

创新药先行，静待普涨

——医药2025中报总结

板块投资评级：强大于市|维持

中邮证券研究所 医药团队

盛丽华（首席分析师）

SAC编号：S1340525060001

龙永茂（分析师）

SAC编号：S1340523110002

陈灿（分析师）

SAC编号：S1340525070001

中邮证券

发布时间：2025-09-02

► 医药2025H1：创新药先行，各子板块有望迎来普涨

2025年上半年医药板块指数震荡上行，尤其4月份创新药BD行情带动板块整体快速上涨，在众多板块中排名前列，表现亮眼。医药板块估值溢价率为275.19%，达到历史76.69%分位，高于历史平均溢价率235.14%，处于2010年以来的相对较高位置，但仍有望持续突破。公募基金医药持仓持续加码，创新药、医疗器械、CXO受青睐。我们认为，我国基本医保基金收支稳健增长，在医药支付端提供稳定支撑。创新药受益于中国创新药资产储备丰富+临床研发效率高+产业链优势，出海BD仍有望持续；器械板块招采明显回暖，有望迎来确定性机会。我们看好下半年核心资产的价值回归，建议重视：

1.创新药：长期产业趋势不容忽视。我们认为，国内创新药出海BD的交易不会停止，中国整体的创新药长夜经过过往10余年的快速发展，具备参与全球竞争的實力。自年初开始的肿瘤领域的双抗到呼吸领域的小分子，通过海外MNC的购买行为已验证了国内创新药公司创新研发的實力。从购买方角度来看，中国产业链能力、管线数量和质量、研发效率在全球都极具竞争优势，有望持续兑现长期的产业趋势。受益标的：信达生物、康方生物、迈威生物、君实生物、基石药业、乐普生物、荃信生物、微芯生物、映恩生物等。**2.CXO：**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。受益标的：药明康德、康龙化成、泰格医药等。**3.化学制剂：**看好研发思路明确、资金利用效率高的企业，以及在特定细分赛道单点突破的创新企业。受益标的：恒瑞医药、科伦药业、丽珠集团、一品红、广生堂、京新药业、汇宇制药。**4.生物制品：**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。受益标的：天坛生物、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：**总体上我们认为随着反腐边际改善，集采反内卷和设备采购资金逐步落地，医疗器械下半年有望迎来拐点。受益标的：惠泰医疗、微电生理、迈普医学、山外山、奕瑞科技、心脉医疗、南微医学、安杰思、迈瑞医疗、开立医疗、澳华内镜。**6.医疗服务：**看好持续扩张及优质资产注入下市占率提升以及消费复苏下弹性较大的眼科、口腔行业。受益标的：爱尔眼科、固生堂。**7.中药：**看好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。以及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。受益标的：佐力药业、方盛制药、以岭药业、贵州三力等。

► **风险提示：**行业竞争加剧风险、集采降价超预期风险、企业外延并购落地低于预期风险、国际地缘政治风险、关税扰动风险。



目录

- 一 | **板块行情：2025H1医药板块震荡上行，表现亮眼**
- 二 | **行业概况：药械全面回暖，创新药BD爆发式增长**
- 三 | **细分板块：创新药率先发力，各子板块有望迎来普涨**
- 四 | **风险提示**

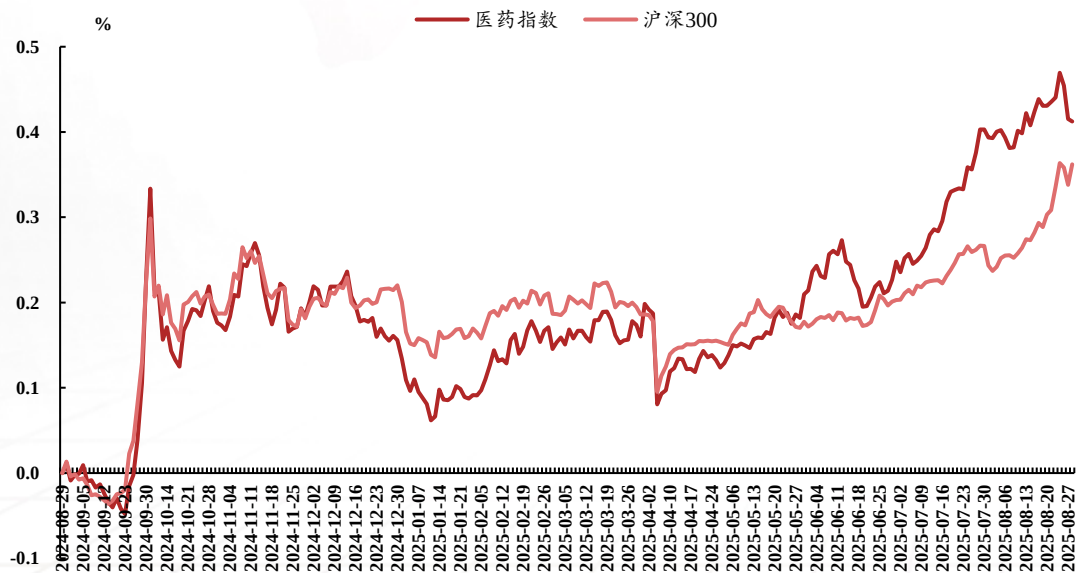


板块行情：2025H1医药板块震荡上行，表现亮眼

1.1 近一年医药板块整体震荡上行，在一级行业排名前列

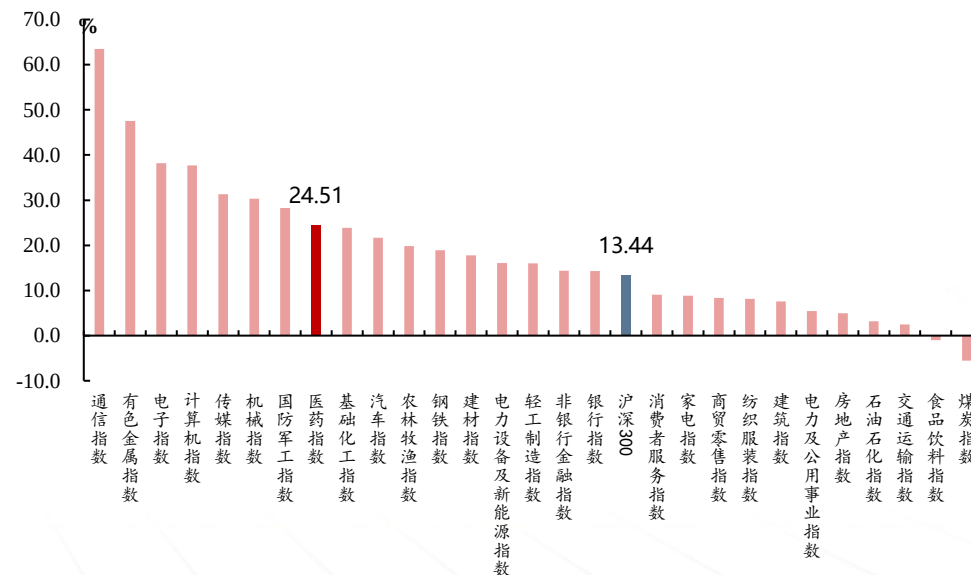
- 2024Q3至今医药板块震荡上行。2024Q3受924政策影响医药板块暴涨，随后略有调整。2025Q2受关税影响深度调整，关税阴影解除后受创新药出海预期影响震荡上行。年初至2025/8/29，中信医药指数上涨24.51%，跑赢沪深300指数11.07 pct，在中信一级行业中排名第8位。随着集采影响出清、BD热潮持续，板块有望持续上涨。

图表1：2024Q3至今医药板块震荡上行



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表2：2025年以来医药板块在中信一级行业中排名第8

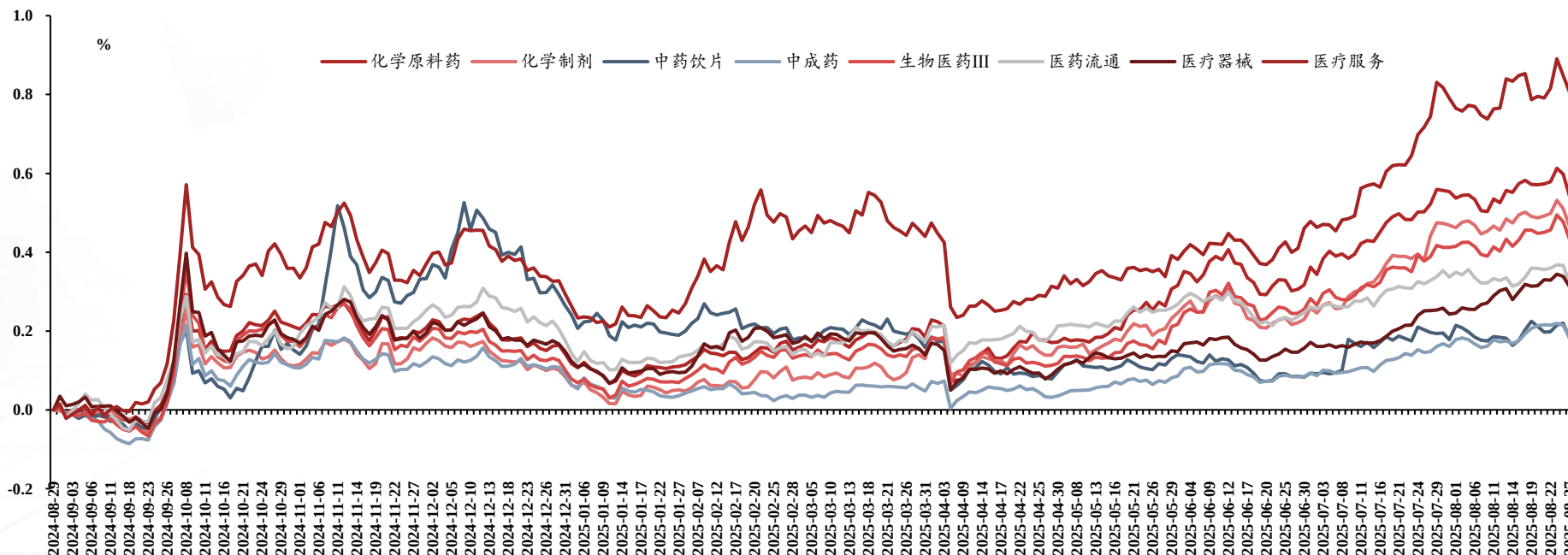


资料来源：iFinD、中邮证券研究所

1.2 医药子板块中医疗服务、化学原料药等表现亮眼

- **医疗服务、化学原料药表现相对较好。** 医疗服务板块前期估值较低，涨势相对较好。截至2025/8/28涨幅为+80.24%，领涨医药板块。此外，化学原料药板块震荡上行，涨幅为+53.67%。
- **其余子行业跟涨：** 化学制剂+45.89%，生物医药+43.09%、医药流通+31.92%、医疗器械+31.28%、中成药+18.28%、中药饮片+17.84%

图表3：医疗服务、化学原料药表现相对较好，其余子版块跟涨



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

1.3 医药板块估值水平处于历史2010年以来相对较高位置

- 医药板块估值相对走高。截至2025/8/28，中信医药PE（TTM）为52.42X，达到88.84%分位（自2010/1/8始，下同），而沪深300 PE（TTM）为13.97X；医药板块估值溢价率为275.19%，达到历史76.69%分位，高于历史平均溢价率235.14%，处于2010年以来的相对较高位置。

图表4：医药板块PE（TTM）估值相对走高

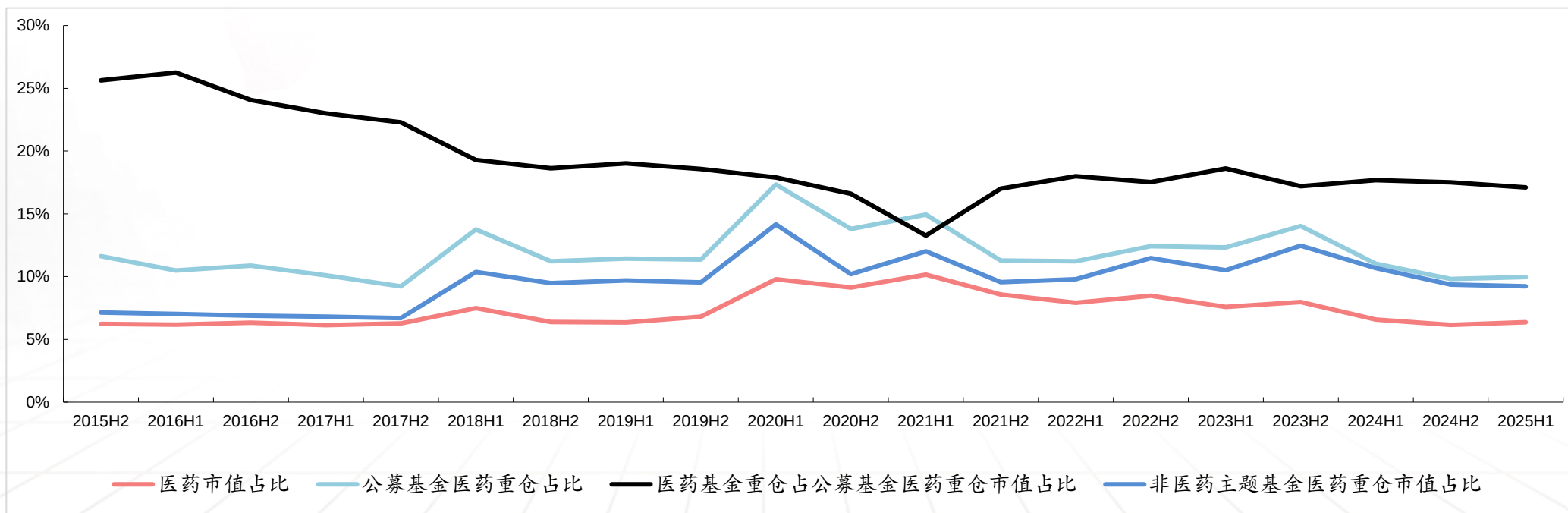


资料来源：iFinD、中邮证券研究所

1.4 2025H1公募基金医药持仓占比持续回暖

- 2025H1，A股总市值104.8万亿，A股医药总市值6.8万亿，占A股总市值的比例为6.4%。公募基金重仓市值5.9万亿，其中公募基金医药重仓市值5965亿，占比 9.96%，环比上升0.15pct；医药基金医药重仓市值为1019亿，在公募基金医药持仓中的比例为17.09%，环比下降0.42pct；非医药主题基金医药持仓市值1192亿，在非医药主题公募基金持仓中的占比为9.24%，环比下降0.13pct。

图表5：2025H1公募基金医药持仓占比回暖



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

1.5 创新药、医疗服务、医疗器械是主要重仓板块

- 医药行业重仓情况：从重仓股所属板块看，前十大重仓股中相对分化，各板块行业龙头地位稳固：如医疗器械标的迈瑞医疗、联影医疗，创新药标的恒瑞医药、科伦药业，CXO标的药明康德等。

图表6：恒瑞医药、药明康德、迈瑞医疗排名2025Q2重仓股前三

	期间涨跌幅	持股占流通股比 (%)	2025Q2持股 总市值	2025Q1持股 总市值	变动	2025Q2持有基金数	2025Q1 持有基金 数	变动
恒瑞医药	15.46%	9.32	320.95亿	323.06亿	-2.11亿	563	526	37
药明康德	31.08%	12.38	247.21亿	276.26亿	-29.05亿	375	371	4
迈瑞医疗	-9.32%	8.35	227.43亿	256.50亿	-29.07亿	277	313	-36
联影医疗	1.30%	15.69	118.90亿	98.13亿	20.77亿	115	108	7
科伦药业	21.85%	20.97	98.38亿	87.72亿	10.66亿	155	139	16
百济神州	46.62%	2.45	88.03亿	89.36亿	-1.33亿	173	195	-22
泽璟制药	76.02%	24.90	70.86亿	74.27亿	-3.40亿	186	169	17
百利天恒	53.83%	22.91	69.79亿	42.40亿	27.39亿	108	72	36
泰格医药	-3.07%	15.27	56.11亿	65.25亿	-9.13亿	92	76	16
惠泰医疗	-18.34%	13.00	54.44亿	57.94亿	-3.50亿	110	104	6

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

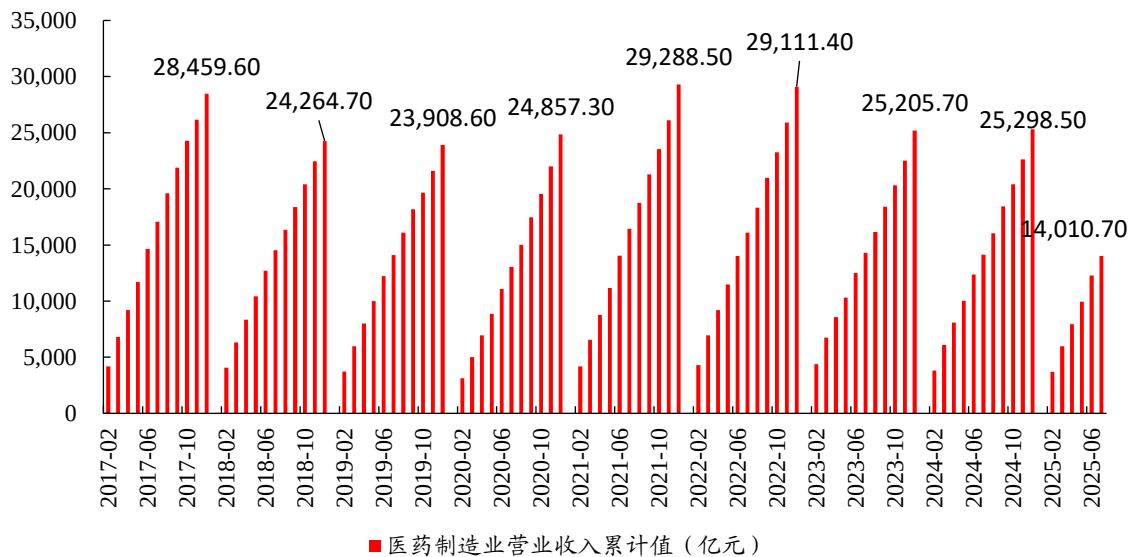


行业概况：药械全面回暖，创新药BD爆发式增长

2.1 我国医药制造业营收&基本医保基金收支稳健增长

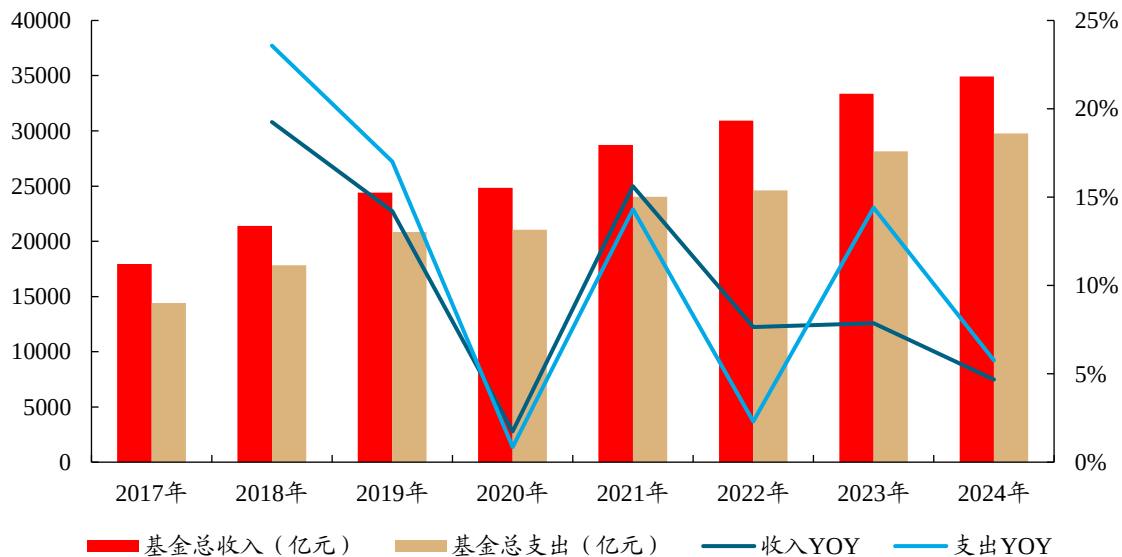
- 2017~2025年7月，我国医药制造业营业收入整体有一定波动，期间经历了先降后升再降的过程。2017年医保部门加强对医疗费用的管控，限制了一些高价药品和过度医疗行为的使用，推行“两票制”等措施。疫情期间居民用药需求激增，医药制造业营收经历提升后下降，后于2024年企稳回升。
- 2017~2024年每年医保基金都有一定的结余，但支出增长速度在部分年份快于收入增长速度，医保基金面临着一定的支付压力。不过，目前医保基金总体上仍保持着较为健康的运行状态，能够保障参保人员的基本医疗需求。

图表7：2017~2025年7月我国医药制造业营收



资料来源：国家统计局、中邮证券研究所

图表8：2017~2024年我国基本医疗保险（含生育保险）基金总收支

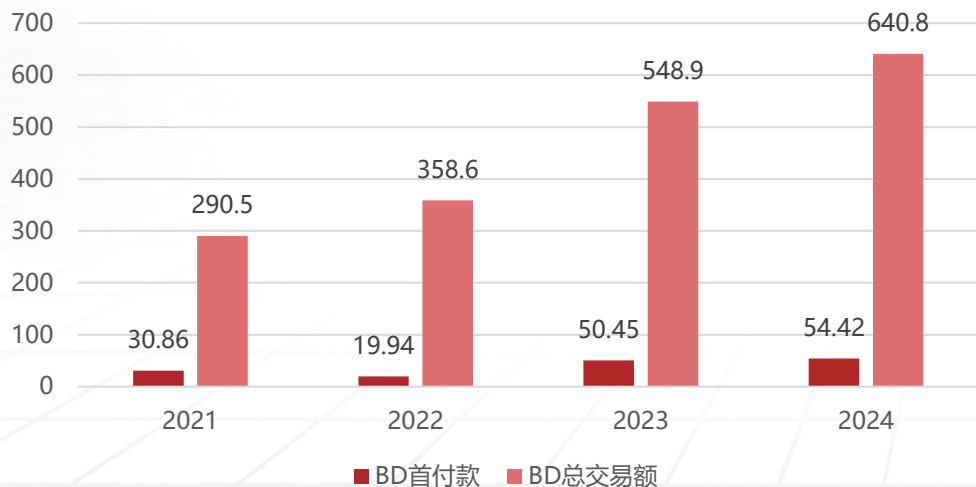


资料来源：国家统计局、中邮证券研究所

2.2 创新药BD：出海交易“量价齐升”，中国已成MNC“扫货”热土

- **创新药BD出海交易“量价齐升”，25H1表现十分亮眼。**据美柏必缔统计口径，2024年中国医药BD交易总额为640.8亿美元创历史新高，其中主要贡献为出海交易共577.5亿美元，其中首付款50.7亿美元。据药财社数，2025年H1中国药企与国际巨头签下的授权合作或技术服务交易已超50笔，总金额达到484亿美元。而另一统计口径下，25H1批量交易数量为72笔，总金额接近600亿美元，已超过24年全年的金额。值得一提的是，据CNBC数据2025年上半年单笔交易首付款超过5000万美元的比例达到42%，明显高于2024年时的27%，较过往有显著的提升。
- **中国创新药资产储备丰富+临床研发效率高+产业链优势，出海BD仍有望加速。**过去的十年在国家政策引导下，创新药企快速崛起，同时老牌仿制药企的提升创新战略地位，中国整体的创新药产业链能力、管线数量和质量快速发展。据动脉网，中国原研创新药累计数量已达3575个，位居全球首位；创新药企数量超过1200家，在研管线数量超过7000项，跃居全球第二；医药相关文献数量也稳步上升，全球占比达到25%，仅次于美国。产业链层面：中国全球核苷酸最大生产市场，中国CXO头部企业已具备全球竞争力，进一步提升了本土创新药企管线的性价比。综上，我们认为出海BD在25H1的爆发不会是昙花一现，而是产业趋势长期逻辑的兑现前奏。

图表9：近年国内生物医药BD交易情况（单位：亿美元）



资料来源：美柏必缔、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表10：2025上半年国内生物医药BD交易情况

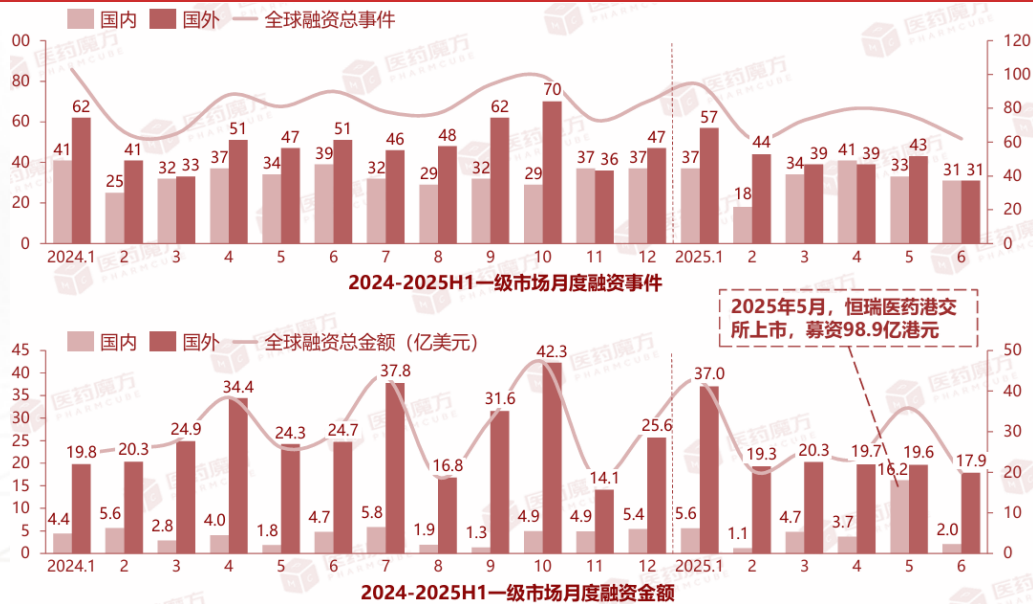
	2024全年	2025H1	变化（25H1相对于24全年）
披露交易数量	94笔	72笔（上限口径）	25H1已达成24年全年76%
披露总金额	519亿美元	600亿美元（上限口径）	16%
5000万美金以上的首付款占比	27%	42%	15%
首付款/总额比值	~10%	14%-16%	+4~6pct

资料来源：药财社、CNBC、中邮证券研究所

2.3 25H1全球创新药投融资中细胞疗法、小分子、抗体药物受青睐

- 25H1全球创新药一级市场投融资事件总计447起 (-9.3%)；25H1国内创新药一级市场融资事件194起 (-6.7%)；海外融资事件253起 (-11.2%)。25H1全球创新药一级市场投融资总金额达167.2亿美元 (-2.6%)；25H1国内创新药一级市场融资总金额33.4亿美元 (+42.8%)，主要受恒瑞医药港交所上市拉动；海外融资总金额133.8亿美元 (-9.8%)。
- 全球创新药各赛道融资事件中，国内细胞疗法投资事件上升明显，小分子、抗体药物持续受资本关注。

图表11：国内外创新药领域一级市场投融资情况



资料来源：医药魔方、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表12：全球创新药各赛道融资事件与融资金额



资料来源：医药魔方、中邮证券研究所

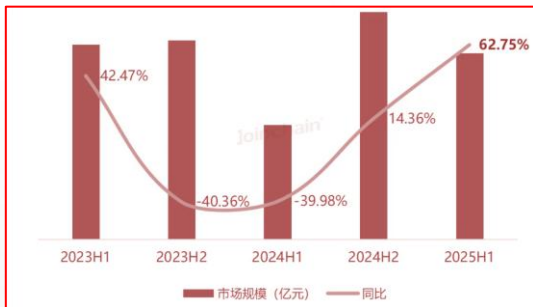
2.4 2025年上半年，我国医疗器械招投标整体市场同比增长62.75%

- 据众成数科统计，2025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月各月市场规模均高于去年同期，3月单月同比增速达113%，6月增速虽有回落，但仍保持双位数增长。

- 2025年上半年，我国各地区医疗器械公开招中标采购规模均呈现增长趋势。其中中西部地区同比增速超74%。从采购金额分布情况来看；
- 东部地区仍占据市场主导地位，但增速低于全国均值，且采购规模占比有所收缩；
- 中西部采购规模占比均有所上升，合计占比突破53%，较上年增加3.86个百分点；
- 东北地区采购规模占比略有下降。

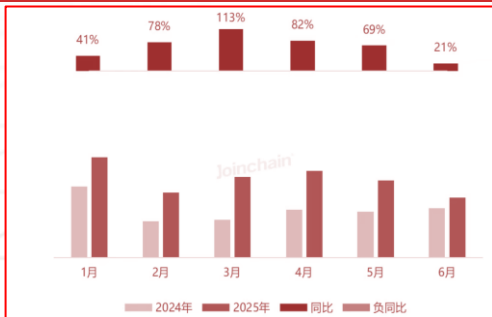
- 2025年上半年，我国医疗器械整体招投标市场中，各等级医院采购规模均实现增长。其中
- 三级医院同比增速（74.65%），远超其他等级；从各等级医院采购占比来看，三级医院占据绝对主导地位，且采购规模占比增加4个百分点；
- 二级医院、一级医院和其他类型采购单位（主要为地方卫健部门等非医疗机构）采购占比均有所下降，其中二级医院占比减少2个百分点。

图表13：25H1器械招标同比高增长



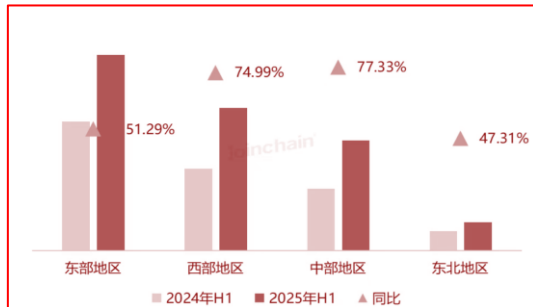
资料来源：医械数据洞察、众成数科、中邮证券研究所

图表16：25H1上半年3月度招标同比增速最高



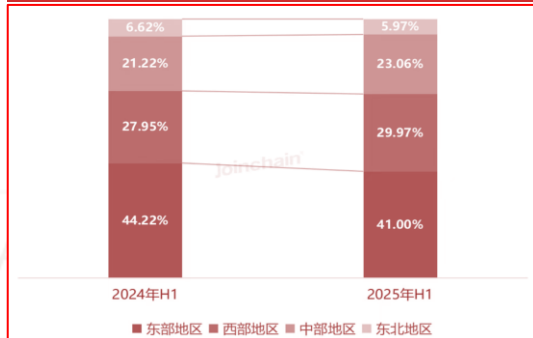
资料来源：医械数据洞察、众成数科、中邮证券研究所

图表14：25H1中部地区招标同比增速最快



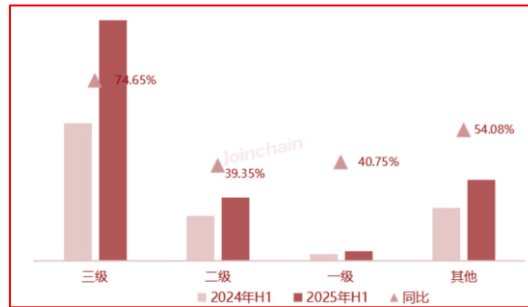
资料来源：医械数据洞察、众成数科、中邮证券研究所

图表17：25H1东部地区招标占比最高



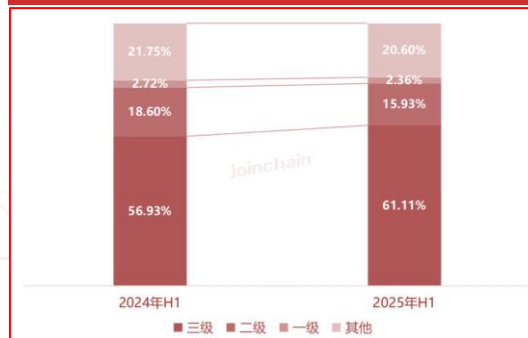
资料来源：医械数据洞察、众成数科、中邮证券研究所

图表15：25H1三级医院招标同比增速最快



资料来源：医械数据洞察、众成数科、中邮证券研究所

图表18：25H1三级医院招标占比最高



资料来源：医械数据洞察、众成数科、中邮证券研究所



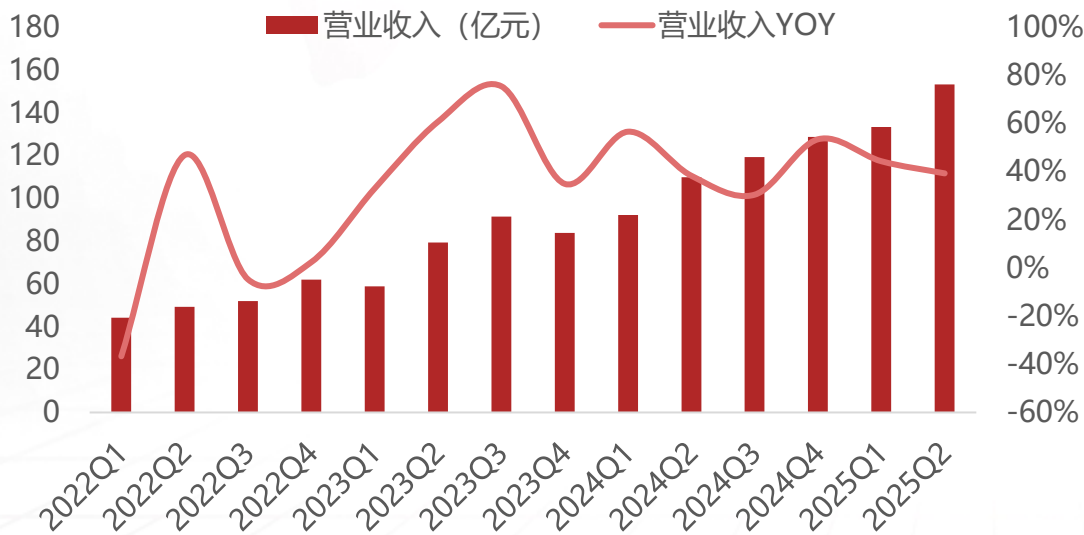
三

**细分板块：创新药率先发力，其他子板块有望
迎来普涨**

3.1 创新药（A）：收入稳定高增，利润延续快速收窄趋势

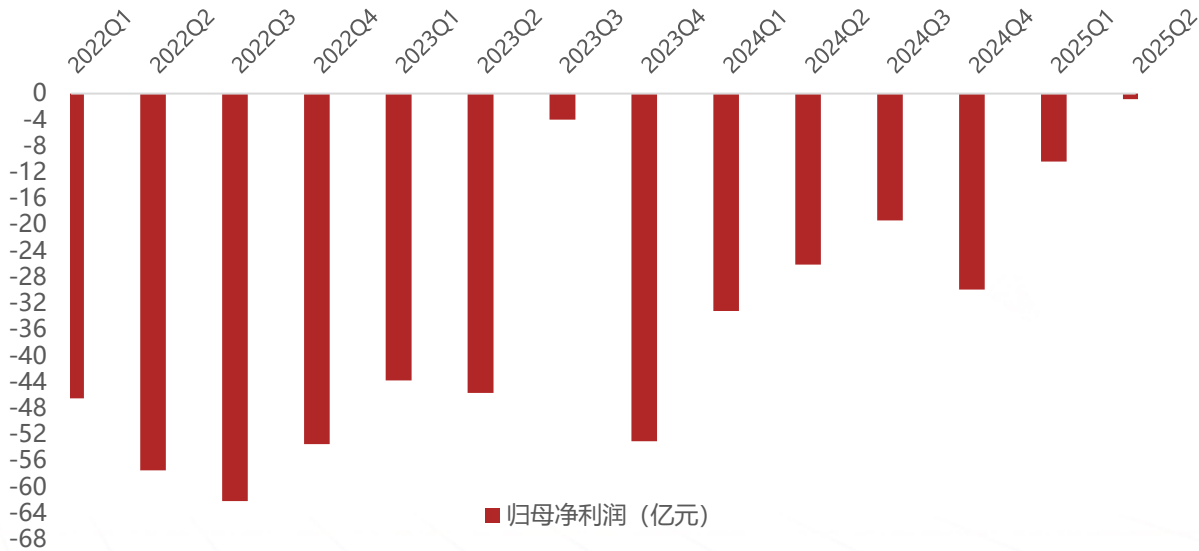
- 21家A股创新药上市公司2025H1实现营收286.9亿元，同比+42%；实现归母净利润-11.2亿元，亏损同比收窄81%，延续快速收窄趋势。单Q2来看，营收达153.4亿元，同比+39%；归母净利润-0.9亿元，同比收窄97%。
- 综合来看，随着创新药重磅品种（如艾力斯的伏美替尼、百济神州的泽布替尼等）的持续放量维持高增，叠加新品种的获批上市（智翔金泰、海创药业）贡献了创新药整体的高收入。同时受益于收入端的高速增长，板块整体费用率大幅改善，亏损快速收窄。其中百济神州在Q2实现净利润端的扭亏为盈，达5.4亿元，同步达156.2%，带动板块利润大幅改善。

图表19：22Q1-25Q2创新药板块（A股）收入情况



资料来源：iFinD、中邮证券研究所（注：为便于做2024/2025同比分析，剔除了异常值的部分公司，但未对其余年度的异常值剔除）

图表20：22Q1-25Q2创新药板块（A股）规模净利润情况

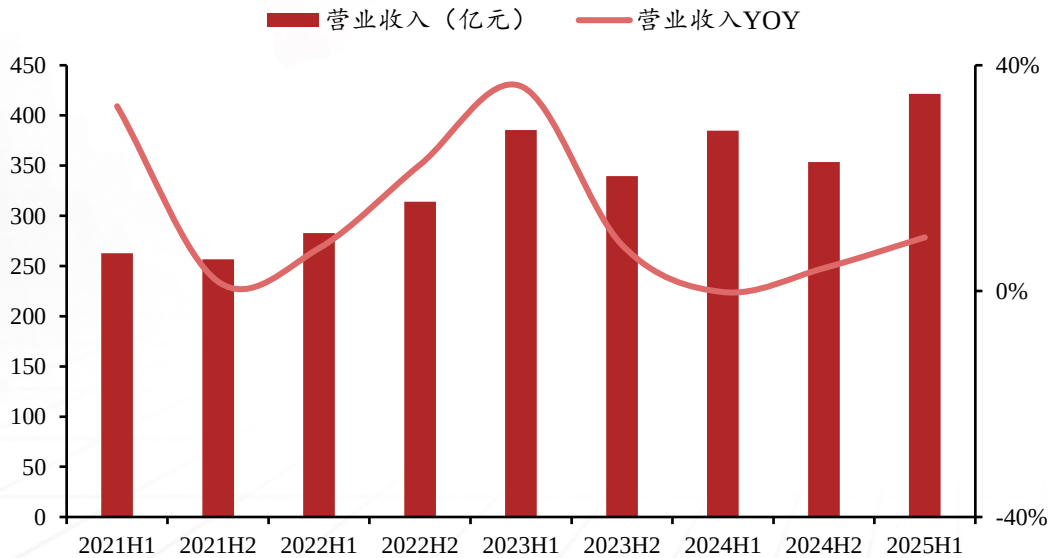


资料来源：iFinD、中邮证券研究所（注：为便于做2024/2025同比分析，剔除了异常值的部分公司，但未对其余年度的异常值剔除）

3.1 创新药(H)：收入稳定增长，持续经营利润扭亏后快速提升

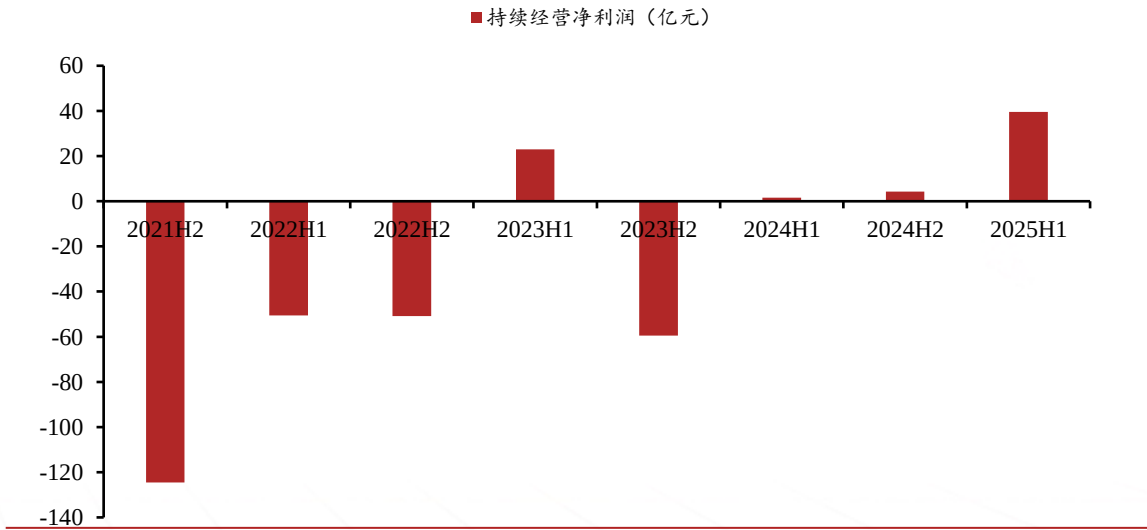
- 32家H股创新药上市公司2025H1实现营收421.3亿元，同比+10%；实现持续经营利润净利润39.5亿元，同比+2440%，利润大幅提升。
- 综合来看，创新药H股收入的表现增速表观看似并不突出，预计系与24年BD收入造成的高基数有关（如科伦博泰等早期即与MNC达成BD合作的biotech）同时也与部分公司业务结构中仍含有非创新药业务收入有关；从板块的龙头公司的**创新药方面收入**来看，依旧保持了稳健的增长，翰森制药创新药（含BD）61.5亿元，同比增长22.1%；信达生物产品收入52.3亿元，同比+37.3%。利润表现上信达生物的扭亏为盈+多个公司的新品上市放量使得板块整体利润表现持续提升。

图表21：21H1-25H1创新药板块（H股）收入情况



资料来源：Wind、中邮证券研究所（注：A+H共上市公司在A股统计）

图表22：21H1-25H1创新药板块（H股）规模净利润情况



资料来源：Wind、中邮证券研究所（注：A+H共上市公司在A股统计）

3.1 创新药（A）：收入稳定高增，利润延续快速收窄趋势

图表23：A股创新药公司经营数据

代码	简称	市值（亿元）	营业收入增速		归母净利润增速		2025归母净利润 一致预期（亿元）	PE (2025E)
			2025Q2	2025H1	2025Q2	2025H1		
688235.SH	百济神州-U	2,712	42.7%	46.0%	156.2%	115.6%	9.10	298.17
688506.SH	百利天恒-U	1,341	14.5%	-96.9%	-73.1%	-124.0%	-1.97	-680.94
300765.SZ	新诺威	750	29.0%	8.0%	-58.3%	-102.0%	0.67	1126.21
688180.SH	君实生物-U	418	64.8%	48.6%	50.9%	36.0%	-6.91	-60.54
688578.SH	艾力斯	513	53.0%	50.6%	83.0%	60.2%	18.04	28.44
688192.SH	迪哲医药-U	353	59.8%	74.4%	-53.4%	-9.5%	-6.77	-52.09
300558.SZ	贝达药业	297	6.4%	15.4%	-68.4%	-37.5%	6.25	47.57
688266.SH	泽璟制药-U	270	57.0%	56.1%	-64.7%	-9.4%	-0.54	-504.00
688331.SH	荣昌生物	509	39.1%	48.0%	54.7%	42.4%	-8.47	-60.12
688336.SH	三生国健	324	0.4%	7.6%	127.6%	47.0%	8.89	36.48
688443.SH	智翔金泰-U	121	-	-	14.9%	20.1%	-7.09	-17.09
688428.SH	诺诚健华-U	308	37.9%	74.3%	59.8%	88.5%	-3.37	-91.23
688062.SH	迈威生物-U	192	17.5%	-12.4%	-8.5%	-23.9%	-7.08	-27.08
688177.SH	百奥泰	133	-2.2%	9.8%	73.2%	47.3%	-4.06	-32.75
688321.SH	微芯生物	149	42.4%	34.6%	314.7%	172.2%	0.32	459.86
688197.SH	首药控股-U	69	-100.0%	-47.4%	-8.2%	-1.5%	-2.04	-33.55
688382.SH	益方生物-U	223	75.1%	28.8%	52.7%	44.2%	-2.56	-86.98
688488.SH	艾迪药业	73	86.7%	100.2%	79.9%	120.2%	-0.04	-1999.12
688176.SH	亚虹医药-U	66	23.1%	61.8%	22.2%	11.8%	-3.34	-19.81
688373.SH	盟科药业-U	47	21.8%	10.3%	22.3%	31.1%	-3.62	-13.03
688302.SH	海创药业-U	60	-	-	44.1%	38.4%	-1.87	-31.86
688221.SH	前沿生物-U	66	14.8%	14.9%	49.2%	39.3%	-1.82	-36.37

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

3.1 创新药(H)：收入稳定增长，持续经营利润扭亏后快速提升

图表24：H股创新药公司经营数据

代码	简称	市值 (亿元)	营业收入增速		持续经营利润增速		2025归母净利润 一致预期 (亿元)	PE (2025E)
			2024	2025H1	2024	2025H1		
3692.HK	翰森制药	2,181.1	21.3%	14.3%	33.4%	15.0%	48.4	41.1
1801.HK	信达生物	1,658.8	51.8%	45.6%	90.8%	312.5%	6.4	238.0
9926.HK	康方生物-B	1,397.6	-53.3%	32.6%	-125.4%	-138.9%	-1.9	-659.2
6990.HK	科伦博泰生物-B	1,059.1	25.5%	-29.0%	53.5%	-146.8%	-5.2	-184.5
1530.HK	三生制药	709.2	16.2%	-1.1%	34.9%	24.6%	60.3	10.7
1548.HK	金斯瑞生物科技	375.1	-29.4%	-7.7%	28.6%	85.4%	1.2	39.6
2096.HK	先声药业	349.4	-0.1%	14.9%	2.6%	32.2%	11.2	28.4
0867.HK	康哲药业	319.1	-6.8%	7.3%	-32.5%	3.4%	16.5	17.6
6855.HK	亚盛医药-B	309.2	335.7%	-71.7%	56.2%	-462.4%	-9.5	-29.6
9688.HK	再鼎医药	286.3	49.6%	15.4%	22.0%	33.0%	-1.6	-23.6
1952.HK	云顶新耀-B	223.0	317.5%	47.8%	-23.3%	60.5%	-4.1	-49.5
0013.HK	和黄医药	206.7	-24.8%	-9.2%	-62.0%	1671.2%	3.9	6.8
2162.HK	康诺亚-B	206.6	20.0%	808.0%	-43.4%	76.6%	-6.7	-28.3
2616.HK	基石药业-B	157.6	-13.5%	-80.8%	75.2%	-1821.0%	-2.5	-58.6
2186.HK	绿叶制药	140.0	-1.5%	2.9%	-11.4%	-19.3%	6.6	19.4
2171.HK	科济药业	133.1	#DIV/0!	703.8%	-6.7%	78.5%	-4.9	-24.7
2142.HK	和铂医药-B	124.7	-57.5%	327.5%	-87.6%	4958.8%	0.9	17.3
2315.HK	百奥赛图	90.4	36.8%	51.3%	108.8%	194.7%	1.5	56.8
9966.HK	康宁杰瑞制药-B	90.2	192.6%	84.0%	179.0%	148.1%	-3.5	-23.2
6955.HK	博安生物	86.4	17.4%	-1.4%	161.3%	-66.7%	1.1	71.6
2105.HK	来凯医药-B	66.7	#DIV/0!	#DIV/0!	31.1%	9.8%	-3.1	-19.5
1167.HK	加科思-B	64.2	145.1%	511.7%	56.6%	100.0%	-2.3	-25.7
6996.HK	德琪医药-B	43.3	36.5%	-12.5%	45.1%	54.3%	-2.5	-15.5
2487.HK	科笛-B	37.1	101.0%	-31.2%	77.9%	-19.1%	-3.5	-9.6
6978.HK	永泰生物-B	27.1	-100.0%	820.6%	44.2%	-39.5%	0.0	0.0
6998.HK	嘉和生物-B	22.5	#DIV/0!	74.3%	92.4%	100.0%	0.0	0.0
2126.HK	药明巨诺	19.7	-9.1%	22.1%	23.1%	-11.2%	0.0	0.0
2137.HK	腾盛博药-B	13.6	-100.0%	#DIV/0!	-190.7%	47.2%	0.0	0.0
0950.HK	李氏大药厂	10.7	27.7%	2.4%	469.7%	7.4%	0.0	0.0
9939.HK	开拓药业-B	10.4	829.4%	119580.0%	85.4%	-16.5%	0.0	0.0
2257.HK	圣诺医药-B	9.7	1714.3%	-82.8%	33.7%	91.0%	0.0	0.0

资料来源：Wind、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

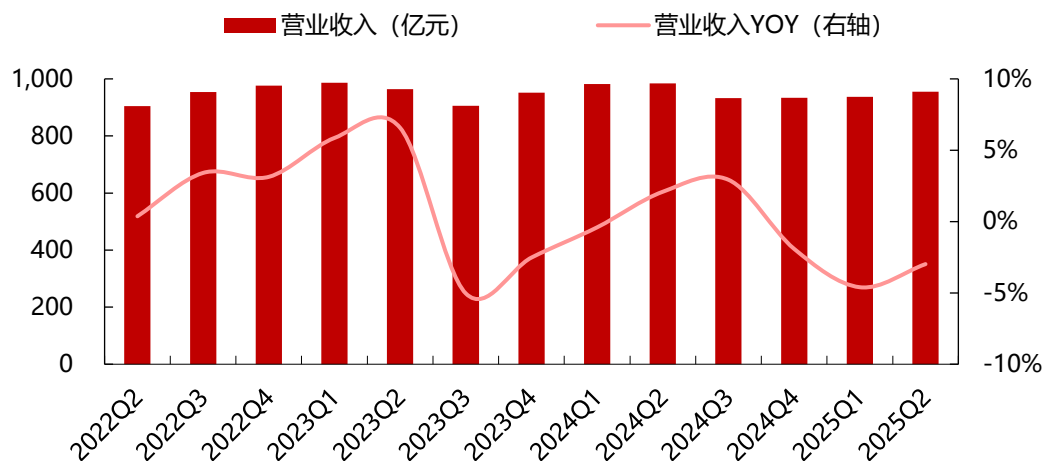
3.1 创新药：国内放量与BD出海双轮驱动下盈利拐点已现，长期产业趋势不容忽视

- **国内放量与BD出海双轮驱动下创新药放量加速，盈利拐点已现。**从整体来看，创新药板块的收入增长依旧维持稳健高增。国内政策对于创新药的支持预计仍将逐渐体现在业绩端：创新药公司的放量节奏有望加速，进而提升业绩表现，加速板块整体的扭亏为盈。同时2025年H1国内的BD交易将大幅提升对应公司的表现业绩，增厚板块利润。
- **创新药长期产业趋势不容忽视。**我们认为，国内创新药出海BD的交易不会戛然而止。中国整体的创新药长夜经过过往10余年的快速发展，具备参与全球竞争的實力。自年初开始的肿瘤领域的双抗到呼吸领域的小分子，通过海外MNC的购买行为已验证了国内创新药公司创新研发的實力。从购买方角度来看，中国产业链能力、管线数量和质量、研发效率在全球都极具竞争优势，有望持续兑现长期的产业趋势。
- **建议关注：**
 - 创新资产有望参与全球竞争：信达生物、康方生物、三生制药、科伦博泰、石药集团、益方生物
 - 仿创Pharma：翰森制药、中国生物制药、康哲药业、华东医药、丽珠集团、健康元、京新药业
 - 创新差异化的Biotech：德琪医药、科济药业、乐普生物、映恩生物、德琪医药、迈威生物
- **风险提示：**研发失败风险、业绩不及预期风险、地缘政治风险、政策风险、安全生产风险。

3.2 化学制剂：集采影响趋缓，创新转型势在必行

- **25H1化学制剂板块收入同比略降，利润趋于平稳。**25H1板块样本公司收入合计1892亿元（-4%），归母净利润206亿元（+1%），仿制药集采已进入中后场，对化学制剂公司业绩影响趋缓，体现在毛利率逐渐稳定。
- 25Q2板块样本公司收入合计955亿元（-3%），降幅环比25Q1收窄；归母净利润106亿元（+3%），创新药收入的快速增长一定程度对冲了仿制药集采的影响和研发投入的增多。

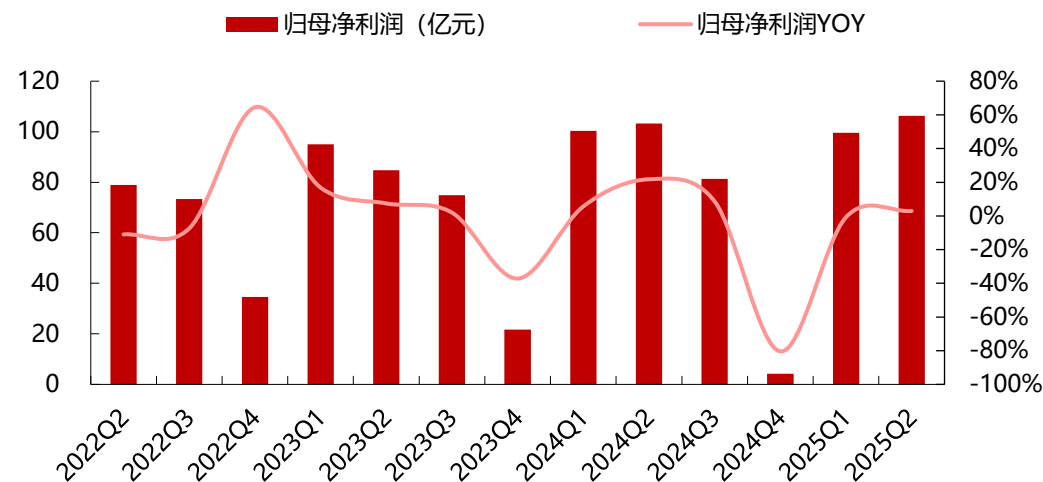
图表25：22Q2-25Q2 化学制剂板块收入情况



资料来源：Wind、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表26：22Q2-25Q2 化学制剂板块归母净利润情况



资料来源：Wind、中邮证券研究所

3.2 化学制剂：集采影响趋缓，创新转型势在必行

- 大型化学制剂企业均已坚定创新发展思路，各企业已有部分创新药成功上市商业化，在临床指南以及医保局支持下快速放量但目前整体规模仍较小，多数企业业绩仍受传统仿制药业务的波动影响。
- 恒瑞医药BD首付款逐步常态化，25H1达到近20亿元，对公司利润增厚较多。复星医药制药业务受到集采冲击。海思科核心麻醉产品维持快速放量趋势。科伦药业则受到子公司川宁生物业绩影响。

图27：BigPharma重点公司经营数据比较

	营业收入增速				扣非归母净利润增速				扣非净利率			
	2023	2024H1	2024	2025H1	2023	2024H1	2024	2025H1	2023	2024H1	2024	2025H1
恒瑞医药	7.3%	33.0%	22.6%	15.9%	21.5%	73.7%	49.2%	22.4%	18.1%	25.7%	22.1%	27.1%
华东医药	7.7%	15.2%	3.2%	3.4%	13.6%	27.8%	22.5%	8.4%	6.7%	7.8%	8.0%	8.1%
复星医药	-5.8%	-4.1%	-0.8%	-4.6%	-48.1%	-32.6%	15.1%	-23.4%	4.9%	6.1%	5.6%	4.9%
海思科	11.3%	35.2%	10.9%	18.6%	153.4%	48.4%	-45.4%	90.8%	7.2%	4.5%	3.6%	7.2%
科伦药业	13.4%	29.6%	1.7%	-23.2%	43.8%	116.4%	22.7%	-43.8%	11.0%	14.8%	13.3%	10.8%
信立泰	-3.4%	22.4%	19.2%	4.3%	-4.7%	17.9%	8.4%	3.9%	15.6%	16.3%	14.2%	16.3%
丽珠集团	-1.6%	-0.3%	-5.0%	-0.2%	0.0%	10.4%	5.2%	8.9%	15.1%	18.4%	16.8%	20.1%

资料来源：Wind、中邮证券研究所

3.2 化学制剂：集采影响趋缓，创新转型势在必行

- 小型化学制剂重点公司业绩波动较大，整体看25H1收入端仍处于承压态势，如一品红儿童用药持续受到集采影响，京新药业虽地达西尼放量，但集采扩围仍使得公司25H1收入同比下滑。上海谊众则摆脱24年医保降价影响，重回快速增长轨道。苑东生物和汇宇制药业绩同样受到集采干扰。

图表28：小型化学制剂重点公司经营数据比较

	营业收入增速				扣非归母净利润增速				扣非净利率			
	2023	2024H1	2024	2025H1	2023	2024H1	2024	2025H1	2023	2024H1	2024	2025H1
一品红	9.8%	0.8%	-42.1%	-36.0%	-45.7%	-67.7%	-340.8%	-410.2%	4.8%	3.8%	-19.9%	-18.5%
舒泰神	-33.7%	-26.2%	-10.8%	-31.1%	98.0%	-92.6%	-62.2%	334.8%	-111.6%	-3.5%	-47.3%	-22.1%
奥赛康	-22.9%	-8.7%	23.2%	9.2%	-20.4%	1816.4%	-155.5%	155.7%	-15.8%	6.0%	7.1%	14.0%
广生堂	9.6%	13.3%	4.4%	-4.3%	168.0%	62.5%	-43.7%	47.0%	-83.8%	-22.1%	-45.2%	-33.9%
京新药业	5.8%	14.8%	4.0%	-6.2%	-11.6%	21.6%	21.4%	7.8%	13.3%	15.6%	15.6%	17.9%
上海谊众	52.7%	69.6%	-51.8%	31.5%	56.7%	-29.1%	-97.6%	11.7%	44.7%	27.2%	2.2%	23.1%
福元医药	3.1%	7.3%	3.2%	-1.3%	15.3%	42.0%	-3.6%	-6.0%	14.3%	16.6%	13.3%	15.8%
苑东生物	-4.6%	16.4%	20.8%	-2.3%	-4.3%	8.2%	10.9%	-8.7%	14.1%	17.0%	12.9%	15.9%
汇宇制药-W	-37.9%	-36.1%	18.0%	-14.9%	-66.7%	-70.6%	39.5%	11.6%	7.1%	8.1%	8.4%	10.6%

资料来源：Wind、中邮证券研究所

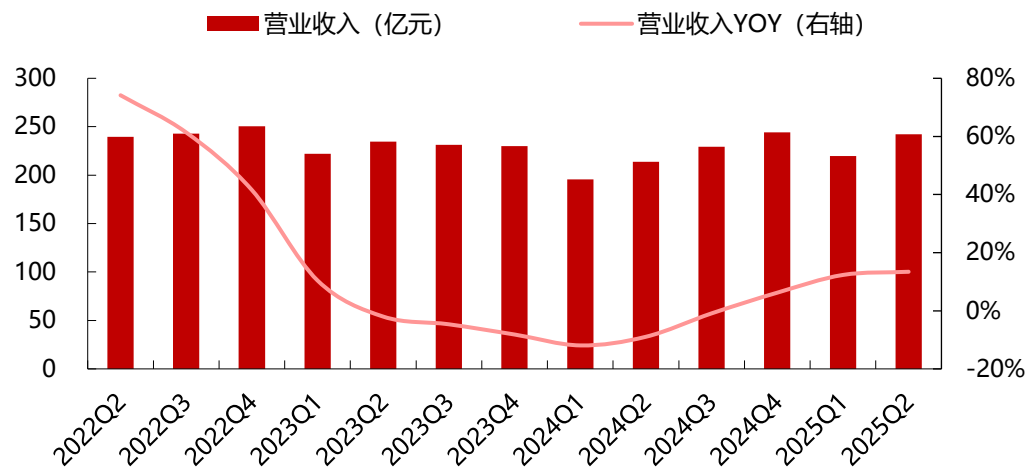
3.2 化学制剂：集采影响趋缓，创新转型势在必行

- BigPharma：优势在于充沛现金流支持研发，重点关注研发思路明确、资金利用效率高的企业。
 - 恒瑞医药**：国内创新药龙头，创新管线雄厚，近期出海逐渐取得成果，BD首付款已常态化。
 - 科伦药业**：“三驾马车”均有龙头地位，旗下子公司科伦博泰为ADC代表性企业，看好未来与默沙东的全球性合作拓展。
 - 丽珠集团**：主业稳健经营，在研IL-17A/F抗体竞争优势显著，布局痛风siRNA新药值得期待。
 - 小型化学制剂企业：相较于BigPharma，小型制药企业受制于资金规模，通常于特定细分赛道单点突破创新。
 - 一品红**：子公司在研URAT-1抑制剂有全球BIC潜力，BD预期高。
 - 广生堂**：在研乙肝新药林爽数据优异，全口服三联方案已获批II期临床，有望实现乙肝临床治愈。
 - 京新药业**：主业企稳，地达西尼快速放量，在研Lp(a)小分子抑制剂存在BD出海预期。
 - 汇宇制药**：海外业务带动仿制药收入稳定增长，在研PD-1/TIGIT/IL-15三抗临床前数据良好。
- 建议关注：恒瑞医药、科伦药业、丽珠集团、一品红、广生堂、京新药业、汇宇制药等。
 - 风险提示：产品销售不及预期；在研新药临床进展不及预期；在研新药临床数据不及预期；竞争压力大于预期等。

3.3 CXO：行业景气度逐步恢复，盈利能力有望提升

- **25H1 CXO板块逐步消化高基数，收入增速稳步提升。**25H1板块样本公司收入合计462亿元（+13%），归母净利润116亿元（+61%），收入增速逐步走出新冠大订单的基数的影响，利润端增速显著快于收入，主要得益于毛利率的提升。
- 25Q2板块样本公司收入合计242亿元（+13%），增速环比25Q1提升1.1pct；归母净利润63亿元（+55%），增速环比25Q1略有放缓，整体延续盈利能力提升的良好趋势。

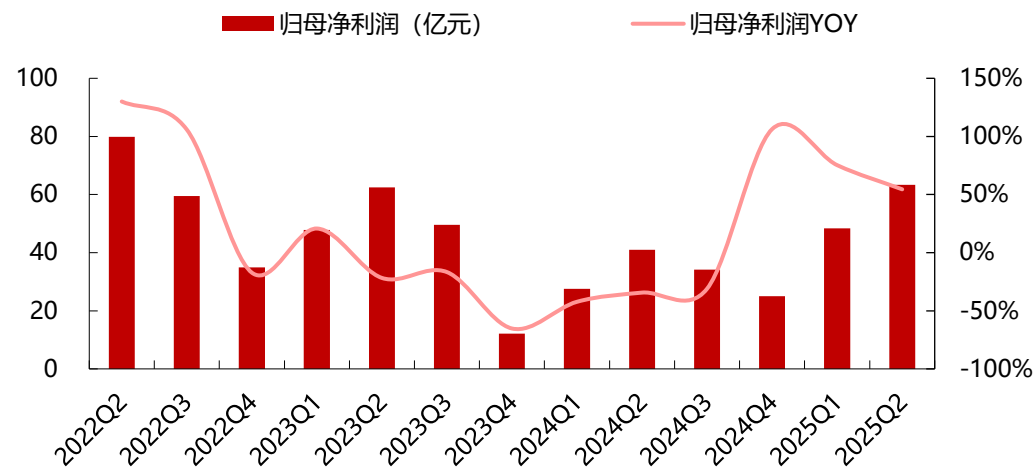
图表29：22Q2-25Q2 CXO板块收入情况



资料来源：Wind、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表30：22Q2-25Q2 CXO板块归母净利润情况



资料来源：Wind、中邮证券研究所

3.3 CXO：行业景气度逐步恢复，盈利能力有望提升

- CXO板块重点公司中，CDMO企业如药明康德、康龙化成和凯莱英等业绩恢复情况相对更好，如药明康德25H1收入增速21%、扣非净利率稳步提升至27%，表现亮眼，主要得益于多肽等业绩快速发展，带动公司Chemistry业务收入快速增长。
- CRO公司经营数据来看，仍处于底部等待拐点阶段，预计主要是近期国内生物医药行业景气度底部反转暂未体现在业绩端。

图表31：CXO重点公司经营数据比较

	营业收入增速				扣非归母净利润增速				扣非净利率			
	2023	2024H1	2024	2025H1	2023	2024H1	2024	2025H1	2023	2024H1	2024	2025H1
药明康德	2.5%	-2.9%	-2.7%	20.6%	18.0%	14.6%	2.5%	26.5%	24.2%	25.6%	25.5%	26.8%
泰格医药	4.2%	-6.6%	-10.6%	-3.2%	-4.0%	-17.0%	-42.1%	-67.1%	20.0%	19.1%	12.9%	6.5%
康龙化成	12.4%	20.9%	6.4%	14.9%	6.5%	-31.5%	-26.8%	36.7%	13.1%	8.3%	9.0%	9.9%
凯莱英	-23.7%	-46.5%	-25.8%	18.2%	-34.9%	-73.6%	-59.6%	26.3%	26.9%	16.6%	14.6%	17.8%
昭衍新药	4.8%	9.3%	-15.1%	-21.3%	-66.9%	-157.5%	-93.0%	-111.6%	14.2%	-23.4%	1.2%	3.4%
九洲药业	1.4%	-6.4%	-6.6%	3.9%	10.5%	-0.1%	-42.1%	12.4%	18.5%	16.9%	11.5%	18.3%
博腾股份	-47.9%	-65.5%	-17.9%	19.9%	-87.5%	-114.4%	-209.7%	-103.7%	6.8%	-12.9%	-9.0%	0.4%

资料来源：Wind、中邮证券研究所

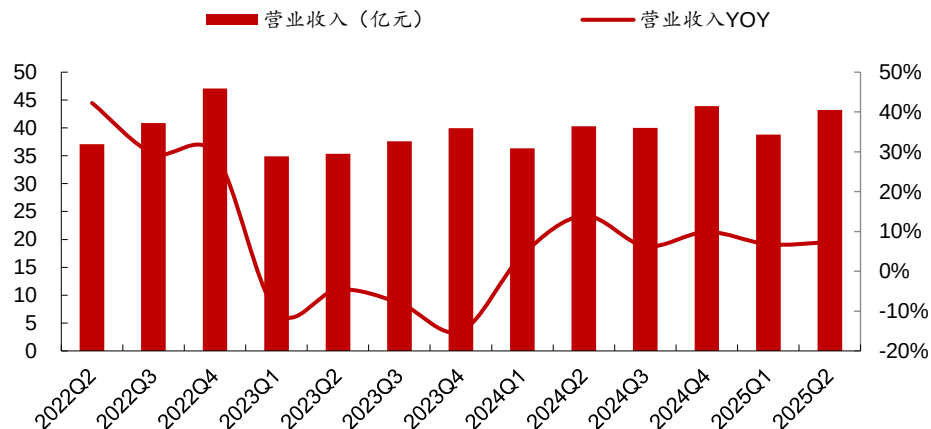
3.3 CXO：行业景气度逐步恢复，盈利能力有望提升

- 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。
 - 风险提示：需求恢复不及预期；产能释放节奏不及预期；竞争压力大于预期等。

3.4 科研服务：国内景气度有望起底反转

- **25H1科研服务板块收入增速相对稳定，利润恢复较好。**25H1板块样本公司收入合计82亿元（+7%），归母净利润7亿元（+20%），收入增速自23年见底后处于稳健恢复态势，利润端恢复较好，主要是25H1板块毛利率同比提升2pct。
- 25Q2板块样本公司收入合计43亿元（+7%），增速环比25Q1略有提升；归母净利润4亿元（+18%），增速环比25Q1下降5pct。主要受基数影响。

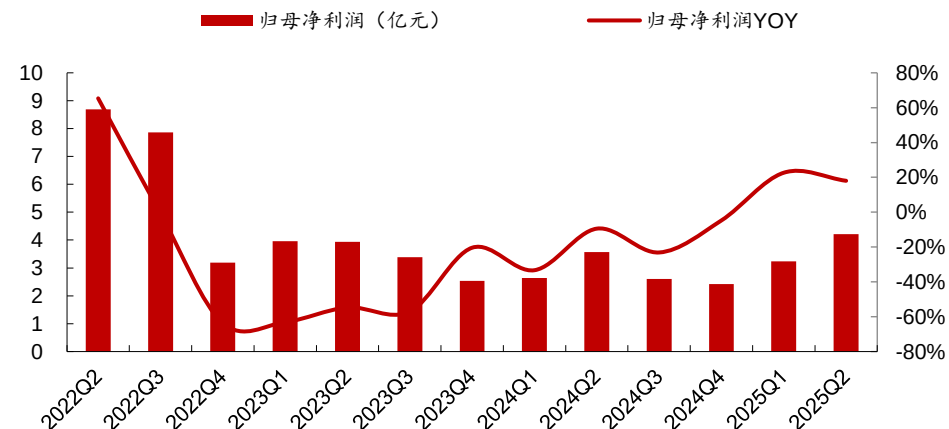
图表32：22Q2-25Q2科研服务板块收入情况



资料来源：Wind、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表33：22Q2-25Q2科研服务板块归母净利润情况



资料来源：Wind、中邮证券研究所

3.4 科研服务：国内景气度有望起底反转

- 科研服务板块重点公司中，多数公司收入增速均延续了24年的恢复趋势，如皓元医药25Q2收入增长进一步提速，25H1生命科学试剂收入增速近30%；百普赛斯则得益于境内业务强劲复苏，25H1收入增速显著提升。
- 扣非净利率上看，多数公司相较于24年均有所提升，考虑到24H2利润端较多公司如奥浦迈、药康生物和诺唯赞为低基数，下半年利润有望维持快速增长。

图表34：科研服务重点公司经营数据比较

	营业收入增速				扣非归母净利润增速				扣非净利率			
	2023	2024H1	2024	2025H1	2023	2024H1	2024	2025H1	2023	2024H1	2024	2025H1
皓元医药	38.4%	69.9%	20.8%	24.2%	-29.6%	-39.5%	62.5%	111.4%	5.9%	6.3%	7.9%	10.7%
纳微科技	-16.9%	15.6%	33.3%	21.7%	-84.0%	-64.4%	108.6%	51.3%	5.4%	10.8%	8.4%	13.4%
奥浦迈	-17.4%	-2.1%	22.3%	23.8%	-60.9%	-65.4%	-81.0%	76.7%	14.3%	11.7%	2.2%	16.6%
百普赛斯	14.6%	31.0%	18.6%	29.4%	-23.4%	-47.2%	-15.2%	45.8%	25.8%	19.3%	18.5%	21.7%
毕得医药	30.9%	44.4%	0.9%	17.9%	-10.6%	-17.8%	-15.1%	22.6%	11.2%	9.1%	9.4%	9.4%
诺唯赞	-64.0%	-59.9%	7.1%	-6.6%	-132.3%	-102.7%	-56.8%	116.7%	-15.0%	-2.4%	-6.0%	-5.5%
药康生物	20.5%	36.0%	10.4%	10.1%	5.0%	0.8%	-29.3%	14.7%	17.2%	16.1%	11.0%	16.8%
南模生物	21.0%	36.0%	4.0%	10.7%	33.7%	188.8%	-60.7%	-128.7%	-10.8%	-11.7%	-4.1%	3.0%

资料来源：Wind、中邮证券研究所

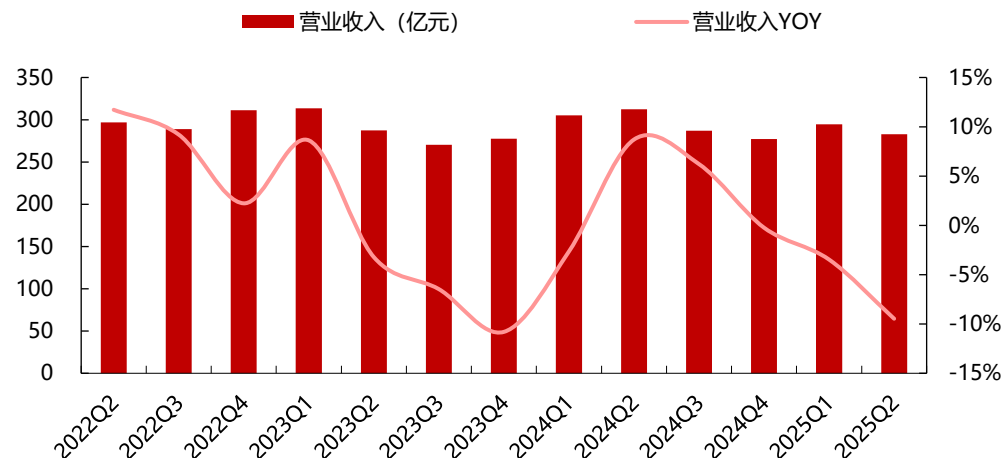
3.4 科研服务：国内景气度有望起底反转

- 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。
- 风险提示：需求恢复不及预期；竞争压力大于预期；地缘政治影响等。

3.5 原料药：多肽景气度高，制剂转型前景良好

- **25H1原料药板块受高基数影响，竞争降价压力增加。**25H1板块样本公司收入合计578亿元（-7%），归母净利润63亿元（-7%），主要是24H1行业在阶段性过剩产能出清以及下游去库存后，业绩改善明显，形成较高的基数；叠加抗生素、肝素等产品降价影响，板块收入利润均表现波动。
- 25Q2板块样本公司收入合计283亿元（-10%），增速环比25Q1下滑较多；归母净利润29亿元（-23%）。

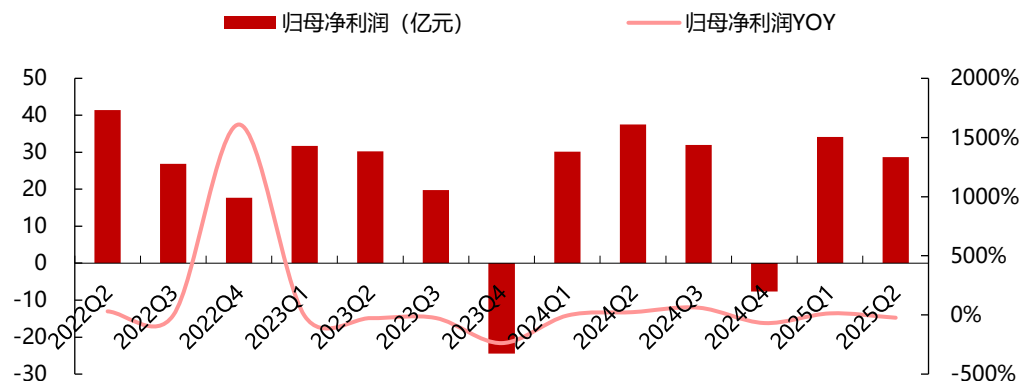
图表35：22Q2-25Q2原料药板块收入情况



资料来源：Wind、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表36：22Q2-25Q2原料药板块归母净利润情况



资料来源：Wind、中邮证券研究所

3.5 原料药：多肽景气度高，制剂转型前景良好

- 原料药板块重点公司中，25H1业绩表现相对分化，细分高景气度的GLP-1多肽类原料药企业如圣诺生物得益于司美格鲁肽、替尔泊肽出口销售增加，业绩表现优异；而华海药业、川宁生物和健友股份等则受到竞争降价影响。
- 扣非净利率上看，原料药重点公司表现也比较波动，目前仍处于周期向下阶段。

图表37：原料药重点公司经营数据比较

	营业收入增速				扣非归母净利润增速				扣非净利率			
	2023	2024H1	2024	2025H1	2023	2024H1	2024	2025H1	2023	2024H1	2024	2025H1
华海药业	0.5%	34.1%	14.9%	-11.9%	-22.9%	31.1%	27.1%	-52.5%	10.7%	14.9%	11.8%	8.0%
博瑞医药	15.9%	31.4%	8.7%	-18.3%	-12.8%	10.9%	-3.1%	-86.3%	15.8%	16.0%	14.1%	2.7%
健友股份	5.9%	8.5%	-0.2%	-7.6%	-115.5%	-40.1%	-566.0%	-29.5%	-4.3%	17.2%	19.9%	13.1%
东诚药业	-8.6%	-19.5%	-12.4%	-2.6%	-26.2%	-35.2%	-62.7%	-23.9%	6.5%	7.4%	2.8%	5.8%
川宁生物	26.2%	61.1%	19.4%	-26.5%	109.6%	222.7%	49.4%	-40.4%	19.4%	24.0%	24.3%	19.4%
普洛药业	8.8%	28.9%	4.8%	-15.3%	22.7%	44.0%	-4.1%	-13.6%	8.9%	9.4%	8.2%	9.6%
仙琚制药	-5.9%	-4.0%	-3.0%	-12.6%	-12.1%	6.9%	2.2%	-19.5%	13.0%	15.5%	13.7%	14.3%
圣诺生物	9.9%	18.8%	4.8%	69.7%	6.4%	27.7%	-24.2%	367.9%	13.8%	9.6%	10.0%	26.5%

资料来源：Wind、中邮证券研究所

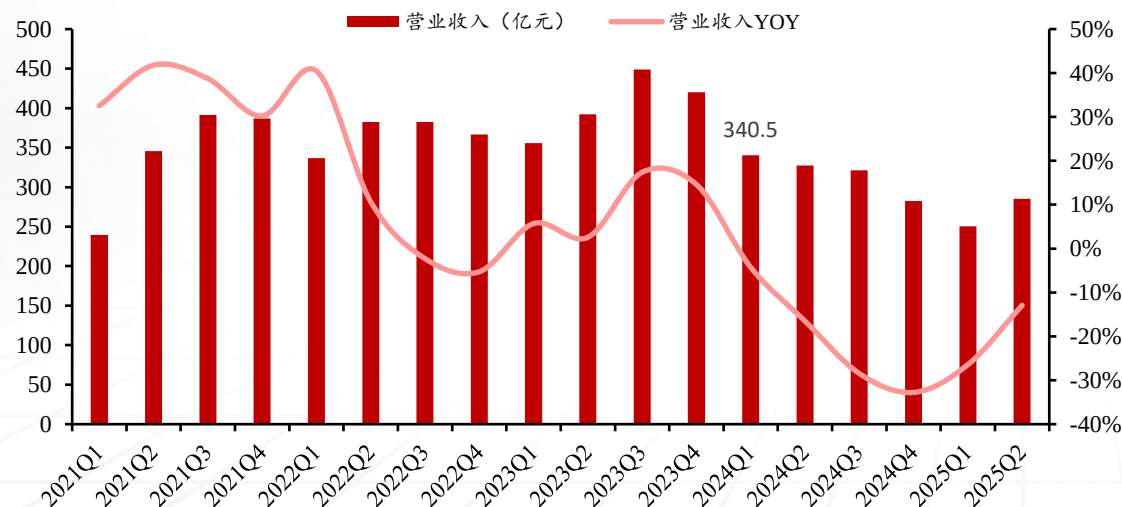
3.5 原料药：多肽景气度高，制剂转型前景良好

- 为抵御原料药行业波动和竞争加剧的风险，较多原料药企业向后端制剂转型，通过仿制药制剂出口或转型创新药来增强自身竞争力，制剂转型企业通常具备一体化优势，制剂占比提升带动盈利能力提升；创新转型方面华海药业（子公司华奥泰的PD-L1/VEGF双抗）、博瑞医药（口服GLP-1/GIP激动剂）和东诚药业（稀缺核药平台）等代表性企业已建立具备全球性竞争力的创新药产品线，原料药业务可为公司研发投入提供现金流。投资机会需综合业务发展前景与估值，自上而下进行筛选。
- 建议关注：华海药业、东诚药业、仙琚制药、博瑞医药等。
- 风险提示：竞争降价压力超预期；研发进展不及预期；制剂销售不及预期；地缘政治影响等。

3.6 生物制品：疫苗板块扰动因素继续出清

- 2025年上半年，经调整的45家生物制品板块公司实现收入535.7亿元（-20%），归母净利润73.6亿元（-32%），其中，疫苗核心公司继续出清库存影响，板块其他公司基本持平。

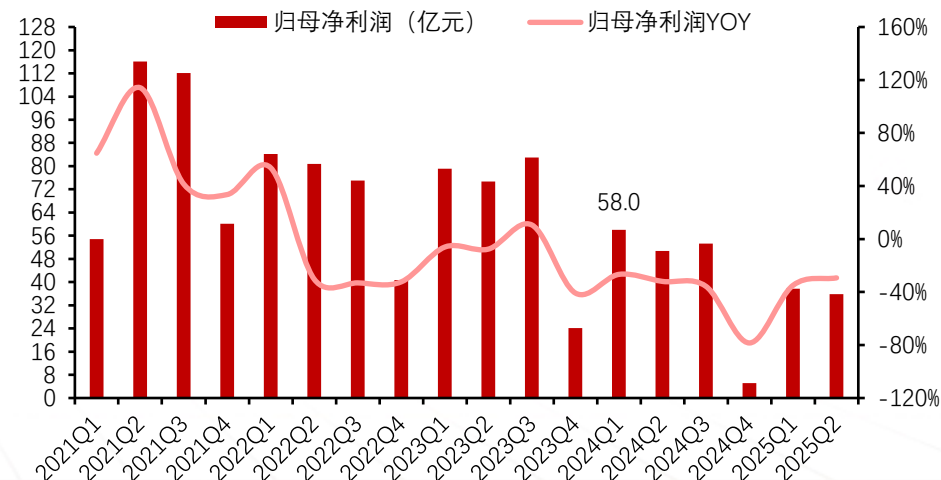
图表38：21Q1-25Q2生物制品板块营业收入情况



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表39：21Q1-25Q2生物制品板块归母净利润情况



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

3.6 血制品：行业景气度下行，价格面临压力

➤ 2025年上半年血制品行业景气度处于下行时期，6家公司合计收入113亿元（+1%），归母27.5亿元（-13%）。血制品价格较之同期有所下调，影响血制品利润增速。其中，天坛生物收入约10%，利润增速-10%+。华兰生物收入增速8.8%，利润增速17%。博雅生物母公司收入增速-7.7%，利润增速-17.3%，主要是因为血制品业务有所下降。

图表40：血制品公司经营数据比较

名称	营业收入增速（亿元）			扣非归母净利润（亿元）			扣非净利率		
	2024	25Q1	2025H1	2024	25Q1	2025H1	2024	25Q1	2025H1
上海莱士	2.7%	-2.5%	-7.1%	13.5%	-3.5%	-7.8%	25.2%	28.4%	26.3%
华兰生物	-18.0%	10.2%	8.8%	-22.6%	35.3%	33.4%	22.4%	34.5%	26.9%
天坛生物	16.4%	7.8%	9.5%	37.5%	-23.7%	-14.5%	25.2%	18.1%	19.9%
派林生物	14.0%	-14.0%	-13.2%	21.0%	-28.9%	-27.6%	25.7%	20.4%	21.8%
博雅生物	-34.6%	19.5%	12.5%	110.8%	-19.7%	-36.1%	17.4%	19.1%	16.4%
卫光生物	14.8%	-0.6%	-0.9%	26.0%	-5.7%	-1.4%	21.9%	19.1%	20.5%

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

3.6 疫苗：板块利润下滑，行业增长出现乏力

➤ 2025年上半年疫苗利润下滑，主要为核心公司智飞生物出清库存HPV疫苗竞争加剧影响，疫苗13家公司合计实现收入159亿元（-48%），归母净利润0.5亿元（-98%）。其中，智飞生物首次出现亏损，辽宁成大为疫苗板块为数不大的利润为正且实现增长的公司。

图表41：疫苗板块上市公司经营数据比较

	营业收入增速（亿元）			扣非归母净利润（亿元）			扣非净利率		
名称	2024	25Q1	2025H1	2024	25Q1	2025H1	2024	25Q1	2025H1
智飞生物	-50.7%	-79.2%	-73.1%	-74.8%	-122.0%	-127.8%	7.6%	-13.5%	-12.6%
万泰生物	-59.3%	-46.8%	-38.2%	-117.3%	-313.2%	-481.9%	-8.3%	-26.2%	-28.8%
康泰生物	-23.7%	42.9%	15.8%	-65.9%	17.6%	-84.8%	9.3%	2.6%	1.3%
康华生物	-9.2%	-55.7%	-34.7%	-15.8%	-86.5%	-63.9%	32.0%	14.6%	23.1%
百克生物	-32.6%	-40.0%	-53.9%	-53.4%	-105.7%	-160.8%	18.7%	-2.1%	-28.9%
康希诺	137.0%	20.0%	26.0%	72.6%	69.1%	66.3%	-52.1%	-40.3%	-22.5%
华兰疫苗	-53.2%	-29.0%	68.8%	-84.1%	8.9%	40.0%	10.7%	63.5%	-21.3%
金迪克	-40.0%	-31.0%	7.2%	-46.4%	19.5%	8.9%	-131.5%	-567.3%	-1218.4%

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

3.6 其他：整体生物药公司平稳增长，核心产品继续放量

- **其他生物药企业合计26家**，25年上半年实现收入263亿元（+5%），归母净利润46亿元（+8%）。其中，甘李药业、特宝生物、通化东宝增速亮眼，利润端增速分别为（+102%）、（+41%）、（+117%），特宝生物主要来自核心产品继续放量，甘李药业集采提价量价齐升，通化东宝主要是集采影响出清，恢复增长。

图表42：其他生物药公司经营数据比较

	营业收入增速（亿元）			扣非归母净利润（亿元）			扣非净利率		
	2024	25Q1	25H1	2024	25Q1	25H1	2024	25Q1	25H1
三生国健	17.7%	16.6%	7.6%	19.0%	8.9%	24.6%	20.6%	30.0%	24.5%
百奥泰	5.4%	27.8%	9.8%	-17.8%	18.6%	36.7%	-74.8%	-48.4%	-38.7%
凯因科技	-12.9%	8.9%	-5.0%	11.8%	16.1%	3.9%	11.1%	10.2%	8.2%
神州细胞-U	33.1%	-15.1%	-25.5%	845.0%	-85.0%	-110.6%	18.9%	4.5%	-3.7%
特宝生物	34.1%	23.5%	27.0%	42.7%	28.8%	30.7%	29.4%	28.0%	28.6%
甘李药业	16.8%	75.8%	57.2%	44.8%	1150.2%	284.5%	14.1%	21.8%	23.6%
通化东宝	-34.7%	10.2%	85.6%	-100.8%	-48.9%	196.5%	-0.5%	16.9%	16.1%
西藏药业	-10.5%	1.1%	2.2%	9.4%	7.9%	3.7%	30.6%	35.6%	32.9%
我武生物	9.1%	5.7%	12.8%	2.7%	1.5%	22.0%	33.1%	32.2%	35.6%
安科生物	-11.5%	-4.2%	-0.5%	-20.1%	-3.9%	-12.4%	25.5%	31.3%	26.5%
长春高新	-7.6%	-5.7%	-0.5%	-37.3%	-41.9%	-40.6%	21.0%	16.4%	15.6%

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

3.6 生物制品观点：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**。
 - 1) **神州细胞**：核心产品八因子地区联盟集采降价、医保控费等影响已落地，关注核心管线双抗PD1/VEGF BD进展情况。
 - 2) **安科生物**：生长激素新患恢复增长，重磅管线进入收获期：关注管线价值重估的机会。
 - 3) **特宝生物**：业绩保持高速增长，乙肝治愈临床证据不断积累，派格宾持续快速放量
 - 4) **甘李生物**：核心产品量价齐升，业绩快速增长，关注GLP1类似药、第四代胰岛素等在研项目的BD机会。
 - 5) **我武生物**：粉尘螨滴剂保持增长，关注干细胞治疗进展的催化。

□ 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。

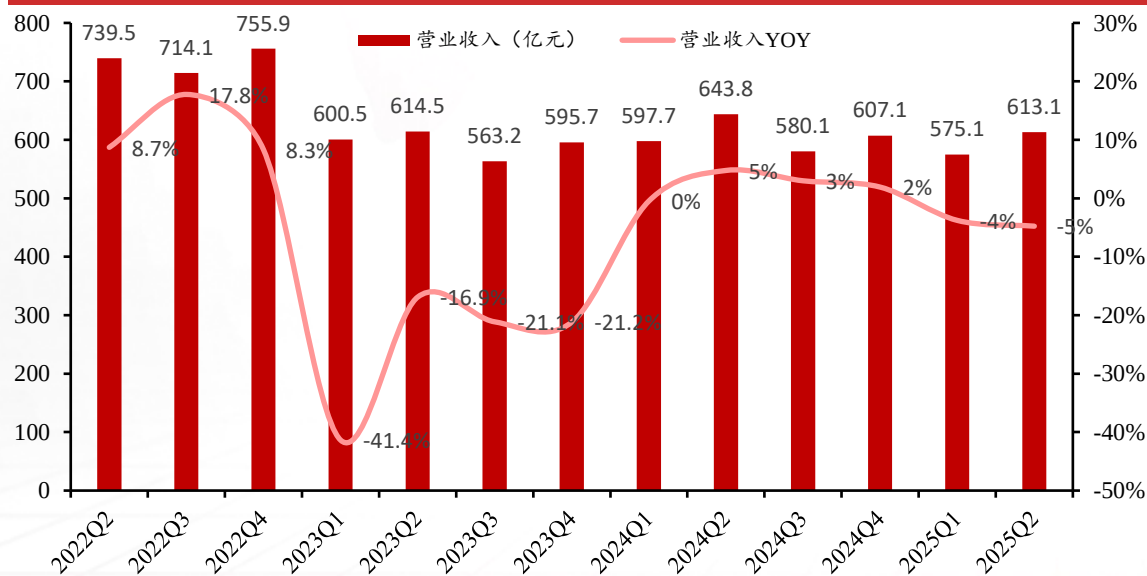
□ 风险提示：安全性生产风险、研发进展不及预期，业绩不及预期风险，竞争加剧风险，价格波动风险、政策风险。

3.7 医疗器械：随着反腐边际改善，集采反内卷和设备采购资金逐步落地，下半年有望迎来拐点

2025年Q2医疗器械板块收入环比增长。2025年Q2医疗器械行业131家公司合计收入613.1亿元，同比下降5%，环比增长7%；板块归母净利润92.6亿元，同比下降24%，环比下降2%。

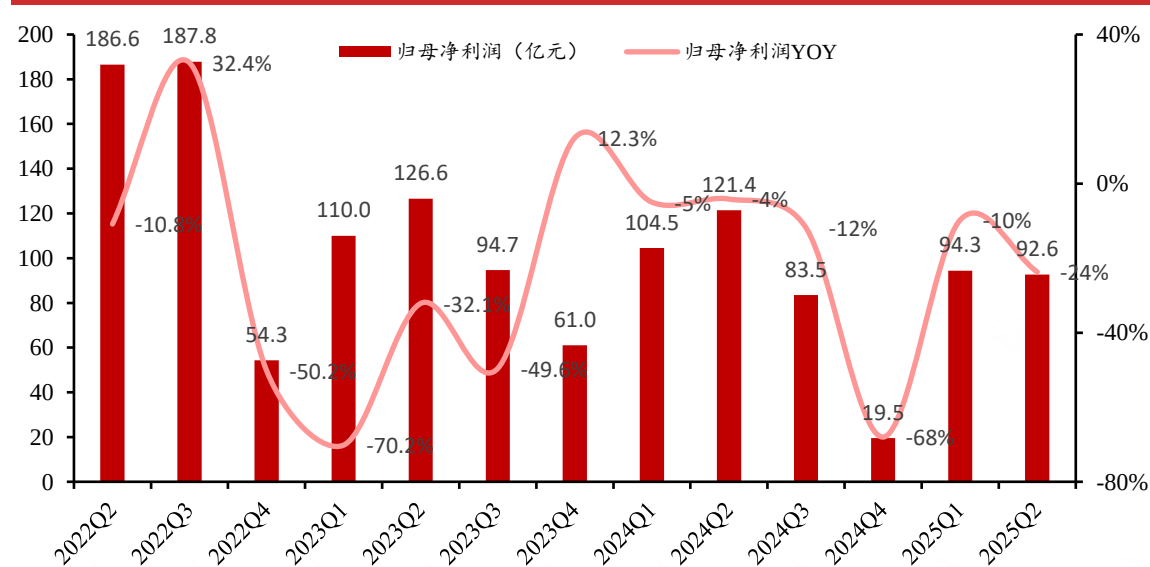
医疗器械板块利润有望逐步增长。受医疗反腐、医疗耗材集采和医疗设备以旧换新落地节奏影响，24年医疗器械行业利润整体承压。我们认为随着反腐边际改善，集采反内卷和设备采购资金逐步落地，医疗器械下半年有望迎来拐点。

图表43：22Q2-25Q2医疗器械板块营业收入情况



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表44：22Q2-25Q2医疗器械板块扣非归母净利润情况



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

3.7 医疗器械：随着反腐边际改善，集采反内卷和设备采购资金逐步落地，下半年有望迎来拐点

部分设备企业上半年业绩承压，拐点在即。由于受到以旧换新政策落地不及预期影响，部分设备企业上半年业绩承压。例如迈瑞医疗（收入同比-18.4%）、新产业（收入同比-1.2%）、安图生物（收入同比-6.7%）、开立医疗（收入同比-4.8%）。但随着下半年采购节奏加快，且24年下半年大多为低基数，我们认为这部分企业有望迎来业绩拐点。

部分成长型企业维持稳定增长。部分成长型企业处于快速发展期，公司增速一直比较稳定，长期保持稳定增长。如惠泰医疗（收入同比+25.3%）、南微医学（收入同比+18.9%）、赛诺医疗（收入同比+163.3%）、迈普医学（收入同比+66.2%）等，我们持续看好这类企业未来持续高速增长。

图表45：主要医疗器械公司经营数据比较

代码	名称	营业收入增速 (%)				扣非归母净利润 (%)				扣非净利率 (%)			
		23	24H1	24	25H1	23	24H1	24	25H1	23	24H1	24	25H1
300760.SZ	迈瑞医疗	15.0	11.1	5.1	-18.4	20.0	16.4	0.1	-32.9	32.7	35.9	31.2	29.6
688271.SH	联影医疗	23.5	1.2	-9.7	12.8	25.4	1.4	-39.3	21.0	14.6	15.0	9.8	16.1
300832.SZ	新产业	29.0	18.5	15.4	-1.2	24.7	26.4	11.2	-16.3	39.4	39.2	37.9	33.2
688617.SH	惠泰医疗	35.7	27.0	25.2	21.3	45.5	35.2	37.3	25.3	28.4	32.7	31.1	33.8
002223.SZ	鱼跃医疗	12.3	-13.5	-5.1	8.2	46.8	-23.2	-24.1	-5.2	23.0	22.4	18.4	19.6
300003.SZ	乐普医疗	-24.8	-21.3	-23.5	-0.4	-47.6	-28.5	-80.3	2.3	14.1	19.1	3.6	19.7
688114.SH	华大智造	-31.2	-16.2	3.5	-7.9	-358.5	-139.3	4.4	37.5	-23.5	-26.8	-21.7	-18.2
300677.SZ	英科医疗	4.6	36.9	37.6	8.9	-81.0	185.2	1,239.1	-17.8	1.3	10.8	12.3	8.1
603658.SH	安图生物	0.0	4.7	0.6	-6.7	5.9	13.7	-7.3	-8.8	26.7	27.1	24.6	26.5
688301.SH	奕瑞科技	20.3	7.2	-1.7	3.9	14.4	-3.0	-25.8	-2.1	31.7	32.7	23.9	30.8
688029.SH	南微医学	21.8	16.3	14.3	17.4	54.7	18.2	17.5	18.9	19.2	22.9	19.7	23.2
688050.SH	爱博医疗	64.1	68.5	48.2	14.7	39.0	30.0	35.1	2.6	30.4	29.0	27.7	26.0
300633.SZ	开立医疗	20.3	-2.9	-5.0	-4.8	29.5	-43.3	-75.1	-74.3	20.9	15.3	5.5	4.1
688016.SH	心脉医疗	32.4	26.6	1.6	-9.2	42.7	48.6	-14.4	-30.0	38.9	49.1	32.8	37.9
688108.SH	赛诺医疗	78.0	32.5	33.6	12.5	69.9	64.0	64.8	163.3	-14.5	-5.9	-3.8	3.3
688351.SH	微电生理	26.5	39.6	25.5	12.8	-214.1	107.5	114.3	2,157.4	-10.8	0.5	1.2	9.3
301087.SZ	可孚医疗	-4.1	2.6	4.5	-4.0	-18.6	-2.8	36.7	-18.0	7.0	10.7	9.2	9.1
301367.SZ	瑞迈特	-20.7	-48.8	-24.9	42.3	-33.7	-69.1	-61.8	49.3	21.6	17.4	11.0	18.3
301033.SZ	迈普医学	18.2	42.4	20.6	29.3	55.5	193.9	82.9	66.2	16.1	22.7	24.5	29.2
688677.SH	海泰新光	-1.3	-17.7	-5.9	20.5	-19.2	-24.5	-5.3	12.1	29.0	29.3	29.2	27.3
688410.SH	山外山	80.7	-29.7	-17.8	28.7	264.9	-70.3	-67.5	32.7	25.5	13.8	10.1	14.2

请参见附注免责声明

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

3.7 医疗器械：随着反腐边际改善，集采反内卷和设备采购资金逐步落地，下半年有望迎来拐点

2025年H1医疗器械板块总结：

1. 2025年Q2医疗器械板块收入环比增长。
2. 医疗器械板块利润有望逐步增长。
3. 部分设备企业上半年业绩承压，拐点在即。
4. 部分成长型企业仍维持快速增长。

未来投资观点：总体上我们认为随着反腐边际改善，集采反内卷和设备采购资金逐步落地，医疗器械下半年有望迎来拐点。

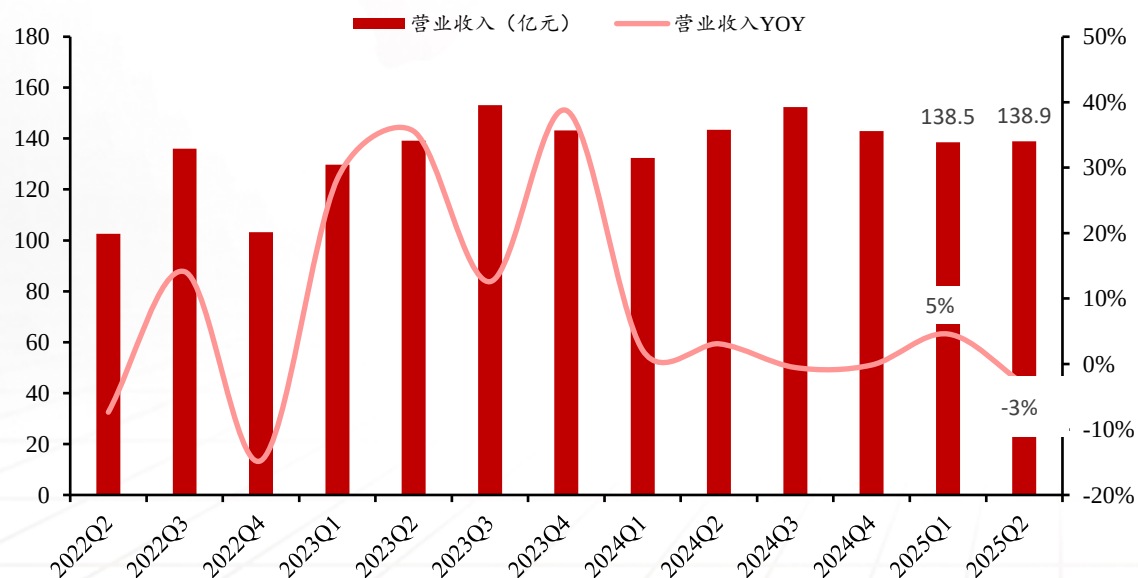
建议关注几个方向：

- ◆ 1. 高景气相关标的。相关行业赛道因为行业增速快、国产份额低、国内外竞品少等原因，相关企业具有高增长，景气度较高。受益标的：惠泰医疗、微电生理、迈普医学、山外山、奕瑞科技等。
- ◆ 2. 集采受益型标的。受国内反内卷政策推动，医疗器械集采降价有望更加合理，不再单纯以低价为上。部分相关企业有望受益于集采反内卷。受益标的：心脉医疗、南微医学、安杰思等。
- ◆ 3. 困境反转标的。如设备板块，受医疗反腐和医疗设备以旧换新落地节奏影响，部分设备企业上半年业绩承压。随着下半年设备采购逐步加速，相关企业库存压力将逐步减少，增速有望逐步体现。受益标的：迈瑞医疗、开立医疗、澳华内镜等。
- ◆ 4. 其他单独逻辑标的。脑机接口（美好医疗、翔宇医疗、创新医疗等）、新产品新业务有大空间（海泰新光、赛诺医疗、乐普医疗、三友医疗等）。

3.8 医疗服务：消费医疗缓慢恢复，综合医院在DRG/DIP实行下处于调整期

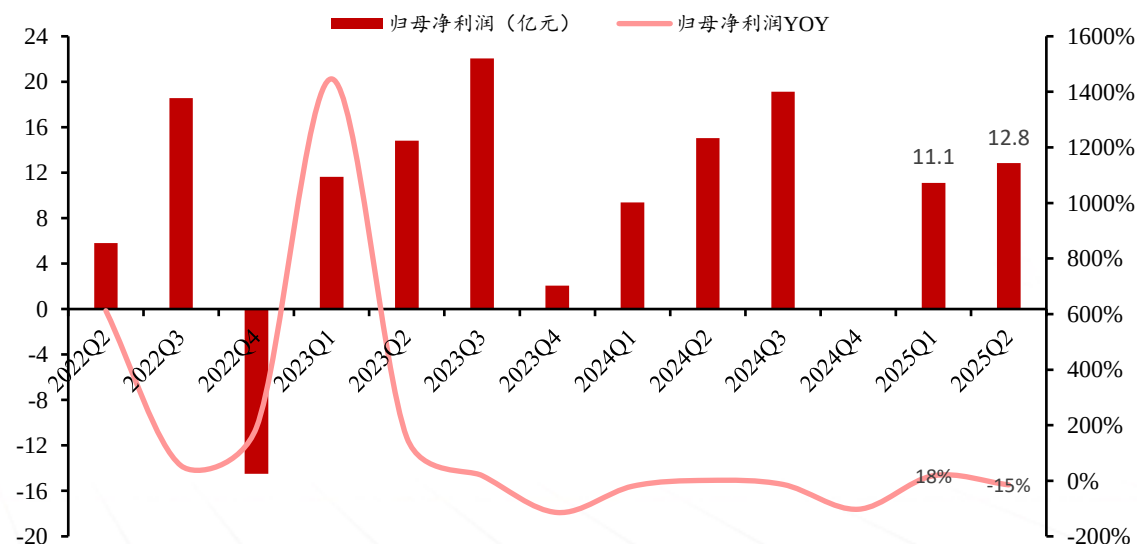
- 医疗服务2025H1营收277.4亿元（+0.6%），归母净利润23.9亿元（-1.9%）。分季度来看Q1、Q2营收分别为138.5、138.9亿元，同比分别为+5%、-3%。归母净利润分别为11.1、12.8亿元，同比分别为+18%、-15%。收入端略有增长，但利润端承压，反映出行业整体盈利能力的挑战。
- **眼科收入增长和扣非净利润逐步恢复，毛利率下滑。** 25H1爱尔眼科、普瑞眼科、华厦眼科营收小幅度增长，光正眼科、何氏眼科营收小幅度下滑，除普瑞眼科扣非净利润均同比增长。眼科毛利率出现小幅下滑。
- **通策医疗**25H1收入、扣非净利润、毛利率都基本持平。
- **美年健康**25H1收入、扣非净利润企稳，毛利率下滑，进入下半年旺季，预计将进一步恢复。
- **综合医院**25H1承压，营收增长、扣非净利润增长、毛利率均有一定下滑。

图表46：医疗服务Q2营收增速放缓



资料来源：iFinD、中邮证券研究所（注：剔除ST公司）

图表47：医疗服务Q2归母净利润承压



资料来源：iFinD、中邮证券研究所（注：剔除ST公司）

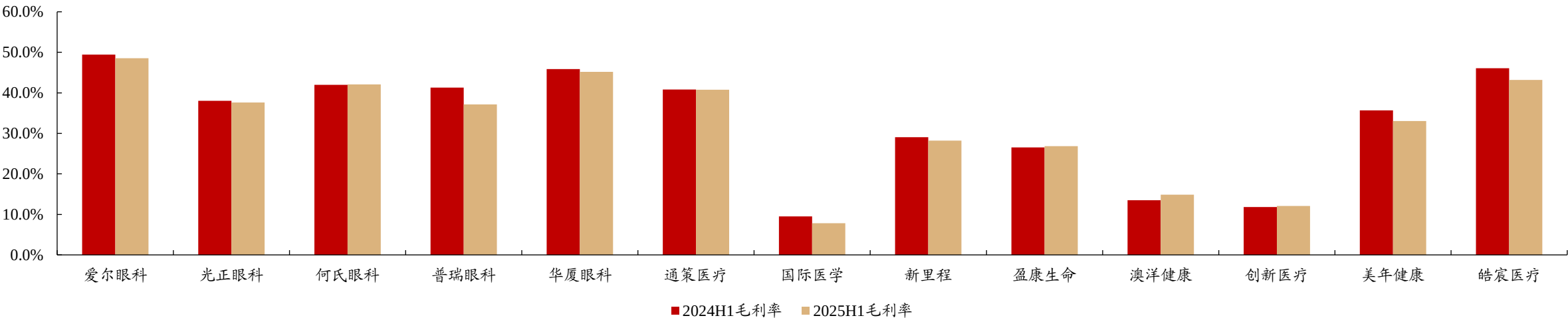
3.8 医疗服务：消费医疗缓慢恢复，综合医院在DRG/DIP实行下处于调整期

图表48：25H1眼科收入、扣非逐步恢复，口腔持平，体检略有下滑，综合医院增速放缓

		营业收入增速				扣非归母净利润增速				扣非净利率			
		23	24H1	24	25H1	23	24H1	24	25H1	23	24H1	24	25H1
300015.SZ	爱尔眼科	26.4%	2.9%	3.0%	9.1%	20.4%	1.5%	-11.8%	14.3%	17.3%	16.9%	14.8%	17.7%
002524.SZ	光正眼科	40.1%	-11.8%	-16.9%	-9.5%	98.0%	-263.3%	-3276.1%	50.7%	-0.5%	-1.4%	-21.8%	-0.8%
301103.SZ	何氏眼科	24.1%	-5.8%	-7.6%	-4.2%	105.6%	-67.2%	-152.0%	52.9%	4.7%	4.2%	-2.6%	6.6%
301239.SZ	普瑞眼科	57.5%	3.1%	-1.5%	2.7%	967.1%	-69.5%	-143.1%	-54.1%	7.3%	3.2%	-3.2%	1.4%
301267.SZ	华夏眼科	24.1%	2.8%	0.3%	4.3%	22.4%	-25.2%	-38.3%	2.4%	16.5%	13.2%	10.2%	13.0%
600763.SH	通策医疗	4.7%	3.5%	1.0%	2.7%	-8.4%	4.3%	3.2%	3.8%	16.9%	21.7%	17.3%	21.9%
000516.SZ	国际医学	70.3%	9.5%	4.3%	-16.0%	55.6%	45.5%	42.5%	-36.1%	-10.8%	-5.7%	-6.0%	-9.3%
002219.SZ	新里程	13.6%	12.2%	-2.9%	-20.6%	-67.8%	18.5%	223.5%	-84.9%	0.8%	3.2%	2.6%	0.6%
300143.SZ	盈康生命	27.2%	13.7%	6.0%	2.4%	117.3%	-24.3%	-19.5%	19.2%	7.0%	6.2%	5.3%	7.2%
002172.SZ	澳洋健康	7.5%	-3.0%	-7.5%	-12.5%	182.7%	14.9%	19.4%	-13.7%	1.3%	3.3%	1.6%	3.3%
002173.SZ	创新医疗	13.5%	0.7%	1.3%	-1.6%	66.6%	-976.4%	-112.7%	22.4%	-3.5%	-4.1%	-7.3%	-3.2%
002044.SZ	美年健康	26.4%	-5.5%	-1.8%	-2.3%	181.6%	-5340.2%	-45.5%	-6.2%	4.3%	-5.3%	2.4%	-5.8%
002622.SZ	皓宸医疗	51.1%	21.8%	13.9%	-17.9%	7.0%	-97.1%	71.9%	-14034.9%	-11.2%	0.0%	-2.8%	-7.5%

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表49：眼科、体检毛利率2025H1同比下滑，口腔持平，综合医院下滑



3.8 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。

3.9 中药：25H1营收承压，利润持平，Q2环比改善趋势明显

➤ 中药板块2025H1营收1772.1亿元（-5.0%），归母净利润226.8亿元（+0.4%）。分季度来看Q1、Q2营收分别为920.4、851.6亿元，同比分别为-8%、-2%。归母净利润分别为123.3、103.6亿元，同比分别为-4%、+7%。

➤ 部分品牌中药企业实现了营收和净利润的双增长：

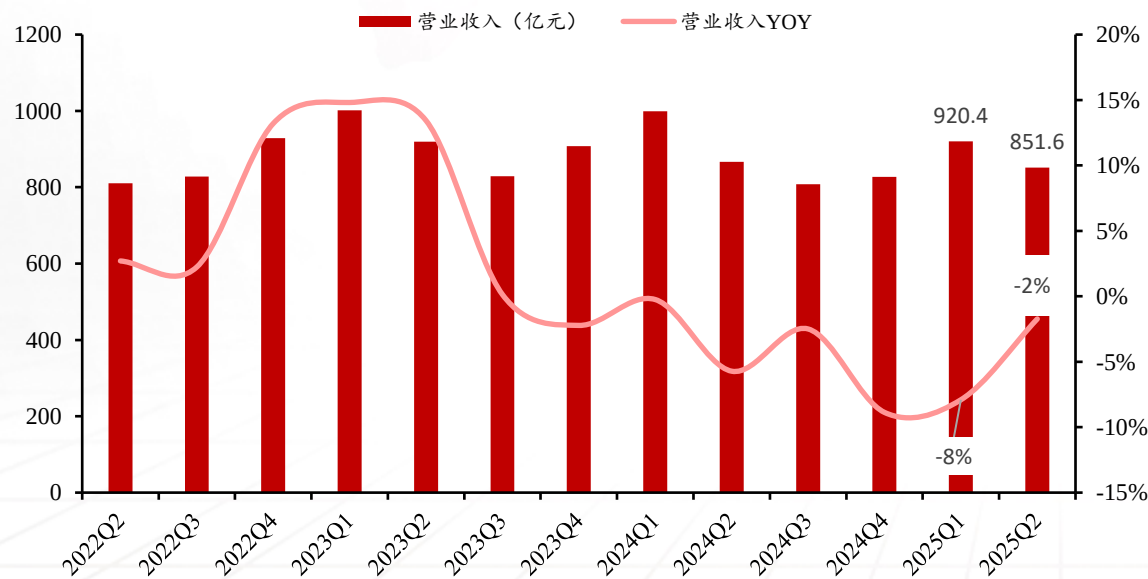
东阿阿胶：2025年上半年营业收入30.51亿元，同比增长11.02%；净利润8.17亿元，同比增长10.70%。

云南白药：2025年上半年营业收入212.57亿元，同比增长3.92%；净利润36.45亿元，同比增长14.25%。

佐力药业：2025年上半年营业收入15.99亿元，同比增长11.99%；净利润3.79亿元，同比增长26.46%。

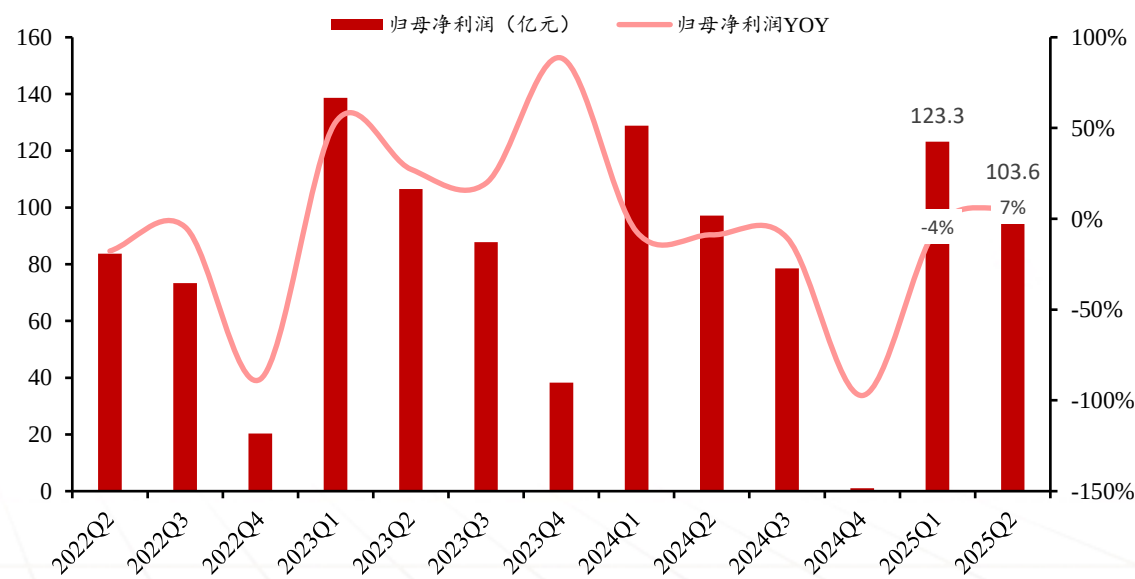
羚锐制药：2025年上半年营业收入20.99亿元，同比增长10.14%；净利润4.76亿元，同比增长15.19%。

图表50：中药板块Q2营收增长环比改善



资料来源：iFinD、中邮证券研究所（注：剔除ST公司）

图表51：中药板块归母净利润增长Q2回正



资料来源：iFinD、中邮证券研究所（注：剔除ST公司）

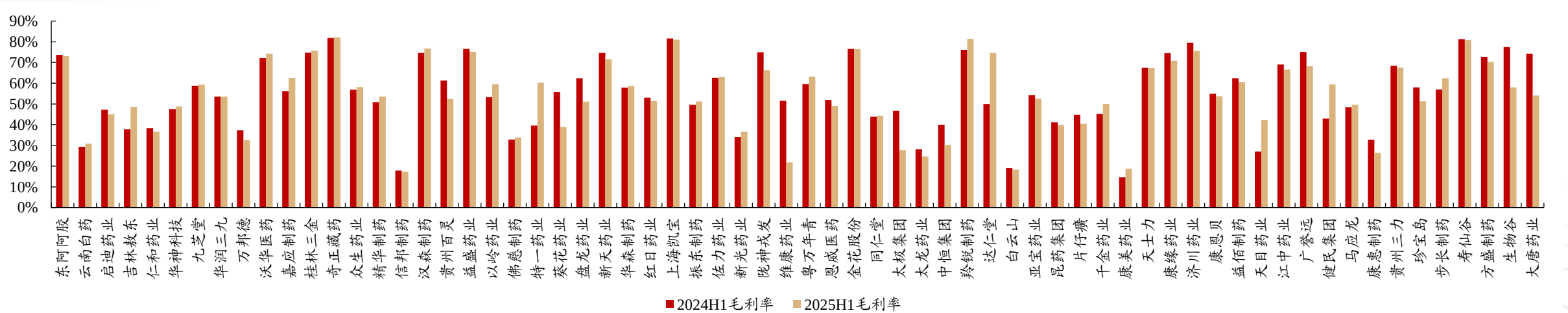
3.9 中药：25H1营收承压，利润持平，Q2环比改善趋势明显

图表52：中药重点公司营收增速、扣非净利润增速、扣非净利率

	营业收入增速				扣非归母净利润增速				扣非净利率			
	23	24H1	24	25H1	23	24H1	24	25H1	23	24H1	24	25H1
片仔癀	15.7%	12.0%	7.3%	-4.8%	15.3%	11.0%	6.6%	-17.0%	28.4%	31.0%	28.2%	27.0%
东阿阿胶	16.7%	26.8%	25.6%	11.0%	54.7%	42.8%	33.2%	12.6%	23.0%	25.5%	24.4%	25.8%
云南白药	7.2%	0.7%	2.4%	3.9%	16.4%	14.5%	20.2%	10.4%	9.6%	15.3%	11.3%	16.3%
佐力药业	7.6%	41.2%	32.7%	12.0%	41.1%	50.8%	35.9%	27.2%	19.2%	20.5%	19.7%	23.2%
华润三九	36.8%	7.3%	11.6%	5.0%	22.2%	26.3%	15.0%	-26.5%	11.0%	16.4%	11.3%	11.5%
昆药集团	-7.0%	-5.7%	-0.3%	-11.7%	33.5%	-9.8%	25.1%	-5.6%	4.4%	4.5%	5.0%	4.5%
以岭药业	-17.7%	-32.2%	-36.9%	-12.3%	-45.6%	-67.2%	-162.7%	27.1%	12.3%	11.0%	-12.2%	15.9%
同仁堂	16.2%	0.0%	4.1%	0.1%	18.3%	1.3%	-10.6%	-5.0%	9.3%	10.2%	8.0%	9.6%
达仁堂	-0.3%	-3.0%	-11.1%	-33.1%	23.8%	-11.0%	-21.6%	-5.9%	11.6%	16.0%	10.2%	22.5%
桂林三金	10.8%	-10.5%	1.0%	-6.6%	71.9%	-25.2%	3.6%	-3.1%	17.6%	25.7%	18.1%	26.6%
羚锐制药	10.3%	12.1%	5.7%	10.1%	30.6%	30.8%	20.2%	12.3%	16.1%	20.7%	18.3%	21.1%

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表53：部分品牌中药企业毛利率提升



3.9 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：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。

■ 方向二：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。

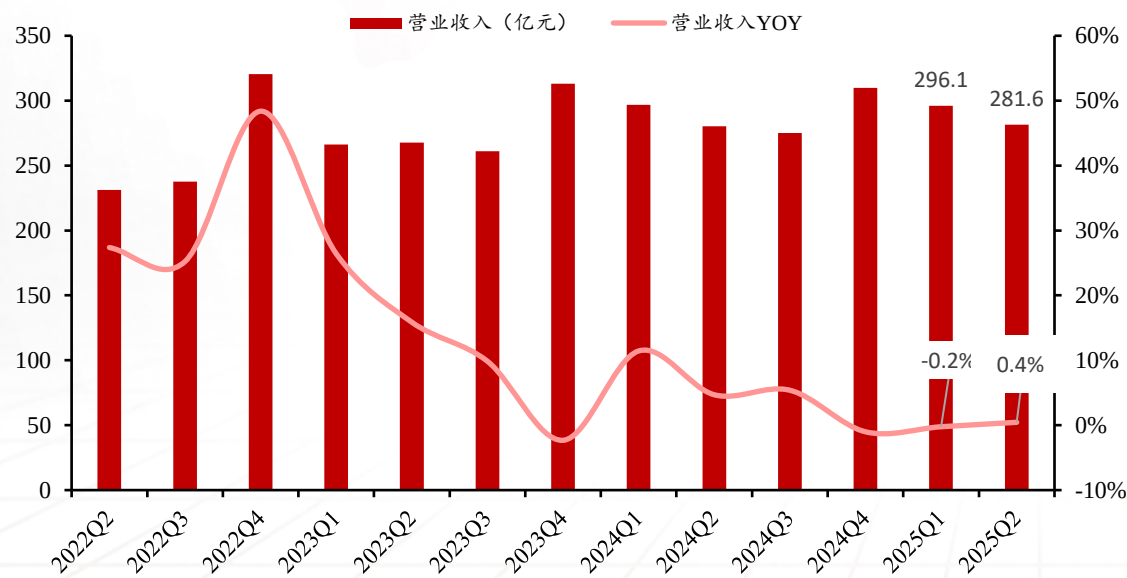
■ 方向三：高基数出清的拐点方向

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。

3.10 医药商业：零售药店行业加速集中

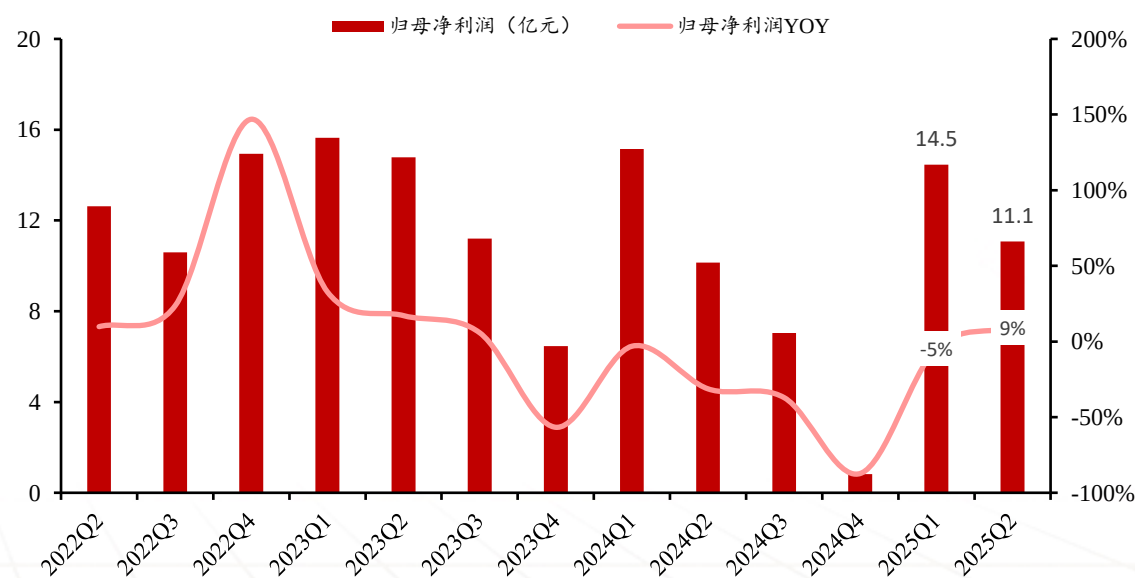
- 零售药店板块2025H1营收577.7亿元（+0.1%），归母净利润25.5亿元（+0.9%）。分季度来看Q1、Q2营收分别为296.1、281.6亿元，同比分别为-0.2%、+0.4%。归母净利润分别为14.5、11.1亿元，同比分别为-6%、+9%，Q2环比改善。
- 行业出清提速，龙头药店客流量、利润率有望提升，统筹持续落地带来业绩增量。在消费力疲软、医保控费及监管措施加强、门诊统筹落地滞后等外部因素影响下，行业持续分化，中小药店生存环境愈发恶劣，行业面临整合，中康数据显示全国关闭的药店数量2024Q1 6778家，Q2 8791家，Q3 9545家，Q4 14114家，闭店加速，并且Q4出现行业净减少（-3395家），全年闭店数共计39228家。行业出清，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。**

图表54：药店板块Q2营收增长环比改善



资料来源：iFinD、中邮证券研究所（注：剔除ST公司）

图表55：药店板块归母净利润增长Q2回正



资料来源：iFinD、中邮证券研究所（注：剔除ST公司）

四

风险提示

- **风险提示：**行业竞争加剧风险、集采降价超预期风险、企业外延并购落地低于预期风险、国际地缘政治风险、关税扰动风险。

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

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。

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

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



中 邮 证 券

CHINA POST SECURITIES