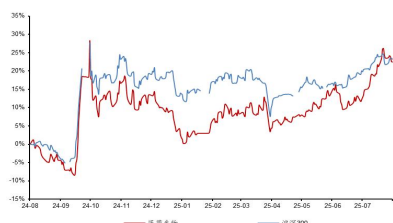


创新药面临分化，持续看好医药板块创新方向（药+械）

行业评级：增持

报告日期：2025-09-14



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangq@hazq.com

相关报告

1. 行业周报：医药本周回调较大，需关注“中药+创新落地的品类”
2024-03-11
2. 行业周报：医药板块处于底部位置，建议加大对医药的配置
2024-07-01
3. 行业周报：AI 破局医药板块
2025-02-16
4. 行业周报：创新板块接力 AI 破局
2025-02-23
5. 行业周报：辅助生殖政策量变引发市场关注，医药板块持续活跃
2025-03-17

主要观点：

■ 本周行情回顾：板块下跌

本周医药生物指数下跌 0.36%，跑输沪深 300 指数 1.75 个百分点，跑输上证综指 1.89 个百分点，行业涨跌幅排名第 30。9 月 12 日（本周五），医药生物行业 PE（TTM，剔除负值）为 29X，位于 2012 年以来“均值-1X 标准差”和“均值-2X 标准差”之间，较 9 月 5 日 PE 下跌 0.3，比 2012 年以来均值（33X）低 4 个单位。本周，13 个医药 III 级子行业中，8 个子行业上涨，5 个子行业下跌。其中，医疗设备为涨幅最大的子行业，上涨 3.02%；化学制剂为涨幅最小的子行业，下跌 2.83%。9 月 12 日（本周五）估值最高的子行业为疫苗，PE（TTM）为 59X。

■ 本周个股表现：A 股近五成个股上涨

本周 494 支 A 股医药生物个股中，263 支上涨，占比 53.24%。

本周涨幅前十的医药股为：振德医疗（41.26%）、浩欧博（27.96%）、济民健康（25.88%）、康为世纪（23.23%）、奥精医疗（20.47%）、天臣医疗（17.76%）、美迪西（16.69%）、荣昌生物（16.52%）、采纳股份（16.01%）、百洋医药（12.81%）。本周跌幅前十的医药股为：悦康药业（-18.40%）、迈威生物（-14.41%）、易瑞生物（-13.96%）、上海谊众（-12.60%）、益方生物（-12.46%）、辰欣药业（-10.83%）、百利天恒（-9.85%）、三生国健（-9.66%）、中科美菱（-8.91%）、微芯生物（-8.69%）。

本周港股 114 支个股中，49 支上涨，占比 42.98%。

■ 周观点：创新药面临分化，持续看好医药板块创新方向（药+械）

本周申万医药指数跑输沪深 300 指数。本周领涨的个股特点是具备事件进展的小市值公司和部分创新药产业链公司；而领跌个股则以前期涨幅较大的创新药公司为主。港股创新药依旧上涨，HSCIH 周下跌 1.45%。

本周的医药板块的变化在于纽约时报刊登的“Trump Weighs Crackdown on Medicines From China”引发了市场对于未来中国创新药的 BD 是否会受到较大影响的思考，在目前新的业绩真空期以及前期部分公司涨幅较大的情况下，引发了部分前期强势个股的下跌。

今年来，我们一直维持医药板块底部的判断，并重点把推荐标的放在了硬科技的创新（创新药、创新器械等），其中创新药变为市场热点，并持续在发酵中，市场很多的非主流公司也因为具备创新药的布局和管线而大涨，并引发市场的更大的关注。我们认为在医药板块，创新的硬科技依旧会是市场的主要方向之一，创新板块包括创新药、创新器械、AI 医疗等，也包括新技术的脑机接口、机器人和干细胞等细分的方向。

在创新药板块引发市场对医药板块关注的同时，我们一方面着眼于创新药标的持续挖掘，接下来我们认为药品公司的思路会聚焦“药

品龙头公司（具备技术平台+大市值）+存量药品业务稳定而有额外新增量如投资参股、BD 等参与了创新（原料药公司参与的创新品种有新进展，例如华海药业、仙琚制药、吉贝尔等）”，也有产品弥补临床治疗空白的标的也值得关注（例如振东制药的阴道用乳杆菌三联活菌胶囊等）；另外一方面也需要关注筹码结构出清而低估值的标的，拉长到 2025 年底维度看，一些标的也相对容易跑出绝对收益（冷门的 IVD、器械等）；创新器械的方向，尤其是脑机接口，随着工信部等七部门《实施意见》对 2027 年时间点的落地指明了产业方向，更需要重点关注。

总体投资思路上，主要分为（1）创新药板块；（2）其他板块的思路和思考。

第一，创新药板块：对应赛道为思路对应的公司，除了覆盖的明确推荐外，均作为行业梳理：核心推荐泽璟制药*、博安生物*、君实生物*，并建议配置医药板块龙头标的。

肿瘤 IO2.0 为创新药核心主线，关注核心资产 BD 机会，创新药大药靶点赛道梳理：

赛道 1：PD-1+抗肿瘤血管生成（PD-1/VEGF）：康方生物 AK112、三生制药 SSGJ707、宜明昂科 IMM2510、君实生物 JS207、荣昌生物 RC148、礼新医药 LM299，以及神州细胞、华海药业等；

• 赛道 2：PD-1+treg 清除机制（PD-1/CTLA4）：康方生物 AK104、和铂医药 HBM4003、宜明昂科 IMM27M（CTLA4 单靶点）、君实生物 JS007、基石药业 CS2009（PD-1/VEGF/CTLA4 三靶点）；

• 赛道 3：PD-1+促进 CD8Tcell 扩增（PD-1/IL-2）：信达生物 IBI363、君实生物 JS213、博安生物 PR201、奥赛康 ASKG322（IL-2 前药 1 期）；

• 赛道 4：PD-1+激活 T 细胞（PD-1/TIGIT）：海外对标阿斯利康（多项 NSCLC 3 期）、泽璟制药 ZG005（PD-1/TIGIT 2 期）、汇宇制药 HY-0007（PD-/TIGIT/IL-15 1 期）；

• 赛道 5：其他解决未满足临床需求的管线：CNS 小分子——绿叶制药 LY03012 等（NET/DAT/GABAAR 三靶点解决抑郁患者自杀倾向）等；TCE——泽璟制药 ZG006 等（CD3/DLL3/DLL3）、和铂医药 HBM7022（CLDN18.2/CD3）、HBM7020（BCMA/CD3 等）；

HIV——艾迪药业长效预防制剂 ACC027 及整合酶抑制剂 ACC017 等产品组合。

• 赛道 6：新技术领域前瞻布局：双抗 ADC——基石药业、康宁杰瑞等；CAR-T——科济药业、云顶新耀；siRNA——石药集团、前沿生物、丽珠集团等；

第二，其他板块的思路和思考：

（1）医疗硬科技：硬设备/硬耗材/创新药，迈瑞医疗*、联影医疗*、开立医疗*、华大智造*、亚辉龙*、爱博医疗*等；惠泰医疗*、迈普医学*等，关注高值耗材相关的标的例如安杰思、南微医学、心脉医疗、微电生理、先健科技等；泽璟制药*、博安生物*、君实生物*、科伦药业*、绿叶制药*、艾迪药业*、亿帆医药*等，同时关注新诺威、

恒瑞医药、康方生物、信达制药；

(2) 医疗消费：眼科、口腔、体检、医美等，爱尔眼科*、通策医疗*、美年健康*、固生堂*、普瑞眼科等、中药 otc（同仁堂*、云南白药*、华润三九*、东阿阿胶*、马应龙、贵州三力*等）、家用器械（可孚医疗*、三诺生物*、英诺特*、鱼跃医疗等）；

(3) 出海（海外业务占比相对较高）：迈瑞医疗*、新产业*、美好医疗*、瑞迈特*、科兴制药*、亿帆医药*、君实生物*、康哲药业*等；关注安杰思、南微医学、九安医疗、凯莱英*、康龙化成、药康生物*、甘李药业*、迈普医学*；

(4) 大国央企医药企业做大做强：天士力*、中国医药、重药控股、环球医疗*、华润三九*、国药控股等标的；

(5) 相对新的技术方向落地（AI、脑机接口、机器人、干细胞等）：AI 医疗相关的标的包括润达医疗、美年健康、迪安诊断、金域医学、固生堂等；脑机接口相关标的包括麦澜德*、诚益通、翔宇医疗、爱朋医疗、三博脑科、爱朋医疗等；机器人相关标的包括天智航、康基医疗、三友医疗*等；干细胞标的包括中源协和、九芝堂等。

■ 风险提示

政策风险，竞争风险，股价异常波动风险。

正文目录

1 本周行情回顾：板块下降	6
2 本周个股表现：A股近五成个股上涨	7
2.1 A股个股表现：近五成个股上涨	7
2.2 港股个股表现：近四成个股上涨	9
3 周观点：创新药面临分化，持续看好医药板块创新方向（药+械）	10
4 本周新发报告	12
4.1 公司点评三诺生物（300298.SZ）：血糖板块稳健增长，欧洲市场出海顺利	12
风险提示	13

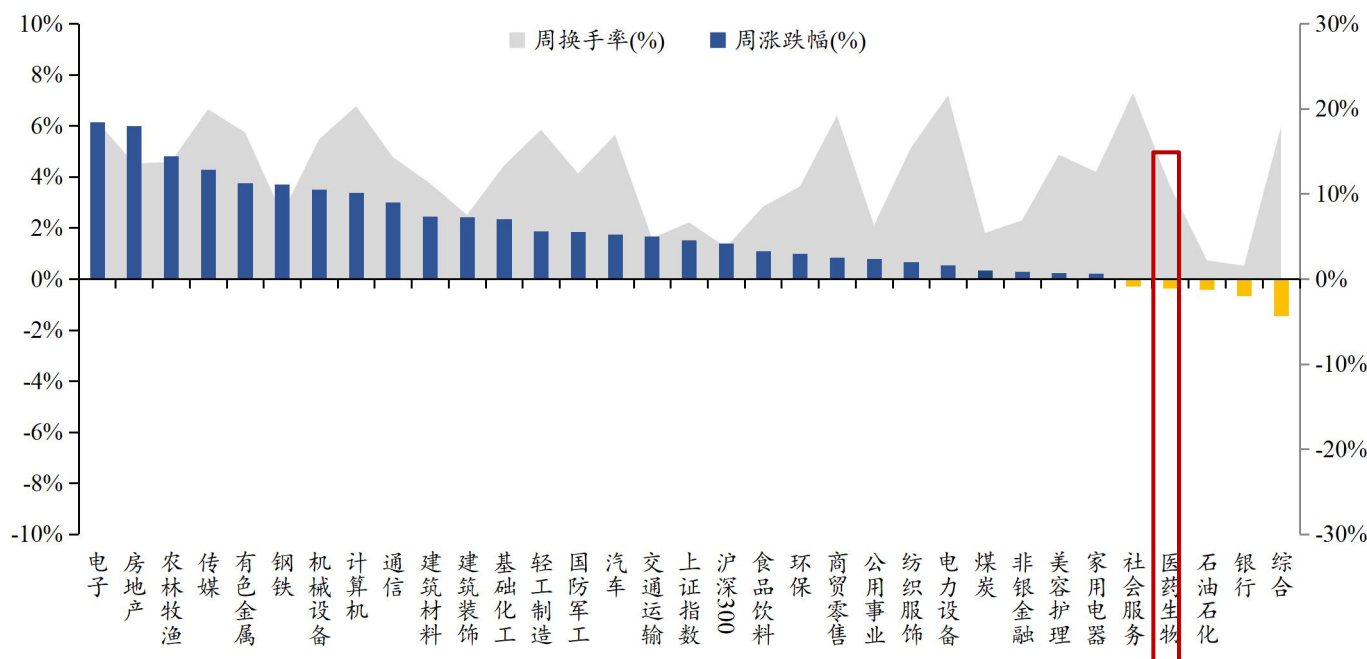
图表目录

图表 1 本周 A 股医药生物行业涨跌表现（本周）	6
图表 2 A 股医药生物行业估值表现（截至 9 月 12 日（本周五））	6
图表 3 A 股医药子行业涨跌及估值表现（本周）	7
图表 4 A 股医药股涨幅前十（本周）	7
图表 5 A 股医药股跌幅前十（本周）	8
图表 6 A 股医药股成交额前十（本周）	8
图表 7 港股医药股涨幅前十（本周）	9
图表 8 港股医药股跌幅前十（本周）	9
图表 9 港股医药股成交额前十（本周）	10

1 本周行情回顾：板块下降

本周医药生物指数下跌 0.36%，跑输沪深 300 指数 1.75 个百分点，跑输上证综指 1.89 个百分点，行业涨跌幅排名第 30。

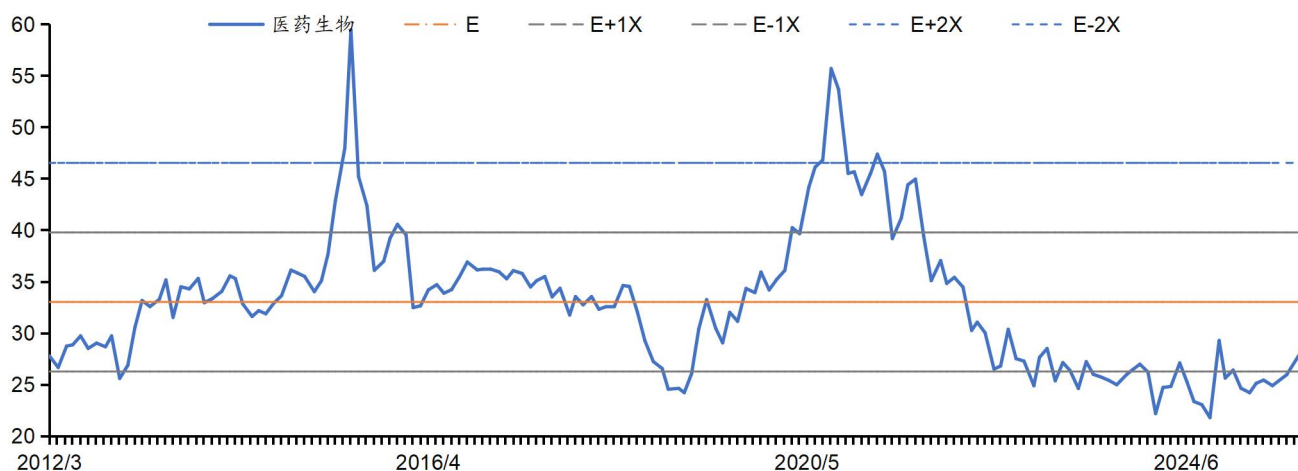
图表 1 本周 A 股医药生物行业涨跌表现（本周）



资料来源：ifind，华安证券研究所。说明：图示数据为申万一级行业数据。

9月12日（本周五），医药生物行业 PE（TTM，剔除负值）为 29X，位于 2012 年以来“均值-1X 标准差”和“均值-2X 标准差”之间，较 9月5日 PE 下跌 0.3，比 2012 年以来均值（33X）低 4 个单位。

图表 2 A 股医药生物行业估值表现（截至 9 月 12 日（本周五））

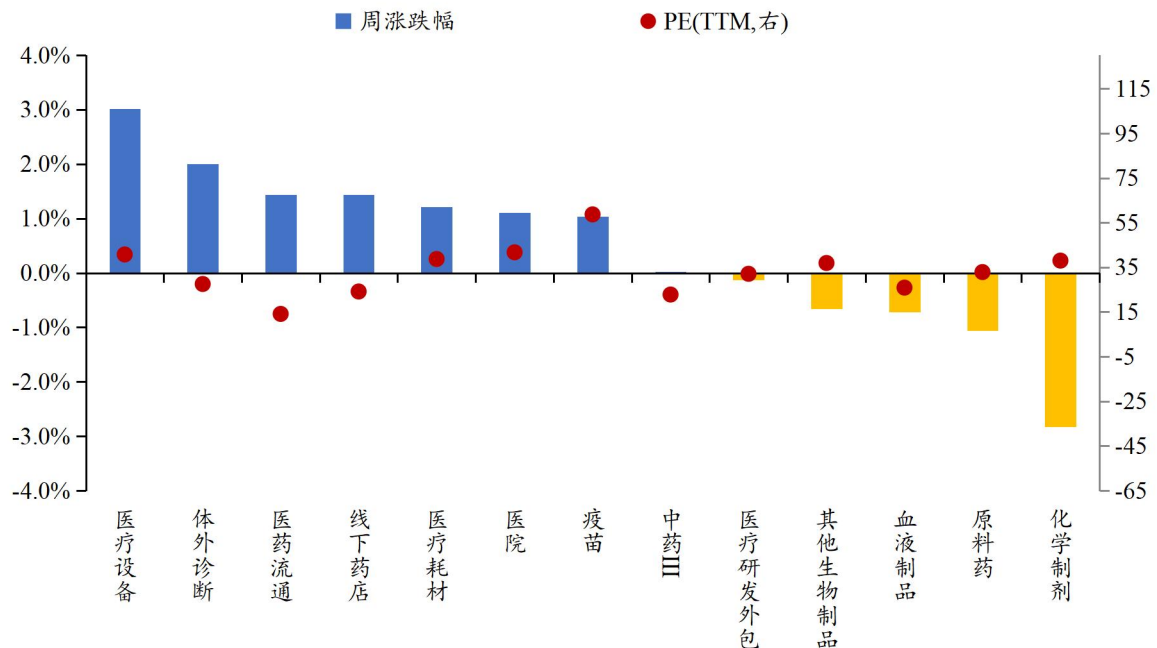


资料来源：ifind，华安证券研究所

本周，13个医药III级子行业中，8个子行业上涨，5个子行业下跌。其中，医疗设备为涨幅最大的子行业，上涨3.02%；化学制剂为涨幅最小的子行业，下跌2.83%。

9月12日（本周五）估值最高的子行业为疫苗，PE(TTM)为59X。

图表3 A股医药子行业涨跌及估值表现（本周）



资料来源：ifind，华安证券研究所。说明：图示数据为申万三级行业数据。

2 本周个股表现：A股近五成个股上涨

2.1 A股个股表现：近五成个股上涨

下文选取的A股出自A股分类：申银万国行业类-医药生物。

本周494支A股医药生物个股中，263支上涨，占比53.24%。

本周涨幅前十的医药股为：振德医疗、浩欧博、济民健康、康为世纪、奥精医疗、天臣医疗、美迪西、荣昌生物、采纳股份、百洋医药。

图表4 A股医药股涨幅前十（本周）

序号	代码	公司名称	自由流通市值 (亿元)	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	周涨跌幅 (%)
1	603301.SH	振德医疗	38.74	94.96	35.64	41.26
2	688656.SH	浩欧博	34.28	105.38	166.00	27.96
3	603222.SH	济民健康	42.83	69.47	13.23	25.88
4	688426.SH	康为世纪	11.41	33.78	30.03	23.23
5	688613.SH	奥精医疗	24.15	35.49	25.90	20.47

6	688013.SH	天臣医疗	26.39	54.58	67.25	17.76
7	688202.SH	美迪西	61.06	105.67	78.65	16.69
8	688331.SH	荣昌生物	173.82	589.39	107.40	16.52
9	301122.SZ	采纳股份	11.03	30.46	24.92	16.01
10	301015.SZ	百洋医药	38.45	161.05	30.64	12.81

资料来源：ifind，华安证券研究所

本周跌幅前十的医药股为：悦康药业、迈威生物、易瑞生物、上海谊众、益方生物、辰欣药业、百利天恒、三生国健、中科美菱、微芯生物。

图表 5 A 股医药股跌幅前十（本周）

序号	代码	公司名称	自由流通市值（亿元）	总市值（亿元）	收盘价（元）	周涨跌幅（%）
1	688658.SH	悦康药业	57.58	112.14	24.92	-18.40
2	688062.SH	迈威生物	101.74	199.12	49.83	-14.41
3	300942.SZ	易瑞生物	18.58	45.45	11.22	-13.96
4	688091.SH	上海谊众	64.05	120.98	58.53	-12.60
5	688382.SH	益方生物	141.80	210.97	36.48	-12.46
6	603367.SH	辰欣药业	46.19	101.78	22.48	-10.83
7	688506.SH	百利天恒	256.78	1,402.66	349.79	-9.85
8	688336.SH	三生国健	51.61	343.24	55.65	-9.66
9	835892.BJ	中科美菱	6.30	21.84	22.58	-8.91
10	688321.SH	微芯生物	92.87	137.63	33.75	-8.69

资料来源：ifind，华安证券研究所

本周成交额前十的医药股为：药明康德、恒瑞医药、百济神州、迈瑞医疗、康龙化成、昭衍新药、复星医药、创新医疗、华海药业、广生堂。

图表 6 A 股医药股成交额前十（本周）

序号	代码	公司名称	自由流通市值（亿元）	总市值（亿元）	收盘价（元）	周成交额（亿元）
1	603259.SH	药明康德	2,270.28	3,091.34	105.47	360.80
2	600276.SH	恒瑞医药	2,683.15	4,597.82	69.01	328.87
3	688235.SH	百济神州	363.08	2,948.92	315.57	134.90
4	300760.SZ	迈瑞医疗	1,417.94	2,921.86	240.99	118.67
5	300759.SZ	康龙化成	389.85	563.43	33.75	113.93

6	603127.SH	昭衍新药	147.12	263.98	37.86	99.75
7	600196.SH	复星医药	387.25	804.96	31.52	97.90
8	002173.SZ	创新医疗	79.95	105.91	24.00	89.68
9	600521.SH	华海药业	215.27	373.56	24.95	88.75
10	300436.SZ	广生堂	112.94	191.12	120.00	82.61

资料来源：ifind，华安证券研究所

2.2 港股个股表现：近四成个股上涨

下文选取的港股出自港股分类：申银万国港股行业类-医药生物。

本周港股 114 支个股中，49 支上涨，占比 42.98%。

本周涨幅前十的港股医药股为：圣诺医药-B、君圣泰医药-B、康宁杰瑞制药-B、荣昌生物、思路迪医药股份、康哲药业、复星医药、和黄医药、微创机器人-B、叮当健康。

图表 7 港股医药股涨幅前十（本周）

序号	代码	公司名称	自由流通市值（亿元）	总市值（亿元）	收盘价（元）	周涨跌幅（%）
1	2257.HK	圣诺医药-B	18.95	18.95	19.76	32.00
2	2511.HK	君圣泰医药-B	22.82	22.82	4.38	23.73
3	9966.HK	康宁杰瑞制药-B	110.18	110.51	12.44	20.43
4	9995.HK	荣昌生物	208.09	589.39	109.40	18.33
5	1244.HK	思路迪医药股份	21.19	21.19	9.00	17.96
6	0867.HK	康哲药业	343.71	343.71	15.45	13.19
7	2196.HK	复星医药	134.48	804.96	27.26	12.83
8	0013.HK	和黄医药	222.69	222.69	28.00	11.91
9	2252.HK	微创机器人-B	275.67	277.45	29.50	11.49
10	9886.HK	叮当健康	10.59	10.59	0.88	8.64

资料来源：ifind，华安证券研究所

本周跌幅前十的港股医药股为：美中嘉和、基石药业-B、来凯医药-B、康方生物、宜明昂科-B、永泰生物-B、科济药业-B、春立医疗、嘉和生物-B、启明医疗-B。

图表 8 港股医药股跌幅前十（本周）

序号	代码	公司名称	自由流通市值（亿元）	总市值（亿元）	收盘价（元）	周涨跌幅（%）
1	2453.HK	美中嘉和	9.25	23.08	3.23	-31.86
2	2616.HK	基石药业-B	133.79	133.79	10.00	-18.90

3	2105. HK	来凯医药-B	52.25	52.25	13.96	-18.12
4	9926. HK	康方生物	1,138.22	1,138.22	135.50	-12.41
5	1541. HK	宜明昂科-B	44.27	45.50	12.25	-12.37
6	6978. HK	永泰生物-B	22.06	22.06	4.70	-12.31
7	2171. HK	科济药业-B	108.00	108.00	20.56	-10.37
8	1858. HK	春立医疗	13.52	82.56	15.70	-9.77
9	6998. HK	嘉和生物-B	21.39	21.39	4.44	-9.57
10	2500. HK	启明医疗-B	15.44	15.44	3.84	-9.00

资料来源：ifind，华安证券研究所

本周成交额前十的港股医药股为：康方生物、药明生物、信达生物、石药集团、三生制药、百济神州、阿里健康、中国生物制药、晶泰控股、荣昌生物。

图表 9 港股医药股成交额前十（本周）

序号	代码	公司名称	自由流通市值（亿元）	总市值（亿元）	收盘价（元）	周成交额（亿元）
1	9926. HK	康方生物	1,138.22	1,138.22	135.50	184.30
2	2269. HK	药明生物	1,351.90	1,359.62	36.48	116.55
3	1801. HK	信达生物	1,528.32	1,528.32	97.85	116.32
4	1093. HK	石药集团	1,087.54	1,087.54	10.35	109.41
5	1530. HK	三生制药	721.80	721.80	32.54	97.12
6	6160. HK	百济神州	2,586.38	2,949.46	198.90	89.69
7	0241. HK	阿里健康	1,030.74	1,030.74	7.01	79.61
8	1177. HK	中国生物制药	1,476.46	1,476.46	8.63	76.24
9	2228. HK	晶泰控股	401.03	401.03	10.22	67.25
10	9995. HK	荣昌生物	208.09	589.39	109.40	53.93

资料来源：ifind，华安证券研究所

3 周观点：创新药面临分化，持续看好医药板块 创新方向（药+械）

本周申万医药指数跑输沪深 300 指数。本周领涨的个股特点是具备事件进展的小市值公司和部分创新药产业链公司；而领跌个股则以前期涨幅较大的创新药公司为主。港股创新药依旧上涨，HSCIH 周下跌 1.45%。

本周的医药板块的变化在于纽约时报刊登的“Trump Weighs Crackdown on Medicines From China”引发了市场对于未来中国创新药的 BD 是否会收到较大影响，在进行新的业

绩真空期以及前期部分公司涨幅较大的情况下，引发了部分前期强势个股的下跌。

今年来，我们一直维持医药板块底部的判断，并重点把推荐标的放在了硬科技的创新（创新药、创新器械等），其中创新药变为市场热点，并持续在发酵中，市场很多的非主流公司也因为具备创新药的布局和管线而大涨，并引发市场的更大的关注。我们认为在医药板块，创新的硬科技依旧会是市场的主要方向之一，创新板块包括创新药、创新器械、AI 医疗等，也包括新技术的脑机接口、机器人和干细胞等细分的方向。

在创新药板块引发市场对医药板块关注的同时，我们一方面着眼于创新药标的持续挖掘，接下来我们认为药品公司的思路会聚焦“药品龙头公司（具备技术平台+大市值）+存量药品业务稳定而有额外新增量如投资参股、BD 等参与了创新（原料药公司参与的创新品种有新进展，例如华海药业、仙琚制药、吉贝尔等）”，也有产品弥补临床治疗空白的标的也值得关注（例如振东制药的阴道用乳杆菌二联活菌胶囊等）；另外一方面也需要关注筹码结构出清而低估值的标的，拉长到 2025 年底维度看，一些标的也相对容易跑出绝对收益（冷门的 IVD、器械等）；创新器械的方向，尤其是脑机接口，随着工信部等七部门《实施意见》对 2027 年时间点的落地指明了产业方向，更需要重点关注。

总体投资思路，主要分为（1）创新药板块；（2）其他板块的思路和思考。

第一，创新药板块：对应赛道为思路对应的公司，除了覆盖的明确推荐外，均作为行业梳理：核心推荐泽璟制药*、博安生物*、君实生物*，并建议配置医药板块龙头标的。

肿瘤 I02.0 为创新药核心主线，关注核心资产 BD 机会，创新药大药靶点赛道梳理：

赛道 1：PD-1+抗肿瘤血管生成（PD-1/VEGF）：康方生物 AK112、三生制药 SSGJ707、宜明昂科 IMM2510、君实生物 JS207、荣昌生物 RC148、礼新医药 LM299，以及神州细胞、华海药业等；

• 赛道 2：PD-1+treg 清除机制（PD-1/CTLA4）：康方生物 AK104、和铂医药 HBM4003、宜明昂科 IMM27M（CTLA4 单靶点）、君实生物 JS007、基石药业 CS2009（PD-1/VEGF/CTLA4 三靶点）

• 赛道 3：PD-1+促进 CD8Tcell 扩增（PD-1/IL-2）：信达生物 IB1363、君实生物 JS213、博安生物 PR201、奥赛康 ASKG322（IL-2 前药 1 期）

• 赛道 4：PD-1+激活 T 细胞（PD-1/TIGIT）：海外对标阿斯利康（多项 NSCLC 3 期）、泽璟制药 ZG005（PD-1/TIGIT 2 期）、汇宇制药 HY-0007（PD-/TIGIT/IL-15 1 期）

• 赛道 5：其他解决未满足临床需求的管线：CNS 小分子——绿叶制药 LY03012 等（NET/DAT/GABAAR 三靶点解决抑郁患者自杀倾向）等；TCE——泽璟制药 ZG006 等（CD3/DLL3/DLL3）、和铂医药 HBM7022（CLDN18.2/CD3）、HBM7020（BCMA/CD3 等）；

HIV——艾迪药业长效预防制剂 ACC027 及整合酶抑制剂 ACC017 等产品组合。

• 赛道 6：新技术领域前瞻布局：双抗 ADC——基石药业、康宁杰瑞等；CAR-T——科济药业、云顶新耀；siRNA——石药集团、前沿生物、丽珠集团等；

第二，其他板块的思路和思考：

（1）医疗硬科技：硬设备/硬耗材/创新药，迈瑞医疗*、联影医疗*、开立医疗*、华大智造*、亚辉龙*、爱博医疗*等；惠泰医疗*、迈普医学*等，关注高值耗材相关的标的例如安杰思、南微医学、心脉医疗、微电生理、先健科技等；泽璟制药*、博安生物*、君实生物*、科伦药业*、绿叶制药*、艾迪药业*、亿帆医药*等，同时关注新诺威、恒瑞医药、康方生物、信达制药；

（2）医疗消费：眼科、口腔、体检、医美等，爱尔眼科*、通策医疗*、美年健康*、固生堂*、普瑞眼科等、中药 otc（同仁堂*、云南白药*、华润三九*、东阿阿胶*、马应龙、贵州三力*等）、家用器械（可孚医疗*、三诺生物*、英诺特*、鱼跃医疗等）；

（3）出海（海外业务占比相对较高）：迈瑞医疗*、新产业*、美好医疗*、瑞迈特*、

科兴制药*、亿帆医药*、君实生物*、康哲药业*等；关注安杰思、南微医学、九安医疗、凯莱英*、康龙化成、药康生物*、甘李药业*、迈普医学*；

(4) 大国央企医药企业做大做强：天士力*、中国医药、重药控股、环球医疗*、华润三九*、国药控股等标的；

(5) 相对新的技术方向落地（AI、脑机接口、机器人、干细胞等）：AI 医疗相关的标的包括润达医疗、美年健康、迪安诊断、金域医学、固生堂等；脑机接口相关标的包括麦澜德*、诚益通、翔宇医疗、爱朋医疗、三博脑科、爱朋医疗等；机器人相关标的包括天智航、康基医疗、三友医疗*等；干细胞标的包括中源协和、九芝堂等。

4 本周新发报告

4.1 公司点评三诺生物（300298.SZ）：血糖板块稳健增长，欧洲市场出海顺利

我们 2025 年 9 月 10 日发布公司点评三诺生物（300298.SZ）：《血糖板块稳健增长，欧洲市场出海顺利》，核心观点如下：

事件：

公司近期发布 2025 年中报。2025 年上半年，公司实现收入 22.64 亿元（yoy+6.12%），实现归母净利润 1.81 亿元（yoy-8.52%），实现扣非归母净利润 1.58 亿元（yoy-11.31%）。其中，2025 年第二季度，公司实现收入 12.22 亿元（yoy+9.17%），实现归母净利润 1.09 亿元（yoy-6.87%），实现扣非归母净利润 0.91 亿元（yoy-9.36%）。

血糖板块稳健增长，符合预期

分品类看，2025H1，（1）公司血糖监测系统实现收入 16.59 亿元（+6.88%）；（2）糖尿病营养、护理等辅助产品业务实现收入 1.49 亿元（+11.47%）；（3）糖化血红蛋白检测系统实现收入 1.14 亿元（-4.93%）；（4）血脂检测系统实现收入 0.94 亿元（-23.29%）；（5）血压计实现收入 0.93 亿元（+50.73%）；（6）iPOCT 实现收入 0.89 亿元（+1.27%）。

公司血糖板块在国内市场份额占比较高的基础上仍保持稳健增长，一方面可能与国内血糖监测慢病市场空间容量大且公司市场占有率持续提升有关，另一方面公司的 CGM 产品也持续增加贡献。

CGM 海外拓展稳步推进，欧洲市场进展顺利

2025 年上半年，公司国内收入 12.66 亿元（yoy+5.40%），海外收入 7.44 亿元（yoy+7.06%）。公司 CGM 产品注册范围进一步扩大，新增巴西、伊朗、尼泊尔、白俄罗斯、乌拉圭、越南等多个国家获批注册证。

欧洲市场，公司持续葡萄糖监测系统二代产品获得欧盟 MDR 认证，并进一步扩大了公司两代 CGM 产品的适用场景：（1）在所有适用年龄（2 岁及以上）人群佩戴部位为腹部的基础上，将 13 岁及以上人群的佩戴部位扩展为上臂或腹部，以满足不同用户的佩戴习惯；（2）除 iCan CGM App 外，用户可选择 iCan View Glucose Data Reader 作为第二个主要的显示设备，该功能可以更好的满足欧洲医保对 CGM 产品的需求。

另外，公司美国市场注册持续推进，一代 CGM 产品目前 FDA 注册撤回，公司全力推进二代产品，目前预计二代 CGM 的主临床有望于 2026 年开展。

投资建议：我们预计 2025-2027 年公司收入分别为 49.08 亿元、55.30 亿元和 61.30 亿元（2025-2027 年前值预测为 49.33 亿元、55.82 亿元和 62.09 亿元），收入增速分别为 10.5%、12.7%和 10.9%，2025-2027 年归母净利润分别实现 4.26 亿元、5.35 亿元和 6.66 亿元（2025-2027 年前值预测为 4.56 亿元、5.73 亿元和 7.12 亿元），增速分别为 30.6%、25.7%和 24.4%，2025-2027 年 EPS 预计分别为 0.76 元、0.96 元和 1.19 元，对应 2025-2027

年的 PE 分别为 27x、21x 和 17x，维持“买入”评级。

风险提示：CGM 销售不及预期风险。海外子公司经营出现不可预期亏损风险。市场竞争加剧风险。

风险提示

政策风险，竞争风险，股价异常波动风险。

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，研究所副所长、医药首席分析师；中山大学本科、香港中文大学硕士；曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团、诚通证券和华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

重要声明

分析师声明

本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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。