-37.3%)。金赛药业营业收入106.7亿元(-3.7%)，归母净利润26.8亿元(-40.7%)，百克生物收入12.3亿元(-32.6%)，归母净利润2.3亿元(-53.7%)。新产品方面，重组人促卵泡激素注射液、黄体酮注射液(II)等获得《药品注册证书》，长效生长激素新增用于性腺发育不全(特纳综合征)所致女孩的生长障碍、用于特发性身材矮小(ISS)两项适应症，伏欣奇拜单抗(粉剂、水剂)、重组人促卵泡激素-CTP融合蛋白注射液、鼻喷流感减毒活疫苗(液体制剂)等产品上市申请相继获得受理。
- 我武生物**：2024全年实现收入9.3亿元(+9.1%)，归母净利润3.2亿元(+2.5%)，扣非归母净利润3.1亿元(+2.7%)。2024年公司粉尘螨滴剂实现销售收入8.9亿元，同比增长7.9%，黄花蒿滴剂实现销售收入2701万元，同比增长76.4%。皮肤点刺液实现销售收入730.4万元，同比增长103.1%。研发方面，2024年8月皮炎诊断贴剂01贴完成II期临床试验首例受试者入组，12月屋尘螨膜剂临床试验获批，悬铃木花粉变应原皮肤点刺液、德国小蠊变应原皮肤点刺液、猫毛皮屑变应原皮肤点刺液等产品上市许可获批。
- 特宝生物**：2024全年实现营业收入28.2亿元(+34.1%)，归属于母公司股东的净利润8.3亿元(+49%)，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润8.3亿元(+42.7%)。公司积极开拓市场派格宾持续放量，提高经营管理效率总体费用率降低。2024年3月，派格宾联合核苷(酸)类似物适用于临床治愈成人慢性乙型肝炎的增加适应症获NMPA批准上市。2024年1月益佩生(怡培生长激素)药品注册上市许可申请获NMPA受理；派格宾新增适应症“原发性血小板增多症”于2024年7月获批；2025年1月珮金新增适应症“适用于降低子痫前期发生率”临床试验获得NMPA批准。

主要生物药企业2023~2025Q1财务数据(百万元)

公司	长春高新			我武生物			特宝生物		
	2023	2024	2025Q1	2023	2024	2025Q1	2023	2024	2025Q1
总收入	14,566	13,466	2,997	848	925	228	2,100	2,817	673
yoy	15.4%	-7.6%	-5.7%	-5.3%	9.1%	5.7%	37.6%	34.1%	23.5%
毛利率	86.0%	85.7%	88.2%	95.3%	95.2%	94.8%	93.3%	93.5%	93.2%
净利率	32.8%	20.1%	15.7%	34.8%	32.9%	31.3%	26.4%	29.4%	27.0%
归母净利润	4,532	2,583	473	310	318	74	555	828	182
yoy	9.5%	-43.0%	-45.0%	-11.1%	2.5%	-3.7%	93.5%	49.0%	41.4%

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券整理

医疗器械板块2024年报&2025年一季报总结

医疗器械：24Q4起业绩有所承压，25Q1加速下滑，子板块表现分化

- **2024年及2025Q1医疗器械板块总结**：器械板块(72家样本公司，剔除新冠相关标的)，2024年收入1675亿元(+1.7%)，归母净利润323亿元(-5.5%)，主要受到医保控费DRG、竞争格局等影响，2024年利润承压。不剔除新冠标的数据，2024年器械板块收入1970亿元(+3.5%)，归母净利润359亿元(-2.2%)，新冠相关标的在2023年已基本完成进行基数消化、商誉计提和减值，相关企业的常规业务发展步入正轨。2025Q1器械板块收入398亿元(-5.1%)，归母净利润82亿元(-14.1%)，仍有承压。分业务看，设备、IVD板块在24H2承压，高值整体保持稳定，低耗25Q1开始收入下滑。分业务看，设备板块在24年短期承压，Q3起招投标数据开始逐步回暖，IVD、耗材板块24年起增速放缓。
- **强调自主可控和国产替代，建议关注政策动态变化**。近日中美关税谈判落地，“内需+出口”或将为2025年主旋律。**展望未来**，随着反腐常态化、新版配置证，叠加以旧换新重大利好政策落地，24年驱动相关医疗设备需求，**重点关注以旧换新政策落地节奏**。家用设备如呼吸机、CGM等受老龄化、消费政策等影响，**建议关注出海进度**。IVD和高值耗材集采范围持续扩大，但降幅规则趋于温和，无需过度担忧，**建议重点关注国产龙头以及具有出海逻辑标的**。低值耗材库存压力接近尾声，业绩逐步恢复稳态。此外2025年**需要关注地缘政治及行业政策对医疗器械板块的影响**。
- **长期看好自主可控和国产替代，全球化布局仍为中长期重要布局**
 - 1) **自主可控：自主可控/创新器械**：高端影像（联影医疗、迈瑞医疗）、手术机器人（微创机器人）、基因测序（华大智造）、外周介入、神经介入（赛诺医疗、微创脑科学）、电生理（微电生理、惠泰医疗）、内窥镜（澳华内镜、开立医疗、海泰新光）。
 - 2) **集采品类有望加速替代**：骨科（爱康医疗、春立医疗）、化学发光（新产业、圣湘生物、普门科技）、人工晶体（爱博医疗）。
 - 3) **国际化布局**：家用呼吸机（怡和嘉业、美好医疗、鱼跃医疗）、CGM（三诺生物）、低值耗材（英科医疗、山东药玻、振德医疗）、NASH检测（福瑞股份）。
 - 4) **主题投资**：AI 医疗影像（美年健康、祥生医疗、安必平、迪安诊断）、AI 信息化（金域医学、润达医疗）、脑机接口、银发经济、呼吸道检测（圣湘生物、英诺特、九安医疗）、并购重组。

风险提示：竞争加剧风险、海外销售不及预期风险、渗透率提升不及预期。

医疗器械板块2024年报&2025年一季报总结

2024年报及2025一季报器械板块关键财务数据：

- 2024年器械板块总结：**器械板块(72家样本公司，剔除新冠相关标的)，2024年收入1675亿元(+1.7%)，归母净利润323亿元(-5.5%)，主要受到医保控费DRG、竞争格局等影响，2024年利润承压。**不剔除新冠标的的数据**，2024年器械板块收入1970亿元(+3.5%)，归母净利润359亿元(-2.2%)，新冠相关标的在2023年已基本完成进行基数消化、商誉计提和减值，相关企业的常规业务发展步入正轨。
- 单季度看**，24Q1/Q2/Q3/Q4/25Q1单季度收入同比增速分别为+3.0%/+3.6%/+0.6%/-0.4%/-5.1%，归母净利润同比增速分别为+6.0%/+1.8%/-14.4%/-23.7%/-14.1%，医疗器械板块自24Q4起开始承压。

医疗器械板块2020-25Q1关键财务数据(累计)

(亿元)	20A	21A	22A	23A	24A	25Q1
营收	1214	1434	1613	1646	1675	398
yoy	22.6%	18.1%	12.4%	2.1%	1.7%	-5.1%
归母净利润	267	313	355	341	323	82
yoy	50.3%	17.1%	13.5%	-3.8%	-5.5%	-14.1%
毛利率	56.7%	56.0%	54.8%	56.7%	55.9%	55.4%
净利率	22.3%	22.1%	22.1%	20.8%	19.3%	20.7%
销售费用率	16.1%	16.2%	16.1%	17.3%	17.1%	16.3%
管理费用率	6.8%	6.7%	6.5%	7.0%	7.2%	7.0%
财务费用率	0.6%	0.2%	-0.9%	-0.9%	-0.8%	-1.0%
研发费用率	8.1%	8.8%	9.4%	9.2%	10.6%	9.9%
包括新冠标的的营收	1682	1901	2298	1903	1970	469
yoy	52.7%	13.0%	20.9%	-17.2%	3.5%	-4.5%
包括新冠标的的归母净利润	442	473	602	367	359	92
yoy	130.7%	7.0%	27.3%	-39.0%	-2.2%	-12.0%

医疗器械板块24Q1-25Q1关键财务数据(单季度)

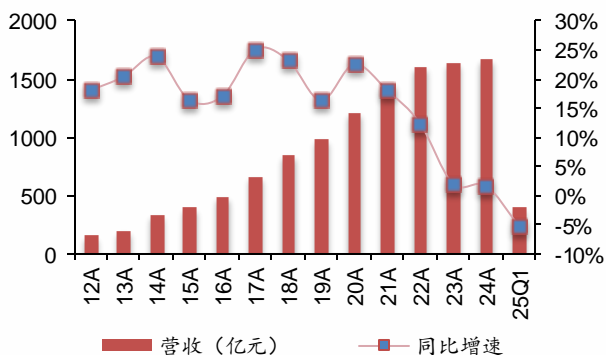
(亿元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
营收	419	450	396	409	398
yoy	3.0%	3.6%	0.6%	-0.4%	-5.1%
归母净利润	96	108	75	43	82
yoy	6.0%	1.8%	-14.4%	-23.7%	-14.1%
毛利率	56.9%	58.0%	56.0%	52.4%	55.4%
净利率	22.9%	24.0%	19.0%	10.5%	20.7%
销售费用率	16.1%	16.5%	16.6%	19.3%	16.3%
管理费用率	6.6%	6.4%	7.4%	8.6%	7.0%
财务费用率	-1.0%	-1.1%	0.3%	-1.6%	-1.0%
研发费用率	10.0%	9.3%	11.0%	12.1%	9.9%
包括新冠标的的营收	491	522	472	485	469
yoy	2.4%	5.3%	4.4%	1.9%	-4.5%
包括新冠标的的归母净利润	105	118	85	51	92
yoy	5.8%	3.0%	-9.7%	-13.5%	-12.0%

医疗器械板块2024年报&2025年一季报总结

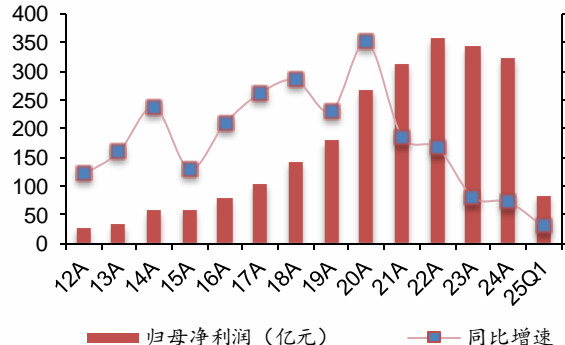
累计报表看：2024年器械板块表观收入同比提高1.7%，利润下滑5.5%

- 2024年收入1675亿元(+1.7%)，归母净利润323亿元(-5.5%)。2025Q1器械板块收入398亿元(-5.1%)，归母净利润82亿元(-14.1%)，承压加剧。业绩端增速放缓主要因1) 宏观环境趋严背景下，2024年医院招投标节奏放缓，Q3开始逐渐恢复正常节奏，叠加设备以旧换新政策逐步落地，业绩或将兑现在2025年；2) 海外区域多处于前期投入期，收入规模暂未打开；3) 地缘政治紧张；4) 市场竞争加剧。

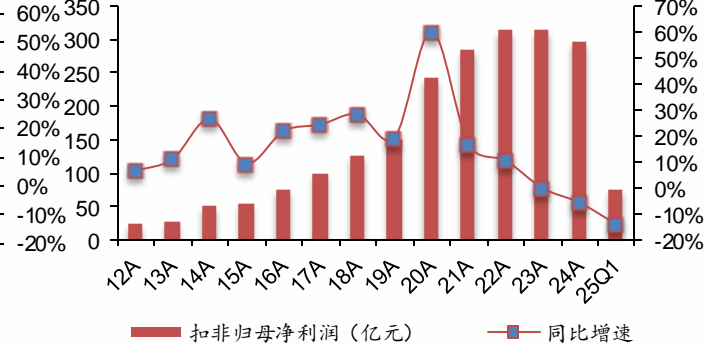
2012~25Q1收入及增速(累计)



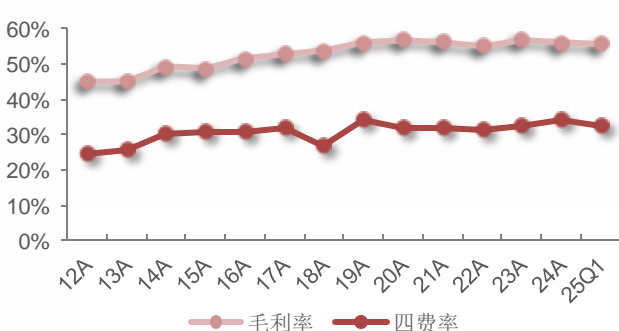
2012~25Q1归母净利润及增速(累计)



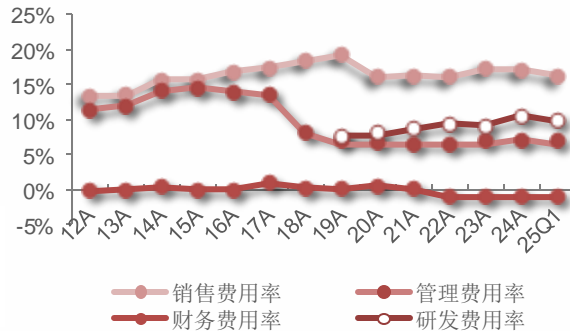
2012~25Q1扣非归母净利润及增速(累计)



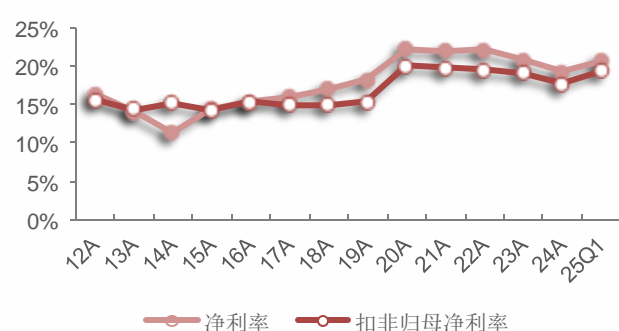
2012~25Q1毛利率与四费率变化趋势(累计)



2012~25Q1期间费用率变化趋势(累计)



2012~25Q1净利率变化趋势(累计)



www.swsc.com.cn

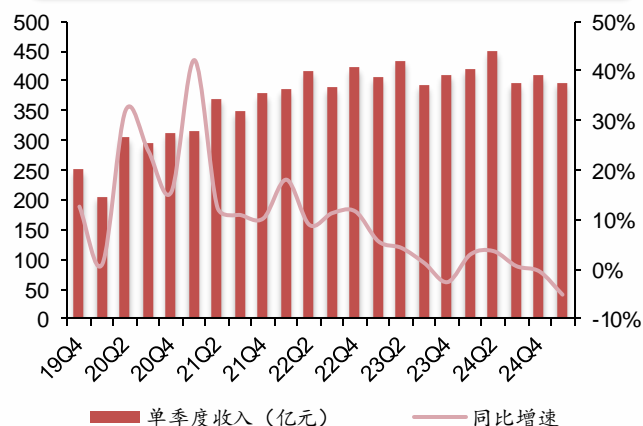
数据来源：Wind，西南证券整理

医疗器械板块2024年报&2025年一季报总结

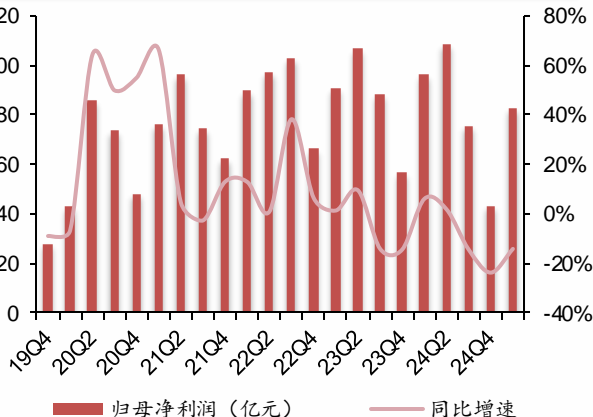
分季度看：24Q4起业绩有所承压，25Q1加速下滑

- 分季度看，24Q1/Q2/Q3/Q4/25Q1单季度收入同比增速分别为+3.0%/+3.6%/+0.6%/-0.4%/-5.1%，归母净利润同比增速分别为+6.0%/+1.8%/-14.4%/-23.7%/-14.1%，板块自24Q4起开始承压，原因包括：1) 受医保控费DRG、竞争格局等影响，收入增速放缓。2) 部分公司重视海外战略布局，费用端有所提高，24Q4四费率为34.1%(+1.4pp)。

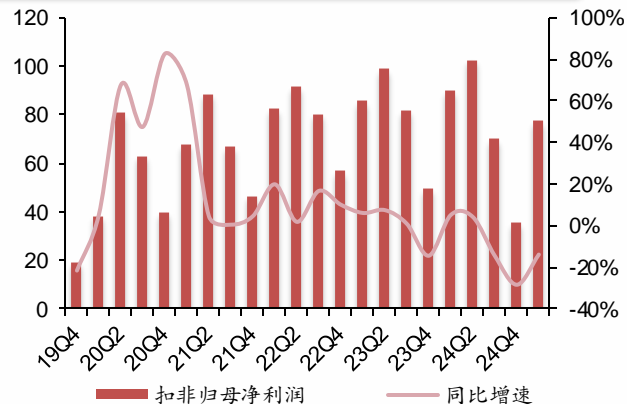
2019~25Q1收入及增速(单季度)



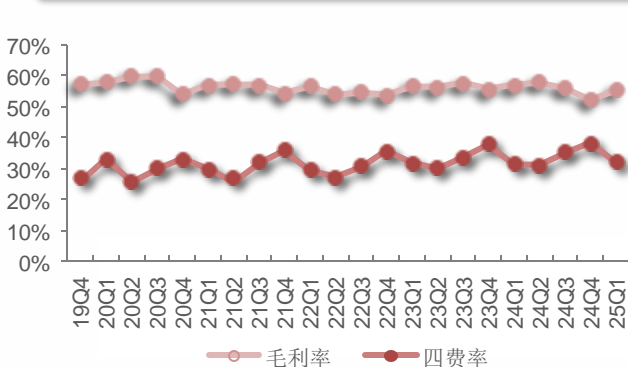
2019~25Q1归母净利润及增速(单季度)



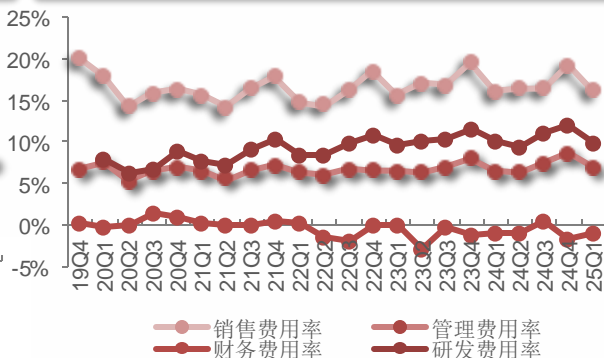
2019~25Q1扣非归母净利润及增速(单季度)



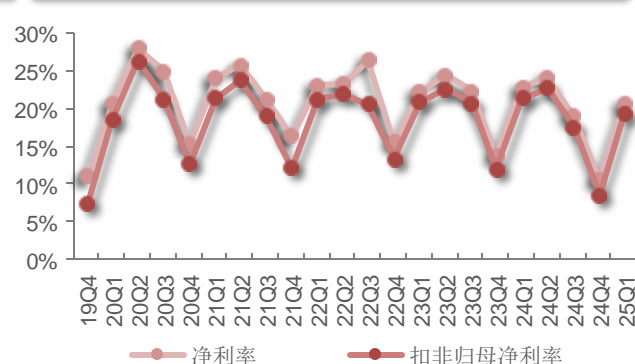
2019~25Q1毛利率与四费率变化趋势(单季度)



2019~25Q1期间费用率变化趋势(单季度)



2019~25Q1净利率变化趋势(单季度)

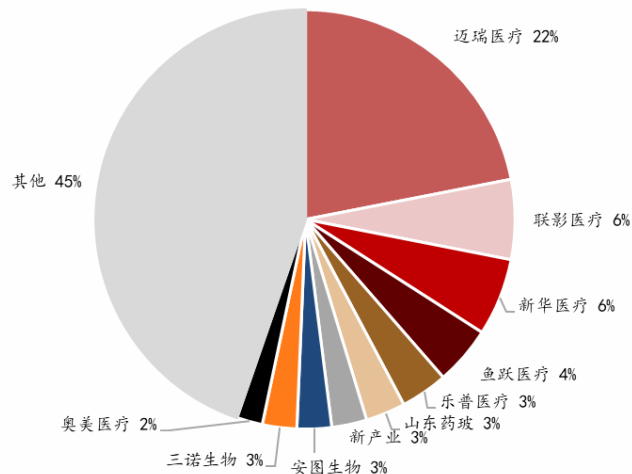


医疗器械板块2024年报&2025年一季报总结

2024年：50%器械公司净利润实现同比增长，前十净利润贡献约67%

- 2024年器械板块(72家样本，含科创板)收入实现**正增长**的有**41家**，占比57%，无**超过50%增长**的公司；
- 2024年器械板块(72家样本，含科创板)归母净利润实现**正增长**的有**36家**，占比50%，**超过50%增长**有**9家**，占比13%；
- **从收入贡献看**，迈瑞医疗、联影医疗、新华医疗、鱼跃医疗、乐普医疗、山东药玻、新产业、安图生物、三诺生物、奥美医疗贡献最高，贡献了55%收入。
- **从归母净利润贡献看**，迈瑞医疗、新产业、鱼跃医疗、联影医疗、安图生物、山东药玻、健帆生物、新华医疗、惠泰医疗、欧普康视贡献最高，贡献了67%归母净利润。

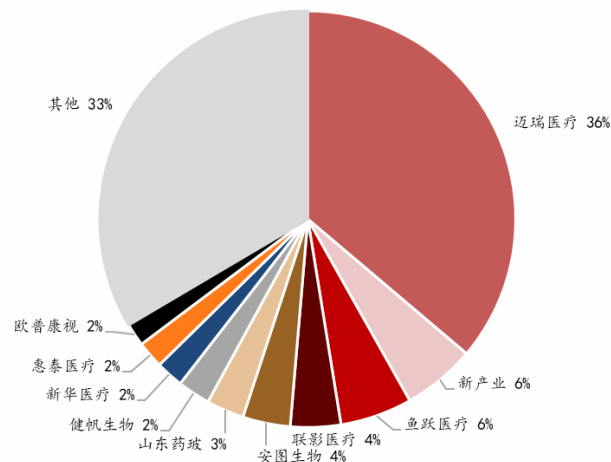
24年收入前十占比



子板块24年业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	1.74%	0	5	41	31
占比		0%	7%	57%	43%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-5.48%	9	11	36	36
占比		13%	15%	50%	50%

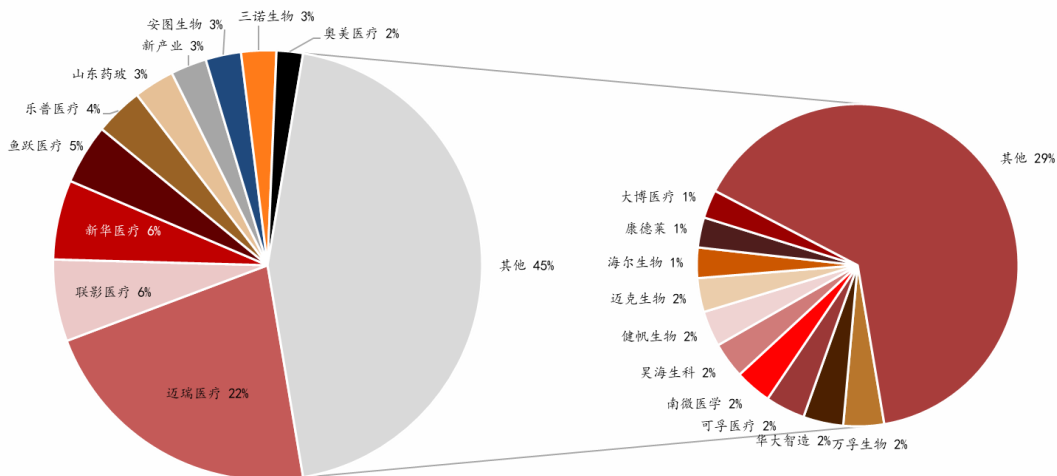
24年归母净利润前十占比



医疗器械板块2024年报&2025年一季报总结

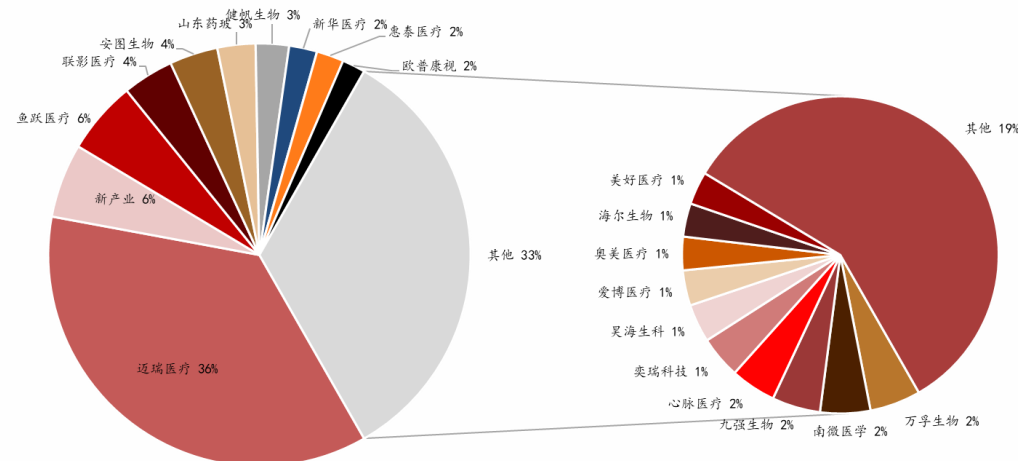
24年收入前20占比

- 从24年收入贡献看，迈瑞医疗、联影医疗、新华医疗、鱼跃医疗、乐普医疗、山东药玻、新产业、安图生物、三诺生物、奥美医疗、万孚生物、华大智造、可孚医疗、南微医学、昊海生科、健帆生物、迈克生物、海尔生物、康德莱、大博医疗贡献最高，贡献了71%收入。



24年归母净利润前20占比

- 从24年归母净利润贡献看，迈瑞医疗、新产业、鱼跃医疗、联影医疗、安图生物、山东药玻、健帆生物、新华医疗、惠泰医疗、欧普康视、万孚生物、南微医学、九强生物、心脉医疗、奕瑞科技、昊海生科、爱博医疗、奥美医疗、海尔生物、美好医疗贡献最高，贡献了81%归母净利润。

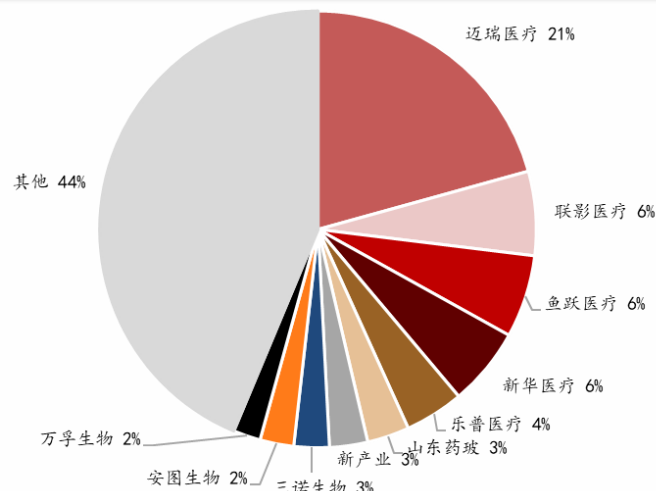


医疗器械板块2024年报&2025年一季报总结

2025Q1：50%器械公司净利润实现同比增长，前十净利润贡献约67%

- 2025Q1器械板块(72家样本，含科创板)收入实现**正增长**的有**38家**，占比53%，**超过50%增长**有**1家**，占比1%；
- 2025Q1器械板块(72家样本，含科创板)归母净利润实现**正增长**的有**31家**，占比43%，**超过50%增长**有**8家**，占比11%；
- **从收入贡献看**，迈瑞医疗、联影医疗、鱼跃医疗、新华医疗、乐普医疗、山东药玻、新产业、三诺生物、安图生物、万孚生物贡献最高，贡献了56%收入。
- **从归母净利润贡献看**，迈瑞医疗、鱼跃医疗、新产业、乐普医疗、联影医疗、安图生物、山东药玻、万孚生物、健帆生物、惠泰医疗贡献最高，贡献了67%归母净利润。

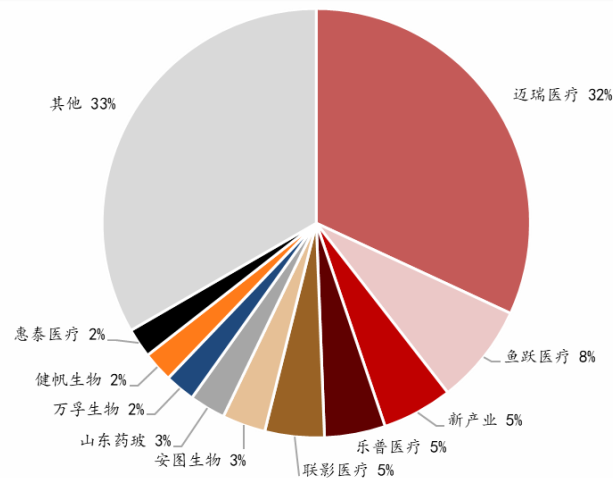
25Q1收入前十占比



子板块25Q1业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-5.13%	1	3	38	34
占比		1%	4%	53%	47%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-14.14%	8	13	31	41
占比		11%	18%	43%	57%

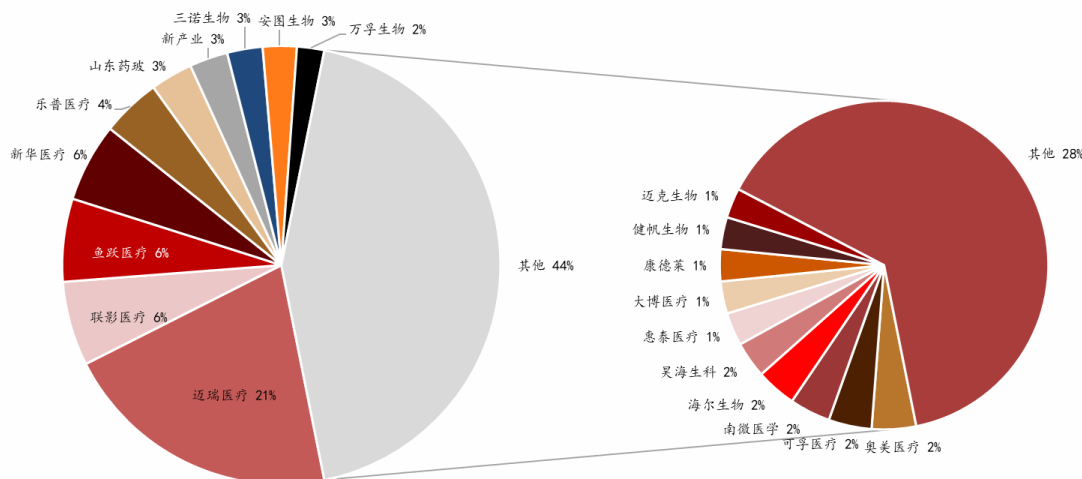
25Q1归母净利润前十占比



医疗器械板块2024年报&2025年一季报总结

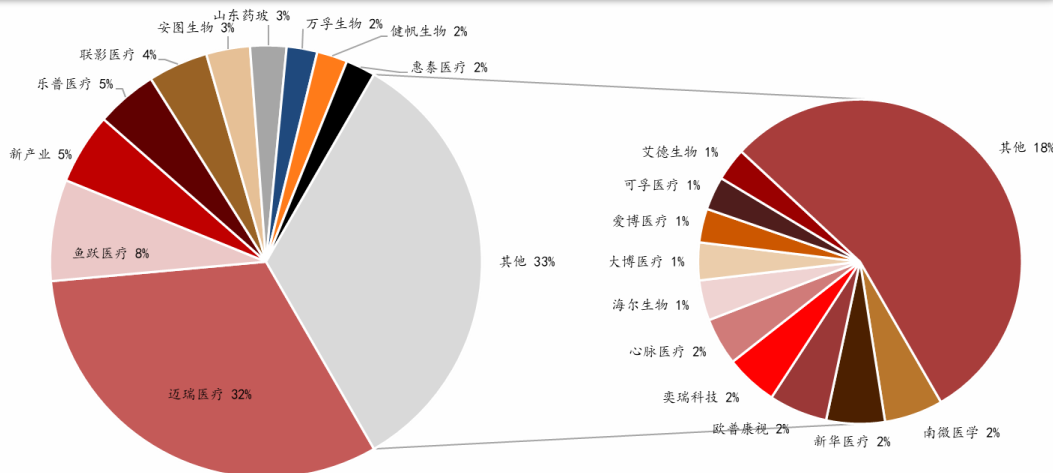
25Q1收入前20占比

- 从25Q1收入贡献看，迈瑞医疗、联影医疗、鱼跃医疗、新华医疗、乐普医疗、山东药玻、新产业、三诺生物、安图生物、万孚生物、奥美医疗、可孚医疗、南微医学、海尔生物、昊海生科、惠泰医疗、大博医疗、康德莱、健帆生物、迈克生物贡献最高，贡献了72%收入。



25Q1归母净利润前20占比

- 从25Q1归母净利润贡献看，迈瑞医疗、鱼跃医疗、新产业、乐普医疗、联影医疗、安图生物、山东药玻、万孚生物、健帆生物、惠泰医疗、南微医学、新华医疗、欧普康视、奕瑞科技、心脉医疗、海尔生物、大博医疗、爱博医疗、可孚医疗、艾德生物贡献最高，贡献了82%归母净利润。



医疗器械板块2024年报&2025年一季报总结

2024年报及2025一季报医疗器械板块总结：高耗保持稳定，其他板块均有所承压

- **按细分板块**：2024年设备收794亿元(-2.3%)；IVD收入396亿元(+3.7%)；高耗收入312亿元(+3.8%)，归母净利润62亿元(-1.5%)；低耗收入154亿元(+3.4%)，归母净利润20亿元(+34.2%)。
- **单季度看**，2024Q1/Q2/Q3/Q4/25Q1设备单季度收入同比增速分别为-0.3%/-4.3%/-6.0%/+1.5%/-5.4%，IVD单季度收入同比增速分别为+13.5%/+12%/+4.3%/-14%/-15.5%，高耗单季度收入同比增速分别为+2.5%/+8.2%/+1.4%/+3.4%/+0.6%，低耗单季度收入同比增速分别为-4.0%/+11.6%/+6.8%/+0.4%/-3.4%。**设备、IVD**板块在24H2承压，高值整体保持稳定，低耗25Q1收入下滑。

医疗器械板块2020-25Q1关键财务数据(累计)

(亿元)	20A	21A	22A	23A	24A	25Q1
营收						
设备	577	660	750	813	794	188
YOY	35.1%	14.4%	13.7%	8.3%	-2.3%	-5.4%
IVD	274	330	390	382	396	89
YOY	9.1%	20.4%	18.3%	-1.9%	3.7%	-15.5%
高值耗材	224	296	305	300	312	79
YOY	10.0%	32.1%	3.0%	-1.6%	3.8%	0.6%
低值耗材	137	146	165	149	154	36
YOY	30.8%	6.6%	13.1%	-10.0%	3.4%	-3.4%
归母净利润						
设备	-	-	-	-	-	-
YOY	-	-	-	-	-	-
IVD	-	-	-	-	-	-
YOY	-	-	-	-	-	-
高值耗材	60	72	66	62	62	19
YOY	30.1%	19.0%	-8.9%	-4.7%	-1.5%	-7.1%
低值耗材	24	21	20	15	20	5
YOY	76.3%	-15.2%	-2.6%	-27.3%	34.2%	-10.9%

医疗器械板块24Q1-25Q1关键财务数据(单季度)

(亿元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
营收					
设备	198	221	173	202	188
YOY	-0.3%	-4.3%	-6.0%	1.5%	-5.4%
IVD	105	104	102	85	89
YOY	13.5%	12.0%	4.3%	-14.0%	-15.5%
高值耗材	78	80	76	77	79
YOY	2.5%	8.2%	1.4%	3.4%	0.6%
低值耗材	37	39	39	39	36
YOY	-4.0%	11.6%	6.8%	0.4%	-3.4%
归母净利润					
设备	-	-	-	-	-
YOY	-	-	-	-	-
IVD	-	-	-	-	-
YOY	-	-	-	-	-
高值耗材	21	19	17	5	19
YOY	6.0%	14.2%	-1.9%	-46.9%	-7.1%
低值耗材	5	5	5	4	5
YOY	-0.7%	31.1%	33.9%	179.1%	-10.9%

医疗器械板块2024年报&2025年一季报总结

医疗器械四大领域

- **细分业务有所分化。**细分业务来看，24年影像设备、生命信息支持、内窥镜、自动化药房、生化检测、心脑血管耗材、穿刺类耗材有所承压，主要因医疗控费政策加紧、地缘政治紧张和竞争加剧。家用设备、康复类设备、免疫诊断、POCT、分子诊断、眼科、骨科、肾科等高值耗材、医用导管敷料耗材表现较好。

医疗器械板块24-25Q1关键财务数据(按细分领域)

主营业务	2024						25Q1					
	营业收入(百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润(百万元)	YOY	营业收入(百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润(百万元)	YOY
医疗设备(迈瑞生命信息及影像单拆)	79392	-2.3%	-	-	-	-	18771	-5.4%	-	-	-	-
影像设备	31160	-0.5%	-	-	-	-	7543	-2.3%	-	-	-	-
测序仪	3013	3.5%	55.5%	-20.2%	-601	-1.1%	455	-14.3%	54.7%	-29.3%	-133	33.7%
家用设备	18414	1.0%	50.0%	16.4%	3024	-15.5%	5050	5.8%	48.9%	18.5%	935	-2.9%
生命信息与支持	15392	-10.5%	-	-	-	-	2881	-27.2%	-	-	-	-
内窥镜	3206	-1.9%	64.9%	9.3%	299	-54.6%	701	-8.6%	64.1%	3.7%	26	-81.6%
康复	1568	1.3%	68.1%	19.5%	306	-32.4%	400	10.8%	67.3%	24.0%	96	-1.1%
自动化药房	644	-4.1%	42.1%	1.7%	11	-87.9%	133	45.6%	39.5%	-8.1%	-11	23.1%
其他	5996	-2.2%	48.2%	17.5%	1051	-21.0%	1608	-1.5%	47.9%	19.3%	311	-10.4%
IVD(迈瑞IVD业务单拆)	39627	3.7%	-	-	-	-	8908	-15.5%	-	-	-	-
免疫	27307	6.4%	-	-	-	-	6223	-11.3%	-	-	-	-
pocT	4230	2.3%	65.5%	18.6%	785	2.3%	1044	-11.7%	69.1%	24.3%	253	-16.7%
生化	3401	-6.2%	61.1%	23.2%	791	1.3%	694	-20.7%	58.7%	16.4%	114	-43.1%
分子	2694	2.3%	75.6%	13.2%	355	-3.5%	623	-1.3%	74.9%	19.0%	119	13.6%
其他	1994	-7.3%	52.1%	13.8%	276	-36.1%	324	-61.5%	51.3%	8.6%	28	-82.7%
高值耗材	31152	3.8%	67.2%	19.8%	6154	-1.5%	7868	0.6%	67.0%	24.3%	1912	-7.1%
心脑血管	11405	-8.7%	66.5%	15.2%	1728	-29.1%	3106	-1.1%	67.5%	25.2%	784	-7.4%
眼科	5921	10.8%	70.1%	23.3%	1381	-0.4%	1454	2.3%	70.4%	23.6%	343	-12.8%
肾科	4745	21.3%	62.2%	23.6%	1118	33.5%	1098	-11.3%	59.7%	25.5%	280	-25.0%
骨科	4716	9.7%	68.2%	16.8%	794	51.3%	1153	8.1%	68.1%	20.6%	237	38.0%
其他	4364	10.5%	69.6%	25.9%	1132	6.9%	1057	10.6%	67.4%	25.4%	268	-2.0%
低值耗材	2368	-1.5%	31.3%	6.4%	152	46.2%	550	-7.7%	30.8%	3.5%	19	-72.2%
药用玻璃瓶	5926	0.7%	30.2%	16.8%	996	22.1%	1404	-7.2%	29.2%	16.7%	235	-3.0%
医用导管及敷料	4836	16.7%	33.7%	12.2%	588	94.2%	1107	4.9%	35.0%	13.1%	145	0.9%
注射穿刺类	1253	-12.3%	29.9%	-1.6%	-20	278.5%	285	-11.9%	29.2%	-2.8%	-8	-132.3%
其他	1115	14.4%	32.8%	15.4%	172	57.3%	264	-2.7%	32.4%	10.4%	27	-39.2%

医疗器械板块2024年报&2025年一季度总结

器械板块主要细分领域表现：医疗设备

- **医疗设备**：2024年收入793.9亿元（-2.3%），25Q1收入187.7亿元（-5.4%）。受医疗反腐、医疗设备以旧换新政策落地延迟、以及县域设备集采降价的影响，24年全年医疗设备板块增速有所放缓。25年开始医疗设备以旧换新项目预计陆续落地，部分设备厂商25年重点在产品去库存。

医疗设备领域2024年及2025Q1板块财务数据

主营业务	2024						25Q1					
	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY
医疗设备板块（迈瑞生命信息及影像单拆）	79392	-2.3%					18771	-5.4%				
影像设备	31160	-0.5%	-	-	-	-	7543	-2.3%	-	-	-	-
测序仪	3013	3.5%	55.5%	-20.2%	-601	-1.1%	455	-14.3%	54.7%	-29.3%	-133	33.7%
家用设备	18414	1.0%	50.0%	16.4%	3024	-15.5%	5050	5.8%	48.9%	18.5%	935	-2.9%
生命信息与支持	15392	-10.5%	-	-	-	-	2881	-27.2%	-	-	-	-
内窥镜	3206	-1.9%	64.9%	9.3%	299	-54.6%	701	-8.6%	64.1%	3.7%	26	-81.6%
康复	1568	1.3%	68.1%	19.5%	306	-32.4%	400	10.8%	67.3%	24.0%	96	-1.1%
自动化药房	644	-4.1%	42.1%	1.7%	11	-87.9%	133	45.6%	39.5%	-8.1%	-11	23.1%
其他	5996	-2.2%	48.2%	17.5%	1051	-21.0%	1608	-1.5%	47.9%	19.3%	311	-10.4%

医疗器械板块2024年报&2025年一季报总结

器械板块主要细分领域表现：医疗设备

□ 影像设备：主要受到医疗反腐及医疗设备以旧换新政策落地节奏延迟影响，影像设备类有所承压

- 2024年收入311.6亿（-0.5%），2025Q1收入75.4亿元（-2.3%）。24年主要受到医疗反腐及医疗设备以旧换新政策落地节奏延迟影响，影像设备类整体增速有所承压，其中个股业绩增速表现情况较为分化。此外，考虑到海外市场占全球80%比重，随着国产品牌技术突破和产品升级，海外市场逐渐成为战略重心。伴随着高端智能化升级，海外市场快速拓展，“一带一路”机遇亦引领医疗器械出口市场增长。
- 展望未来，后续随着反腐的常态化以及设备以旧换新政策逐步落地执行，预计招标采购相关需求将逐步回暖。招投标落地传导到业绩端需要一些时间，政策利好对25年收入端影响较大，但同时部分设备厂商25年重点在降低渠道库存率。高端影像领域建议关注：**联影医疗、迈瑞医疗、开立医疗、祥生医疗、理邦仪器**。

□ 测序仪：政策催化下国产替代加速

- 2024年收入30.1亿（+3.5%），2025Q1收入4.6亿元（-14.3%）。2025年2月，商务部将illumina纳入不可靠实体清单，在华业务受到限制，存量设备预计在未来3年内陆续替换为其他产品，行业竞争格局面临重塑，本土测序厂商将加速替代。24年全球测序仪新增销售装机超4500台，其中华大智造新增约1270台，市场份额占28%；国内测序仪中标504台，华大市占率达50%，illumina和赛默飞分别占9%、7%，国产份额持续提升。建议关注：**华大智造**。

□ 家用设备：呼吸业务承压见底，出海增速整体平稳。

- 2024年收入184.1亿（+1%），2025Q1收入50.5亿元（+5.8%）。家用医疗设备主要指在院外使用、以检测、治疗、保健为目的的医疗设备，常见的医疗设备包括血糖仪、血压计、呼吸机等。2024年主要受到国内消费持续疲软的影响，个股业绩受到不同程度的影响。出海方面，增速整体平稳，其中美好医疗及怡和嘉业的呼吸机业务海外仍有库存压力。CGM相关业务需求持续增长。
- 展望未来，25年海外去库存压力逐季缓解。家用设备领域建议关注：**家用呼吸机设备（怡和嘉业、美好医疗、鱼跃医疗）、CGM（三诺生物）**。

□ 内窥镜设备：主要受到医疗反腐及医疗设备以旧换新政策落地节奏延迟影响，有所承压

- 2024年收入32.1亿（-1.9%），2025Q1收入7亿元（-8.6%），25年重点关注板块内公司去库存节奏。板块内收录的上市公司较少，仅包括开立医疗、澳华内镜、海泰新光，迈瑞医疗的硬镜业务未计算在内。根据众成数科，2023年消化道软镜国产化率已快速提升至17%，呼吸科国产化率已提升至28%，硬镜国产化率已提升至19%，国产化率进一步提升的逻辑不断兑现。
- 我们搭建量价模型，根据各级医院数量、微创渗透率、科室平均配置硬镜数量、单台主机配备镜体数量、主机及镜体的单价、更换周期以及国产化率的假设，测算2030年中国硬镜整机市场有望达到100亿元，根据软镜渗透率及一些假设，测算2030年中国软镜整机市场有望超过120亿元。
- 硬镜技术上趋于4K+荧光+3D多模态融合，软镜技术更加注重操控性、耐用性、稳定性以及AI的融合。硬镜领域关注国产硬镜龙头**迈瑞医疗、海泰新光、开立医疗**。软镜受益于胃镜、肠镜检查渗透率的提升，行业持续扩容，国产软镜龙头**开立医疗、澳华内镜**有望突围。

医疗器械板块2024年报&2025年一季报总结

器械板块主要细分领域表现：医疗设备

主营业务	公司	2024						25Q1					
		营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY
生命信息与 支持	迈瑞医疗(生命支持业务)	13557	-11.1%	-	-	-	-	2461	-30.0%	-	-	-	-
	理邦仪器	1834	-5.3%	57.9%	8.9%	162	-26.7%	420	-5.2%	58.3%	15.5%	65	69.0%
影像	迈瑞医疗(影像业务)	7498	6.6%	-	-	-	-	1926	-7.0%	-	-	-	-
	联影医疗	10300	-9.7%	48.5%	12.1%	1262	-36.1%	2478	5.4%	49.9%	14.8%	370	1.9%
	万东医疗	1524	23.3%	36.6%	10.4%	157	-16.5%	373	21.0%	37.7%	9.3%	35	5.4%
	新华医疗	10021	0.1%	26.1%	6.9%	692	5.8%	2308	-8.7%	23.8%	7.0%	160	-24.0%
	福瑞股份	1349	16.9%	74.1%	14.5%	113	11.5%	330	2.4%	76.8%	12.6%	29	-33.0%
	祥生医疗	469	-3.1%	59.0%	30.0%	141	-4.1%	128	-9.2%	61.3%	32.6%	42	-8.6%
测序仪	华大智造	3013	3.5%	55.5%	-20.2%	-601	-1.1%	455	-14.3%	54.7%	-29.3%	-133	33.7%
家用设备	鱼跃医疗	7566	-5.1%	50.1%	23.8%	1806	-24.6%	2436	9.2%	50.3%	25.6%	625	-5.3%
	三诺生物	4443	9.5%	54.9%	7.8%	326	14.7%	1042	2.8%	48.7%	7.8%	72	-10.9%
	美好医疗	1594	19.2%	42.1%	22.8%	364	16.1%	296	5.0%	39.3%	17.5%	52	-10.6%
	可孚医疗	2983	4.5%	51.9%	10.5%	312	22.6%	738	-8.6%	52.2%	12.4%	91	-9.7%
	怡和嘉业	843	-24.9%	48.3%	18.8%	155	-47.7%	265	38.1%	49.6%	27.5%	72	44.1%
	乐心医疗	984	11.3%	35.1%	5.9%	61	78.6%	273	9.9%	37.4%	8.3%	23	67.9%
内窥镜	开立医疗	2014	-5.0%	63.8%	7.1%	142	-68.7%	430	-10.3%	63.2%	1.9%	8	-91.9%
	澳华内镜	750	10.5%	68.1%	2.7%	21	-63.7%	124	-26.9%	66.4%	-23.3%	-29	-1143.4%
	海泰新光	443	-5.9%	64.5%	30.2%	135	-7.1%	147	24.9%	65.0%	31.2%	47	21.5%
康复	翔宇医疗	744	-0.2%	67.4%	13.8%	103	-54.7%	186	10.0%	65.3%	12.0%	23	-41.3%
	伟思医疗	400	-13.4%	65.4%	25.5%	102	-25.2%	96	9.4%	66.7%	34.6%	33	52.7%
	麦澜德	425	24.6%	72.0%	25.7%	102	13.1%	118	13.4%	70.9%	33.2%	40	9.8%
药房自动化	健麾信息	318	3.5%	39.1%	10.2%	33	-45.8%	77	116.3%	37.2%	1.8%	3	-34.6%
	艾隆科技	325	-10.5%	45.1%	-6.8%	-22	-173.5%	56	0.4%	42.8%	-26.6%	-14	-1.4%
其他	奕瑞科技	1831	-1.7%	50.1%	24.6%	465	-23.4%	482	-1.9%	48.9%	28.2%	143	2.7%
	海尔生物	2284	0.1%	48.0%	16.7%	367	-9.7%	689	0.3%	48.4%	16.9%	110	-19.9%
	麦克奥迪	1354	-0.9%	42.8%	12.1%	161	-4.3%	316	5.9%	41.8%	10.8%	35	9.7%
	戴维医疗	527	-14.8%	56.5%	10.9%	57	-61.2%	121	-22.0%	57.1%	18.6%	23	-40.8%

各主营业务按市值排序

医疗器械板块2024年报&2025年一季报总结

影像：受到医疗反腐及以旧换新政策落地节奏延迟影响，影像设备类有所承压

- 2024年收入311.6亿(-0.5%)，2025Q1收入75.4亿元(-2.3%)。24年主要受到医疗反腐及医疗设备以旧换新政策落地节奏延迟影响，影像设备类整体增速有所承压，其中个股业绩增速表现情况较为分化。此外，考虑到海外市场占全球80%比重，随着国产品牌技术突破和产品升级，海外市场逐渐成为战略重心。伴随着高端化智能化升级，海外市场快速拓展，“一带一路”机遇亦引领医疗器械出口市场增长。
- **联影医疗**：24年收入103亿元(-9.7%)，归母净利润12.6亿元(-36.1%)。2025Q1收入24.8亿元(+5.4%)，归母净利润3.7亿元(+1.9%)国内受行业整顿、设备更新等因素影响，市场需求量同比有所放缓。国际上北美高端化破局、欧盟枢纽成型、亚太发达×新兴市场从多点突破到规模增长。2024年国内产品线市占率提升较快，高端产品占比亦有所提升，在民营市场的拓展也成效显著。北美市场增速超过海外整体。MR、CT表现亮眼，3.0T MR和中高端CT在美国市场的增幅显著。欧洲市场实现了订单和收入双增长，尤其在法国、意大利和西班牙等市场。宏观来看，国内政策利好有望持续释放，中高端影像设备采购需求有望加速。
- **迈瑞医疗**：24年收入367.3亿元(+5.1%)，归母净利润116.7亿元(+0.7%)。25Q1收入82.4亿元(-12.1%)，归母净利润26.3亿元(-16.8%)。分业务来看，生命信息与支持业务实现营业收入135.6亿元，同比减少11.11%，其中微创外科业务同比增长超过30%，国际生命信息与支持业务实现了同比双位数增长。截至2024年12月31日，“瑞智联”生态系统在国内实现装机医院数量累计超千家，2024年新增项目超过600个，其中新增三甲医院超过350家，增长迅猛。公司体外诊断业务实现营业收入137.7亿元，同比增长10.82%，收入体量首次超过生命信息与支持业务，其中国际体外诊断业务同比增长超过30%，国内市场，受到DRG 2.0落地、检查检验结果互认、检验项目价格下调等多重政策因素的影响，部分试剂的检测量和价格均出现了一定幅度的下滑，为国内体外诊断业务的快速增长带来了阶段性挑战。公司医学影像业务实现营业收入75亿元，同比增长6.60%，其中国际医学影像业务同比增长超过15%，超高端超声系统Resona A20上市首年实现超4亿元收入。
- **祥生医疗**：24年收入4.7亿元(-3.1%)，归母净利润1.4亿元(-4.1%)。25Q1收入1.3亿(-9.2%)，归母净利润4161万元(-8.6%)。祥生医疗基本盘在海外市场(海外业务24年占比86.5%)。海外市场24年有所承压，其中主要因为美洲市场有所下滑，系经济波动带来的需求下滑。公司坚持在超声设备及衍生领域的不断投入，积累了包括“乳腺人工智能超声机器人”、“视觉识别和分析”、“机器人运动精密控制”等在内的多项创新产品和技术。

主要影像上市公司2024年及2025年一季报财务数据(百万元)

公司	联影医疗		万东医疗		迈瑞医疗		祥生医疗		开立医疗	
年份	2024	2025Q1	2024	2025Q1	2024	2025Q1	2024	2025Q1	2024	2025Q1
总收入	10,300	2,478	1,524	373	36,726	8,237	469	128	2,014	430
yoy	-9.7%	5.4%	23.3%	21.0%	5.1%	-12.1%	-3.1%	-9.2%	-5.0%	-10.3%
毛利率	48.5%	49.9%	36.6%	37.7%	63.1%	62.5%	59.0%	61.3%	63.8%	63.2%
净利率	12.3%	14.9%	10.3%	9.4%	31.8%	31.9%	30.0%	32.6%	7.1%	1.9%
归母净利润	1,262	370	157	35	11,668	2,629	141	42	142	8
yoy	-36.1%	1.9%	-16.5%	5.4%	0.7%	-16.8%	-4.1%	-8.6%	-68.7%	-91.9%

医疗器械板块2024年报&2025年一季报总结

测序仪：政策催化下国产替代加速

- 2025年2月，商务部将illumina纳入不可靠实体清单，在华业务受到限制，存量设备预计在未来3年内陆续替换为其他产品，行业竞争格局面临重塑，本土测序厂商将加速替代。
- **华大智造**：2024年收入30.1亿（+3.5%），2025Q1收入4.6亿元（-14.3%）。2024年收入30.1亿（+3.5%），2025Q1收入4.6亿元（-14.3%）。24年全球测序仪新增销售装机超4500台，其中华大智造新增约1270台，市场份额占28%；国内测序仪中标504台，华大市占率达50%，illumina和赛默飞分别占9%、7%，国产份额持续提升。
- **圣湘生物**：子公司真迈测序产品矩阵丰富，技术路线与illumina相近，有天然替换优势。2025年1月，公司SansureSeq1000高通量测序仪获批上市，有望抢占国产替代窗口期。

主要影像上市公司2024年及2025年一季报财务数据（百万元）

公司	华大智造	
	2024	25Q1
总收入	3013	455
yoy	3.5%	-14.3%
毛利率	55.5%	54.7%
归母净利润	-601	-133
yoy	1.1%	33.7%

医疗器械板块2024年报&2025年一季报总结

家用设备：24H2呼吸机业务去库存出清，看好业绩回暖

- 2024年收入184亿元 (+1.0%)，归母净利润30亿元 (+214%)。2025Q1收入51亿元 (+5.8%)，归母净利润9.4亿元 (-2.9%)。
- 2024年家用设备主要受到国内消费疲软和海外去库存的影响，整体收入保持稳定。出海方面，增速整体平稳，其中美好医疗及怡和嘉业的呼吸机业务在24H1仍有库存压力，24H2已基本消退。CGM相关业务需求持续增长。展望未来，2025年预计国内需求依旧疲软，海外需关注中美贸易关系。
- **怡和嘉业**：24年收入8.4亿元 (-24.9%)，归母净利润1.6亿元(-36.1%)。2025Q1收入2.7亿元 (+38.1%)，归母净利润0.7亿元(+44.1%)。24年公司因美国市场飞利浦产品在限定时间召回的偶发性影响消退，渠道库存待消化。24H2起库存压力减小，逐渐恢复正常经营节奏。
- **美好医疗**：24年收入16亿元 (+19.2%)，归母净利润3.6亿元(+16.1%)。2025Q1收入3.0亿元 (+5.0%)，归母净利润0.5亿元(-10.6%)。公司营收增速在24Q2转正，利润降幅显著收窄，呼吸机库存影响持续改善，公司呼吸机业务合作对象为非美国企业，建议关注公司新兴业务如家用及消费电子组件、血糖业务需求增长。
- **鱼跃医疗**：24年收入75.7亿元 (-5.1%)，归母净利润18.1亿元(-24.6%)。2025Q1收入24.4亿元 (+9.2%)，归母净利润6.3亿元(-5.3%)。呼吸治疗业务品牌力和市场占有率有望持续提高，预计后续糖尿病护理业务实现高增长，考虑到公司正积极拓展海外市场，短期销售费用较高，对利润有一定影响。
- **三诺生物**：24年收入44.4亿元 (+9.5%)，归母净利润3.3亿元(+14.7%)。2025Q1收入10.4亿元 (+2.8%)，归母净利润0.7亿元(-10.9%)。CGM快速增长，海外注册证加速推进。

主要影像上市公司2024年及2025年一季报财务数据（百万元）

公司	怡和嘉业		美好医疗		鱼跃医疗		三诺生物	
	2024	25Q1	2024	25Q1	2024	25Q1	2024	25Q1
总收入	843	265	1594	296	7566	2436	4443	1042
yoy	-24.9%	38.1%	19.2%	5.0%	-5.1%	9.2%	9.5%	2.8%
毛利率	48.3%	49.6%	42.1%	39.3%	50.1%	50.3%	54.9%	48.7%
归母净利润	155	72	364	52	1806	625	326	72
yoy	-47.7%	44.1%	16.1%	-10.6%	-24.6%	-5.3%	14.7%	-10.9%

医疗器械板块2024年报&2025年一季报总结

内镜设备：主要受到医疗反腐及医疗设备以旧换新政策落地节奏延迟影响，有所承压

- 2024年收入32.1亿 (-1.9%)，2025Q1收入7亿元 (-8.6%)，25年重点关注板块内公司去库存节奏。板块内收录的上市公司较少，仅包括开立医疗、澳华内镜、海泰新光，迈瑞医疗的硬镜业务未计算在内。根据众成数科，2023年消化道软镜国产化率已快速提升至17%，呼吸科国产化率已提升至28%，硬镜国产化率已提升至19%，国产化率进一步提升的逻辑不断兑现。
- 我们搭建量价模型，根据各级医院数量、微创渗透率、科室平均配置硬镜数量、单台主机配备镜体数量、主机及镜体的单价、更换周期以及国产化率的假设，测算2030年中国硬镜整机市场有望达到100亿元，根据软镜渗透率及一些假设，测算2030年中国软镜整机市场有望超过120亿元。
- **开立医疗**：2024年收入20.1亿元 (-5%)，归母净利润1.4亿元 (-68.7%)，扣非归母净利润1.1亿元 (-75.1%)。25Q1收入4.3亿元 (-1%)，归母净利润807万元 (-91.9%)。24年随着国内医疗反腐以及国内医院开标终端医院采购减少，给超声及内窥镜业务线的招投标带来影响。超声收入约11.8亿 (-3.3%)，医用内窥镜收入约8亿 (-6.4%)。2024年公司正式推出了高端全身机器 S80 及高端妇产机 P80，标志着公司在高端超声领域正式取得突破性进展。2024年度已完成多款产品发布和上市，HD-580 系列高端内镜平台完成对 550 系列内镜的全面支持，相较于公司上一代内镜平台 HD-550 大幅提升了图像质量和临床细节表现。
- **澳华内镜**：2024年实现营业收入7.5亿元 (+10.5%)，归母净利润0.21亿元 (-63.7%)，扣非归母净利润-0.06亿元 (-114.1%)。25Q1收入1.24亿元 (-26.9%)，归母净利润-0.29亿元 (-1143.4%)。利润端承压主要因为资产减值损失（商誉减值）及信誉减值（期末应收减值，计提坏账）。国内端收入+4%（终端市场招采活动减少），海外端收入+43%（海外市场准入及推广持续推进）。建议持续关注25年1）去库存节奏；2）医疗设备以旧换新25年新一期政策落实情况；3）医疗反腐常态化情况；4）海外市场推广进度。
- **海泰新光**：2024年收入4.4亿元 (-5.9%)；归母净利润1.35亿元 (-7.1%)。25Q1收入1.47亿元 (+24.9%)；归母净利润0.5亿元 (+21.5%)。受美国客户去库存影响，公司前三季度海外营业收入下降明显。第四季度随着客户库存降低到最低位，发货相比 2023 年同期大幅增长。延续客户需求增长趋势，公司海外业务收入会进一步增长。

主要内窥镜产业链上市公司2024年及2025年一季度财务数据（百万元）

公司	开立医疗		澳华内镜		南微医学		海泰新光	
	2024	2025Q1	2024	2025Q1	2024	2025Q1	2024	2025Q1
总收入	2,014	430	750	124	2,755	699	443	147
yoy	-5.0%	-10.3%	10.5%	-26.9%	14.3%	12.8%	-5.9%	24.9%
毛利率	63.8%	63.2%	68.1%	66.4%	67.7%	65.7%	64.5%	65.0%
净利率	7.1%	1.9%	2.8%	-23.3%	20.1%	23.0%	30.6%	31.8%
归母净利润	142	8	21	-29	553	161	135	47
yoy	-68.7%	-91.9%	-63.7%	-1143.4%	13.9%	12.2%	-7.1%	21.5%

医疗器械板块2024年报&2025年一季度报总结

器械板块主要细分领域表现：IVD

- **IVD**：2024年器械板块IVD细分领域实现收入396亿元(+3.7%)，25Q1收入89亿(-15.5%)，IVD增速放缓，主要因：1) 省联盟集采落地，2023年开展的生化和免疫联盟集采在24H2逐渐在各省落地，采购价格下降；2) DRG/DIP 2.0发布，部分检验大套餐拆分。24Q4启动新一轮生化和免疫的全国联采，至此IVD领域已进行5轮联盟及以上带量集采(生化3轮、免疫2轮)，生化、免疫核心品种和常规项目已基本全部纳入。
- **免疫检测**：24年收入273亿元(+6.4%)，2025Q1收入62亿元(-11.3%)。
- **POCT**：24年收入42亿元(+2.3%)，归母净利润7.9亿元(+2.3%)。2025Q1收入10亿元(-11.7%)，归母净利润2.5亿元(-16.7%)
- **生化检测**：24年收入34亿元(-6.2%)，归母净利润7.9亿元(+1.3%)。2025Q1收入6.9亿元(-20.7%)，归母净利润1.1亿元(-43.1%)
- **分子检测**：24年收入27亿元(+2.3%)，归母净利润3.6亿元(-3.5%)。2025Q1收入6亿元(-1.3%)，归母净利润1.2亿元(+13.6%)

2024年及2025年一季度IVD板块财务数据

主营业务	2024						25Q1					
	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY
IVD	39627	3.7%	-	-	-	-	8908	-15.5%	-	-	-	-
免疫	27307	6.4%	-	-	-	-	6223	-11.3%	-	-	-	-
poct	4230	2.3%	65.5%	18.6%	785	2.3%	1044	-11.7%	69.1%	24.3%	253	-16.7%
生化	3401	-6.2%	61.1%	23.2%	791	1.3%	694	-20.7%	58.7%	16.4%	114	-43.1%
分子	2694	2.3%	75.6%	13.2%	355	-3.5%	623	-1.3%	74.9%	19.0%	119	13.6%
其他	1994	-7.3%	52.1%	13.8%	276	-36.1%	324	-61.5%	51.3%	8.6%	28	-82.7%

医疗器械板块2024年报&2025年一季报总结

IVD：集采价格执行叠加DRG控费，业绩承压，后续关注全国联采落地和出海进度

- **医保控费政策下，24年业绩承压，持续关注全国联采和出海进度。** IVD板块可细分为生化、免疫、分子、POCT等诊断方法。2024年器械板块IVD细分领域实现收入396亿元(+3.7%)，25Q1收入89亿(-15.5%)。主要受到集采价格落地和DRG 2.0等医保控费政策影响。近年IVD领域已实施3轮集采：(1) 2022.11江西省联盟集采肝功生化试剂，24.8已全部落地执行；(2) 2023.9江西省联盟集采肾功生化试剂，24.6开始执行；(3) 2023.10 安徽省联盟集采传染病等免疫试剂和HPV试剂，2024.9开始执行。24Q4继续由江西和安徽牵头新一轮生化和免疫试剂集采，集采后核心品种已基本全部纳入。IVD板块建议关注：**迈瑞医疗、新产业、九安医疗、普门科技、圣湘生物、万孚生物。**
- **免疫诊断：集采利好国产龙头替代，出海布局加速。** 2024.10安徽省发布新一轮免疫诊断试剂集采征求意见稿，从此前采购结果来看，免疫集采设置保底降幅，国产试剂在利润端更具优势，国产龙头有望进一步提高市占率。同时国产IVD将通过差异化竞争和可靠性价比布局海外市场，尤其是发展中和一带一路国家，出海将成为IVD厂商第二增长曲线。
- **生化诊断：常规项目基本全部纳入全国联采，行业集中度有望进一步集中。** 2024.10江西牵头26省完成35项生化检测试剂数据填报环节，3轮集采后生化带量项目已达90项。新一轮生化集采扩品类、扩范围、降价趋势已成，集采将加速生化试剂行业的马太效应，市场格局将进一步向头部企业集中。
- **分子诊断、POCT：新冠基数已消化，呼吸道检测需求旺盛。** 国内新冠检测基数主要集中在分子、POCT两大细分赛道，在2023年已基本完成消化，2024年增长主要集中在常规业务的需求，尤其是海内外对呼吸道检测试剂的需求。流感高发时间通常从10月底到次年3月底，建议关注呼吸道相关标的：圣湘生物、英诺特、九安医疗、东方生物、万孚生物。

主要IVD公司2024年及2025年一季度财务数据（百万元）

公司	免疫 新产业		生化 九强生物		分子 圣湘生物		POCT 万孚生物	
	2024	2025Q1	2024	2025Q1	2024	2025Q1	2024	2025Q1
总收入	4,535	1,125	1,659	320	1,458	475	3,065	800
yoy	15.4%	10.1%	-4.7%	-18.8%	44.8%	21.6%	10.8%	-7.1%
毛利率	72.1%	68.0%	78.5%	80.8%	77.9%	76.7%	64.1%	66.7%
净利率	40.3%	38.9%	32.1%	26.0%	18.9%	19.3%	18.3%	23.6%
归母净利润	1,828	438	533	83	276	92	562	189
yoy	10.6%	2.6%	1.7%	-31.0%	-24.2%	13.2%	15.2%	-13.4%

医疗器械板块2024年报&2025年一季报总结

IVD：集采价格执行叠加DRG控费，业绩承压，后续关注全国联采落地和出海进度

主营业务	公司	2024						25Q1					
		营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY
免疫	迈瑞医疗 (IVD)	13765	10.8%	-	-	-	-	3218	-15.0%	-	-	-	-
	新产业	4535	15.4%	72.1%	40.3%	1828	10.6%	1125	10.1%	68.0%	38.9%	438	2.6%
	安图生物	4471	0.6%	65.4%	26.8%	1194	-1.9%	996	-8.6%	65.1%	27.4%	270	-16.8%
	迈克生物	2549	-12.0%	55.1%	4.7%	127	-59.4%	510	-17.2%	56.8%	5.0%	24	-80.1%
	普门科技	1148	0.2%	67.2%	29.9%	345	5.1%	215	-29.7%	65.0%	24.8%	54	-49.9%
	浩欧博	402	2.0%	63.9%	9.1%	37	-22.2%	78	-9.3%	58.0%	2.1%	2	-57.0%
	科美诊断	436	-2.0%	74.7%	29.1%	127	-13.8%	81	-27.0%	66.9%	17.9%	15	-62.1%
生化	九强生物	1659	-4.7%	78.5%	32.0%	533	1.7%	320	-18.8%	80.8%	26.1%	83	-31.0%
	美康生物	1742	-7.6%	44.6%	15.1%	258	0.6%	374	-22.3%	39.8%	8.0%	30	-61.6%
分子	中源协和	1585	-0.3%	69.2%	5.6%	100	-5.7%	351	-11.9%	68.3%	7.3%	28	-30.2%
	艾德生物	1109	6.3%	84.7%	23.0%	255	-2.5%	272	16.6%	83.5%	33.3%	90	40.9%
POCT	万孚生物	3065	10.8%	64.1%	18.4%	562	15.2%	800	-7.1%	66.7%	23.8%	189	-13.4%
	基蛋生物	1165	-14.9%	69.2%	19.7%	224	-20.1%	244	-24.1%	77.1%	25.5%	64	-25.2%
其他	迪瑞医疗	1218	-11.6%	43.8%	11.7%	142	-48.5%	182	-72.5%	42.8%	8.6%	16	-87.1%
	赛科希德	306	11.0%	61.4%	36.9%	113	-3.3%	69	-9.5%	62.5%	33.7%	23	-24.0%
	安必平	471	-5.3%	67.2%	3.2%	21	-46.8%	73	-28.5%	62.0%	-16.9%	-11	-238.5%

各主营业务按市值排序

医疗器械板块2024年报&2025年一季报总结

器械板块主要细分领域表现：高值耗材

- 高值耗材（剔除后）**：在做板块分析时，因考虑到乐普医疗体量较大（存在药品、医疗服务及健康管理业务）且24年其药品板块受到政策短期承压，因此会对心血管板块数据分析造成影响，予以剔除。因同样，冠昊生物其他业务较多，考虑到板块增速的准确性，同样予以剔除。2024年收入246.7亿元（+14.1%），归母净利润58.8亿元（+18.6%）。不同赛道结构差异较大，如骨科耗材受集采影响出厂价下降，导致部分个股业绩有所下滑。电生理、眼科、主动脉介入领域增速较快主要因为创新产品渗透率持续提升。
 - 心脑血管**：手术量恢复带来板块销量增长，集采续标/落地后，企业实现以价换量。2024年收入49.2亿元（+19.8%），归母净利润14.5亿元（+26.6%）。在做板块分析时，因考虑到乐普医疗体量较大（存在药品、医疗服务及健康管理业务）且24年其药品板块受到政策短期承压，因此会对心血管板块数据分析造成影响，予以剔除。因同样，冠昊生物其他业务较多，考虑到板块增速的准确性，同样予以剔除。心脑血管高耗领域建议关注：赛诺医疗、惠泰医疗、心脉医疗。
 - 骨科**：关节集采执行满一年，营收恢复快速增长。2024年收入47.2亿元（+9.7%），归母净利润7.9亿元（+51.3%）。目前骨科三大领域已经全面执行集采。骨科建议关注：爱康医疗、春立医疗。
 - 肾科**：行业需求稳定，设备、耗材增速企业分化较大。2024年收入47.5亿元（+21.3%），归母净利润11.2亿元（+33.5%）。肾科建议关注：山外山、三鑫医疗、健帆生物。
 - 眼科**：渗透率低，需求旺盛，有望成为消费器械核心赛道。2024年收入59.2亿元（+10.8%），归母净利润13.8亿元（-0.4%）。眼科建议关注：欧普康视、爱博医疗。

高值耗材2024年及2025年一季度板块财务数据

主营业务	2024						2025Q1					
	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY
高耗板块	24671	14.1%	68.6%	23.8%	5879	18.6%	6037	3.9%	67.7%	25.2%	1518	-2.8%
心脑血管	4924	19.8%	72.4%	29.5%	1454	26.6%	1275	13.1%	71.5%	30.6%	390	11.4%
骨科	4716	9.7%	68.2%	16.8%	794	51.3%	1153	8.1%	68.1%	20.6%	237	38.0%
肾科	4745	21.3%	62.2%	23.6%	1118	33.5%	1098	-11.3%	59.7%	25.5%	280	-25.0%
眼科	5921	10.8%	70.1%	23.3%	1381	-0.4%	1454	2.3%	70.4%	23.6%	343	-12.8%
其他	4364	10.5%	69.6%	25.9%	1132	6.9%	1057	10.6%	67.4%	25.4%	268	-2.0%

医疗器械板块2024年报&2025年一季报总结

器械板块主要细分领域表现：高值耗材

主营业务	公司	2024						2025Q1					
		营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY
心脑血管	惠泰医疗	2066	25.2%	72.3%	31.9%	673	26.1%	564	23.9%	73.1%	31.9%	183	30.7%
	佰仁医疗	502	35.4%	88.3%	26.3%	146	27.0%	100	31.3%	85.7%	30.1%	33	290.7%
	心脉医疗	1206	1.6%	73.0%	40.8%	502	2.0%	332	-7.2%	69.6%	38.5%	130	-29.7%
	微电生理	413	25.5%	58.7%	12.6%	52	815.4%	104	16.8%	60.6%	17.2%	18	328.6%
	赛诺医疗	459	33.6%	61.9%	-0.8%	1	103.8%	101	10.7%	59.7%	2.7%	3	-
	迈普医学	278	20.6%	79.3%	28.3%	79	92.9%	74	28.8%	80.5%	32.8%	24	61.7%
骨科	大博医疗	2136	39.3%	68.8%	18.0%	357	505.2%	550	28.8%	69.6%	20.4%	103	67.0%
	威高骨科	1453	13.2%	65.7%	15.7%	224	99.2%	290	-16.6%	63.7%	18.1%	52	48.4%
	春立医疗	806	-33.3%	66.6%	15.5%	125	-55.0%	230	3.6%	66.7%	25.2%	58	5.2%
	康拓医疗	322	17.1%	80.0%	27.2%	88	17.1%	82	18.0%	77.8%	28.7%	24	20.6%
肾科	健帆生物	2677	39.3%	80.8%	30.4%	820	87.9%	548	-26.4%	80.7%	34.3%	189	-33.7%
	山外山	567	-17.8%	45.3%	11.3%	71	-63.6%	189	16.8%	46.7%	19.5%	37	8.1%
	三鑫医疗	1500	15.4%	35.3%	16.5%	227	10.1%	361	8.9%	34.6%	16.5%	54	0.2%
眼科	欧普康视	1814	4.4%	73.5%	34.3%	572	-14.2%	478	2.9%	75.9%	36.3%	160	-16.9%
	爱博医疗	1410	48.2%	66.2%	27.5%	388	27.8%	357	15.1%	64.6%	25.1%	93	-10.1%
	昊海生科	2698	1.6%	69.9%	13.9%	420	1.0%	619	-4.2%	69.5%	13.5%	90	-7.4%
其他	南微医学	2755	14.3%	67.7%	20.6%	553	13.9%	699	12.8%	65.7%	23.9%	161	12.2%
	安杰思	637	25.1%	72.1%	46.1%	293	35.1%	129	15.3%	70.7%	43.7%	56	6.6%
	正海生物	363	-12.2%	87.6%	37.1%	135	-29.5%	97	8.7%	81.0%	27.3%	27	-34.1%
	西山科技	336	-6.7%	70.4%	29.3%	99	-15.9%	66	-11.2%	67.6%	17.4%	11	-55.7%
	天臣医疗	272	7.4%	58.5%	19.1%	52	9.7%	66	9.3%	58.5%	20.0%	13	16.2%

各主营业务按市值排序

医疗器械板块2024年报&2025年一季报总结

心脑血管高值耗材：手术量恢复带来板块销量增长，集采续标/落地后，企业实现以价换量

- **冠脉介入**：整体板块业绩表现较好。1) 冠脉支架国采续标提价，平均提价幅度约为25%；2) 国采续标后量的份额提升较高企业表现较好，且手术量恢复；3) 续采进入国采范围内企业增量明显；4) 部分近年获批的标外新产品放量；5) 海外市场渗透率提升。
- **主动脉介入**：心脉医疗的创新性产品Castor分支型主动脉覆膜支架及输送系统、Minos腹主动脉覆膜支架及输送系统、Reewarm PTX药物球囊扩张导管持续发力，新产品Talos直管型胸主动脉覆膜支架系统及Fontus分支型术中支架系统入院家数及终端植入量均增长较快。此外，Cratos 新一代分支型主动脉支架（25/3月取证，亦已取得欧盟定制证书），简化了分支型支架的手术操作，实现了支架小弯侧主动调控，提升了手术安全性；
- **电生理**：集采实现以价换量。惠泰医疗在福建27省联盟集采中产品全线中标，其中三维磁盐水消融导管在上市18个月后，预报量在该竞价单元全部品牌中取得较好成绩。通过报量在全国头部大中心的准入渗透率从27%提升至70%。2023年行业整体三维手术量约为31W台，2025年行业仍将维持较高景气度。

主要心脑血管高值耗材上市公司2024年及2025年一季度财务数据（百万元）

公司	赛诺医疗		心脉医疗		惠泰医疗		乐普医疗	
	2024	2025Q1	2024	2025Q1	2024	2025Q1	2024	2025Q1
总收入（百万）	459	101	1,206	332	2,066	564	6,103	1,922
yoy	33.6%	10.7%	1.6%	-7.2%	25.2%	23.9%	-23.5%	-21.1%
毛利率	61.9%	59.7%	73.0%	69.6%	72.3%	73.1%	60.9%	66.9%
净利率	0.3%	2.9%	41.6%	39.0%	32.6%	32.5%	4.0%	25.1%
归母净利润（百万）	1	3	502	130	673	183	247	482
yoy	103.8%	277.5%	2.0%	-29.7%	26.1%	30.7%	-80.4%	-19.3%

医疗器械板块2024年报&2025年一季报总结

骨科高值耗材：25Q1业绩向好，骨科耗材需求逐步复苏

- **骨科高值耗材**：24年板块实现收入47亿元（+9.7%），归母净利润7.9亿元（+51.3%）。2025Q1收入11.5亿元（+8.1%），归母净利润2.4亿元（+38%）。
- ✓ **脊柱**：2023年至2024年初，骨科脊柱类耗材带量采购已在全国范围内落地执行，自24Q3起，降价影响已基本消除，企业以价换量逻辑走通，威高骨科24年脊柱条线实现收入4.2亿元（-11%），销量同比增长21%。
- ✓ **创伤**：两联盟集采陆续实行，恢复量增逻辑，大博医疗24年创伤条线实现收入8.2亿元（+43%），威高骨科创伤领域2024年实现销售收入2.4亿元（+24%），销量同比增长10%。
- ✓ **关节**：关节续标于24H2陆续在各省份落地，中标价上涨企业表现较好，24年爱康医疗髌关节收入+23.5%，膝关节收入+30.1%，部分企业仍存在渠道退换货调价情况。

主要骨科高值耗材上市公司2024年及2025年一季度财务数据(百万元)

公司	爱康医疗		春立医疗		威高骨科		大博医疗	
	2024	25Q1	2024	25Q1	2024	25Q1	2024	25Q1
总收入	1346	-	806	230	1453	290	2136	550
yoy	23.1%	-	-33.3%	3.6%	13.2%	-16.6%	39.3%	28.8%
毛利率	60.0%	-	66.6%	66.7%	65.7%	63.7%	68.8%	69.6%
归母净利润	274	-	125	58	224	52	357	103
yoy	50.4%	-	-55.0%	5.2%	99.2%	48.4%	505.2%	67.0%

医疗器械板块2024年报&2025年一季报总结

肾科：设备端受招投标推迟及高基数影响有所承压，耗材端渠道库存出清、集采消化完毕，增长较快

- 山外山**：2024年，公司营收和利润大幅下降，主要系23年同期高基数、销售与研发费用增加导致。剔除23年重症能力建设导致的偶发性CRRT销售额增加后，公司24年营收同比+18.0%。分板块：1) 血液净化设备营收3.8亿元(-28.4%)，主要系销量下降导致(2024年，销量同比-14.3%)。2024年，公司血液透析机设备市占率16.0%，在国产自主品牌排名第一；CRRT设备市占率15.2%，在国产品牌中位居第一。公司仍占据血液净化设备市场领先地位。2) 血液净化耗材营收1.3亿元(+26.1%)，得益于公司积极推动血液净化耗材的研发及产业化。同时，公司自产耗材销售收入快速增长，同比+208.2%。3) 医疗服务营收0.5亿元(+10.3%)。截至2024年底，公司拥有6家连锁血液透析中心。2025Q1，公司营收1.9亿元(+16.8%)，血液净化设备销售额稳步增长，自产血液净化耗材销售收入占比大幅提升。
- 三鑫医疗**：分业务来看，2024血液净化类产品收入12.2亿元，同比增长28.2%，主要系1) 国内以联盟集采形式多次开展医用耗材带量采购，集采范围内的所有产品均中标；2) 国外血液透析器、血液透析浓缩物、血液透析管路经营业绩快速增长，血液透析设备全球竞争力加强，出口订单规模快速扩大，销售数量同比增长120%。输注类产品收入约1.9亿元，同比下降18.9%。心胸外科收入0.73亿元(+2.8%)。2022年公司进入血管介入新赛道，PTA高压球囊扩张导管获批上市。截至2024年底，公司持有102项医疗器械产品注册证。
- 健帆生物**：公司肾科领域已形成“HA系列、KHA系列、pHA系列”三大血液灌流器产品体系，公司肾科产品已覆盖全国6000余家二级及以上医院。为支持国家医改、减轻患者经济压力，公司在报告期初主动将HA130血液灌流器的终端价格调降26%。报告期内，HA130血液灌流器的销售收入同比增长54.6%，销售支数同比增长100%。新品KHA系列和pHA系列血液灌流器产品为患者提供更多治疗选择。KHA系列产品已覆盖600多家。公司在肝病领域的相关产品已覆盖2000余家医院。24年肝科产品(BS330胆红素吸附柱、HA330-II血液灌流器、血浆分离器)销售收入同比增长77.2%。

主要肾科高值耗材上市公司2024年及2025年一季度财务数据

公司	山外山		健帆生物		三鑫医疗	
	2024	2025Q1	2024	2025Q1	2024	2025Q1
总收入	567	189	2,677	548	1,500	361
yoy	-17.8%	16.8%	39.3%	-26.4%	15.4%	8.9%
毛利率	45.3%	46.7%	80.8%	80.7%	35.3%	34.6%
净利率	12.5%	19.6%	30.6%	34.5%	15.2%	14.9%
归母净利润	71	37	820	189	227	54
yoy	-63.6%	8.1%	87.9%	-33.7%	10.1%	0.2%

医疗器械板块2024年报&2025年一季报总结

眼科：渗透率低，需求旺盛，有望成为消费器械核心赛道

- **人工晶体**：软性人工晶体为主要战场，多焦点和叠加附加技术的高端产品仍以进口企业为主。随着带量采购推行和国产技术突破，未来国产率有望不断提升。
- **角膜塑形镜**：青少年近视防控需求旺盛，驱动角膜塑形镜市场持续扩容，渗透率仍有提升空间。
 - **爱博医疗**：2024年收入14.1亿元（+48.2%），归母净利润3.9亿元（+27.8%）。受益于集采中标和多焦晶体拓开市场，人工晶状体业务表现亮眼。OK镜增速高于行业平均，近视防控业务有韧性。
 - **欧普康视**：2024年收入18.1亿元（+4.4%），归母净利润5.7亿元（-14.2%）。框架镜收入快速增长。

主要眼科器械上市公司2024年及2025年一季度财务数据（百万元）

公司	爱博医疗		欧普康视		昊海生科	
	2024	2025Q1	2024	2025Q1	2024	2025Q1
总收入	1,410	357	1,814	478	2,698	619
yoy	48.2%	15.1%	4.4%	2.9%	1.6%	-4.2%
毛利率	66.2%	64.6%	73.5%	75.9%	69.9%	69.5%
净利率	27.5%	25.9%	31.6%	33.5%	15.6%	14.6%
归母净利润	388	93	572	160	420	90
yoy	27.8%	-10.1%	-14.2%	-16.9%	1.0%	-7.4%

医疗器械板块2024年报&2025年一季报总结

器械板块主要细分领域表现：低值耗材

- 低值耗材**：考虑到手套行业23-24年处于去库存周期，相关标的业绩变化对器械整体影响较大，所以在分析行业时剔除该行业，仅在低值耗材细分板块时进行分析。2024年实现收入154亿元（+3.4%），归母净利润20亿元（+34.2%）。25Q1实现收入36亿元（-3.4%），归母净利润4.6亿元（-10.9%），手套行业带动整个低耗板块增长，一次性手套行业渠道出清效果明显，行业整体产能利用率提升明显，行业内供需关系呈逐步回归平衡趋势。药用玻璃瓶、敷料导管需求稳健增长，注射穿刺类竞争加速短期承压。
 - 手套**：24年板块实现收入158亿元（+33.2%），归母净利润10亿元。2025Q1收入40亿元（+8.6%），归母净利润4.3亿元（+208.6%）。自21H2起，随着手套行业需求自高点回落及新建基地释放大产能，手套行业进入去库存和清理落后产能进程，价格出现回落。24年厂商渠道出清已见底，供需关系和价格均回归正常趋势。考虑到24年美国对手套、注射器等单独加征关税，部分公司逐渐将海外订单向海外基地转移，短期可能会对价格造成扰动。
 - 药用玻璃瓶**：24年板块实现收入59亿元（+0.7%），归母净利润10亿元（+22.1%）。2025Q1收入14亿元（-7.2%），归母净利润2.4亿元（-3%）。受益集采，模制瓶增速放缓，中硼硅和棕色瓶产品持续放量。
 - 医用敷料/医用导管**：24年板块实现收入48亿元（+16.7%），归母净利润6亿元（+94.2%）。2025Q1收入11亿元（+4.9%），归母净利润1.5亿元（+0.9%），23年部分公司对隔离防护用品进行计提减值，23年处于低基数，24年核心业务恢复常规订单节奏，利润端表现亮眼。
 - 注射穿刺类**：24年板块实现收入35亿元（-9.4%），归母净利润2亿元（-13.3%）。2025Q1收入8亿元（-6.7%），归母净利润0.5亿元（-38.2%）。集采叠加行业竞争加剧，注射穿刺类短期承压，考虑到24年美国对手套、注射器等单独加征关税，部分公司已提前做好本地化生产布局，可在一定程度上规避风险。
 - 低值耗材领域建议关注：**英科医疗、山东药玻、振德医疗**。

低值耗材领域2024年及2025Q1板块财务数据

主营业务	2024						25Q1					
	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY
低值耗材	4630	-4.7%	31.9%	7.9%	367	9.7%	1098	-5.8%	31.4%	7.3%	80	-38.6%
手套	15776	33.2%	20.8%	6.5%	1020	-	3972	8.6%	21.6%	10.8%	430	208.6%
药用玻璃瓶	5926	0.7%	30.2%	16.8%	996	22.1%	1404	-7.2%	29.2%	16.7%	235	-3.0%
医用导管及敷料	4836	16.7%	33.7%	12.2%	588	94.2%	1107	4.9%	35.0%	13.1%	145	0.9%
注射穿刺类	3515	-9.4%	31.6%	5.6%	196	-13.3%	833	-6.7%	31.1%	6.3%	53	-38.2%
其他	1115	14.4%	32.8%	15.4%	172	57.3%	264	-2.7%	32.4%	10.4%	27	-39.2%

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券整理（加入蓝帆医疗、英科医疗作为手套行业进行讨论）

医疗器械板块2024年报&2025年一季报总结

器械板块主要细分领域表现：低值耗材

主营业务	公司	2024						25Q1					
		营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY
手套	英科医疗	9523	37.6%	23.6%	15.7%	1465	282.6%	2494	13.2%	24.2%	14.5%	353	48.1%
	蓝帆医疗	6253	26.9%	16.5%	-7.4%	-446	-21.6%	1478	1.6%	17.2%	5.6%	77	177.9%
药用玻璃瓶	山东药玻	5125	2.9%	31.7%	18.4%	943	21.6%	1242	-2.0%	30.2%	18.0%	224	1.3%
	正川股份	801	-11.1%	20.7%	6.6%	53	32.2%	162	-34.2%	21.6%	6.8%	11	-48.1%
医用导管及敷料	奥美医疗	3326	20.7%	28.8%	11.1%	369	233.9%	759	1.6%	30.5%	11.4%	87	-7.9%
	维力医疗	1509	8.8%	44.5%	15.1%	219	14.0%	348	12.6%	44.8%	17.4%	59	17.2%
注射穿刺类	康德莱	2261	-7.8%	32.5%	10.3%	215	-6.7%	548	-3.8%	32.0%	11.8%	61	0.3%
	济民医疗	776	-13.3%	37.3%	-7.2%	-60	-8.8%	181	-22.5%	37.6%	-6.5%	-14	-191.7%
	五洲医疗	477	-10.5%	17.8%	8.4%	40	-33.7%	104	15.6%	14.6%	5.4%	6	-43.0%
其他	拱东医疗	1115	14.4%	32.8%	15.4%	172	57.3%	264	-2.7%	32.4%	10.3%	27	-39.2%

各主营业务按营收排序

医疗器械板块2024年报&2025年一季报总结

手套：供需关系逐渐恢复平衡，价格回暖

- **英科医疗**：24年公司个人防护类收入86亿元，同比增长 39.2%，毛利率24.2% (+11pp)，主要因行业库存消化，老旧产能出清，叠加手套价格回暖。公司一次性手套年化产能为870亿只。其中一次性丁腈手套年化产能为560亿只，一次性PVC手套年化产能为310亿只，产能丰富。
- **中红医疗**：24年防护类产品收入21亿元 (+17%)，公司拥有不同种类丁腈、PVC 等防护手套产能255亿只，天然乳胶医用外科手套产能5亿副。
- **蓝帆医疗**：健康防护业务24年实现收入48亿元 (+33.6%)，其中手套产品销量同比接近+29%，生产量同比+29%，产销量和市占率均有所提升。同时公司自23Q4起重点推进技改和降本增效措施，提升产线效率和自动化水平，加强原料回收利用率，24年业务毛利率为5.3% (+7.4pp)。2024年10月，公司与万华化学签署战略协议，将合作推出一一次性聚氨酯手套新产品，整体性能优于一次性丁腈手套，有望成为公司新的业绩增长点。

主要手套业务上市公司2024年及2025Q1财务数据(百万元)

公司	英科医疗		中红医疗		蓝帆医疗	
时间	2024	25Q1	2024	25Q1	2024	25Q1
总收入	9523	2494	2457	629	6253	1478
yoy	37.6%	13.2%	16.7%	15.5%	26.9%	1.6%
毛利率	23.6%	24.2%	13.4%	13.4%	16.5%	17.2%
归母净利润	1465	353	-87	19	-446	77
yoy	282.6%	48.1%	33.4%	1369.9%	21.6%	177.9%

医疗器械板块2024年报&2025年一季报总结

药用玻璃瓶：受益集采，中硼硅和棕色瓶产品持续放量

- **山东药玻**：2024年收入51亿元（+2.9%）；归母净利润9亿元（+21.6%）；25Q1年收入12亿元（-2.0%）；归母净利润2亿元（+1.3%）。分产品看，24年公司模制瓶/棕色瓶/管制瓶/安瓿瓶营业收入为24/12/2/0.7亿元，同比变化+3.9%/+3.5%/+5%/-6%，模制瓶增速放缓主要受到需求承压和竞争加剧，出海方面棕色瓶、模制瓶（注射类）、日化食品瓶国际市场占有率进一步提升。
- **正川股份**：2024年收入8亿元（-11.1%），归母净利润0.5亿元（+32.2%）。25Q1实现收入2亿元（-34.2%），归母净利润0.1亿元（-48.1%）。2024年受下游市场需求波动，主营产品销量减少导致，其中硼硅管制瓶/钠钙管制瓶/瓶盖销量分别同比-15.9%/-16.0%/-40.7%。公司持续拓展中硼核心业务，深化布局中硼注射剂及安瓿市场，中硼硅产品产销量实现双增长。公司中硼产品中长期发展规划明确，计划建设8座中硼硅窑炉，并达到5万吨中硼硅玻璃管的产能，实现150亿支管制瓶的年产能。

主要药用玻璃瓶类上市公司2024年及2025Q1财务数据（百万元）

公司	山东药玻		正川股份	
	2024	25Q1	2024	25Q1
总收入	5125	1242	801	162
yoy	2.9%	-2.0%	-11.1%	-34.2%
毛利率	31.7%	30.2%	20.7%	21.6%
归母净利润	943	224	53	11
yoy	21.6%	1.3%	32.2%	-48.1%

医疗器械板块2024年报&2025年一季报总结

医用敷料/医用导管：24年利润端快速修复，积极布局海外生产基地

- **振德医疗**：2024年收入43亿元（+3.3%）；归母净利润4亿元（+94.1%）；25Q1年收入10亿元（+2.9%）；归母净利润0.5亿元（-30.2%）。2023年公司对隔离防护用品（口罩、防护服、隔离衣、抗原检测试剂盒等）存货等资产进行计提减值，2024年剔除隔离防护用品后核心业务实现快速增长，营业收入实现41亿元，同比+15.8%，常规业务均逐季向好。同时公司积极推进全球化布局，立足欧美市场，加速非洲、墨西哥等海外国家本地化建设，非洲生产基地已于24年建设完成并投产，24年海外实现收入25亿元（+14.6%）。
- **奥美医疗**：2024年收入33亿元（+20.7%）；归母净利润4亿元（+233.9%）；25Q1年收入8亿元（+1.6%）；归母净利润0.9亿元（-7.9%），主要因23年计提减值后业绩处于低水平，2024年市场需求复苏及供应链优化等因素影响，客户补库存意愿强烈，业绩恢复高速增长。
- **维力医疗**：2024年收入15亿元（+8.8%）；归母净利润2亿元（+14%）；25Q1年收入3亿元（+12.6%）；归母净利润0.6亿元（+17.2%）。海外业务加速拓展，外销表现亮眼，24年海外市场实现收入8亿元（+23.7%），并积极部署墨西哥生产基地建设。

主要医用敷料/医用导管上市公司2024年及25Q1财务数据（百万元）

公司	振德医疗		奥美医疗		维力医疗	
	2024	25Q1	2024	25Q1	2024	25Q1
总收入	4264	992	3326	759	1509	348
yoy	3.3%	2.9%	20.7%	1.6%	8.8%	12.6%
毛利率	34.0%	34.3%	28.8%	30.5%	44.5%	44.8%
归母净利润	385	51	369	87	219	59
yoy	94.1%	-30.2%	233.9%	-7.9%	14.0%	17.2%

医疗器械板块2024年报&2025年一季报总结

注射穿刺类：行业竞争加剧，行业短期承压

- 三鑫医疗**：2024年收入15亿元（+15.4%），归母净利润2亿元（+10.1%）。25Q1实现收入4亿元（+8.9%），归母净利润0.5亿元（+0.2%）。血液净化类产品增速较快，输注类仍有承压。分业务来看，2024血液净化类产品收入12.2亿元（+28.2%），主要系1）国内以联盟集采形式多次开展医用耗材带量采购，集采范围内的所有产品均中标；2）国外血液透析器、血液透析浓缩物、血液透析管路经营业绩快速增长，血液透析设备全球竞争力加强，出口订单规模快速扩大，销售数量同比增长120%。输注类产品收入约1.9亿元，同比下降18.9%。
- 五洲医疗**：2024年收入5亿元（-10.5%），归母净利润0.4亿元（-33.7%）。25Q1实现收入1亿元（+15.6%），归母净利润0.1亿元（-43%），净利润下滑主要因竞争加剧毛利率受到挤压，以及销售、研发费用同比提升。
- 康德莱**：2024年收入23亿元（-7.8%），归母净利润2亿元（-6.7%）。25Q1实现收入5.5亿元（-3.8%），归母净利润0.6亿元（+0.3%）。海外市场库存影响基本消退，2024年海外收入8亿元（+5.2%），国内市场收入15亿元（-13.5%）。从产品销量增速来看，24年注射器类同比+9.3%，输液器类同比-6.3%，穿刺介入类同比+7.8%，穿刺针类同比+6.6%。

主要注射穿刺类上市公司2024年及2025Q1财务数据（百万元）

公司	三鑫医疗		五洲医疗		济民健康		康德莱	
	2024	25Q1	2024	25Q1	2024	25Q1	2024	25Q1
总收入	1500	361	477	104	776	181	2261	548
yoy	15.4%	8.9%	-10.5%	15.6%	-13.3%	-22.5%	-7.8%	-3.8%
毛利率	35.3%	34.6%	17.8%	14.6%	37.3%	37.6%	32.5%	32.0%
归母净利润	227	54	40	6	-60	-14	215	61
yoy	10.1%	0.2%	-33.7%	-43.0%	8.8%	-191.7%	-6.7%	0.3%

医疗器械板块2024年报&2025年一季报总结

医疗器械板块

(按市值排序, 24A)

成分股	24A		市值(亿元)	营收同比增量		归母净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润		24A	24A	24A	占比	24A	占比	24A	占比	24A	占比		
迈瑞医疗	5%	1%	2,663	1794	86	3666	10.0%	5283	14.4%	1600	4.4%	(202)	-1.1%		
联影医疗	-10%	-36%	1,095	(1311)	(712)	1761	17.1%	1823	17.7%	556	5.4%	(112)	-1.1%		
新产业	15%	11%	412	606	175	454	10.0%	715	15.8%	125	2.8%	(35)	-0.8%		
惠泰医疗	25%	26%	404	416	139	291	14.1%	373	18.0%	92	4.4%	(13)	-0.6%		
鱼跃医疗	-5%	-25%	345	(496)	(538)	547	7.2%	1361	18.0%	428	5.7%	(235)	-3.1%		
华大智造	3%	1%	332	101	7	746	24.8%	766	25.4%	602	20.0%	23	0.8%		
安图生物	1%	-2%	220	29	(23)	732	16.4%	768	17.2%	211	4.7%	2	0.0%		
乐普医疗	-24%	-80%	211	(1877)	(1011)	770	12.6%	1437	23.5%	799	13.1%	42	0.7%		
奕瑞科技	-2%	-23%	173	(32)	(142)	310	16.9%	70	3.8%	138	7.6%	(4)	-0.2%		
健帆生物	39%	88%	170	755	384	240	9.0%	692	25.8%	189	7.1%	32	1.2%		
佰仁医疗	35%	27%	154	131	31	151	30.2%	122	24.3%	33	6.6%	(7)	-1.4%		
大博医疗	39%	505%	153	602	298	307	14.4%	630	29.5%	139	6.5%	(9)	-0.4%		
爱博医疗	48%	28%	150	453	84	107	7.6%	199	14.1%	171	12.1%	17	1.2%		
山东药玻	3%	22%	147	143	167	152	3.0%	130	2.5%	216	4.2%	(38)	-0.7%		
开立医疗	-5%	-69%	134	(186)	(312)	473	23.5%	573	28.4%	137	6.8%	(37)	-1.9%		
欧普康视	4%	-14%	132	76	(94)	42	2.3%	461	25.4%	109	6.0%	8	0.4%		
万东医疗	23%	-17%	123	288	(31)	165	10.8%	219	14.4%	70	4.6%	(75)	-4.9%		
三诺生物	9%	15%	117	384	42	375	8.4%	1192	26.8%	406	9.1%	20	0.5%		
南微医学	14%	14%	112	344	67	174	6.3%	646	23.5%	369	13.4%	(50)	-1.8%		
昊海生科	2%	1%	111	44	4	239	8.9%	781	28.9%	443	16.4%	(49)	-1.8%		
威高骨科	13%	99%	109	169	111	120	8.3%	481	33.1%	92	6.4%	(16)	-1.1%		
心脉医疗	2%	2%	104	19	10	94	7.8%	157	13.0%	93	7.7%	(17)	-1.4%		
微电生理	26%	815%	102	84	46	77	18.7%	111	26.8%	43	10.3%	(3)	-0.7%		
海尔生物	0%	-10%	100	3	(39)	306	13.4%	290	12.7%	181	7.9%	(47)	-2.1%		
万孚生物	11%	15%	99	308	74	412	13.4%	683	22.3%	222	7.3%	2	0.1%		
中源协和	0%	-6%	98	(4)	(6)	182	11.5%	350	22.1%	349	22.0%	(16)	-1.0%		
美好医疗	19%	16%	96	25	50	141	8.8%	45	2.8%	108	6.8%	(49)	-3.1%		
新华医疗	0%	6%	89	9	38	436	4.4%	869	8.7%	422	4.2%	19	0.2%		
九强生物	-5%	2%	82	(83)	9	189	11.4%	314	18.9%	144	8.7%	38	2.3%		
艾德生物	6%	-3%	82	65	(7)	216	19.5%	359	32.4%	72	6.5%	(27)	-2.5%		
福瑞股份	17%	12%	80	195	12	99	7.4%	344	25.5%	241	17.8%	(23)	-1.7%		
麦克奥迪	-1%	-4%	80	(12)	(7)	74	5.5%	128	9.5%	178	13.1%	(12)	-0.9%		
可孚医疗	5%	23%	70	129	57	96	3.2%	973	32.6%	121	4.1%	(23)	-0.8%		
迈克生物	-12%	-59%	70	(147)	(186)	323	12.7%	647	25.4%	165	6.5%	16	0.6%		
理邦仪器	-5%	-27%	68	(144)	(59)	340	18.5%	454	24.8%	121	6.6%	(16)	-0.9%		
怡和嘉业	-25%	-48%	65	(219)	(142)	125	14.8%	113	13.4%	61	7.3%	(14)	-1.6%		

www.swsc.com.cn

数据来源: Wind, 西南证券整理, 市值基准日为2025年5月4日 单位(百万元): 收入同比增量、净利润同比增量、四费

医疗器械板块2024年报&2025年一季报总结

医疗器械板块

(按市值排序, 24A)

成分股	24A		市值(亿元)	营收同比增量		归母净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润		24A	24A	24A	占比	24A	占比	24A	占比	24A	占比		
翔宇医疗	0%	-55%	62	(3)	(124)	152	20.4%	215	28.9%	60	8.1%	(24)	-3.2%		
澳华内镜	11%	-64%	60	71	(37)	164	21.8%	250	33.4%	109	14.5%	0	0.0%		
浩欧博	2%	-22%	58	8	(11)	46	11.5%	94	23.4%	66	16.3%	3	0.7%		
普门科技	0%	5%	55	2	17	201	17.6%	153	13.3%	69	6.0%	(44)	-3.8%		
春立医疗	-33%	-55%	52	(53)	(153)	133	16.5%	240	29.8%	45	5.6%	(17)	-2.1%		
奥美医疗	21%	234%	51	570	258	106	3.2%	96	2.9%	282	8.5%	2	0.1%		
伟思医疗	-13%	-25%	49	(62)	(34)	51	12.7%	94	23.6%	45	11.1%	(8)	-2.1%		
安杰思	25%	35%	47	123	76	59	9.3%	51	8.0%	58	9.1%	(36)	-5.6%		
海泰新光	-6%	-7%	42	(23)	(10)	54	12.2%	26	5.8%	52	11.8%	(9)	-2.0%		
山外山	-18%	-64%	42	(13)	(124)	54	9.6%	119	21.0%	38	6.8%	(13)	-2.3%		
三鑫医疗	15%	10%	41	20	21	64	4.3%	84	5.6%	108	7.2%	(1)	-0.1%		
基蛋生物	-15%	-20%	40	(234)	(56)	181	15.6%	276	23.7%	96	8.2%	(35)	-3.0%		
赛诺医疗	34%	104%	40	115	41	141	30.6%	79	17.2%	89	19.5%	4	0.8%		
美康生物	-8%	1%	39	(13)	1	146	8.4%	237	13.6%	166	9.5%	(5)	-0.3%		
拱东医疗	14%	57%	37	14	63	53	4.8%	52	4.7%	89	8.0%	(26)	-2.4%		
迈普医学	21%	93%	36	48	38	27	9.7%	57	20.5%	57	20.4%	(1)	-0.5%		
迪瑞医疗	-12%	-49%	35	(150)	(134)	130	10.7%	232	19.0%	57	4.7%	(6)	-0.5%		
正海生物	-12%	-29%	35	(50)	(56)	40	10.9%	120	32.9%	28	7.8%	(1)	-0.1%		
维力医疗	9%	14%	34	122	27	111	7.4%	158	10.5%	130	8.6%	2	0.1%		
戴维医疗	-15%	-61%	34	(91)	(90)	55	10.5%	108	20.4%	65	12.3%	(11)	-2.0%		
冠昊生物	-7%	-12%	33	(27)	(4)	36	9.6%	157	41.7%	57	15.1%	1	0.4%		
祥生医疗	-3%	-4%	32	(15)	(6)	80	17.0%	55	11.7%	38	8.0%	(41)	-8.7%		
康德莱	-8%	-7%	31	(11)	(16)	106	4.7%	194	8.6%	177	7.8%	12	0.5%		
乐心医疗	11%	79%	31	100	27	97	9.8%	94	9.5%	88	9.0%	(18)	-1.8%		
济民健康	-13%	9%	31	(19)	6	42	5.4%	163	21.0%	118	15.2%	18	2.3%		
安必平	-5%	-47%	30	(27)	(19)	45	9.7%	193	40.9%	71	15.2%	(8)	-1.8%		
西山科技	-7%	-16%	29	(24)	(19)	55	16.4%	88	26.1%	25	7.5%	(14)	-4.2%		
麦澜德	25%	13%	28	84	12	57	13.5%	94	22.1%	56	13.1%	(8)	-1.9%		
科美诊断	-2%	-14%	28	(9)	(20)	76	17.4%	82	18.8%	53	12.1%	(3)	-0.7%		
健麾信息	4%	-46%	26	11	(27)	21	6.6%	27	8.5%	43	13.5%	3	0.9%		
正川股份	-11%	32%	25	(10)	13	20	2.5%	14	1.8%	43	5.4%	14	1.8%		
赛科希德	11%	-3%	25	30	(4)	20	6.4%	37	12.2%	26	8.4%	(25)	-8.2%		
康拓医疗	17%	17%	24	47	13	24	7.4%	64	19.8%	56	17.4%	(3)	-0.8%		
五洲医疗	-11%	-34%	18	(56)	(20)	13	2.7%	14	3.0%	19	4.0%	(9)	-1.9%		
天臣医疗	7%	10%	16	19	5	36	13.2%	40	14.6%	35	12.9%	(2)	-0.8%		
艾隆科技	-11%	-174%	12	(38)	(51)	58	17.8%	63	19.5%	45	13.7%	5	1.5%		

www.swsc.com.cn

数据来源: Wind, 西南证券整理, 市值基准日为2025年5月4日 单位(百万元): 收入同比增量、净利润同比增量、四费

医疗器械板块2024年报&2025年一季报总结

医疗器械板块

(按市值排序, 25Q1)

成分股	25Q1		市值(亿元)	营收同比增量		归母净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润		25Q1	25Q1	25Q1	占比	25Q1	占比	25Q1	占比	25Q1	占比		
迈瑞医疗	-12%	-17%	2,663	(11,391)	(5,311)	767	9.3%	1,178	14.3%	342	4.2%	(1,623)	-2.0%		
联影医疗	5%	2%	1,095	127	7	379	15.3%	384	15.5%	132	5.3%	(17)	-0.7%		
新产业	10%	3%	412	103	11	102	9.1%	160	14.2%	28	2.5%	(15)	-1.3%		
惠泰医疗	24%	31%	404	109	43	74	13.1%	98	17.4%	30	5.4%	(4)	-0.6%		
鱼跃医疗	9%	-5%	345	205	(35)	156	6.4%	363	14.9%	102	4.2%	(38)	-1.6%		
华大智造	-14%	34%	332	(76)	68	136	29.9%	165	36.2%	114	25.1%	(36)	-8.0%		
安图生物	-9%	-17%	220	(93)	(54)	131	13.1%	195	19.6%	59	5.9%	3	0.3%		
乐普医疗	-10%	-21%	211	(186)	(103)	203	11.7%	298	17.2%	139	8.0%	33	1.9%		
奕瑞科技	-2%	3%	173	(9)	4	60	12.5%	23	4.8%	23	4.8%	2	0.5%		
健帆生物	-26%	-34%	170	(197)	(96)	53	9.7%	114	20.8%	38	7.0%	11	2.0%		
佰仁医疗	31%	291%	154	24	24	33	33.1%	23	23.4%	8	8.4%	(1)	-0.5%		
大博医疗	29%	67%	153	123	41	76	13.9%	152	27.7%	35	6.4%	(17)	-3.2%		
爱博医疗	15%	-10%	150	47	(10)	26	7.3%	61	17.2%	40	11.3%	6	1.7%		
山东药玻	-2%	1%	147	(25)	3	50	4.0%	21	1.7%	41	3.3%	(7)	-0.5%		
开立医疗	-10%	-92%	134	(49)	(92)	126	29.2%	141	32.7%	33	7.8%	(18)	-4.1%		
欧普康视	3%	-17%	132	14	(33)	9	2.0%	124	26.0%	32	6.7%	3	0.7%		
万东医疗	21%	5%	123	65	2	56	14.9%	61	16.2%	22	5.8%	(14)	-3.7%		
三诺生物	3%	-11%	117	28	(9)	73	7.1%	289	27.8%	76	7.3%	6	0.5%		
南微医学	13%	12%	112	79	17	38	5.4%	149	21.3%	97	13.9%	(32)	-4.5%		
昊海生科	-4%	-7%	111	(27)	(7)	48	7.8%	194	31.3%	88	14.3%	(10)	-1.7%		
威高骨科	-17%	48%	109	(58)	17	29	9.9%	83	28.7%	20	6.9%	(6)	-1.9%		
心脉医疗	-7%	-30%	104	(26)	(55)	16	4.8%	45	13.5%	20	6.1%	(2)	-0.6%		
微电生理	17%	329%	102	15	14	13	12.9%	27	26.3%	11	10.9%	(2)	-1.5%		
海尔生物	0%	-20%	100	2	(27)	80	11.7%	90	13.1%	48	7.0%	(6)	-0.9%		
万孚生物	-7%	-13%	99	(61)	(29)	103	12.9%	159	19.9%	52	6.6%	3	0.4%		
中源协和	-12%	-30%	98	(47)	(12)	39	11.0%	78	22.4%	81	23.2%	(7)	-1.9%		
美好医疗	5%	-11%	96	14	(6)	33	11.0%	12	4.1%	31	10.6%	(13)	-4.4%		
新华医疗	-9%	-24%	89	(221)	(51)	94	4.1%	192	8.3%	84	3.7%	6	0.3%		
九强生物	-19%	-31%	82	(74)	(37)	43	13.4%	71	22.1%	33	10.4%	10	3.1%		
艾德生物	17%	41%	82	39	26	42	15.3%	72	26.4%	21	7.6%	(10)	-3.8%		
福瑞股份	2%	-33%	80	8	(14)	22	6.7%	85	25.9%	74	22.5%	6	1.7%		
麦克奥迪	6%	10%	80	18	3	21	6.7%	32	10.2%	45	14.3%	(10)	-3.3%		
可孚医疗	-9%	-10%	70	(69)	(10)	19	2.6%	228	31.0%	41	5.5%	(2)	-0.2%		
迈克生物	-17%	-80%	70	(106)	(96)	62	12.1%	131	25.8%	44	8.6%	4	0.8%		
理邦仪器	-5%	69%	68	(23)	27	77	18.3%	85	20.3%	31	7.4%	(8)	-1.9%		
怡和嘉业	38%	44%	65	73	22	27	10.2%	21	8.0%	20	7.6%	(9)	-3.4%		

医疗器械板块2024年报&2025年一季报总结

医疗器械板块

(按市值排序, 25Q1)

成分股	25Q1		市值(亿元)	营收同比增量		归母净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润		25Q1	25Q1	25Q1	占比	25Q1	占比	25Q1	占比	25Q1	占比		
翔宇医疗	10%	-41%	62	17	(16)	38	20.6%	53	28.4%	14	7.5%	2	1.1%		
澳华内镜	-27%	-1143%	60	(46)	(32)	42	33.8%	52	42.3%	30	24.2%	(0)	-0.3%		
浩欧博	-9%	-57%	58	(8)	(2)	9	12.0%	19	25.0%	14	17.8%	0	0.6%		
普门科技	-30%	-50%	55	(91)	(54)	43	20.1%	35	16.4%	13	6.2%	(7)	-3.5%		
春立医疗	4%	5%	52	8	3	27	11.7%	46	20.1%	17	7.2%	(4)	-1.8%		
奥美医疗	2%	-8%	51	12	(7)	30	3.9%	24	3.2%	75	9.9%	(1)	-0.1%		
伟思医疗	9%	53%	49	8	11	10	10.1%	15	15.5%	10	9.9%	(1)	-1.1%		
安杰思	15%	7%	47	17	3	13	10.1%	10	7.9%	13	10.4%	(7)	-5.1%		
海泰新光	25%	21%	42	29	8	16	10.6%	9	6.2%	12	8.5%	0	0.0%		
山外山	17%	8%	42	27	3	16	8.7%	27	14.4%	10	5.2%	(2)	-0.9%		
三鑫医疗	9%	0%	41	29	0	16	4.5%	17	4.6%	27	7.4%	(0)	-0.1%		
基蛋生物	-24%	-25%	40	(77)	(22)	43	17.8%	53	21.8%	19	7.9%	(6)	-2.4%		
赛诺医疗	11%	278%	40	10	5	27	26.4%	15	15.0%	22	22.1%	1	0.9%		
美康生物	-22%	-62%	39	(107)	(49)	36	9.6%	52	13.9%	34	9.0%	(1)	-0.2%		
拱东医疗	-3%	-39%	37	(7)	(18)	11	4.0%	9	3.5%	26	9.9%	(0)	-0.1%		
迈普医学	29%	62%	36	16	9	8	10.6%	12	15.8%	14	19.1%	(1)	-1.3%		
迪瑞医疗	-72%	-87%	35	(48)	(106)	21	11.6%	41	22.4%	13	7.3%	(7)	-4.1%		
正海生物	9%	-34%	35	8	(14)	11	10.8%	33	33.5%	7	7.3%	(0)	-0.1%		
维力医疗	13%	17%	34	39	9	21	6.1%	29	8.3%	30	8.7%	2	0.7%		
戴维医疗	-22%	-41%	34	(34)	(16)	14	11.5%	21	17.3%	15	12.2%	(2)	-1.3%		
冠昊生物	4%	3%	33	3	0	8	8.2%	31	33.1%	13	13.7%	1	1.1%		
祥生医疗	-9%	-9%	32	(13)	(4)	17	13.7%	13	10.1%	8	6.1%	(5)	-3.7%		
康德莱	-4%	0%	31	(22)	0	19	3.4%	45	8.2%	37	6.7%	3	0.5%		
乐心医疗	10%	68%	31	25	9	26	9.6%	27	9.8%	23	8.3%	(2)	-0.9%		
济民健康	-22%	-192%	31	(53)	(29)	11	6.1%	36	19.7%	26	14.5%	5	2.9%		
安必平	-29%	-238%	30	(29)	(19)	9	12.8%	37	51.5%	18	24.2%	(2)	-2.3%		
西山科技	-11%	-56%	29	(8)	(14)	12	18.5%	16	24.7%	9	13.1%	(3)	-5.1%		
麦澜德	13%	10%	28	14	4	14	12.2%	18	15.3%	12	10.2%	(1)	-0.5%		
科美诊断	-27%	-62%	28	(30)	(24)	17	21.1%	14	17.1%	11	13.0%	(0)	-0.5%		
健麾信息	116%	-35%	26	41	(2)	5	6.3%	7	8.5%	9	12.2%	1	1.0%		
正川股份	-34%	-48%	25	(84)	(10)	4	2.2%	3	1.6%	10	6.2%	4	2.4%		
赛科希德	-9%	-24%	25	(7)	(7)	4	6.6%	10	14.6%	5	7.8%	(5)	-6.6%		
康拓医疗	18%	21%	24	13	4	4	5.0%	13	15.3%	14	16.4%	(1)	-0.9%		
五洲医疗	16%	-43%	18	14	(4)	3	2.5%	3	2.8%	4	4.0%	(1)	-1.1%		
天臣医疗	9%	16%	16	6	2	9	13.3%	11	16.2%	9	13.6%	(3)	-4.2%		
艾隆科技	0%	-1%	12	0	(0)	10	18.0%	13	23.4%	15	26.3%	1	2.4%		

www.swsc.com.cn

数据来源: Wind, 西南证券整理, 市值基准日为2025年5月4日

单位(百万元): 收入同比增量、净利润同比增量、四费

CXO板块2024年报&2025年一季报总结

- **新冠高基数扰动完全释放，2024Q4-2025Q1CXO板块重回增长轨道。** 2024年CXO板块共实现收入870.0亿元（-4.3%）；实现归母净利润133.3亿元（-23.9%）；实现扣非归母净利润132.4亿元（-20.1%）。分季度看，板块24Q4实现收入241.6亿元（+7.1%）；实现归母净利润26.4亿元（+94.6%）；实现扣非归母净利润32.6亿元（+73.5%）。板块25Q1实现收入217.4亿元（+13.2%）；实现归母净利润49.9亿元（+78.6%）；实现扣非归母净利润增速为34.7亿元（+23.0%）。2023年新冠大订单交付进入尾声，2024年前三季度表现业绩仍受基数影响，2024年四季度至2025年一季度收入端重回增长轨道，利润端快速回升。2024年CXO板块整体毛利率为38.1%（-2.8pp）、净利率为15.3%（-4.1pp）。销售费用率（2.8%，+0.4pp）、管理费用率（10.1%，+0.3pp）、研发费用率（5.6%，+0.3pp）小幅提升，财务费用率基本持平在-1.2%。由部分企业高利润大订单完成后回归持续经营业务、部分赛道/细分市场竞争加剧、整体销售/研发投入增加等因素综合导致。
- **宏观维度：美联储降息周期下投融资环境有望改善；板块估值水平仍处低位。** 1) 2024年美联储货币政策转向宽松，目前联邦基金利率区间为4.25%-4.5%。美联储点阵图2025年/2026年/2027年预测中值区间分别为3.75%-4.0%/3.25%-3.5%/3.0%-3.25%，降息周期下医药生物投融资环境或向好，biotech外包服务需求有望改善。2) 回顾股价走势与板块估值：2024年上半年CXO板块在美国生物安全法案事件等因素催化下继续走低；2024年9月下旬A股出现政策驱动性牛市，CXO板块同步上涨；2025年3月部分头部CXO上市公司年报业绩数据、订单数据超预期，二级市场Price in；2025年4月特朗普政府关税政策引发全球股市大跌。截至目前，CXO板块平均估值31倍，低于近两年平均估值35倍，仍处低位。
- **行业维度：中国医疗健康行业投融资触底、修复，全球投融资额波动。** 预计2021-2028年全球医药研发将以2.6%的复合增速增长；2022年-2023年医疗健康行业投融资趋于冷静，1) **国内**：2024年中国投融资总额为628.1亿元（-40.2%）、投融资事件数为484件（-50.2%），均处近十年底部，2024Q3、2024Q4、2025Q1投融资总额/事件数分别为77.1亿元/98件、143.7亿元/124件、186.3亿元/134件，分别同比-73.6%/-64.7%、-33.7%/-45.1%、+10.5%/-1.5%，分别环比-67.7%/-22.2%、+86.4%/+26.5%、+29.6%/+8.1%，内需呈触底、修复态势；2) **海外**：2024年全球投融资总额为7405.6亿元（+25.1%），融资事件总数为2610件（-13.5%）；2025Q1投融资总额为1484.0亿元（同比-29.7%；环比+21.9%）；投融资事件数为563件（同比-22.5%；环比-2.9%）。
- **企业维度：头部企业在手订单向好，增速分化。** 截至2025年一季度末，20家CXO样本企业合同负债合计约68.5亿元，较2024年年末增长6.0%，基本恢复至2022年水平。2024年CRDMO龙头药明康德持续经营业务在手订单达493.1亿元，同比+47%；小分子CDMO龙头凯莱英截至2024年年报披露日在手订单约10.52亿美元，较同期增幅超20%；CRDMO龙头、实验室服务领军企业康龙化成新签订单金额同比增长超20%；临床CRO龙头泰格医药净新增合同金额84.2亿元，同比+7.3%；生物药CRDMO龙头药明生物在手未完成订单金额184.9亿元，剔除默沙东疫苗项目后同比增长约5.1%；安评龙头昭衍新药在手订单22亿元。CXO板块头部企业在手订单整体向好，订单增速出现分化。
- CXO板块未来持续关注多肽等新分子药物的商业化进程、国内外医药生物行业投融资活动复苏状况、中美货币政策走向、AI对药品研发的长期影响等。
- **相关标的**：药明康德、康龙化成、凯莱英、药明生物、泰格医药、诺泰生物、圣诺生物、博腾股份等。
- **风险提示**：CXO企业在手订单转化与新增订单增速不及预期的风险、创新药进展不及预期的风险、宏观政策变动的风险等。

CXO板块2024年报&2025年一季度报总结

2024Q4-2025Q1CXO板块重回增长轨道。 CXO板块共选取20家公司，2024年实现收入870.0亿元（-4.3%）；实现归母净利润133.3亿元（-23.9%）；实现扣非净利润总额132.4亿元（-20.1%）。分季度看，板块24Q4实现收入241.6亿元（+7.1%）；实现归母净利润26.4亿元（+94.6%）；实现扣非归母净利润32.6亿元（+73.5%）。板块25Q1实现收入217.4亿元（+13.2%）；实现归母净利润49.9亿元（+78.6%）；实现扣非归母净利润增速34.7亿元（+23.0%）。2023年新冠大订单交付进入尾声，2024年前三季度表现业绩仍受基数影响，2024年四季度至2025年一季度板块收入重回增长轨道、利润快速回升。

CXO板块盈利能力调整。 2024年板块整体毛利率为38.1%（-2.8pp）、净利率为15.3%（-4.1pp）；销售费用率（2.8%，+0.4pp）、管理费用率（10.1%，+0.3pp）、研发费用率（5.6%，+0.3pp）小幅提升，财务费用率基本持平（维持在-1.2%），由部分企业高利润大订单完成后回归持续经营业务、部分赛道/细分市场竞争加剧、整体销售/研发投入增加等因素综合导致。

CXO板块23Q1-25Q1业绩速览

(亿元)	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
单季度收入	220.4	232.8	230.2	225.5	192.1	210.2	226.1	241.6	217.4
同比增速	10.5%	-1.6%	-4.1%	-9.1%	-12.8%	-9.7%	-1.8%	7.1%	13.2%
归母净利润	48.4	62.8	50.4	13.6	27.9	43.0	35.9	26.4	49.9
同比增速	20.7%	-21.4%	-15.5%	-62.8%	-42.3%	-31.4%	-28.8%	94.6%	78.6%
扣非归母净利润	42.7	54.2	50.0	18.8	28.2	37.4	34.2	32.6	34.7
同比增速	8.1%	-6.3%	-10.2%	-52.1%	-33.9%	-31.0%	-31.6%	73.5%	23.0%

CXO板块23Q1-25Q1盈利能力指标概览

(亿元)	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
毛利率	41.2%	42.5%	42.4%	37.6%	36.8%	38.8%	39.6%	37.3%	38.7%
净利率	22.0%	27.0%	21.9%	6.0%	14.5%	20.5%	15.9%	10.9%	23.0%
销售费率	2.2%	2.3%	2.3%	2.6%	2.8%	2.8%	2.7%	2.8%	2.7%
管理费用率	9.7%	9.1%	9.6%	10.5%	10.5%	10.1%	9.1%	10.5%	9.4%
财务费率	1.1%	-4.5%	-0.8%	1.1%	-2.5%	-1.6%	3.4%	-3.9%	0.6%
研发费率	5.5%	5.2%	5.7%	5.9%	6.1%	5.9%	5.5%	5.0%	4.8%

CXO板块2024年报&2025年一季报总结

龙头CXO企业为业绩主要贡献者

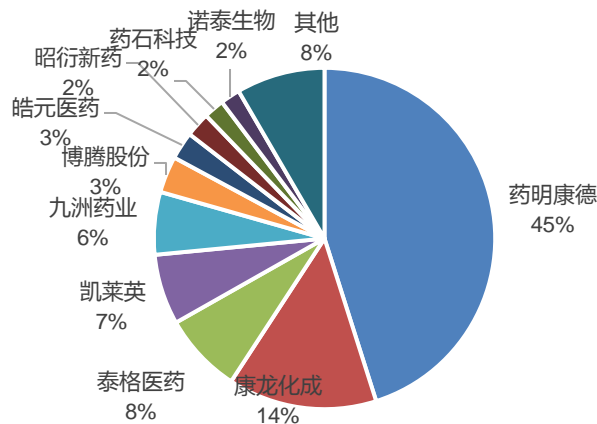
2024年：CXO板块实现收入870.0亿元（-4.3%），实现归母净利润133.3亿元（-23.9%）。其中12家样本公司收入实现正增长，2家公司收入增速超30%、3家公司净利润增速超30%；1家公司收入增速超50%，3家公司净利润增速超50%。

从收入贡献看，2024年药明康德、康龙化成、泰格医药、凯莱英、九洲药业贡献比例为45%、14%、8%、7%、6%；从净利润贡献看，药明康德、康龙化成、凯莱英、九洲药业、泰格医药贡献比例为61%、12%、6%、4%、3%。

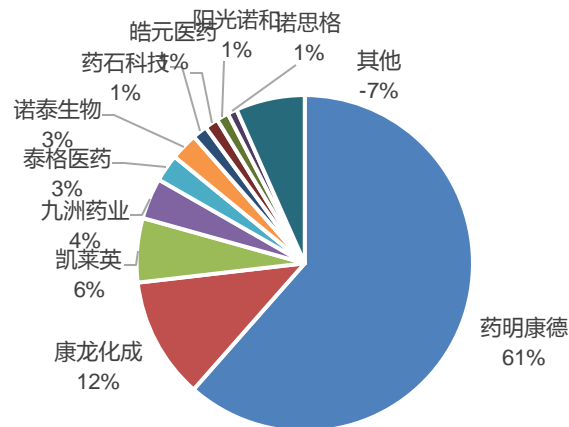
板块2024年业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-4.28%	1	2	9	11
占比		5%	10%	45%	55%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-23.92%	3	3	6	14
占比		15%	15%	30%	70%

2024年板块收入占比



2024年板块归母净利润占比

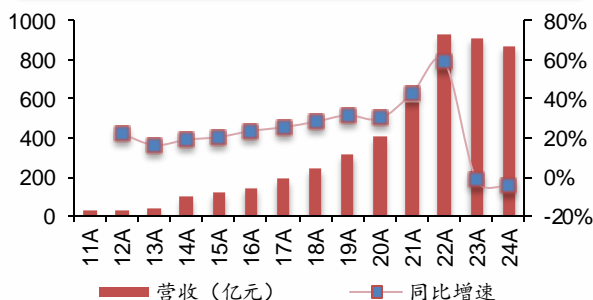


CXO板块2024年报&2025年一季报总结

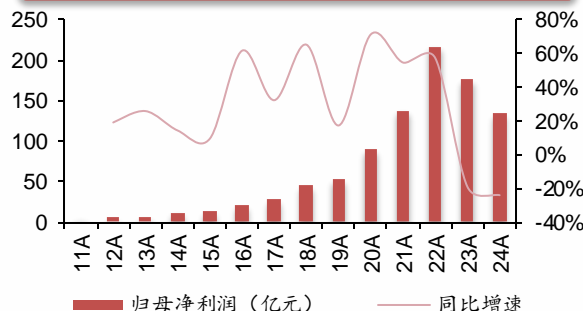
累计季度表现

2024年表现收入小幅减少，利润端整体调整。在2023年高利润商业化订单完全消化后，2024年CXO板块表现收入小幅下降并逐步企稳、叠加部分市场行业竞争等因素，利润端持续调整，全年20家样本企业共实现营业收入870.0亿元（-4.3%）；共实现归母净利润133.3亿元（-23.9%）；共实现扣非净利润132.4亿元（-20.1%）。扣除商业化大订单高基数后，药明康德、凯莱英、博腾股份持续经营业务收入增速分别为5.2%/7.4%/14%。

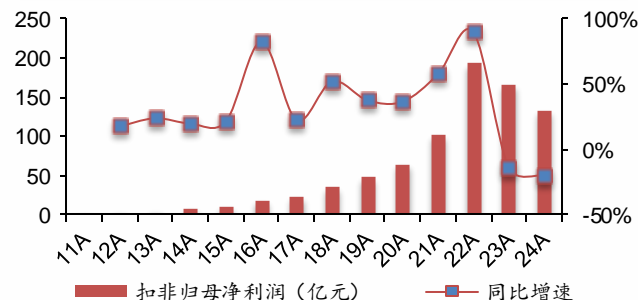
2011年~2024年收入及增速



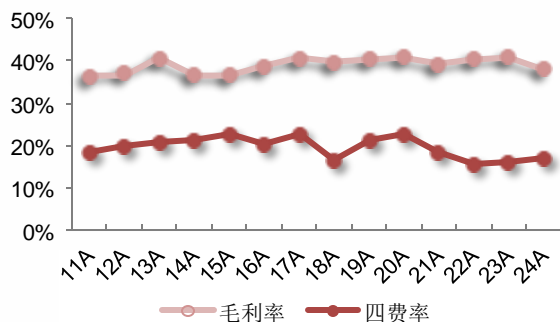
2011年~2024年归母净利润及增速



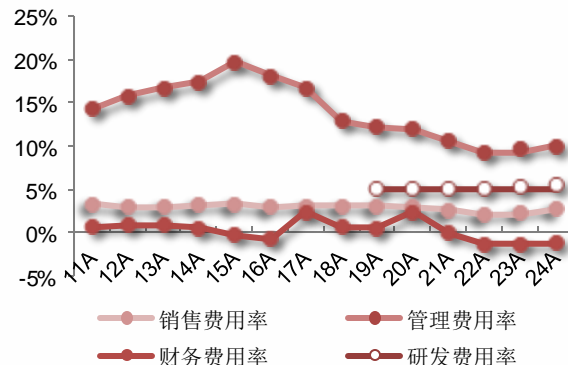
2011年~2024年扣非归母净利润收入及增速



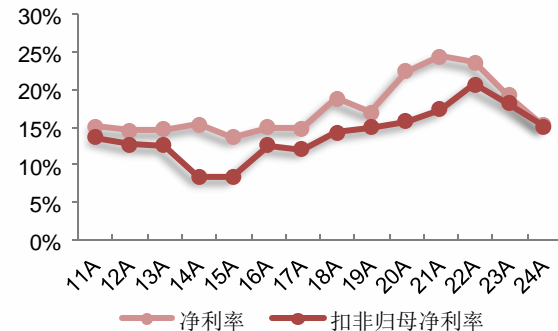
2011年~2024年毛利率与四费率变化趋势



2011年~2024年期间费用率变化趋势



2011年~2024年净利率变化趋势

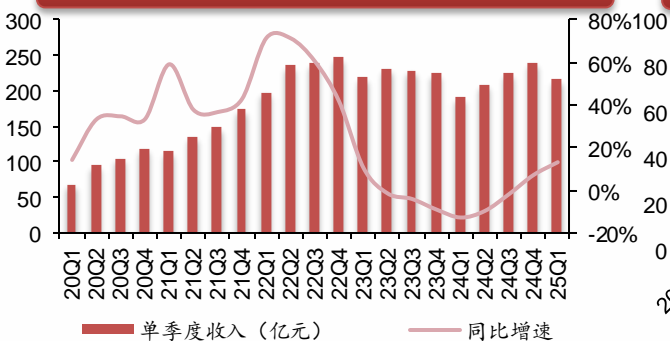


CXO板块2024年报&2025年一季报总结

单季度表现

2024年四季度至2025年一季度，行业重回向上态势。分季度看，在新冠商业化订单完全消化、生物安全法案及地缘博弈落地、投融资额改善的传导、新分子的加速起量，CXO板块2024年4季度恢复向上态势，20家样本企业24Q4共实现营业收入241.6亿元（+7.1%）；共实现归母净利润26.4亿元（+94.6%）；共实现扣非归母净利润32.6亿元（+73.5%）。25Q1共实现营业收入217.4亿元（+13.2%）；共实现归母净利润49.9亿元（+78.6%）；共实现扣非归母净利润增速34.7亿元（+23.0%）。

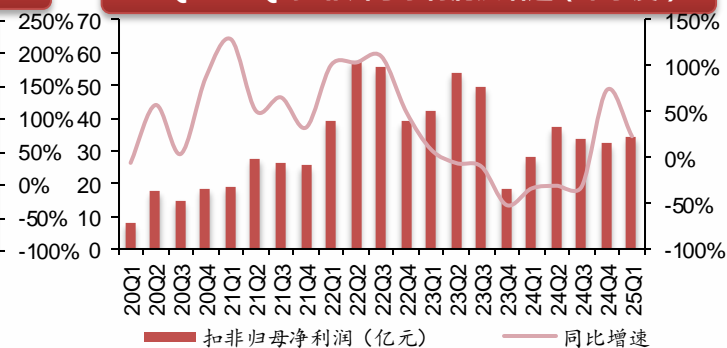
20Q1~25Q1收入及增速（单季度）



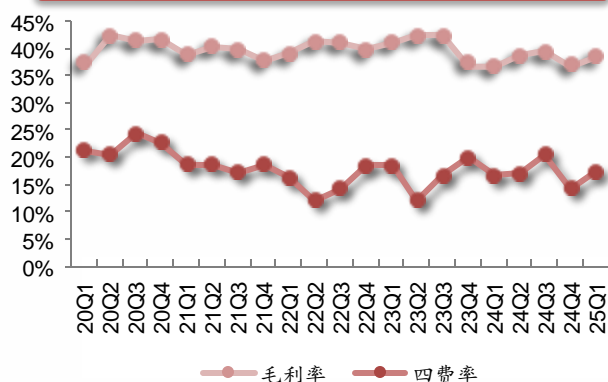
20Q1~25Q1归母净利润及增速（单季度）



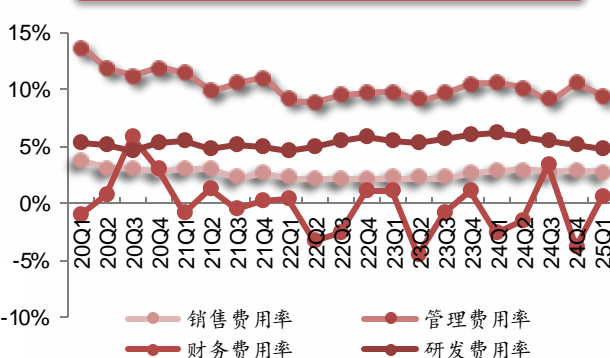
20Q1~25Q1扣非归母净利润及增速（单季度）



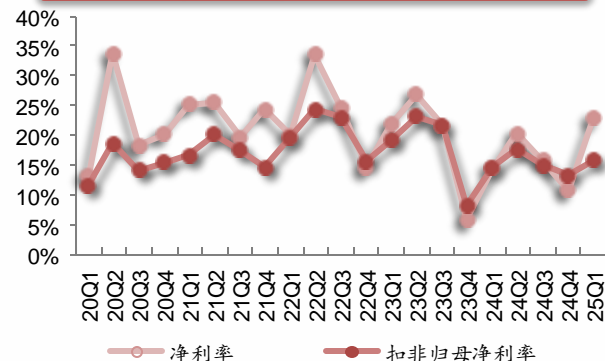
20Q1~25Q1毛利率与四费率变化趋势



20Q1~25Q1期间费用率变化趋势



20Q1~25Q1净利率变化趋势

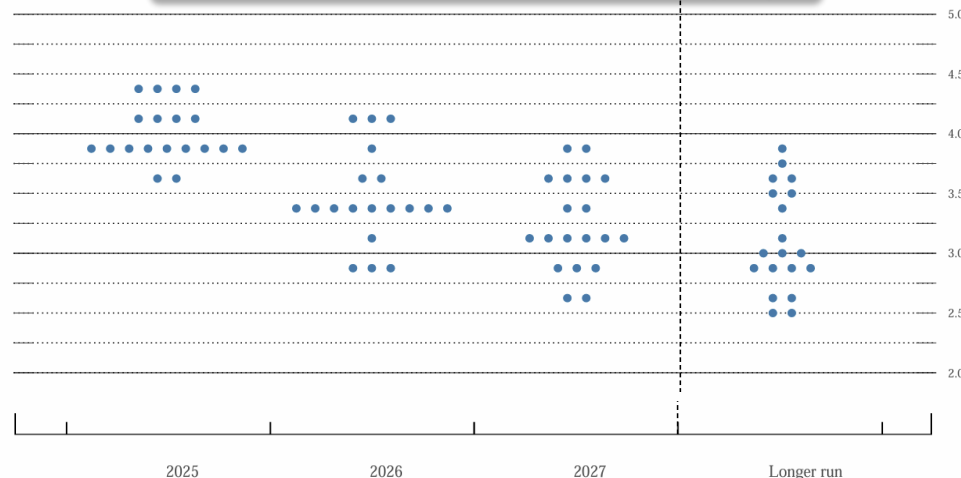


CXO板块2024年报&2025年一季报总结

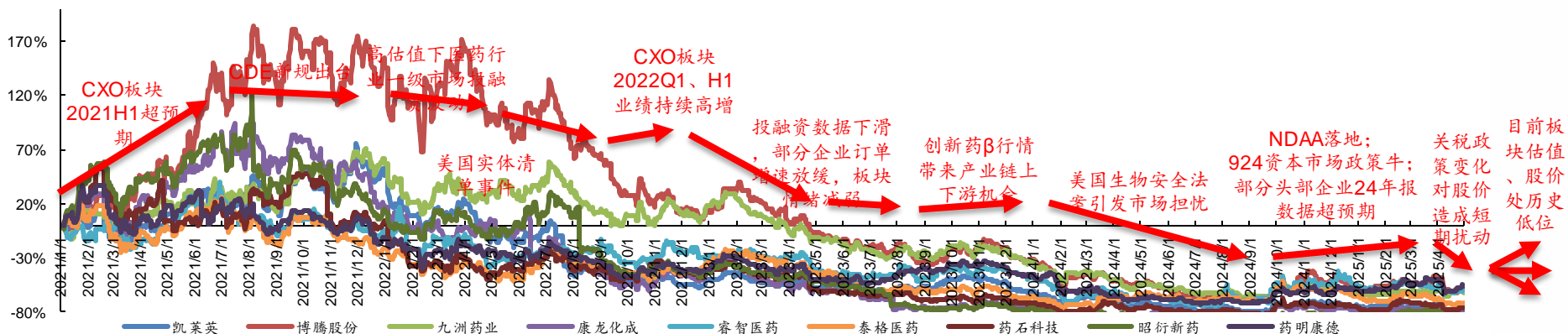
宏观维度：降息周期下医药生物投融资环境、药企外包需求向好

美国处降息周期，医药生物投融资环境有望改善。美联储在2022年3月至2023年7月进行了总共11次、总计5.25个百分点的加息后，货币政策转向宽松，2024年两次降息后，目前联邦基金利率区间为4.25%-4.5%。美联储3月19日点阵图显示，美联储官员2025年联邦基金利率预测中值为3.75%-4.0%、2026年预测中值为3.25%-2.5%、2027年预测中值在3.0%-3.25%。目前处于降息周期，医药生物一级市场投融资环境或向好，biotech医疗外包服务需求有望改善。

美联储官员目标联邦基金利率点阵图 (%)



部分CXO公司股价复盘

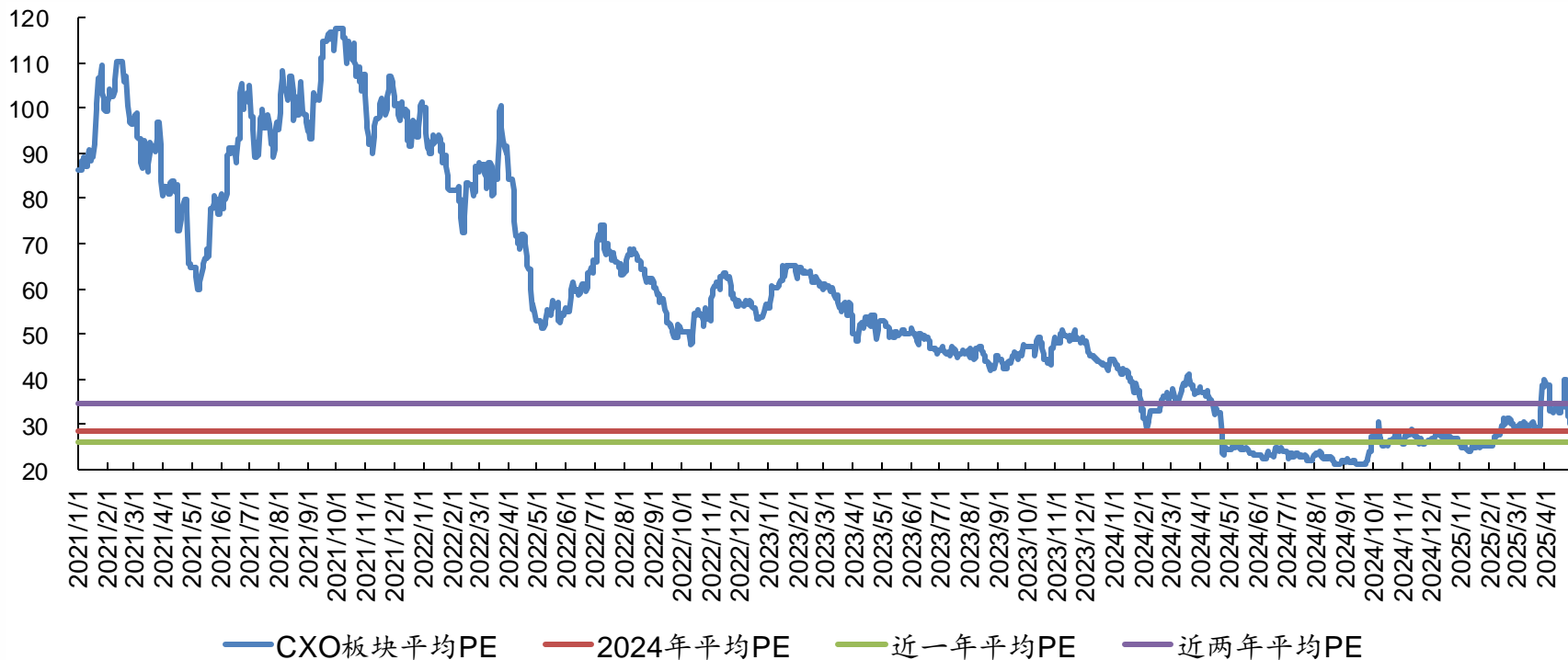


CXO板块2024年报&2025年一季报总结

宏观维度：板块估值仍处低位

CXO板块估值仍处低位。2021年10月CXO板块估值水平达到高位，后持续向下调整；2024年上半年，CXO板块估值在美国生物安全法案事件催化、各企业业绩增速预期调整等因素的影响下继续走低；2024年9月下旬，国内股市出现政策驱动性牛市，CXO板块股价同步上涨；2025年3月，部分CXO头部上市公司业绩数据、订单数据超预期，二级市场Price in；2025年4月后，特朗普政府关税政策的频繁变化对股市带来了短期扰动。截至4月30日，CXO板块样本公司平均估值31倍，低于近两年平均估值35倍，仍处低位。

CXO板块历史估值情况 (PE-TTM)



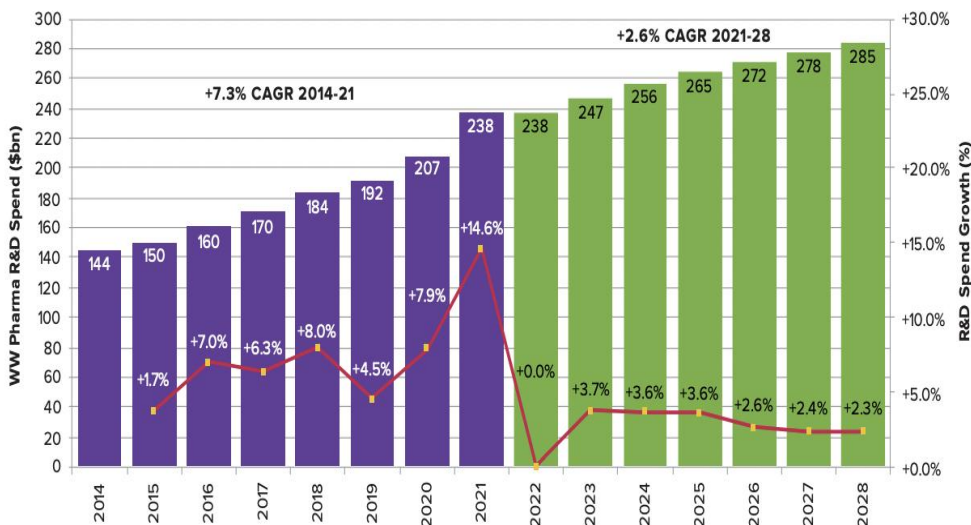
CXO板块2024年报&2025年一季报总结

行业维度：

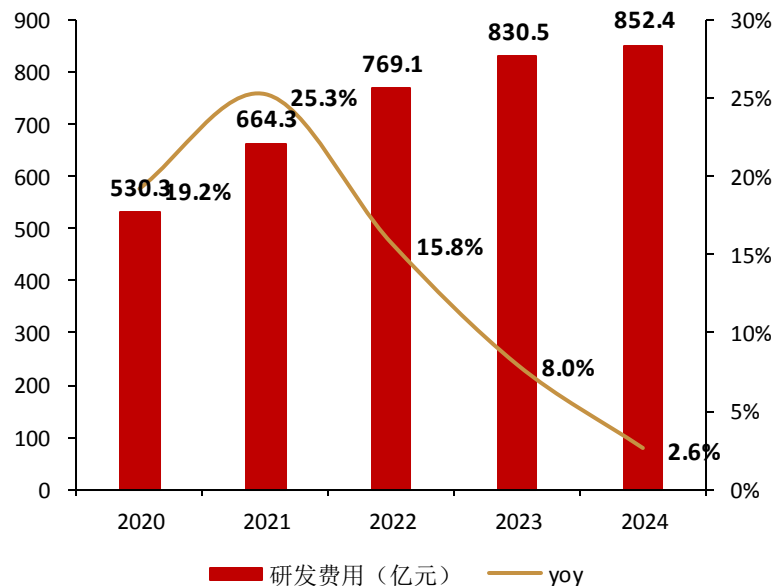
全球医药生物企业研发投入稳步增长。2008年金融危机对全球医药研发造成较大冲击，研发投入增速降至1%；2011年开始增速逐步企稳回升，根据Evaluate Pharma统计，2021年全球医药研发投入同比增速接近14.6%。从绝对值来看，全球医药研发投入从2014年的1440亿美元增至2021年的2380亿美元，复合增长率为7.3%，预计2021-2028年全球医药研发仍将以2.6%的增速稳步增长。

我国医药生物企业研发费用持续增长。我国A股医药生物企业研发投入持续增长，2024年355家医药生物样本上市公司研发费用总额达852.4亿元，同比增长2.6%，2020年-2024年CAGR约12.6%。

全球医药生物研发投入及预测（十亿美元）



医药生物上市公司研发费用合计额

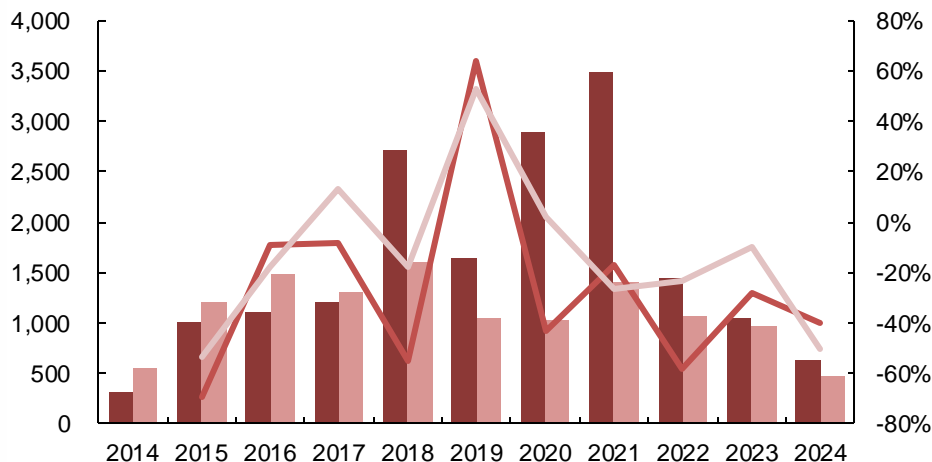


CXO板块2024年报&2025年一季报总结

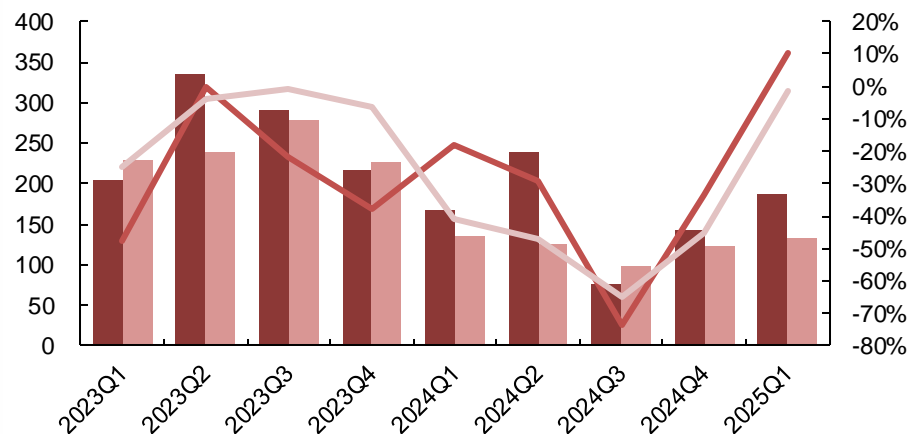
行业维度：中国医疗健康投融资强度逐季回暖

国内医疗健康投融资活动强度逐季回暖。2024年中国医疗健康行业领域投融资总额为628.1亿元（-40.2%）、投融资事件数为484件（-50.2%），2021年以来持续收缩，2024投融资金额、事件数均下降至近十年底部位置。2024Q3-2025Q1国内医疗健康行业投融资活动环比回暖，2024Q3、2024Q4、2025Q1投融资总额分别为77.1亿元、143.7亿元、186.3亿元，分别同比-73.6%、-33.7%、+10.5%，分别环比-67.7%、+86.4%、+29.6%；融资事件数分别为98件、124件、134件，分别同比-64.7%、-45.1%、-1.5%，分别环比-22.2%、+26.5%、+8.1%，国内创新药研发景气度与外包需求呈现逐季度修复态势。

中国医疗健康投融资额及事件数



■ 中国医疗健康行业投融资额 (亿元) ■ 投融资事件数 (件)
— 投融资额同比增速 — 投融资事件同比增速



■ 中国医疗健康行业投融资额 (亿元) ■ 投融资事件数 (件)
— 投融资额同比增速 — 投融资事件同比增速

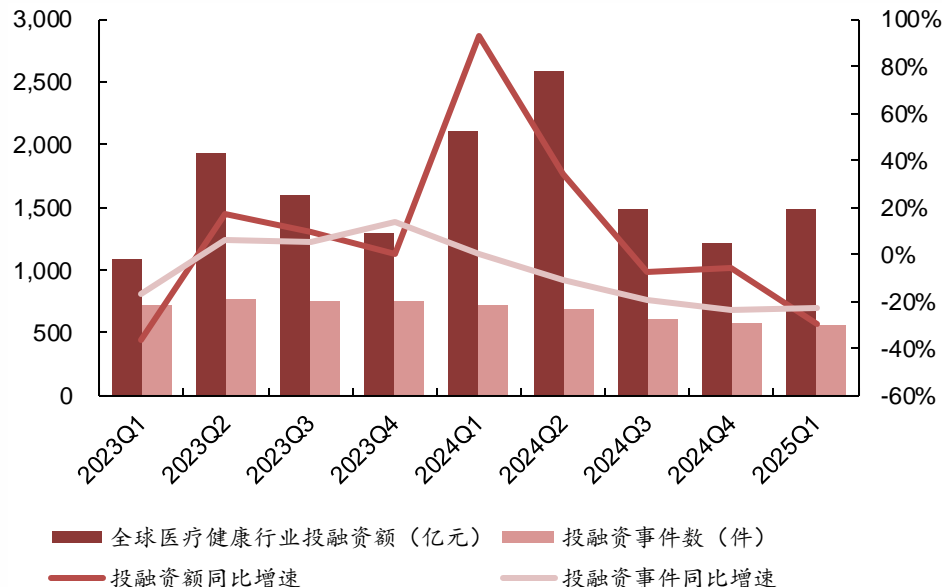
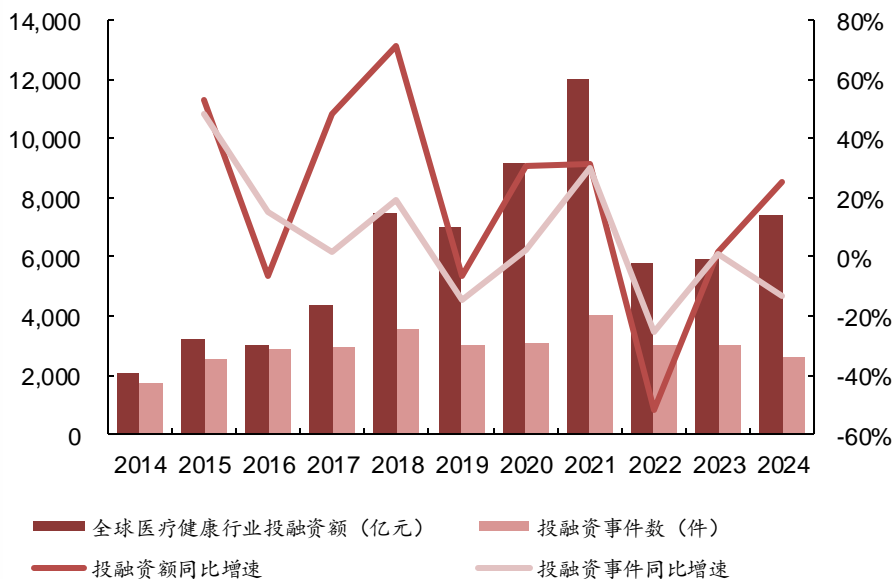
CXO板块2024年报&2025年一季报总结

行业维度：2024年全球医疗健康投融资活动强度仍波动

2024年全球医疗投融资额同比增长。全球医药生物PEVC融资2016-2018年快速爆发，2019年短暂放缓，2020年-2021年高增长。2022年-2023年全球资本市场趋于冷静，投融资活动强度较2021年显著下降。2024年全球医疗健康投融资总额为7405.6亿元（+25.1%），融资事件总数为2610件（-13.5%）。

一季度全球投融资金额同比下降，环比增长。2025年一季度全球医疗健康投融资总额为1484.0亿元，同比-29.7%，环比+21.9%；投融资事件数共计563件，同比-22.5%，环比-3%。

全球医疗健康投融资额及事件数



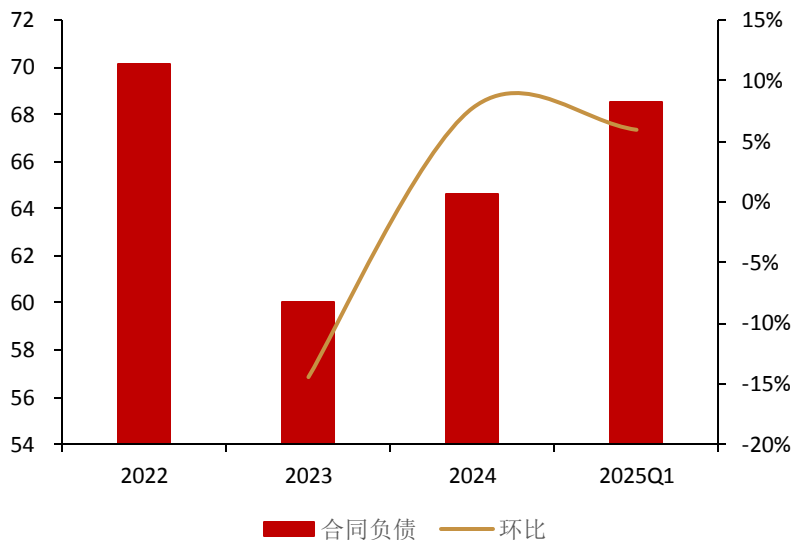
CXO板块2024年报&2025年一季度报总结

企业维度：合同负债与在手订单整体向好，订单增速分化

从合同负债与预收账款来看，截至2025Q1，20家CXO样本企业合同负债合计约68.5亿元，较2024年年末增长6.0%，基本恢复至2022年水平，侧面反映了下游需求的复苏。

从在手订单来看，2024年CRDMO龙头药明康德持续经营业务在手订单达493.1亿元，同比+47%；小分子CDMO龙头凯莱英截至2024年年报披露日在手订单约10.52亿美元，较同期增幅超20%；CRDMO龙头、实验室服务领军企业康龙化成新签订单同比增长超20%；临床CRO龙头泰格医药净新增合同金额84.2亿元，同比+7.3%；生物药CRDMO龙头药明生物在手未完成订单184.9亿元，剔除默沙东疫苗项目后同比增长约5.1%；安评龙头昭衍新药在手订单22亿元。CXO板块头部企业在手订单整体向好，订单增速出现分化。

CXO板块合同负债（亿元）



部分A股CXO企业在手订单情况

公司	2021	2022	2023	2024
药明康德	291亿元 (+83%)	351亿元 (2022H1, +77%)	在手订单+18% (剔除新冠后)	493.1 (持续经营业务, 同比+47%)
药明生物	136亿美元 (+20%)	205.7亿美元 (+51%)	205.9亿美元	184.9亿元 (剔除默沙东疫苗后, 约同比+5.1%)
泰格医药	114亿元 (+57%)	138亿元 (+21%)	78.5亿元 (-18.8%)	84.2亿元 (净新增金额, +7.3%)
凯莱英	19亿美元	11.5亿美元	8.74亿美元	10.52亿美元 (截至年报发布日, 较上年同期增长20%+)
昭衍新药	29亿元 (+71%)	44亿元 (+52%)	33亿元	22亿元
康龙化成	/	新签订单同比增长30%+	/	新签订单同比增长20%+
阳光诺和	15.7亿元 (+39%)	19.9亿元 (+27%)	25.7亿元, +28.7% (新签15亿元, +36.5%)	32.7亿元, +27.6% (新签17.9亿元, +18.7%)

CXO板块2024年报&2025年一季报总结

CXO板块2024年业绩速览

(按市值排序; 收入、利润单位为亿元, 费用单位为百万元)

成分股	2024		2023		市值(亿元) 2025.04.30	收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润		2024	2024	2024	占比	2024	占比	2024	占比	2024	占比		
药明康德	392.4	94.5	403.4	96.1	1,695.9	(10.99)	(1.56)	1238.52	3.2%	745.39	1.9%	2879.34	7.3%	(788.68)	-2.0%		
康龙化成	122.8	17.9	115.4	16.0	379.9	7.38	1.92	469.26	3.8%	258.43	2.1%	1584.78	12.9%	142.87	1.2%		
泰格医药	66.0	4.1	73.8	20.2	361.5	(7.81)	(6.20)	238.39	3.6%	207.61	3.1%	736.84	11.2%	38.07	0.6%		
凯莱英	58.0	9.5	78.3	22.7	287.2	(20.21)	(3.20)	614.49	10.6%	243.39	4.2%	825.22	14.2%	(330.75)	-5.7%		
九洲药业	51.6	6.1	55.2	10.3	122.6	(3.63)	(4.27)	314.91	6.1%	99.90	1.9%	417.73	8.1%	(77.85)	-1.5%		
诺泰生物	16.2	4.0	10.3	1.6	119.1	5.91	2.41	227.45	14.0%	61.97	3.8%	290.73	17.9%	18.44	1.1%		
昭衍新药	20.2	0.7	23.8	4.0	109.1	(5.58)	(3.23)	92.92	4.6%	27.88	1.4%	289.18	14.3%	(99.77)	-4.9%		
皓元医药	22.7	2.0	18.8	1.3	85.8	3.90	0.74	226.93	10.0%	209.91	9.2%	234.99	10.4%	34.52	1.5%		
博腾股份	30.1	-2.9	36.7	2.7	81.9	(6.55)	(5.55)	338.49	11.2%	159.88	5.3%	397.93	13.2%	29.49	1.0%		
药石科技	16.9	2.2	17.3	2.0	64.2	(0.37)	0.22	107.33	6.4%	57.30	3.4%	181.17	10.7%	28.30	1.7%		
阳光诺和	10.8	1.8	9.3	1.8	51.5	1.46	(0.07)	171.94	15.9%	44.14	4.1%	106.30	9.9%	10.50	1.0%		
诺思格	7.4	1.4	7.2	1.6	43.0	0.23	(0.22)	56.83	7.6%	13.83	1.9%	77.46	10.4%	(7.70)	-1.0%		
泓博医药	5.4	0.2	4.9	0.4	41.4	0.55	(0.21)	47.26	8.7%	13.90	2.6%	75.28	13.8%	0.98	0.2%		
美迪西	10.4	-3.3	13.7	-0.3	40.4	(3.28)	(2.98)	96.73	9.3%	81.42	7.8%	113.62	10.9%	(6.98)	-0.7%		
百诚医药	8.0	-0.5	10.2	2.7	37.9	(2.16)	(3.25)	318.29	39.7%	14.96	1.9%	77.47	9.7%	4.21	0.5%		
和元生物	2.5	-3.2	2.0	-1.3	36.8	0.43	(1.94)	47.33	19.1%	51.71	20.8%	81.08	32.7%	0.39	0.2%		
诚达药业	3.3	-0.3	4.1	0.9	31.7	(0.81)	(1.19)	93.71	28.1%	4.63	1.4%	104.00	31.2%	(4.04)	-1.2%		
博济医药	7.4	0.3	5.6	0.2	30.9	1.86	0.04	62.59	8.4%	53.81	7.3%	70.63	9.5%	1.06	0.1%		
睿智医药	9.7	-2.3	11.4	-9.2	29.4	(1.68)	(6.90)	59.55	6.1%	36.41	3.8%	167.74	17.3%	3.88	0.4%		
普蕊斯	8.0	1.1	7.6	1.3	21.9	0.44	(0.28)	35.84	4.5%	8.57	1.1%	43.80	5.4%	(2.68)	-0.3%		

原料药板块2024年报&2025年一季报总结

- **业绩显著改善、盈利能力修复。**2024年原料药板块实现收入1047.6亿元(+7.0%)；实现归母净利润121.5亿元(+43.9%)；扣非归母净利润114.4亿元(+48.7%)。分季度看，板块2024Q4实现收入253.7亿元(+7.2%)；归母净利润14.4亿元(扭亏为盈)；扣非归母净利润15.5亿元(扭亏为盈)。2025Q1实现收入264.6亿元(+2%)，归母净利润42.7亿元(+44.0%)，扣非归母净利润40.9亿元(+43.9%)。行业去库存周期后需求修复、终端产品价格企稳，收入端恢复增长，利润端显著改善。从盈利水平看，原料药板块利润率持续修复，2024年原料药板块毛利率(35.6%，+2.3pp)、净利率(11.1%，+2.7pp)企稳回升，管理费用率(6.6%，-1.1pp)、销售费用率(6.8%，-0.3pp)同比下降，研发费用率(6.6%，+0.6pp)、财务费用率(0.1%，+0.2pp)同比提高。2025Q1实现毛利率36.0%(+2.0pp)、净利率16.2%(+4.8pp)。随着外部环境压力缓解、去库存后需求修复、原料采购成本压力减小、行业竞争格局优化、企业产品结构调整、经营效率提升、规模效应扩大，板块盈利能力持续修复。
- **展望2025年，原料药板块预计将进一步延续整体平稳增长的趋势，我们认为此前对板块业绩造成的扰动因素逐步出清，原料药板块进入新的增长阶段。**
- **优质公司产业能力升级，打开特色原料药长期成长空间。**1)“原料药+制剂”一体化巩固制造优势，制剂出口加速+集采放量打开成长空间：海外出口加速：2018年起，获批ANDA的本土药企数量显著提升；国内集采放量：带量采购模式为原料药企业省去销售环节，具备成本与质量优势的光脚品种借助集采有望以量换价，加速国内市场放量。2)基于创新技术平台的高稀缺性、高壁垒业务有望打破周期属性，长期成长确定性高：以东诚药业为例，2014年公司战略转型高技术壁垒的核医药产业，聚焦肿瘤、神经退行性疾病、心脑血管疾病等重点领域，目前已形成“筛查-诊断-治疗”放射性药品全覆盖，满足市场的精准诊疗需求；博瑞医药也凭借核心药物研发技术平台实现“仿+创”双轮驱动。高稀缺性、高壁垒的创新赛道有望打破周期属性，长期成长确定性高。
- **相关标的：**博瑞医药、健友股份、海普瑞等。
- **风险提示：**原料药价格不及预期；产品销量不及预期；原料药行业政策。

原料药板块2024年报&2025年一季报总结

原料药板块业绩显著改善

原料药板块共选取37家公司，2024年原料药板块实现收入1047.6亿元（+7.0%）；实现归母净利润121.5亿元（+43.9%）；扣非归母净利润114.4亿元（+48.7%）。分季度看，板块2024Q4实现收入253.7亿元（+7.2%）；归母净利润14.4亿元（扭亏为盈）；扣非归母净利润15.5亿元（扭亏为盈）。2025Q1实现收入264.6亿元（+2%），归母净利润42.7亿元（+44.0%），扣非归母净利润40.9亿元（+43.9%）。行业去库存周期后需求修复、终端产品价格企稳，收入端恢复增长，利润端显著改善。

从盈利水平看，原料药板块利润率持续修复，2024年原料药板块毛利率（35.6%，+2.3pp）、净利率（11.1%，+2.7pp）企稳回升，管理费用率（6.6%，-1.1pp）、销售费用率（6.8%，-0.3pp）同比下降，研发费用率（6.6%，+0.6pp）、财务费用率（0.1%，+0.2pp）同比提高。2025Q1实现毛利率36.0%（+2.0pp）、净利率16.2%（+4.8pp）。随着外部环境压力缓解、去库存后需求修复、行业竞争格局优化、企业产品结构调整、经营效率提升、规模效应扩大，盈利能力持续修复。

原料药板块23Q1-25Q1业绩速览

(亿元)	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
单季度收入	265.3	248.8	228.4	236.6	259.3	269.7	264.8	253.7	264.6
同比增速	6.5%	-3.3%	-5.4%	-11.5%	-2.2%	8.4%	16.0%	7.2%	2.0%
归母净利润	31.4	31.2	22.2	-0.4	29.7	38.9	38.5	14.4	42.7
同比增速	-19.2%	-19.2%	-20.5%	/	-5.4%	24.7%	73.2%	/	44.0%
扣非归母净利润	28.7	30.6	20.4	-2.8	28.4	33.8	36.6	15.5	40.9
同比增速	-20.3%	-17.7%	-26.8%	/	-1.0%	10.6%	79.1%	/	43.9%

原料药板块23Q1-25Q1盈利能力指标概览

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
毛利率	34.7%	34.0%	33.9%	30.6%	34.0%	34.6%	36.4%	37.5%	36.0%
净利率	11.8%	12.5%	9.7%	-0.2%	11.4%	14.4%	14.5%	5.7%	16.2%
销售费率	7.7%	7.2%	7.5%	8.5%	7.0%	6.3%	6.0%	7.3%	5.6%
管理费用率	6.3%	6.7%	7.5%	8.0%	6.3%	6.3%	6.8%	7.8%	6.2%
财务费率	1.1%	-2.7%	0.9%	0.5%	0.3%	-0.4%	0.9%	-0.4%	-0.5%
研发费率	5.0%	6.3%	6.3%	6.9%	5.8%	6.1%	6.4%	8.4%	6.3%

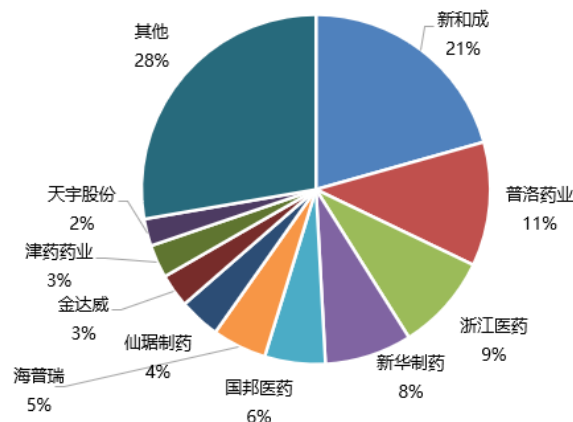
原料药板块2024年报&2025年一季报总结

2024年头部企业贡献近一半业绩

2024年：原料药板块实现收入1047.6亿元，20家样本公司收入实现正增长，1家公司收入增速超30%、9家公司净利润增速超30%；0家公司收入增速超50%，7家公司净利润增速超50%。

从收入贡献看，2024年新和成、普洛药业、浙江医药、新华制药、国邦医药贡献比例为21%、11%、9%、8%、6%；**从净利润贡献看，**新和成、浙江医药、普洛药业、国邦医药、天新药业贡献比例为48%、10%、9%、6%、5%。

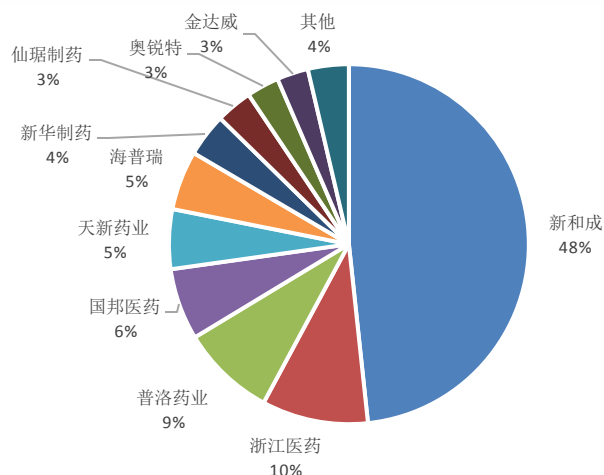
2024年板块收入占比



板块2024年业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	6.99%	0	1	20	17
占比		0%	3%	54%	46%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	43.94%	7	9	17	20
占比		19%	24%	46%	54%

2024年板块归母净利润占比

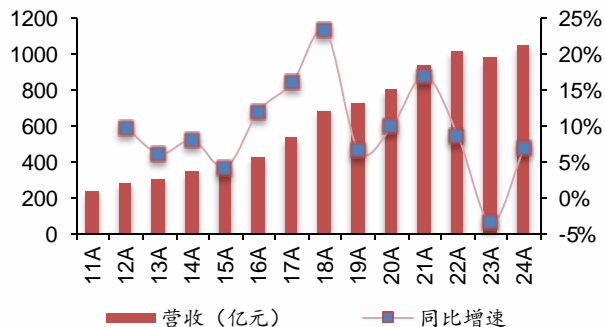


原料药板块2024年报&2025年一季报总结

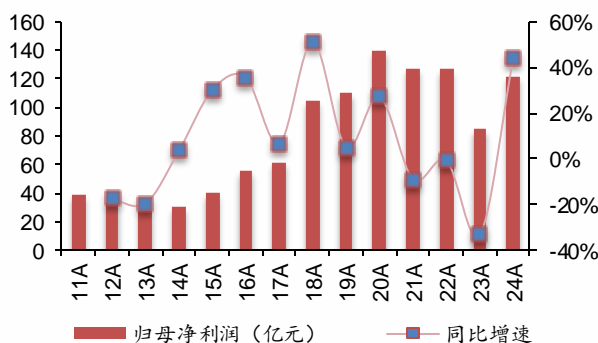
累计季度表现

2024年收入恢复增长，利润端显著修复。2024年原料药板块实现收入1047.6亿元（+7.0%）；实现归母净利润121.5亿元（+43.9%）；扣非归母净利润114.4亿元（+48.7%）。行业去库存周期后需求修复、有望进入新一轮补库周期，供需格局改善下终端产品价格企稳，原料采购价格向好，收入端恢复增长，盈利能力企稳回升，利润端显著改善。

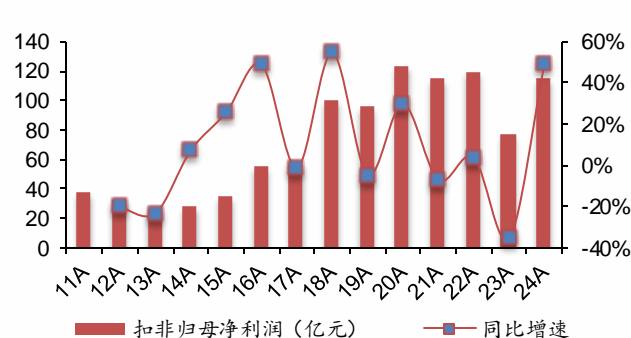
2011年~2024年收入及增速



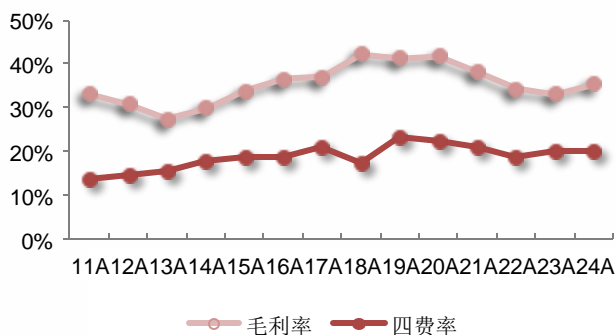
2011年~2024年归母净利润及增速



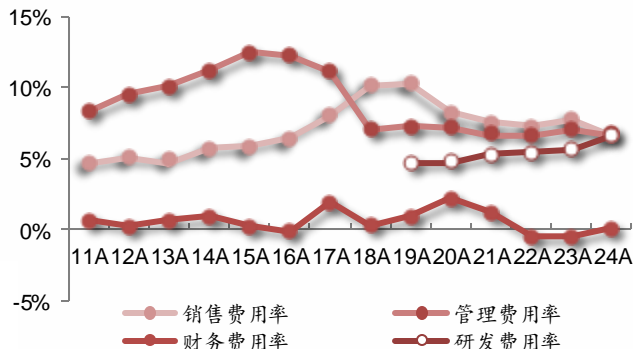
2011年~2024年扣非归母净利润收入及增速



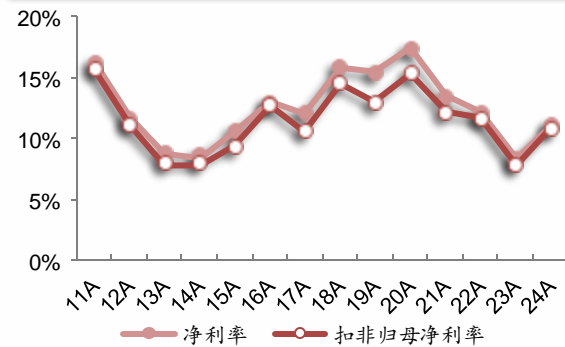
2011年~2024年毛利率与四费率变化趋势



2011年~2024年期间费用率变化趋势



2011年~2024年净利率变化趋势

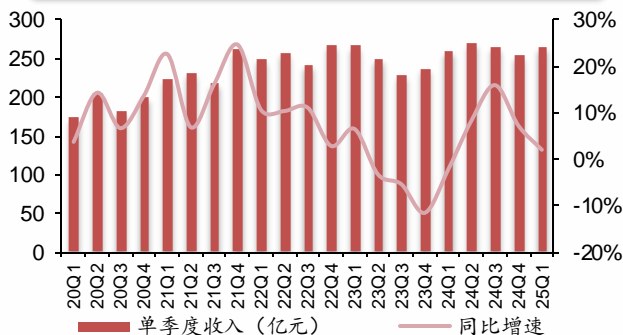


原料药板块2024年报&2025年一季报总结

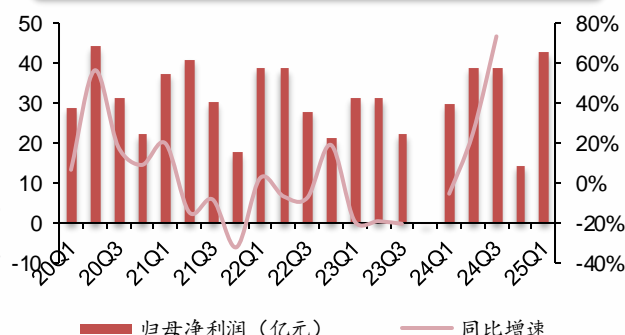
单季度表现

业绩逐季回暖。原料药板块2024Q4实现收入253.7亿元（+7.2%）、实现归母净利润14.4亿元（扭亏为盈）。2025Q1实现收入264.6亿元（+2%），实现归母净利润42.7亿元（+44.0%）。原料药板块业绩自2024年二季度起持续改善，未来将进一步延续增长的趋势，我们认为此前对板块业绩造成的扰动因素逐步出清，原料药板块进入新的增长阶段。

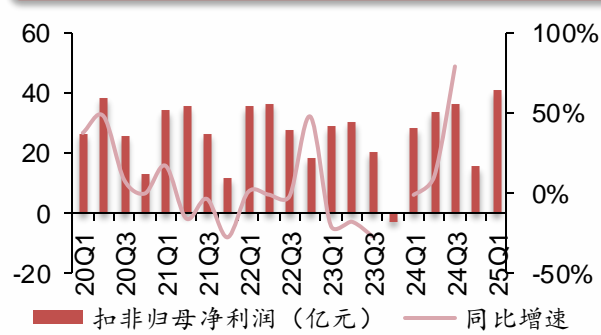
20Q1~25Q1收入及增速（单季度）



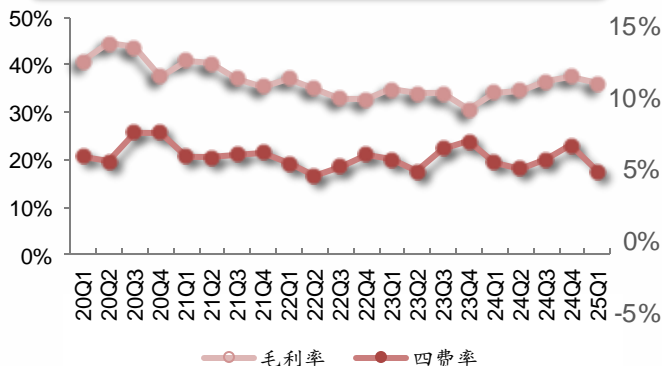
20Q1~25Q1归母净利润及增速（单季度）



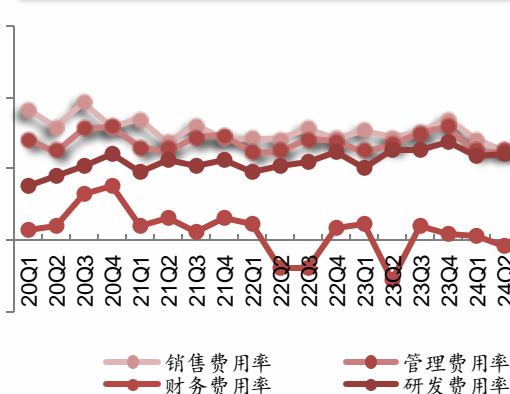
20Q1~25Q1扣非归母净利润及增速（单季度）



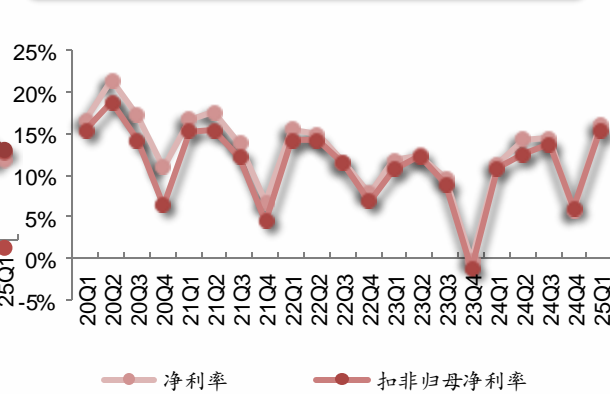
20Q1~25Q1毛利率与四费率变化趋势



20Q1~25Q1期间费用率变化趋势



20Q1~25Q1净利率变化趋势



原料药板块2024年报&2025年一季报总结

多重因素共同驱动，原料药行业集中度有望持续提升

- 带量采购+一致性评价+关联审评+环保政策等多重因素共同驱动下，过剩产能逐步出清，原料药行业集中度有望持续提升。1) 带量采购大幅降低仿制药价格，快速提升药品可及性，带动原料药需求快速提升；2) 持续推进的一致性评价提高了药品质量标准，加强了制剂和原料药的绑定，提升更换原料药成本，原料药企业议价权不断加强；3) 关联审评使得原料药和制剂企业能够事前互相遴选，从而建立起更加牢固、长期的合作关系，制剂企业更换原料药供应商的成本和难度明显增加，与上游供应商绑定更深；4) 环保政策持续趋严，技术落后、环保不达标中小原料药企业低成本优势不再，被迫退出市场，行业供给减少，特色原料药和大宗原料药均出现明显涨价趋势。

带量采购常态化全面推进

一致性评价准备

一致性评价执行

带量采购从试点到全面推广

集采常态化

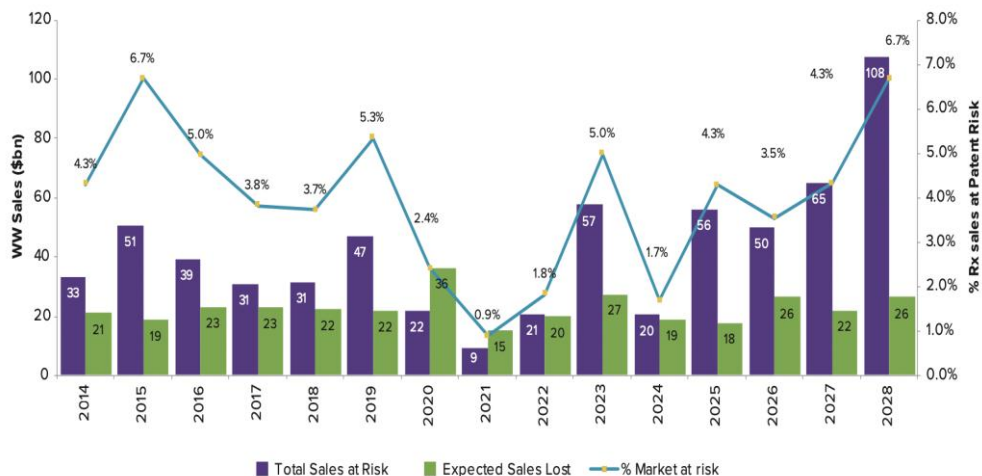


原料药板块2024年报&2025年一季报总结

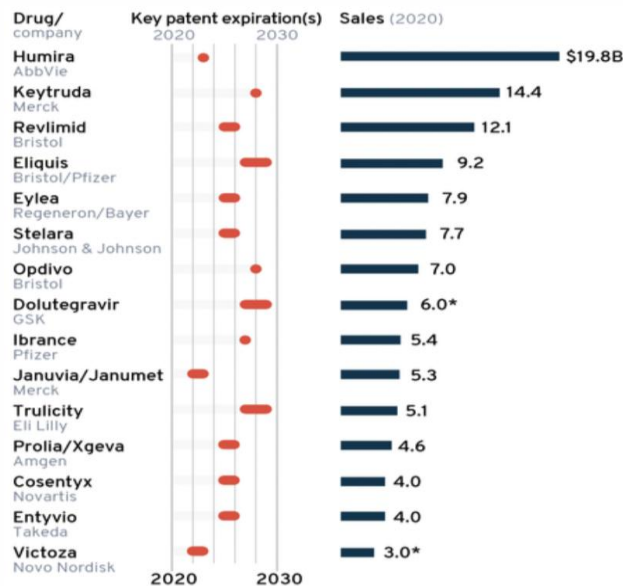
全球专利悬崖+国产替代加速，原料药发展空间广阔

□ 全球范围的专利药到期叠加我国仿制药国产替代持续加速，我国原料药行业发展空间广阔。据Evaluate Pharma统计，2022-2028年全球将有近3770亿美元专利药到期，预计因此损失的销售额将达1580亿美元，到期专利药市场约有41.9%将被仿制药占领。美媒Fierce Pharma统计了未来10年内专利即将到期的15款重磅炸弹药物，其中包括2020年最畅销的四款药品Humira（阿达木单抗）、Keytruda（帕博利珠单抗）、Revlimid（来那度胺）和Eliquis（阿哌沙班）。目前，中国及其他发展中国家在全球仿制药市场中份额逐步提升，且带量采购等政策推行加速了我国原料药企业的国产替代步伐，我国特色原料药市场或将持续扩容。

专利到期影响原研药物销售情况（十亿美元）



未来十年即将面临专利悬崖的重磅原研品种



原料药板块2024年报&2025年一季报总结

制剂出口加速+集采放量打开成长空间

- ❑ “原料药+制剂”一体化巩固制造优势，制剂出口加速+集采放量打开成长空间。《“十四五”医药工业发展规划》鼓励原料药企业向下游延伸，加速推进“原料药+制剂”一体化，巩固先进制造优势。
- ❑ **海外出口加速**：我国药企国际化业务正在迭代升级，海外制剂市场表现尤其亮眼，企业加速探索海外市场。健友股份2024年海外收入30.1亿元（+4.6%），占公司总营业收入76.6%；普洛药业2024年海外收入41.4亿元（+12.3%），占公司总营收的45.2%。
- ❑ **国内集采放量**：带量采购模式为原料药企业省去销售环节，具备成本与质量优势的光脚品种借助集采有望以量换价，加速国内市场放量。

2022-2024部分原料药及制剂企业海外收入占比

企业		2022（亿元）	2023（亿元）	2024（亿元）
健友股份	国内	11.59	10.47	9.17
	海外	25.48	28.75	30.07
普洛药业	国内	59.58	65.21	50.14
	海外	45.48	49.19	41.41
海普瑞	国内	6.49	4.11	3.60
	海外	65.09	50.33	49.20

原料药板块2024年报&2025年一季报总结

创新驱动的高稀缺性、高壁垒业务值得关注

- **基于创新技术平台的高稀缺性、高壁垒业务有望打破周期属性，长期成长确定性高。**以东诚药业为例，2014年公司战略转型高技术壁垒的核医药产业，聚焦肿瘤、神经退行性疾病、心脑血管疾病等重点领域，目前已形成“筛查-诊断-治疗”放射性药品全覆盖，满足市场的精准诊疗需求。博瑞医药也凭借核心药物研发技术平台实现“仿+创”双轮驱动：1) 仿制药：发力稀缺性高、技术难度高的药物仿制，目前已掌握恩替卡韦、卡泊芬净、米卡芬净钠等40余种高端药物的生产核心技术；2) 创新药：孵化高度差异化、较大临床获益产品。截至2024年年报披露日，公司自主多肽类药物BGM0504注射液2型糖尿病治疗和减重两项适应症已获得国内III期临床试验伦理批件、在美国开展的I期临床试验已完成最后一例参与者出组。高稀缺性、高壁垒创新赛道有望打破周期属性，长期成长确定性高。

东诚药业核医药业务板块

产品名称	主要应用
氟[¹⁸ F]脱氧葡萄糖注射液 (¹⁸ F-FDG)	诊断用核素药物，PET-CT显像的主要显像剂，主要用于恶性肿瘤的早期诊断筛选、肿瘤分期、疗效评价、愈后评估等，也可用于测定心脏及脑中的葡萄糖代谢，用于冠心病及神经精神病的早期诊断、鉴别诊断及指导治疗
云克注射液 (锝[⁹⁹ Tc]亚甲基二膦酸盐注射液)	治疗用核素药物，主要用于治疗类风湿关节炎，同时在强直性脊柱炎等自身免疫性疾病和骨科疾病以及肿瘤骨转移中也有应用，并具有较好的疗效。药品的放射性剂量水平低于天然本底辐射，环保部门和药监部门对云克注射液进行了豁免管理，按普通处方药进行使用管理
碘[¹²⁵ I]密封籽源	治疗用核素药物，主要治疗浅表、胸腹腔内的肿瘤(如头颈部肿瘤、肺癌、胰腺癌、早期前列腺肿瘤)，也适用于经放射线外照射治疗残留的肿瘤以及复发的肿瘤
锝[^{99m} Tc]标记药物	PECT医学显像剂，根据标记的化合物不同，临床医学显像的应用也不同，可用于心肌病和冠状动脉疾患等鉴别诊断、全身或局部骨显像、肾显像等
尿素[¹⁴ C]胶囊	诊断用核素药物，鉴别和诊断幽门螺旋杆菌感染
碘[¹³¹ I]化钠口服液	短半衰期核素药物，诊断、治疗药，用于诊断和治疗甲状腺疾病及制备碘[¹³¹ I]标记化合物。
锝[^{99m} Tc]替曲膦注射液	诊断用核素药物，主要用于 SPECT 心肌灌注显像剂，是目前欧美、日本心肌灌注显像主要使用的核药产品之一。

原料药板块2024年报&2025年一季报总结

原料药板块2024年业绩速览

(按市值排序; 收入、利润单位为亿元, 费用单位为百万元)

成分股	2024		2023		市值(亿元) 2025.04.30	收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润		2024	2024	2024	占比	2024	占比	2024	占比	2024	占比		
新和成	216.1	58.7	151.2	27.0	679.5	64.93	31.64	1036.16	4.8%	190.30	0.9%	595.85	2.8%	173.05	0.8%		
新诺威	19.8	0.5	25.0	7.6	588.7	(5.21)	(7.02)	842.20	42.5%	154.24	7.8%	82.18	4.1%	(42.86)	-2.2%		
博瑞医药	12.8	1.9	11.8	2.0	205.2	1.03	(0.13)	297.45	23.2%	71.74	5.6%	139.12	10.8%	0.91	3.2%		
普洛药业	120.2	10.3	114.7	10.6	160.4	5.48	(0.24)	641.47	5.3%	640.23	5.3%	480.44	4.0%	15.17	-1.0%		
海普瑞	52.8	6.5	54.5	-7.8	144.8	(1.65)	14.30	212.04	4.0%	389.44	7.4%	397.31	7.5%	121.96	2.3%		
浙江医药	93.8	11.6	77.9	4.3	128.2	15.81	7.31	749.35	8.0%	1100.20	11.7%	586.35	6.3%	(4.96)	-0.1%		
天新药业	22.1	6.5	18.8	4.8	116.8	3.27	1.75	103.82	4.7%	32.85	1.5%	144.17	6.5%	10.07	-5.0%		
国邦医药	58.9	7.8	53.5	6.1	107.1	5.41	1.69	215.05	3.7%	79.46	1.3%	277.67	4.7%	(29.82)	-0.5%		
金达威	32.4	3.4	31.0	2.8	96.7	1.37	0.65	69.41	2.1%	316.55	9.8%	381.10	11.9%	(18.67)	-0.6%		
仙琚制药	40.0	4.0	41.2	5.6	88.8	(1.23)	(1.66)	265.17	6.6%	1033.75	25.8%	309.79	7.7%	(34.28)	-0.9%		
奥锐特	14.8	3.5	12.6	2.9	84.4	2.13	0.65	146.34	9.9%	130.48	8.8%	170.22	11.5%	(16.39)	-1.1%		
花园生物	12.4	3.1	10.9	1.9	82.3	1.49	1.17	83.78	6.7%	193.58	15.6%	115.80	9.3%	19.36	1.6%		
海翔药业	19.4	-3.3	21.7	-4.2	80.8	(2.33)	0.90	129.45	6.7%	33.25	1.7%	307.46	15.9%	(60.07)	-3.1%		
新华制药	84.7	4.7	81.0	5.0	77.6	3.65	(0.26)	413.18	4.9%	584.74	6.9%	437.07	5.2%	12.14	0.1%		
天宇股份	26.3	0.6	25.3	0.3	77.5	1.04	0.29	238.90	9.1%	148.93	5.7%	353.51	13.4%	10.91	0.4%		
奥翔药业	8.0	2.1	8.2	2.5	64.9	(0.21)	(0.47)	100.42	12.6%	16.75	2.1%	106.45	13.4%	(23.58)	-3.0%		
尔康制药	11.4	-3.7	17.8	-2.0	59.0	(6.44)	(1.78)	45.17	4.0%	99.64	8.7%	226.03	19.8%	0.29	0.0%		
富祥药业	11.8	-2.7	16.1	-2.0	46.4	(4.32)	(0.71)	74.66	6.3%	16.79	1.4%	138.80	11.8%	26.53	2.3%		
亨迪药业	4.5	0.9	6.6	1.8	45.8	(2.17)	(0.85)	32.94	7.4%	22.93	5.1%	39.29	8.8%	(49.69)	-11.1%		
新天地	7.3	1.7	6.5	1.6	44.9	0.75	0.15	55.49	7.6%	5.69	0.8%	41.93	5.8%	(2.82)	-0.4%		
立方制药	15.2	1.6	19.0	2.3	44.7	(3.82)	(0.66)	91.78	6.0%	692.13	45.6%	81.56	5.4%	(0.23)	0.0%		
津药药业	32.2	1.3	37.8	1.2	44.2	(5.68)	0.16	204.49	6.4%	569.97	17.7%	360.61	11.2%	7.93	0.2%		
威尔药业	13.0	1.5	11.6	1.1	39.2	1.41	0.34	71.56	5.5%	14.47	1.1%	101.37	7.8%	11.83	0.9%		
健凯科技	2.3	0.3	2.9	1.2	37.0	(0.65)	(0.86)	59.14	26.0%	7.35	3.2%	52.53	23.1%	(3.23)	-1.4%		
司太立	23.5	-0.5	22.0	0.4	36.9	1.54	(0.93)	140.67	6.0%	127.03	5.4%	117.48	5.0%	104.68	4.5%		
赛托生物	9.7	-0.9	12.8	0.5	36.5	(3.09)	(1.34)	58.38	6.0%	15.18	1.6%	120.47	12.4%	32.25	3.3%		
拓新药业	4.2	-0.2	8.4	2.4	31.6	(4.14)	(2.63)	40.05	9.5%	12.95	3.1%	91.47	21.7%	(3.42)	-0.8%		
美诺华	13.7	0.7	12.2	0.1	29.9	1.56	0.55	99.65	7.3%	62.01	4.5%	158.32	11.5%	28.68	2.1%		
同和药业	7.6	1.1	7.2	1.1	29.9	0.37	0.01	59.45	7.8%	29.94	3.9%	38.28	5.0%	(16.97)	-2.2%		
圣达生物	8.3	0.3	7.3	-0.5	28.5	1.00	0.83	43.76	5.3%	14.65	1.8%	63.84	7.7%	(9.76)	-1.2%		
山河药辅	8.8	1.2	8.4	1.6	28.0	0.43	(0.42)	40.95	4.6%	29.41	3.3%	34.85	3.9%	10.33	1.2%		
富士莱	4.3	0.2	4.9	1.1	24.9	(0.60)	(0.96)	40.62	9.5%	5.26	1.2%	41.32	9.6%	(10.29)	-2.4%		
本立科技	7.1	0.6	7.0	0.6	21.5	0.11	0.05	23.68	3.3%	1.71	0.2%	35.91	5.1%	(16.79)	-2.4%		
黄山胶囊	4.7	0.5	4.6	0.6	20.4	0.11	(0.16)	14.01	3.0%	26.66	5.6%	32.85	6.9%	(11.88)	-2.5%		
广济药业	6.4	-3.0	7.4	-1.4	19.2	(0.99)	(1.55)	56.82	8.9%	48.71	7.6%	214.33	33.6%	5.99	8.8%		
东亚药业	12.0	-1.0	13.6	1.2	19.1	(1.58)	(2.22)	117.02	9.8%	15.39	1.3%	170.27	14.2%	(5.99)	-0.5%		
共同药业	5.4	-0.3	5.7	0.2	18.5	(0.30)	(0.51)	51.08	9.5%	6.85	1.3%	60.97	11.4%	22.55	4.2%		

WWW.SWSC.COM.CN

数据来源: Wind, 西南证券整理, 市值基准日为2025年4月30日

生命科学上游板块2024年报&2025年一季报总结

- **生命科学上游板块2024年及2025年一季报总结**：生命科学上游板块2024年收入82亿元（+4.8%），归母净利润4.7亿元（-31.5%），扣非归母净利润2.2亿元（-33.2%）。2025Q1收入18.4亿元（-2%），归母净利润1.2亿元（-3%）。分季度看，板块2024Q1/Q2/Q3/Q4收入分别为18.7/20.8/20.6/22.2亿元（+1.9%/+12.3%/+2.7%/+2.8%），归母净利润分别为1.2/1.6/1亿元（-22.1%/-13.2%/-46.4%/-44.1%）。收入端受益于需求逐渐恢复、产品品类逐渐拓宽等因素有所增长。利润端下滑主要系费用端持续投放所致。2025Q1持续略微有所下滑。从盈利能力看，2024年板块毛利率为45.2%（-0.4pp），净利率为5.7%（-2.8pp），四费率为40.3%（+2pp），板块盈利能力下降主要系各家企业加大研发投入所致。
- **终端需求有所恢复收入端同比增长，利润端受费用投入较大影响仍有下滑**。分产品来看，常规业务中，2024年百普赛斯收入实现较快增长。从产品SKU新增数量来看，板块扩品类进展加速，其中诺唯赞目前终端产品已超2000种，百普赛斯超4400种。
- **生命科学试剂行业受益于生物药市场快速扩容、政策支持，市场规模达百亿级别**。1）国内生命科学领域资金投入增速迅猛，预计CAGR为18.8%，将从2019年的866亿元增长到2025年的2434亿元。由此将会带动研发端、生产端生命科学试剂行业快速扩容。2）政策导向下，创新是药企发展壮大的必要条件。生命科学试剂行业的卖铲人属性突显，有望在行业发展路径中持续受益。3）市场规模全球千亿，国内百亿。根据Frost&Sullivan数据，全球生物科研试剂市场2019年达到175亿美元，预计2024年将达到246亿美元，CAGR为7.1%。中国市场增速较快，预计2024年将达到260亿元。
- **主要标的**：百普赛斯（301080）、诺唯赞（688105）、阿拉丁（688179）、药康生物（688046）、义翘神州（301047）、泰坦科技（688133）、优宁维（301166）、南模生物（688265）等。
- **风险提示**：产品拓展不及预期、行业竞争格局加剧。

生命科学上游板块2024年报&2025年一季报总结

- 生命科学上游板块2024年收入82亿元（+4.8%），归母净利润4.7亿元（-31.5%），扣非归母净利润2.2亿元（-33.2%）。2025Q1收入18.4亿元（-2%），归母净利润1.2亿元（-3%）。分季度看，板块2024Q1/Q2/Q3/Q4收入分别为18.7/20.8/20.6/22.2亿元（+1.9%/+12.3%/+2.7%/+2.8%），归母净利润分别为1.2/1.6/1亿元（-22.1%/-13.2%/-46.4%/-44.1%）。收入端受益于需求逐渐恢复、产品品类逐渐拓宽等因素有所增长。利润端下滑主要系费用端持续投放所致。2025Q1持续略微有所下滑。从盈利能力看，2024年板块毛利率为45.2%（-0.4pp），净利率为5.7%（-2.8pp），四费率为40.3%（+2pp），板块盈利能力下降主要系各家企业加大研发投入所致。

生命科学上游板块23Q1-25Q1业绩速览

(亿元)	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
单季度收入	18.4	18.6	20.1	21.6	18.7	20.8	20.6	22.2	18.4
同比增速	-22.4%	-8.0%	-15.5%	-24.4%	1.9%	12.3%	2.7%	2.8%	-2.0%
归母净利润	1.6	1.8	1.9	1.5	1.2	1.6	1.0	0.9	1.2
同比增速	-78.3%	-56.5%	-55.5%	552.9%	-22.1%	-13.2%	-46.4%	-44.1%	-3.0%
扣非归母净利润	0.7	1.1	1.3	0.2	0.6	1.0	0.5	0.2	0.6
同比增速	-88.7%	-68.8%	-59.4%	-64.6%	-20.8%	-9.8%	-60.7%	-31.3%	1.5%

生命科学上游板块20-24年盈利能力指标概览

	20A	21A	22A	23A	24A
营收(亿元)	63.3	74.5	96.2	78.6	82.4
同比增速	108.3%	17.6%	29.1%	-18.3%	4.8%
归母净利润(亿元)	24.4	21.0	15.8	6.8	4.7
同比增速	646.0%	-13.9%	-24.6%	-57.1%	-31.5%
毛利率	65.4%	55.5%	51.4%	45.6%	45.2%
四费率	19.5%	25.1%	28.3%	38.3%	40.3%
净利率	38.5%	28.2%	16.5%	8.6%	5.7%
扣非归母净利率	37.7%	24.8%	14.3%	4.2%	2.7%
销售费用率	8.3%	10.4%	12.1%	16.6%	16.9%
管理费用率	5.2%	7.3%	8.3%	10.8%	11.8%
财务费用率	0.7%	-0.1%	-1.6%	-1.5%	-0.5%
研发费用率	5.3%	7.5%	9.5%	12.4%	12.0%

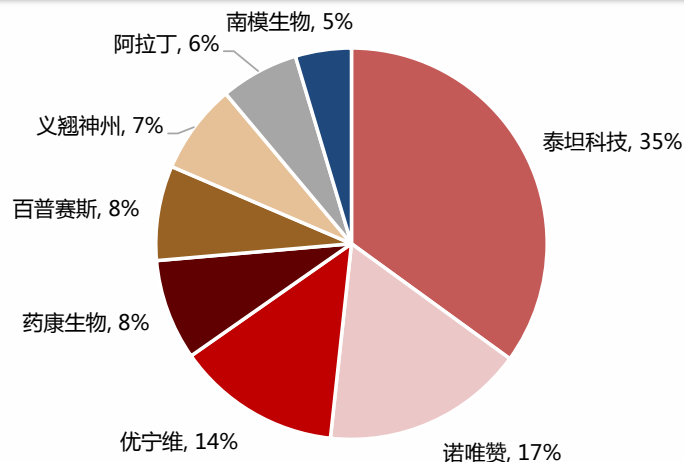
生命科学上游板块2024年报&2025年一季报总结

泰坦科技/诺唯赞为板块收入主要贡献者

2024年生命科学板块实现收入82亿元，6家样本公司收入实现正增长，0家公司收入增速均超过50%增长，2家公司净利润增速超过50%增长。

从2024年生命科学上游板块收入占比看，泰坦科技占比35%；从归母净利润占比看，百普赛斯占比25%；其次是义翘神州占比24%，药康生物占比22%。

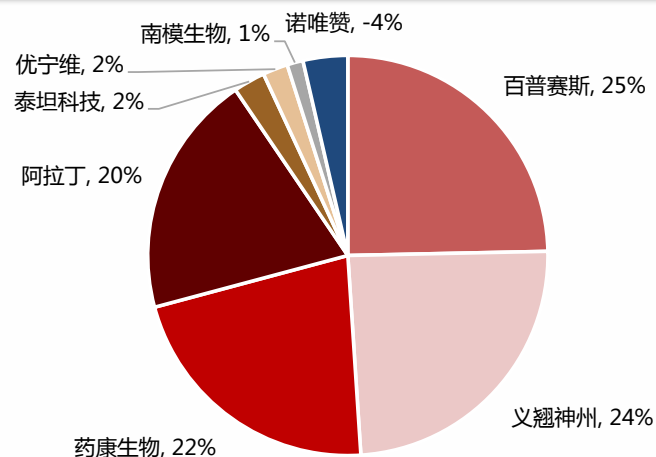
2024年板块收入占比



板块2024年度业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	4.8%	0	1	6	2
占比		0%	13%	75%	25%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-31.5%	2	2	3	5
占比		25%	25%	38%	63%

2024年板块归母净利润占比

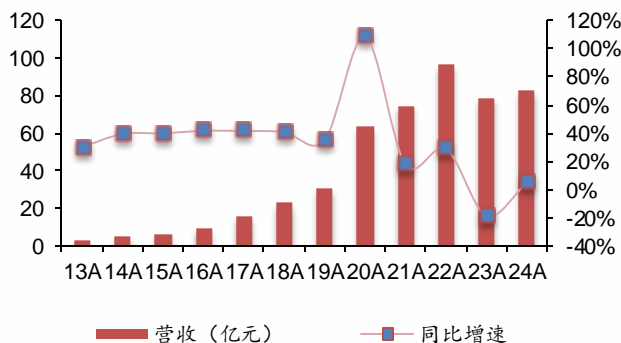


生命科学上游板块2024年报&2025年一季报总结

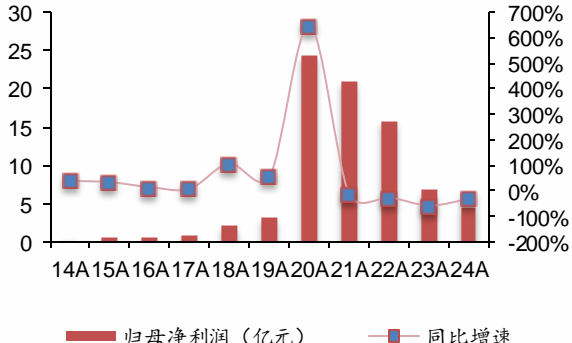
累计年度：终端需求有所恢复收入端同比增长，利润端受费用投入较大影响仍有下滑

生命科学上游板块2024年收入82亿元（+4.8%），归母净利润4.7亿元（-31.5%），扣非归母净利润2.2亿元（-33.2%）。从盈利能力看，2024年板块毛利率为45.2%（-0.4pp），净利率为5.7%（-2.8pp），四费率为40.3%（+2pp），板块盈利能力下降主要系各家企业加大研发投入所致。

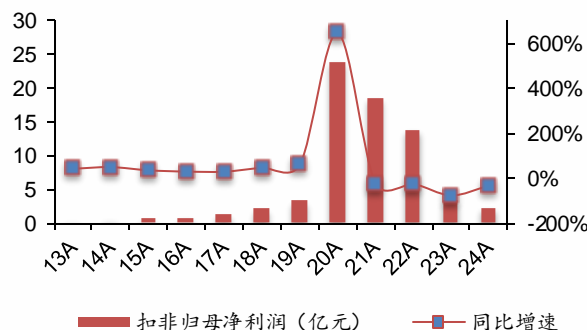
2010-2024年收入及增速



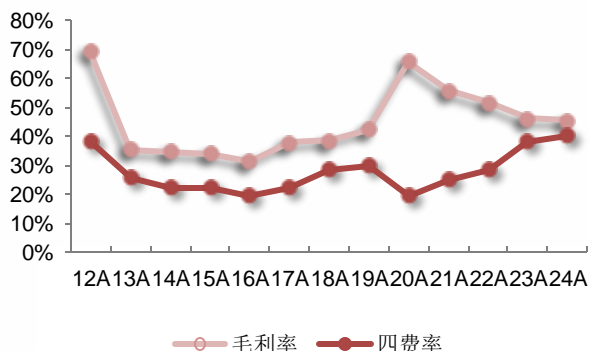
2010-2024年归母净利润及增速



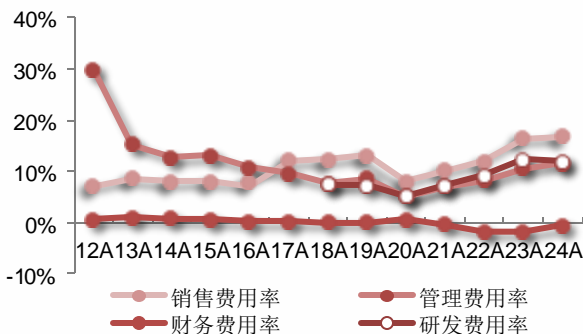
2010-2024年扣非归母净利润收入及增速



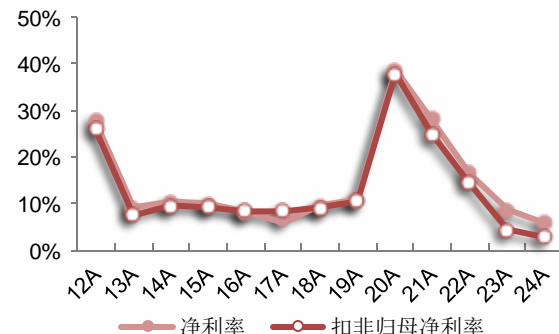
2010-2024年毛利率与四费率变化趋势



2010-2024年期间费用率变化趋势



2010-2024年净利率变化趋势

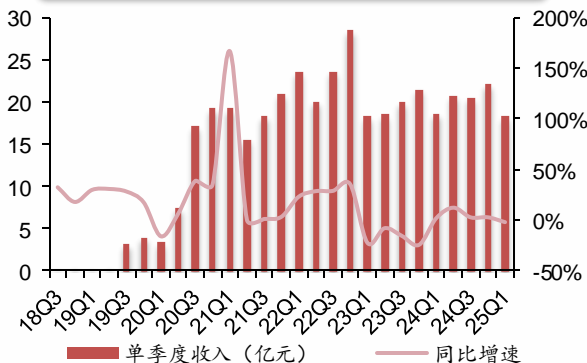


生命科学上游板块2024年报&2025年一季报总结

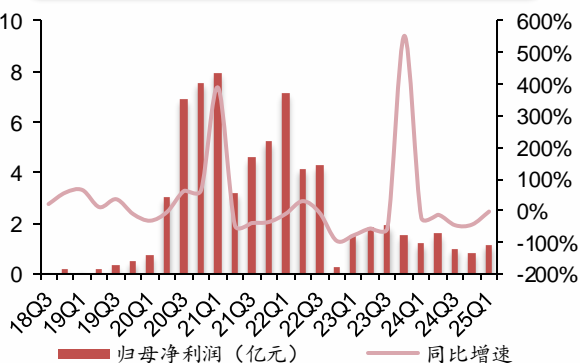
2025Q1：收入略有增长，行业复苏逐渐回暖

2025Q1收入18.4亿元（-2%），归母净利润1.2亿元（-3%），扣非归母净利润0.6亿元（+1.5%），25Q1板块收入略微有所下滑。

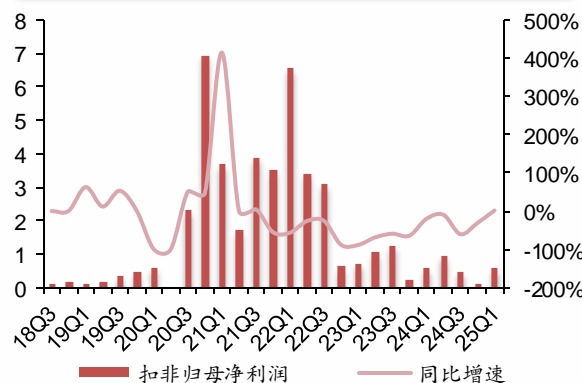
18Q3~25Q1收入及增速（单季度）



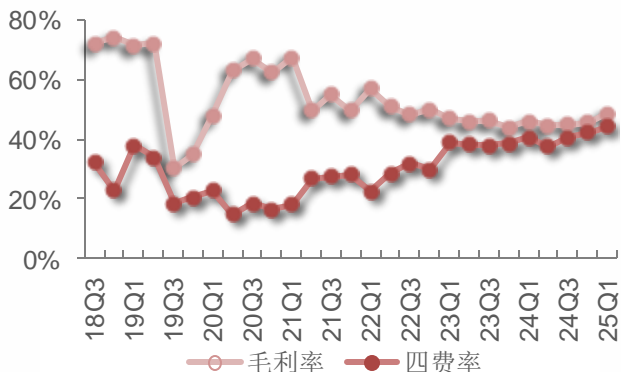
18Q3~25Q1归母净利润及增速（单季度）



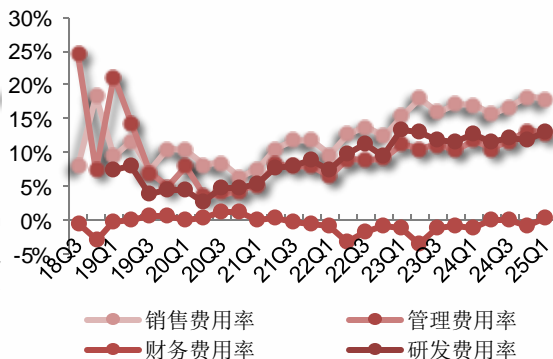
18Q3~25Q1扣非归母净利润及增速（单季度）



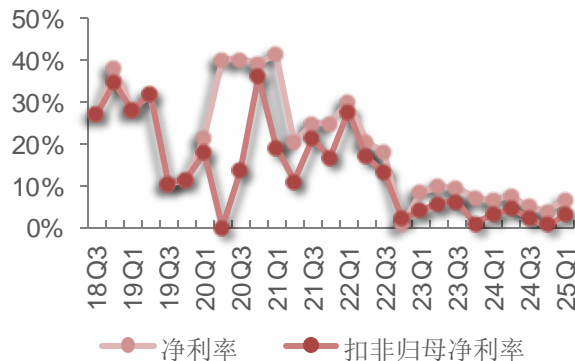
18Q3~25Q1毛利率与四费率变化趋势



18Q3~25Q1期间费用率变化趋势



18Q3~25Q1净利率变化趋势



生命科学上游板块2024年报&2025年一季报总结

生命科学上游板块成分股

(按市值排序)

成分股	2024		2025/5/3	收入同比增量	归母净利润同比增量	研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	市值	2025Q1	2025Q1	2025Q1	占比	2025Q1	占比	2025Q1	占比	2025Q1	占比
诺唯赞	7%	75%	87.8	(0)	(0.03)	66.47	23.3%	106.50	37.4%	50.74	17.8%	1.72	0.6%
义翘神州	-5%	-53%	73.5	0	(0.21)	24.76	15.9%	41.33	26.6%	37.83	24.4%	1.76	1.1%
百普赛斯	19%	-19%	57.5	0	0.10	42.23	22.6%	53.56	28.7%	28.56	15.3%	(7.43)	-4.0%
药康生物	10%	-31%	46.7	0	0.01	18.26	10.7%	24.73	14.5%	30.91	18.1%	(2.28)	-1.3%
阿拉丁	32%	15%	46.5	0	0.07	17.72	13.6%	13.71	10.5%	20.88	16.0%	1.34	1.0%
泰坦科技	4%	-82%	38.3	(1)	0.03	37.51	6.2%	45.23	7.5%	42.30	7.0%	9.58	1.6%
优宁维	-9%	-75%	24.2	(1)	(0.11)	14.60	6.7%	28.55	13.2%	10.75	5.0%	(0.85)	-0.4%
南模生物	4%	132%	19.2	0	0.12	19.76	22.3%	15.29	17.3%	13.09	14.8%	0.63	0.7%

- 8家生命科学上游公司样本选择标准：1) 剔除了2023年9月30日后上市的公司；2) 主营业务包括试剂、模式动物、试剂服务商。

医疗服务板块2024年报&2025年一季报总结

- **2024年和2025年一季报医疗服务板块总结**：选取12家A股医疗服务领域上市公司，2024年收入总额550.4亿元（+1.6%），归母净利润69.4亿元（-6.1%），扣非归母净利润63.0亿元（-14.6%）。
- **分季度来看：收入增速放缓，短期利润承压**。2024Q4/2025Q1收入137.1/135.1亿元（+0.4%/+5.4%），归母净利润6.3/17.1亿元（-23.1%/+5.3%），扣非归母净利润 4.4/16.6亿元（-56.5%/+7.2%）。
- **从盈利能力来看**，24Q4/25Q1医疗服务板块的毛利率为40.7%/42.5%。24年Q4/25Q1四费率分别为34%/31.1%。毛利率下滑的原因我们推测跟部分手术如屈光、视光等消费医疗类业务受到外部环境竞争加剧、集采、DRG实施等影响，价格有所下降。此外部分医疗机构新拓展部分医院还处于爬坡和盈利改善的上行周期，因此毛利率有所下滑。
- **相关标的**：板块估值进入底部区间，建议关注爱尔眼科、华夏眼科、普瑞眼科、通策医疗、瑞尔集团、国际医学、信邦制药等。
- **风险提示**：市场竞争加剧风险，行业发展不及预期风险，集采风险。

医疗服务板块2024年报&2025年一季报总结

■ 眼科：经营势头较好，国际化稳步推进

- **爱尔眼科**：公司发布2024年&2025Q1业绩报告。2024年公司实现营收209.8亿元，同比+3.0%，实现归母净利润35.6亿元，同比+5.9%，其中2024Q4实现营收46.8亿元，归母净利润1.0亿元。2025Q1实现营收60.3亿元，同比+16.0%，实现归母净利润10.5亿元，同比+16.7%。
- **医疗服务**：2024年医疗服务实现收入144.9亿元，同比+4.0%，占整体营收比重为69%。其中屈光项目收入76.0亿元，同比+2.3%，占医疗服务比重为52.5%；白内障项目收入34.9亿元，同比+4.9%，占医疗服务比重为24.1%；眼前段收入19.0亿元，同比+6.0%，占医疗服务比重为13.1%；眼后段收入15.0亿元，同比+8.0%，占医疗服务比重为10.3%。从毛利率情况来看，2024年医疗服务毛利率为45.9%，较2023年下滑3.1pp，其中屈光/白内障/眼前段/眼后段分别下滑2.3pp/3.2pp/4.5pp/3.3pp。
- **视光**：2024年视光实现收入52.8亿元，同比+6.4%，占整体营收比重为25.2%。公司依托“眼科门诊部 + 医院”分级模式下沉基层，OK镜、离焦镜增速显著，预计后续视光业务收入占比仍有一定提升空间。
- “内生+外延”国内外版图拓展，推进新技术、新产品临床应用。公司持续推进“1+8+N”战略布局，夯实全球医疗网络优势，成立长沙医学中心，募集资金建设的区域眼科中心上海爱尔、南宁爱尔已建成并结项，湖北爱尔、安徽爱尔、沈阳爱尔、贵州爱尔已建成营业，北京爱尔英智正在建设中；收购了87家医疗机构进一步完善基层医院网络；收购Optimax 集团进军英国市场，截止2024年底境外已布局163家眼科中心及诊所中国港澳台及海外收入占比已达到12.5%。2024年，公司完成以色列汉利达INTENSITY™三焦增强型人工晶状体国内首例植入手术，作为国内首批分别引进景深延长散光矫正型人工晶状体 TECNIS Symphony Toric IOL植入手术、散光矫正三焦点 939MP人工晶体植入手术。

医疗服务板块2024年报&2025年一季度报总结

- **口腔：业绩增长彰显韧性，深耕数字化运营提升效率**
- **通策医疗：**公司发布2024年&2025Q1业绩报告，2024年公司实现营收28.7亿元，同比+0.96%，实现归母净利润5.0亿元，同比+0.2%。2025Q1实现营收7.4亿元，同比+5.1%，实现归母净利润1.8亿元，同比+6.2%。
 - 2024年：种植实现收入5.3亿元，收入占比19.4%，同比+10.6%；正畸实现收入4.7亿元，收入占比17.3%，同比-5.1%；儿科实现收入5.0亿元，收入占比18.3%，同比+0.3%；修复实现收入4.6亿元，收入占比16.9%，同比+1.5%；大综合实现收入7.6亿元，收入占比28.0%，同比+1.3%。毛利率来看，医疗服务2024年整体毛利率为39.3%，受种植牙集采、消费降级等影响，毛利率较2023年下滑0.09pp。
 - 一季度费用率管控良好，深耕数字化运营，后续经营效率有望持续提升。2024年公司费用率为15.8%，较2023年同比提升0.2pp，其中销售费用率为1.1%，同比提升0.08pp，管理费用率为11%，同比提升0.1pp，研发费用率为2.1%，同比提升0.1pp，财务费用率为1.7%，同比下降0.07pp。2025Q1公司费用率为13.5%，其中销售费用率为0.9%，管理费用率为9.8%，研发费用率为1.6%，财务费用率为1.2%。公司完成旗下2500名医生分级认证，AI 排班系统实现医生与病例精准匹配，上线ai数据中台，引入 CBCT 影像 AI 分析技术等，提升整体运营效率。

医疗服务板块2024年报&2025年一季报总结

- **爱美客**：公司发布2024年年报，2024年实现营收30.3亿元，同比+5.5%，实现归母净利润19.6亿元，同比+5.3%，其中Q4实现营收6.5亿元，环比-9.5%，实现归母净利润3.7亿元，环比-19.9%。
- 溶液类与凝胶类产品同比增速有所放缓，毛利率水平略有波动、整体较为稳定。2024年溶液类产品收入17.4亿元，同比+4.4%，毛利率为93.8%，较2023年下滑0.7pct，从销量来看，2024年销量634.6万支（同比+23.4%），平均单价274.8元/支（同比-15.4%），价格下滑较多、或为市场竞争较为激烈；凝胶类产品收入12.2亿元，同比+5.0%，毛利率为98.0%，较2023年提升0.5pct，从销量来看，2024年销量89.4万支（同比-11.2%），平均单价1360.5元/支（同比+18.3%）。
- 加大研发投入，在研医疗器械、药品等管线产品进展顺利。2024年公司研发费用率为10.0%，较2023年提升1.3pct，公司研发实力突出，目前在研产品进展顺利，用于纠正颈部后缩的医用含聚乙烯醇凝胶微球的交联透明质酸钠凝胶获得Ⅲ类医疗器械注册证；重组透明质酸酶、司美格鲁肽注射液、去氧胆酸注射液获得国家药品监督管理局临床试验批件；米诺地尔搽剂利多卡因丁卡因乳膏、注射用A型肉毒素的上市许可申请获得受理，进入审评阶段，后续均有望为公司带来新的业绩增量。
- 收购韩国 REGEN Biotech,Inc.85%股权，发力国际市场。据公司三月十日公告，爱美客国际拟以现金方式支付对价，以1.90亿美元收购Mount Beacon Holdings Ltd.、IRC Limited、MR. KWANG SIK CHOI持有的标的公司85%的股权。REGEN为童颜针艾塑菲韩国原研企业，REGEN核心产品包括AestheFill和PowerFill已在全球多地获批，此次收购有望为公司国际拓展带来技术优势和打造海外营销网络。

医疗服务板块2024年报&2025年一季报总结

2024年及2025年一季报板块总结：

- **板块总结：** 2024年收入总额550.4亿元（+1.6%），归母净利润69.4亿元（-6.1%），扣非归母净利润63.0亿元（-14.6%）。
- **分季度来看，** 2024Q4/2025Q1收入137.1/135.1亿元（+0.4%/+5.4%），归母净利润6.3/17.1亿元（-23.1%/+5.3%），扣非归母净利润1/12.6亿元（-56.5%/+7.2%）。
- **从盈利能力来看，** 24Q4/25Q1医疗服务板块的毛利率为40.7%/42.5%。24年Q4/25Q1四费率分别为34%/31.1%。

板块业绩概览

单位：亿元	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
营收	136.5	128.1	138.2	147.0	137.1	135.1
同比增速	38.62%	3.06%	3.24%	-0.19%	0.44%	5.42%
归母净利润	8.2	16.3	21.9	24.9	6.3	17.1
同比增速	-248.97%	-3.69%	0.31%	-7.64%	-23.13%	5.31%
扣非归母净利	10.1	10.2	14	19.1	1	12.6
同比增速	-562.05%	3.62%	-14.10%	-9.22%	-56.47%	7.24%

板块财务数据概览

	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
毛利率	43.78%	43.46%	45.61%	47.55%	40.67%	42.46%
四费率	27.75%	26.54%	27.38%	26.23%	33.99%	31.13%
销售费用率	12.88%	11.37%	12.83%	11.84%	13.87%	14.07%
管理费用率	11.67%	12.15%	11.58%	11.45%	12.45%	11.76%
财务费用率	1.28%	1.48%	1.48%	1.46%	5.57%	3.81%
研发费用率	1.92%	1.54%	1.49%	1.49%	2.10%	1.50%
净利率	6.00%	12.69%	15.86%	16.92%	4.59%	12.67%

医疗服务板块2024年报&2025年一季报总结

- 24年年报来看，收入方面，12家公司中，共有6家公司24年实现正增长。归母净利润方面，6家公司归母净利润有所下滑。25年一季报来看，6家公司收入实现同比增长，8家公司归母净利润实现同比增长。
- 从收入占比来看，爱尔眼科、美年健康、华夏眼科、爱美客占比较高，上述公司2025年一季度收入合计占比为88%。

子板块2025年一季报业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	1.6%	0	0	6	6
占比		0%	0%	50%	50%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-6.1%	1	1	8	4
占比		8%	8%	67%	33%

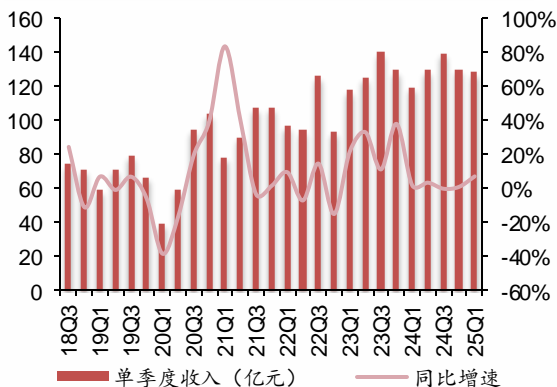
子板块2024年年报业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-1.5%	0	0	6	6
占比		0%	0%	50%	50%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-10.7%	2	3	6	6
占比		17%	25%	50%	50%

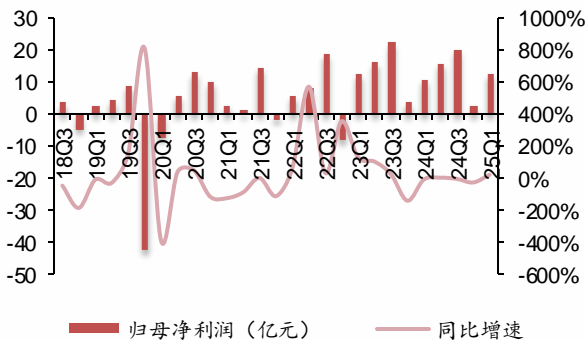
医疗服务板块2024年报&2025年一季报总结

单季度表现

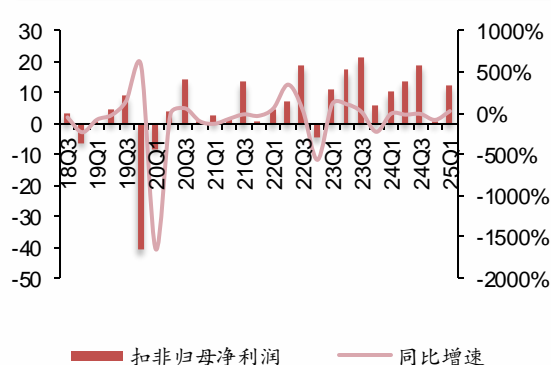
2018Q3~2025Q1收入及增速



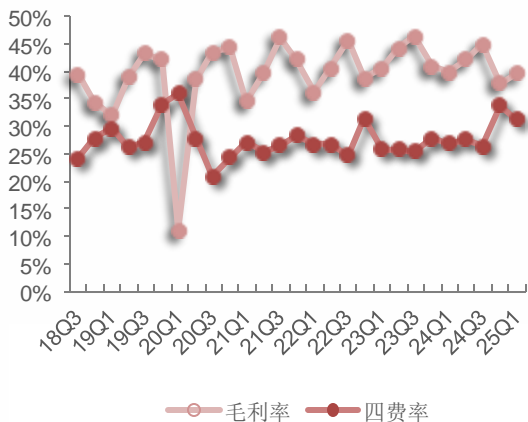
2018Q3~2025Q1归母净利润及增速



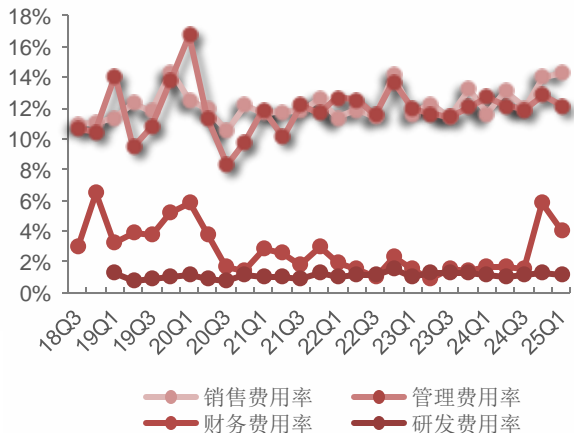
2018Q3~2025Q1扣非归母净利润及增速



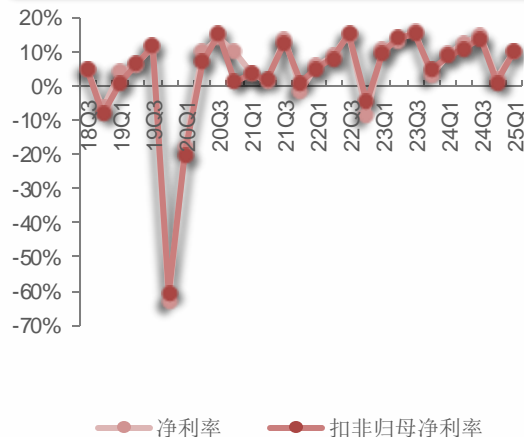
2018Q3~2025Q1毛利率与四费率变化趋势



2018Q3~2025Q1期间费用率变化趋势



2018Q3~2025Q1净利率变化趋势



医疗服务板块2024年报&2025年一季报总结

医疗服务

成分股增速	2025/5/4	收入同比增量		归母净利润同比增		研发费用 (百万元)		销售费用 (百万元)		管理费用 (百万元)		财务费用 (百万元)	
	市值 (亿元)	2025Q1	2025Q1	2025Q1	占比	2025Q1	占比	2025Q1	占比	2025Q1	占比	2025Q1	占比
美年健康	209.0	(0)	0.11	12.97	0.7%	469.85	26.8%	208.13	11.9%	73.87	4.2%		
澳洋健康	27.3	(1)	0.12	0.00	0.0%	8.59	1.9%	25.55	5.7%	7.56	1.7%		
新里程	77.2	(1)	0.01	4.40	0.6%	28.43	3.6%	118.13	14.8%	29.44	3.7%		
皓宸医疗	21.0	(0)	0.08	4.19	2.9%	32.46	22.7%	31.91	22.3%	10.14	7.1%		
爱尔眼科	1,210.6	8	1.50	78.77	1.3%	544.28	9.0%	761.08	12.6%	41.92	0.7%		
盈康生命	70.3	(0)	0.04	10.33	2.5%	13.22	3.2%	39.76	9.7%	(1.00)	-0.2%		
何氏眼科	31.4	0	0.04	2.81	1.0%	38.33	13.2%	44.77	15.4%	(1.24)	-0.4%		
普瑞眼科	64.4	1	0.10	2.46	0.3%	122.61	16.5%	92.31	12.4%	21.90	3.0%		
华夏眼科	158.2	1	0.06	15.54	1.4%	136.12	12.5%	122.42	11.2%	10.90	1.0%		
三博脑科	83.7	1	0.05	0.00	0.0%	5.34	1.4%	40.98	10.4%	1.69	0.4%		
通策医疗	179.5	0	0.11	11.94	1.6%	6.98	0.9%	72.56	9.7%	9.29	1.2%		
爱美客	523.5	(1)	0.84	58.54	8.8%	65.40	9.9%	31.36	4.7%	(9.79)	-1.5%		

血制品板块2024年报&2025年一季报总结

血制品：

- **2024年血制品经调整利润增速7.2%**：剔除华兰生物疫苗业务后，7家血液制品上市公司2024年收入总额约为239亿元(+3.3%)，归母净利润总额约61亿元(+26.1%)，扣非归母净利润57.4亿元(+25.7%)，经调整归母净利润55.7亿元(+7.2%)。2023年血制品需求旺盛业绩基数较高，2024年行业供给扩张板块收入增长有所放缓。行业销售渠道政策于24H2逐步调整，叠加部分龙头公司降本增效控制费用，因此2024年行业利润增速快于收入端。
- **分季度来看**，7家公司（剔除华兰生物疫苗业务）2024Q1/Q2/Q3/Q4的收入总额分别为54/64/58/64亿元，分别同比增长-3.8%/12.5%/-3.2%/3.3%，经调整净利润分别为13/45/15/13亿元，分别同比增长-0.3%/31.1%/10.8%/-3.6%。2024年行业业绩的季度分布与2023年差异较大，主要系2023年血制品供给前紧后松。
- **从盈利能力看**，7家公司（剔除华兰生物疫苗业务）2024年整体销售毛利率为49%，同比+2pp，预计毛利率提升主要系产品结构变化、价格边际变化等因素，2024年我国血制品整体需求稳健增长，静丙等品种需求旺盛，销售费用率下降1.4pp，制造企业面向下游话语权提升。
- **2025Q1板块收入总额约为55亿元(+1.9%)，归母净利润13.7亿元(-17%)**，扣非归母净利润13.1亿元(-7.1%)，经调整归母净利润12.6亿元(-5.1%)。25Q1板块盈利能力有所降低，主要系受渠道政策、部分公司费用投入加大等因素影响。
- **2024年，国产/进口人白批次分别同比增长9%/17%，静丙批次同比增长3%**。其中2024Q4人白/静丙批次分别同比增长11%/39%。
- **我们看好浆量规模领先、产品盈利能力强的个股**，建议关注上海莱士（002252）、天坛生物（600161）、卫光生物（002880）、华兰生物（002007）、派林生物（000403）等。
- **风险提示**：采浆不达预期风险；行业竞争加剧的风险；成本上涨风险；政策风险。

血制品板块2024年报&2025年一季报总结

- 2024年血制品经调整利润增速7.2%**：剔除华兰生物疫苗业务后，7家血液制品上市公司2024年收入总额约为239亿元(+3.3%)，归母净利润总额约61亿元(+26.1%)，扣非归母净利润57.4亿元(+25.7%)，经调整归母净利润55.7亿元(+7.2%)。2023年血制品需求旺盛业绩基数较高，2024年行业供给扩张板块收入增长有所放缓。行业销售渠道政策于24H2逐步调整，叠加部分龙头公司降本增效控制费用，因此2024年行业利润增速快于收入端。**分季度来看**，7家公司（剔除华兰生物疫苗业务）2024Q1/Q2/Q3/Q4的收入总额分别为54/64/58/64亿元，分别同比增长-3.8%/12.5%/-3.2%/7.7%，经调整净利润分别为13/14/15/13亿元，分别同比增长-0.3%/31.1%/10.8%/-3.6%。2024年行业业绩的季度分布与2023年差异较大，主要系2023年血制品供给前紧后松。**从盈利能力看**，7家公司（剔除华兰生物疫苗业务）2024年整体销售毛利率为49%，同比+2pp，预计毛利率提升主要系产品结构变化、价格边际变化等因素，2024年我国血制品整体需求稳健增长，静丙等品种需求旺盛，销售费用率下降1.4pp，制造企业面向下游话语权提升。
- 2025Q1**板块收入总额约为55亿元(+1.9%)，归母净利润13.7亿元(-17%)，扣非归母净利13.1亿元(-7.1%)，经调整归母净利润12.6亿元(-5.1%)。25Q1板块盈利能力受渠道政策、部分公司费用投入加大等因素冲击。

血制品板块2024&2025Q1业绩概览（剔除华兰疫苗业务影响）

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1
单季度收入（亿元）	54.0	63.5	58.0	63.5	239	55.0
同比增速	-3.8%	12.5%	-3.2%	7.7%	3.3%	1.9%
营业成本	27.4	32.4	29.0	32.8	122	30.2
毛利率	49.3%	48.9%	50.0%	48.4%	49%	45.2%
四费率	15.8%	17.2%	16.3%	19.3%	17%	14.8%
销售费用率	5.7%	7.1%	6.3%	7.6%	6.7%	5.2%
管理费用率	7.4%	7.1%	7.6%	8.2%	7.6%	7.3%
财务费用率	-0.9%	-0.1%	-1.1%	0.4%	-0.4%	-0.5%
研发费用率	3.6%	3.0%	3.6%	3.0%	3.3%	2.8%
归母净利润（亿元）	16.5	15.2	16.2	13.0	61	13.7
同比增速	6.7%	18.0%	13.0%	132.1%	26.1%	-17.0%
扣非归母净利润	14.1	15.0	15.8	12.4	57.4	13.1
同比增速	0.0%	28.5%	11.0%	122.9%	25.7%	-7.1%
经调整归母净利*（亿元）	13.3	14.4	14.8	13.2	55.7	12.6
同比增速	-0.3%	31.1%	10.8%	-3.6%	7.2%	-5.1%
经调整净利率	24.6%	22.7%	25.5%	20.8%	23.3%	22.9%
扣非归母净利率	26.2%	23.7%	27.2%	19.6%	24.0%	23.9%

血制品板块2024年报&2025年一季报总结

2024年，国产/进口人白批次分别同比增长9%/17%，静丙批次同比增长3%。其中2024Q4人白/静丙批次分别同比增长11%/39%。

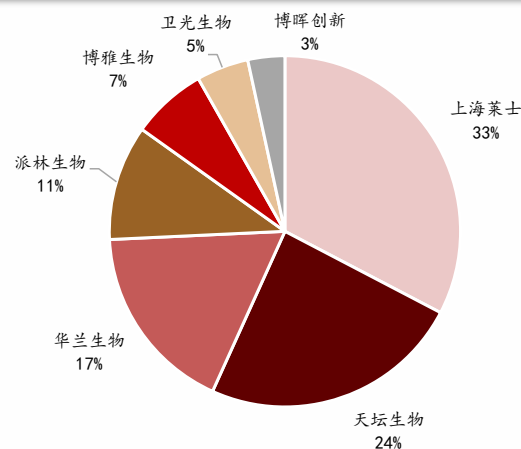
分品种批签发数据汇总

血制品名称	企业名称	批签发批次		同比增长	批签发批次		同比增长	
		2023Q4	2024Q4		2023	2024		
人血白蛋白	进口总计	798	837	5%	3178	3715	17%	
	进口占比	69%	65%	/	67%	69%	/	
	国产总计	358	444	24%	1571	1708	9%	
	国产占比	31%	35%	/	33%	31%	/	
	合计	1156	1281	11%	4749	5423	14%	
免疫球蛋白	静注人免疫球蛋白	合计	236	329	39%	1273	1308	3%
	狂犬病免疫球蛋白	合计	38	28	-26%	115	148	24%
	破伤风免疫球蛋白	合计	35	39	11%	130	145	12%
	免疫球蛋白	合计	13	31	138%	64	90	41%
	乙型肝炎免疫球蛋白	合计	4	35	775%	22	85	286%
	冻干静注人免疫球蛋白	合计	7	68	871%	26	95	265%
	静注乙型肝炎免疫球蛋白	合计	1	15	1400%	1	24	2300%
凝血因子类	凝血因子Ⅳ	合计	104	154	48%	427	568	33%
	凝血酶原复合物	合计	53	50	-6%	302	249	-18%
	纤维蛋白原	合计	63	48	-24%	270	263	-3%

血制品板块2024年报&2025年一季报总结

- 血制品板块此次共选取7家公司。板块2024年收入总额增速为3.3%，归母净利润增速为26.1%。收入方面，共有4家公司实现正增长，3家公司收入出现同比下滑。归母净利润方面，2家公司增速超过50%，3家公司收入增速超过30%，共有6家公司实现正增长。其中博雅生物利润增速67%，主要系非血制业务剥离。博晖创新利润增速137%，主要系去年少数股东损益超过4000万元。

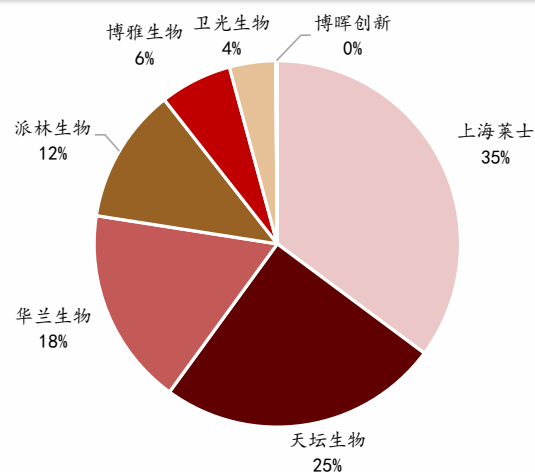
2024年各公司收入占比



子板块2024年业绩速览

收入增速	血制品	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	3.3%	0	0	4	3
占比		0%	0%	57%	43%
归母净利润增速	血制品	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	26.1%	2	3	6	1
占比		29%	43%	86%	14%

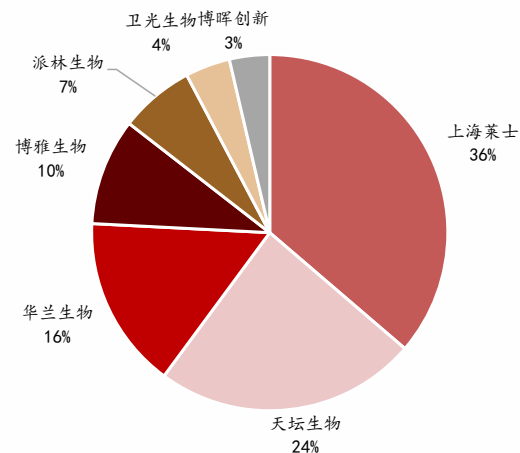
2024年各公司归母净利润占比



血制品板块2024年报&2025年一季报总结

- 板块2025Q1收入总额增速为1.9%，归母净利润增速为-17%。收入方面，共有3家公司实现正增长，4家公司收入出现同比下滑。归母净利润方面，共有1家公司实现正增长。

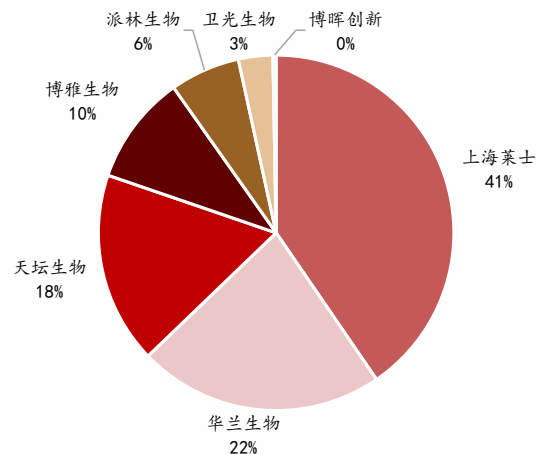
2025Q1各公司收入占比



子板块2025Q1业绩速览

收入增速	血制品	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	1.9%	0	0	3	4
占比		0%	0%	43%	57%
归母净利润增速	血制品	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-17.0%	0	0	1	6
占比		0%	0%	14%	86%

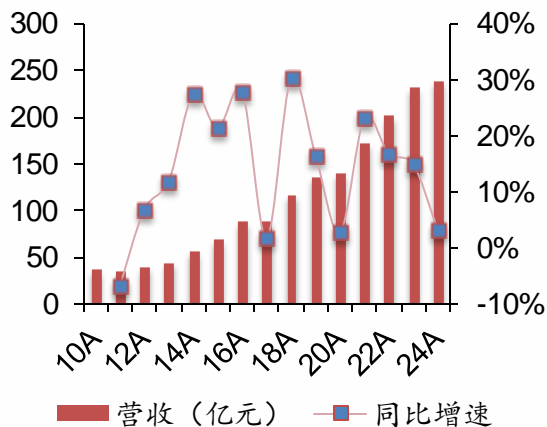
2025Q1各公司归母净利润占比



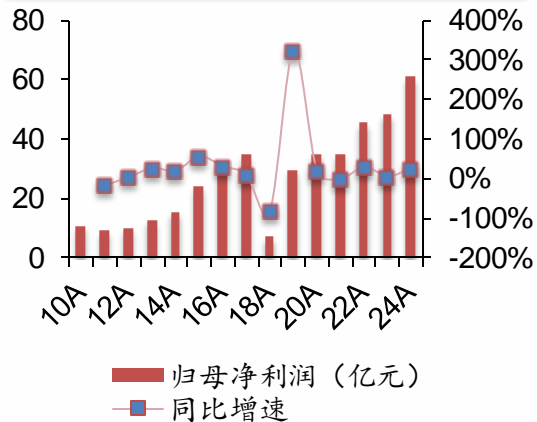
血制品板块2024年报&2025年一季报总结

累计季度表现

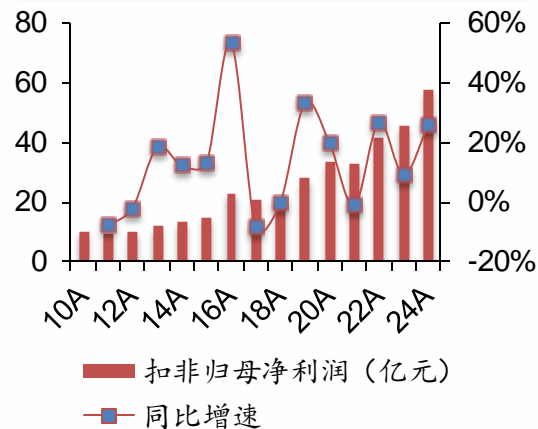
2010年~2024年收入及增速



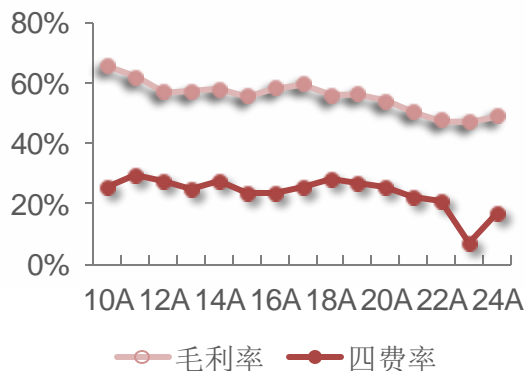
2010年~2024年归母净利润及增速



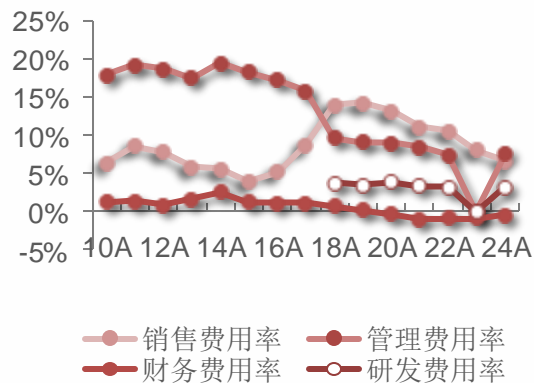
2010年~2024年扣非归母净利润及增速



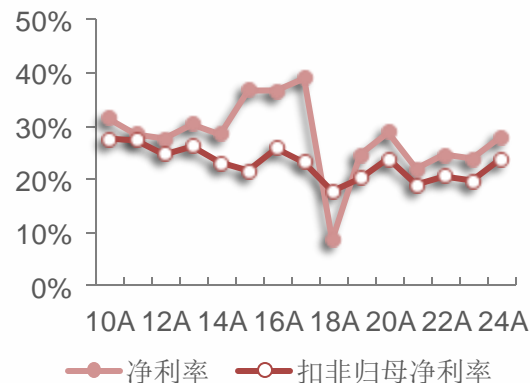
2010年~2024年毛利率与四费率变化趋势



2010年~2024年期间费用率变化趋势



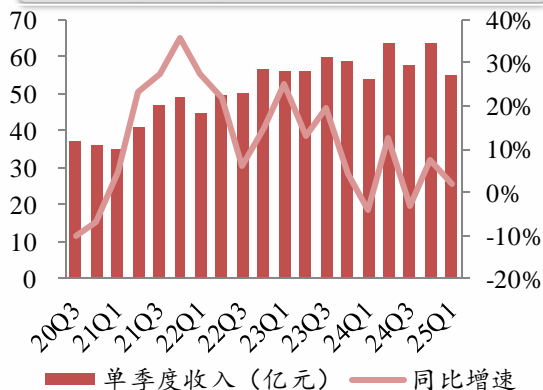
2010年~2024年净利率变化趋势



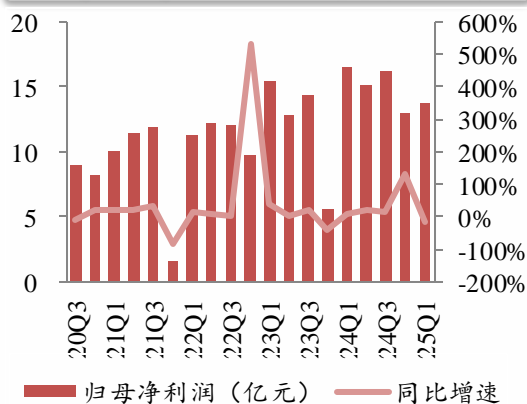
血制品板块2024年报&2025年一季报总结

单季度表现

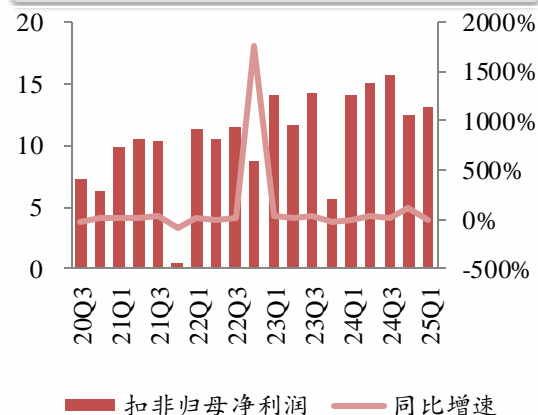
20Q3~25Q1收入及增速（单季度）



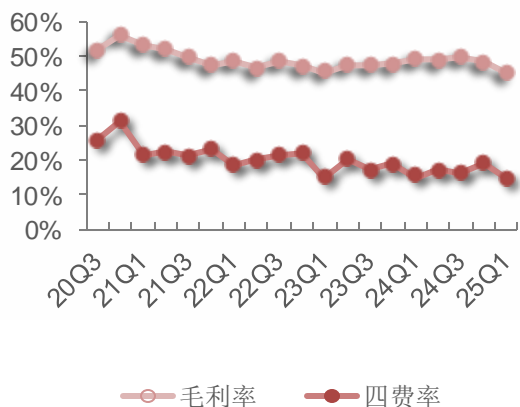
20Q3~25Q1归母净利润及增速（单季度）



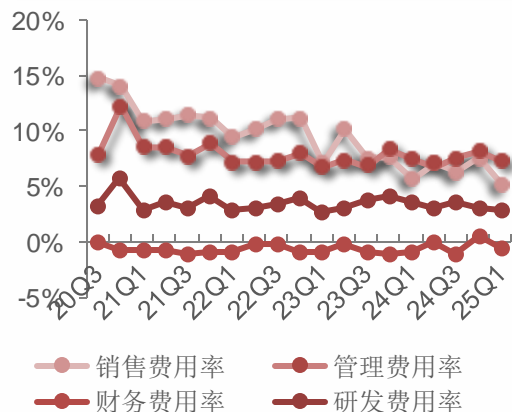
20Q3~25Q1扣非归母净利润及增速（单季度）



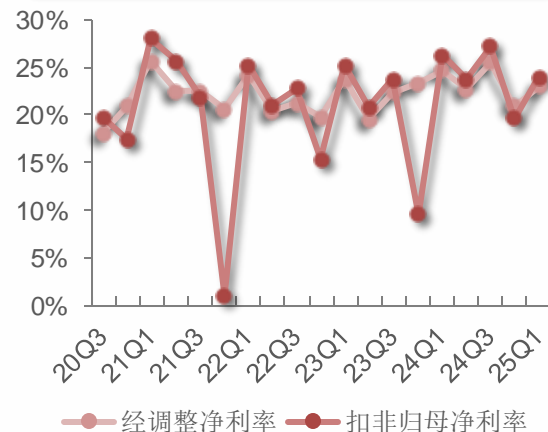
20Q3~25Q1毛利率与四费率变化趋势



20Q3~25Q1期间费用率变化趋势



20Q3~25Q1净利率变化趋势



药店板块2024年报&2025年一季报总结

- **药店板块2024年年报和2025年一季报总结**：选取8家A股药店领域上市公司，2024年收入总额1066.5元（+4.9%），归母净利润35.1亿元（-25%），扣非归母净利润33.9亿元（-26.2%）。
- **分季度来看**，8家公司2024Q4/25Q1的收入总额分别为285亿元（-0.5%）/272.3亿元（+0%）。2024Q4/25Q1的归母净利润分别为2.6亿元（-61.8%）/14.2亿元（-5.6%）。分业务看，加盟及分销业务由于新店扩张，增速显著优于零售业务。分产品看，中西成药基于需求刚性，增长良好；非药品由于家庭库存收入有所承压。二季度受到行业竞争加剧，新店亏损等因素影响，利润端下滑幅度较大；三季度经营节奏恢复常态，季度环比趋势向上。随着后续药店门店统筹在全国逐步扩面，医保门诊统筹政策推进，处方外流加速，药店业务量不断增长，药店板块盈利提升仍将持续。
- **从盈利能力来看**，2024Q4/25Q1样本公司整体毛利率为33.9%/34.9%，同比+0.7pp/0.1pp。2024Q4/25Q1整体费用率为31%/31.3%，同比+2.5pp/+4.3pp。
- **相关标的**：建议关注国药一致（000028）、大参林（603233）、益丰药房（603939）、一心堂（002727）、老百姓（603883）、健之佳（605266）。
- **风险提示**：门店扩张不及预期；政策变动风险；药品降价风险。

药店板块2024年报&2025年一季报总结

- 24年年报来看，收入方面，6家公司均实现正增长。归母净利润方面，5家公司归母净利润有所下滑。
- 从收入占比来看，大参林、益丰药房、老百姓占比较高，上述公司25Q1收入合计占比为62.1%。从净利润来看，上述公司25Q1合计占比为80.3%。

子板块2024年年度业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	4.9%	0	0	6	2
占比		0%	0%	75%	25%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-25.0%	1	1	3	5
占比		13%	13%	38%	63%

子板块2025年Q1业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-1.5%	0	0	4	4
占比		0%	0%	50%	50%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-10.7%	0	0	3	5
占比		0%	0%	38%	63%

药店板块2024年报&2025年一季报总结

2024年报和25年一季报板块总结：

- **板块总结**：选取8家A股药店领域上市公司，2024年收入总额1066.5元（+4.9%），归母净利润35.1亿元（-25%），扣非归母净利润33.9亿元（-26.2%）。
- **分季度来看**，8家公司2024Q4/25Q1的收入总额分别为309.9亿元（-1%）/296.1亿元（-0.2%）。2024Q4/25Q1的归母净利润分别为0.8亿元（-87.2%）/14.5亿元（-4.6%）。
- **从盈利能力来看**，2024Q4/25Q1样本公司整体毛利率为32.8%/34.2%，同比+0.4pp/0pp。2024Q4/25Q1整体费用率为30.5%/30.8%，同比+2.3pp/+3.9pp。

板块业绩概览

单位：亿元	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
营收	313.1	296.8	280.4	275.1	309.9	296.1
同比增速	-2.3%	11.4%	4.7%	5.4%	-1.0%	-0.2%
归母净利润	6.5	15.1	10.1	7.0	0.8	14.5
同比增速	-56.7%	-3.1%	-31.3%	-37.1%	-87.2%	-4.6%
扣非归母净利	7.4	14.6	9.3	6.9	1.1	14.1
同比增速	-49.5%	-3.3%	-34.4%	-34.5%	-85.5%	-3.5%

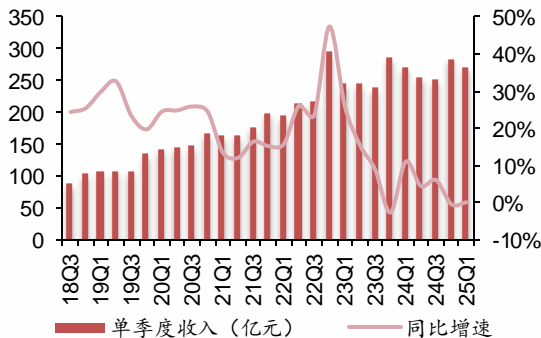
板块财务数据概览

	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
毛利率	32.4%	34.2%	34.6%	34.2%	32.8%	34.2%
四费率	28.2%	26.9%	29.7%	30.3%	30.5%	30.8%
销售费用率	22.8%	22.5%	24.6%	25.2%	24.3%	25.4%
管理费用率	4.6%	3.6%	4.1%	4.1%	4.9%	3.9%
财务费用率	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	1.2%	1.4%
研发费用率	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
净利率	2.1%	5.1%	3.6%	2.6%	0.3%	4.9%

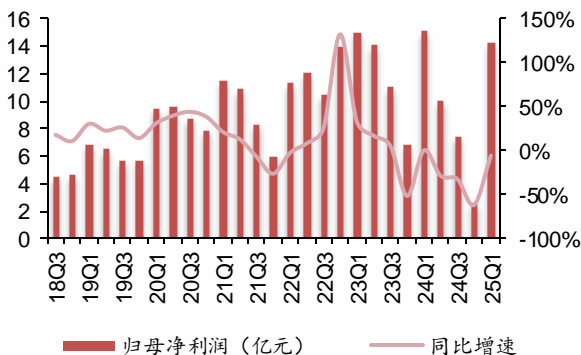
药店板块2024年报&2025年一季报总结

单季度表现

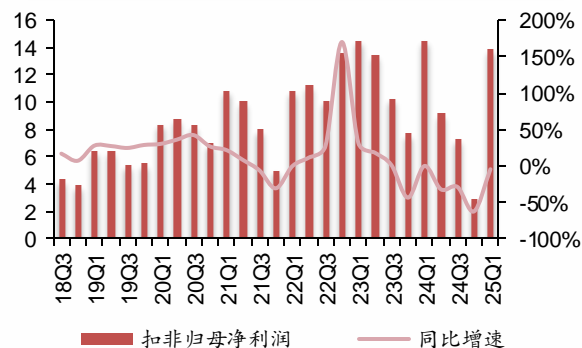
18Q3~25Q1收入及增速



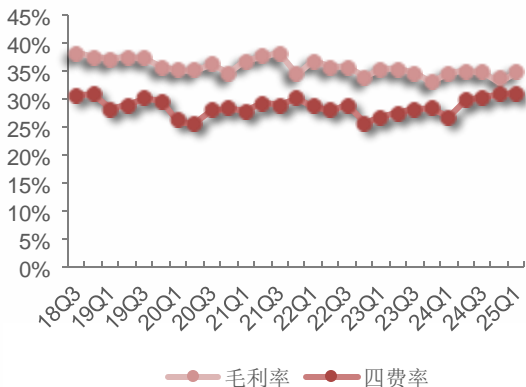
18Q3~25Q1归母净利润及增速



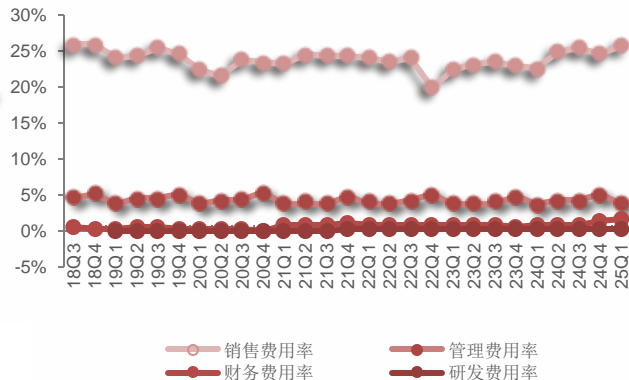
18Q3~25Q1扣非归母净利润及增速



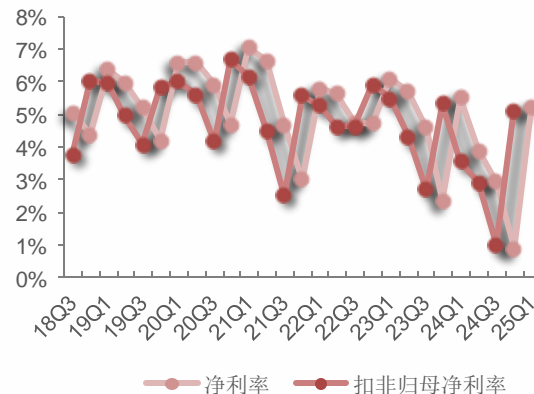
18Q3~25Q1毛利率与四费率变化趋势



18Q3~25Q1期间费用率变化趋势



18Q3~25Q1净利率变化趋势



药店板块2024年报&2025年一季报总结

药店

(按市值排名)

	2025/5/5	收入同比增量		归母净利润同比增		研发费用 (百万元)		销售费用 (百万元)		管理费用 (百万元)		财务费用 (百万元)	
	市值 (亿元)	2025Q1		2025Q1		2025Q1	占比	2025Q1	占比	2025Q1	占比	2025Q1	占比
益丰药房	344.3		0		0.43	6.82	0.1%	1413.76	23.5%	279.18	4.6%	41.30	0.7%
大参林	215.5		2		0.62	8.81	0.1%	1452.58	20.9%	274.99	4.0%	43.46	0.6%
老百姓	153.2		(1)		(0.71)	8.41	0.2%	1178.10	21.7%	269.32	5.0%	37.77	0.7%
一心堂	83.1		(3)		(0.82)	2.51	0.1%	1142.92	24.0%	111.29	2.3%	29.55	0.6%
华人健康	45.9		2		0.13	6.52	0.5%	261.30	20.6%	56.33	4.4%	4.49	0.4%
漱玉平民	45.4		(1)		0.15	0.00	0.0%	468.00	19.7%	74.53	3.1%	33.06	1.4%
健之佳	31.8		(0)		(0.19)	0.00	0.0%	666.68	29.1%	65.48	2.9%	32.69	1.4%
第一医药	26.4		0		(0.31)	0.00	0.0%	66.47	13.2%	13.32	2.6%	(2.10)	-0.4%

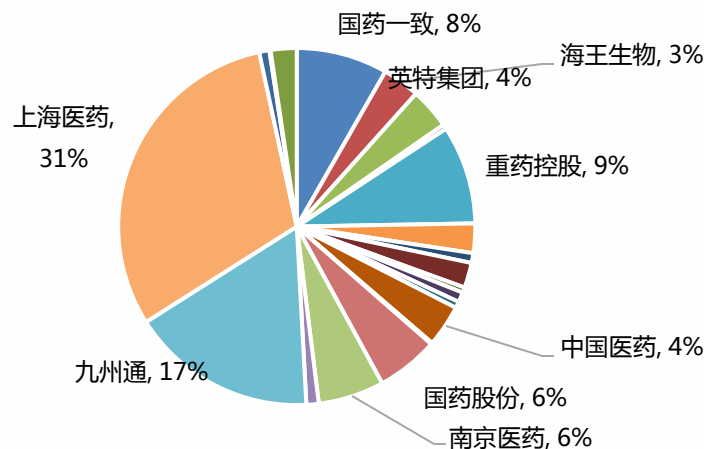
医药分销板块2024年报&2025年一季报总结

- **2024年&2025年一季报医药流通板块总结**：选取21家A股医药流通领域上市公司，2024年收入总额8995.9亿元（+0.3%），归母净利润129.1亿元（-6.0%），扣非归母净利润109.4亿元（-9.7%）。
- **分季度来看**，21家公司2024Q1/Q2/Q3/Q4收入总额分别为2316.1亿元（+0.1%）/2238.5亿元（-2.0%）/2256.2亿元（+4.7%）/2185.0亿元（-1.4%），25Q1收入总额为2294.5亿元（-0.9%）。随着集采持续扩面和行业合规性要求持续提高，流通环节的渠道更加透明、规范、统一，短期内行业市场规模承压，但行业格局有望加速出清，龙头公司有望持续提升市场份额。此外，下游医疗机构回款压力持续加大，流通企业的垫资压力增加，这种情况下融资能力较强、资金成本较低的龙头企业有望实现显著的竞争优势。
- **从盈利能力来看**，2025Q1/2024Q4样本公司整体毛利率为9.1%/9.7%，整体费用率为7.7%/8.6%。预计毛利率下降与医疗反腐及院内端集采和药品比价政策等因素有关。费用率下行体现各家降本增效卓有成效，销售费用率下降，主要系疫情影响商业活动、带量采购不断落地、行业集中度提升的影响；管理费用率持续下降，主要系规模效应不断显现，数字物流和供应链解决方案带来管理效率提升。
- **相关标的**：全国性的流通企业覆盖面广泛，可发展空间大，建议关注上海医药（601607）、重药控股（000950）；区域性流通企业深耕当地市场，对接上游品种和下游客户的能力强，建议关注柳药集团（603368）、国药一致（000028）等。
- **风险提示**：行业政策波动风险；药品降价风险；项目不及预期。

医药分销板块2024年报&2025年一季报总结

- 收入方面，21家公司中有10家实现正增长。归母净利润方面，6家公司归母净利润实现正增长，15家下滑。
- 从收入占比来看，上海医药、九州通、重药控股、国药一致、南京医药占比较高，上述公司2024年收入合计占比为70.7%。从净利润来看，上海医药、九州通、国药股份、百洋医药、中国医药合计占比80.4%。

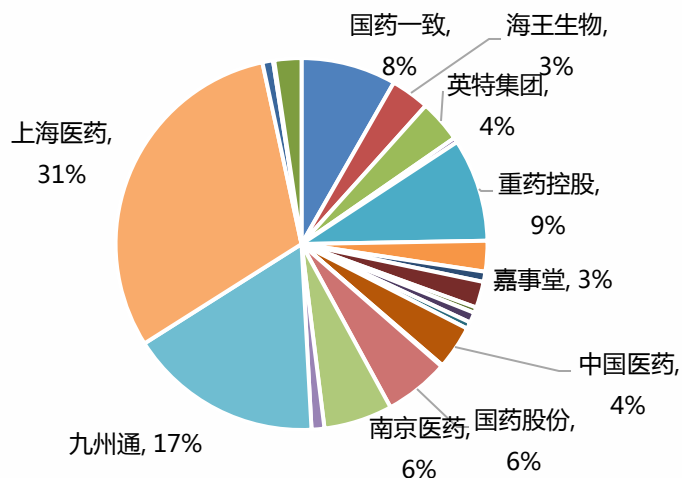
2024年各公司收入占比



子板块2024业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	0.3%	0	1	10	11
占比		0%	5%	48%	52%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-6.0%	0	0	6	15
占比		0%	0%	29%	71%

2024年各公司归母净利润占比



医药分销板块2024年报&2025年一季报总结

2024年板块总结：

- **板块总结**：选取21家A股医药流通领域上市公司，2024年收入总额8995.9亿元（+0.3%），归母净利润129.1亿元（-6.0%），扣非归母净利润109.4亿元（-9.7%）。
- **分季度来看**，21家公司2024Q1/Q2/Q3/Q4收入总额分别为2316.1亿元（+0.1%）/2238.5亿元（-2.0%）/2256.2亿元（+4.7%）/2185.0亿元（-1.4%），25Q1收入总额为2294.5亿元（-0.9%）。
- **从盈利能力来看**，2025Q1/2024Q4样本公司整体毛利率为9.1%/9.7%，整体费用率为7.7%/8.6%。

板块业绩概览

(亿元)	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
单季度收入	2154.1	2215.3	2316.1	2238.5	2256.2	2185.0	2294.5
同比增速	-1.9%	5.0%	0.1%	-2.0%	4.7%	-1.4%	-0.9%
归母净利润	35.8	10.4	43.1	43.6	35.1	7.3	42.0
同比增速	-11.5%	1125.9%	-1.5%	-8.1%	-2.0%	-29.5%	-2.5%
扣非归母净利润	33.2	6.2	40.4	40.9	32.6	-4.5	34.9
同比增速	-10.3%	4.8%	-1.4%	-0.1%	-1.8%	-172.4%	-13.6%

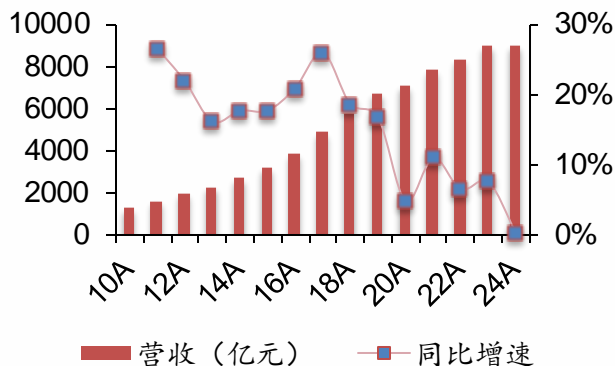
板块财务数据概览

	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
毛利率	9.55%	10.04%	9.58%	10.16%	9.39%	9.67%	9.07%
四费率	6.88%	7.77%	6.58%	7.07%	6.85%	8.60%	7.68%
销售费用率	3.74%	4.37%	3.79%	4.06%	3.89%	4.38%	4.17%
管理费用率	2.02%	2.19%	1.79%	1.92%	1.87%	2.26%	1.76%
财务费用率	0.82%	0.77%	0.71%	0.75%	0.78%	1.51%	1.45%
研发费用率	0.29%	0.44%	0.29%	0.35%	0.31%	0.46%	0.29%
净利率	1.66%	0.47%	1.86%	1.95%	1.56%	0.33%	1.83%

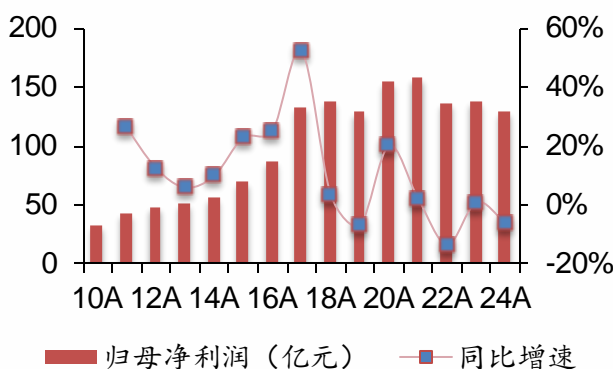
医药分销板块2024年报&2025年一季报总结

累计季度表现

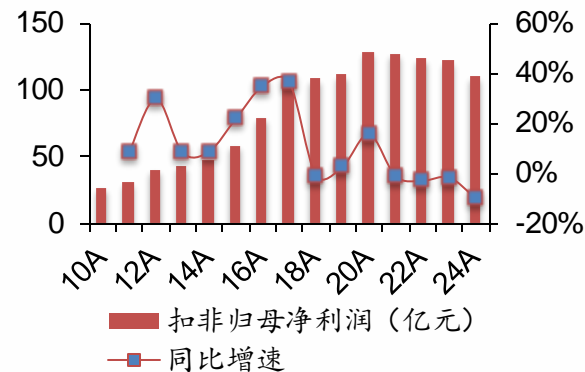
2010-2024公司收入及增速



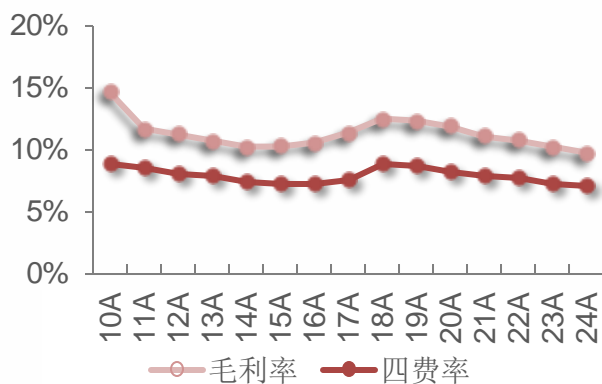
2010-2024归母净利润及增速



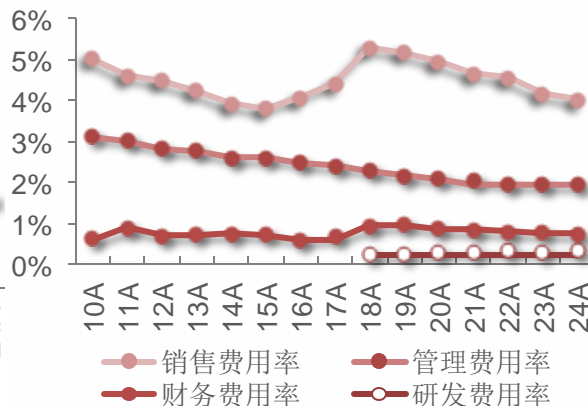
2010-2024扣非归母净利润及增速



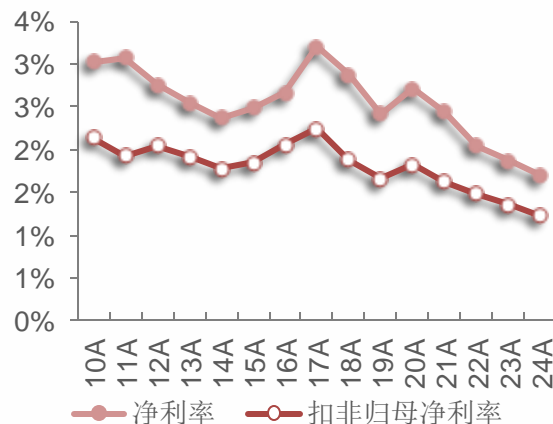
2010-2024年毛利率与四费率变化趋势



2010-2024年期间费用率变化趋势



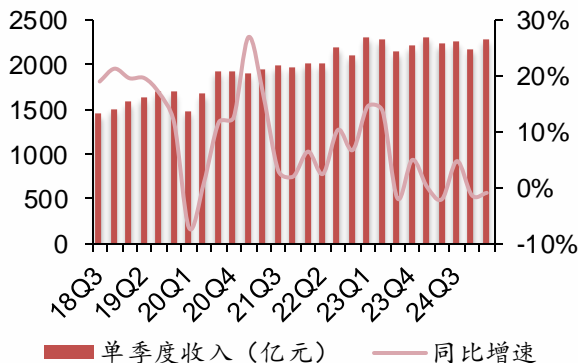
2010-2024年净利率变化趋势



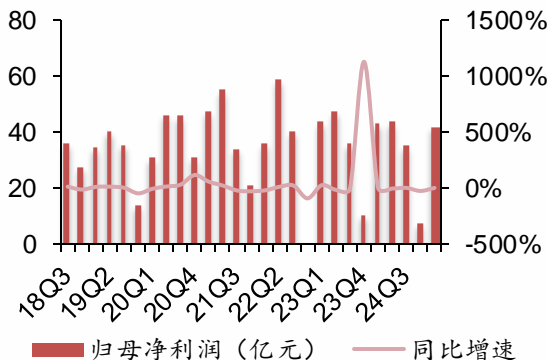
医药分销板块2024年报&2025年一季报总结

单季度表现

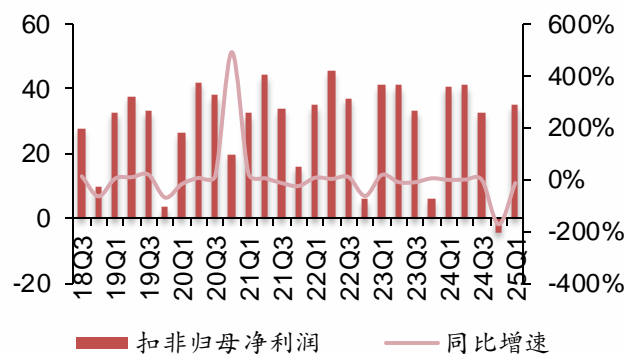
18Q3~25Q1收入及增速



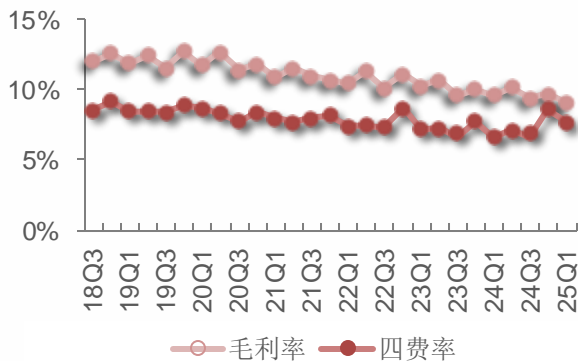
18Q3~24Q3归母净利润及增速



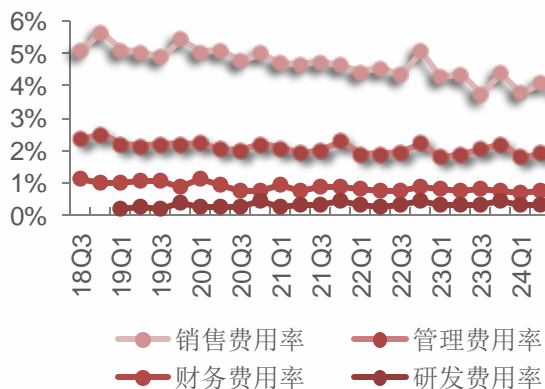
18Q3~25Q1扣非归母净利润及增速



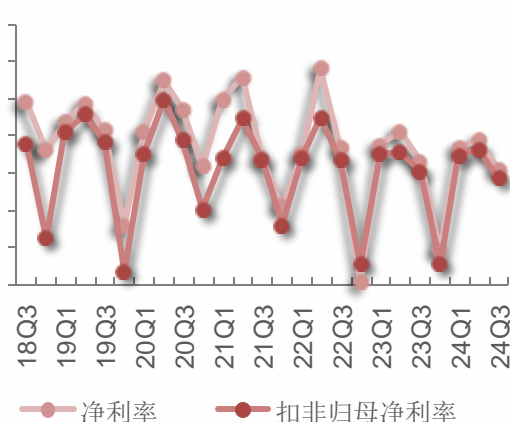
18Q3~25Q1毛利率与四费率变化趋势



18Q3~25Q1期间费用率变化趋势



18Q3~25Q1净利率变化趋势



医药分销板块2024年报&2025年一季报总结

- **上海医药**：公司发布2024年年报，全年实现收入2752.5亿元，同比+5.8%，实现归母净利润45.5亿元，同比+20.8%，其中Q4实现收入656.2亿元，同比+4.5%，环比-6.5%，实现归母净利润5.0亿元，同比扭亏为盈，环比-55.2%。重视研发投入，在研新药54种、在研创新药管线40多种。2025年研发投入 28.2亿元，其中研发费用 23.9 亿元，同比增长 8.6%。截至报告期末，临床申请获得受理及进入后续临床研究阶段的新药管线已有 54项，其中创新药 40项（含美国临床 II期 1 项），改良型新药 14项。在创新药管线中，已有 1 项提交上市申请，5 项处于临床 III期阶段。公司目前在研创新药管线主要集中在心血管、精神神经、肿瘤、免疫等领域，多达40多种，其中I001目前已有3个适应症处于临床试验中后阶段。
- **国药一致**：公司发布2024年年报，报告期内公司实现营业收入743.78亿元，同比下降1.5%；归属于上市公司股东的净利润6.42亿元，同比下降59.8%，利润下降主要是因为零售板块受行业政策变化、市场竞争加剧等多重因素叠加影响，业绩有所下滑，计提较多减值损失所致。

医药分销板块2024年报&2025年一季报总结

医药流通

时间	2025Q1		2024Q1		24Q1		24Q2		24Q3		24Q4		25Q1		24		收入同比增长		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	收入	归母净利润 (亿元)	收入	归母净利润 (亿元)	收入	归母净利润 (亿元)	收入	归母净利润 (亿元)	收入	归母净利润 (亿元)	收入	归母净利润	2025Q1	2025Q1	2025Q1	占比	2025Q1	占比	2025Q1	占比	2025Q1	占比
国药一致	182.9	3.3	190.9	3.9	1%	-6%	3%	5%	-4%	-23%	4%	-10%	-4%	-214%	-1%	-60%	0%	0.81	56.37	0.3%	300.57	1.6%	5.31	0.0%	(4.25)	-2.3%
海王生物	73.8	0.2	80.9	0.4	-11%	47%	-19%	6%	-14%	-188%	-8%	67%	-26%	-29%	-17%	29%	0%	0.19	290.64	3.7%	290.64	3.9%	5.83	0.1%	(7.28)	-16.8%
英特集团	84.4	1.0	86.0	1.1	-4%	167%	9%	57%	-1%	5%	3%	33%	6%	28%	4%	8%	(2.5)	0.06	34.37	0.4%	108.13	1.3%	3.20	0.0%	170.30	2.0%
浙江阳光	7.5	0.4	10.4	0.2	-7%	-55%	-5%	2%	-11%	-39%	-9%	-108%	-11%	-178%	-9%	-57%	(3.8)	0.17	0.40	0.1%	55.57	7.4%	17.26	2.3%	(8.84)	-1.2%
通药控股	206.1	1.3	196.2	1.0	29%	-29%	1%	-38%	-4%	-61%	14%	-1343%	-4%	-166%	3%	-55%	10%	0.22	29.11	1.3%	52.39	2.2%	(8.28)	0.0%	(9.23)	0.0%
惠单堂	46.8	0.5	74.4	0.8	45%	-78%	12%	8%	-33%	-56%	-18%	-22%	-34%	-938%	-20%	-36%	0%	0.29	28.33	0.6%	152.20	3.3%	0.00	0.0%	(70.41)	-1.5%
瑞康医药	17.6	0.1	20.2	0.2	22%	-87%	1%	-527%	-2%	-89%	0%	-75%	-5%	30%	-1%	1%	(3.6)	0.01	(2.30)	-0.1%	101.65	5.6%	2.46	0.1%	(18.18)	-1.0%
鹭燕医药	51.7	0.7	51.4	0.8	-1%	0%	6%	5%	-1%	3%	8%	0%	0%	-6%	3%	-5%	0%	0.12	58.24	1.1%	86.58	1.7%	2.21	0.0%	88.30	1.7%
药易购	11.4	0.0	12.4	0.1	-2%	-75%	13%	-81%	-9%	-81%	-1%	-69%	-9%	-57%	-1%	-73%	(1.1)	0.05	2.31	0.2%	22.72	2.0%	2.90	0.3%	2.48	0.2%
百洋医药	18.4	0.9	16.6	1.7	2%	12%	-3%	31%	-5%	25%	12%	25%	-10%	-70%	-2%	-3%	2%	0.81	14.05	0.8%	92.51	5.0%	16.46	0.9%	50.60	2.7%
达康医药	13.0	0.0	12.8	0.2	-1%	-342%	39%	31%	38%	632%	27%	-7%	5%	-173%	34%	-23%	0%	0.16	33.59	2.6%	29.63	2.3%	4.90	0.4%	(9.65)	-0.8%
中国医药	82.6	1.7	87.7	1.5	-15%	-149%	-30%	-44%	1%	-44%	3%	207%	-10%	-248%	-12%	-49%	(5.5)	0.21	88.36	0.8%	197.76	2.4%	35.47	0.4%	88.32	1.1%
开开实业	2.7	0.1	2.3	0.2	58%	-124%	29%	-93%	38%	-40%	14%	-267%	18%	-1158%	18%	-11%	0%	0.15	(6.82)	-2.5%	29.58	11.0%	0.00	0.0%	0.34	0.1%
国药股份	127.1	4.6	121.2	4.6	21%	35%	9%	11%	-2%	1%	8%	1%	-3%	-23%	2%	-7%	6%	0.00	5.84	0.0%	151.78	1.2%	29.57	0.2%	518.35	4.1%
南京医药	142.5	1.8	139.5	1.6	3%	19%	-1%	3%	0%	0%	4%	-2%	-2%	-2%	0%	-1%	3%	0.18	5.03	0.8%	171.49	1.2%	0.10	0.0%	128.35	0.9%
人民同泰	26.7	0.5	26.0	0.8	8%	-22%	-2%	9%	-8%	-43%	7%	-15%	-5%	-89%	-3%	-27%	1%	0.32	9.42	0.4%	38.01	1.4%	0.00	0.0%	7.27	0.3%
九州通	420.2	9.7	404.7	5.4	-5%	6%	-3%	-9%	-1%	-9%	3%	4%	8%	-21%	1%	15%	15%	0.32	295.40	0.6%	68.76	1.9%	48.52	0.1%	811.10	1.9%
上海医药	707.6	13.3	701.5	15.4	12%	-51%	8%	1%	5%	58%	9%	-11%	5%	30%	6%	21%	6%	2.09	294.73	0.5%	550.60	2.2%	174.26	1.1%	498.34	0.7%
润达医疗	16.6	-0.7	20.7	0.2	-16%	-136%	-5%	-74%	-12%	-28%	-13%	-254%	0%	-97%	-9%	-80%	(4.5)	0.92	78.81	4.6%	151.82	9.1%	34.88	2.1%	4.88	0.3%
金富中国	1.8	-0.1	2.4	0.1	-20%	-65%	-12%	-32%	-16%	-28%	-13%	-89%	-10%	-45%	-14%	-42%	(1.1)	0.13	(0.77)	-0.4%	19.17	10.9%	1.04	0.6%	1.00	0.6%
桐林集团	53.2	2.8	57.7	3.0	6%	34%	8%	15%	-2%	-11%	2%	7%	2%	-21%	2%	1%	(3.6)	0.23	58.98	1.1%	124.58	2.3%	17.97	0.3%	130.36	2.6%

中药板块2024年报&2025年一季报总结

- **2024年年报及2025年一季报中药板块总结：政策释放利好，利润端有所承压。**
- 选取66家A股中药领域上市公司，24年报来看，收入方面，66家公司中，共有18家公司2024年实现正增长。归母净利润方面，42家公司归母净利润有所下滑。25年一季报显示，收入方面66家公司中，23家实现正增长，其中增速超过50%有两家；归母净利润方面，33家公司归母净利润实现正增长，行业占比50%。从收入占比来看，25年一季报前十大分别为白云山、云南白药、华润三九、同仁堂、太极集团、片仔癀、步长制药、以岭药业、天士力、东阿阿胶。从净利润来看，前十大分别为云南白药、白云山、华润三九、片仔癀、同仁堂、吉林敖东、济川药业、东阿阿胶、达仁堂、以岭药业，25Q1合计占比为72%。
- 具体来看，2024年收入总额3471.34亿元，同比下滑4.6%，实现归母净利润285.3亿元，同比下降21.4%，扣非归母净利润243.73亿元，同比下降24.1%。边际上来看，2024Q4和2025Q1收入820、912.9亿元（-8.9%/-7.4%），归母净利润-10.8/120.6亿元（-130.2%/-4.6%），扣非归母净利润-28.7/113.2亿元（-229.5%/-5.4%）。
- **从盈利能力来看**，24Q4/25Q1中药板块的毛利率为40.3%/42.2%，同比下降2.3/1.1pp，我们认为主要是产品结构变化以及中药材价格涨价所致。24Q4/25Q1四费率分别为45.5%/36.9%。其中销售费用率分别为24.2%/21.8%环比有所下降。
- **政策促进高质量发展。** 2025年3月20日，国务院办公厅发布《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》，提出以提升中药质量为基础，以科技创新为支撑，以体制机制改革为保障，实现常用中药材规范种植和稳定供给，加快构建现代化产业体系，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。
- **相关标的：**太极集团、华润三九、达仁堂、云南白药、马应龙、健民集团、东阿阿胶、寿仙谷等。
- **风险提示：**市场竞争风险，行业发展不及预期风险，集采降价风险。

中药板块2024年报&2025年一季报总结

2024年报及25年一季报板块总结：

- **板块总结：**选取66家A股中药领域上市公司，2024年收入总额3471.34亿元（-4.6%），归母净利润285.3亿元（-21.4%），扣非归母净利润243.73亿元（-24.1%）。
- **分季度来看，**2024Q4和2025Q1收入820、912.9亿元（-8.9%/-7.4%），归母净利润-10.8/120.6亿元（-130.2%/-4.6%），扣非归母净利润-28.7/113.2亿元（-229.5%/-5.4%）。
- **从盈利能力来看，**24Q4/25Q1中药板块的毛利率为40.3%/42.2%，同比下降2.3/1.1pp，我们认为主要是产品结构变化以及中药材价格上涨所致。24Q4/25Q1四费率分别为45.5%/36.9%。其中销售费用率分别为24.2%/21.8%。

板块业绩概览

单位：亿元	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
营收	899.7	986.0	861.8	803.6	820.0	912.9
同比增速	-2.1%	-0.6%	-6.0%	-3.0%	-8.9%	-7.4%
归母净利润	35.9	126.4	94.4	75.4	-10.8	120.6
同比增速	99.9%	-7.4%	-10.2%	-12.0%	-130.2%	-4.6%
扣非归母净利润	22.2	119.7	89.9	62.9	-28.7	113.2
同比增速	482.5%	-6.4%	-4.4%	-18.5%	-229.5%	-5.4%

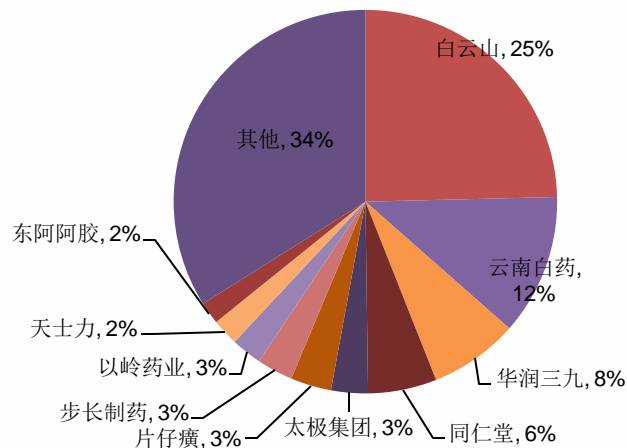
板块财务数据概览

	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
毛利率	42.5%	43.3%	42.2%	39.7%	40.3%	42.2%
四费率	35.4%	27.6%	29.1%	29.7%	45.5%	36.9%
销售费用率	24.9%	20.7%	21.0%	20.6%	24.2%	21.8%
管理费用率	6.6%	4.7%	5.4%	6.0%	7.8%	5.0%
财务费用率	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.3%	9.2%	8.0%
研发费用率	4.0%	2.2%	2.8%	2.7%	4.2%	2.2%
净利率	4.0%	12.8%	11.0%	9.4%	-1.3%	13.2%

中药板块2024年报&2025年一季报总结

- 24年报来看，收入方面，66家公司中，共有18家公司2024年实现正增长。归母净利润方面，42家公司归母净利润有所下滑。25年一季报显示，收入方面66家公司中，23家实现正增长，其中增速超过50%有两家；归母净利润方面，33家公司归母净利润实现正增长，行业占比50%。
- 从收入占比来看，25年一季报前十大分别为白云山、云南白药、华润三九、同仁堂、片仔癀、太极集团、步长制药、以岭药业、天士力、东阿阿胶。从净利润来看，前十大分别为云南白药、白云山、华润三九、片仔癀、同仁堂、吉林敖东、济川药业、东阿阿胶、达仁堂、以岭药业，25Q1合计占比为72%。

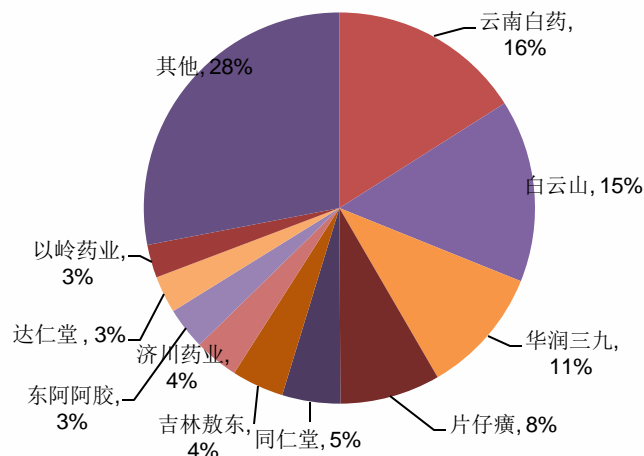
2025Q1各公司收入占比



子板块2025一季报业绩速览

收入增速	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	2	2	23	43
占比	3%	3%	35%	65%
归母净利润增速	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	10	10	33	33
占比	15%	15%	50%	50%

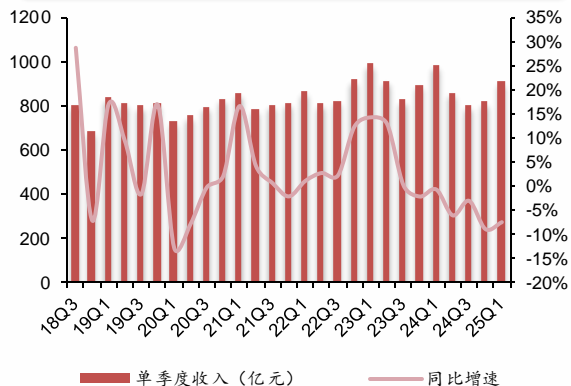
2025Q1各公司归母净利润占比



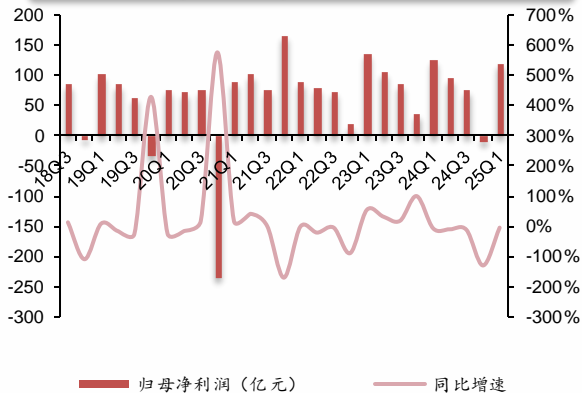
中药板块2024年报&2025年一季度报总结

单季度表现

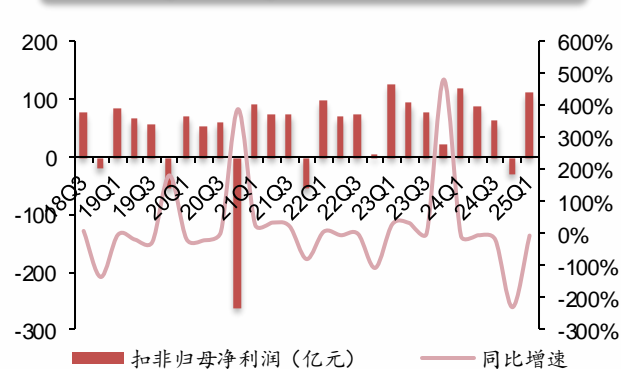
2018Q3-2025Q1收入及增速



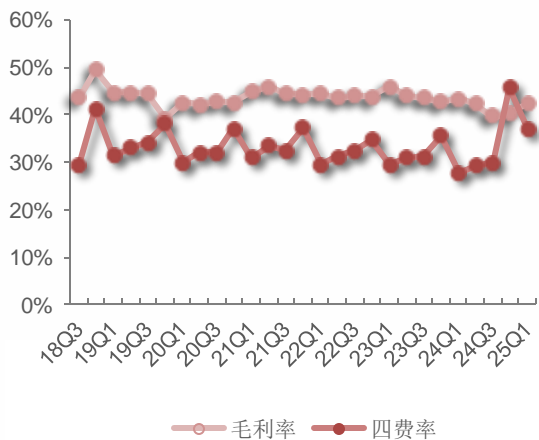
2018Q3-2025Q1归母净利润及增速



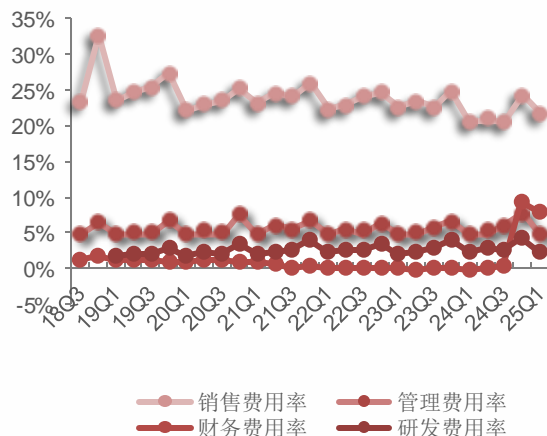
2018Q3-2025Q1扣非归母净利润及增速



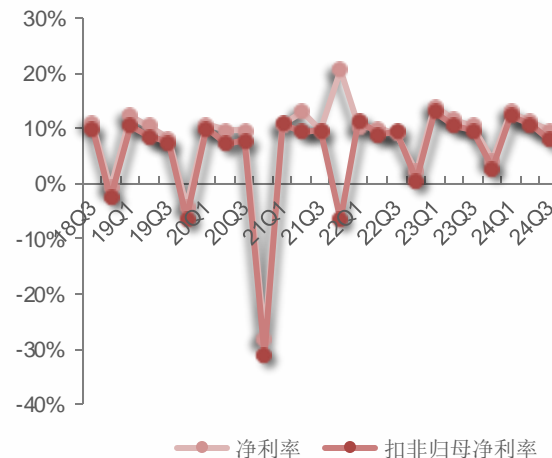
2018Q3-2025Q1毛利率与四费率变化趋势



2018Q3-2025Q1期间费用率变化趋势



2018Q3-2025Q1净利率变化趋势



中药板块2024年报&2025年一季报总结

中药消费品：高质量发展趋势已现

□ 2025年3月20日，国务院办公厅发布《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》，提出以提升中药质量为基础，以科技创新为支撑，以体制机制改革为保障，实现常用中药材规范种植和稳定供给，加快构建现代化产业体系，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。

时间	事件	内容	影响
2024.4.9	江苏省医保局发布《关于推进阳光挂网药品价格治理工作通知》	申报价格不高于已挂网同通用名产品数最多剂型规格中对应挂网产品中的最低价为基础，根据差比价系数计算的价格	“三同”价格治理，取消同规格，按照差比价计算，江苏省目前针对“三同”比价仅限于院内
2024.5.29	医保局发布《关于开展“上网店查药价，比数据，抓治理”专项行动的函》	要求以当日同城即时配送价格作为锚点，比对省级集采平台挂网价、集采中选价、定点零售药店药价。	消除线上低价吸引客流的现象，确保线上线下价格一致，部分药企受到定价策略压力后会选择提高线上平台价格，以达到“多端价格统一”
2024.6.13	国家医保局发布新闻《陕西医保上线“药品比价”功能》；	国家医保局发布消息，陕西医保上线“药品比价”功能，自药品比价功能上线以来，预计将使参保人员的购药成本下降10%-15%。	推动药品价格透明，药店端自主定价能力削弱，药店会将压力转移给品牌力较弱的上游药企
2024.10	国家医保局发布《药品价格影响因素知多少？——不同渠道运营模式有影响》	1、线下药店、非公立医院药品定价标准：未纳入医保定点的线下药店和非公立医院药品价格完全自主定价；而纳入医保定点的线下药店和非公立医院，则需要遵守医保定点协议 2、网络药店：一类是“外卖”模式，价格与线下药店接近，一些情况略低，另一类“快递”模式，由于成本较低，低于线下药店。 3、公立医院：大部分药品价格基本持平、少部分有高低，其中集采药品价格普遍低于线下药店	承认各个渠道价格不一致现象，认可药店的运营成本、人力成本、房租物业等成本因素造成价格差异；允许线上价格因为成本原因价格更低，认可线下药店的便捷性和用药指导服务价值。
2025.3	国务院办公厅印发《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》	1、加强中药资源保护利用；2、提升中药材产业发展水平；3、加快推进中药产业转型升级；4、推进中药药品价值评估和配备使用；5、推进中药科技创新；6、强化中药质量监管；7、推动中药开放发展；8、提高综合治理能力和保障水平	提质增效、实现优质优价

中药板块2024年报&2025年一季报总结

中药消费品：提价趋势显著，成本逐步下降

- **同仁堂**：2024年上半年公司推出精品安宫牛黄丸，产品定位高端市场。同仁堂科技在海外销售定价也有大幅提升。因此终端价格上涨能一定程度缓解天然牛黄价格上涨压力。**太极集团**：公司进一步提质增效，通过提升产品的价格，提升产品的盈利能力；**达仁堂**：公司核心产品速效救心丸等产品也在包装上做了一定改进，产品定价也进一步提升。**健民集团**：公司便通胶囊与健脾生血片通过渠道调整与品规调整，考虑到院外市场的渠道费用，产品价格也有所提升。**云南白药**：公司核心主要产品云南白药气雾剂在23年下半年提价30%，该产品23年收入超17亿元。

公司	产品	价格	最近一次提价提价幅度		公司	产品	价格	最近一次提价提价幅度	
片仔癀	片仔癀（锭剂）	590元/粒（终端）	2020年1月	11.30%	云南白药	云南白药散剂	出厂价提价	2022年1月	13.5%
	片仔癀（锭剂）	760元/粒（终端）	2023年5月	28.8%	健民集团	龙牡壮骨颗粒	30袋	2020年底	超100%
同仁堂	安宫牛黄丸	860元/粒（终端）	2021年12月	10.26%			60袋	2020年底	超50%
	同仁牛黄清心丸	880元/盒（终端）	2022年1月	12.82%	马应龙	马应龙痔疮膏（10g）	2021年	提价	
		765元/盒（批发含税）		12.83%					
		676元/盒（批发无税）		12.67%					
	跌打丸OTC	20元/盒（终端）	2022年1月	45%	太极集团	藿香正气口服液	10元/盒（5支装）	2021年12月	12%
		17.4元/盒（批发含税）		45%					
	15.4元/盒（批发无税）	45.01%		太极急支糖浆		28-45元/瓶	2020年底	从8.5-15元/瓶提价到28-45元/瓶	
	牛黄清胃丸	19.8元/瓶（终端）	2022年1月						65%
		17.2元/瓶（批发含税）		65.38%					
	15.22元/瓶（批发无税）	65.43%		鼻窦炎口服液		4.5元/支	2020年底	出厂提价20%-30% 终端提价2-3倍	
壮骨药酒323ml	450元/瓶（终端）	2022年1月	25%						九芝堂
	346.02元/瓶（批发无税）		24.92%						
壮骨药酒600ml	780元/瓶（终端）		2022年1月	30%		安宫牛黄丸（天然牛黄）（1丸/盒）	598元/盒	2021年1月	
	600元/瓶（批发无税）	29.88%							
同仁乌鸡白凤丸OTC	80元/盒（终端）	2022年1月		15.94%	安宫牛黄丸（体培牛黄）（2丸/盒）	598元/盒	2021年1月	20%	
	61.59元/盒（批发无税）		15.99%						
局方至宝丸	898元/丸（终端）		2022年1月	12.53%	安宫牛黄丸（体培牛黄）（1丸/盒）	398元/盒	2021年1月	25%	
	4680元/盒（批发含税）	12.42%							
4141.59元/盒（批发无税）	12.42%	东阿阿胶		5.00%	牛黄解毒丸	15元/盒（3g*10丸/盒）	2021年1月	超30%	
广誉远	安宫		双天然铁盒（3g/丸*1丸/盒*6盒）	2022年3月					
			5880元/盒（定价）						
	安宫		双天然木盒（3g/丸*1丸/盒*2盒）		2022年3月	6.3%	上清丸	18元/盒（9g*10丸/盒）	2021年1月
3360元/盒（定价）									
安宫	双天然木盒（3g/丸*1丸/盒*6盒）		2022年3月	6.3%			通宣理肺丸	18元/盒（6g*10丸/盒）	2021年1月
	10080元/盒（定价）								
银翘解毒丸	16.9元/盒（10丸/盒）				2021年1月	超25%			

中药板块2024年报&2025年一季报总结

中药消费品：政策释放利好，精品化持续推进

- **云南白药：发力药品事业部，新兴事业部表现亮眼。** 2024年，公司实现营收400.3亿元，同比+2.4%；实现归母净利润47.5亿元，同比+16.0%；扣非归母净利润45.2亿元，同比+20.2%。 营收端，2024年公司工业营收144.7亿元（+5.3%），占比提高1.0pp至36.1%。分事业群：1）药品群营收69.2亿元（+11.8%），单品销售过亿产品达10个。其中，白药气雾剂增长强劲，收入突破21亿元，增速超26%。白药系列核心产品稳健增长，白药膏、白药胶囊等产品均显著增长。其他中药类产品表现亮眼，蒲地蓝收入近2亿元，增速超22%，气血康收入同比增长约14%。2）健康品群营收65.3亿元（+1.6%），实现利润21.9亿元（+8.4%）。白药牙膏市占率稳居第一，养元青收入4.2亿元（+30.3%）。3）中药资源群对外营收17.5亿元（+3.1%）。天然植提业务收入同比+8.7%。4）省医药营收246.1亿元（+0.48%），净利润6.2亿元（+49.5%）。医疗器械、药妆、特医食品业务销售收入同比+14%。
- **同仁堂：精品战略持续推进，提价放量成果显著。** 2024年，公司实现营收186.0亿元，同比+4.1%；实现归母净利润15.3亿元，同比-8.5%；实现扣非归母净利润14.8亿元，同比-10.6%。 精品战略持续推进，提价放量成果显著。 营收端，2024年公司营收186.0亿元（+4.1%），得益于公司大力推进营销改革、积极开拓市场。具体来看，医药商业营收112.3亿元（+9.6%），医药工业营收119.1亿元（+7.5%）。从细分领域看，心脑血管/补益/清热/妇科类分别实现营收51.5/21.3/7.3/4.8亿元，同比+17.3%/+23.0%/+19.3%/+26.6%。公司持续深化精品战略，前五名系列产品（安宫牛黄、牛黄清心、乌鸡白凤、六味地黄、金匱肾气）营收56.1亿元（+13.2%），得益于安宫牛黄丸提价策略以及乌鸡白凤系列产品销量增加。2024年6月，公司双天然安宫牛黄丸在港零售价增幅20.1%；2024年，公司乌鸡白凤系列产品销量+34.2%。毛利端，2024年公司实现毛利率44.0%（-3.3pp），前五名系列产品实现毛利率47.6%（-7.3pp），主要系天然牛黄等中药材价格上涨导致产品成本增加。2025年3月，公司新品体培安宫牛黄丸正式上线，零售价398元/丸，有望提升公司大单品销量，缓解天然牛黄价格上涨所带来的成本压力。2024年，公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为19.3%/7.9%/1.4%/0.03%，同比+0.1pp/-0.6pp/-0.1pp/0.6pp，基本保持不变。

中药板块2024年报&2025年一季度报总结

- 东阿阿胶：业绩维持高速增长。** 公司发布2024年年报，2024年公司实现营收59.2亿元，同比+25.6%；实现归母净利润15.6亿元，同比+35.3%；实现扣非归母净利润14.4亿元，同比+33.2%。持续推进双轮驱动，拓展第二增长曲线。2024年，公司医药工业板块实现营收57.8亿元，同比+27.0%。公司深耕核心主业，持续推进药品+健康消费品双轮驱动增长模式。阿胶及系列产品占比进一步提高至93.6%，实现营收55.4亿元，同比+27.0%；实现毛利率73.6%，同比+1.2pp，是公司业绩增长的关键驱动力。费用端来看，2024年销售费用19.7亿元，同比+32.8%，销售费用率33.3%，同比+1.8pp，主要系公司发布新品加大品牌曝光及推广投入。
- 太极集团：持续营销变革，销售费用率下降明显。** 2024年，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为26.5%/5.5%/1.1%/2.3%（-6.9pp/+0.8pp/+0.8pp/+0.2pp）。其中，销售费用率下降明显，主要系公司优化营销体系，强化品类发展与渠道建设。

时间	2025Q1		2024Q1		24Q1		24Q2		24Q3		24Q4		25Q1		24		收入同比增量		研发费用 (百万元)		销售费用 (百万元)		管理费用 (百万元)		财务费用 (百万元)	
	收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	2025Q1	2025Q1	2025Q1	占比	2025Q1	占比	2025Q1	占比	2025Q1	占比
康恩贝	16.8	1.9	18.2	2.2	-14%	-24%	-1%	-28%	3%	27%	3%	-428%	-8%	-12%	5%		(1)	(2.07)	32.07	3.1%	554.33	32.9%	117.01	6.9%	(2.42)	-0.1%
马应龙	9.7	2.0	9.6	2.0	15%	5%	20%	22%	7%	6%	36%	184%	1%	3%	19%	19%	0	0.05	18.84	1.9%	194.75	20.1%	27.66	2.9%	(1.52)	-1.2%
太极集团	28.3	0.7	42.1	2.5	-5%	5%	-22%	-25%	-16%	-74%	-43%	-910%	-33%	-70%	-21%	-97%	(2)	(1.27)	16.45	2.7%	404.38	14.3%	174.04	6.2%	3.06	1.2%
以岭药业	23.6	3.3	25.2	3.0	-36%	-75%	-27%	-44%	-1%	-84%	-92%	215%	-7%	7%	-37%	-154%	(2)	0.22	164.03	7.0%	547.04	23.2%	117.45	5.0%	(1.85)	0.0%
羚锐制药	10.2	2.2	9.1	1.9	15%	32%	9%	29%	6%	8%	-8%	46%	12%	14%	6%	27%	(1)	0.26	22.80	2.2%	470.89	46.1%	37.49	3.7%	(2.10)	-0.2%
葵花药业	6.6	0.6	15.2	2.6	-14%	-37%	-20%	0%	-63%	-53%	-72%	-135%	-56%	-78%	-41%	-56%	(1)	(1.50)	20.19	3.0%	82.22	12.4%	88.46	12.7%	(1.30)	-0.2%
江中药业	11.8	2.8	12.3	2.7	-7%	11%	-4%	8%	-5%	2%	17%	29%	-4%	7%	-3%	10%	(0)	0.18	26.95	2.3%	400.26	33.8%	53.45	4.5%	(7.66)	-1.5%
健民集团	8.9	1.1	9.7	1.0	-4%	0%	-9%	-8%	-9%	-49%	-43%	-62%	-8%	11%	-17%	-31%	(1)	0.11	21.01	2.4%	361.58	40.5%	46.16	5.2%	3.20	0.4%
东阿阿胶	17.2	4.2	14.5	3.5	36%	53%	18%	28%	25%	64%	24%	10%	18%	20%	26%	35%	3	0.72	38.73	2.3%	623.07	36.3%	86.60	5.0%	(1.15)	-1.0%
片仔癀	31.4	10.0	31.7	9.7	21%	27%	3%	-3%	10%	12%	-5%	-26%	-1%	3%	7%	6%	(0)	0.25	70.82	2.3%	101.33	3.2%	62.78	2.0%	5.58	0.2%
华润三九	68.5	12.7	72.9	13.6	15%	18%	0%	42%	3%	7%	28%	-9%	-6%	-7%	12%	18%	(4)	(1.56)	144.50	2.1%	1498.20	21.9%	351.44	5.1%	1.49	0.0%
白云山	224.7	18.2	229.5	19.6	6%	3%	-1%	-34%	-1%	-38%	-8%	-222%	-2%	-7%	-1%	-30%	(1)	(1.37)	143.71	0.6%	1598.63	7.1%	605.95	2.7%	51.95	0.2%
云南白药	108.4	19.3	107.7	17.0	2%	12%	-1%	14%	1%	-12%	7%	-1523%	1%	14%	2%	16%	1	2.33	49.12	0.6%	1070.13	9.9%	56.40	1.4%	(9.20)	-0.1%

中药板块2024年报&2025年一季度总结

时间	2025Q1		2024Q1		24Q1		24Q2		24Q3		24Q4		25Q1		24		收入同比增量		研发费用 (百万元)		销售费用 (百万元)		管理费用 (百万元)		财务费用 (百万元)	
	收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	2025Q1	2025Q1	2025Q1	占比	2025Q1	占比	2025Q1	占比	2025Q1	占比
香雪制药	4.2	-0.9	5.7	-0.4	24%	-2%	3%	-993%	-7%	21%	-8%	35%	-26%	193%	-19%	-121%	52	50.26	11.9%	78.69	18.9%	26.33	6.3%	64.07	-152.2%	
长药控股	1.0	-0.6	0.6	-0.5	-13%	338%	-57%	98%	-95%	37%	-94%	-69%	-84%	-12%	-91%	-4%	0	47.35	45.7%	89.82	48.0%	4.57	4.4%	446.5	-431.1%	
益佰制药	5.0	-0.1	5.7	-0.7	1%	-88%	3%	-323%	3%	-156%	3%	-275%	-22%	90%	-23%	-407%	59	3.62	0.7%	105.85	21.1%	21.32	4.3%	148.06	-29.5%	
康惠制药	1.2	-0.2	1.3	0.0	109%	-51%	6%	-101%	-5%	-472%	-38%	323%	-24%	-41%	-17%	-243%	0	18	8.1%	16.92	13.9%	3.62	3.0%	51.34	-42.3%	
启迪药业	0.7	-0.2	0.8	-0.1	-179%	-306%	-20%	-288%	-4%	948%	-7%	1286%	6%	1701%	-15%	-597%	0	38	1.0%	32.13	49.3%	3.44	5.3%	97.02	-148.8%	
生物谷	0.9	-0.2	1.5	0.1	-7%	-72%	5%	-320%	9%	-3%	20%	-153%	38%	311%	-17%	-510%	27	0.09	0.1%	47.02	51.0%	3.98	4.3%	76.19	-82.7%	
嘉应制药	1.2	0.2	0.9	0.1	-36%	-62%	-2%	-66%	-14%	-146%	-8%	-152%	-38%	101%	-29%	-40%	0	1	0.2%	15.71	12.9%	1.17	1.0%	17.74	14.6%	
康美药业	13.0	0.1	12.0	0.1	-14%	-63%	5%	-34%	11%	-58%	24%	-34%	-1%	-19%	6%	-92%	1	0.01	0.6%	166.78	12.8%	19.29	1.5%	3.56	0.3%	
华神科技	1.3	-0.1	1.8	0.0	11%	0%	-39%	-31%	-10%	-35%	-3%	-123%	-54%	-371%	-14%	-124%	17	6.97	5.5%	24.57	19.4%	17.60	13.9%	12.43	-9.8%	
特一药业	3.0	0.3	1.6	0.1	5%	-22%	-19%	-91%	-10%	-118%	-5%	-95%	-30%	-74%	-36%	-92%	1	0.22	0.2%	24.13	8.2%	9.50	3.2%	14.49	4.9%	
大唐药业	0.5	0.0	0.4	0.0	-10%	3%	-47%	-85%	-7%	-84%	141%	-128%	79%	2%	10%	33%	0	0.00	0.0%	8.06	17.8%	3.04	6.7%	0.16	0.4%	
中恒集团	7.4	0.2	8.1	0.5	-4%	-4%	102%	1461%	31%	-128%	32%	-165%	-68%	342%	-27%	-547%	36	8.30	-1.1%	113.88	15.3%	39.34	5.3%	388.2	-52.3%	
粤万年青	0.7	0.0	0.7	0.1	-4%	6%	-5%	-24%	55%	-95%	79%	-3128%	-131%	-275%	-5%	-88%	0	15	2.1%	22.99	32.5%	1.99	2.8%	9.94	-14.0%	
恩威医药	2.0	0.2	1.8	0.1	4%	-25%	-3%	-74%	-3%	-69%	-1%	-31%	23%	13%	3%	-57%	0	0.8	0.6%	18.10	9.2%	3.30	1.7%	15.48	7.9%	
沃华医药	2.2	0.2	2.2	0.1	-10%	-94%	1%	-67%	-17%	-85%	-9%	-41%	-13%	665%	-16%	-38%	0	0.8	-0.5%	18.38	8.4%	11.27	5.2%	13.49	6.2%	
陇神戎发	2.9	0.2	2.5	0.2	2%	-44%	-35%	11%	-23%	-99%	26%	-79%	-51%	221%	-4%	-58%	0	0.02	-0.2%	26.79	9.3%	8.58	3.0%	1.04	0.4%	
太龙药业	3.2	0.0	5.0	0.2	-13%	-380%	-11%	449%	-12%	-115%	-3%	-137%	7%	-69%	-6%	16%	20	1.43	4.2%	33.24	10.3%	23.77	7.4%	21.63	6.7%	
金花股份	1.1	0.0	1.2	0.2	6%	-37%	-5%	80%	-7%	-62%	10%	131%	-15%	-80%	4%	274%	0	23	2.8%	17.19	16.0%	8.68	8.1%	43.84	40.8%	
益盛药业	1.6	0.1	2.0	0.2	-18%	74%	-34%	-15%	-44%	-86%	0%	-101%	-6%	-78%	-22%	-45%	0	0.39	2.0%	18.19	11.9%	1.85	1.2%	16.22	10.2%	
新光药业	0.9	0.2	1.0	0.2	-18%	-74%	39%	-28%	-1%	-80%	11%	-39%	-9%	126%	-1%	-22%	0	14.35	-15.4%	5.79	6.2%	3.01	3.2%	12.61	13.5%	
佛慈制药	2.2	0.2	2.7	0.2	-19%	-72%	-16%	-38%	-24%	-50%	24%	41%	5%	156%	-16%	-11%	0	0.01	-0.4%	19.46	9.0%	7.52	3.5%	21.00	9.7%	
振东制药	7.5	0.0	7.8	0.2	-15%	-33%	-14%	-51%	-32%	-640%	-8%	-102%	4%	699%	-18%	-2921%	22	0.43	-0.1%	126.20	16.7%	206.40	27.2%	150.09	-181.4%	
维康药业	0.7	-0.1	2.0	0.2	63%	49%	-4%	-11%	21%	-133%	28%	-912%	-71%	112%	-32%	-1546%	34	4.29	6.1%	27.97	40.1%	2.01	2.9%	191.52	-274.5%	
万邦德	3.2	0.2	4.3	0.3	14%	-3931%	25%	-43%	-13%	-168%	32%	-65%	-40%	-82%	-6%	13%	14	2.27	4.5%	45.26	14.4%	17.62	5.6%	9.73	3.1%	
新天药业	1.9	0.0	1.8	0.2	-23%	1818%	-14%	-39%	-3%	-20%	6%	-69%	33%	-13%	-10%	-35%	0	11	-0.6%	38.11	19.7%	10.56	5.5%	8.88	-4.5%	
广誉远	4.2	0.6	3.4	0.4	20%	-104%	-20%	76%	-3%	-71%	-4%	-65%	1%	-63%	-5%	-17%	1	0.22	-0.1%	18.10	4.3%	10.68	2.6%	3.49	0.8%	
华森制药	2.4	0.4	2.3	0.4	1%	-175%	21%	30%	8%	-41%	23%	1076%	-20%	-47%	12%	135%	0	0.00	-0.5%	16.79	7.0%	20.14	8.4%	2.15	0.9%	
葫芦娃	3.4	0.2	4.7	0.3	9%	-792%	-1%	-33%	0%	-221%	-54%	-1648%	-17%	129%	-21%	-2629%	3	0.03	2.9%	36.87	10.9%	65.68	19.5%	156.91	-46.6%	
盘龙药业	2.5	0.3	2.1	0.3	-4%	8%	-30%	20%	-18%	-15%	40%	-13%	-5%	35%	-1%	9%	0	0.00	-2.2%	21.82	8.7%	13.69	5.5%	30.70	12.3%	
寿仙谷	1.7	0.6	2.2	0.8	-22%	-24%	11%	22%	-14%	-22%	-6%	-71%	1%	-58%	-12%	-31%	0	19	-1.1%	24.12	14.1%	16.59	9.7%	56.04	32.8%	
汉森制药	2.7	0.1	2.5	0.6	5%	139%	-10%	5%	-7%	18%	-6%	65%	3%	-14%	5%	7%	0	47	0.1%	23.68	8.8%	11.87	4.4%	89.49	33.2%	
众生药业	6.3	0.8	6.4	0.5	-2%	-86%	-3%	-44%	10%	0%	-1%	-79%	-5%	-929%	-5%	-214%	0	0.81	0.4%	43.28	6.8%	25.11	4.0%	447.9	-70.6%	

中药板块2024年报&2025年一季报总结

时间	2025Q1		2024Q1		24Q1		24Q2		24Q3		24Q4		25Q1		24		收入同比增量		研发费用 (百万元)		销售费用 (百万元)		管理费用 (百万元)		财务费用 (百万元)	
	收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	收入	归母净利润 (亿元)	收入	归母净利润 (亿元)	收入	归母净利润 (亿元)	收入	归母净利润 (亿元)	收入	归母净利润 (亿元)	收入	归母净利润	2025Q1	2025Q1	2025Q1	占比	2025Q1	占比	2025Q1	占比	2025Q1	占比
精华制药	3.6	0.6	3.7	0.7	-12%	-19%	-7%	-4%	0%	-29%	-9%	-8%	-1%	-12%	-7%	-14%	(0)	(0.89)	10.50	2.9%	62.08	17.1%	30.64	8.4%	(485)	-1.3%
千金药业	10.1	0.5	10.0	0.5	4%	5%	-3%	-2%	-9%	-37%	-10%	-4%	15%	-4%	-28%	0	0.07	61.46	6.1%	254.60	25.3%	65.38	6.5%	0.84	0.0%	
红日药业	13.9	0.6	14.6	0.6	-12%	-67%	-13%	-47%	-4%	-88%	13%	5659%	-5%	4%	-5%	-96%	(1)	0.02	47.48	3.4%	68.64	33.6%	102.31	7.3%	3.6	0.3%
信邦制药	14.4	0.4	15.8	0.6	-1%	11%	-11%	-46%	-3%	-32%	-10%	-285%	-9%	-30%	-7%	-65%	(1)	(0.18)	0.71	0.0%	66.08	4.6%	91.66	6.4%	4.0	0.3%
贵州三力	4.1	0.4	4.2	0.6	21%	2%	77%	33%	55%	35%	5%	-41%	-3%	-25%	31%	-6%	(0)	(0.14)	7.42	1.8%	164.58	40.3%	39.83	9.7%	2.45	0.6%
上海凯宝	4.0	0.8	4.8	0.9	4%	10%	-9%	-3%	-5%	23%	-20%	20%	-16%	-5%	-8%	15%	(1)	(0.44)	28.02	7.0%	179.99	44.9%	21.55	5.4%	(751)	-1.9%
方盛制药	4.2	0.9	4.4	0.7	0%	10%	13%	55%	22%	159%	4%	-40%	-5%	26%	9%	37%	(0)	0.8	31.88	7.6%	141.02	33.7%	32.55	7.8%	3.0	0.8%
亚宝药业	6.1	1.1	7.7	1.1	-4%	5%	-8%	11%	2%	20%	-21%	-154%	-20%	-4%	-8%	22%	(2)	(0.46)	21.57	3.5%	111.91	18.2%	59.38	9.7%	(0.21)	0.0%
步长制药	27.8	3.1	26.4	1.1	-25%	-75%	-19%	-60%	2%	-55%	-24%	43%	5%	169%	-17%	-274%	1	1.93	45.15	1.6%	1060.18	39.1%	92.31	6.9%	27.74	1.0%
健民集团	8.9	1.1	9.7	1.0	-4%	0%	-9%	-8%	-9%	-49%	-43%	-62%	-8%	11%	-17%	-31%	(1)	0.11	21.01	2.4%	361.58	40.5%	46.16	5.2%	3.0	0.4%
康缘药业	8.8	0.8	13.6	1.5	0%	5%	-25%	-13%	-10%	24%	-43%	-81%	-35%	-44%	-20%	-16%	(5)	(1.45)	131.11	15.0%	329.02	37.5%	75.85	8.6%	(316)	-0.4%
桂林三金	4.7	1.0	4.8	1.0	-33%	-41%	22%	-4%	16%	378%	15%	464%	-3%	5%	1%	24%	(0)	0.05	38.35	8.2%	154.74	33.2%	32.88	7.0%	(186)	-0.3%
昆药集团	16.1	0.9	18.5	1.2	-3%	-9%	-9%	20%	3%	-3%	41%	344%	-13%	-24%	0%	20%	(2)	(0.18)	22.36	1.4%	341.54	21.2%	86.28	5.4%	11.5	0.7%
奇正藏药	4.0	0.8	3.7	1.0	23%	5%	21%	4%	11%	-1%	8%	-6%	10%	-22%	14%	0%	0	0	11.47	2.8%	177.81	44.1%	39.63	9.8%	14.8	3.6%
珍宝岛	4.7	0.8	11.2	2.9	-12%	24%	89%	-175%	-26%	-96%	-38%	-84%	-58%	-74%	-14%	-7%	(0)	(0.18)	3.33	0.7%	48.23	10.3%	68.36	14.6%	35.1	7.6%
仁和药业	9.9	1.6	12.4	1.8	-9%	-3%	-15%	-8%	-31%	-57%	-24%	146%	-20%	-7%	-19%	-15%	(3)	(0.13)	8.13	0.8%	93.05	9.4%	86.32	8.8%	(0.94)	-0.1%
佐力药业	8.2	1.8	6.7	1.4	36%	46%	46%	53%	36%	41%	12%	-10%	23%	27%	33%	33%	2	0.39	13.42	1.6%	256.28	31.1%	23.48	2.8%	1.3	0.2%
马应龙	9.7	2.0	9.6	2.0	15%	5%	20%	22%	7%	6%	36%	184%	1%	3%	19%	19%	0	0.06	18.84	1.9%	194.75	20.1%	27.66	2.9%	(125)	-1.2%
康恩贝	16.8	1.9	18.2	2.2	-14%	-24%	-1%	-28%	3%	27%	3%	-428%	-8%	-12%	-3%	5%	(1)	(0.17)	52.07	3.1%	84.33	32.9%	117.01	6.9%	(215)	-0.1%
太极集团	28.3	0.7	42.1	2.5	-5%	5%	-22%	-25%	-16%	-74%	-43%	-910%	-33%	-70%	-21%	-97%	(1)	(1.14)	6.45	2.7%	404.38	14.3%	74.94	6.2%	33.9	1.2%
以岭药业	23.6	3.3	25.2	3.0	-36%	-75%	-27%	-44%	-1%	-84%	-92%	215%	-7%	7%	-37%	-154%	(2)	0.22	164.03	7.0%	547.04	23.2%	117.45	5.0%	(0.85)	0.0%
羚锐制药	10.2	2.2	9.1	1.9	15%	32%	9%	29%	6%	8%	-8%	46%	12%	14%	6%	27%	1	0.26	22.80	2.2%	70.89	46.1%	37.49	3.7%	(210)	-0.2%
葵花药业	6.6	0.6	15.2	2.6	-14%	-37%	-20%	0%	-63%	-53%	-72%	-135%	-56%	-78%	-41%	-56%	(1)	(0.18)	20.19	3.0%	82.22	12.4%	84.46	12.7%	(130)	-0.2%
江中药业	11.8	2.8	12.3	2.7	-7%	11%	-4%	8%	-5%	2%	17%	29%	-4%	7%	-3%	10%	(0)	0.8	26.95	2.3%	400.26	33.8%	53.45	4.5%	(166)	-1.5%
达仁堂	14.6	3.7	20.9	3.9	-3%	-3%	-3%	-16%	-3%	8%	-30%	1009%	-30%	-3%	-11%	126%	(1)	(0.13)	25.78	1.8%	543.94	37.4%	86.73	6.0%	(0.16)	0.0%
天士力	20.5	3.1	20.5	3.0	-2%	11%	0%	-17%	-4%	-45%	-3%	193%	0%	6%	-2%	-11%	0	0.19	203.06	9.9%	728.91	35.2%	78.88	3.8%	(2.36)	-0.1%
东阿阿胶	17.2	4.2	14.5	3.5	36%	53%	18%	28%	25%	64%	24%	10%	18%	20%	26%	35%	3	0.72	38.73	2.3%	623.07	36.3%	86.60	5.0%	(188)	-1.0%
吉林敖东	6.2	5.2	8.6	1.4	9%	-70%	-31%	-32%	-35%	235%	-36%	66%	-28%	260%	-24%	6%	(2)	3.33	13.12	2.1%	215.00	34.5%	51.06	8.2%	2.7	0.4%
同仁堂	52.8	5.8	52.7	5.8	2%	10%	-3%	-4%	2%	-19%	15%	-37%	0%	1%	4%	-9%	0	0.06	36.47	0.7%	1024.21	19.4%	38.7	7.0%	(27)	-0.9%
济川药业	15.3	4.4	24.0	8.5	1%	25%	-27%	-26%	-7%	-7%	-29%	-28%	-37%	-48%	-17%	-10%	(1)	(0.15)	100.95	6.6%	657.67	36.6%	101.92	6.7%	(81)	-2.0%
片仔癀	31.4	10.0	31.7	9.7	21%	27%	3%	-3%	10%	12%	-5%	-2%	-1%	3%	7%	6%	(0)	0.25	70.82	2.3%	101.33	3.2%	62.78	2.0%	5.8	0.2%
华润三九	68.5	12.7	72.9	13.6	15%	18%	0%	42%	3%	7%	28%	-9%	-6%	-7%	12%	18%	(4)	(0.14)	144.55	2.1%	1498.20	21.9%	391.44	5.1%	1.9	0.0%
白云山	224.7	18.2	229.5	19.6	6%	3%	-1%	-34%	-1%	-38%	-8%	-222%	-2%	-7%	-1%	-30%	(5)	(0.17)	143.7	0.6%	1598.63	7.1%	605.95	2.7%	51.35	0.2%
云南白药	108.4	19.3	107.7	17.0	2%	12%	14%	1%	-12%	7%	-1523%	1%	14%	2%	16%	16%	1	2.31	80.12	0.6%	1070.3	9.9%	56.40	1.4%	(920)	-0.1%

制药设备及耗材板块2024年报&2025年一季报总结

- **2024年总结**：选取5家A股制药设备及耗材领域上市公司，2024年收入总额123亿元（-9.8%），归母净利润-1.42亿元（-113.4%），扣非归母净利润-3亿元（-131.7%）。其中楚天科技24年净亏损4.5亿，从而拉低了整体板块的净利率增速。
- **分季度来看**，5家公司2024Q1/Q2/Q3/Q4的收入总额分别为28.1/29.5/29.1/36亿元。2025Q1收入25.6亿（-9.1%），板块收入同比下降，预计主要系行业需求未恢复。
- **耗材板块24年收入增长**：纳微科技、奥浦迈收入分别增长33%、22%。
- **制药装备板块24年收入端整体承压**：楚天科技、东富龙收入分别同比下降15%/11%。
- **相关标的**：纳微科技（688690.SH）、泰林生物（300813.SZ）、楚天科技（300358）、东富龙（300171）、奥浦迈（688293）。
- **风险提示**：行业竞争加剧的风险；成本上涨风险；政策风险。

制药设备及耗材板块2024年报&2025年一季报总结

- **板块总结**：选取5家A股制药设备及耗材领域上市公司，2024年收入总额123亿元（-9.8%），归母净利润-1.42亿元（-113.4%），扣非归母净利润-3亿元（-131.7%）。
- **分季度来看**，5家公司2024Q1/Q2/Q3/Q4的收入总额分别为28.1/29.5/29.1/36亿元。2025Q1收入25.6亿（-9.1%），板块收入同比下降，预计主要系行业需求未恢复。

- **从盈利能力来看**，2024年样本公司整体毛利率为31.3%，同比-5pp。毛利率下降与行业竞争、整体需求等因素有关。2024年整体费用率为29.9%，同比+2.8pp，主要系收入下降。

23Q1-25Q1板块业绩概览

(亿元)	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
单季度收入	32.6	36.1	34.2	33.1	28.1	29.5	29.1	36.0	25.6
同比增速	12.6%	20.7%	1.9%	-18.3%	-13.5%	-18.4%	-14.9%	8.7%	-9.1%
归母净利润	4.2	3.7	1.9	0.9	0.9	0.2	-0.6	-1.9	0.6
同比增速	-4.9%	-28.2%	-58.9%	-81.6%	-79.4%	-94.3%	-132.5%	-319.7%	-31.5%
扣非归母净利润	4.1	3.2	1.6	0.5	0.7	-0.1	-0.8	-2.7	0.3
同比增速	-3.8%	-20.4%	-62.9%	-86.8%	-82.8%	-104.0%	-151.0%	-623.2%	-58.6%

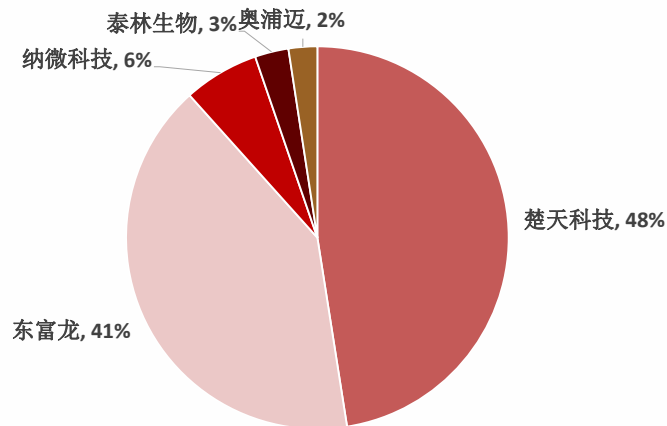
20-24年板块财务数据概览

	20A	21A	22A	23A	24A
营收(亿元)	68.1	103.9	132.9	135.9	122.7
同比增速	49.8%	52.5%	27.8%	2.3%	-9.8%
归母净利润(亿元)	8.0	17.1	18.7	10.6	(1.4)
同比增速	234.4%	114.1%	9.8%	-43.5%	-113.4%
毛利率	39.6%	45.2%	40.6%	36.3%	31.3%
四费率	26.2%	26.0%	24.5%	27.1%	29.9%
净利率	12.0%	17.0%	14.6%	8.0%	-1.1%
扣非归母净利率	9.4%	15.0%	12.6%	6.9%	-2.4%
销售费用率	9.1%	9.4%	8.9%	9.1%	9.1%
管理费用率	9.0%	8.1%	7.9%	9.1%	10.4%
财务费用率	0.6%	0.0%	-0.5%	-0.2%	0.3%
研发费用率	7.6%	8.6%	8.2%	9.1%	10.2%

制药设备及耗材板块2024年报&2025年一季报总结

- 收入方面，5家公司中，共有3家公司2024年收入实现正增长。归母净利润方面，4家公司归母净利润有所下滑。
- 从收入占比来看，楚天科技、东富龙占比较高，合计收入合计占比为89%。从净利润来看，东富龙、纳微科技2024年合计占比为36%。楚天科技24年净亏损4.5亿，从而拉低了整体板块的净利率增速。

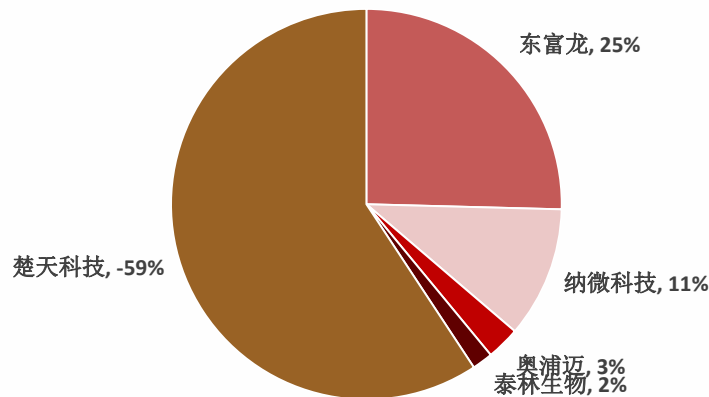
2024年各公司收入占比



子板块2024年业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-9.8%	0	1	3	2
占比		0%	20%	60%	40%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-113.4%	0	0	1	4
占比		0%	0%	20%	80%

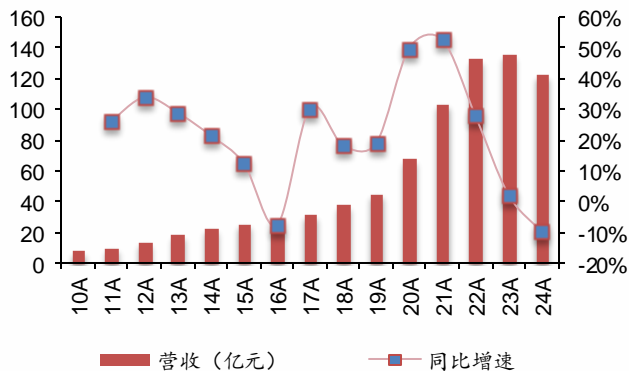
2024年各公司归母净利润占比



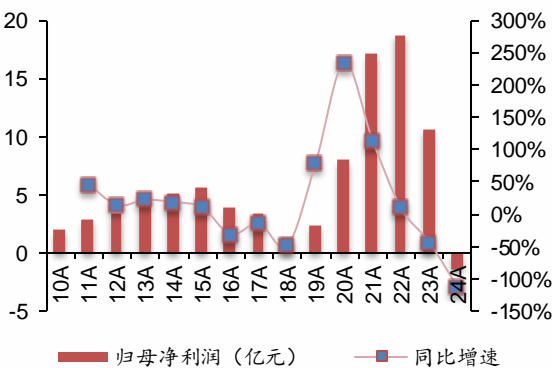
制药设备及耗材板块2024年报&2025年一季报总结

累计季度表现

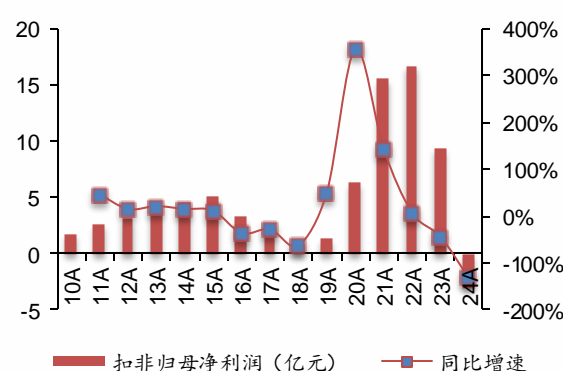
2010-2024年收入及增速



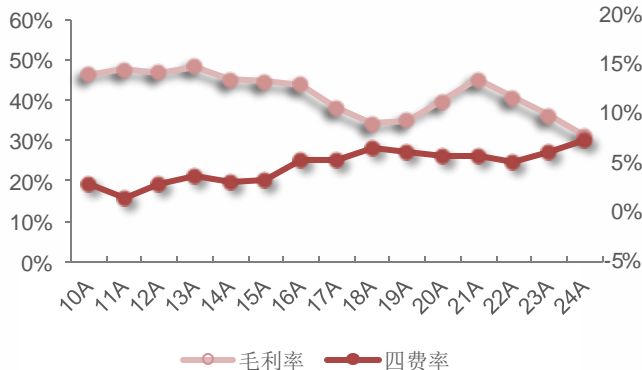
2010-2024年归母净利润及增速



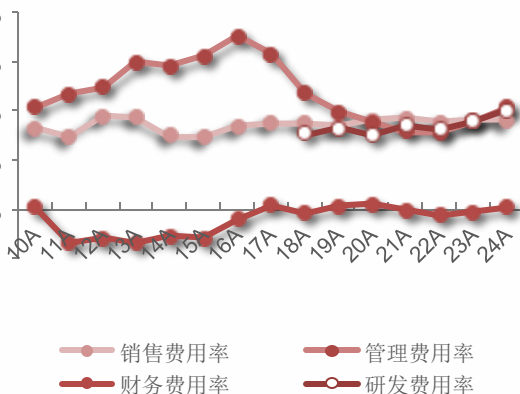
2010-2024年扣非归母净利润及增速



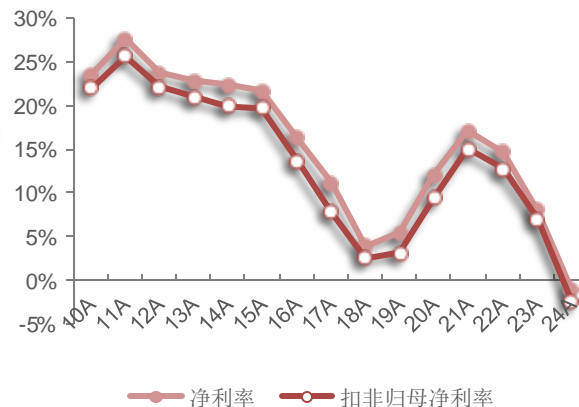
2010-2024年毛利率与四费率变化趋势



2010-2024年期间费用率变化趋势



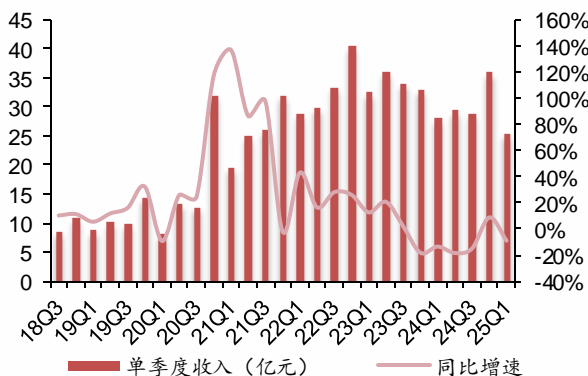
2010-2024年净利率变化趋势



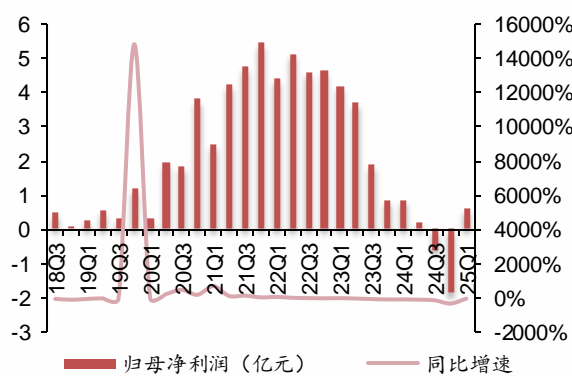
制药设备及耗材板块2024年报&2025年一季报总结

单季度表现

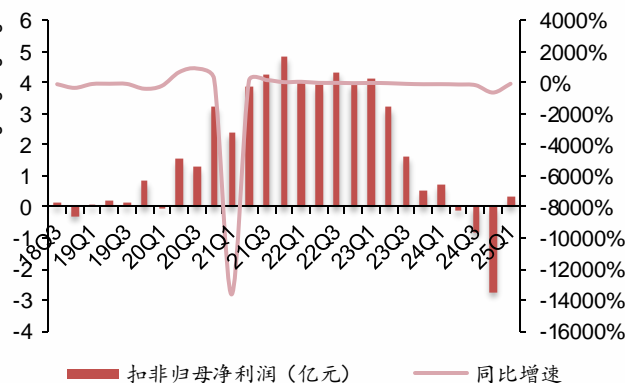
18Q3~25Q1收入及增速



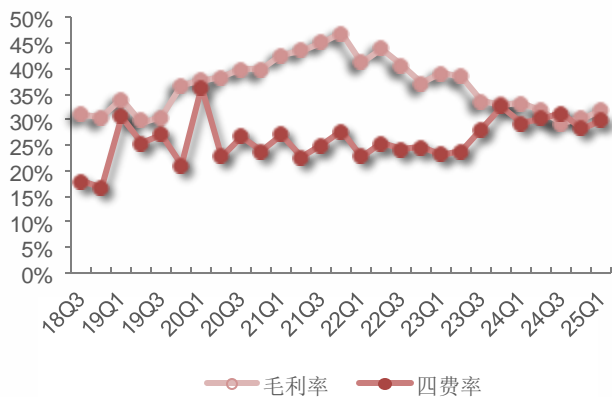
18Q3~25Q1归母净利润及增速



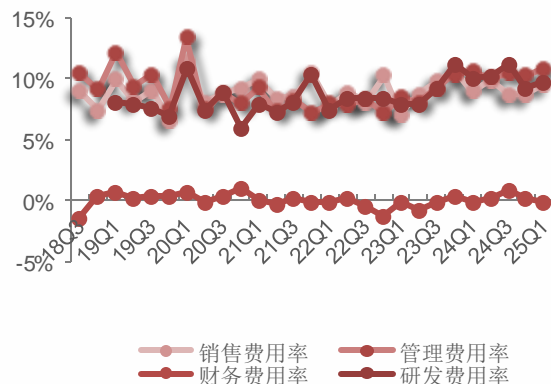
18Q3~25Q1扣非归母净利润及增速



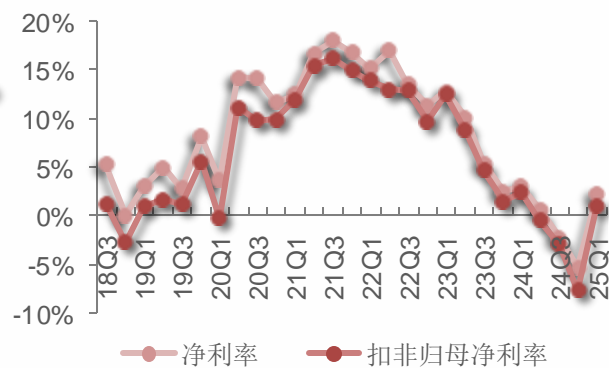
18Q3~25Q1毛利率与四费率变化趋势



18Q3~25Q1期间费用率变化趋势



18Q3~25Q1净利率变化趋势



制药设备及耗材板块2024年报&2025年一季报总结

制药设备及耗材板块成分股

(按市值排序)

成分股增速	2024		2025/5/4	收入同比增量	归母净利润同比增量	研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	市值	2025Q1	2025Q1	2025Q1	占比	2025Q1	占比	2025Q1	占比	2025Q1	占比
楚天科技	-15%	-243%	44.0	3)	0.12	95.30	8.8%	130.84	12.1%	102.10	9.4%	22.89	2.1%
东富龙	-11%	-68%	90.0	1)	(0.45)	79.35	7.0%	64.48	5.7%	128.52	11.3%	(20.30)	-1.8%
纳微科技	33%	21%	90.3	1)	0.12	45.69	24.2%	36.13	19.2%	25.84	13.7%	0.17	0.1%
泰林生物	29%	-34%	21.2	0)	(0.02)	14.93	22.3%	7.69	11.5%	7.91	11.8%	(2.42)	-3.6%
奥浦迈	22%	-61%	47.0	0)	(0.05)	12.11	14.5%	6.11	7.3%	13.70	16.4%	(3.77)	-4.5%

疫苗板块2024年报&2025年一季报总结

- **2024年报及2025一季报总结**：2024年疫苗板块(10家样本公司)实现收入399亿元(-46.2%)，归母净利润36亿元(-72.2%)。单季度看，24Q1/Q2/Q3/Q4/25Q1单季度收入同比增速分别为-15%/-42.6%/-56.7%/-66.3%/-67.3%，归母净利润同比增速分别为-52.1%/-59.6%/-78.6%/-143.8%/-111.9%。收入端来看，主要贡献仍然为HPV疫苗，以智飞生物代理的9价HPV疫苗为主，24年受行业整体以及竞争格局日益加剧影响，以及市场推广销售工作不及预期等因素，行业整体业绩承压。利润端下滑主要因智飞、万泰HPV疫苗以及其他部分厂商新生儿疫苗销售下滑所致。从盈利能力来看，2024年板块毛利率为46% (+1.9pp)，四费率为33.3% (+11.4pp)，净利率为9.0% (-8.5pp)。2025Q1板块毛利率为53.3% (+15.9pp)，净利率为-5.0% (-18.5pp)，四费率为52.5% (+33.7pp)，25Q1板块净利率同比下降主要因智飞生物利润转亏及费用率提高所致。
- **重磅品种有望放量，关注传统品种边际改善预期**。1) 重磅品种：根据智飞生物与GSK采购合同数据，2024年智飞生物销量预计为GSK 2023年销量的三倍，且2025-2026年保持+100%/+50%增速。百克生物产品销售推广持续进行，预计也将保持增长。2) 传统品种边际改善：狂苗与破苗均涉及院内渠道接种，所以受医疗反腐影响，短期发货周期有所递延，主要消化渠道库存为主。因此我们认为此类较刚需品种基本面有望改善。3) 国产替代品种陆续上市，有望重塑竞争格局。
- **关注在研管线上市节奏催化**。在研管线方面，HPV疫苗目前已有10余款品种在研，但国产HPV疫苗普遍预计将于2025年后陆续上市。肺炎球菌疫苗中，15价肺炎疫苗智飞生物进展最快，康希诺的PBPV疫苗目前已完成临床I期。欧林生物全球创新品种金黄色葡萄球菌疫苗目前已经进入三期临床，预计2025年获批上市。
- **主要标的**：康希诺、康泰生物、欧林生物、百克生物、康华生物、华兰疫苗、金迪克、华北制药、智飞生物、万泰生物、成大生物等。
- **风险提示**：疫苗销售不及预期；竞争格局加剧；人群接种意愿变化风险。

疫苗板块2024年报&2025年一季报总结

2024年报及2025一季报器械板块关键财务数据：

- 2024年及2025Q1疫苗板块总结：**2024年疫苗板块(10家样本公司)实现收入399亿元(-46.2%)，归母净利润36亿元(-72.2%)。单季度看，24Q1/Q2/Q3/Q4/25Q1单季度收入同比增速分别为-15%/-42.6%/-56.7%/-66.3%/-67.3%，归母净利润同比增速分别为-52.1%/-59.6%/-78.6%/-143.8%/-111.9%。收入端来看，主要贡献仍然为HPV疫苗，以智飞生物代理的9价HPV疫苗为主，24年受行业整体以及竞争格局日益加剧影响，以及市场推广销售工作不及预期等因素，行业整体业绩承压。利润端下滑主要因智飞、万泰HPV疫苗以及其他部分厂商新生儿疫苗销售下滑所致。
- 从盈利能力来看，**2024年板块毛利率为46% (+1.9pp)，四费率为33.3% (+11.4pp)，净利率为9.0% (-8.5pp)。2025Q1板块毛利率为53.3% (+15.9pp)，净利率为-5.0% (-18.5pp)，四费率为52.5% (+33.7pp)，25Q1板块净利率同比下降主要因智飞生物利润转亏及费用率提高所致。

疫苗板块2020-25Q1关键财务数据(累计)

(亿元)	20A	21A	22A	23A	24A	25Q1
营收	306	508	647	742	399	47
yoy	58%	66%	27%	15%	-46%	-67%
归母净利润	85	167	150	129	36	-2
yoy	80%	96%	-10%	-14%	-72%	-112%
毛利率	63%	63%	56%	44%	46%	53%
净利率	29%	33%	24%	17%	9%	-5%
销售费用率	21%	15%	17%	13%	18%	25%
管理费用率	4%	3%	3%	3%	6%	10%
财务费用率	0%	0%	0%	0%	0%	1%
研发费用率	5%	6%	7%	6%	10%	16%

疫苗板块24Q1-25Q1关键财务数据(单季度)

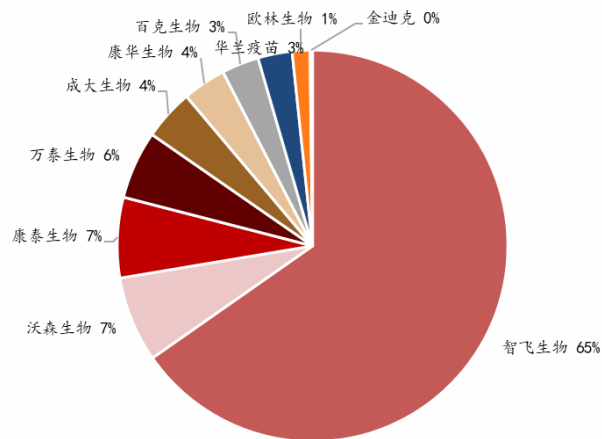
(亿元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
营收	143	105	89	63	47
yoy	-15%	-43%	-57%	-66%	-67%
归母净利润	19	15	8	-6	-2
yoy	-52%	-60%	-79%	-144%	-112%
毛利率	37%	47%	55%	52%	53%
净利率	14%	14%	9%	-10%	-5%
销售费用率	10%	16%	26%	30%	25%
管理费用率	4%	5%	6%	11%	10%
财务费用率	0%	0%	0%	0%	1%
研发费用率	6%	10%	10%	17%	16%

疫苗板块2024年报&2025年一季报总结

2024年智飞生物仍为板块业绩主要贡献者

- 2024年疫苗板块(10家样本)收入实现**正增长**的有**1家**，占比**10%**，无**超过30%增长**的公司；归母净利润实现**正增长**的有**1家**，占比**10%**。欧林生物24年实现收入增长19%，利润增长18%。
- 从**收入贡献**看，智飞生物占比**65%**；从**归母净利润贡献**看，智飞生物占比**54%**；智飞仍为板块收入、利润的主要贡献者。

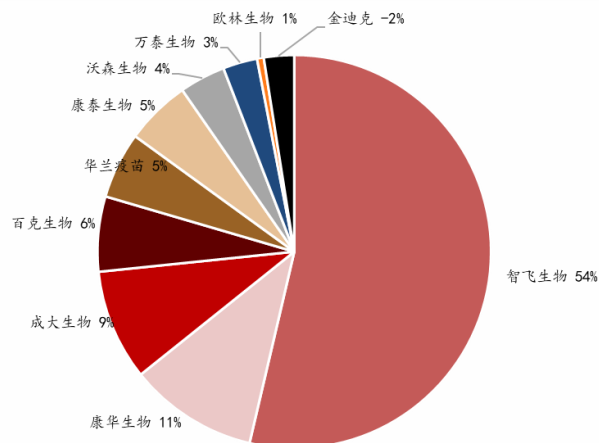
24年收入前十占比



子板块24年业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-46.2%	0	0	1	9
占比		0%	0%	10%	90%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-72.2%	0	0	1	9
占比		0%	0%	10%	90%

24年归母净利润前十占比

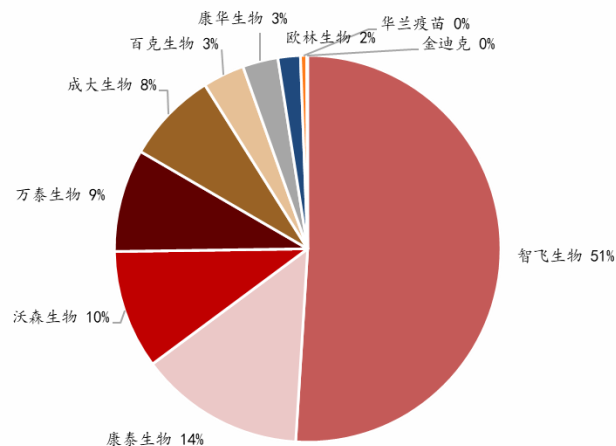


疫苗板块2024年报&2025年一季度报总结

2025Q1智飞生物仍为板块收入主要贡献者，利润转亏

- 2025Q1疫苗板块(10家样本)收入实现**正增长**的有**2家**，占比**20%**，**30%增长**的公司有**1家**；归母净利润实现**正增长**的有**2家**，占比**20%**。
- 从收入贡献看，智飞生物占比**51%**；从归母净利润贡献看，智飞生物净亏损**3亿元**，对疫苗板块影响较大。

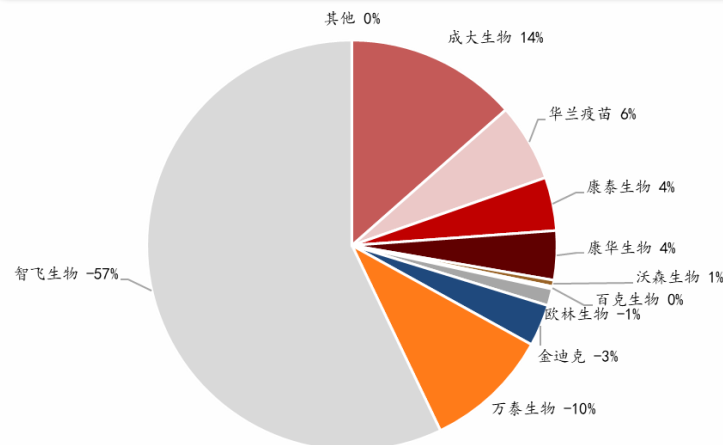
25Q1收入前十占比



子板块25Q1业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-67.3%	0	1	2	8
占比		0%	10%	20%	80%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-111.9%	1	1	2	8
占比		10%	10%	20%	80%

25Q1归母净利润前十占比

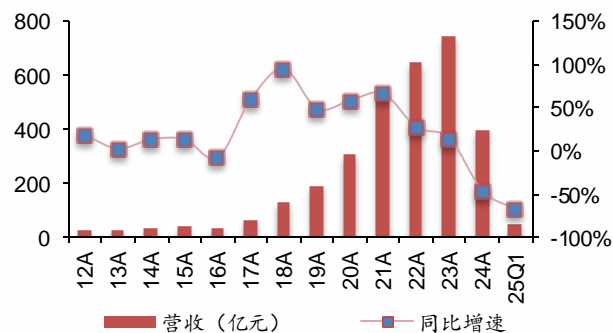


疫苗板块2024年报&2025年一季度报总结

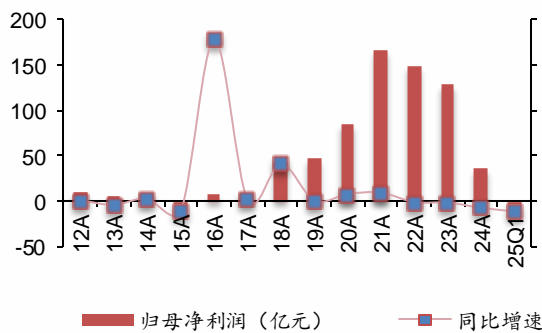
累计：24年智飞、万泰HPV疫苗以及其他部分厂商新生儿疫苗销售下滑

2024年疫苗板块(10家样本公司)实现收入399亿元(-46.2%)，归母净利润36亿元(-72.2%)。2024年板块收入端下滑主要系智飞、万泰HPV疫苗以及其他部分厂商新生儿疫苗销售下滑所致。收入端主要贡献仍然为HPV疫苗，以智飞生物代理的9价HPV疫苗为主。从智飞批签发数据看，代理产品中核心品种HPV疫苗下滑明显，四价HPV疫苗批签发47万支(-95.5%)，九价HPV疫苗批签发3114万支(-14.8%)，五价轮状疫苗批签发551万支(-23.2%)，进口23价肺炎疫苗批签发113万支(-30.9%)，新增代理的GSK重组带状疱疹疫苗实现批签发378万支。

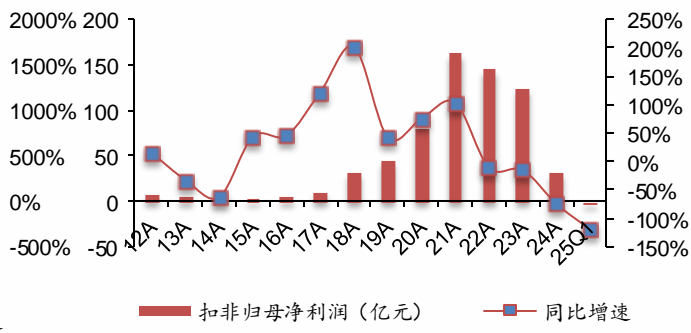
2012-25Q1收入及增速



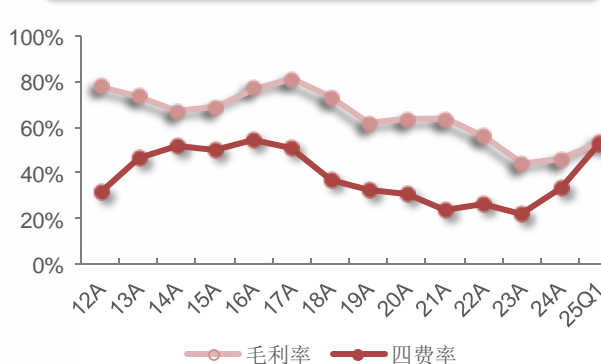
2012-25Q1归母净利润及增速



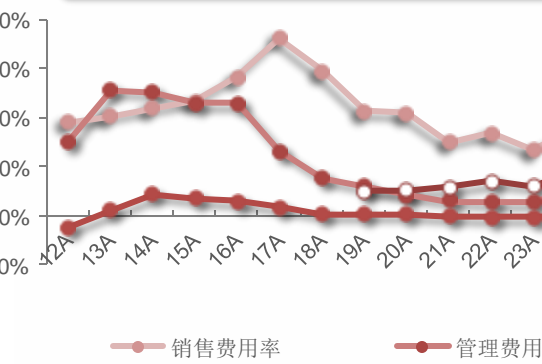
2012-25Q1扣非归母净利润收入及增速



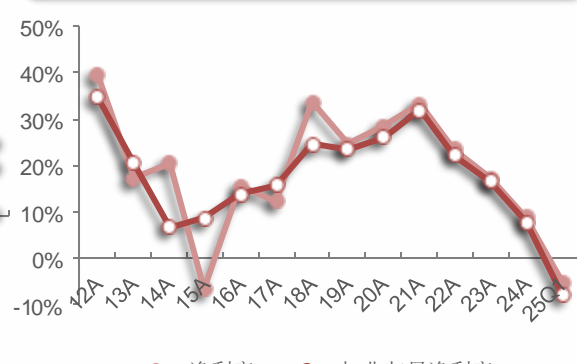
2012-25Q1毛利率与四费率变化趋势



2012-25Q1期间费用率变化趋势



2012-25Q1净利率变化趋势



疫苗板块2024年报&2025年一季度报总结

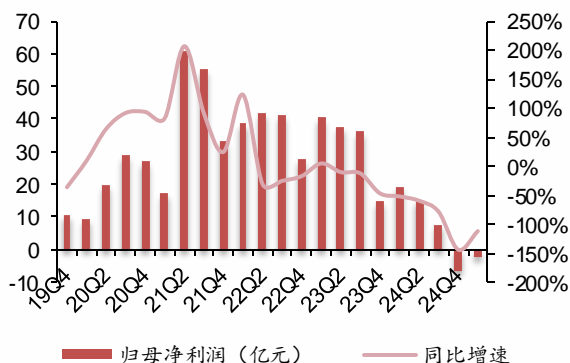
单季度：25Q1疫苗板块业绩承压，智飞利润转亏

2025Q1年疫苗板块实现收入47亿元(-67.3%)，归母净利润-2亿元(-111.9%)。25Q1智飞生物利润转亏，主要因收入端下滑，以及研发销售费用较高，疫苗板块整体承压。

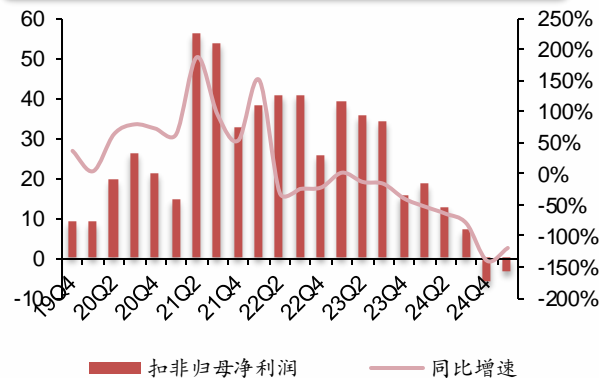
19Q4~25Q1收入及增速（单季度）



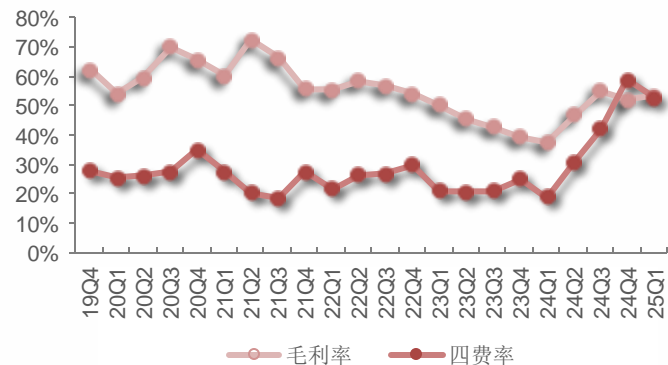
19Q4~25Q1归母净利润及增速（单季度）



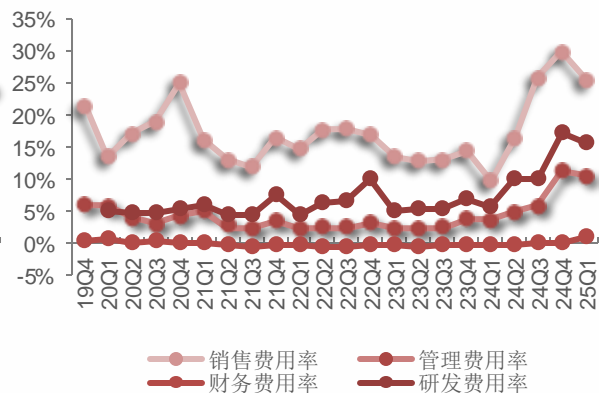
19Q4~25Q1扣非归母净利润及增速（单季度）



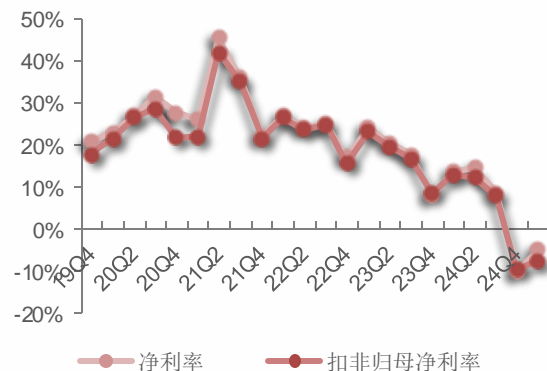
19Q4~25Q1毛利率与四费率变化趋势



19Q4~25Q1期间费用率变化趋势



19Q4~25Q1净利率变化趋势



疫苗板块2024年报&2025年一季报总结

在研管线——短期关注重磅品种上市催化，长期看国内企业存在fic/me-better弯道超车可能

HPV疫苗：国产HPV疫苗普遍预计将于2025年后陆续上市。

肺炎球菌疫苗：康希诺13价肺炎已于25年2月获批上市，智飞15价肺炎预计2025年后上市

带状疱疹疫苗：百克生物已于2023年初获批上市。

金葡菌疫苗：欧林生物预计2026年后上市

其他创新品种如RSV疫苗、诺如疫苗国内企业也在持续布局。

公司名称	技术路线	临床进展	预计获批时间
百克生物	减毒活疫苗	已上市	
上海所	减毒活疫苗	II期	---
中慧元通/怡道生物	重组蛋白（CHO细胞）	I期	---
长春祈健	减毒活疫苗	临床批件取得	---
智飞生物	重组蛋白（CHO细胞）	临床批件取得	---
康希诺	重组蛋白	临床前	---
沃森生物/艾博生物	mRNA	临床前	---

公司	产品	临床进展	最新进展日期	预计获批时间
万泰生物	九价HPV（大肠埃希菌）	提交NDA	2024/08	2025年
	二价HPV	已上市	2020/05	
沃森生物	二价HPV	已上市	2022/3/24	
	九价HPV(毕赤酵母)	I期	2020/12/3	2026-2027
上海博唯	四价HPV（汉逊酵母）	III期	2021/11/4	
	九价HPV（汉逊酵母）	III期	2021/6/2	2026
中生集团	四价HPV（汉逊酵母）	III期	2019/4/30	
	11价HPV（汉逊酵母）	II期	2020/7/8	
康乐卫士	三价HPV（大肠杆菌）	III期	2020/12/3	
	九价HPV（大肠埃希菌）	III期	2021/9/14	
瑞科生物	重组九价HPV（汉逊酵母）	III期	2021/7/28	2025-2026
	重组二价（16/18）HPV疫苗	I期	2022/5/4	
	重组二价（6/11）HPV疫苗	I期	2022/5/4	
	第二代重组四价HPV疫苗	临床前	2022/5/4	
诺宁生物/神州细胞	第二代重组九价HPV疫苗	临床前	2022/5/4	
	14价HPV（昆虫细胞）	II期	2021/10/29	
上海所	四价HPV（毕赤酵母）	II期	2021/9/24	

产品	公司	临床进展	最新进展日期	预计获批时间
13价肺炎球菌结合疫苗	康希诺	III期	2021/4/13	已获批，25.2
	兰州所	III期	2019/9/19	
	科兴中维	I期	2018/4/10	
	成都安特金	I期	2020/4/21	
	江苏坤力	I期	2021/7/27	
	艾美卫信	I期	2021/1/26	
	康泰生物	已上市	2021/10	
	沃森生物	已上市	2020/3/30	
15价肺炎球菌结合疫苗	辉瑞	已上市	2016国内获批	
	智飞生物	III期	2021/7/16	2025年后
23价肺炎球菌多糖疫苗	智飞生物	完成临床	2017/12/20	
	康泰生物	已上市	2014/5/9	
	科兴中维	IV期	2021/7/5	
华安科创	I期	2020/9/8		

疫苗板块2024年报&2025年一季报总结

疫苗板块成分股 (24A及25Q1)

(四费用单位为百万元)

成分股	24A		市值 (亿元)	营收同比增量		归母净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润		24A	24A	24A	占比	24A	占比	24A	占比	24A	占比		
万泰生物	-59%	-91%	828	(3265)	(1141)	886	39.5%	438	19.5%	347	15.5%	(58)	-2.6%		
智飞生物	-51%	-75%	451	(26048)	(6051)	971	3.7%	2651	10.2%	394	1.5%	109	0.4%		
沃森生物	-31%	-66%	160	(1292)	(277)	597	21.1%	979	34.7%	422	14.9%	(57)	-2.0%		
康泰生物	-24%	-77%	152	(826)	(660)	508	19.2%	887	33.5%	372	14.0%	26	1.0%		
成大生物	-4%	-26%	104	(74)	(123)	283	16.9%	421	25.1%	237	14.1%	(54)	-3.2%		
华兰疫苗	-53%	-76%	95	(1283)	(654)	163	14.4%	501	44.5%	81	7.2%	(7)	-0.6%		
百克生物	-33%	-54%	85	(596)	(269)	156	12.7%	475	38.6%	113	9.2%	(4)	-0.3%		
康华生物	-9%	-22%	67	(146)	(111)	132	9.2%	547	38.2%	111	7.8%	(9)	-0.6%		
欧林生物	19%	18%	65	93	3	134	22.8%	303	51.4%	86	14.7%	10	1.7%		
金迪克	-40%	-32%	15	(54)	(23)	34	41.6%	45	56.3%	73	90.7%	1	0.7%		

成分股	25Q1		市值 (亿元)	营收同比增量		归母净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润		25Q1	25Q1	25Q1	占比	25Q1	占比	25Q1	占比	25Q1	占比		
万泰生物	-47%	-142%	828	(352)	(178)	139	34.6%	103	25.8%	93	23.2%	(6)	-1.6%		
智飞生物	-79%	-121%	451	(9021)	(1763)	227	9.6%	430	18.1%	88	3.7%	66	2.8%		
沃森生物	-23%	-81%	160	(137)	(11)	67	14.5%	164	35.6%	71	15.3%	(11)	-2.3%		
康泰生物	43%	-59%	152	194	(32)	121	18.7%	208	32.2%	83	12.9%	7	1.1%		
成大生物	-2%	-11%	104	(6)	(9)	52	14.5%	88	24.6%	53	14.6%	(11)	-3.1%		
华兰疫苗	-29%	-15%	95	(10)	(6)	22	91.1%	15	60.2%	8	32.7%	0	0.1%		
百克生物	-40%	-98%	85	(108)	(60)	37	22.7%	74	45.4%	31	18.9%	0	0.1%		
康华生物	-56%	-86%	67	(173)	(129)	25	18.2%	56	40.6%	23	17.0%	(0)	-0.3%		
欧林生物	24%	73%	65	17	19	29	33.3%	42	47.9%	23	26.0%	4	4.1%		
金迪克	-31%	18%	15	(2)	4	8	217.7%	4	103.9%	15	421.8%	0	4.6%		

- 10家疫苗公司样本选择标准：1) 根据申万行业疫苗分类选择；2) 剔除了2024年后上市公司；3) 剔除了疫苗收入占比小于50%的公司；4) 剔除了受新冠疫苗影响较大的公司。

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司
评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业
评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	欧若诗	销售经理	18223769969	ors@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	李嘉隆	销售经理	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	龚怡芸	销售经理	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售经理	15905851569	jyj@swsc.com.c
	汪艺	高级销售经理	13127920536	wyfy@swsc.com.cn				
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王一菲	高级销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	高级销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com
	姚航	资深销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	林哲睿	销售经理	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	yangju@swsc.com.cn				