

行业投资评级

强于大市 | 维持

行业基本情况

收盘点位	8770.86
52周最高	9323.49
52周最低	6764.34

行业相对指数表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师：盛丽华
SAC 登记编号：S1340525060001
Email: shenglihua@cnpsec.com

近期研究报告

《基药目录调整工作有望继续推进，关注中药品种调增机会》 - 2025.09.22

生物行业报告 (2025.09.22-2025.09.26)

关税实际影响小，下跌为创新药加仓良机

● 本周主题

美加关税受到市场关注。近日，特朗普通过社媒宣布自2025年10月1日起美国将对所有品牌或专利药品征收100%的关税，除非某公司正在美国建造其制药厂。“正在建造”的定义是“破土动工”和/或“在建”。因此，如果这些药品已经开始建设，则无需缴纳关税。

从政策思路上来说，本次加关税和此前的232调查的意图一致，主旨还是促进美国制造业回流，一定程度也和最惠国政策有关系，但事后来看落地节奏并不快，参考此前生物安全法案可能仍需多部门协调配合。从现状来看，目前各大MNC早已响应特朗普政府的要求，未来均有明确在美建厂的计划，落地影响预计很小。从政策细节来看，主要针对品牌专利药，一方面目前国内药厂在美国有较大销售的品种很少（百济有自己工厂），另一方面BD目前较难受关税制约。因此本次加关税更多影响情绪，对基本面影响不大。

● 本周行情回顾

本周(2025年9月22日-9月26日)，A股申万医药生物下跌2.2%，板块整体跑输沪深300指数3.27pct，跑输创业板指数4.16pct。在申万31个一级子行业中，医药板块周涨跌幅排名为第26位。恒生医疗保健指数下跌2.76%，板块整体跑输恒生指数1.19pct。在恒生12个一级子行业中，医疗保健行业周涨跌幅排名为第9位。

● 行业观点

1、创新药：近期创新药板块持续调整，一方面消化前期涨幅，另一方面BD催化剂较少，博弈情绪退坡。我们认为调整已基本到位，仍建议基于中长期产业发展逻辑维持或增加创新药资产的仓位，从竞争格局、临床数据以及团队能力等多方面入手，精选真正优质、有成长空间的个股。建议关注信达生物、三生制药、科伦博泰生物、康方生物、石药集团、康诺亚、迈威生物、君实生物、基石药业、乐普生物、荃信生物、映恩生物、德琪医药等。

2、医疗器械：本周国家医保局发布第十一批国家组织药品集中采购文件，其中提到要优化价差，控制“锚点”。为保证公平，本次集采继续对中选价差作一定控制。同时，为防范个别企业报出异常低价“熔断”其他正常报价的企业，导致整个品种的中选价过低，本次集采优化了价差控制“锚点”的选择，不再简单选用最低报价。我们认为此文件表明国家在医药领域“反内卷”的贯彻执行，未来除了在药品领域，器械领域的相关集采优化规则也有望逐步推出，有望利好整个国内器械医疗行业，尤其是过去受集采对估值有直接压制的标的，如心脉医疗、南微医学、安杰思、新产业、安图生物、亚辉龙等。

● **风险提示：**竞争加剧风险；地缘政治风险；政策风险等。

目录

1	关税实际影响小，下跌为创新药加仓良机.....	4
2	行业观点及投资建议.....	4
2.1	行情回顾.....	4
2.2	近期观点.....	5
3	板块行情.....	9
3.1	本周生物医药板块走势.....	9
3.2	医药板块整体估值.....	10
4	风险提示.....	11

图表目录

图表 1: 本周申万医药指数走势	5
图表 2: 本周生物医药子板块涨跌幅	5
图表 3: 本周申万各大子板块涨跌幅	9
图表 4: 本周恒生各大子板块涨跌幅	9
图表 5: A 股医药生物公司本周涨跌幅 TOP5	10
图表 6: 港股医药生物公司本周涨跌幅 TOP5	10
图表 7: 2010 年至今医药板块整体估值溢价率	11
图表 8: 2010 年至今医药各子行业估值变化情况	11

1 关税实际影响小，下跌为创新药加仓良机

事件：近日，特朗普通过社媒宣布自 2025 年 10 月 1 日起美国将对所有品牌或专利药品征收 100% 的关税，除非某公司正在美国建造其制药厂。“正在建造”的定义是“破土动工”和/或“在建”。因此，如果这些药品已经开始建设，则无需缴纳关税。

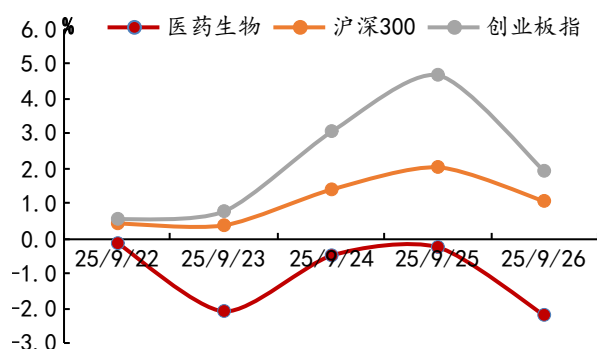
观点：从政策思路上来说，本次加关税和此前的 232 调查的意图一致，主旨还是促进美国制造业回流，一定程度也和最惠国政策有关系（不久前特朗普政府与各大药企进行了数周的密集会议），但事后来看落地节奏并不快，参考此前生物安全法案可能仍需多部门协调配合。从现状来看，目前各大 MNC 早已响应特朗普政府的要求，未来均有明确在美建厂的计划，落地影响预计很小。从政策细节来看，主要针对品牌专利药，一方面目前国内药厂在美国有较大销售的品种很少（百济有自己工厂），另一方面 BD 目前较难受关税制约。因此本次加关税更多影响情绪，对基本面影响不大。

2 行业观点及投资建议

2.1 行情回顾

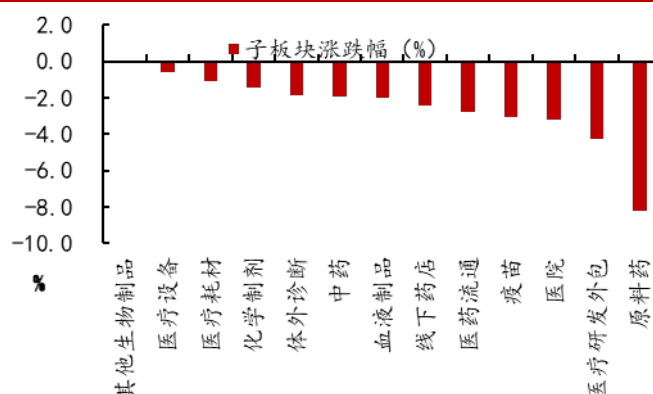
本周（2025 年 9 月 22 日-9 月 26 日），A 股申万医药生物下跌 2.2%，板块整体跑输沪深 300 指数 3.27pct，跑输创业板指 4.16pct。在申万 31 个一级子行业中，医药板块周涨跌幅排名为第 26 位。本周申万医药子板块中，其他生物制品板块涨跌幅排名第一，上涨 0.05%；原料药板块表现相对较差，本周下跌 8.22%。

图表1：本周申万医药指数走势



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：本周生物医药子板块涨跌幅



资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.2 近期观点

1、创新药：关税实际影响小，下跌为加仓良机

近期创新药板块持续调整，一方面消化前期涨幅，另一方面 BD 催化剂较少，博弈情绪退坡。我们认为调整已基本到位，仍建议基于中长期产业发展逻辑维持或增加创新药资产的仓位，从竞争格局、临床数据以及团队能力等多方面入手，精选真正优质、有成长空间的个股。建议关注信达生物、三生制药、科伦博泰生物、康方生物、石药集团、康诺亚、迈威生物、君实生物、基石药业、乐普生物、荃信生物、映恩生物、德琪医药等。

2、CXO：行业景气度逐步恢复，盈利能力有望提升

CDMO 板块：我们仍看好后续行业景气度持续提升的趋势，主要基于 1) 海外需求已呈现明确拐点，叠加美国即将迎来降息周期，需求端有望进一步释放；2) 多肽、ADC 等新疗法份额持续提升，带动商业化需求扩容，国内 CDMO 的产业优势显著。

CRO 板块：国内创新药景气度基本见底，后续研发需求有望兑现到 CRO 行业业绩；供给端竞争降价情况也已趋稳，静待未来盈利能力逐渐修复。

建议关注：药明康德、康龙化成、泰格医药等。

3、科研服务：国内景气度有望起底反转

我们仍看好科研服务板块后续投资机会，尤其是行业壁垒较高、自身具备较强竞争优势的细分龙头，主要基于 1) 国内外医药行业景气度逐步恢复，将逐步传导导致上游科研服务的需求端；2) 下行周期中行业洗牌基本完成，利润率已深度调整，未来需求回暖利润修复弹性大；3) 产业逻辑仍在，国产替代与新疗法商业化带来前端订单放量的空间巨大。

建议关注：百普赛斯、奥浦迈、药康生物等。

4、生物制品：关注产品放量、在研管线数据或 BD 预期引发的估值重估机会

血制品：目前血制品的景气度处于下行周期，价格面临压力。中长期关注行业龙头天坛生物。

疫苗：整体受新生儿数量下降、存量市场消化和产品格局恶化，行业增长出现乏力，关注金黄色葡萄球菌疫苗关键 III 数据揭盲的欧林生物。

其他：主要关注核心产品放量机会和产品数据或 BD 预期引发的估值重估机会。

建议关注：血制品（天坛生物）；疫苗（欧林生物）、神州细胞、安科生物、我武生物、甘李药业、特宝生物等。

5、医疗器械：医保局表态不再简单选用最低报价，下半年业绩有望迎来拐点

本周国家医保局发布第十一批国家组织药品集中采购文件，其中提到要优化价差，控制“锚点”。为保证公平，本次集采继续对中选价差作一定控制。同时，为防范个别企业报出异常低价“熔断”其他正常报价的企业，导致整个品种的中选价过低，本次集采优化了价差控制“锚点”的选择，不再简单选用最低报价。

根据测算，当“最低价”低于“入围均价的 50%”时，将以“入围均价的 50%”为价差控制的锚点。对第 7-10 批集采 200 余个品种的报价情况进行模拟，在最高报价与最低报价大于 1.8 倍的品种中，如按现有规则，有 1/4 左右的品种触发调高“锚点”，相对于最低报价，平均调高 34%，最大调高 170%，将有效发挥“反内卷”的作用。

虽然本次是针对药品集采领域的“反内卷”文件，我们认为能体现国家对整体医药行业“反内卷”的趋势。

2025 年 3 月，河南医保局在 CT 集采项目中引入 “投标价低于预算 45%” 的异常低价警戒线。

2025 年 7 月，《价格法》修正草案征求意见，本质是反内卷、管制价格战，为治理低价无序竞争提供法律依据。

2025 年 7 月，国家发改委企业座谈会，提出推动整治内卷式竞争、促进科技创新。

2025 年 7 月，国家医保局明确集采原则，集采遵循 “稳临床、保质量、防围标、反内卷” 原则，不再简单追求最低价，要求低价企业说明成本合理性。

我们认为此文件表明国家在医药领域“反内卷”的贯彻执行，未来除了在药品领域，医疗器械领域的相关“反内卷”政策和集采规则也有望逐步推出。有望利好整个国内器械医疗行业，尤其是过去受集采对估值有直接压制的标的，如心脉医疗、南微医学和安杰思等。

高耗领域：心脉医疗、南微医学、安杰思、迈普医学、康拓医疗等；

低耗领域：维力医疗、康德莱等；

设备领域：迈瑞医疗、开立医疗、联影医疗等；

IVD 领域：新产业、安图生物、亚辉龙等。

6、医疗服务：看好有外延预期方向，关注消费复苏

方向一：持续扩张及优质资产注入下市占率提升：

1) 受益标的：爱尔眼科：当前收购估值已明显下降，保持每年并购一定数量门店/医院的节奏，行业的中小竞争者经营压力皆提升，公司通过持续并购有望进一步扩大市占率。

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

方向二：关注消费复苏下弹性较大的眼科、口腔行业：眼科受消费力下行影响，一线城市分院业绩下滑更为明显，后续消费复苏弹性较大；口腔基本持平，价格呈现企稳态势，消费复苏下量增带来的弹性大。

7、中药：看好创新驱动、集采/基药政策受益、高基数出清方向

方向一：集采/基药政策受益方向

受益标的：佐力药业、方盛制药等。受益集采有望实现较好以价换量的有佐力药业的乌灵胶囊、方盛制药的藤黄健骨片等品种，以上较大单品凭借集采身份加速医院覆盖。关注基药政策动态，新进入基药目录的药品有望实现加速增长。

方向二：关注积极布局创新研发方向

受益标的：众生药业、康缘药业、天士力、九芝堂、桂林三金等。康缘药业：生物制品 1 类新药三靶点长效减重（降糖）融合蛋白（ZX2021 注射液）、双靶点长效降糖（减重）融合蛋白（ZX2010 注射液）进入 II 期临床。2 个化药 1 类创新药完成 II 期临床入组：氟诺哌齐片（DC20）对应适应症阿尔茨海默病、喹诺利辛片（DC042）对应适应症良性前列腺增生。此外，公司针对脑卒中、多发性骨髓瘤、晚期实体瘤、银屑病等适应症均有化药及生物药产品在研。九芝堂：子公司北京美科开展的干细胞临床试验持续推进。（1）适应症肺泡蛋白沉积症的临床试验已完成 10 例全部受试者的入组；（2）适应症缺血性脑卒中的临床试验已完成 IIa 期 45 例全部受试者入组，IIa 期预计 2026Q2 完成；（3）适应症疗孤独症的临床试验已获得批件，临床启动在即。

方向三：高基数出清的拐点方向

受益标的：以岭药业、贵州三力等。疫情诊疗相关药品高基数影响减弱，库存恢复常态水平，业绩增速有望恢复。

8、医药商业：零售药店行业加速集中

预计行业出清后龙头药房客流将进一步恢复。门诊统筹有望带来业绩增量。此外，零售药店龙头在探索门店经营上求新求变，不断提升市场竞争力，有望在行业加速集中度提升的进程中脱颖而出。我们看好龙头药房凭借其专业化的服务

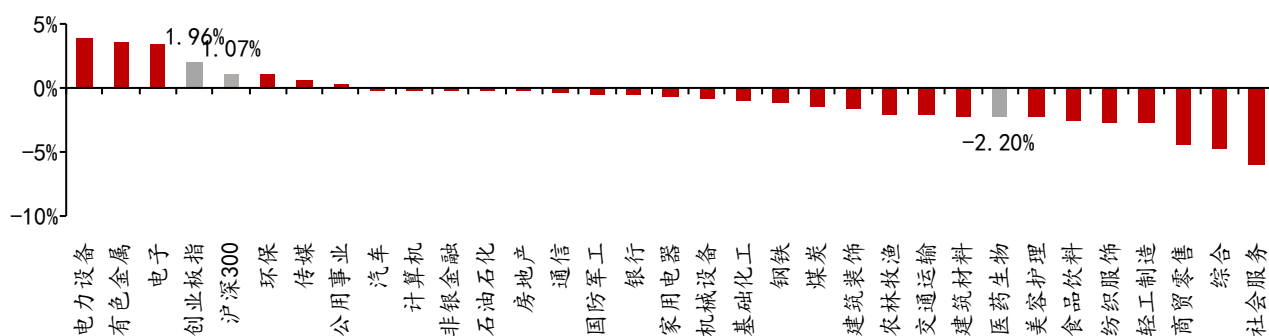
能力、强大的供应链体系、数字化精细化的管理以及内控合规体系在行业整合阶段强者恒强。推荐标的：益丰药房、大参林。

3 板块行情

3.1 本周生物医药板块走势

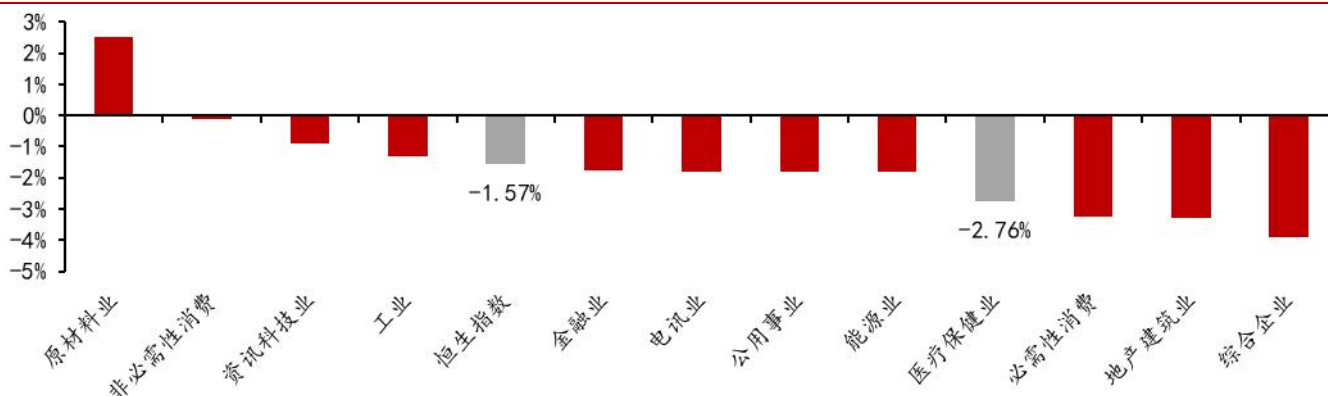
本周（2025 年 9 月 22 日-9 月 26 日），A 股申万医药生物下跌 2.2%，板块整体跑输沪深 300 指数 3.27 pct，跑输创业板指数 4.16 pct。在申万 31 个一级子行业中，医药板块周涨跌幅排名为第 26 位。恒生医疗保健指数下跌 2.76%，板块整体跑输恒生指数 1.19pct。在恒生 12 个一级子行业中，医疗保健行业周涨跌幅排名为第 9 位。

图表3：本周申万各大子板块涨跌幅



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表4：本周恒生各大子板块涨跌幅

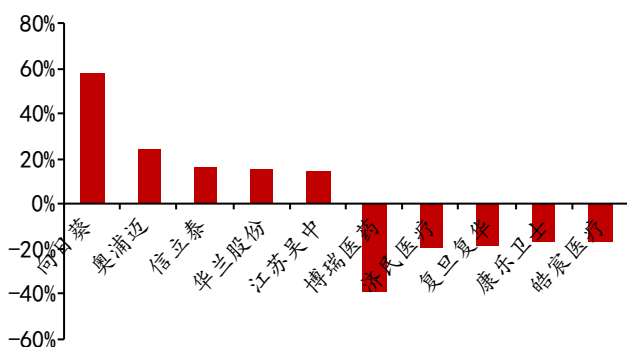


资料来源：Wind，中邮证券研究所

上周，A股申万医药生物行业个股涨幅前五位分别为：向日葵（+57.86%）、奥浦迈（+23.89%）、信立泰（+15.81%）、华兰股份（+15.08%）、江苏吴中（+14.13%）。个股跌幅前五位分别为：博瑞医药（-38.36%）、济民医疗（-19.65%）、复旦复华（-18.52%）、康乐卫士（-16.84%）、皓宸医疗（-16.46%）。

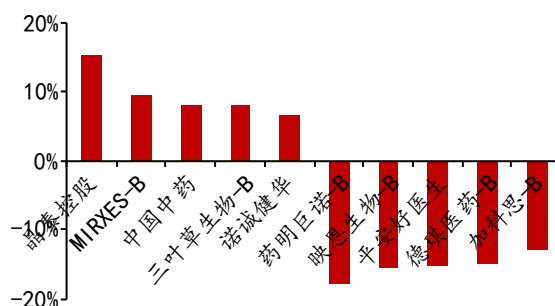
港股方面，上周个股涨幅前五位分别为：晶泰控股（+15.26%）、MIRXES-B（+9.67%）、中国中药（+8.18%）、三叶草生物-B（+8.12%）、诺诚健华（+6.75%）。个股跌幅前五位分别为：药明巨诺-B（-17.67%）、映恩生物-B（-15.42%）、平安好医生（-15.02%）、德琪医药-B（-14.88%）、加科思-B（-12.75%）。

图表5：A股医药生物公司本周涨跌幅 TOP5



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表6：港股医药生物公司本周涨跌幅 TOP5



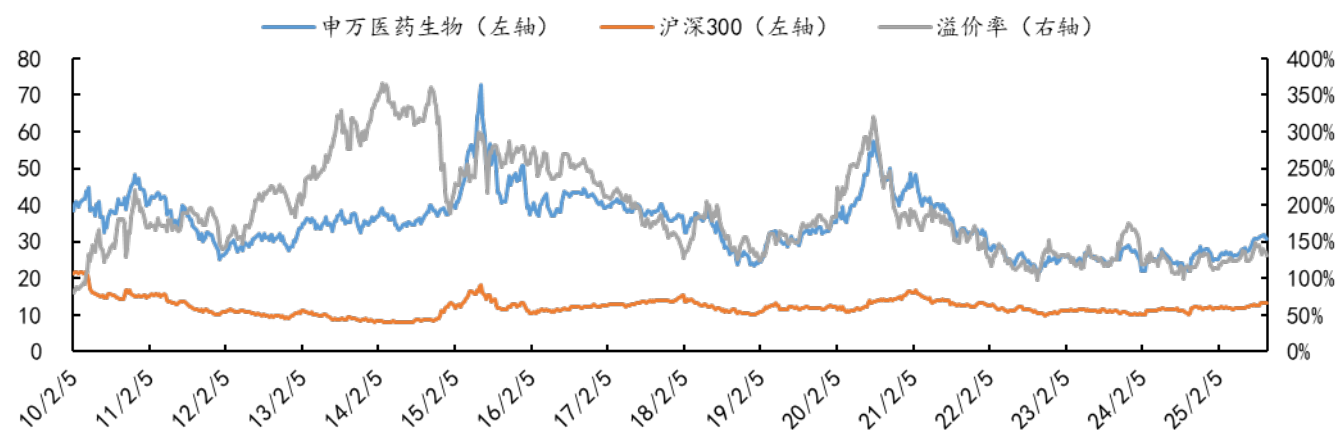
资料来源：Wind，中邮证券研究所

3.2 医药板块整体估值

截止 2025 年 9 月 26 日，申万医药板块整体估值（TTM，整体法，剔除负值）为 30.71，比上周下降 0.47。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 130.89%，环比下降了 4.84 个百分点。

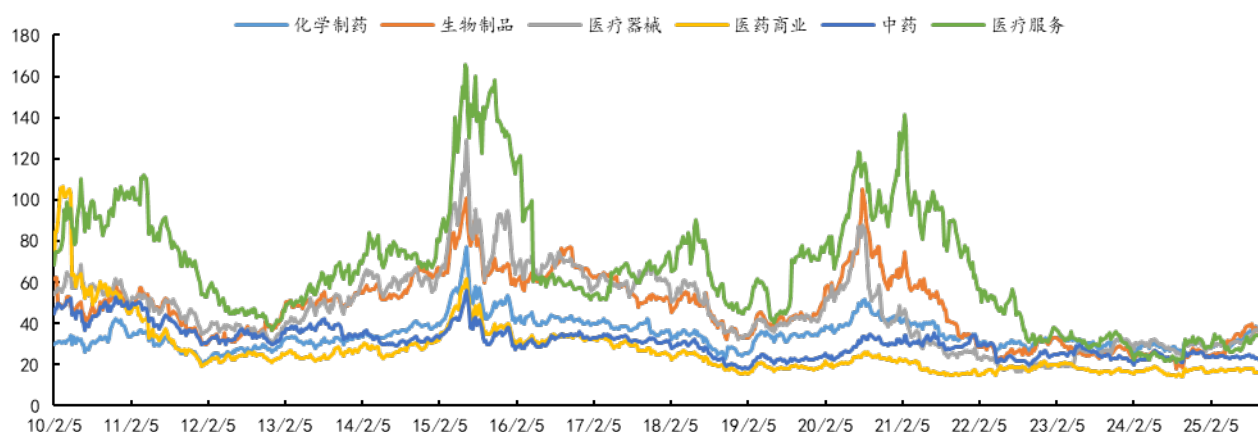
子行业市盈率方面，医疗器械、生物制品和化学制药板块居于前三位，本周医药商业板块估值有所上升，医疗服务和化学制药板块估值下降较大。

图表7：2010 年至今医药板块整体估值溢价率



资料来源：Wind，中邮证券研究所（注：采用 Wind 提取申万医药生物指数 801150.SI 和沪深 300 指数 000300.SH 的市盈率（TTM、剔除负值）计算）

图表8：2010 年至今医药各子行业估值变化情况



资料来源：Wind，中邮证券研究所（注：采用 Wind 板块数据浏览器，提取申万医药生物二级行业的市盈率（TTM 整体法，调整负值）

4 风险提示

创新药研发进度不及预期风险；市场竞争加剧风险；地缘政治风险；政策降价压力超预期风险等。

中邮证券投资评级说明

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

分析师声明

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

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

免责声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

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

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

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

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

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

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

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048