

创新突围、器械复苏与中药筑底

——医药行业 2025 年中报业绩总结

行业深度

● 整体：营收趋稳，利润下滑收窄

营收端趋稳。2025 年上半年，医药行业营收总额 1.21 万亿元（+3.4%），其中 25Q2 营收 6124 亿元，同比下降 1.1%（25Q1 同比下降 4.1%），环比基本持平（环比 25Q1 增长+0.2%），营收端季度趋稳，同比小个位数下降主要是由于去年上半年基数较高影响（24Q1 国内呼吸道疾病高发）。后疫情时代，医药全行业营收在疫情高基数下连续两年保持基本稳定（年均波动±1%以内），2023 年全行业总营收为 2.48 万亿元，同比增速为 1.2%；2024 年为 2.46 万亿元，同比微降 0.6%。从单季度营收角度看，从 23Q1 开始，医药行业季度营收维持在 6000 亿元左右，我们预计 2025 年全年医药营收大概率保持在 2.4 万亿元以上。**利润端下滑幅度收窄。**2025 年上半年，医药全行业扣非归母净利润 847.4 亿元，同比下降 12.5%，利润端表现下滑幅度相比 2024 年有所扩大（2024 年同比下降 6.3%）。扣非归母净利润降幅大于营收端，我们认为主要有以下几个方面：一是医疗设备、疫苗和 IVD 细分行业盈利明显不及 2024 年上半年，扣非归母净利润同比降幅较大；二是持续深入推动的器械集采和 DRG 2.0 等政策影响；三是医药制造企业加大研发投入，多方面原因共振，带动医药上市公司利润端增速明显弱于营收端。**细分行业持续分化，创新药和 CXO 表现较优，形成创新突围；**医疗设备、零售药店与化学制剂逐渐摆脱政策的消极影响，业绩开始复苏；中药、IVD、疫苗业绩筑底。**全部公募基金持仓医药比例较去年底小幅回升。**截止 2025 年 6 月底，内地全部公募基金医药持仓比例为 10.36%（年初为 9.49%）。

● 突围：创新药产业链（CXO&创新药）率先突围

CXO：25H1 业绩复苏明显，营收和扣非归母净利润分别同比增 13.9%和 25.4%，显著好于其他细分行业。**CXO 行业头部公司在手订单充裕，**药明康德上半年在手订单金额继续上升到 567 亿元，康龙化成上半年合同负债 10.7 亿元，同比增长 34%（24H1 为 8.0 亿元），比年初增长 28.3%（年初为 8.4 亿元），凯莱英上半年在手订单总额 10.88 亿美元，高于年初在手订单金额（10.52 亿美元），支撑 CXO 上市公司未来业绩释放。**TIDES 业务（寡核苷酸和多肽）业务增速尤为亮眼，**药明康德和凯莱英 TIDES 业务营收规模和在手订单均高速增长。

创新药：销售放量+海外授权 BD，创新药逐渐接近盈亏平衡线。创新药板块 2023-2024 年营收增速分别为 70.3%和 73.6%，连续两年营收保持 70%以上的高速增长，25H1 营收继续保持 42.2%左右的高增速，利润端亏损持续收窄，部分创新药企业已经实现药品销售经常性业务（不含海外 BD 交易）盈利，如艾力斯、神州细胞，百济神州今年上半年实现历史性扭亏为盈，归母净利润 4.5 亿元。

● 复苏：政策消极影响的边际弱化，设备、零售药店与化学制剂

医疗设备：2025H1，医疗设备行业营收 527.9 亿元（-5.2%）；扣非归母净利润为 83.3 亿元（-24.4%），其中海外营收显著快于国内部分。2024 年-25H1 营收和利润均负增长，主要是受医疗反腐和等待“两新”、财政贴息等政策落地影响，医疗机构设备招采节奏放缓并延后，但是从去年 11 月份开始，设备招采节奏显著加快，上半年我国医疗器械招投标整体市场规模超 800 亿元，同比增长 62.75%，我们预计 25Q3 医疗设备全行业业绩将迎来明显复苏。

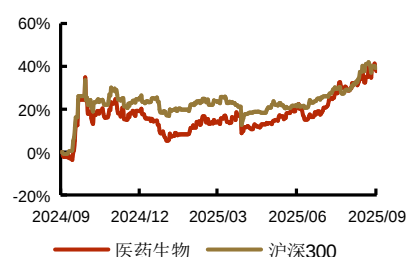
推荐（维持评级）

李志新（分析师）

lizhixin@cctgsc.com.cn

证书编号：S0280523110001

行业指数一年走势



相关报告

《整体业绩筑底，细分行业复苏》
2025-05-09

《二十八省体外诊断试剂联盟集采需求落地，关注集采驱动下的国产替代》
2024-12-30

《新旧交替，寻找增量》2024-12-26

《首批 CHS-DRG 付费新药新技术名单在北京落地》2024-12-23

《医药开始反弹，有望结束近两个月的调整状态》2020-10-19



零售药店：25H1，零售药店行业营收 577.7 亿元，同比微增 0.1%；扣非归母净利润 24.8 亿元，同比增长 3.5%；扣非净利润率水平回升到 4.3%左右，经营净利润率水平均值回归。行业告别传统门店规模扩产发展模式，24 Q4-25Q1 年连续两个季度零售药店数量负增长，25Q1 全行业门店减少-3166 家。上半年，主要零售药店企业经营坪效提升，去年以来医保合规审查、补税审查、药品线上比价和行业竞争加剧等多方面综合影响边际减弱。

化学制剂：25H1，化学制剂细分行业营收 1961.6 亿元，同比小幅下降约 4.0%；2022-2024 年化学制剂行业营收连续三年维持在 3900 亿元以上水平。利润端，25H1 扣非归母净利润 194.8 亿元，同比下降 3.8%，基本与营收降幅相当。2021-2023 年，化学制剂行业经受住国采+地方联采等多重集采降价压力，扣非净利润率维持在 6%左右水平，2024 年集采对化学制剂行业利润影响边际减弱，扣非归母净利率提升到 7.3%，25H1 利润率为 9.9%，与去年同期基本持平，维持在较高水平。传统制药企业大品种应采尽采，集采影响边际减弱，创新转型进入收获期。

● 筑底：中药、生物制品、IVD 和医院服务业绩筑底

中药行业 2023 年迎来历史最好业绩，受高基数影响，2024 年-25H1 营收和扣非归母净利润均双降，同时全国中成药联盟集采进行到第三批，参与省份扩围，品种从早期以口服中成药为主到注射剂以及更多独家品种的纳入，最新第三批参与的 31 个省下半年陆续落地执行。生物制品中血制品业绩相对稳健，**疫苗行业**全行业延续业绩大幅下降趋势，25H1 疫苗营收和扣非归母净利润分别同比下降 58.0%和 128.6%，主要原因一是行业大品种如 HPV 疫苗、流感疫苗等竞争加剧和需求下滑，量价均下滑，肺炎等儿童疫苗受低出生率影响，销量天花板下降。**IVD** 高毛利率抗疫需求红利消退，同时 DRGs 和检验结果互认等政策影响，2025 年上半年营收和扣非归母净利润分别同比下降 16.9%和 41.5%。IVD 公司海外业务增速显著好于国内业务，优先看好国际业务占比较大的公司。**医院医疗服务**经营波幅较大，业绩筑底；25H1 医院服务行业营收 288.7 亿元，同比增长 1.2%；扣非归母净利润 23.7 亿元，同比增长 8.3%。

● **风险提示：**行业竞争加剧；医保控费政策超出预期；对美营收敞口较大的企业地缘政治风险；系统风险。

目 录

1、 整体：业绩筑底，复苏在望	5
1.1、 整体：上半年营收端趋稳，利润端下滑幅度收窄	5
1.2、 全行业研发保持高强度，增速明显快于营收	6
1.3、 细分行业分化：突围、复苏与筑底	6
1.4、 市场估值：估值合理	8
1.5、 基金持股：25Q2 基金医药持仓比例提升，但仍处七年历史低位	8
2、 创新突围：CXO 业绩复苏，创新药企销售&BD 双丰收	10
2.1、 CXO：25H1 业绩复苏明显，在手订单奠定业绩增长基础	10
2.2、 创新药：销售放量+海外授权 BD，创新药逐渐接近盈亏平衡线	12
3、 复苏：设备、零售药店与化学制剂政策消极影响边际减弱，业绩开始复苏	15
3.1、 医疗设备：25Q3 确定性的经营业绩拐点	15
3.2、 零售药店：下半年行业经营净利润率均值回归	17
3.3、 化学制剂：集采影响边际减弱，创新蜕变卓有成效	20
4、 业绩筑底：中药、生物制品和 IVD 业绩筑底	21
4.1、 中药：全国中成药集采扩围，名贵中药材价格仍高位运行	21
4.2、 血液制品&疫苗：血制品相对稳健，疫苗经营压力较大	23
4.3、 IVD：多重政策影响，国内经营压力较大，国际业务欣欣向荣	25
4.4、 医院医疗服务：经营波幅较大，业绩筑底	27
5、 风险提示	27

图表目录

图 1： 2020-25H1 医药行业整体业绩及同比增速	5
图 2： 21Q1-25Q2 单季度营收及同比增速	5
图 3： 2020 年-25H1 医药行业整体扣非净利润率一览	6
图 4： 2020-25H1 年医药行业研发支出及研发强度	6
图 5： 2022-25H1 医药三级细分行业业绩增速一览	8
图 6： 医药细分行业 PE（TTM）十年周期波动区间	8
图 7： 医药细分行业 PE（TTM）十年周期估值分位数	8
图 8： 2018-2025H1 全部公募基金医药持仓水平变化趋势	9
图 9： 24Q1-25Q2 基金重仓持股医药细分行业比例	9
图 10： 25Q2 相对年初基金重仓持股变化比例	9
图 11： 23Q1-25Q2 医药行业基金重仓持股 CR20 变化	10
图 12： 2021-25H1 CXO 行业经营业绩及同比增速	11
图 13： 2020-25H1 CXO 主要公司订单情况一览	11
图 14： 2024 年 CXO 主要上市公司在手订单增速一览	11
图 15： 药明康德 TIDES 业务营收&多肽固相合成产能	12
图 16： 凯莱英 TIDES 业务营收&多肽固相合成产能	12
图 17： 2021-25H1 未盈利创新药板块经营业绩及同比增速	13
图 18： 国内主要创新药企最新商业化品种数量	13
图 19： 2021-25H1 主要创新药企销售收入快速增长	13
图 20： 2022-25H1 国内主要创新药企创新药销售收入	14
图 21： 2020-25H1 国内创新药海外授权 BD 交易统计	15
图 22： 25H1 国内创新药出海品种临床阶段分析	15
图 23： 2021-25H1 医疗设备行业业绩及增速	16

图 24: 2021-25H1 医疗设备行业研发投入及强度.....	16
图 25: 2024 年第 40 周-2025 年第 29 周我国设备更新招采情况.....	16
图 26: 部分医疗设备上市公司海外营收占比及国内外营收同比增速.....	17
图 27: 2021-25H1 零售药店行业经营业绩及增速.....	18
图 28: 2021-2025H1 零售药店行业扣非净利润率变化.....	18
图 29: 2024 年零售药店全行业关店率提升明显.....	18
图 30: 24Q1-25Q1 零售药店全行业开关店数量变化.....	18
图 31: 2018-25H1 四家主要零售药店上市公司门店总数增速.....	19
图 32: 2018-25H1 主要零售药店直营门店经营坪比较.....	19
图 33: 2021-25H1 化学制剂行业经营业绩及扣非净利润率变化.....	20
图 34: 2021-25H1 年化学制剂行业持续加大研发投入.....	20
图 35: 2021-25H1 恒瑞医药创新药上市数量及销售占比.....	21
图 36: 2021-2024 年科伦博泰生物营收及增速.....	21
图 37: 2021-25H1 中药行业经营业绩及增速.....	22
图 38: 2021-25H1 名贵中成药上市公司产品毛利率变化.....	23
图 39: 2021-25H1 血制品行业业绩相对稳健.....	24
图 40: 2025H1 疫苗行业利润由盈转亏.....	24
图 41: 2020-25H1 主要血制品上市公司年度采浆同比增速.....	24
图 42: 2020-25H1 主要血制品上市公司血制品业务毛利率变化.....	25
图 43: 2020-25H1 白蛋白产品毛利率变化.....	25
图 44: 2020-25H1 静丙产品毛利率变化.....	25
图 45: 2021-25H1 IVD 行业（含诊断服务）经营业绩及增速.....	26
图 46: 25H1 主要 IVD 上市公司国内外营收同比增速.....	26
图 47: 2021-25H1 医院医疗服务行业经营业绩及增速.....	27

1、整体：业绩筑底，复苏在望

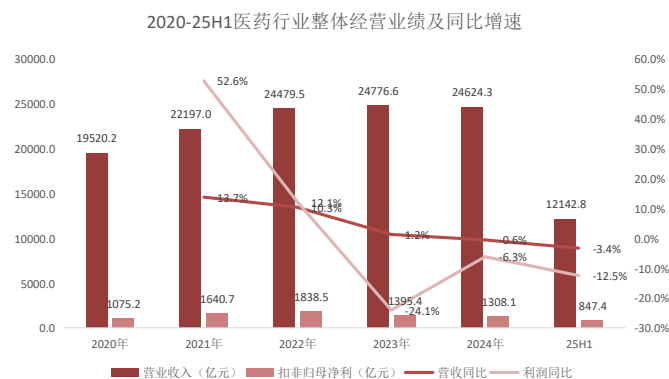
2025 年中报披露落下帷幕，我们以中信医药全指 465 家成分股为统计样本，同口径下考察医药生物上市公司 2025 年中期及近年来的经营情况。

1.1、整体：上半年营收端趋稳，利润端下滑幅度收窄

医药行业总营收趋稳。2025 年上半年，医药行业营收总额 1.21 万亿元，同比下降 3.4%，其中 25Q2 营收 6124 亿元，同比下降 1.1%（25Q1 同比下降 4.1%），环比基本持平（环比 25Q1 增长+0.2%），营收端季度趋稳，同比小个位数下降主要是由于去年上半年基数较高影响（24Q1 国内呼吸道疾病高发）。后疫情时代，医药全行业营收在疫情高基数下连续两年保持基本稳定（年均波动±1%以内），2023 年全行业总营收为 2.48 万亿元，同比增速为 1.2%；2024 年为 2.46 万亿元，同比微降 0.6%。从单季度营收角度看，从 23Q1 开始，医药行业季度营收维持在 6000 亿元左右，我们预计 2025 年全年医药营收大概率保持在 2.4 万亿元以上。

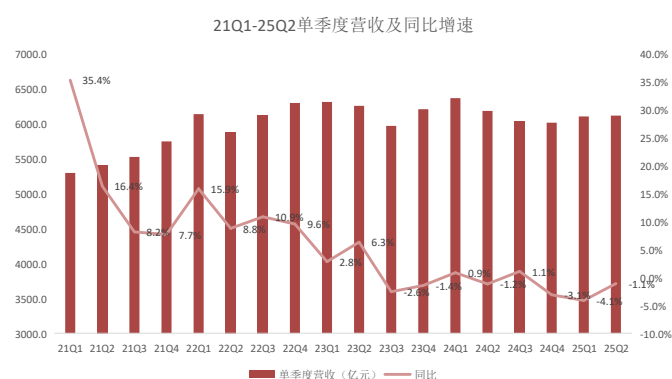
利润端下滑收窄，压力犹存。2025 年上半年，医药全行业扣非归母净利润 847.4 亿元，同比下降 12.5%，利润端表现下滑幅度相比 2024 年有所扩大（2024 年同比下降 6.3%）。扣非归母净利润同比降幅大于营收端，我们分析主要有以下几方面因素：一是医疗设备、疫苗和 IVD 细分行业盈利明显不及 2024 年上半年，扣非归母净利润同比降幅较大；二是持续深入推动的药械集采和 DRG 2.0 等政策影响；三是医药制造企业加大研发投入，多方面原因共振，带动医药上市公司利润端增速明显弱于营收端。

图1： 2020-25H1 医药行业整体业绩及同比增速



资料来源：Wind，诚通证券研究所

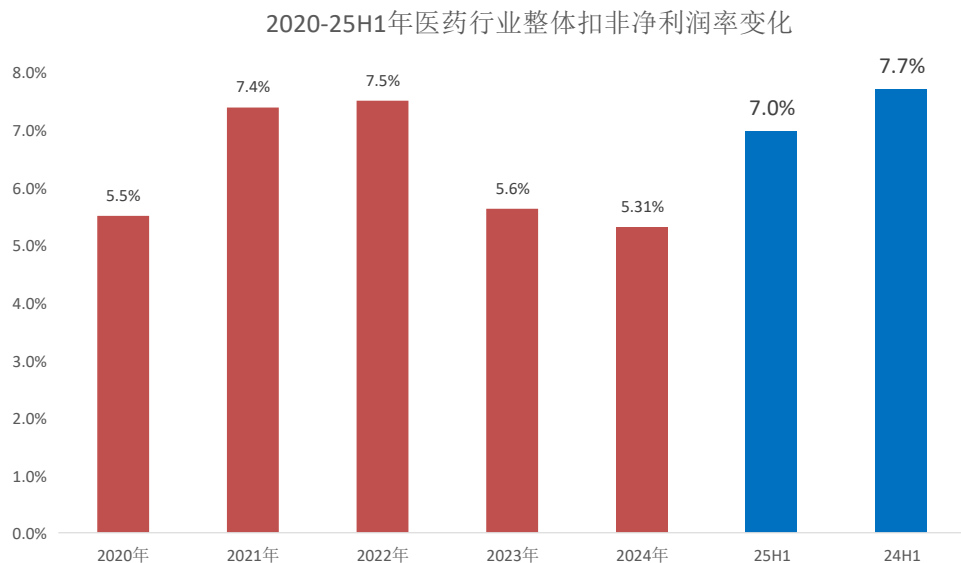
图2： 21Q1-25Q2 单季度营收及同比增速



资料来源：Wind，诚通证券研究所

从利润率来看，2021-2022 年医药行业整体利润率由于高毛利抗疫需求带动，行业利润率提升到 7.5% 左右，2023-2024 年，利润率快速回落到 5.5% 左右。25H1 扣非净利润率为 7.0%（2024H1 为 7.7%）。

图3： 2020 年-25H1 医药行业整体扣非净利润率一览

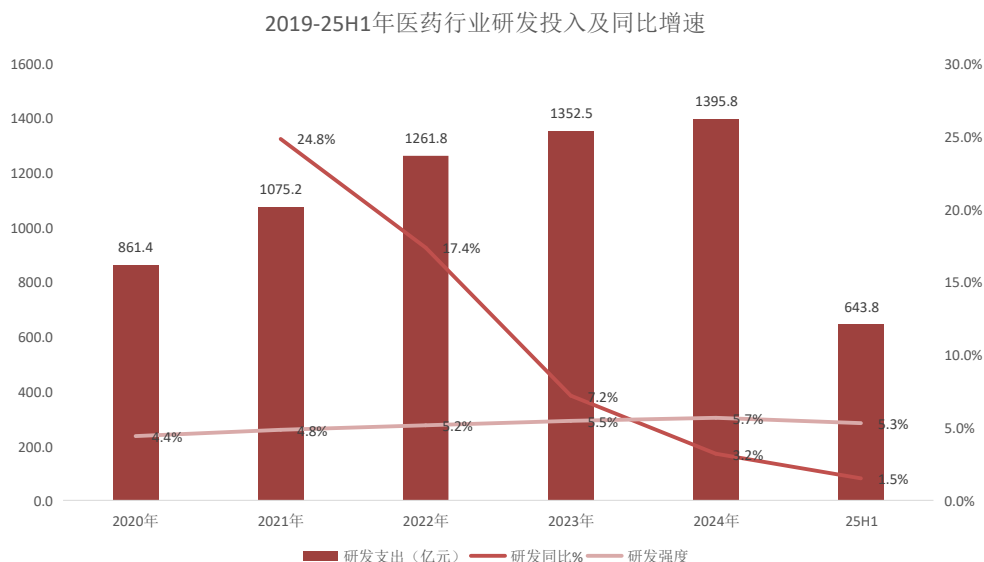


资料来源：Wind，诚通证券研究所

1.2、全行业研发保持高强度，增速明显快于营收

2020 年以来，医药制造业从“重渠道轻研发”向创新研发转型明显，全行业研发支出（含费用化和资本化）增速持续快于营收增速。自 2021 年全行业研发支出首次突破千亿大关后（1075 亿元），2024 年医药行业研发支出接近 1400 亿元；历年研发支出增速均高于当期营收增速，研发强度（研发支出/营业收入）从 2020 年的 4.4%，持续上升到 2024 年 5.7%，为近五年最高水平；2025 年上半年研发支出 644 亿元左右，同比增长 1.5%，研发强度为 5.3%（24H1 为 5.1%）。

图4： 2020-25H1 年医药行业研发支出及研发强度



资料来源：Wind，诚通证券研究所

1.3、细分行业分化：突围、复苏与筑底

分三级细分行业，医药细分行业分化已经不是新常态，创新药产业链（含创新

药企&CXO)形成突围趋势,设备、零售药店与化学制剂逐渐摆脱政策的消极影响,开始复苏向上,中药、IVD、疫苗和医院业绩筑底。

创新突围:创新药产业链迎来高光时刻

随着上市产品管线的丰富和终端销售放量,以及今年上半年超预期的海外授权BD交易,创新药板块走出基本面与情绪面共振的突围趋势。基本面方面,产品管线逐渐丰富和终端销售放量,未盈利创新药细分板块2023-2024年连续两年营收保持70%以上的高速增长,25H1营收继续保持42%以上的高增速;利润端,营收的放量带动期间费用率(销售、管理和研发三费率)下降,创新药企逐渐扭亏为盈,行业龙头百济神州率先实现经营利润历史性盈利,25H1实现归母净利润4.5亿元。今年上半年超预期的海外授权BD交易事件数量和交易总金额,为创新药带来情绪面催化。CXO摆脱辉瑞大订单基数影响,同时常规在手订单持续增厚,支撑CXO行业经营业绩行稳致远,今年上半年CXO行业是利润增速最快的子行业(同比增长25.4%)。创新药产业链从上游研发外包服务(CXO)到下游创新药企,均呈现景气大幅改善趋势。

复苏向上:医疗设备、零售药店与化学制剂逐渐摆脱政策的消极影响。医疗设备行业受下游医疗终端招采节奏放缓影响,从去年下半年到今年上半年,经营业绩下滑幅度较大,但从去年11月开始,全国医疗终端招采恢复,据众成数科统计数据,2025H1医疗设备整体中标金额超800亿元,同比增长63%左右,7月中标总额126.4亿元,同比增长20%,招标持续回暖推动设备行业业绩复苏,我们预期从25Q3开始医疗设备全行业业绩将迎来明显复苏(24H1业绩基数仍相对较高)。**零售药店**去年受医保合规检查、补税审查、药品线上比价和行业竞争加剧等多方面综合影响,2024年利润端下滑幅度较大;但零售药店受益处方外流和老龄化等,今年上半年已经逐渐恢复增速。**化学制剂**中原仿制药大品种基本应采尽采,集采对药企经营业绩的边际影响减弱,同时传统制药企业积极向创新转型,恒瑞医药、科伦药业、石药集团在创新药领域近年来均取得不俗成绩。

业绩筑底:中药、IVD、疫苗业绩筑底。中药行业2023年迎来历史最好业绩,受高基数影响,2024年营收和扣非归母净利润分别下降4.7%和25.7%,25H1营收和扣非归母净利润分别同比下降5.3%和11.4%,主要是由于今年上半年全国呼吸道等流行性疾病弱于去年,同时全国中成药联盟集采进行到第三批,参与省份扩围,品种从早期以口服中成药为主到注射剂以及更多独家品种的纳入,最新第三批参与的31个省下半年陆续落地执行。**疫苗行业**全行业延续业绩大幅下降趋势,25H1营收和扣非归母净利润分别同比下降58.0%和128.6%,主要原因一是行业大品种如HPV疫苗、流感疫苗等竞争加剧和需求下滑,量价均下滑,肺炎等儿童疫苗受低出生率影响,销量天花板下降。**IVD**高毛利率抗疫需求红利消退,同时DRGs和检验结果互认等政策影响,2025年上半年营收和扣非归母净利润分别同比下降16.9%和41.5%。IVD公司海外业务增速显著好于国内业务,优先看好国际业务占比较大的公司。

图5： 2022-25H1 医药三级细分行业业绩增速一览

细分行业	营收同比增速				扣非归母净利润同比增速			
	2022年	2023年	2024年	25H1	2022年	2023年	2024年	25H1
化学制剂	3.3%	0.6%	0.8%	-4.0%	14.8%	-13.0%	28.5%	-3.8%
未盈利创新药	-2.9%	70.3%	73.6%	42.2%	NA	NA	NA	NA
中药	4.1%	5.9%	-4.7%	-5.3%	-0.4%	26.4%	-25.7%	-11.4%
CXO	57.5%	-1.0%	-4.1%	13.9%	86.0%	-13.8%	-20.3%	25.4%
原料药	6.5%	-1.9%	8.6%	-3.3%	4.7%	-24.0%	31.9%	21.6%
医药流通	6.4%	7.5%	0.3%	0.0%	-3.8%	-1.4%	-9.7%	-22.0%
线下药店	30.4%	10.8%	4.9%	0.1%	37.5%	-2.4%	-32.4%	3.5%
医疗设备	14.5%	10.8%	-1.1%	-5.2%	12.4%	9.5%	-18.4%	-24.4%
医疗耗材	-13.2%	-4.1%	8.6%	2.0%	-55.2%	-26.7%	26.4%	-5.8%
IVD	61.2%	-60.5%	-6.8%	-16.9%	70.1%	-89.6%	-49.2%	-41.5%
医院	-1.1%	27.5%	1.0%	1.2%	-45.1%	664.7%	-29.7%	8.3%
疫苗（剔除新冠）	56.3%	18.3%	-45.3%	-58.0%	54.1%	-25.6%	-75.1%	-128.6%
血制品	17.0%	14.2%	4.3%	-0.2%	16.2%	7.3%	24.7%	-9.7%

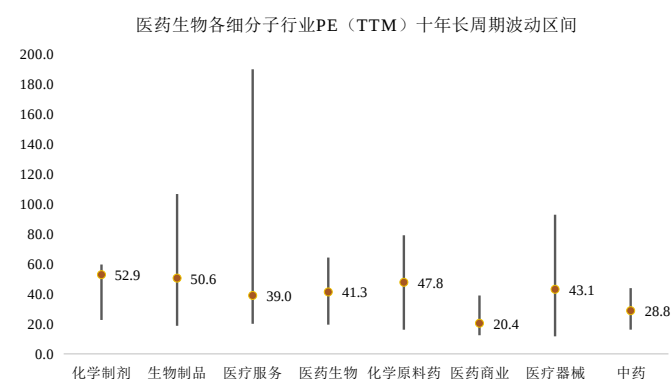
资料来源：Wind，诚通证券研究所

1.4、市场估值：估值合理

截至 2025 年 9 月 8 日，医药生物行业 PE（TTM）、PB（LF）分别为 41.3 倍和 3.1 倍，十年长周期（2015.9.3-2025.9.8）估值分位分别为 79%和 30%。2021 年周期顶点，医药生物（SW）指数 PE（TTM）约 61.3 倍，PB（LF）5.2 倍。当前估值 PB 依然处于十年波动周期底部位置，由于医药行业整体业绩正处于 2022 年以来的低点，随着未来业绩改善，行业 PE（TTM）估值将下行。

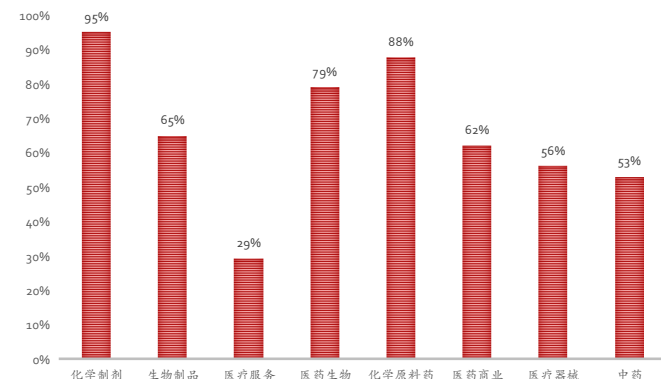
细分行业看，医疗服务 PE（TTM）估值分位显著低于全行业整体，仅 9%分位水平，化学制剂、原料药、医药商业与中药分位在 40%-55%间，医疗器械在 39%左右，具体细分估值分位如下图所示。

图6： 医药细分行业 PE（TTM）十年周期波动区间



资料来源：Wind，诚通证券研究所 备注：红点为当前 PE（TTM），褐色线条为十年 PE 波动区间

图7： 医药细分行业 PE（TTM）十年周期估值分位数



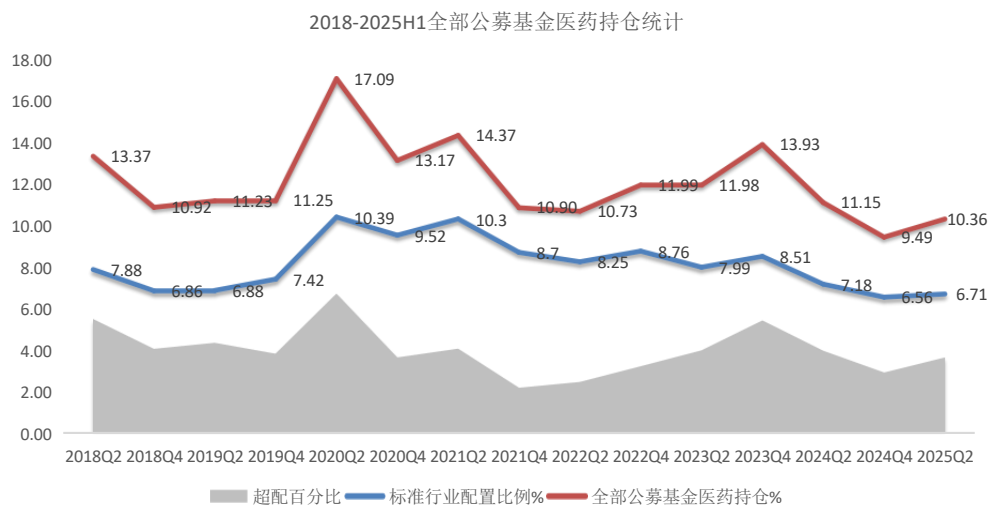
资料来源：Wind，诚通证券研究所

1.5、基金持股：25Q2 基金医药持仓比例提升，但仍处七年历史低位

持股宏观：全部公募基金持仓医药比例仍处于七年历史低位。截至 2025 年 6 月底，内地全部公募基金医药持仓比例为 10.36%，相比去年底提升约 0.87pct（2024 年底为 9.49%），与 2020Q2 高位相比（17.09%），大幅下滑 6.73pct，全部公募基金持仓医药比例自去年底创出七年新低水平后，今年上半年持仓比例开始上升，但总体持仓水平仍是自 2018 年以来的第二低水平（仅高于 2024Q4），如果剔除医药

主题基金和被动 ETF 基金，非医药主动管理基金持仓医药比例更低。

图8： 2018-2025H1 全部公募基金医药持仓水平变化趋势

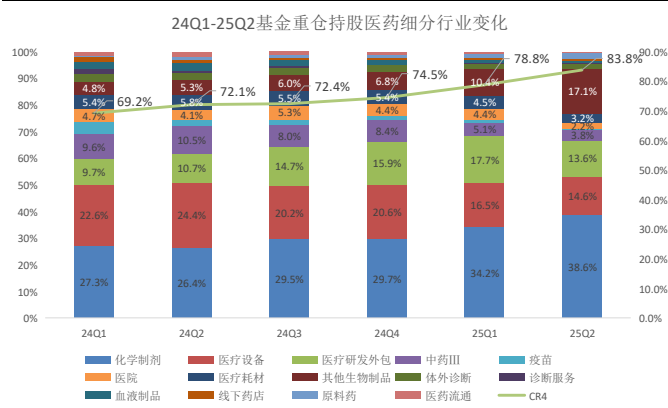


资料来源：Wind，诚通证券研究所

持股中观：25Q2，基金重仓持股医药细分行业集中在化学制剂、其他生物制品（含创新生物药公司）、医疗设备和医疗研发外包（CXO），分别占基金医药持仓的 38.6%、17.1%、14.6%和 13.6%。在医药 14 个三级细分行业中，基金对 CR4 细分行业抱团持股比例逐季上升，25Q2 上升到 83.8%。

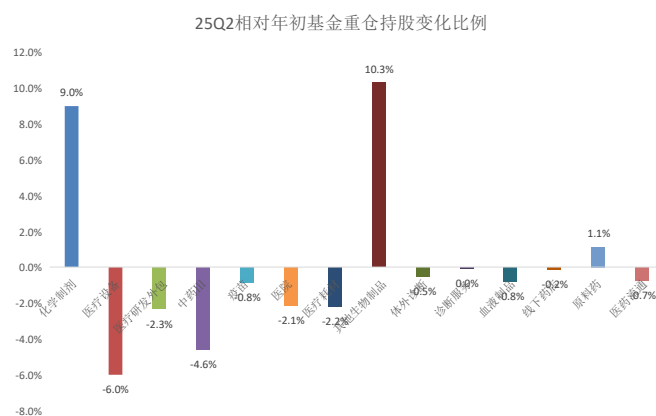
相对年初，化学制剂、其他生物制品和原料药是基金持股比例上升的三个细分行业，尤其是其他生物制品和化学制剂持仓占比环比提升较大，分别提升约 10.3pct 和 9.0pct，基金对医疗设备和中药减持明显，分别下降 6.0pct 和 4.6pct，另外对 CXO、医院服务和医疗耗材也分别有约 2.2pct 下降。

图9： 24Q1-25Q2 基金重仓持股医药细分行业比例



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图10： 25Q2 相对年初基金重仓持股变化比例



资料来源：Wind，诚通证券研究所

持股微观：基金重仓持股 CR20 更加集中到创新药产业链。从近两年基金重仓持股 CR20 变化来看，基金机构对疫苗、生物制品、连锁医院、IVD 和中药明显有调出趋势；对创新药产业链增持明显，创新药重仓持股 CR20 从无到有，2025Q2 已经占据 7 席，如果叠加恒瑞医药、石药集团、科伦药业、海思科等创新转型的传统制药企业和 CXO（药明康德&泰格医药），创新产业链相关公司在 CR20 里面已经占据 13 席。基金持股医药各细分行业从以前各行业相对均衡，到更加集中到创

新药产业链（创新药和CXO），包括对港股上市创新药企信达生物、科伦博泰和康方生物的介入。

图11： 23Q1-25Q2 医药行业基金重仓持股 CR20 变化

重仓持股CR20	所属行业	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	趋势
药明康德	CXO	1	3	1	3	3	3	3	3	2	2	→
泰格医药	CXO	5	12	8	13	9	7	5	6	9	12	↓
药明生物	CXO	13	16	5	8					15		
凯莱英	CXO	15	17	7	19							
康龙化成	CXO	16		14	15			9	11	10		
九洲药业	CXO	20										
金域医学	IVD	10	10	13	10	13						
新产业	IVD				11	15	13	14	13			全部退出
百济神州	创新药					19	18	10	12	5	7	↓
百利天恒-U	创新药						19	15	15	16	10	↑
泽璟制药-U	创新药							17	17	8	9	↑
信达生物	创新药								14	12	4	↑
科伦博泰生物	创新药									14	13	↑
康方生物	创新药									20	11	↑
三生制药	创新药										8	↑
恒瑞医药	化学制剂	4	2	3	2	1	2	1	2	1	1	→
华东医药	化学制剂	11	15	20								
人福医药	化学制剂	14	13	15	12	18		19	10	18		
科伦药业	化学制剂		20		16	7	5	7	7	7	6	
新诺威	化学制剂										16	
信立泰	化学制剂										15	
海思科	化学制剂										19	首次进入
石药集团	化学制剂										20	
爱尔眼科	连锁医院	3	4	4	5	4	6	4	5	6	18	→
通策医疗	连锁医院	19										
美年健康	连锁医院		18	19								
长春高新	生物制品	9	9	9	7	12						
上海莱士	生物制品						16	20	20			全部退出
天坛生物	生物制品						17					
爱美客	医疗美容	6	7	11	18	11						
迈瑞医疗	医疗器械	2	1	2	1	2	1	2	1	3	3	→
惠泰医疗	医疗器械		19	18	14	8	8	8	8	11	14	↓
联影医疗	医疗器械				6	5	4	6	4	4	5	↓
鱼跃医疗	医疗器械					16	10	13	18			
爱博医疗	医疗器械							18	19			
智飞生物	疫苗	7	6	6	4	6	15	16				
沃森生物	疫苗	17										全部退出
同仁堂	中药	8	5	10	9	20	20					
片仔癀	中药	12	8	12	17	14	15					
太极集团	中药	18	14	17	20							全部退出
华润三九	中药		11	16			11	12	16			
东阿阿胶	中药					10	9	11	9	13		√

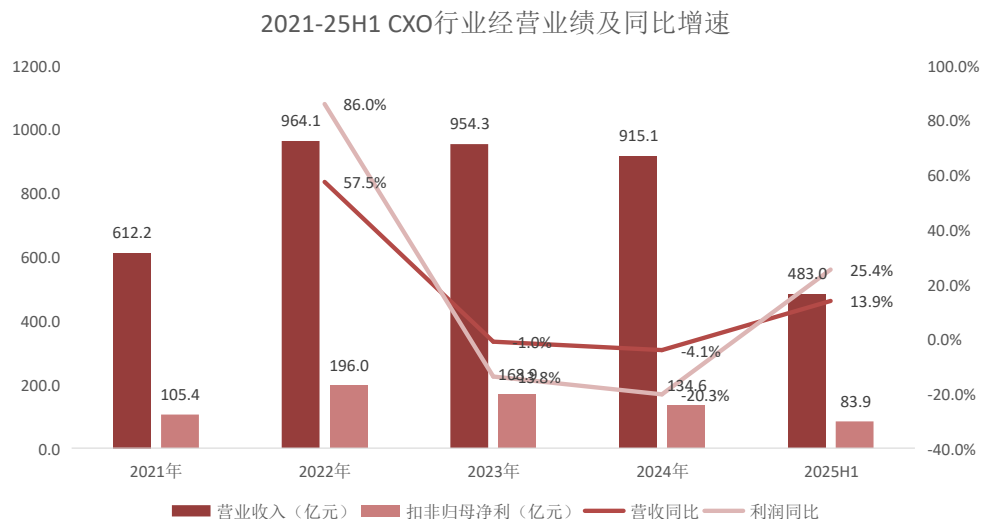
资料来源：Wind，诚通证券研究所

2、 创新突围：CXO 业绩复苏，创新药企销售&BD 双丰收

2.1、 CXO：25H1 业绩复苏明显，在手订单奠定业绩增长基础

CXO 行业 25H1 业绩复苏明显。医药外包服务 CRO/CMO 细分板块，主要有药明康德、泰格医药、康龙化成、昭衍新药、药石科技、凯莱英和博腾药业等 28 家上市公司。2020 年以来，医药外包服务行业受新冠大订单和上游药企加大创新研发投入影响，2021-2022 年营收和利润端均保持高速增长，2023 年后高毛利新冠大订单红利逐渐消退，板块营收缓慢下滑，但利润端下滑快于营收端，2023 年扣非归母净利润下滑 13.8%，2024 年下滑 20.3%。25H1 业绩复苏明显，营收和扣非归母净利润分别同比增 13.9%和 25.4%，显著好于其他细分行业。

图12： 2021-25H1 CXO 行业经营业绩及同比增速

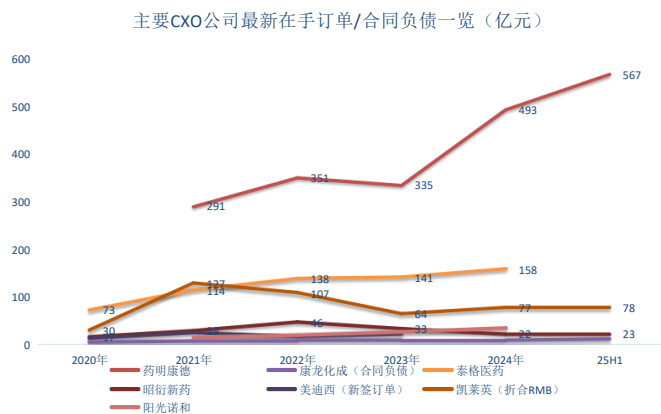


资料来源：Wind，诚通证券研究所

CXO 行业头部公司在手/新签订单充裕。2025H1，CXO 行业上市公司在手/新签订单继续保持较高水平。2024 年末，**药明康德**持续经营业务在手订单人民币 493.1 亿元，同比增长 47.0%，今年上半年在手订单金额继续上升到 567 亿元。**康龙化成**上半年合同负债 10.7 亿元，同比增长 34%（24H1 为 8.0 亿元），比年初增长 28.3%（年初为 8.4 亿元），新签订单金额同比增长超过 10%，其中实验室服务新签订单同比增长超过 10%，CMC（小分子 CDMO）服务新签订单同比增长超过 20%。**凯莱英**上半年在手订单总额 10.88 亿美元，高于年初在手订单金额（10.52 亿美元）。**皓元医药**原料药和中间体、制剂等 CDMO 业务在手订单金额超 5.9 亿元，较上年同期增长 40.1%。

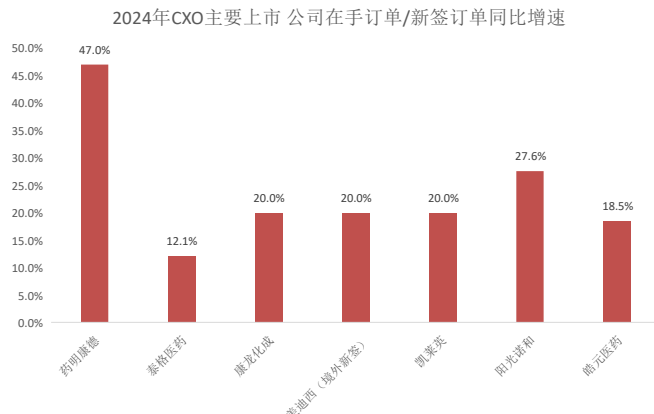
其他 CXO 公司虽未在半年报里公布具体在手订单数据，但在 2024 年订单均取得较好增长。2024 年，**泰格医药**新增合同金额为人民币 101.2 亿元，累计待执行合同金额 157.8 亿元，同比增长 12.1%，订单需求同比 2023 年有了较为明显的改善。**阳光诺和**在手订单同比增速分别为 27.6%。**在手订单充裕支撑 CXO 上市公司未来业绩释放**，但同时由于 CXO 行业海外营收敞口较大，我们提醒关注 CXO 行业地缘政治风险。

图13： 2020-25H1 CXO 主要公司订单情况一览



资料来源：各公司 2020-2025 年定期报告，诚通证券研究所

图14： 2024 年 CXO 主要上市公司在手订单增速一览

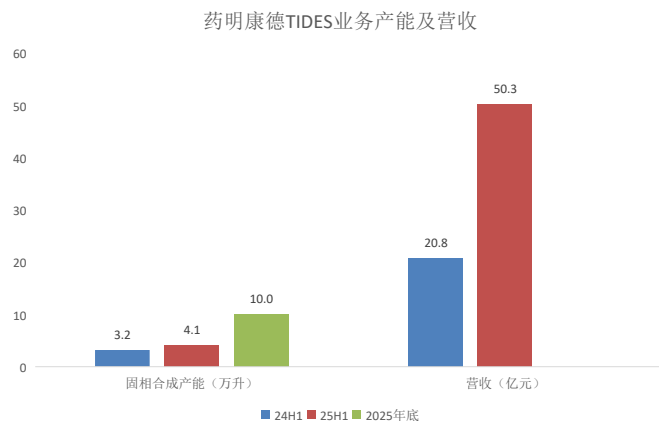


资料来源：各公司 2024 年报，诚通证券研究所

TIDES 业务(寡核苷酸和多肽)业务增速尤为亮眼。药明康德和凯莱英 TIDES 业务营收规模和在手订单均高速增长,是支撑两家上市公司上半年业绩快速增长的主要动力。药明康德随着去年新增产能逐季度爬坡,今年上半年 TIDES 业务收入达到人民币 50.3 亿元,同比增长 141.6%,在总营收中占比大幅提升到 24% (24H1 为 12%) ;截至 6 月末, TIDES 在手订单同比增长 48.8%, TIDES D&M 服务客户数同比提升 12%, 服务分子数量同比提升 16%。凯莱英化学大分子(多肽、小核酸药物) 营收 3.8 亿元,同比增长 130%, 在手订单同比增超 90%。

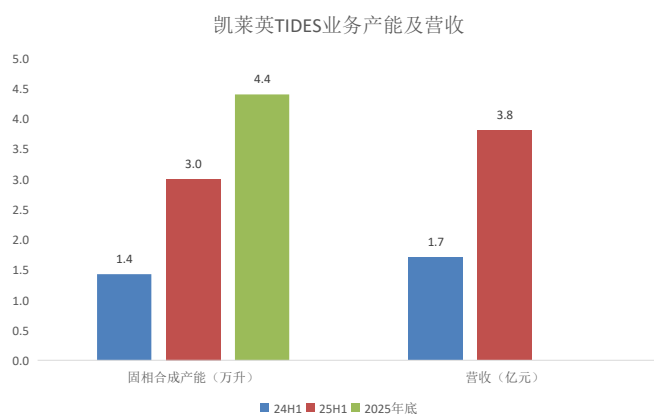
药明康德和凯莱英多肽固相合成产能大幅扩张。随着诺和诺德、礼来和信达生物等多家药企的 GLP-1 类多肽药物糖尿病和减肥适应症获批上市, 多肽 CDMO 业务订单需求量大增,两家公司均大幅扩充多肽固相合成产能。药明康德持续推进泰兴多肽产能建设,当前固相合成产能 4.1 万升,预计 2025 年底多肽固相合成反应釜总体积将提升至超 10.0 万升。凯莱英截至 6 月末,多肽固相合成产能 3.0 万升,预计 2025 年底总产能达到 4.4 万升。

图15: 药明康德 TIDES 业务营收&多肽固相合成产能



资料来源: 药明康德 2024 年-2025 年中期报告, 诚通证券研究所

图16: 凯莱英 TIDES 业务营收&多肽固相合成产能



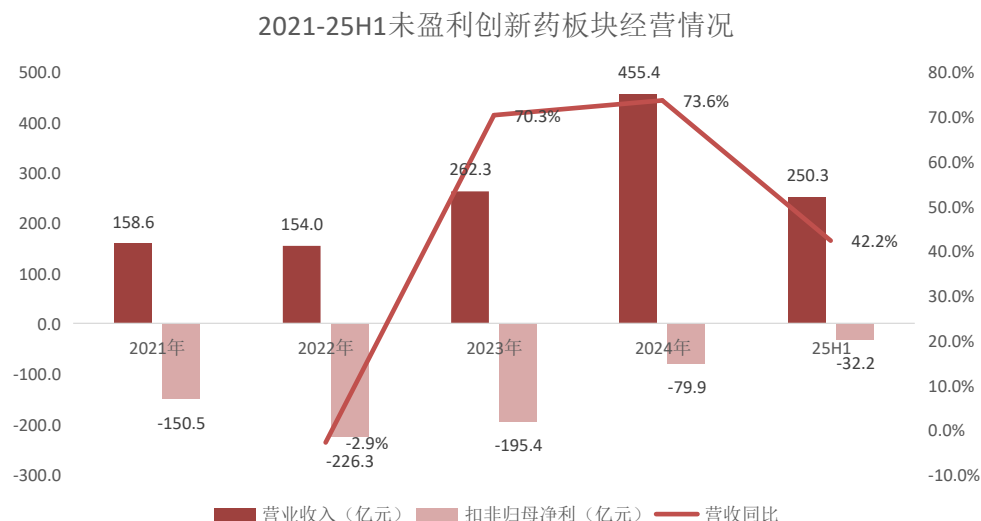
资料来源: 凯莱英 2024 年-2025 年中期报告, 诚通证券研究所

2.2、创新药: 销售放量+海外授权 BD, 创新药逐渐接近盈亏平衡线

营收规模连续保持高速增长。未盈利创新药板块包括百济神州-U、君实生物-U 和诺诚健华等共 17 家科创板上市创新药企业。受近年来创新药管线陆续获批上市销售放量和海外授权 BD 交易, 创新药板块 2023-2024 年营收增速分别为 70.3%和 73.6%, 连续两年营收保持 70%以上的高速增长, 25H1 营收继续保持 42.2%左右的高增速。

2025H1, 未盈利创新药板块 17 家上市公司营收总额 250.3 亿元, 利润端亏损持续收窄, 从 2022 年的亏损 226.3 亿元, 持续收窄到 2024 年的亏损 79.9 亿元左右, 2025H1 继续收窄到亏损 32.2 亿元左右, 部分创新药企业已经实现药品销售经常性业务(不含海外 BD 交易)盈利, 如艾力斯、神州细胞, 百济神州今年上半年实现历史性扭亏为盈, 归母净利润 4.5 亿元。创新药公司是研发主力军, 保持极高的研发投入, 2024 年全板块研发投入 247.2 亿元, 占当期营收比例 54.2%; 25H1 研发投入 125.8 亿元, 同比增长 9.2%, 占当期营收比例的 50.3%。

图17： 2021-25H1 未盈利创新药板块经营业绩及同比增速



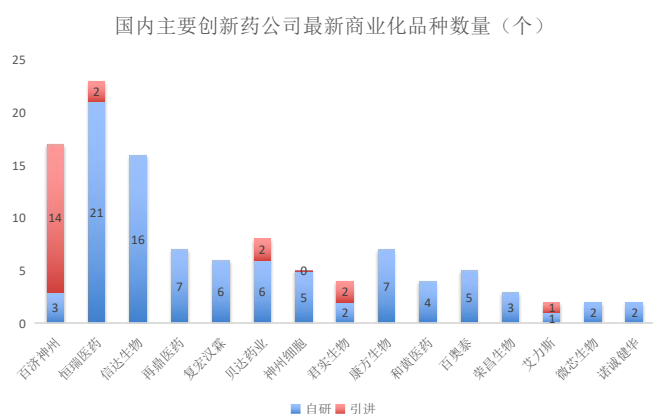
资料来源：Wind，诚通证券研究所

我们归因创新药企业经营业绩快速增长,主要创新药企业获批上市管线不断丰富,产品销售放量和海外授权BD。

一是上市数量快速增加,药品销售放量。今年上半年,国内医药企业创新药获批上市数量大幅提升。据国家药监局披露数据,今年上半年我国批准创新药43个,同比增长59%,其中恒瑞医药和信达生物获批数量较多,恒瑞医药获批6款I类新药,信达生物获批5款新药。截至2025年8月底,恒瑞医药、百济神州和信达生物自研+引进商业化的创新药数分别为23款、17款和16款,贝达药业8款、康方生物和再鼎医药7款、复宏汉霖6款,商业化管线不断丰富奠定了销售增长的基础。

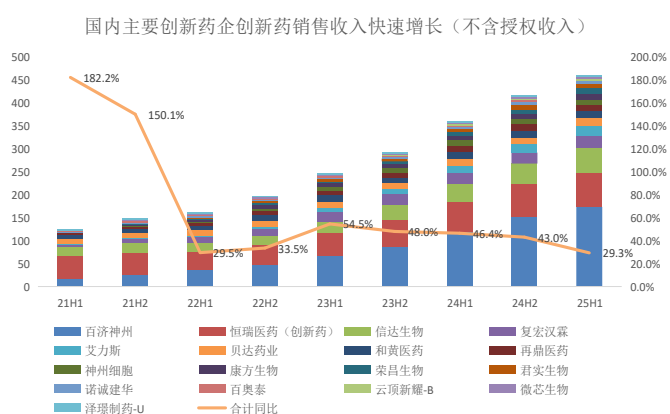
国内主要创新药企药品销售收入（不含授权收入）持续快速放量,2023年药品销售收入同比增速约51%,2024年约44%,25H1为29.3%,行业龙头百济神州2024年药品销售收入达到270亿元（不含授权收入,同比+74.2%）,25H1为174亿元（同比+46.2%）,为国内创新药销售额最大的创新药企。

图18： 国内主要创新药企最新商业化品种数量



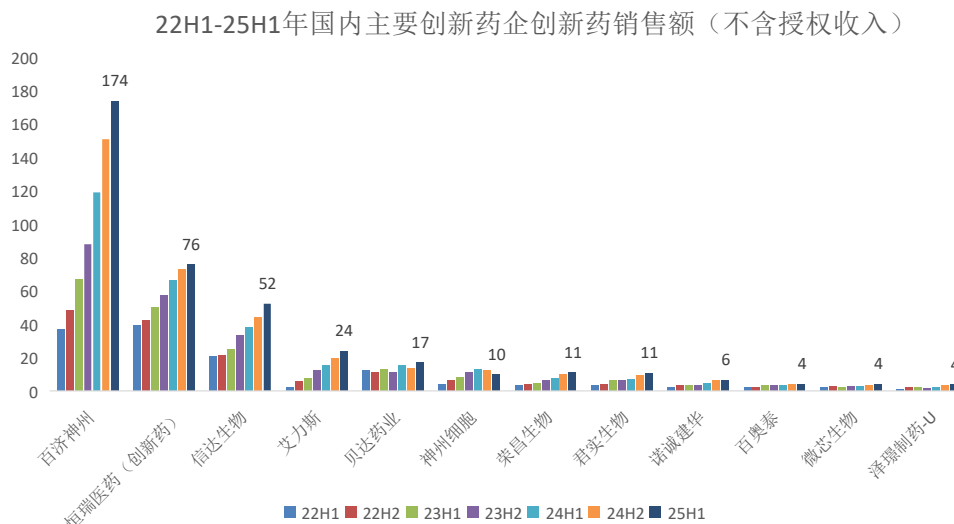
资料来源：各公司2025年中报，诚通证券研究所

图19： 2021-25H1 主要创新药企销售收入快速增长



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图20： 2022-25H1 国内主要创新药企创新药销售收入



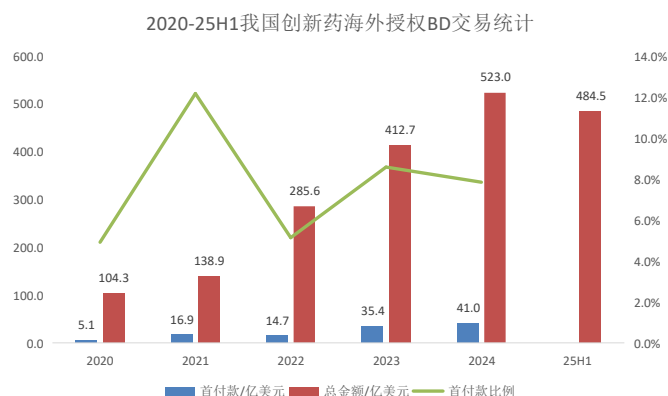
资料来源：Wind，诚通证券研究所

二是上半年海外授权 BD 交易大增。经药时代不完全统计，上半年国内创新药海外授权 BD 总交易金额已经达到 484.5 亿美元，基本追平去年全年总交易金额（523 亿美元）。从 2020 年以来，国内创新药出海交易金额快速攀升，从 2020 年的 100 亿美元左右，快速提升到 2024 年的 523 亿美元，年复合增速高达 49.6%，今年上半年总交易金额已经接近去年全年水平。海外授权交易的爆发，为创新药公司提前收回研发资金，缓解研发资金饥渴，增强依赖融资的创新药企可持续发展。

从产品细分领域看，ADC（抗体偶联药物）和双抗是 2025 年上半年中国创新药出海的热门细分。ADC 无论在交易数量还是潜在金额方面，均表现亮眼；其中交易数量位居首位，超过 9 笔；潜在交易总额更是以 172.7 亿美元遥遥领先。截至目前，全球已有 19 款 ADC 药物获批上市，其中 7 款用于治疗血液肿瘤（如淋巴瘤、白血病），另有 12 款针对实体瘤（包括乳腺癌、胃癌、尿路上皮癌等）。另外以康方生物、三生制药为代表的 PD-1/VEGF 双抗成为近年来的新药研发和 BD 热点。今年上半年，三生制药 PD-1/VEGF 双抗全球（国内+海外）以 62 亿美元总交易金额授权给辉瑞，其中首付款高达 12.5 亿美元，创国内创新药海外授权交易首付款金额新高。

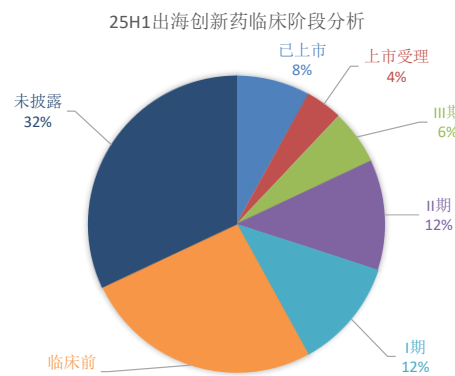
从在研阶段来看，2025 年上半年，中国创新药出海资产仍以早期阶段为主（临床前、I 期、II 期），占比超过 50%，临床后期（III 期、NDA/BLA）及商业化仅占 18%，未披露临床阶段的占 32%。我国创新药出海临床阶段集中在早期，这一方面是我国创新药企普遍资金实力偏小、海外临床经验不足和未来商业化不确定性高等原因，直接出海风险较大；另外，通过海外授权 BD 交易，创新药企能规避未来海外研发、临床和上市风险的同时，提早收回研发资金，缓解在资本寒冬下现金流困境。因此，通过技术授权或产品授权的方式，借助国际企业或平台实现“借船出海”，已成为一种高效的全球化路径。

图21： 2020-25H1 国内创新药海外授权 BD 交易统计



资料来源：医药魔方、药时代、药智网、诚通证券研究所

图22： 25H1 国内创新药出海品种临床阶段分析



资料来源：药时代、诚通证券研究所

3、复苏：设备、零售药店与化学制剂政策消极影响边际减弱，业绩开始复苏

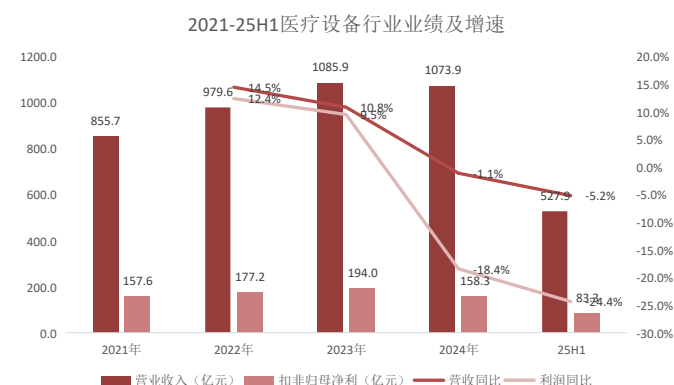
医疗设备、零售药店与化学制剂逐渐摆脱政策的消极影响，业绩开始复苏。医疗设备行业受医疗反腐影响，从2023年下半年开始下游医疗终端招采节奏放缓，但从2024年11月开始，全国医疗终端招采逐步恢复，推动设备行业业绩复苏，我们预期从25Q3开始医疗设备全行业业绩将迎来明显复苏（24H1业绩基数仍相对较高）。零售药店2024年受医保合规检查、补税审查、药品线上比价和行业竞争加剧等多方面综合影响，利润端下滑幅度较大；但零售药店受益处方外流和老龄化等，今年上半年已经逐渐恢复增速。化学制剂中原仿制药大品种基本应采尽采，集采对药企经营业绩的边际影响减弱，同时传统制药企业积极向创新转型，恒瑞医药、科伦药业、石药集团在创新药领域近年来均取得不俗成绩。

3.1、医疗设备：25Q3确定性的经营业绩拐点

医疗设备板块包括迈瑞医疗、联影医疗、鱼跃医疗和新华医疗等共34家上市公司。2025H1，医疗设备行业营收527.9亿元，同比下降5.2%；扣非归母净利润为83.3亿元，同比下降24.4%。2021-2023年医疗设备行业均经营稳健，营收增速保持稳健增长，增速保持10-15%；2024年-25H1营收和利润均负增长，主要是受医疗反腐和等待“两新”、财政贴息等政策落地影响，医疗机构设备招采节奏放缓并延后，但是从去年11月份开始，设备招采节奏显著加快。上半年，部分公司已经提前复苏，联影医疗24Q3-Q4连续两个季度业绩同比大幅下滑后，从25Q1开始营收和利润端连续两个季度均同比上升，其中25Q2营收同比增长18.6%，归母净利润同比增长7.0%。预计25Q3医疗设备全行业业绩将迎来明显复苏。

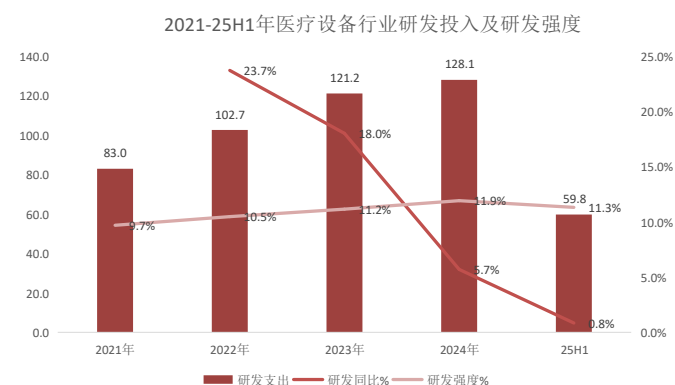
研发支出方面，近年来医疗设备行业研发投入明显加强，增速均快于同期营收增速。25H1，全行业研发支出累计59.8亿元，同比增长0.8%，2022-2024年，研发支出同比增速分别为23.7%、18.0%和5.7%，均显著快于同期营收增速。全行业研发强度（研发支出/营业收入）从2021年的9.7%，持续提升到2024年的11.9%，25H1为11.3%。其中，今年上半年行业龙头公司迈瑞医疗和联影医疗研发投入分别为17.8亿元和11.4亿元，研发强度分别为10.6%和18.9%。

图23： 2021-25H1 医疗设备行业业绩及增速



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图24： 2021-25H1 医疗设备行业研发投入及强度



资料来源：Wind，诚通证券研究所

设备招采节奏明显加速，预计医疗设备板块 25Q3 迎来业绩拐点。据众成数科统计数据，全国医疗领域设备更新从 2024 年 10 月底（2024 年第 44 周）开始持续快速放量，医疗机构设备招采节奏加速，各省市的设备更新招标采购也在如火如荼地推进中。今年上半年，我国医疗器械招投标整体市场规模超 800 亿元，同比增长 62.75%，从月度趋势看，1-6 月市场规模均高于去年同期，3 月单月同比增速高达 113%，6 月增速虽有回落，但仍保持双位数增速。

图25： 2024 年第 40 周-2025 年第 29 周我国设备更新招采情况



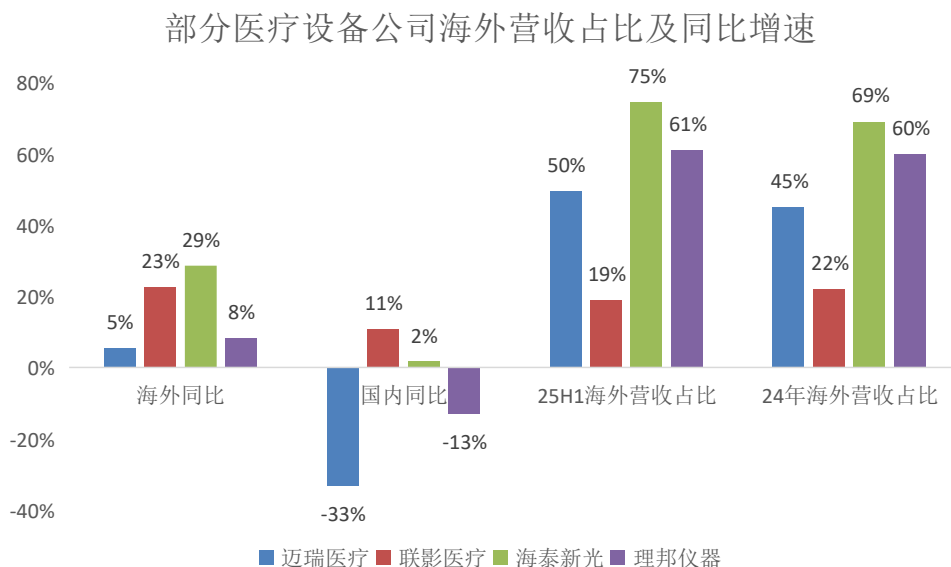
资料来源：众成数科，诚通证券研究所

一是看设备国产替代与招采复苏。我们判断医疗设备行业有望于 2025 年释放被积压的招标采购需求，叠加政府采购新规推动国产替代进程，行业内公司有望实现行业及市占率提升的双重增长。聚焦国内医疗设备龙头公司，例如迈瑞医疗，联影医疗。迈瑞医疗生命信息与支持类设备在国内市占率和国产化率均已经较高，主要在电生理、IVD 领域的国产替代，联影医疗主要在 CT、MR 等影像领域的国产替代。

二是优先看好器械出海标的，设备海外营收依然保持较高增速。迈瑞医疗、联影医疗、海泰新光 and 理邦仪器海外收入占比较高，上半年在国内业务同比负增长环境下，海外业务依然保持较快增速，海外营收占比不断提升。25H1 迈瑞医疗海外营收同比增 5.4%（国内同比下降 33.4%），其中设备细分海外营收同比持平（国内 -33.4%），IVD 细分海外营收同比增 19.2%（国内大幅下降 31.0%），各细分产品

海外营收明显快于国内部分；海外营收占比提升到 50% 左右（2023 年为 39%，2024 年为 45%）。25H1 联影医疗海外营收同比增长 22.5%（国内同比 10.7%），海外营收占比提升到 19%（24H1 为 17%，2024 年全年为 22%）。理邦仪器海外营收占比较高，25H1 为 61%（2024 年为 60%，2023 年为 50%），海外营收同比增长 8.3%（国内同比下降 13%）。25H1 海泰新光海外营收同比增 28.6%（国内仅 1.7%），海外营收占比 74.6%。

图26： 部分医疗设备上市公司海外营收占比及国内外营收同比增速



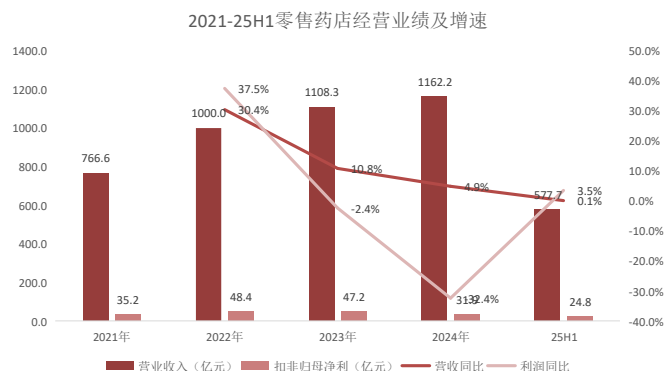
资料来源：Wind，诚通证券研究所

3.2、零售药店：下半年行业经营净利润率均值回归

零售药店行业包括益丰药房、大参林、老百姓、一心堂、健之佳和漱玉平民等 8 家上市公司。25H1 零售药店行业营收 577.7 亿元，同比微增 0.1%；扣非归母净利润 24.8 亿元，同比增长 3.5%。

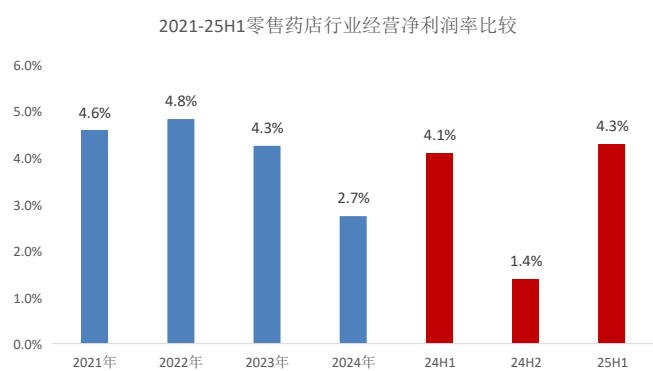
经营净利润率水平有望均值回归。2024 年，零售药店行业受医保合规审查、补税审查、药品线上比价和行业竞争加剧等多方面综合影响，行业营收虽平稳增长（同比+4.9%），但利润端下降幅度较大（大幅下降 32.4%），全年经营利润率从 2021-2023 年平均 4.5% 左右水平大幅下降到 2.7%，尤其是 2024 年下半年行业经营净利润率只有 1.4%，远低于行业正常水平，25H1 行业扣非净利润率水平回升到 4.3% 左右。我们预计随着各种政策消极影响的边际减弱，行业利润率水平回归到 4% 以上正常水平，下半年行业利润率大概率大幅改善，带动零售药店行业业绩明显改善。

图27： 2021-25H1 零售药店行业经营业绩及增速



资料来源：Wind、诚通证券研究所

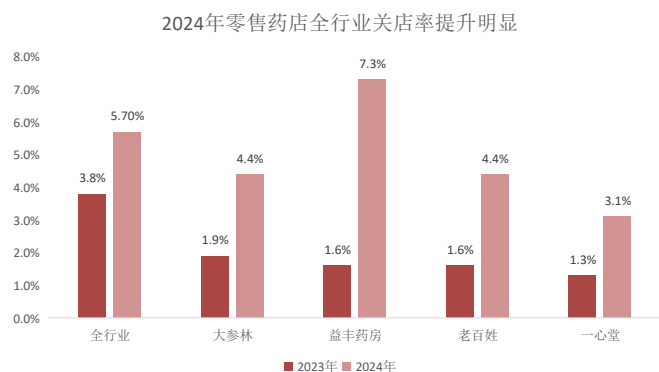
图28： 2021-25H1 零售药店行业扣非净利润率变化



资料来源：Wind，诚通证券研究所

行业告别传统门店规模扩产发展模式。根据中康 CMH 数据显示，2024 年尽管全行业门店总量保持增长，但增速已明显放缓，关店率上升明显。2024 年全年预计关闭零售药店约 3.9 万家，闭店率达 5.7%，较 2023 年的 3.8%显著上升；其中大参林、益丰药房、老百姓和一心堂四家头部零售药店企业关店率分别为 4.4%、7.3%、4.4%和 3.1%。2024 年全国零售药店数量增长迎来拐点，2024Q1-Q4 全国零售药店闭店数量分别为 6,778 家、8,791 家、9,545 和 14,114 家，各季度净新增分别为 9,257 家、6,322 家、2,847 家和-3,395 家，2024 年第四季度零售药店数量出现负增长，25Q1 全行业闭店数量为 10284 家，新开店数 7118 家，门店净新增继续为负，为-3166 家。

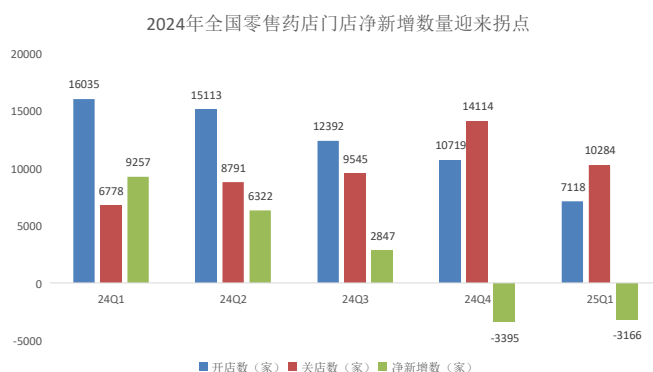
图29： 2024 年零售药店全行业关店率提升明显



资料来源：中康 CMH，各公司 2023-2024 年报，诚通证券研究所

备注：关店率=闭店数/年末门店总数（含加盟）

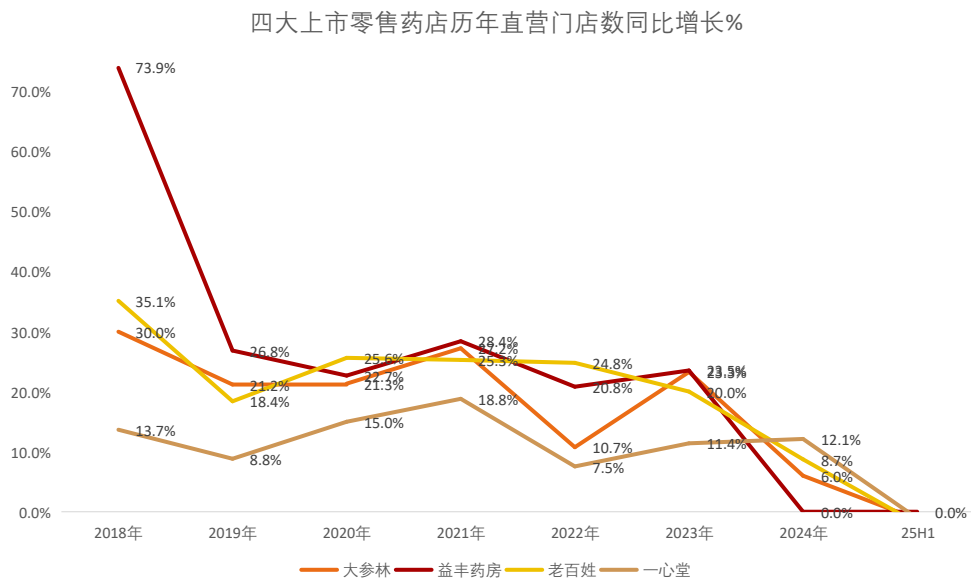
图30： 24Q1-25Q1 零售药店全行业开关店数量变化



资料来源：中康 CMH，诚通证券研究所

2025 年上半年，四大连锁药店上市公司均大幅放缓直营连锁门店拓展速度，直营门店数量相比年初均下降。大参林、老百姓、益丰药房和一心堂自营门店总数分别较年初下降 1.3%、2.0%、1.8%和 1.1%。

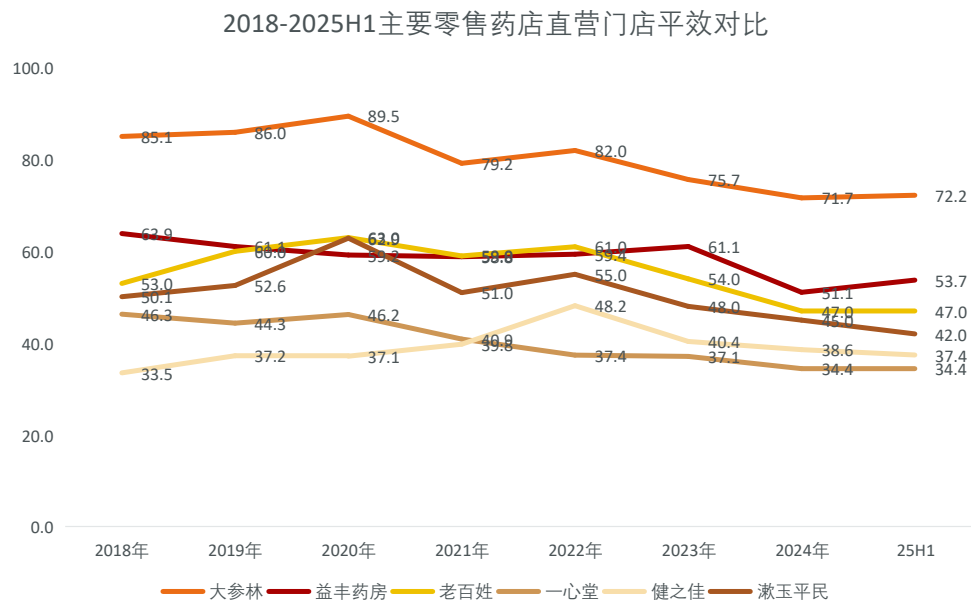
图31： 2018-25H1 四家主要零售药店上市公司门店总数增速



资料来源：各上市公司 2020-2024 年报，诚通证券研究所

2025 年上半年主要零售药店企业经营坪效提升。2017-2024 年，零售药店行业重要经营指标自营门店坪效持续缓慢下行，尤其 2024 年下降幅度较为明显，一是反映行业竞争加剧，二是近年来坪效相对较低的小型社区店增加较多，相对拉低了整体经营坪效水平。2025 年上半年，四大零售药店上市公司坪效较 2024 年均有所提升，其中大参林坪效最高，2025 年上半年为 72.2 元，益丰药房坪效 53.7 元，老百姓坪效 47.0 元；一心堂坪效 34.4 元。

图32： 2018-25H1 主要零售药店直营门店经营坪比较



资料来源：各公司 2017-2025 年中报，诚通证券研究所

我们看好零售药店行业从下半年开始经营转折，一是下半年行业经营净利润率的均值回归；二是行业门店总数从 24Q4 开始拐点向下，25H1 主要零售药店上市公司经营坪效提升，反映行业内卷竞争程度有所改善；三是行业集中度进一步提升空间依然较大，四大上市零售药店 CR4 营收占比，从 2018 年的 7.8%逐年提升到

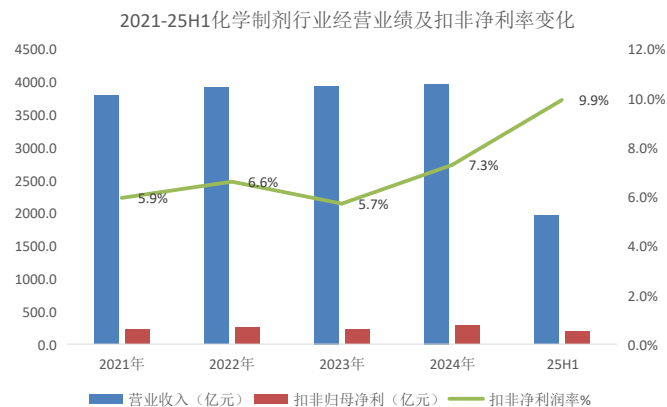
2024 年的 17.2%，行业 CR10 占比从 20.6%提升到 33.4%，美国（2022 年）CR3 为 85%，日本（2022 年）CR10 为 73.7%；四是零售药店行业受益人口老龄化、处方外流大逻辑没有变化。

3.3、化学制剂：集采影响边际减弱，创新蜕变卓有成效

化学制剂是医药行业最大的细分板块，包括恒瑞医药、复星医药、科伦药业、人福医药、丽珠集团、恩华药业、华东医药和华海药业等共 94 家上市公司。25H1，化学制剂细分行业营收 1961.6 亿元，同比小幅下降约 4.0%；2022-2024 年化学制剂行业营收连续三年维持在 3900 亿元以上水平，一方面是药品集采对仿制药营收带来增长压力，二是药企向创新转型，但新药上市贡献业绩增量需要较长时间培育。利润端，25H1 扣非归母净利润 194.8 亿元，同比下降 3.8%，基本与营收降幅相当。2021-2023 年，化学制剂行业经受住国采+地方联采等多重集采降价压力，扣非净利润率维持在 6%左右水平，2024 年集采对化学制剂行业利润影响边际减弱，扣非归母净利润率提升到 7.3%，25H1 利润率为 9.9%，与去年同期基本持平，维持在较高水平。

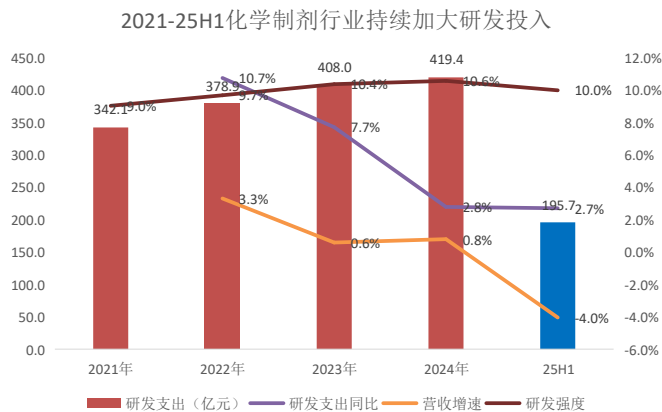
研发支出方面，近年来化学制剂行业积极向创新转型，研发投入增速均快于同期营收增速。25H1 全行业研发支出累计 195.7 亿元，同比增长 2.7%（25H1 化学制剂全行业营收下降 4.0%），2022-2024 年，研发支出同比增速分别为 10.7%、7.7%和 2.8%，均显著快于同期营收增速。全行业研发强度（研发支出/营业收入）从 2021 年的 9.0%，持续提升到 2024 年的 10.4%，25H1 为 10.0%，处于历史较高水平。

图33： 2021-25H1 化学制剂行业经营业绩及扣非净利润率变化



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图34： 2021-25H1 年化学制剂行业持续加大研发投入



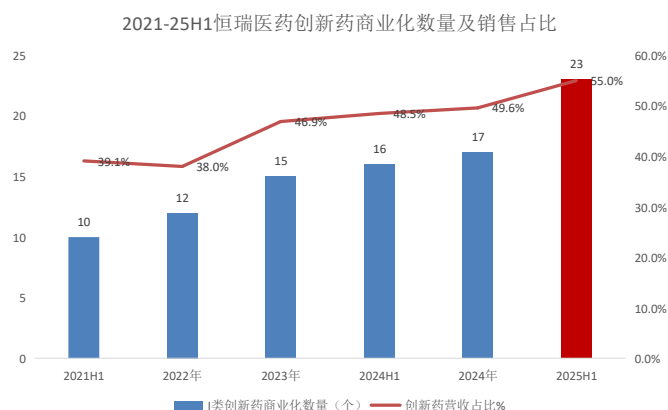
资料来源：Wind，诚通证券研究所

大品种应采尽采，集采影响边际减弱。化学制剂板块是受药品集采影响较大的细分行业，截至目前，药品国采已经经历十轮。我国自 2018 年底首次“4+7”城市试点集采以来，历时七年时间，我国共开展十轮全国范围药品集采，中标品种共涉及 435 种通用名品种，其中集采注射剂品种约 172 个，占比约 40%，在历次集采中的占比不断提升；相对集采前各品种最高申报价格，前九轮整体中标价格平均降幅约为 54%，最新第十轮降价幅度有所扩大，达到 73%左右，创历史轮次新高。从 2020 年以来，省际联盟集团采购广泛化发展，大多数省份集采品种超过 450 个，接近提前完成“十四五”全民医保规划中提出的“2025 年 500 个”集采目标。我国药品市场基本实现大品种应采尽采，集采影响边际减弱。

传统药企向创新转型成效显著。以恒瑞医药、科伦药业为代表的传统制药企业，

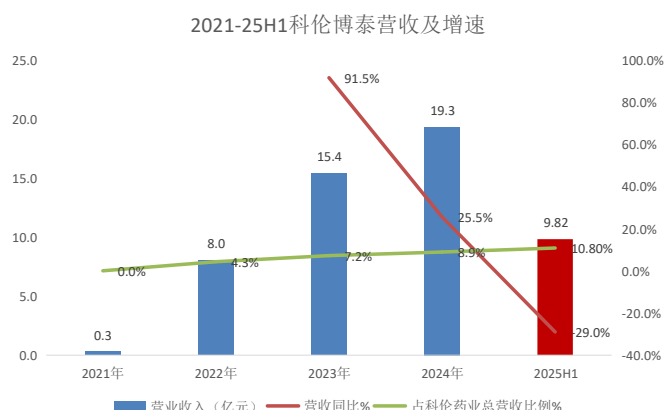
积极向创新转型发展，并取得积极成果。截至 2025 年中报披露日，恒瑞医药已在国内获批上市 23 款新分子实体药物（1 类创新药），25H1 创新药销售收入 75.7 亿元（不含授权收入），同比增长 15% 左右，在公司总营收占比进一步提升到 55.0% 左右。科伦药业创新药子公司科伦博泰生物是国内开发抗体偶联药物（ADC）的先行者之一，在 ADC 研发方面积累了超过十年的经验。2022 年 12 月，与默沙东签署七个在研 ADC 项目的海外授权交易，首付款 1.75 亿美元，首付款、里程碑付款合计不超过 93 亿美元，成为近年来国内创新药最大金额海外授权 BD 交易，25H1 科伦博泰在科伦药业中的营收占比提升到 10.8%。

图35： 2021-25H1 恒瑞医药创新药上市数量及销售占比



资料来源：恒瑞医药 2021-2025 年中报，诚通证券研究所

图36： 2021-2024 年科伦博泰生物营收及增速



资料来源：科伦博泰 2021-2025 年中报，诚通证券研究所

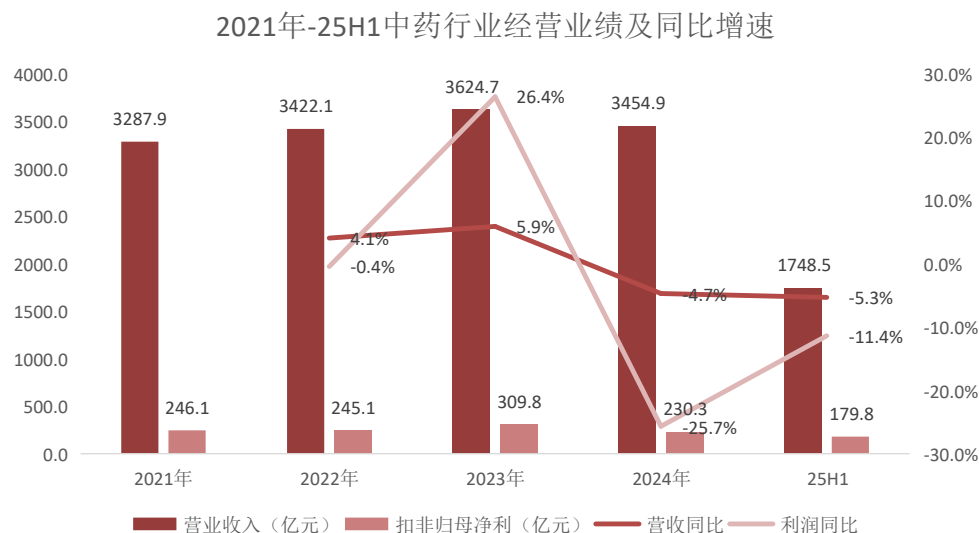
4、业绩筑底：中药、生物制品和 IVD 业绩筑底

中药、IVD、疫苗业绩筑底。中药行业 2023 年迎来历史最好业绩，受高基数影响，2024 年-25H1 营收和扣非归母净利润均双降，同时全国中成药联盟集采进行到第三批，参与省份扩围，品种从早期以口服中成药为主到注射剂以及更多独家品种的纳入，最新第三批参与的 31 个省下半年陆续落地执行。**疫苗行业**全行业延续业绩大幅下降趋势，25H1 营收和扣非归母净利润分别同比下降 58.0% 和 128.6%，主要原因一是行业大品种如 HPV 疫苗、流感疫苗等竞争加剧和需求下滑，量价均下滑，肺炎等儿童疫苗受低出生率影响，销量天花板下降。**IVD** 高毛利率抗疫需求红利消退，同时 DRGs 和检验结果互认等政策影响，2025 年上半年营收和扣非归母净利润分别同比下降 16.9% 和 41.5%。IVD 公司海外业务增速显著好于国内业务，优先看好国际业务占比较大的公司。

4.1、中药：全国中成药集采扩围，名贵中药材价格仍高位运行

中药行业包括片仔癀、同仁堂、云南白药、东阿阿胶、华润三九和白云山等 68 家上市公司，是医药工业第二大细分行业（仅次于化学制剂）。25H1，中药行业总营收 1748.5 亿元，同比下降 5.3%；扣非归母净利润 179.8 亿元，同比下降 11.4%。25H1，中药行业营收和扣非归母净利润继续双降，主要是由于去年上半年全国流感等呼吸道疾病高发，拉动中药行业呼吸类、抗感染类产品销售。

图37： 2021-25H1 中药行业经营业绩及增速



资料来源：Wind，诚通证券研究所

中成药集采逐渐深入。中成药独家品种较多，且成本容易受上游中药材价格影响，一直是药品集采难点。截至目前，全国中成药联盟集采进行到第三批，参与省份扩围，品种从早期以口服中成药为主到注射剂以及更多独家品种的纳入，从初期的探索规则到后期引入技术评分、三倍价差熔断。从第二批开始，参与省份达到30个以上，基本等同于全国范围集采，第三批中成药集采参与省份、中选药品数、平均价格降幅和最高降幅均继续扩大。未来预计将有更多中成药产品纳入集采范围，集采扩围扩面趋势明确。

表 1、三批全国中成药集采及中选结果对比

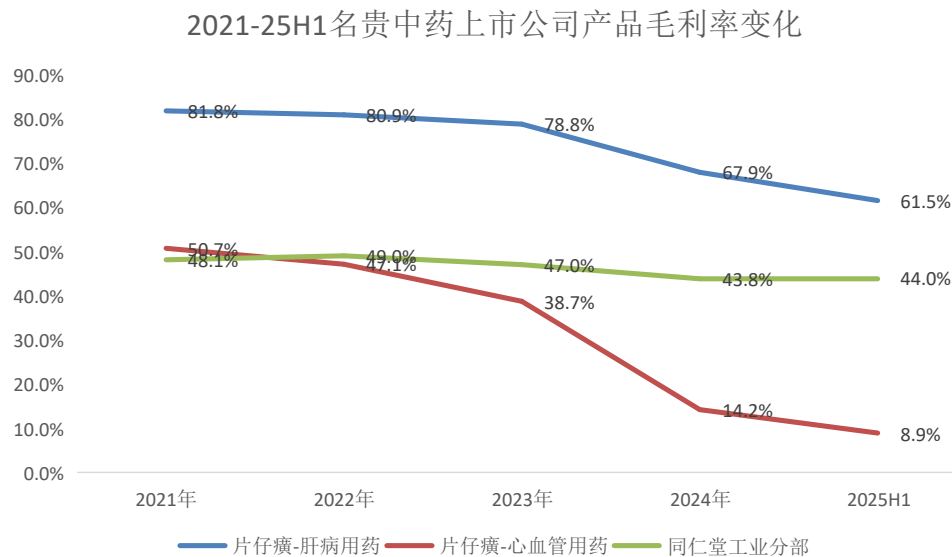
批次	参与省份	中选药品数	平均降幅	最高降幅
第一批	19 省	111 个	42.27%	82.60%
第二批	30 省	68 个	49.36%	76.80%
第三批	31 省	174 个	约 68%	>95%

资料来源：赛柏蓝，诚通证券研究所

同步执行中选结果的还有全国中药饮片联采，自今年4月起全国各省份陆续落地。其中，山东是全国最早执行的省份之一（4月21日执行），不完全统计，已经执行的省份有天津、湖南、贵州、河南、广东、山东、江西、黑龙江、西藏，6月中下旬以及7月初将有不少省份执行。本次中药饮片联采覆盖31个省份，共涉及45种中药饮片，598家企业中选，涉及12069个产品，其中，地黄和川芎中选产品数最多，达354个。

另外，天然牛黄、天然麝香等名贵中药材价格依然高位运行，显著影响以天然牛黄、麝香为主要原料的中成药品种毛利率。今年上半年，片仔癀肝病用药（主要是片仔癀）和心血管用药（主要是安宫牛黄丸）毛利率均持续下降，毛利率分别为61.5%和8.9%，均创出2021年以来的新低；同仁堂医药工业分部毛利率相对稳定，但25H1下降到44.0%，比2021-2023年毛利率均值48%下降约4.0pct。上游名贵中药材价格涨价影响中成药品种盈利水平，未来产品有进一步提价诉求。

图38： 2021-25H1 名贵中成药上市公司产品毛利率变化



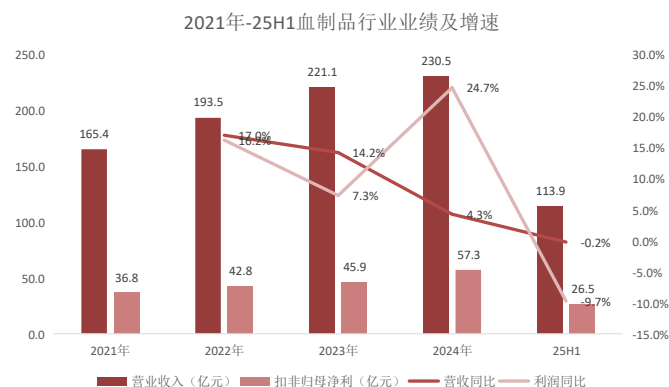
资料来源：Wind，诚通证券研究所

4.2、血液制品&疫苗：血制品相对稳健，疫苗经营压力较大

血制品业绩相对稳健。血制品板块包括天坛生物、华兰生物、上海莱士、派林生物、博雅生物和卫光生物共 6 家上市公司。25H1，血制品行业营收 113.9 亿元（剔除华兰生物疫苗收入，下同），同比基本持平，2022-2023 年的营收增速分别为 17.0% 和 14.2%，2024 年在高基数下营收增速放缓，营收增速 4.3%，但血制品行业依然是医药行业近几年难得持续稳健增长的细分行业；利润端 25H1 为 26.5 亿元，同比下降 9.7%，扣非归母净利润下降显著高于营收端，主要是 2024 年上半年同期血制品价格较高和相关公司提高运营效率（包括补齐了产品管线），行业利润率处在较高水平。

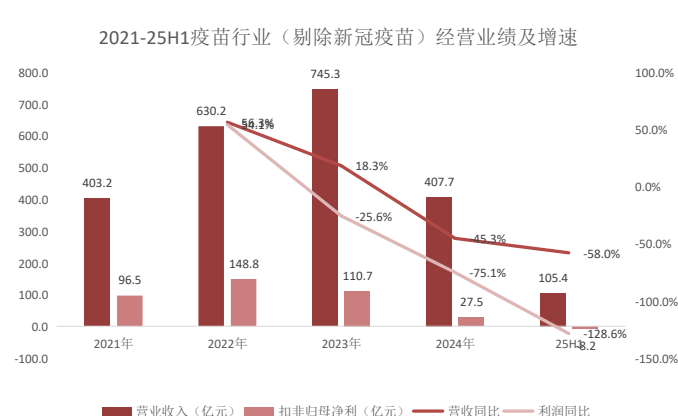
疫苗细分行业利润端由盈转亏，经营压力较大。25H1 全行业营收 105.4 亿元，大幅下降 58.0%，利润端则由盈转亏。主要疫苗上市公司营收利润均大幅下滑，智飞生物代理业务（4/9 价 HPV 疫苗、重组带状疱疹疫苗等）受存量客户需求下降影响，代理业务营收大幅下滑 75%，自主疫苗业务营收下滑 9.3%，公司整体利润由盈转亏。万泰生物 2 价 HPV 疫苗面临需求和价格双降压力，上半年疫苗营收仅 1.7 亿元，大幅下降 67.3%，但上半年公司 9 价 HPV 疫苗成功获批上市，未来有望带来业绩增量。沃森生物营收下滑近 20%，康泰生物是全行业营收增长的少数公司之一，25H1 营收增长 15.8%，但利润端同比大幅下滑 77.3%。疫苗类公司整体业绩均表现不佳，反映疫苗行业竞争加剧和终端需求下滑双重压力。

图39： 2021-25H1 血制品行业业绩相对稳健



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图40： 2025H1 疫苗行业利润由盈转亏

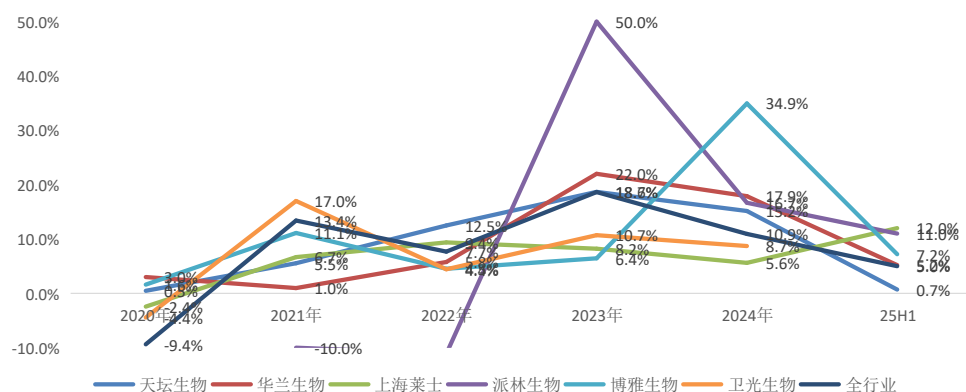


资料来源：Wind，诚通证券研究所

上半年，血制品行业整体采浆增速5%左右。据派林生物中报披露数据，2025年上半年，血制品全行业整体采浆量增长约5%，低于2023-2024年采浆增速（2024年全行业采浆量13,400吨，同比增长10.9%；2023年采浆12079吨，同比增长18.6%）。其中，上海莱士和派林生物上半年采浆增速超过10%，分别为12%和11%，显著高于行业平均5%增速水平，博雅生物采浆增速7.2%，华兰生物为5.2%，天坛生物基本持平，微增0.7%。

图41： 2020-25H1 主要血制品上市公司年度采浆同比增速

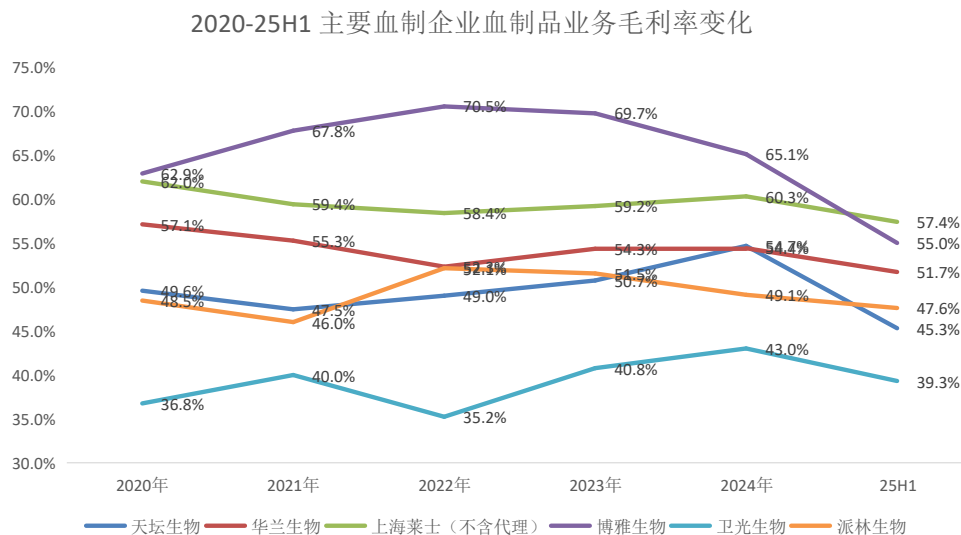
2020-25H1 主要血制品企业年采浆量同比增速



资料来源：Wind，诚通证券研究所

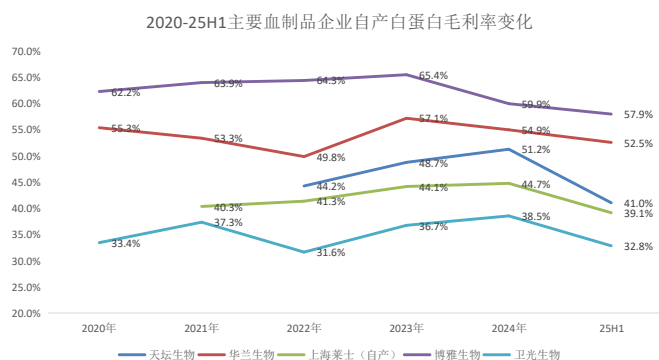
上半年，血制品价格不及去年同期，毛利率下降。2025年上半年，血制品价格不及去年同期，各血制品企业血制品业务整体毛利率均有所下滑，主产品白蛋白和静丙毛利率全部下降。分各公司看，上海莱士毛利率全行业最高，卫光生物毛利率显著低于行业均值，全行业整体毛利率均值在49%左右，相比2024年下降5.0pct（2024年为54%）。

图42： 2020-25H1 主要血制品上市公司血制品业务毛利率变化



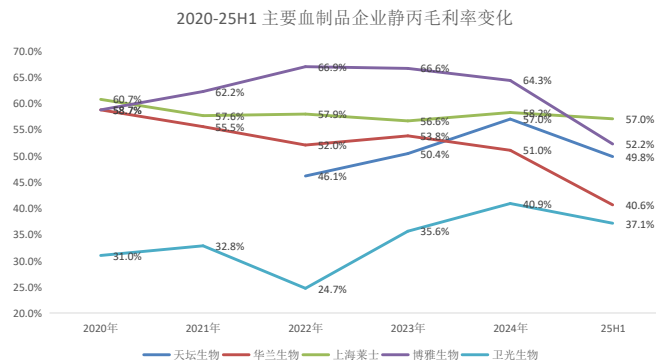
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图43： 2020-25H1 白蛋白产品毛利率变化



资料来源：各公司 2020-2025 年定期报告，诚通证券研究所

图44： 2020-25H1 静丙产品毛利率变化

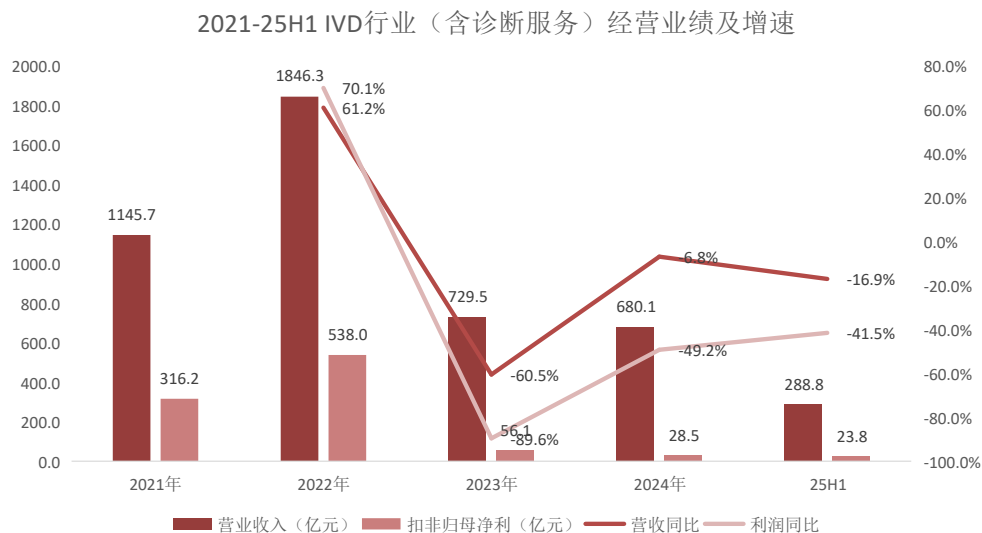


资料来源：各公司 2020-2025 年定期报告，诚通证券研究所

4.3、IVD：多重政策影响，国内经营压力较大，国际业务欣欣向荣

IVD 行业包括 IVD 及诊断服务细分行业共 42 家上市公司，2023 年消化新冠疫情 IVD 业绩高基数后，2023-2024 年全行业营收维持在 700 亿元左右；受 IVD 试剂集采及 DRGs 2.0 等医保控费政策影响，25H1 营收 289 亿元，同比下降 16.9% 左右，较 2024 年营收下滑幅度有所扩大（2024 年同比下滑 6.8%）；扣非归母净利润端持续大幅下降，25H1 同比下降 41.5%（2024 年为 -49.2%），反映生化、化学发光等 IVD 试剂集采降价对 IVD 行业盈利能力的持续压力。

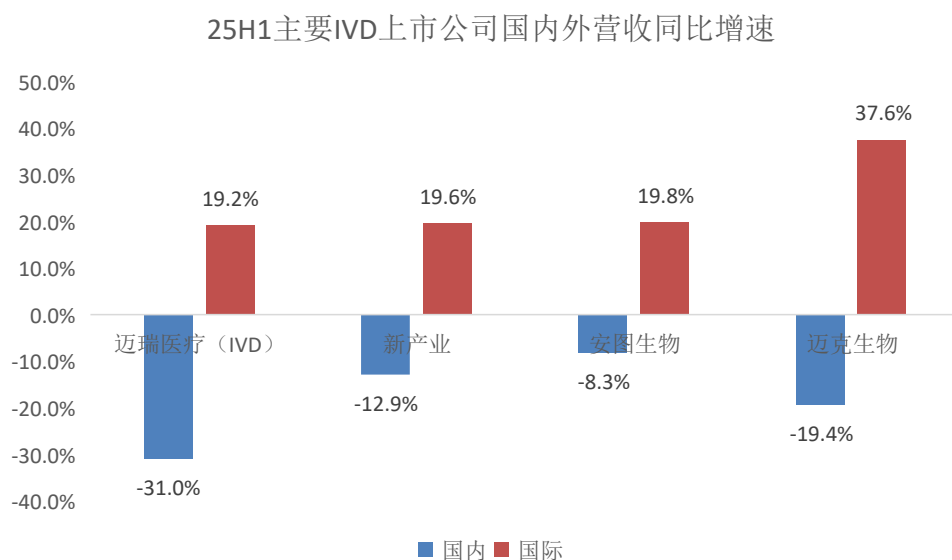
图45： 2021-25H1 IVD 行业（含诊断服务）经营业绩及增速



资料来源：Wind，诚通证券研究所

IVD 看出海。IVD 头部公司经营业绩呈现内冷外热局面，海外业务显著好于国内。25H1，迈瑞医疗海外营收同比增 5.4%（国内同比下降 33.4%），其中 IVD 细分海外营收同比增 19.2%（国内大幅下降 31.0%）；新产业 IVD 海外营收同比增长 19.6%，远高于国内营收增速（同比下降 12.9%），海外营收占比提升到 43.7%；安图生物海外营收同比增长 19.8%，国内下降 8.3%；迈克生物海外营收大增 37.6%，国内营收下滑 19.4%。国内头部 IVD 公司营收均呈现内冷外热现象，国际营收大幅好于国内部分。

图46： 25H1 主要 IVD 上市公司国内外营收同比增速



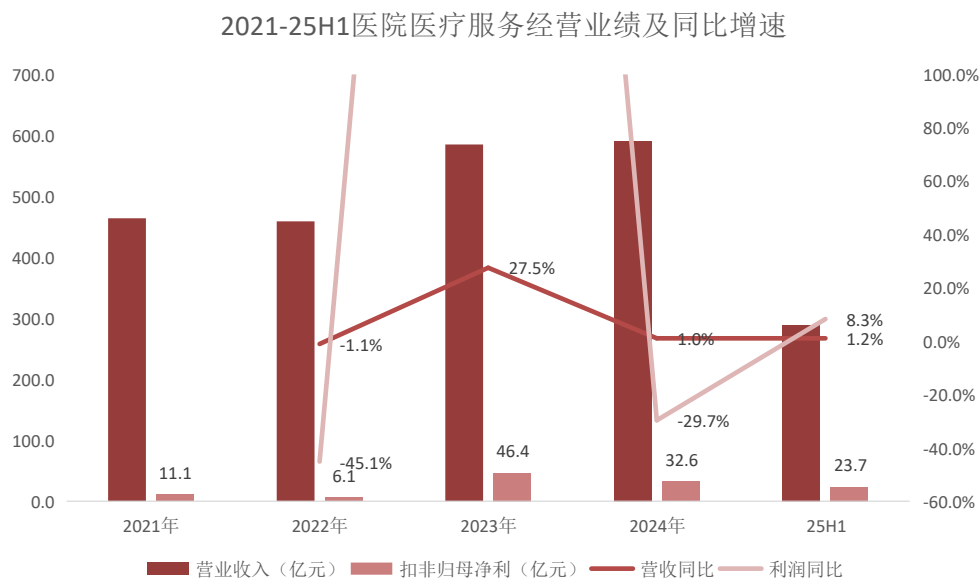
资料来源：各公司 2025 年中报，诚通证券研究所

4.4、医院医疗服务：经营波幅较大，业绩筑底

医院服务行业包括爱尔眼科、通策医疗、美年健康、国际医学和三博脑科等15家上市公司。25H1医院服务行业营收288.7亿元，同比增长1.2%；扣非归母净利润23.7亿元，同比增长8.3%。

近年来，医院医疗服务经营业绩波幅较大，2021-2022年，医院医疗服务受疫情等影响严重，折旧、人力等运营成本刚性，利润端下滑明显；2023年疫后社会恢复正常化，眼科、牙科等消费型医疗需求集中释放，医院医疗服务行业业绩恢复明显；2024年在高基数下，经营业绩有所下滑。连锁专科医院经营明显好于综合性医院，业绩也相对稳定。

图47： 2021-25H1 医院医疗服务行业经营业绩及增速



资料来源：Wind，诚通证券研究所

5、风险提示

行业竞争加剧；医保控费政策超出预期；部分细分行业对美营收敞口较大，关注地缘政治风险；系统风险。

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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并登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环路 27 号楼 12 层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>