



医药健康行业研究

买入（维持评级）
行业周报
 证券研究报告

医药组

 分析师：赵海春（执业 S1130514100001） zhaohc@gjzq.com.cn
 分析师：何冠洲（执业 S1130523080002） heguanzhou@gjzq.com.cn
 分析师：袁维（执业 S1130518080002） yuan_wei@gjzq.com.cn

医药短期风格偏向左侧标的，中长期进攻围绕两大主线

行业投资逻辑

本周医药板块表现处于 A 股各板块中中游水平，年初至今表现仍处于全行业较弱水平。我们在前期报告《医药三季报总结：景气度底部徘徊，关注 2025 年改善前景》中指出，三季报医药景气度处于底部徘徊，但反转态势已经建立，建议更多关注 2025 年景气度反转预期和潜在弹性。短期医药板块行情以反弹风格为主，左侧标的优势明显，越是前期景气度较差、跌幅大、机构配置比例低、反转空间大的板块，本轮相对收益就越明显。

- **创新药**：中国创新药出海再添新里程碑，迪哲医药舒沃替尼成为首款向美国 FDA 递交新药上市申请的中国原研的肺癌靶向药，科济药业继三大 CAR-T 美国临床获 FDA 解除暂停后，三项临床结果将于 ASH 发布我们继续看好恒瑞医药、百济生物等龙头药企在长期布局积累和大适应症突破方面的优势，关注全球热点的细分赛道龙头。
- **医疗服务及消费医疗**：民政部等 24 部门日前联合印发《关于进一步促进养老服务消费 提升老年人生活品质的若干措施》，医养结合有望释放新需求。近日爱尔康公司携手爱尔眼科医院集团举行“爱尔眼科医院集团 100 家医院推动全光塑技术合作”签约仪式，进一步深化全光塑个性化近视手术技术为代表的屈光眼科技术的推广。
- **生物制品**：华东医药乌司奴单抗注射液（赛乐信®）的上市许可申请获得批准，用于治疗成年中重度斑块状银屑病。原研药物 Stelara®2023 年全球的销售额为 108.58 亿美元，已于 2017 年获得原中国国家食品药品监督管理总局批准上市。公司在自免领域已形成差异化产品布局，将加快赛乐信®获批上市后的市场推广工作。
- **医疗器械**：强生宣布美国 FDA 批准 VARIPULSE 平台用于治疗阵发性房颤，国内已有多款 PFA 产品获批上市，随着未来惠泰医疗、微电生理等更多企业创新 PFA 产品上市，脉冲消融技术国内房颤治疗领域渗透率有望快速提升。
- **中药**：康缘药业发布公告拟以自有资金 2.7 亿元收购中新医药 100% 股权。近年来，中药行业内发生多起重要并购整合事件，在“并购六条”等政策支持下，有望在未来继续看到产业资源的整合，现金流优秀、资产负债率或有息负债率较低的公司具备外延发展潜力。
- **药店**：近日，国家医保局发文《药品追溯码医保应用的五问五答》，对药品追溯码及其作用做了阐释，随着药品追溯码的广泛应用，配合飞行检查对行业乱象的整顿，药店行业生态有望更健康、更合规，统筹政策在此基础上有望更平稳落地，合规龙头有望率先从统筹落地中受益。
- **医药上游**：全国人大常委会表决通过《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》。按照计划，中国将增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，分三年实施。我们看好化债对科学仪器企业政府相关业务资产端及业绩端的正向促进。

投资建议

从半年到一年维度看，我们仍然认为 2025 年医药板块最大投资机会将围绕于两条主线：创新药和仿创药的板块高景气度投资机会；以及器械、中药、药店、消费医疗服务等领域的个股见底反弹投资机会。医药板块前期压制因素逐步出清，短期几个最重要、最值得关注的的事件将是：国家医保谈判和集采落地、全国中成药采购联盟集中采购落地、医疗设备招标景气度的恢复、零售药店纳入统筹医保支付进度加速、以及院内需求高频数据的好转等。这些变化的发生，将带来对应板块的投资机会窗口。

重点标的

科伦博泰、特宝生物、人福医药、益丰药房、可孚医疗等。

风险提示

汇兑风险、国内外政策风险、投融资周期波动风险、并购整合不及预期的风险等。



内容目录

短期医药行情风格反弹色彩明显，中长期仍然围绕两条主线.....	4
创新药：迪哲医药舒沃替尼美国提交上市，科济药业 CAR-T ASH 再发数据.....	7
中国创新药出海再添新里程碑，迪哲医药首个创新靶向药 NDA 获 FDA 受理.....	7
科济药业继三大 CAR-T 美国临床获 FDA 解除暂停后，三项临床结果将于 ASH 发布.....	7
生物制品：首个国产乌司奴单抗类似药获批上市，持续关注研发端催化.....	8
银屑病生物制剂疗效显著，国内外多种药物已获批上市.....	10
乌司奴单抗原研药年销售额突破百亿美元，公司赛乐信®为国内首个获批类似药.....	11
医疗服务：需求筑底企稳，关注边际改善.....	12
政策：养老服务促进政策出台，医养结合有望释放新需求.....	12
爱尔眼科：全光塑技术进一步推广.....	12
时代天使：Angel Aligner 品牌系列产品亮相巴西，南美市场实现多品牌战略.....	13
固生堂：24Q3 门诊量持续高增，内生外延齐发力.....	13
医疗器械：全球创新研发加速推进，关注板块需求复苏机遇.....	13
强生电生理 PFA 平台 VARIPULSE 获美国 FDA 批准.....	13
国内产品创新研发稳步推进，企业持续回购有望增强信心.....	14
中药：关注业内公司并购整合、外延发展潜力.....	14
药店：药品追溯码推广应用，行业生态向好发展后利于统筹政策落地.....	16
医药上游：财政发力背景下，看好仪器企业资产端及业绩端优化.....	17
投资建议.....	17
风险提示.....	17

图表目录

图表 1：年初至今各申万一级行业表现.....	4
图表 2：11 月 4 日~11 月 8 日各申万一级行业表现.....	5
图表 3：11 月 4 日~11 月 8 日医药生物申万三级细分行业涨跌幅.....	5
图表 4：11 月 4 日~11 月 8 日医药生物个股涨跌幅前十.....	6
图表 5：11 月 4 日~11 月 8 日港股一级行业表现.....	6
图表 6：11 月 4 日~11 月 8 日港股医药子赛道表现情况.....	7
图表 7：银屑病分型及定义.....	9
图表 8：银屑病诊疗路径.....	10
图表 9：部分已获批上市用于治疗银屑病的生物制剂及有效性数据.....	11
图表 10：乌司奴单抗原研药物 2023 年销售额超 100 亿美元.....	12
图表 11：时代天使 Angel Aligner 品牌系列产品亮相巴西 Ortho SPO 正畸展会.....	13



图表 12: 强生电生理脉冲消融 VARIPULSE 平台 14

图表 13: 部分中药上市公司现金及负债状况(数据截至 2024 年三季报) 16



短期医药行情风格反弹色彩明显，中长期仍然围绕两条主线

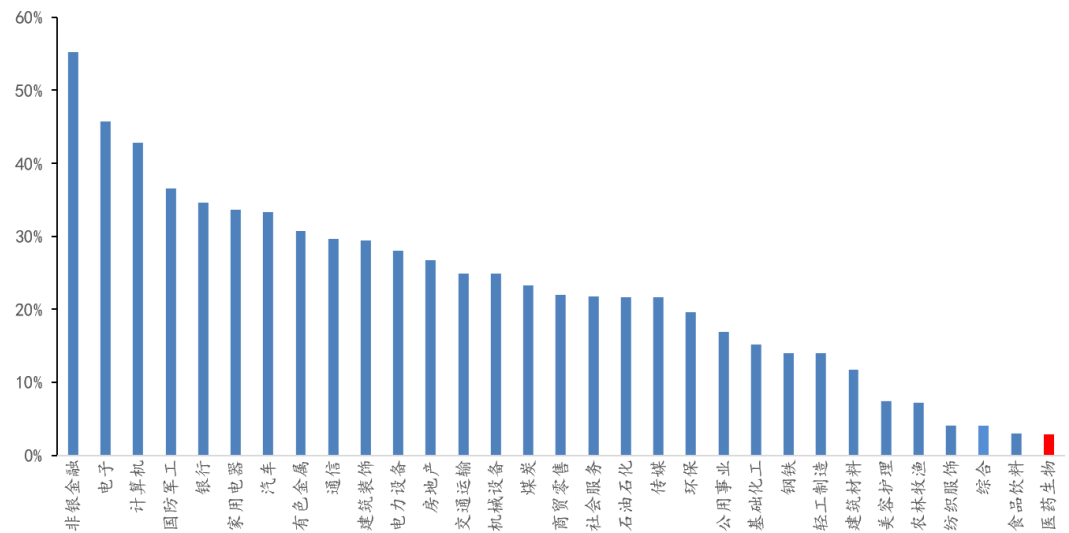
本周医药板块表现处于 A 股各板块中中游水平，年初至今表现仍处于全行业较弱水平。我们在前期报告《医药三季报总结：景气度底部徘徊，关注 2025 年改善前景》中指出，三季报医药景气度处于底部徘徊，但反转态势已经建立，建议更多关注 2025 年景气度反转预期和潜在弹性。

从板块风格和个股偏好角度分析，短期医药板块行情以反弹风格为主，左侧标的优势明显，越是前期景气度较差、跌幅大、机构配置比例低、反转空间大的板块，本轮相对收益就越明显。从半年到一年维度看，我们仍然认为 2025 年医药板块最大投资机会将围绕于两条主线：

- 即创新药和仿创药的板块高景气度投资机会
- 以及器械、中药、药店、消费医疗服务等领域的个股见底反弹投资机会

医药板块前期压制因素逐步出清，短期几个最重要、最值得关注的的事件将是：国家医保谈判和集采落地、全国中成药采购联盟集中采购落地、医疗设备招标景气度的恢复、零售药店纳入统筹医保支付进度加速、以及院内需求高频数据的好转等。这些变化的发生，将带来对应板块的投资机会窗口。

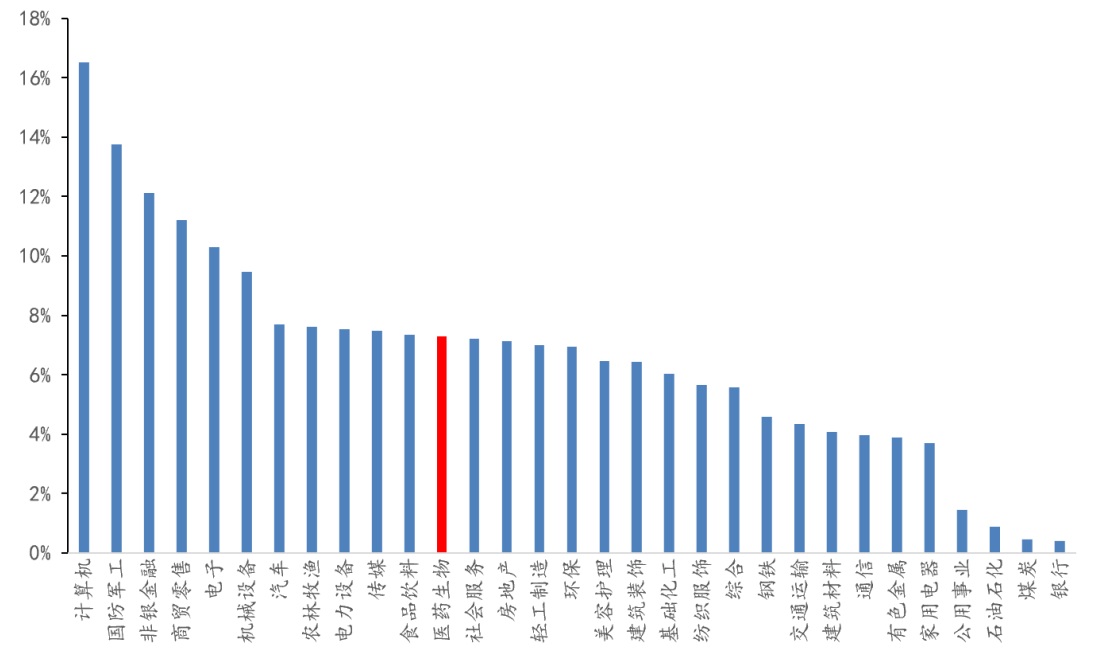
图1：年初至今各申万一级行业表现



来源：Wind, 国金证券研究所

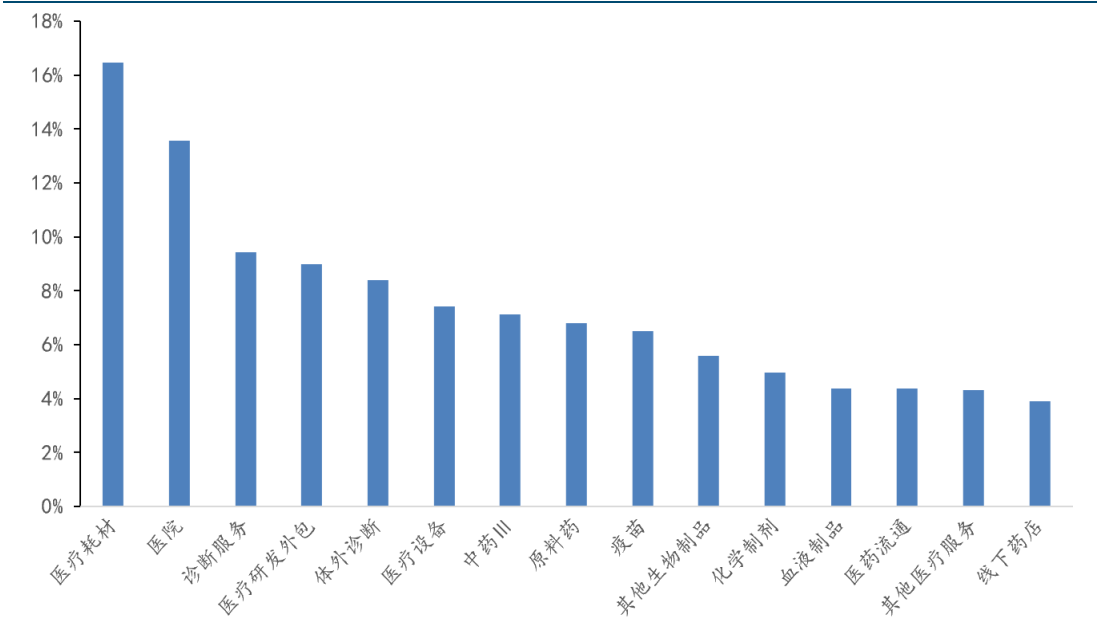


图表2: 11月4日~11月8日各申万一级行业表现



来源: Wind, 国金证券研究所

图表3: 11月4日~11月8日医药生物申万三级细分行业涨跌幅



来源: Wind, 国金证券研究所

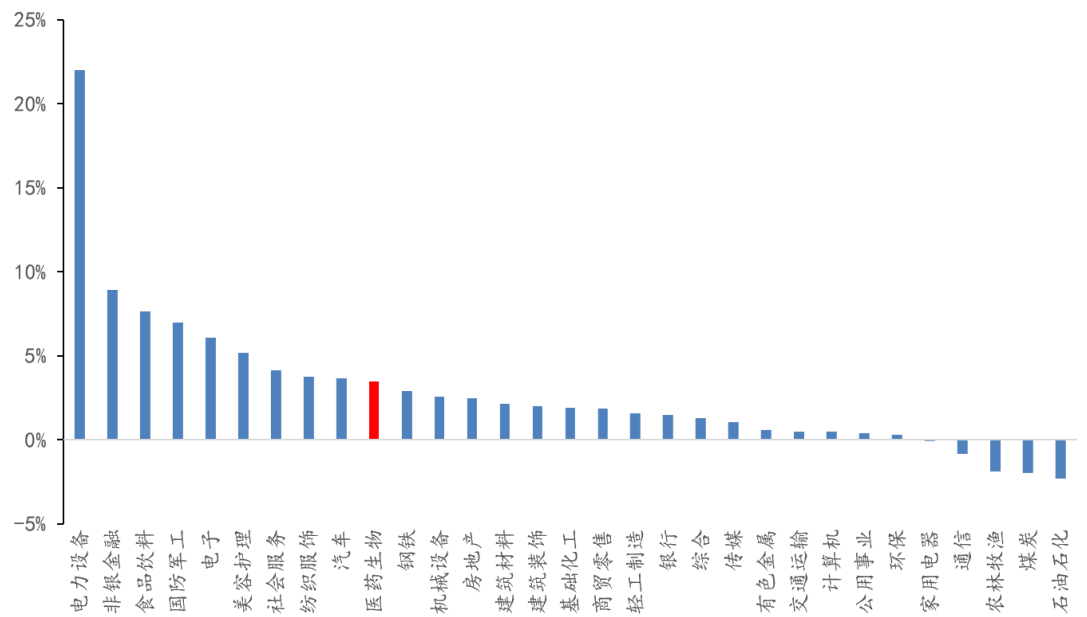


图表4: 11月4日~11月8日医药生物个股涨跌幅前十

代码	公司	涨跌幅
603205.SH	健尔康	439.2%
688656.SH	浩欧博	148.8%
836547.BJ	无锡晶海	39.3%
002086.SZ	东方海洋	36.9%
000566.SZ	海南海药	35.8%
836504.BJ	博迅生物	34.8%
832566.BJ	梓潼宫	32.4%
301239.SZ	普瑞眼科	30.4%
600518.SH	康美药业	29.8%
000518.SZ	四环生物	29.8%
688606.SH	奥泰生物	-3.4%
000504.SZ	南华生物	-3.7%
600807.SH	济南高新	-4.9%
688331.SH	荣昌生物	-5.0%
002653.SZ	海思科	-5.3%
600624.SH	复旦复华	-7.6%
000908.SZ	*ST景峰	-7.9%
688426.SH	康为世纪	-8.1%
002693.SZ	双成药业	-8.5%
688617.SH	惠泰医疗	-10.1%

来源: Wind, 国金证券研究所

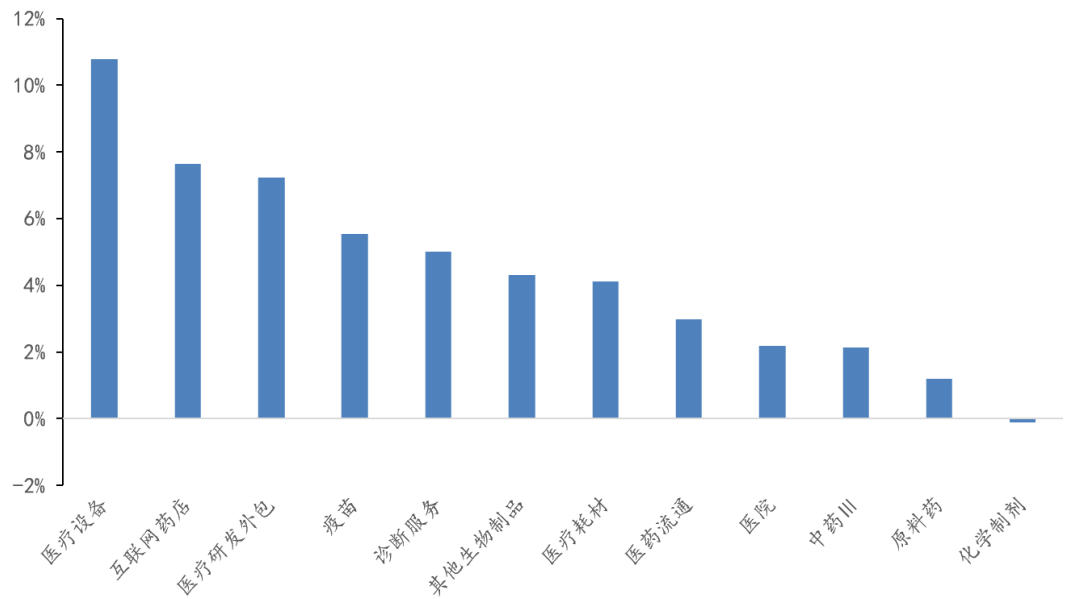
图表5: 11月4日~11月8日港股一级行业表现



来源: Wind, 国金证券研究所



图表6: 11月4日~11月8日港股医药子赛道表现情况



来源: Wind, 国金证券研究所

创新药：迪哲医药舒沃替尼美国提交上市，科济药业 CAR-T ASH 再发数据

中国创新药出海再添新里程碑，迪哲医药首个创新靶向药 NDA 获 FDA 受理

2024年11月8日，迪哲医药公告，公司已向FDA（美国食药监局）递交舒沃替尼的NDA（新药上市申请），用于既往经含铂化疗治疗时或治疗后出现疾病进展，并且经FDA批准的试剂盒检测确认，存在EGFR（表皮生长因子受体）20号外显子插入突变（Exon20ins）的NSCLC（非小细胞肺癌）的成人患者。

舒沃替尼，于2023年8月通过优先审评在中国获批上市，已成为EGFR Exon20ins NSCLC二线及以后线唯一标准治疗方案。此前，舒沃替尼此已获FDA授予全线治疗EGFR Exon20ins NSCLC的“突破性疗法认定”，有望加速推进药物上市进程。

- 此次新药上市申请，是基于一项评估舒沃替尼®（舒沃替尼商品名）针对经治EGFR exon20ins NSCLC患者疗效和安全性的国际多中心注册临床研究“悟空1B”（WU-KONG1B）。该研究纳入非亚裔患者占比超过40%，已达到主要研究终点，在全球范围内再证舒沃替尼®“高效低毒、同类最佳”的潜质。WU-KONG1B研究已在2024年美国临床肿瘤学会（ASCO）年会以口头报告形式公布。

科济药业继三大 CAR-T 美国临床获 FDA 解除暂停后，三项临床结果将于 ASH 发布

创新前沿的细胞治疗领域中国药企创新迭出。近期，科济药业获得FDA解除其美国CAR-T（嵌合抗原受体T细胞）临床研究的暂停，还将在2024年ASH（美国血液学会）年会上以壁报形式发布赛恺泽®（泽沃基奥仑赛注射液）、CT071和CT0590的数据。

- 科济药业在血液瘤领域布局了多款强有力的管线产品，包括自体CAR-T产品泽沃基奥仑赛注射液、快速生产的CT071，以及通用型CAR-T产品CT0590。这些产品是科济药业在血液瘤领域持续创新能力的佐证。借助自主研发的CAR celerate®和THANK-uCAR®等技术平台，公司在开发差异化的CAR-T细胞疗法方面进展颇多。
 - 赛恺泽®（泽沃基奥仑赛注射液）LUMMIGAR STUDY 1 关键性 II 期研究成果：在102例接受过≥3线治疗（包括一种免疫调节药物和一种蛋白酶体抑制剂）的复发/难治性多发性骨髓瘤（RRMM）患者中，客观缓解率（ORR）为92.2%，严格意义上的完全缓解（sCR）或完全缓解（CR）率为71.6%。ORR或CR/sCR率不受任何分析中的基线特征的影响。中位随访20.3个月（范围：0.4至27个月），中位缓解持续时间（DOR）、无进展生存期（PFS）和总生存期（OS）数据尚未成熟，因此采用18个月和估算的30个月的无事件率作为亚组分析的疗效指标。年龄或国际分期系统（ISS）分期对DOR、PFS和OS均无影响。



- CT071 研究成果：CT071 是一种全人源的靶向 GPRC5D 的自体 CAR-T 细胞产品，采用快速生产的 CARcelerate®平台生产，使生产时间缩短至约 30 小时，极大地减少了从单采到回输的时间。入组的患者均为复发/难治性多发性骨髓瘤 (RRMM) 患者，既往至少三线治疗失败或 2 类抗多发性骨髓瘤治疗药物耐药 (即至少 1 种蛋白酶体抑制剂和至少 1 种免疫调节剂治疗后出现进展或未获得缓解)。入组时处于疾病进展状态。所有患者的 ECOG 评分为 0-2。在 17 例接受 CT071 治疗的患者中，11 例 (64.7%) 出现了细胞因子释放综合症 (CRS)，均为 1 级 (8 例) 或 2 级 (3 例)。未观察到免疫效应细胞相关神经毒性综合症 (ICANS)。未发生剂量限制性毒性 (DLT)。总体缓解率 (ORR) 为 94.1% (16/17)，严格意义上的完全缓解 (sCR) 率为 52.9% (9/17)。值得注意的是，有 7 例患者在第 4 周时获得了 CR 或 sCR。既往接受过 BCMA (B 细胞成熟抗原) 或 BCMA/CD19 CAR T 治疗的 4 例患者均获得了缓解 (2 例 sCR, 2 例 PR)。
- CT0590 研究成果：是一种异体双靶点的 CAR-T 细胞疗法，采用 THANK-uCAR®技术，靶向 BCMA 和 NKG2A (一种在 NK 细胞和 T 细胞上表达的膜蛋白)，TRAC/B2M/NKG2A 三重基因敲除，以减少移植物抗宿主病 (GvHD)、宿主免疫排斥和自相残杀。

 - ✦ 本研究为 CT0590 在复发/难治性多发性骨髓瘤 (RRMM) 患者中进行的首次人体 (FIH)、开放标签、单中心 I 期研究，旨在评估 CT0590 的安全性、耐受性、药代动力学及初步疗效 (NCT05066022)。截至 2024 年 4 月 22 日，已有 5 例受试者入组，包括 4 例 RRMM 患者和 1 例同情用药的原发性浆细胞白血病 (pPCL) 患者。
 - ✦ 未观察到 ≥3 级细胞因子释放综合症 (CRS)。未观察到免疫效应细胞相关神经毒性综合症 (ICANS) 或移植物抗宿主病 (GvHD)。未发生剂量限制性毒性，也没有因不良事件导致退出研究或死亡。
 - ✦ 中位随访时间为 16.6 个月 (范围：5.1 至 24.2 个月) 时，有 3 例患者获得缓解，包括 2 例 sCR 和 1 例 PR。2 例 sCR 患者中，其中 1 例 RRMM 患者的缓解持续时间 (DOR) 已达 23 个月 (sCR 仍在持续中)，另 1 例 pPCL 患者的 DOR 为 20 个月。在这 2 例 sCR 患者中，CAR 拷贝数峰值大于 280,000 copies/μg genomic DNA。
 - ✦ 该研究的初步结果表明，CT0590 通用型 CAR-T 细胞疗法的安全性可控，同时实现了深度和持久的临床缓解。

我们认为，中国创新药在欧美获批上市的步伐正在提升，中国药企创新实力及其成长空间还远未被资本市场所充分认知。同时，随着竞争激烈程度的提升，龙头公司在各细分创新赛道布局与临床推进的优势将得到进一步体现。我们继续看好恒瑞医药、百济生物等龙头药企在长期布局积累和大适应症突破方面的优势，关注全球热点的细分赛道龙头，比如，ADC (抗体偶联药物)、双抗 (包括多特异性融合蛋白、T 细胞衔接器) 等。建议关注恒瑞医药、百济神州、康方生物、翰森制药、信达生物、石药集团、百利天恒、科伦药业、中国生物制药等龙头药企。

生物制品：首个国产乌司奴单抗类似药获批上市，持续关注研发端催化

2024 年 11 月 5 日，华东医药发布公告，公司全资子公司杭州中美华东制药有限公司收到国家药品监督管理局 (NMPA) 核准签发的《药品注册证书》，由中美华东申报的乌司奴单抗注射液 (赛乐信®) 的上市许可申请获得批准，用于治疗成年中重度斑块状银屑病。

根据中国银屑病诊疗指南 (2023 版)，银屑病是一种遗传与环境共同作用诱发的免疫介导的慢性、复发性、炎症性、系统性疾病。临床表现为鳞屑性红斑或斑块，局限或广泛分布。银屑病可合并系统疾病，严重影响患者的生活质量。

据流行病学统计，1984 年中国银屑病患病率为 0.123%，2008 年调查 6 个城市患病率为 0.47%，2017 年西南 4 省市患病率为 0.5%。患病率总体呈逐渐上升趋势，且存在地区差异，北方高于南方，估算我国银屑病患者人数在 700 万例以上。



图表7：银屑病分型及定义

银屑病分型	分型定义
寻常型银屑病	<ul style="list-style-type: none"> 发病前 2~3 周常有溶血性链球菌引起的急性扁桃体炎、上呼吸道感染病史，多发生于青少年。皮疹初发呈向心性分布，多位于躯干和四肢近端，皮损表现为直径1~10mm境界清楚的红色丘疹、斑丘疹，色泽潮红，覆以少许鳞屑，散在分布 可能是银屑病首发表现，也可能是斑块状银屑病的急性加重表现。点滴状银屑病多有自限性，部分患者可发展为斑块状银屑病
斑块状银屑病	<ul style="list-style-type: none"> 约占所有银屑病病例的80%~90% 皮疹好发于头皮、背部和四肢伸侧，表现为界限清楚的暗红色斑块或浸润性红斑，上附白色、银白色鳞屑，直径一至数厘米不等 皮损数量不一，可少量散在分布，也可多发、泛发，甚至覆盖全身。小斑块可融合成大斑块。病程进展期患者常在外伤、摩擦、注射或针刺正常皮肤后发生皮疹，即同形反应
GPP	<ul style="list-style-type: none"> 临床少见。根据其发病速度、发病时间和皮损形态的不同，可分为 5 种临床类型，包括急性GPP、妊娠期GPP、婴幼儿脓疱型银屑病、环状脓疱型银屑病以及GPP的局限型
脓疱型银屑病	<ul style="list-style-type: none"> 掌跖脓疱病和连续性肢端皮炎掌跖脓疱病是局限性脓疱型银屑病的两种类型 掌跖脓疱病是发生于掌跖部的慢性、炎症性、复发性疾病，以红斑基础上周期性发生簇集性无菌性小脓疱并逐渐干涸、脱屑为特征 连续性肢端皮炎好发于指、趾部，常有外伤等诱因，以指趾末端开始的无菌性红斑、脓疱为特征。脓疱常初发于手指、足趾末端指节伸侧面，逐渐蔓延至手足近端，可累及一个或多个指趾，甚至泛发全身
红皮病型银屑病	<ul style="list-style-type: none"> 一种少见的重症银屑病，多见于中老年人，多由银屑病在急性期受某些因素刺激或治疗不当诱发，少数由银屑病急性加重演变而来 一般有寻常型或其他类型银屑病病史或家族史。临床表现为全身弥漫性红斑、浸润肿胀并伴有大量糠状鳞屑，皮损面积大于90%体表面积，可伴有瘙痒
PsA (银屑病关节炎)	<ul style="list-style-type: none"> 多数病例关节症状继发于皮损后，也有少数病例关节症状先于皮损或与皮损同时发生 常累及手足小关节，也可累及四肢大关节，少数可累及骶髂关节及脊柱。可出现滑膜和邻近软组织炎症、附着点炎、指趾炎、新骨形成及严重骨溶解等。受累关节可表现为肿胀、疼痛、晨僵及关节活动受限等，严重者可出现关节畸形。病程迁延，易复发，晚期可出现关节强直，导致残疾
其他类型银屑病	<ul style="list-style-type: none"> 甲银屑病：可以发生在所有银屑病亚型中，高达90%的PsA有甲改变，尤其是远端指（趾）关节受累者甲病变发生率高 反向银屑病：又称间擦银屑病，是一种发生于特殊部位的银屑病，低龄儿童、掌跖银屑病患者多见。皮损累及腋窝、乳房下褶、腹股沟、臀间沟、生殖器、会阴部、肘窝、脐窝、腘窝等皮肤皱褶区域，可仅限于皱褶部，也可同时累及伸侧

来源：中国银屑病诊疗指南（2023 版），国金证券研究所

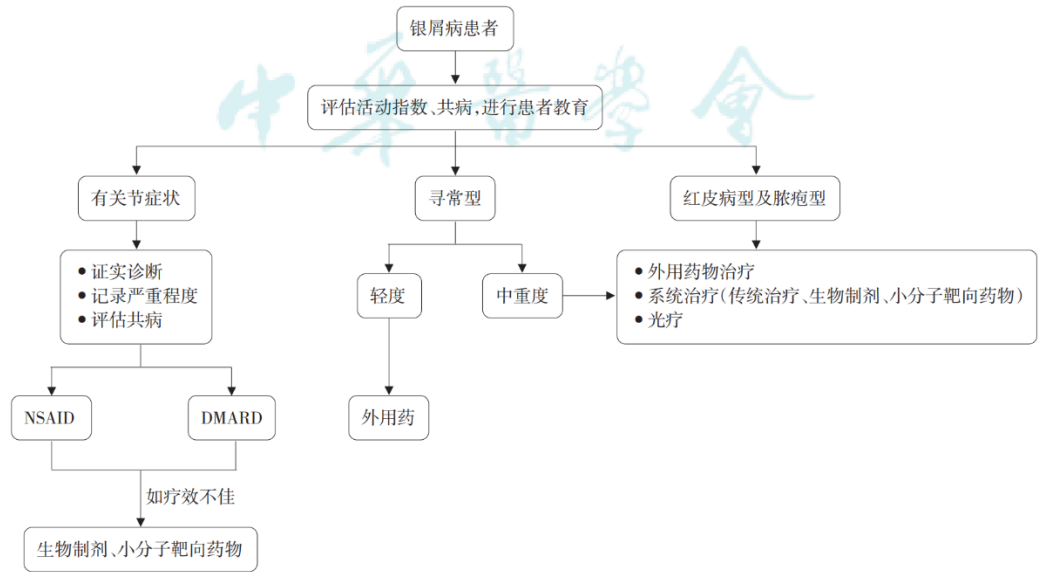
银屑病分型包括寻常型银屑病、脓疱型银屑病、红皮病型银屑病、PsA 以及其他特殊类型银屑病。寻常型银屑病根据皮损特点又可分为点滴状银屑病和斑块状银屑病。其中斑块状银屑病约占所有银屑病病例的 80%~90%。皮疹好发于头皮、背部和四肢伸侧，表现为界限清楚的暗红色斑块或浸润性红斑，上附白色、银白色鳞屑，直径一至数厘米不等。

除皮肤症状外，银屑病患者常合并其他系统性疾病，如心血管疾病、代谢性疾病、肝肾疾病、自身免疫性疾病、心理疾病等。目前把这些与银屑病显著相关的疾病称为银屑病共病。共同的遗传背景、重叠的慢性炎症过程及异常的免疫调节机制可能是银屑病并发多种共病的基础。银屑病各种共病患病率分别为：焦虑 30.2% (21.7%~38.8%)，抑郁 21.7% (15.1%~28.3%)，高血压 21.2% (19.2%~23.3%)，肥胖 11.9% (7.2%~16.8%)，心血管疾病 10.2% (7.7%~12.8%)，糖尿病 8.5% (7.4%~9.6%)，血脂异常 7.4% (6.5%~8.4%)，炎症性肠病 (inflammatory bowel disease, IBD) 0.8% (0.1%~1.4%) 等。



银屑病生物制剂疗效显著，国内外多种药物已获批上市

图表8: 银屑病诊疗路径



来源：中国银屑病诊疗指南（2023 版），国金证券研究所

银屑病治疗方案选择旨在有效控制疾病，降低药物不良反应，提高依从性，需考虑病情对患者影响，并结合病情、年龄、性别、体重、合并症、生育计划以及患者对用药途径和频率的偏好、依从性等因素。在此原则下，各种治疗方法的序贯、交替及联合治疗形成银屑病治疗的有效方案。

银屑病治疗手段包括外用药物治疗、系统治疗及光疗等。外用药物适用于绝大多数患者，并且是首选治疗。轻中度患者大多数可单独外用药物治疗。中、重度银屑病，除外用药物外可联合系统药物和物理疗法。

根据中国银屑病诊疗指南（2023 版），已有大量基础和临床研究证明：早期启用生物制剂可以带来的不仅是近期疗效，而且还有远期获益。从此，“疾病修饰”的概念就应运而生。早期启用生物制剂不仅可以促进银屑病皮损临床组织学上的逆转，改善炎症性共病的症状和体征，还可以降低患者停药后复发的风险，有利于银屑病的全面管理。



图表9：部分已获批上市用于治疗银屑病的生物制剂及有效性数据

药物类型	药物名	有效性数据
TNF-α 抑制剂	依那西普 (etanercept)	<ul style="list-style-type: none"> 国内研究显示依那西普生物类似物治疗斑块状银屑病 12 周时 PASI75 可达到41%~76% 国外研究显示每周1次和每周2次50 mg依那西普改善关节炎效果类似，但较高剂量对改善皮损更有效
	英夫利西单抗 (infliximab)	<ul style="list-style-type: none"> 我国III期临床研究显示，中重度斑块状银屑病患者治疗 10 周后达 PASI90 的比例为 57.1%，PASI75 的比例为81%；美国和欧洲对斑块状银屑病的疗效临床研究与中国数据基本一致 一项治疗PsA的研究显示，用药6个月时美国风湿病学会标准（ACR）20/50/70分别为54%、41%、27%
	阿达木单抗 (adalimumab)	<ul style="list-style-type: none"> 国内III期临床研究显示，中重度斑块状银屑病患者治疗12周时77.8%可达到PASI75 国外III期临床研究显示，中重度斑块状银屑病患者治疗 16 周时 71%可达到 PASI75 国外针对儿童（4~<18岁）中重度斑块状银屑病的III期临床研究显示，58%的患儿治疗16周时可达 PASI75 国内外针对重症或难治性银屑病的研究均显示阿达木单抗效果良好，其中用于PsA治疗24周时ACR20/50/70可达到57%、39%及23%
IL-12/23抑制剂	培塞利珠单抗 (certolizumabpegol)	<ul style="list-style-type: none"> 国外研究数据显示，培塞利珠单抗对斑块状银屑病皮损和PsA关节症状均有显著和持续改善 其独特的化学结构以及良好的疗效和安全性，可作为妊娠或哺乳期女性等特殊人群的治疗选择
	乌司奴单抗 (ustekinumab)	<ul style="list-style-type: none"> 我国III期临床研究显示，PASI75和PASI90在治疗12周时分别为82.5%和66.9%，28周时分别为91.5%和80.4%；国外临床研究显示持续治疗5年，PASI75和PASI90的比例分别为63.4%和57.6% 乌司奴单抗治疗 PsA 的国外研究显示效果良好，每次45mg用药24周时ACR20/50/70分别为42%、25%和12%。 乌司奴单抗在儿童银屑病中也显示出良好的疗效，12~17岁以及6~11岁接受推荐剂量乌司奴单抗治疗的青少年及儿童患者，12周时达到PASI75/90的比例分别80.6%/61.1%和84.1%/63.6%
	司库奇尤单抗 (secukinumab)	<ul style="list-style-type: none"> 中国III期临床研究显示，接受司库奇尤单抗每次 300 mg 或 150 mg 治疗的成人斑块状银屑病患者，12周时均显示出良好疗效，52 周时两组 PASI75 应答率分别为 95.4%和85%，PASI90分别为82.1%和66.7%，PASI100分别为42.1%和31.5% 国内真实世界研究显示司库奇尤单抗每次300 mg治疗12周，达PASI75、PASI90、PASI100 应答率分别为93.2%、81.4%和 76.3%，24周PASI75、PASI90、PASI100应答率分别为91.5%、86.4%和 79.9%；研究还提示既往未接受生物制剂的患者疗效更佳 国外针对 PsA的研究显示，司库奇尤单抗每次300 mg治疗24周时达 ACR20/50/70患者的比例分别为54%、35%、20%
IL-17抑制剂	依奇珠单抗 (ixekizumab)	<ul style="list-style-type: none"> 中国III期临床研究显示，成人斑块状银屑病应用依奇珠单抗治疗1周，28.4%的患者可达到PASI50；治疗2周，21%的患者可达到 PASI75；12周时 PASI90和PASI100的应答率分别为82.4%和33% 国际III期临床研究显示，成人斑块状银屑病应用依奇珠单抗治疗52周，PASI75、PASI90、PASI100的应答率分别为96%、84%、64%；依奇珠单抗治疗5年，PASI90和PASI100的应答率分别为90.2%和66.5% 国外研究显示依奇珠单抗治疗PsA效果良好，用药24周时ACR20/50/70分别为58%、40%、23%
	布罗利尤单抗 (brodalumab)	<ul style="list-style-type: none"> 国外III期临床研究显示，布罗利尤单抗（每次 210 mg）治疗 12 周时，PASI75/90/100 应答率分别为 86%、70%及 44%，52周时分别为80%、75%和56%
	古塞奇尤单抗 (guselkumab)	<ul style="list-style-type: none"> 一项针对成人斑块状银屑病的国外研究显示，第12周时显示出良好疗效，48周时PASI90、PASI100 的应答率分别为 84%、58%；另一项国外研究显示第156周及252周时，PASI90应答率分别为82.8%、84.1% 中国成人斑块状银屑病真实世界数据显示，16周时PASI75和PASI90应答率分别达到95.5%、88.6%，且安全性良好 另一项最新发布的中国人群真实世界数据显示，28 周时 PASI75、PASI90、PASI100应答率分别达到100%、100%、94.9% 古塞奇尤单抗治疗PsA国外研究显示，100 mg用药24周时ACR20/50/70应答的比例分别为64%、31%和19%
L-23 (p19亚单位) 抑制剂	替拉珠单抗 (tildrakizumab)	<ul style="list-style-type: none"> 12 周时达PASI75 的比例分别为 61%及66%，PASI90比例分别为39%及37%，优于依那西普及安慰剂
	佩索利单抗 (spesolimab)	<ul style="list-style-type: none"> 佩索利单抗全球第一项国际多中心（包括中国）双盲随机对照研究Effisayil-1显示，患者接受佩索利单抗单次治疗，即可在1周内快速清除脓疱、改善红斑和脱屑，第12周时，GPP 医师总体评估（GPPGA）0/1分的患者比例为43%，脓疱单项评分为0分的患者比例为54% 亚洲人群数据显示治疗 1 周后 GPPGA 0/1 分的患者比例为 50.0%，脓疱单项评分0分的患者比例为62.5%，总体安全性良好

来源：中国银屑病诊疗指南（2023 版），国金证券研究所

国内外已获批用于治疗银屑病的生物制剂包括 TNF-α 抑制剂、IL-12/23 抑制剂、IL-23 抑制剂、IL-17A 抑制剂、IL-17RA 抑制剂、IL-17A/F 双靶点抑制剂、IL-36R 抑制剂等多种。

乌司奴单抗原研药年销售额突破百亿美元，公司赛乐信®为国内首个获批类似药

乌司奴单抗 (ustekinumab, 原研药商品名: Stelara®) 为靶向 IL-12 和 IL-23 共同亚单位 p40 的人源性单克隆抗体。根据公司公告，Stelara®由美国强生公司研发，于 2009 年获得美国食品药品监督管理局 (FDA) 批准上市，并由美国强生公司子公司杨森销售，商品名为 Stelara®，截至目前在美国获批的适应症有中重度斑块状银屑病、活动性银屑病关节炎、中重度活动性克罗恩病和中重度活动性溃疡性结肠炎。该产品于 2017 年获得原中国国家食品药品监督管理总局批准，商品名为喜达诺®，目前在国内获批的适应症有成人斑块状银屑病、儿童斑块状银屑病及克罗恩病。喜达诺®于 2021 年通过谈判首次被纳入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录 (2021 年版)》，并续约纳入国家医保目录



2022 年版、2023 年版。

图表10: 乌司奴单抗原研药物 2023 年销售额超 100 亿美元

(Dollars in Millions)	2023	2022	Total Change	Operations Change	Currency Change
Total Immunology	\$18,052	\$16,935	6.6%	7.1%	(0.5)%
REMICADE	1,839	2,343	(21.5)	(20.7)	(0.8)
SIMPONI/SIMPONI ARIA	2,197	2,184	0.6	2.4	(1.8)
STELARA	10,858	9,723	11.7	11.9	(0.2)
TREMFYA	3,147	2,668	17.9	18.3	(0.4)
Other Immunology	11	17	(33.8)	(33.8)	—
Total Infectious Diseases	4,418	5,449	(18.9)	(19.8)	0.9

来源：强生官网，国金证券研究所

根据强生公司 2023 年报，2023 年 Stelara® 在全球的销售额为 108.58 亿美元(约 767.29 亿元人民币)。根据米内网公立医院终端（城市公 3 立医院、县级公立医院）、公立基层医疗终端（城市社区、乡镇卫生院）及零售药店终端（城市实体药店）数据库，2023 年喜达诺®的销售为 13.22 亿元人民币。

根据华东医药公告，HDM3001（QX001S）由中美华东与荃信生物共同推进 III 期临床试验研发。该产品于 2018 年获得临床批件，于 2020 年完成 I 期临床试验，于 2023 年 6 月完成 III 期临床研究工作，并由中美华东作为药品注册申请人向 NMPA 递交上市申请，于 2023 年 8 月获得受理，并于近日获批。赛乐信®已完成的“一项在成年中重度斑块状银屑病患者中比较 QX001S 注射液和乌司奴单抗注射液（喜达诺®）的有效性和安全性的多中心、随机、双盲、平行对照 III 期临床研究”是国内首个针对乌司奴单抗注射液生物类似药的大规模临床研究，为中国人使用乌司奴单抗进一步提供了丰富的临床证据及经验。

公司在自免领域已形成差异化产品布局，公司将积极发挥在该领域积累的商业化优势，加快赛乐信®获批上市后的市场推广工作。

医疗服务：需求筑底企稳，关注边际改善

政策：养老服务促进政策出台，医养结合有望释放新需求

民政部等 24 部门日前联合印发《关于进一步促进养老服务消费 提升老年人生活品质的若干措施》（以下简称《若干措施》）。《若干措施》聚焦于以下 5 个方面，提出 19 条政策措施。

- 促进养老服务供需适配：《若干措施》指出，要求进一步扩大和优化居家、社区、机构养老服务供给，全面推进智慧型家庭养老床位建设，持续推动助餐、助浴、助医、助洁、助行、助急和探访关爱等服务；支持开展老年认知障碍社区照护服务，支持设立社区老年用品、康复辅助器具展示和配置服务（租赁）站点；持续优化养老机构床位结构，支持护理型床位建设…。
- 拓展养老服务消费新场景新业态：…持续发展“行业+”养老新业态，支持养老服务与物业、家政、医疗、文化、旅游、体育、教育等行业融合发展…。
- 加强养老服务设施设备和产品用品研发应用。
- 加强养老服务消费保障：要求有条件的地方可对老年人发放养老服务消费券…。
- 打造安心放心养老服务消费环境。

爱尔眼科：全光塑技术进一步推广

2023 年年底，全光塑正式在中国上市；2024 年 5 月 10 日举行的国际屈光手术学术会议（IRSS）上，爱尔康公司和爱尔眼科医院集团签下合作协议，双方宣布将在中国实现全光塑手术的全面合作及大规模部署。截至 2024 年 10 月，已有包括暨南大学附属广州爱尔眼科医院、长沙爱尔眼科医院、东北大学附属辽宁爱尔眼科医院，北京爱尔英智眼科医院、深圳爱尔眼科医院、武汉爱尔眼科医院、上海爱尔眼科医院等多家爱尔眼科医院集团旗下医院实现了全光塑的装机落地，并成功投入临床使用。2024 年 11 月 6 日，爱尔康公司携手爱尔眼科医院集团举行“爱尔眼科医院集团 100 家医院推动全光塑技术合作”签约仪式，进一步深化全光塑个性化近视手术技术为代表的屈光眼科技术的推广。



时代天使：Angel Aligner 品牌系列产品亮相巴西，南美市场实现多品牌战略

暨 2022 年 10 月时代天使以约为 19.4 百万美元收购巴西正畸产品制造商 Aditek 51% 的股权后，2024 年 10 月公司自有产品 Angel Aligner 品牌系列产品在 Orto SPO 正畸展会展出。本次产品亮相实现了公司多品牌战略在南美地区的落地，为南美的患者和医生提供了更多元化的正畸选择，进一步深化公司的全球化策略。

图表 11：时代天使 Angel Aligner 品牌系列产品亮相巴西 Orto SPO 正畸展会



来源：时代天使投资者关系公众号，国金证券研究所

固生堂：24Q3 门诊量持续高增，内生外延齐发力

2024 年 10 月 28 日，固生堂发布《截至 2024 年 9 月 30 日止三个月之经营数据》。

门诊量方面，2024Q3 固生堂实现门诊量 148.5 万人次（同比增长约 25.0%），门诊量持续快速增长，展现公司强 alpha 属性。

外延方面，截至 2024Q3 固生堂门店扩张已达成全年目标。截至 2024 年 9 月底，固生堂在 2024 年新增 19 家门店，包括 4 家自建门店和 15 家并购门店，主要集中在长三角和中部强省会城市，多个重点城市已形成一城多院格局。预计未来随公司外延策略持续深化，有望为公司整体业绩进一步带来增量。

医生团队方面，2024 年以来，固生堂全国名中医数量增加超 30 位，省级名中医增加超 100 位，优质医疗资源的持续注入有望为公司未来的业绩表现提供更多的增长动能。

医疗器械：全球创新研发加速推进，关注板块需求复苏机遇

强生电生理 PFA 平台 VARIPULSE 获美国 FDA 批准

11 月 7 日，全球电生理领域龙头公司强生宣布美国 FDA 批准了 VARIPULSE 平台用于治疗阵发性房颤。VARIPULSE 平台是强生 PFA 脉冲消融系统，产品包括 VARIPULSE 导管、Truppulse 能量发生器和 CARTO 3 标测系统，全球目前已经有超过 1000 名患者接受了 VARIPULSE 平台的治疗。

阵发性房颤是目前最常见的心律失常类型，在美国有超过 800 万患者，全球有超过 5000 万患者。对于 40 岁以上的成年人有大约 1/4 有患阵发性房颤的风险。尽管如此，大约 1/3 的阵发性房颤患者并不知道自己患病。到药物无法帮助患者根治心律失常风险时，导管消融的器械治疗目前已经成为安全有效的主流治疗方式。



图表12: 强生电生理脉冲消融 VARIPULSE 平台



来源：强生官网，国金证券研究所

除了 VARIPULSE 平台，强生目前还在开发更全面的 PFA 技术，包括双能量（射频和脉冲）的 THERMOCOOL SMARTOUCH 导管等，未来全球在电生理领域创新还将持续，随着众多厂商共同推进，器械产品市场规模有望加速增长。

目前国内也已经有多款 PFA 产品获批上市，随着未来包括惠泰医疗、微电生理等更多企业的创新 PFA 电生理产品上市，脉冲消融技术在国内房颤治疗领域的渗透率有望快速提升。

国内产品创新研发稳步推进，企业持续回购有望增强信心

11 月 8 日，三诺生物发布公告称，公司国内 2 项新产品获得药监局批准，包括 1) 25-羟基维生素 D 测定试剂盒(荧光免疫层析法)，用于体外定量测定人血清、血浆、静脉全血及末梢血中的 25-羟基维生素 D 含量；2) 全量程 C 反应蛋白/血清淀粉样蛋白 A 测定试剂盒(荧光免疫层析法)，用于体外定量测定人血清、血浆、静脉全血及末梢血中的 C 反应蛋白和血清淀粉样蛋白 A 的含量。

新产品进一步丰富了公司检测产品的品类，有助于满足市场多元化的需求，iPOCT 领域竞争力将持续增强。

11 月 4 日，艾德生物发布公告称，截止 2024 年 10 月 31 日，公司通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式实施回购股份 466.62 万股，占公司目前总股本的 1.17%，回购股份的最高成交价为 21.91 元/股，最低成交价为 17.20 元/股，支付的总金额为 8584 万元(不含交易费用)。

国内医疗器械板块多家企业回购仍在进行中，目前行业估值仍处于历史地位，持续回购有望增强投资者信心。

重点标的：迈瑞医疗、安图生物、惠泰医疗、三诺生物、南微医学等

中药：关注业内公司并购整合、外延发展潜力

2024 年 11 月 7 日，康缘药业发布公告，拟以自有资金 2.7 亿元收购中新医药 100% 股权。其中：公司控股股东康缘集团持有中新医药 70% 股权，中新医药为康缘集团的控股子公司；南京康竹（康缘集团全资子公司担任执行事务合伙人）持有中新医药 30% 股权。中新医药 2021-2023 年平均研发投入为 6397.83 万元，本次收购价对应市研率为 4.22 倍。

后续付款节奏：

- 对康缘集团持有的 70% 股权：对应转让价款共 1.89 亿元。公司将首笔支付康缘集团 60% 即 1.134 亿元，剩余 40% 即 0.756 亿元将于中新医药对应管线药品取得上市许可后分期支付。
- 对南京康竹持有的 30% 股权：对应转让价款共 0.81 亿元。公司将一次性支付，南京康竹取得转让价款扣除应缴纳税费后的剩余部分全部用于二级市场择机增持公司股票。



份，该股份在中新医药对应管线药品取得上市许可后方可分期解除限售。

中新医药：目前聚焦代谢性疾病及神经系统疾病领域的生物药新药研发公司。中新医药已获得 4 个创新药的 6 个临床批件，皆进入临床阶段：

- (rhNGF) 重组人神经生长因子注射液：该项目是利用重组 DNA 技术生产的治疗用生物制品 1 类新药，活性成份为重组人神经生长因子，具有促进神经损伤修复的作用，临床上拟用于视神经损伤的治疗，为眼底疾病治疗药物。本品于 2018 年 11 月 28 日获得新药临床试验批件，已完成 I 期临床试验，现正在开展外伤、青光眼导致的视神经损伤的 II 期临床研究。
- (rhNGF) 重组人神经生长因子滴眼液：该项目是为将重组人神经生长因子适应症拓展至眼表疾病并方便病人使用而设计开发的剂型，临床上拟用于治疗神经营养性角膜炎，该项目采用 CHO 细胞表达，体内自行切割前体分泌成熟的人神经生长因子，生产工艺具备明显优势，为治疗用生物制品 1 类新药。本品于 2024 年 03 月 29 日获得新药临床试验批件，目前正在开展 I 期临床研究。
- (GGGF1) 三靶点长效减重（降糖）融合蛋白：该项目为长效 GLP-1/GIP/GCG 三重受体激动剂，该分子集合 GLP-1 的食欲抑制作用、GIP 的改善脂肪代谢和分布作用及 GCG 的热量消耗作用以发挥协同的减轻体重作用，并利用 GLP-1 和 GIP 共同发挥促胰岛素释放作用以缓冲 GCG 的升血糖作用从而有效控制血糖。该项目在全球范围内尚无同结构类型、同靶点的药物获批上市，为 1 类创新型治疗用生物制品。本品于 2023 年 11 月 07 日获得 2 型糖尿病、超重或肥胖 2 个新药临床试验批件，目前 I 期临床研究已完成全部剂量组给药。
- (GGF7) 双靶点长效降糖（减重）融合蛋白：该项目为长效 GLP-1/GIP 双重受体激动剂，该分子集合 GLP-1 和 GIP 共同发挥促胰岛素分泌作用有效控制血糖，并利用 GLP-1 的延缓胃排空和抑制食欲作用、GIP 的改善脂肪代谢和分布作用协同发挥减轻体重作用。该项目在全球范围内尚无同结构类型的药物获批上市，为 1 类创新型治疗用生物制品。本品于 2023 年 12 月 18 日获得 2 型糖尿病、超重或肥胖 2 个新药临床试验批件，目前正在开展 I 期临床研究。

本次交易完成后，有望进一步提升公司生物药领域的研发实力及生产能力，构建中药、化药和生物药协同发展的完整产业布局，同时可凭借公司平台、资源、资金及销售渠道对中新医药进行持续赋能。公司拟在未来适当的时候通过将中新医药吸收并入公司的方式，使中新医药的研发团队、管线及平台整体纳入公司，实现一体化、高效管理，加快推进研发成果产业化，加速产品商业化落地。

2024 年 9 月 24 日，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，为进一步激发并购重组市场活力，坚持市场化方向，更好发挥资本市场在企业并购重组中的主渠道作用，提出包括“支持上市公司向新质生产力方向转型升级”在内的六条内容。近年来，中药行业内发生多起重要并购整合事件，如华润三九收购昆药集团、昆药集团拟收购华润圣火、华润三九拟收购天士力等。在“并购六条”等政策支持下，有望在未来继续看到产业资源的整合，现金流优秀、资产负债率或有息负债率较低的公司具备外延发展潜力。


图表13：部分中药上市公司现金及负债状况(数据截至2024年三季度)

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	货币资金 (亿元)	交易性金融资产 (亿元)	货币资金+交易 性金融资产 (亿元)	期末现金及现金 等价物余额 (亿元)	资产负债率	有息负债率
600436.SH	片仔癀	1535	32.7	0.0	32.7	31.9	18.8%	34.7%
000538.SZ	云南白药	1081	140.2	15.3	155.6	134.0	27.1%	9.5%
000999.SZ	华润三九	628	61.4	27.0	88.5	54.0	36.1%	18.4%
600085.SH	同仁堂	585	109.4	0.0	109.4	108.9	34.4%	39.2%
600332.SH	白云山	454	171.9	0.1	172.0	154.2	52.0%	34.1%
000423.SZ	东阿阿胶	388	43.0	35.1	78.1	42.8	21.9%	1.4%
002603.SZ	以岭药业	299	9.1	0.1	9.2	8.6	30.9%	25.2%
600566.SH	济川药业	300	65.2	51.8	117.0	65.2	22.3%	29.2%
600518.SH	康美药业	356	7.7	0.0	7.7	6.0	50.1%	14.0%
600535.SH	天士力	235	36.4	13.3	49.7	10.2	22.7%	56.9%
000623.SZ	吉林敖东	221	12.7	17.0	29.7	12.7	11.1%	59.9%
600329.SH	达仁堂	200	14.5	0.0	14.5	13.6	41.2%	29.2%
603858.SH	步长制药	194	9.6	3.5	13.1	9.6	46.4%	42.1%
600129.SH	太极集团	156	6.9	1.5	8.4	5.7	71.2%	46.9%
600750.SH	江中药业	137	9.1	0.0	9.1	5.6	30.9%	0.1%
300026.SZ	红日药业	130	11.2	0.0	11.2	10.4	21.2%	37.7%
600572.SH	康恩贝	126	8.0	0.0	8.0	5.7	30.7%	14.1%
600285.SH	羚锐制药	130	7.7	0.0	7.7	7.7	40.6%	1.1%
002287.SZ	奇正藏药	126	3.2	30.4	33.5	3.2	40.1%	70.9%
600422.SH	昆药集团	119	13.1	7.0	20.1	12.0	43.0%	18.9%
002737.SZ	葵花药业	123	12.0	10.0	22.0	12.0	20.8%	1.0%
300181.SZ	佐力药业	120	7.9	0.0	7.9	7.8	31.8%	32.4%
002317.SZ	众生药业	115	7.7	6.1	13.8	7.6	21.9%	51.7%
600993.SH	马应龙	115	23.3	6.8	30.1	20.7	19.4%	24.6%
603567.SH	珍宝岛	114	9.5	0.0	9.5	9.4	35.1%	75.1%
300147.SZ	香雪制药	95	0.8	0.0	0.8	0.7	73.7%	41.1%
600771.SH	广誉远	103	1.4	0.0	1.4	1.4	33.9%	5.4%
600252.SH	中恒集团	101	35.7	5.5	41.2	34.6	28.2%	54.7%
002275.SZ	桂林三金	90	11.8	2.4	14.2	9.7	23.4%	56.0%
600557.SH	康缘药业	95	18.2	3.3	21.4	18.2	22.7%	0.1%
000650.SZ	仁和药业	84	4.8	28.8	33.5	4.7	10.3%	0.1%
300039.SZ	上海凯宝	73	12.0	1.2	13.2	4.8	10.9%	0.6%
002390.SZ	信邦制药	73	7.5	0.0	7.5	7.1	20.2%	35.1%
600976.SH	健民集团	70	2.0	8.6	10.6	1.8	42.8%	10.2%
002349.SZ	精华制药	66	13.0	0.4	13.4	13.0	10.1%	5.0%
000989.SZ	ST九芝	65	2.1	3.0	5.1	1.9	28.2%	9.3%
002907.SZ	华森制药	60	2.7	2.0	4.7	2.7	13.3%	0.1%
603439.SH	贵州三力	59	5.4	0.6	5.9	5.4	39.3%	48.8%
605199.SH	葫芦娃	55	1.4	0.0	1.4	1.4	61.5%	69.2%
002424.SZ	ST百灵	58	1.7	0.0	1.7	1.7	51.1%	50.1%
603998.SH	方盛制药	54	2.0	0.2	2.1	1.8	47.9%	45.0%
300158.SZ	振东制药	52	3.7	14.1	17.8	3.4	13.6%	3.7%

来源：iFind，国金证券研究所

药店：药品追溯码推广应用，行业生态向好发展后利于统筹政策落地

近日，国家医保局发文《药品追溯码医保应用的五问五答》，对药品追溯码及其作用做了阐释。

- 药品追溯码是药品的“电子身份证”，通常由一系列数字、字母和（或）符号组成，标识在药品包装盒的显著位置，是每一盒药品从生产出厂时就被赋予的唯一身份标签。若在流通过程中药品追溯码重复出现，则该药品就可能是“回流药”、假药或是被串换销售。
- 按照有关药品和医保管理规定，一盒药品卖给患者后，就不能再被卖给别的患者，只能卖一次，因此，一盒药品的追溯码，只应有一次被最终销售扫码的记录。若存在多



次终端结算扫码记录，则该药品就可能是“回流药”或是被串换销售。在大数据的帮助下，医保部门就能根据药品追溯码提供的线索，对“回流药”、药品被“串换”销售等违法行为实现精准发现、精准打击。

药品追溯码是治理“回流药”的重要工具，今年得到了重点推广。10月29日，国家医保局专门组织发布会，向公众介绍药品耗材追溯码的进展：全国已归集药品耗材追溯码数据31.27亿条，涉及29.68万家定点医疗机构，49.72万家定点零售药店。今年1月至9月，全国各级医保部门就已经追回医保资金160.6亿元，已开展试点的追溯码起到了一定作用。下一步，国家医保局将建设全国统一的上传追溯码信息接口，力求实现一次上传、全国通用。

国家医保局透露，从4月开始，药品耗材追溯码的信息采集试点工作就已经启动，全国各类和药品流通有关的机构陆续上传了追溯信息。药店是医保追溯码的主要阵地之一。过去大量“医保回流药”在药店时有发现，甚至通过网络销售后影响到正规渠道的药品定价。今年医保部门推出的“网上比价”行动让不少药企无所适从，担心网上回流药报出的低价格影响正常药品的销售。追溯码的推广，抑制回流药，利于扰乱市场的异常低价现象得到治理。

随着药品追溯码的广泛应用，配合飞行检查对行业乱象的整顿，药店行业生态有望更健康、更合规，统筹政策在此基础上有望更平稳落地，合规龙头有望率先从统筹落地中受益。

医药上游：财政发力背景下，看好仪器企业资产端及业绩端优化

11月8日，全国人大常委会表决通过《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》。按照计划，中国将增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，分三年实施。我们看好化债对科学仪器企业政府相关业务资产端及业绩端的正向促进。

科学仪器企业陆续披露回购公告及进展：11月4日，皖仪科技发布公告，截至2024年10月31日，公司通过集中竞价交易方式已累计回购股份5,981,226股，占公司总股本的比例为4.44%，购买的最高价为21.56元/股、最低价为11.16元/股，已支付的总金额为99,001,940.93元（不含印花税、交易佣金等费用）。11月2日，海能技术发布公告，拟回购股份数量不少于800,000股，不超过1,600,000股，占公司目前总股本的比例为0.95%-1.89%，根据本次拟回购数量及拟回购价格上限测算预计回购资金总额区间为1,200万-2,400万，资金来源为自有资金。

11月4日晚间禾信仪器披露重大资产重组预案，公司拟通过发行股份及支付现金方式，向吴明、上海堰岛企业管理合伙企业(有限合伙)两名交易对方收购上海量羲技术有限公司(简称“量羲技术”)控股权，并募集配套资金。此次交易价格尚未确定。量羲技术专注于极低温极微弱信号测量调控设备的研发、生产与销售，公司将在原有质谱仪及技术服务主营业务的基础上，通过引入优质资产，丰富高端仪器设备产品品类，拓宽公司业务范围。公司股票11月5日复牌。

投资建议

从半年到一年维度看，我们仍然认为2025年医药板块最大投资机会将围绕于两条主线：创新药和仿创药的板块高景气度投资机会；以及器械、中药、药店、消费医疗服务等领域的个股见底反弹投资机会。医药板块前期压制因素逐步出清，短期几个最重要、最值得关注的的事件将是：国家医保谈判和集采落地、全国中成药采购联盟集中采购落地、医疗设备招标景气度的恢复、零售药店纳入统筹医保支付进度加速、以及院内需求高频数据的好转等。这些变化的发生，将带来对应板块的投资机会窗口。

相关公司：科伦博泰、特宝生物、人福医药、益丰药房、可孚医疗等。

风险提示

汇兑风险：部分公司海外业务占比高，人民币汇率的大幅波动可能会对公司利润产生明显影响。其程度依赖于汇率本身的波动，同时也取决于公司套期保值相关工具的使用和实施。

国内外政策风险：若海外贸易摩擦导致产品出口出现障碍或海外原材料采购价格提升，将可能对部分公司业绩增长产生影响。

投融资周期波动风险：医药行业投融资水平对部分公司有较大影响，若全球医药投融资市



场不够活跃，将影响部分公司的业绩表现。

并购整合不及预期的风险：部分公司进行并购扩大业务布局，如并购整合不能顺利完成，可能影响公司整体业绩表现。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究