

强于大市

医药生物行业 2025 年度策略

2025 年医药生物板块的三点思路

整体而言，医药生物板块 2024 年整体承压，但是 2025 年依然值得期待。集采实施多年后，许多品种已经逐步进入到价格平稳窗口期。考虑到我国庞大的人口基数，产品在集采降价后可及性往往大幅提高。同时，伴随资金面因素的回暖，CXO 和科研服务的需求及医疗设备采购有望逐步恢复。此外，创新仍然是医药生物板块中值得关注的点，有望给企业带来新的增量。

行情

- 整体来看，医药行业 2024 年表现相对低迷，截止到 2024 年 11 月 26 日，申万医药生物板块上半年下跌 11.46%，排名第 31 位，跑输沪深 300 指数 23.38pct。分子板块来看，截止到 2024 年 11 月 26 日，医药流通板块实现正向收益，其他医药行业的子板块普遍呈现负收益状态。从估值上来看，截止到 2024 年 11 月 26 日，医药生物板块的整体估值为 26.93x，与 2021 年的估值水平相比仍然较低。

支撑评级的要点

- **集采后的刚需板块仍具备稳健成长性。**医药公司三季报的报表多出现承压，且为 23 年 Q3 板块业绩基数相对较低的情况下发生。我们认为投资者对“反腐”和“集采”这两点的预期已经充分的反映。在“量”方面，我们预计反腐对行业的影响会逐步减弱，行业本身刚需性仍然存在。我们预计在不考虑价格的因素下，未来医药行业规模的增速会逐渐回归到与手术量对应的水平上。在“价”方面，部分未集采的行业仍然可能会受到政策的扰动，已经集采过的品种，我们认为许多品种已经逐步进入到价格平稳窗口期。考虑到我国庞大的人口基数，产品在集采降价后的可及性往往大幅提高。同时，伴随老龄化的加速，不少集采产品渡过价格降价周期后，收入仍会保持稳定的增长，与之对应的相关标的有望进入平稳增长区间。
- **关注投融资领域及财政资金的变化，CXO 和设备有望迎来反转机会。**过去几年，由于投融资环境压力相对较大，医药行业中与投融资相关性较大的医药外包、科研服务等板块持续承压。随着二级市场的回暖，我们预计国内投融资情况也有望逐步回暖。并且近些年全球投融资已经逐步回暖。除此之外，一些新兴领域的出现（如 ADC、多肽药物等），也为医药行业的投资进一步增加新的动力。这有望进一步增加 CXO、科研服务等业务的需求，在此背景下，以国内业务为主的 CXO 和科研服务板块有望逐步走出低谷。设备更新的变化也值得关注：由于反腐等因素国内医院端医疗设备采购在 2024 年出现明显的推迟。但是，一方面，随着地方财政化债等增量政策出台，医院资金压力有望进一步缓解，另一方面，目前部分地区已经公布了更新方案和投资规模，随着具体更新方案的实施，我们预期 2024 年上半年推迟的医疗设备采购需求有望在 2025 年逐步释放。
- **创新仍旧值得关注。**创新仍然是医药生物板块中值得关注的点，一方面，在集采降价压力下，创新产品有望给企业带来新的增量，目前看国内头部企业已相继加大研发投入，在新兴技术领域布局，积极拓宽研发管线，在研项目有序推进，各企业积极投入科研经费布局新兴赛道，寻找新的业务增长点。另一方面，在政策层面，近年来，我国高度重视医疗器械产业的创新发展，各级政府陆续出台了多项激励政策，鼓励国产医疗器械加快创新、推动高端医疗器械国产化，促进新技术的推广应用，加快国内医疗器械产业的发展。

投资建议

- 如上文所述，我们建议关注三条主线：
- 1、具备稳健增长的领域。医疗器械和药品是最先经历集采的板块，不少品种的影响已经逐步出清，且竞争格局也已经相对稳定，器械领域建议关注骨科：三友医疗、大博医疗、爱康医疗、威高骨科；眼科：爱博医疗；心脑血管：惠泰医疗、心脉医疗、乐普医疗；药品领域建议关注：恒瑞医药、信立泰、京新药业、仙琚制药、康辰药业等标的。
- 2、25 年，CXO 板块和医疗设备板块，随着国内投融资以及财政政策的向好，后续有望逐步迎来反转，建议关注 CXO：阳光诺和、益诺思、昭衍新药、美迪西等标的；设备板块建议关注：联影医疗、迈瑞医疗、开立医疗等标的。
- 3、创新领域建议关注进入兑现或者放量阶段，以及未来具备出海能力的企业，如：信达生物、康方生物、科伦博泰生物、百利天恒、贝达药业、迈威生物、诺诚健华等标的。
- 其他方面，我们建议关注中药：同仁堂、昆药集团、天士力、马应龙等；原料药：华海药业、司太立、普洛药业等；医疗服务：爱尔眼科、通策医疗、海吉亚医疗、三星医疗等；疫苗：百克生物、智飞生物、康希诺等；零售药店：健之佳、大参林、益丰药房等。

评级面临的主要风险

- 集采政策实施力度超预期的风险，企业研发不及预期风险，与投资相关的风险，产品销售不及预期风险。

相关研究报告

- 《医药生物行业周报》20241124
- 《医药生物行业周报》20241117
- 《医药生物行业周报&三季报总结》20241111

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

证券分析师：刘恩阳

enyang.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523090004

证券分析师：梁端玉

duanyu.liang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523090003

目录

一、24 年医药相对承压，期待 25 年表现.....	5
1.1 2024 年医药生物板块压力较大.....	5
1.2 25 年医药生物板块仍然值得期待.....	6
二、三点思路：稳健增长、困境反转、创新药械.....	8
2.1 集采后的刚需板块仍具备稳健成长性.....	8
2.2 关注投融资领域及财政资金的变化，CXO 和设备有望迎来反转机会.....	9
2.3 创新仍旧值得关注.....	11
三、细分子行业.....	13
3.1 医疗器械：集采影响逐步出清，后续有望逐步回归稳健增长.....	13
3.2 CXO：关注国内 CRO 的恢复情况.....	15
3.3 创新药：政策持续加码，出海仍为主旋律.....	16
3.4 中药：关注后续政策支持力度.....	20
3.5 原料药：扰动风险出清，关注新产品增量.....	21
3.6 医院：长期仍然存在增长空间.....	22
3.7 零售药店：短期内行业受到比价政策影响，渠道能力重要性凸显.....	23
投资建议.....	27
风险提示.....	28

图表目录

图表 1. 2024 年申万各一级行业涨跌幅情况（截止至 2024.11.26）	5
图表 2. 2024 年申万医药生物板块及生物医药各二级子板块涨跌幅情况（截止至 2024.11.26）	6
图表 3. 申万医药生物指数近些年估值情况（TTM、整体法、剔除负值）	6
图表 4. 2024 年三季度 SW 医药生物板块收入及利润同比增速中位数	7
图表 5. 2020-2023 年我国医保基金的总收入和总支出情况	8
图表 6. 基本医疗保险制度参保人数及覆盖率（1999-2018 年）	9
图表 7. 全球大型药企研发支出情况（单位：十亿美元）	10
图表 8. 全球医药生物公司融资规模（单位：十亿美元）	10
图表 9. 部分中国创新医疗器械行业政策	11
图表 10. 近年医疗器械板块研发费用及研发费用率	12
图表 11. 医疗器械板块研发费用排名 Top10 企业	12
图表 12. 医疗器械板块营业收入（单位：亿元）	13
图表 13. 医疗器械板块归母净利润（单位：亿元）	13
图表 14. 医疗器械集采情况	14
图表 15. 中国新增上市创新医疗器械数量	15
图表 16. 中国医疗器械市场规模趋势预测（亿元）	15
图表 17. 医疗研发外包板块营业收入（单位：亿元）	15
图表 18. 医疗研发外包板块归母净利润（单位：亿元）	15
图表 19. CXO 公司业绩情况（百万元）	16
图表 20. 化学制剂板块营业收入（单位：亿元）	16
图表 21. 化学制剂板块归母净利润（单位：亿元）	16
图表 22. “十四五”医药工业发展规划医药创新政策	17
图表 23. 化学创新药临床试验申请（IND）申报数（个）	17
图表 24. 近年新药上市申请（NDA）数（个）	17
图表 25. 2019 年全球各国人均医疗健康支出（美元）	18
图表 26. 2024H1 年中国创新药 license out 统计	19
图表 27. 中药板块营业收入（单位：亿元）	20
图表 28. 中药板块归母净利润（单位：亿元）	20
图表 29. 中药板块市盈率（TTM，剔除负值）	20
图表 30. 部分国家层面主要中药行业政策及公告情况	21
图表 31. 原料药板块营业收入（单位：亿元）	21
图表 32. 原料药板块归母净利润（单位：亿元）	21
图表 33. 近年专利到期可能影响的原研药销售额	22
图表 34. 医院板块营业收入（单位：亿元）	22
图表 35. 医院板块归母净利润（单位：亿元）	22

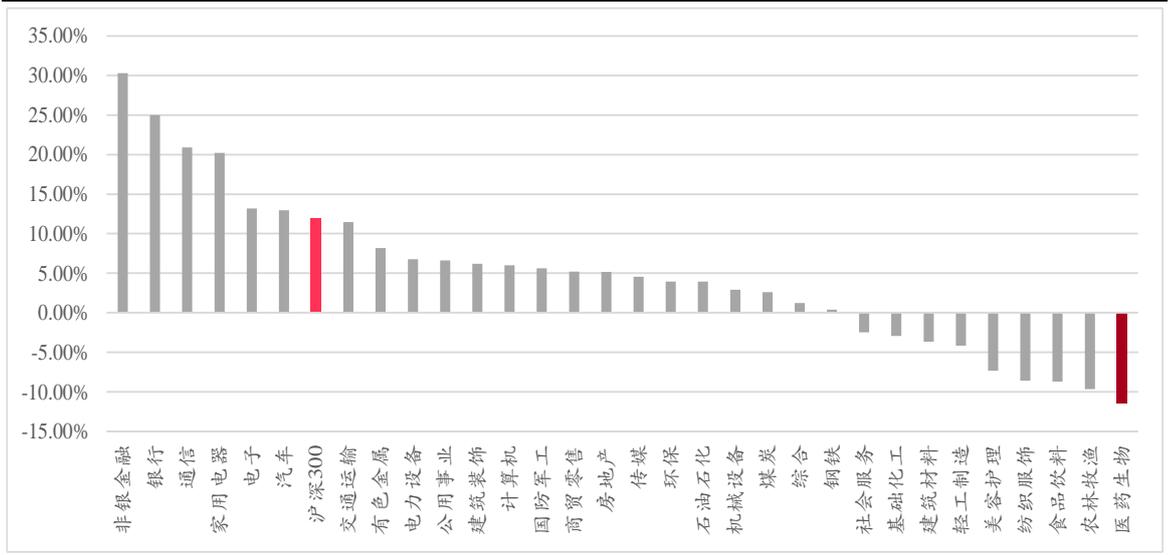
图表 36. 医疗服务公司业绩情况 (百万元)	22
图表 37. 眼科专科医院各细分项目收入情况 (单位: 百万元)	23
图表 38. 近年中国公立医院及民营医院诊疗人次 (单位: 亿人次)	23
图表 39. 线下药店板块营业收入 (单位: 亿元)	24
图表 40. 线下药店板块归母净利润 (单位: 亿元)	24
图表 41. 2022 年头部零售药店主要地区门店占比情况	25
图表 42. 各地门诊统筹药店价格管理及支付标准情况	26

一、24 年医药相对承压，期待 25 年表现

1.1 2024 年医药生物板块压力较大

整体来看，医药行业 2024 年表现相对低迷，截止到 2024 年 11 月 26 日，申万医药生物板块上半年下跌 11.46%，排名第 31 位。同期沪深 300 指数上涨 11.92%，医药生物板块跑输沪深 300 指数 23.38pct。

图表 1. 2024 年申万各一级行业涨跌幅情况（截止至 2024.11.26）



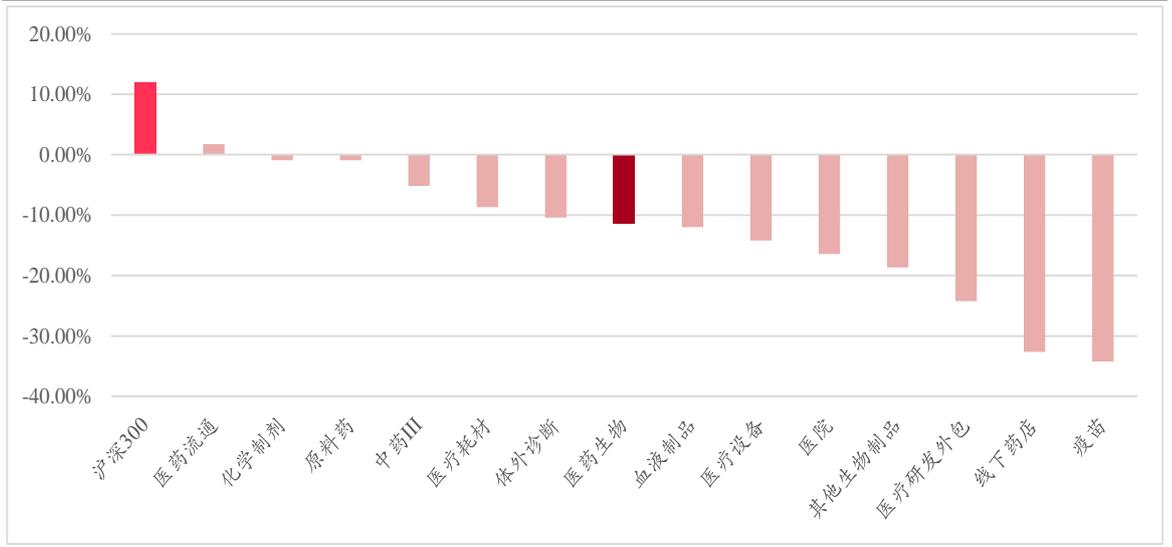
资料来源：iFinD，中银证券

分子板块来看，截止到 2024 年 11 月 26 日，医药流通板块实现正向收益，其他医药行业的各个子板块普遍呈现负收益率状态。其中，化学制药板块和原料药表现相对抗跌，跌幅为 0.91%；相比之下，疫苗板块、线下药店和医疗研发外包板块则遭受较大冲击，跌幅分别达到 34.23%、32.62%和 24.26%，成为跌幅最大的三个细分领域。

产品类子板块存在一定超额收益。值得关注的是，以产品为主的细分板块，如原料药（-0.91%）、化学制剂（-0.91%）、中药（-5.19%）、医疗耗材（-8.66%）和体外诊断（-10.42%）等，尽管同样面临负收益率的挑战，但均跑赢整体医药指数（-11.46%）。

回溯过去几年，自 2018 年集采政策逐步实施以来，药品价格的大幅下降对相关产品类公司的短期业绩产生直接影响，多数公司陷入业绩与估值的双重压力之下。但截止到目前，随着集采的边际影响逐渐变弱，产品类公司正逐渐回归至正常的发展轨道。今年各板块的表现再次证明这一点，未来随着医药行业需求的不断增长以及价格因素的逐步弱化，我们预期大多数集采后的品种收入依然能够保持稳健增长。

图表 2. 2024 年申万医药生物板块及生物医药各二级子板块涨跌幅情况（截止至 2024.11.26）

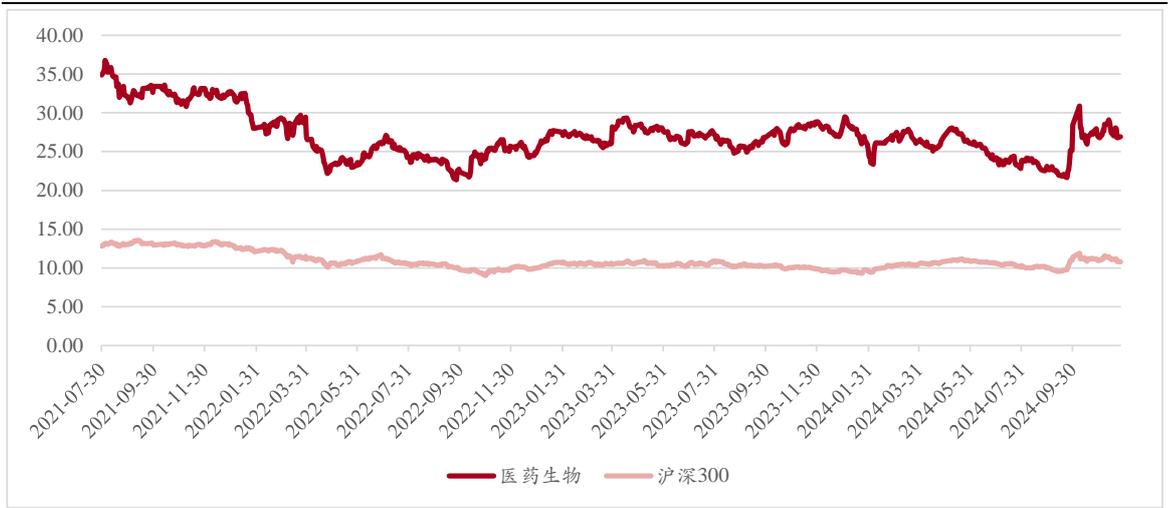


资料来源: iFinD, 中银证券

1.2 25 年医药生物板块仍然值得期待

从估值上来看, 截止到 2024 年 11 月 26 日, 医药生物板块的整体估值为 26.93x, 与 2021 年的估值水平相比仍然较低。我们认为, 从目前来看医药生物板块具备一定的配置价值。

图表 3. 申万医药生物指数近些年估值情况 (TTM、整体法、剔除负值)



资料来源: iFinD, 中银证券

医药生物板块 2024 年受到医药反腐和医疗设备更新政策造成的招采购推迟影响, 营业收入及归母净利润整体承压。SW 医药生物板块 2024 年 Q1-Q3 收入端及归母净利润增速承压, 营业收入同比增速中位数为-0.51%, 归母净利润同比增速中位数为-6.73%。其中, 医药生物板块在 Q3 单季的收入增速相比 Q2 有所改善, Q3 同比增速中位数为 0.53%。

整体来看, 随着“医药反腐”相关因素的影响正在逐步褪去, 行业的手术量也在逐步恢复。伴随着手术及诊疗的逐步恢复和伴随设备更新政策落地带来的招采购需求集中释放, 我们认为, 2025 年医药生物板块业绩仍然值得期待。

图表 4. 2024 年三季度 SW 医药生物板块收入及利润同比增速中位数

	营业收入同比增速 (%)					归母净利润同比增速 (%)				
	2024 Q1-Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024 Q1-Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
医药生物	(0.51)	0.26	1.26	(0.44)	0.53	(6.73)	(4.96)	1.32	(4.50)	(6.66)
化学制药	0.62	(1.91)	1.85	(1.70)	1.86	4.05	(15.92)	6.38	5.36	3.67
原料药	1.72	(9.90)	2.35	1.19	(2.52)	1.62	(31.01)	(6.37)	5.36	(22.92)
化学制剂	0.24	(0.45)	1.56	(1.95)	3.65	5.52	(4.94)	10.74	6.02	7.58
中药	(5.29)	(0.68)	(3.10)	(7.63)	(3.52)	(16.30)	13.78	0.98	(16.50)	(18.57)
生物制品	1.05	13.48	3.40	2.45	(2.56)	(5.70)	3.28	(3.78)	(5.86)	(1.43)
血液制品	3.83	12.59	1.64	17.52	(3.05)	19.66	(10.21)	13.12	24.14	5.20
疫苗	(17.79)	3.19	(4.30)	(16.02)	(15.63)	(39.25)	(4.00)	(47.41)	(42.89)	(11.57)
其他生物制品	7.03	15.08	8.23	4.99	2.98	2.32	10.57	7.15	(1.06)	0.64
医药商业	2.24	0.35	5.93	(1.08)	3.56	(10.43)	(20.38)	4.90	(18.24)	(6.29)
医药流通	(0.21)	0.35	0.02	(2.83)	2.65	(6.99)	(4.06)	4.90	(14.31)	(0.83)
线下药店	7.19	1.21	13.46	3.51	4.69	(19.50)	(62.57)	5.65	(28.32)	(29.64)
医疗器械	(0.51)	(4.99)	(0.45)	3.52	0.74	(9.03)	7.05	(0.56)	(1.22)	(8.32)
医疗设备	(6.47)	(5.85)	(7.48)	(4.39)	(4.31)	(30.04)	(17.49)	(22.25)	(26.29)	(16.70)
医疗耗材	8.53	12.83	8.16	12.75	13.69	12.71	27.18	4.82	14.56	15.06
体外诊断	(0.52)	(25.79)	(1.91)	(0.11)	(0.17)	(6.73)	25.66	7.43	(0.63)	(15.13)
医疗服务	0.94	16.17	4.03	0.94	0.01	(27.43)	(12.14)	(17.80)	(19.66)	(29.28)
诊断服务	(10.05)	(33.03)	(8.01)	(5.98)	(11.16)	(83.71)	(59.50)	(85.54)	(19.92)	(98.56)
医疗研发外包	1.97	12.61	1.38	0.54	(0.12)	(29.04)	(34.00)	(13.96)	(30.15)	(34.89)
医院	1.59	31.17	5.09	2.25	0.26	(12.24)	54.50	(33.69)	0.85	(9.79)

资料来源: ifind, 中银证券

二、三点思路：稳健增长、困境反转、创新药械

2.1 集采后的刚需板块仍具备稳健成长性

2024 年医药生物板块的“量”“价”关系均受到影响，反腐使行业手术量出现波动，集采的持续使行业的价格一直受到扰动，我们认为这是今年医药生物板块表现相对较弱的原因。

但从投资者预期上来看，由于医药公司季报的报表多出现承压，且为 23 年 Q3 板块业绩基数相对较低的情况下发生，所以，我们认为投资者其实对“反腐”和“集采”这两点的预期已经充分的反映。

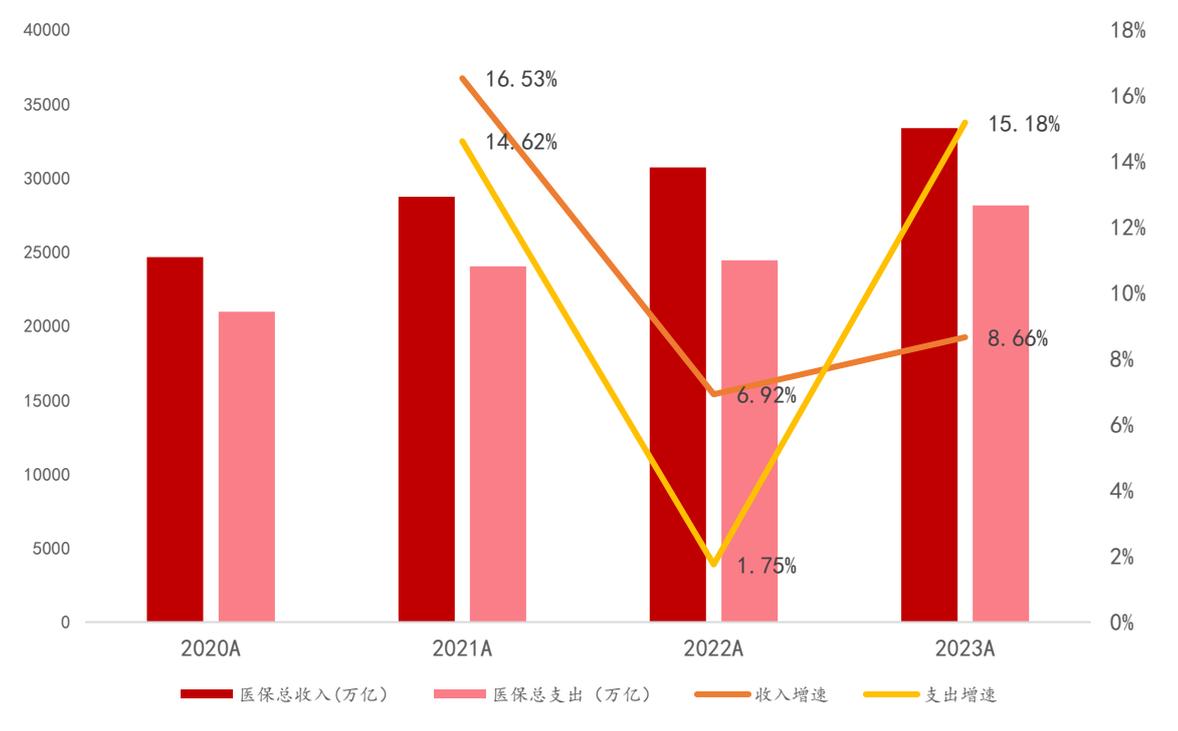
预期已经充分反映，行业后续的变化更为重要。同时，反腐和集采的趋势也会进一步影响整个板块的发展情况。

反腐方面，目前反腐已经实施了一年以上，从时间上看，其影响相对预期更长，目前尚未看到明确反腐结束的政策文件，且反腐对医生诊疗习惯会存在一定的改变，所以我们认为未来反腐仍会持续。

但是我们预计反腐对行业的影响会逐渐减弱，因为医药行业本身刚需性仍然存在，行业的自然增长也仍然存在，所以在不考虑价格的因素下，预计未来医药行业规模的增速会逐渐回归到与手术量对应的水平上。但在这个过程中，临床刚需产品的价值可能会进一步体现，而非刚需、存在带金销售的产品未来或将存在一定压力。

集采方面，集采的本质还是源自于医保的压力，目前看医保基金的压力仍然存在，根据 2023 年医保局发布的《医疗保障事业发展统计快报》，我国医保总收入为 3.3 万亿元，同比增速为 8.66%，总支出为 2.8 万亿，同比增速为 15.18%，支出增速明显高于收入增速。

图表 5. 2020-2023 年我国医保基金的总收入和总支出情况



资料来源：医保局，中银证券

从医保覆盖上来看，我国医保覆盖率已经达到了较高的水平，截止到 2018 年，我国医保覆盖率已经达到 95% 以上，这意味着未来医保资金覆盖人数的增加也相对有限。

图表 6. 基本医疗保险制度参保人数及覆盖率 (1999-2018 年)

年份	城镇职工基本医疗保险年末人数 (万人)	城镇居民基本医疗保险年末参保人数 (万人)	新农合参保人数 (万人)	覆盖率 (%)
1999	2,065.3	-	-	1.6
2000	3,786.9	-	-	3.0
2001	7,285.9	-	-	5.7
2002	9,401.2	-	-	7.3
2003	10,901.7	-	-	8.4
2004	12,403.7	-	8,000.0	15.7
2005	13,782.9	-	17,900.0	24.2
2006	15,731.9	-	41,000.0	43.2
2007	18,020.3	4,291.0	72,600.0	71.8
2008	19,995.6	11,826.0	81,500.0	85.3
2009	21,937.4	18,209.6	83,300.0	92.5
2010	23,734.7	19,472.0	83,600.0	94.6
2011	25,227.1	22,116.1	83,200.0	96.9
2012	26,485.6	27,155.7	80,500.0	99.1
2013	27,443.1	29,629.4	80,200.0	100.9
2014	28,296.0	31,450.9	73,600.0	97.5
2015	28,893.1	37,688.5	67,000.0	97.2
2016	29,531.5	44,860.0	63,879.0	100.0
2017	30,322.7	87,358.7	13,300.0	94.2
2018	31,673.0	89,738.0	13,300.0	96.5

资料来源: 历年中国卫生和计划生育统计年鉴, 历年中国统计年鉴, 国家医疗保障局 2018 年全国基本医疗保障事业发展统计公报, 中银证券

所以从整体来看, 在医保支付压力持续存在的背景下, 医疗行业控费措施会持续推进, 集采政策亦将不断深化, 后续病组 (DRG) 和按病种分值 (DIP) 的付费模式将在全国各地逐步推广实施。

总的来说, 我们预计未来医药生物板块的手术量仍会持续稳健的增长, 但由于集采仍然存在, 部分未集采的行业仍然可能会受到政策的扰动。而对于已经集采过的品种, 由于其价格已经保持稳定, 且往往具备以下特点:

- 1、在首次集采中, 这些品种已实现大幅度的价格下调, 其毛利率已经进入比较平稳的水平。
- 2、降价之后, 这些品种所在的行业格局逐渐稳固, 形成新的竞争格局。由于渠道、品牌、成本等多重壁垒的存在, 新进入者较少。
- 3、这些品种仍然具备成长空间。根据广东省医疗保障局的数据, 以心脏支架为例, 自 2020 年新增支架集采后, 2021-2023 年, 中选心脏支架的使用量分别为 160 万条、183 万条和 218 万条, 年均增长率高达 17%。

所以, 我们认为许多品种已经逐步进入到价格平稳窗口期, 且从近期支架、骨科、胰岛素等产品的一些集采续标情况来看, 这些品种价格往往还能有不同程度的上浮。考虑到我国庞大的人口基数, 产品集采降价后的可及性往往大幅提高, 且伴随老龄化的加速, 不少集采产品渡过价格降价周期后, 收入仍会保持稳定的增长, 与之对应的相关标的有望进入平稳增长区间。

2.2 关注投融资领域及财政资金的变化, CXO 和设备有望迎来反转机会

过去几年, 由于投融资环境压力相对较大, 这也使得医药行业中, 与投融资相关性较大的医药外包、科研服务等板块持续承压。

9 月 24 日, 中国人民银行、金融监管总局、中国证监会三部门联合发布多项重要政策, 进一步促进经济增长, 明确提出重点支持股票市场稳定发展。

在政策加持下, 二级市场逐渐走出低谷, 上证指数从 2024 年下旬以来的最低点 2689.7 点上涨到 3674.4 点, 股票市场情绪逐渐走高。

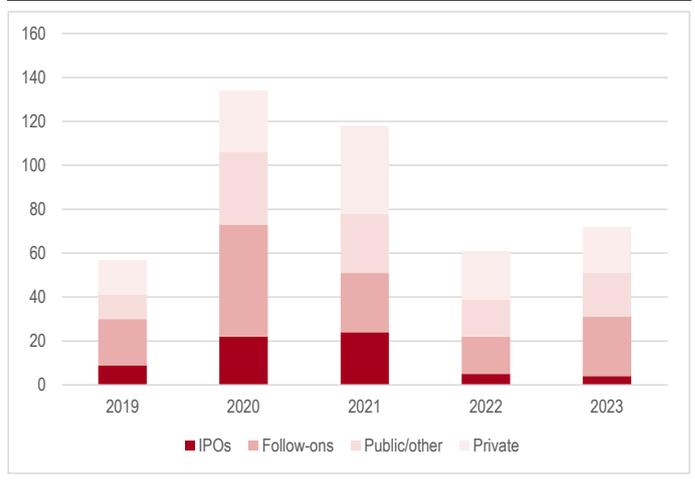
随着二级市场的回暖，我们预计国内投融资情况也有望逐步回暖。并且近些年全球投融资已经逐步回暖，根据 IQVIA 数据，全球医药生物融资在经历 2020-2021 年的高峰后，在 2022 年出现较大幅度的回落。2023 年全球医药生物融资规模已经出现反弹，医药生物公司（Biopharma）总融资额达到了 720 亿美元，同比增长 18%。2023 年，公开募集、和追加投资等渠道的融资规模均出现同比增长。

图表 7. 全球大型药企研发支出情况（单位：十亿美元）



资料来源: IQVIA, 中银证券

图表 8. 全球医药生物公司融资规模（单位：十亿美元）



资料来源: IQVIA, 中银证券

除此之外，一些新兴领域的出现，也为医药行业的投资进一步增加新的动力，如 ADC、多肽药物等，多肽药物目前仍然面临供不应求，司美格鲁肽在 2023 年多地区出现供给短缺的情况。这有望进一步增加 CXO、科研服务等业务的需求，在此背景下，以国内业务为主的 CXO 和科研服务板块有望逐步走出低谷。

(1) ADC

肿瘤治疗目前仍然是创新药研发中的重要方向，ADC 具有高特异性靶向能力和强效杀伤作用，因此在肿瘤治疗方面具有较大的潜力。

ADC 药物的生产涉及抗体生产、毒素与连接子合成、偶联过程和纯化，以及制剂灌装等流程。偶联反应需要关注反应浓度、投料量、时间、缓冲体系、pH 等因素，且过程中涉及放热反应，需要进行温度控制。连接子与抗体进行偶联的过程中，需要控制抗体上所连接的毒素数量（DAR），从而保证了药品的均一性。ADC 药物涉及高活性毒素，需要进行设施设备清洁管理杜绝交叉污染，同时需要做好人员和环境的防护。此外，为了保障稳定性 ADC 药物往往以冻干形式存在，因此 ADC 的生产涉及到冻干灌装的工艺。

(2) 多肽药物

在 2023 年，多肽药物在血糖管理与减重适应症方面均表现出优异的销售增长，在其他适应症方面也表现出亮眼的成绩。诺和诺德的司美格鲁肽在 2023 年的销售额超过了 200 亿美元，其中应用于减重适应症的司美格鲁肽销售额在 45 亿美元以上。礼来的替尔泊肽在 2023 年降糖适应症销售额超过了 50 亿美元，减重适应症于 2023 年年末获批，上市 2 个月内销售额超过 1.7 亿美元。

多肽药物目前仍然面临供不应求，司美格鲁肽在 2023 年多地区出现供给短缺的情况。礼来和诺和诺德目前均在积极进行产能扩张。

多肽药物的发展很大程度上依赖于多肽生产工艺的发展与成熟，第二代多肽生产方法基因重组法与化学合成法使得多肽可以进行大规模生产和分离纯化。基因重组法在前期的投入非常大，在大规模生产后可以一定程度上降低成本，但是基因重能表达的结构相对有限。化学合成法的研发周期较短可以进行快速生产，是目前多肽药物合成中较广泛应用的方法。

除科研服务外，设备更新的变化也值得关注，由于反腐，过去疫情等因素的影响，国内医院端医疗设备采购在 24 年出现明显的推迟。

但一方面，随着地方财政化债等增量政策出台，医院资金压力有望进一步缓解，且 2024 年 11 月 11 日，国家医保局办公室与财政部办公厅联合印发《关于做好医保基金预付工作的通知》，要求做好医保基金预付工作，缓解医疗机构资金压力。另一方面，目前部分地区已经公布了更新方案和投资规模，例如：广东省公布医疗卫生领域设备更新的投资规模为 53.9 亿元，24.2 亿元来源为申请中央投资，其余资金由使用单位自筹，由地方财政及专项债券等解决。随着具体更新方案的实施，我们预期 2024 年上半年推迟的医疗设备采购需求有望在 2025 年逐步释放。

2.3 创新仍旧值得关注

创新仍然是医药生物板块中值得关注的点，一方面，在集采降价压力下，创新产品有望给企业带来新的增量，目前看国内头部企业已相继加大研发投入，在新兴技术领域布局，积极拓宽研发管线，在研项目有序推进，各企业积极投入科研经费布局新兴赛道，寻找新的业务增长点。

另一方面，在政策层面，近年来，我国高度重视医疗器械产业的创新发展，各级政府陆续出台了多项激励政策，鼓励国产医疗器械加快创新、推动高端医疗器械国产化，促进新技术的推广应用，加快国内医疗器械产业的发展。根据国家药监局的数据，截至 2024 年 7 月 8 日，我国已经批准 277 个创新医疗器械上市，其中 2024 年以来批准 27 个，涉及支气管导航操作控制系统、眼底病变眼底图像辅助诊断软件、体外心室辅助设备、肾动脉射频消融仪等多款高端医疗器械，涵盖手术机器人、人工智能医疗器械、心肺支持辅助系统等多领域。

图表 9. 部分中国创新医疗器械行业政策

发布时间	发办单位	政策名称	主要内容
2023 年 12 月	国家药监局	《支持福建探索海峡两岸融合发展新路推动药品医疗器械化妆品监管创新发展工作方案》	《工作方案》聚焦药品、医疗器械、化妆品监管创新，提出 7 项重点任务，包括：支持福建省内的台资药品上市许可持有人和医疗器械注册人发展、支持福建省内的台资化妆品注册人发展、支持福建开展进口第一类医疗器械备案、支持台湾地区进口医疗器械注册人在福建省内开展境内第三类医疗器械注册申报、支持福建在探索两岸中药传承创新融合发展上先行先试、支持福建开展两岸药品监管科学研究、支持福建持续加强两岸医药民间交流。
2022 年 4 月	国务院	《“十四五”国民健康规划》	加强对防控所需药品和医疗器械应急研发、检验检测、体系核查、审评审批、监测评价等工作的统一指挥与协调。建立国家参考品原料样本和病患信息应急调用机制，完善药品紧急研发攻关机制。深化药品医疗器械审评审批制度改革，对符合要求的创新药、临床急需的短缺药品和医疗器械、罕见病治疗药品等，加快审评审批。
2021 年 12 月	国家药监局	《“十四五”医疗装备产业发展规划》	构建面向患者全方位、全生命周期的新型医疗装备创新和技术转化体系已成为全球医疗科技创新热点，“创新链、产业链、服务链”等快速调整优化；优化创新医疗装备注册评审流程，支持拥有发明专利，技术属于国内首创且国际领先，具有显著临床应用价值的医疗装备进入特别审批通道，优先审批。
2021 年 9 月	国家药监局	《“十四五”全民医疗保障规划》	鼓励产品创新，鼓励商业保险机构提供医疗、疾病、康复、照护、生育等多领域的综合性健康保险产品或服务，逐步将医疗新技术、新药品、新器械应用纳入商业健康保险保障范围。
2021 年 7 月	国家发改委等四部门	《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》	提升国家重点实验室等重大医学科研平台设施和装备水平。建设高水准、国际化、开放性的药物、医疗器械装备、疫苗等临床科研转化平台和创新技术孵化基地。
2021 年 3 月	国家药监局	《关于进一步促进医疗器械标准化工作高质量发展的意见》	提升标准科技支撑能力，推动标准化工作与科技创新体系深度融合，注重科研与标准的有效衔接，加强标准科研支撑能力，促进医疗器械标准化与科技创新、产业发展紧密结合。
2021 年 3 月	国家药监局	《关于开展医疗器械质量安全风险隐患排查治理工作的通知》	国家局及时通报相关企业名单，各省级药品监管部门重点排查相关企业质量管理体系自查、原材料采购、生产工艺控制、成品检验和不良事件监测体系运行情况，特别是创新医疗器械与产品创新点有关的生产工艺是否得到有效控制，以及附件审批产品所附条件是否得到有效落实。

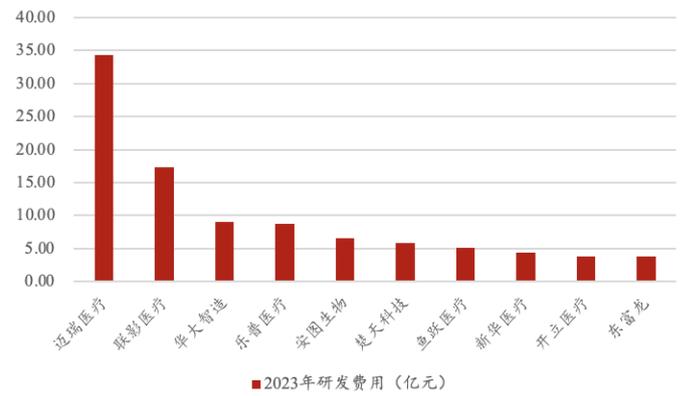
资料来源：中商产业研究院，中银证券

图表 10. 近年医疗器械板块研发费用及研发费用率



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 11. 医疗器械板块研发费用排名 Top10 企业



资料来源: iFinD, 中银证券

三、细分子行业

3.1 医疗器械：集采影响逐步出清，后续有望逐步回归稳健增长

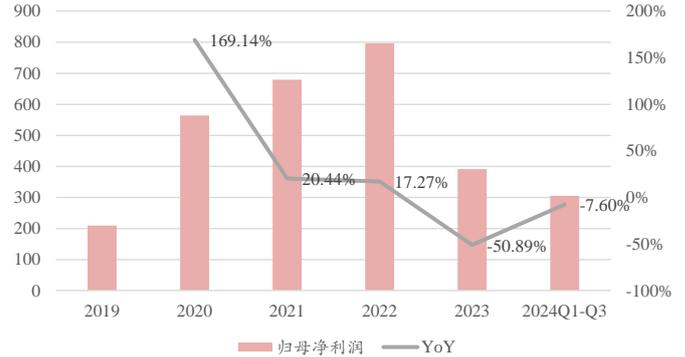
整体来看，医疗器械板块正在逐步从低谷走出，由于集采等各方面因素的影响，医疗器械板块 23 年收入端和利润端均存在下滑，而从 24 年三季度看，集采的影响正在逐步出清，上市公司收入端整体已经逐步回归正增长，24 年前三季度收入端同比增长 1.12%，虽然利润端仍然存在一定压力，但已较 23 年有所好转。

图表 12. 医疗器械板块营业收入（单位：亿元）



资料来源: ifind, 中银证券

图表 13. 医疗器械板块归母净利润（单位：亿元）



资料来源: ifind, 中银证券

医疗器械端的逐步恢复我们认为主要源自于两方面：

1、从近期部分耗材的续标上来看，降价已经缓和，目前冠脉支架、关节类、脊柱类、运动医学和人工晶体集采陆续开展，其中支架和部分骨科品种已经进行了二次续标，从续标结果上来看，政策不断优化，价格基本已经稳定，这意味着行业的风险已经基本出清。

图表 14. 医疗器械集采情况

	冠脉支架	关节	脊柱	冠脉支架续约	人工晶体和运动医学集采	人工关节续约
时间	2020 年 10 月	2021 年 8 月	2022 年 9 月	2022 年 9 月	2023 年 11 月	2024 年 5 月
采购周期	2 年	2 年	3 年	3 年	2 年	3 年
意向采购量	报送采购总需求的 80% 累加	全国医疗机构总需求量的 90%	按采购总需求的 80% 累加得出	填报总量不得低于 2021 年实际采购量的 95%	按参加本次集中带量采购每一家医疗机构报送的各产品采购需求量累加得出	按参加本次接续采购的每一家医疗机构报送的各产品系统采购需求量累加得出
产品分组	无	分 A、B 组	分 A、B、C 组	无	分 A、B 组	分 A、B 组
入围规则	按申报价格竞价比价，低价入围					
入围企业数量	27 进 10，中选率 37%	48 进 44 家，中选率 92%；A 组产品中选率更高	低于最高申报价 4 折即可入围，中选率无限制	未公布	未公布	61 进 54 家，中选率 88.52%
中选规则一	申报价≤最低申报价 1.8 倍的，或者申报价>最低产品申报价 1.8 倍，但低于 2850 元	价格≤同竞价单元中最低价格 1.5 倍，或者价格>1.5 倍，但≤最高有效申报价 50%	价格≤同竞价单元中最低价的 1.3 倍；或者价格>1.3 倍，但≤最高有效申报价的 50%，同时满足情形二，不存在情形三	确定中标最高价 798 元，不高于最高限价均能中标	价格≤同竞价单元中最低价的 1.3 倍；或者价格>1.3 倍，但≤最高有效申报价的 50%，同时满足情形二、三	价格≤同竞价单元最低竞价比价格 1.2 倍的，或价格>同竞价单元最低竞价比价格 1.2 倍，但不高于陶瓷类髋关节产品系统 7588 元、陶瓷-聚乙烯类髋关节产品系统 6761 元、合金-聚乙烯类髋关节产品系统 5615 元、膝关节产品系统 5162 元
中选规则二		A 组企业，价格不高于 B 组最高拟中选比价价格，且 A 组价格不高于最高有效申报价的 50%；设置髋关节各产品系统的竞价规则	A 组企业，报价≤B 类最高拟中选的限价要求		人工晶体类：价格≤同类产品同折算规则最高有效申报价的 60%，不受规则一的限制； 运动医学类：价格≤同类产品同折算规则最高有效申报价 40%，不受规则一的限制	复活中选。未按规则一获得中选资格的有效申报企业，若竞价比价格不高于陶瓷类髋关节产品系统 7987 元、陶瓷-聚乙烯类髋关节产品系统 7117 元、合金-聚乙烯类髋关节产品系统 5910 元、膝关节产品系统 5434 元，该企业获得复活中选资格，不受规则一的限制
采购量分配原则	无特别说明	中选企业的未分配量和未中选企业意向采购量共同组成剩余量，剩余量由医疗机构按规则自主决定。	中选企业的未分配量和未中选企业意向采购量共同组成剩余量，剩余量由医疗机构按规则自主决定。	量价挂钩：中选产品根据排名梯度分配基础量，对中选顺位靠前的企业予以倾斜，对中选顺位靠后的企业适当约束	竞价单元内按中选排名及中选依据，梯度分配协议采购量。医疗机构报量但未中选产品采购需求量的 90%、医疗机构报量但企业未申报产品采购需求量的 90% 以及中选产品的待分配量共同组成剩余量，由医疗机构自主选择分配给中选企业	竞价单元内按中选排名及中选规则，梯度分配协议采购量。医疗机构报量但未中选产品系统凑够需求量的 90%、医疗机构报量但企业未申报产品系统采购需求量的 90% 以及中选产品系统的待分配量共同组成剩余量，由医疗机构自主选择分配给中选企业
降价幅度	平均降幅 93%	平均降幅 82%	平均降幅 84%	未公布	人工晶体类耗材平均降幅 60%，运动学类耗材平均降幅 74%	平均降幅 6%
伴随服务费	否	是	是	是	是	是

资料来源：政府公告，地方医疗保障局，央视网，国家组织医用耗材联合采购平台，中银证券

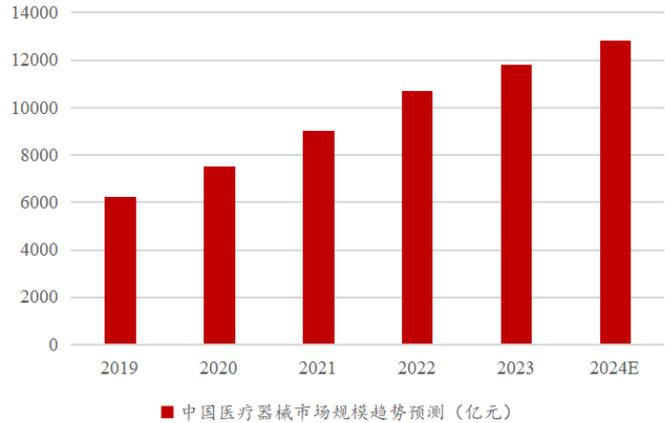
2、行业的手术量依旧维持稳定增长，医疗器械刚需性较强，未来随着随着人口老龄化趋势加剧、居民生活水平不断提升，各医疗系统对于医疗器械的需求也有望不断增长。近年来我国医疗器械产业持续保持稳步发展态势。根据中商产业研究院披露的数据，2023 年中国医疗器械工业市场规模达 1.18 万亿元，同比增长 10.03%，2024 年市场规模预计将达到 1.28 万亿元。

图表 15. 中国新增上市创新医疗器械数量



资料来源：中商产业研究院，中银证券

图表 16. 中国医疗器械市场规模趋势预测 (亿元)



资料来源：中商产业研究院，中银证券

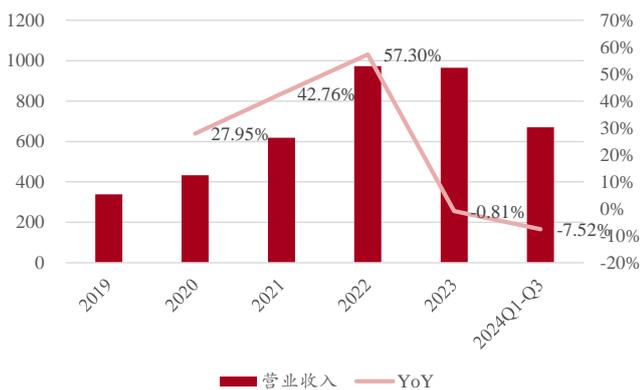
整体来看，随着价格逐步趋于稳定，我们认为医疗器械的不少细分板块，未来随着老龄化的不断加剧，逐步回归到稳定增长的态势中来，如骨科、心脑血管、人工晶体等领域，并且，不少器械行业仍然存在较多未满足的需求，随着企业新产品的不断上市，行业有望保持稳定快速增长。

对于医疗设备端，我们在上文中已经提到，我们预计随着地方财政化债等增量政策的逐步落地，医院资金压力有望进一步缓解，24 年推迟的采购需求有望在 25 年得到释放，设备类的公司的收入有望呈现较高的弹性增长。

3.2 CXO：关注国内 CRO 的恢复情况

从 24 年前三季度来看，CXO 板块依然承压，收入方面，2024Q1-Q3 板块上市公司端营业收入为 671 亿元，同比下降 7.52%。利润方面，上市公司端归母净利润 2024Q1-Q3 归母净利润为 111 亿元，同比下降 33.89%。

图表 17. 医疗研发外包板块营业收入 (单位：亿元)



资料来源：ifind，中银证券

图表 18. 医疗研发外包板块归母净利润 (单位：亿元)



资料来源：ifind，中银证券

但从龙头公司第三季度的表现上来看，不少龙头公司第三季度收入增速情况已经逐步改善，如美迪西、凯莱英等公司，24 年环比均出现改善。目前资本市场正在逐步回暖，后续投融资也有望逐步恢复，前端 CRO 业务有望率先复苏。

政策方面，国内创新药发展的政策环境在 2024 年向好，创新药在 2024 年作为新兴产业首次在《政府工作报告》中被提及。2024 年 7 月，国务院常务会议审议通过了《全链条支持创新药发展实施方案》，会议指出：要全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制。

图表 19. CXO 公司业绩情况 (百万元)

	营业收入		YoY			
	2024Q1-Q3	2024Q3	2024Q1-Q3 (%)	2024Q1 (%)	2024Q2 (%)	2024Q3 (%)
药明康德	27,702	10,461	(6)	(11)	(7)	(2)
凯莱英	4,140	1,443	(35)	(38)	(45)	(18)
昭衍新药	1,335	486	(16)	(12)	(18)	(16)
康龙化成	8,817	3,213	3	(2)	1	10
博腾股份	2,125	773	(30)	(51)	(30)	11
美迪西	802	280	(32)	(43)	(38)	(10)
阳光诺和	917	354	32	9	36	53
百诚医药	721	196	1	34	18	(32)
诺泰生物	1,252	421	77	71	147	36
博济医药	556	215	55	62	35	70
益诺思	882	277	10	17	13	2

	归母净利润		YoY			
	2024Q1-Q3	2024Q3	2024Q1-Q3 (%)	2024Q1 (%)	2024Q2 (%)	2024Q3 (%)
药明康德	6,533	2,293	(19)	(10)	(27)	(17)
凯莱英	710	211	(68)	(55)	(79)	(60)
昭衍新药	(70)	99	(121)	(245)	(206)	(58)
康龙化成	1,422	308	25	(34)	102	(13)
博腾股份	(206)	(36)	(146)	(131)	(171)	(188)
美迪西	(129)	(58)	(212)	(137)	(151)	14
阳光诺和	208	59	21	52	8	11
百诚医药	142	7	(30)	42	0	(91)
诺泰生物	350	123	282	216	672	147
博济医药	43	13	88	41	132	143
益诺思	133	37	(26)	(14)	(19)	(44)

资料来源: ifind, 中银证券

3.3 创新药: 政策持续加码, 出海仍为主旋律

化学制剂板块营业收入在 2019 年至 2023 年期间由 3793 亿元增长至 4293 亿元, 年均复合增长率为 3.15%, 2024Q1-Q3 营业收入为 3206 亿元, 同比下降 0.30%。

化学制剂板块归母净利润在 2019-2023 年期间由 122 亿元增长至 154 亿元, 年均复合增长率为 6.11%, 2024Q1-Q3 归母净利润为 336 亿元, 同比增长 66.18%。

图表 20. 化学制剂板块营业收入 (单位: 亿元)



资料来源: ifind, 中银证券

图表 21. 化学制剂板块归母净利润 (单位: 亿元)



资料来源: ifind, 中银证券

利好性政策频出，全链条支持方案正式通过。2024年7月5日，国务院常务会议审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》。会议指出，发展创新药关系医药产业发展，关系人民健康福祉，要全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制，合力助推创新药突破发展。要调动各方面科技创新资源，强化创新药创制基础研究，夯实我国创新药发展根基。我们预计各地区针对医药创新发展的政策会陆续颁布，全面支持创新药企业的后续管线推进，上游需求端有望迎来边际改善。

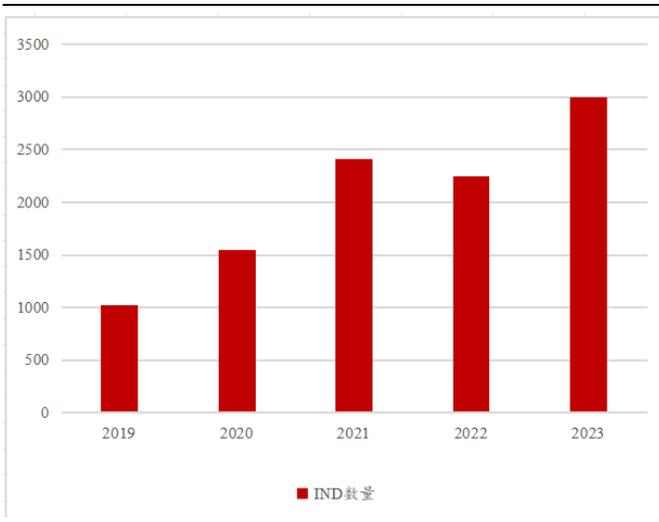
近年来各地利好政策陆续颁布，鼓励创新药研发，加快上市审评速度。为鼓励药品创新，提升药品质量为导向，国家陆续出台了一系列针对新药注册的特殊审批管理规定。在优先评审、MAH 制度、默许许可制等多重措施下，我国创新药行业在加快新药注册步伐上取得了良好效果，更迅速地将创新药推向市场，从而促进国内创新药的发展，加速国内创新药企业的成长进程。目前国内创新药市场进口药品比例仍然较高，国产药品替代空间较大，随着药品审评新政策的出台，我国药品临床试验申请和注册申报数量恢复增长。此外，在多重利好政策下，国产创新药从“与国际接轨”到“出海”也在逐步实现。

图表 22. “十四五”医药工业发展规划医药创新政策

总体要求	加快创新驱动发展转型，培育新发展新动能，推动产业高端化、智能化和绿色化，构筑国际竞争新优势，健全医药供应保障体系，更好满足人民群众多元化、多层次的健康需求。
发展目标	全行业研发投入年均增长 10% 以上；目标到 2025 年，创新产品新增销售占全行业营业收入增量的比重进一步增加。
具体要求	<ol style="list-style-type: none"> 1. 政府支持企业在全市场紧盯新靶点、新机制药物的研发和发布，积极引领创新。 2. 重点发展针对重大临床需求和罕见病治疗需求的化学新药，包括针对肿瘤、自身免疫性疾病、神经退行性疾病等疾病的新药研发。 3. 推进中药守正创新，开发与中药临床定位相适应、体现其作用特点和优势的中药新药

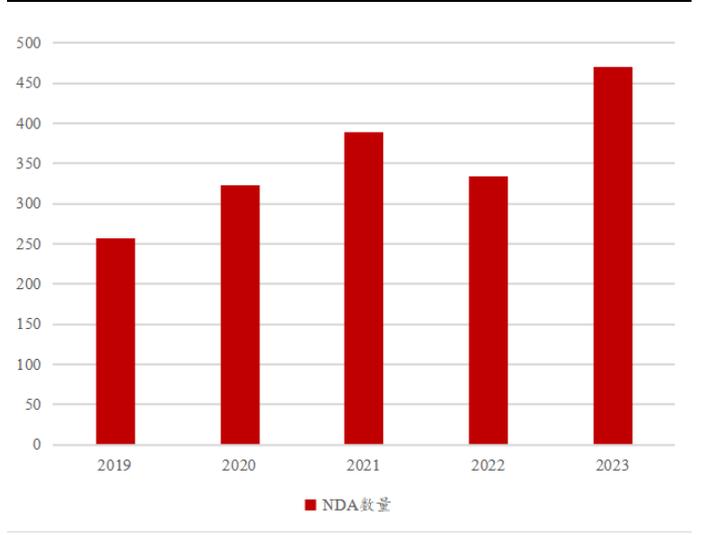
资料来源：国家医保局，中银证券

图表 23. 化学创新药临床试验申请 (IND) 申报数 (个)



资料来源：HANKUN，中银证券

图表 24. 近年新药上市申请 (NDA) 数 (个)

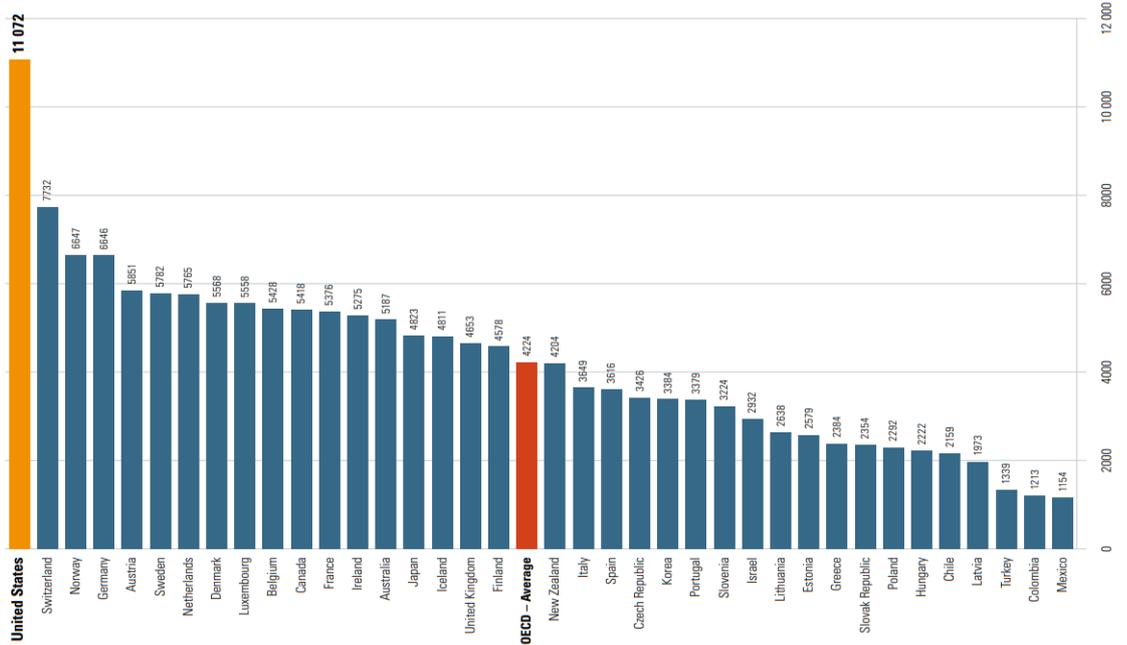


资料来源：HANKUN，中银证券

出海仍然是中国创新药企业发展的重要方向，美国医药市场空间尤其可观。中国创新药企业拓展海外市场虽然会面临一定的挑战，但由于海外的市场空间较大，出海仍然是中国创新药企业发展的重要战略方向。中国药企的出海方式包括：自主出海，中国药企自己在海外进行临床试验及申报；License-out，中国药企将产品的海外权益卖给海外企业，由海外企业进行临床实验、申报及销售等工作；合作开发，中国药企与海外药企合作对产品进行开发。目前，中国药企在出海方面选择 License-out 及合作出海较多。

美国以其对创新药企业较为友善的医药支付环境，成为全球创新药企业竞相追逐的重要目标市场。在健康医疗领域，美国的人均支出远高于 OECD 组织的平均水平，也高于同为发达国家的澳大利亚、加拿大、英国等国家。根据 OECD Health Statistics Database 数据，2019 年，美国的人均健康医疗支出为 11,072 美元，而 OECD 组织人均支出为 4,224 美元。美国医药支付的多元化结构是其市场吸引力的关键所在，涵盖公共支付、商业保险及个人支付的多种渠道，美国公共支付的比例远低于其他 OECD 国家。虽然 FDA 的监管要求为医药研发带来了更大的挑战，但是美国的医药市场支付环境也为中国药企带来了新的机遇。

图表 25. 2019 年全球各国人均医疗健康支出（美元）



资料来源：OECD Health Statistics Database，中银证券

中国创新药 license-out 交易方面好消息频出。根据医药经济报统计，中国创新药 License out 在 2024 年上半年有 32 个项目成功签订，涉及交易金额超 200 亿美元。从涉及领域来看，2024 年上半年中国创新药企业 License-out 交易涉及小分子、ADC、单抗等。

目前国内仍然存在靶点相对集中、同质化明显的问题，同时受到地缘政治影响，企业迫切需要提升自身创新能力，加强基础研究和关键技术攻关。我们建议关注布局差异化新适应、具有突破同质化困境潜力的品种。

图表 26. 2024H1 年中国创新药 license out 统计

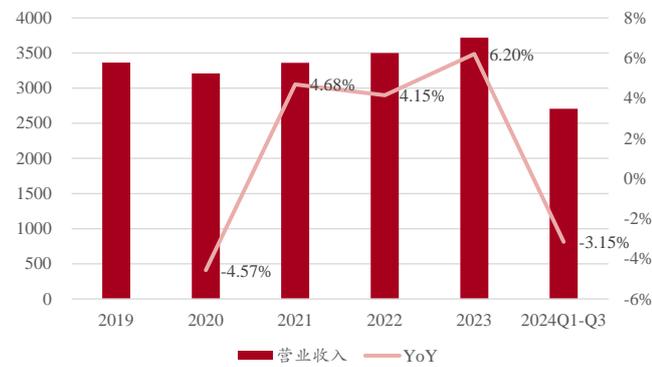
交易时间 (2024 年)	受让方	转让方	项目	治疗领域	类型/靶点	交易总额 (美元)	首付款 (美元)
1 月 2 日	罗氏	宜联生物	YL211	实体瘤	ADC	10.5 亿	5000 万
1 月 2 日	阿斯利康	安锐生物	L858R	非小细胞肺癌	小分子	5.4 亿	4000 万
1 月 2 日	2seventy bio	药明巨诺		自免	CART 细胞疗法		
1 月 3 日	BI	瑞博生物	小核酸创新疗法	NASH/MASH		20 亿	
1 月 4 日	安斯泰来	科望医药	双另一款临床前新		PD-L1/SIRP	17.37 亿	
1 月 4 日	Avenzo	安锐生物	ARTS-021	乳腺癌、晚期实体瘤	小分子	10 亿	4000 万
1 月 5 日	Menarini	英矽智能	ISM5043	乳腺癌、其他癌症	小分子	5 亿	1200 万
1 月 7 日	拜耳、RTW	箕星药业	心血管和眼科领域 产品线			0.35 亿、 1.27 亿	
1 月 8 日	诺华	船望制药	RNAi 技术及疗法	心血管疾病		41.65 亿	1.85 亿
1 月 9 日	Radiance	百奥赛图	双抗 ADC	多种肿瘤类	双抗 ADC		
1 月 11 日	BioNTech	药明生物	两个未披露靶点抗 体				
1 月 11 日	HilleVax	康华生物	六价重组诺如病毒 疫苗及其衍生物			2.555 亿	1500 万
1 月 23 日	SPIMACO	瑞科生物	REC603	重组九价 HPV 疫苗			
1 月 25 日	GLENMARK	康宁杰瑞/恩 路迪	恩沃利单抗注射液	晚期实体瘤	单抗	7.08 亿	
2 月 19 日	吉利德	百奥赛图	全人抗体库- RenMice [®] 系列 两款生物类似药				
3 月 18 日	SteinCares	百奥泰	BAT2506 和 BAT2606	自免疾病		600 万	120 万
3 月 25 日	Nuvation Bio	葆元医药	Taletrectinib、 Safusidenib	非小细胞肺癌、突变 神经胶质瘤	小分子		
3 月 26 日	印度制药	迈威生物	9MW0813(艾力雅 生物类似药)	糖尿病性黄斑水肿和 新生血管(湿性)年龄相 关性黄斑变性			
3 月 28 日	Rxilient Biotech	君实生物	特瑞普利单抗	黑色素瘤、鼻咽癌和 尿路上皮癌等多瘤种	单抗	500 万	
5 月 7 日	HK inno.N Corporation	先为达生物	伊诺格鲁肽注射液	2 型糖尿病、肥胖症、 MASH	小分子	5600 万	5600 万
5 月 16 日	Hercules	恒瑞医药	HRS-7535、 HRS9531、HRS- 4729	2 型糖尿病、减重	小分子	60 亿	1.1 亿
5 月 17 日	Erasca	嘉越医药	JYP0015	胰腺癌、结直肠癌、 非小细胞肺癌	小分子	3.45 亿	2000 万
5 月 23 日	阿斯利康	和铂医药		肿瘤	单抗	6.04 亿	1900 万
5 月 23 日	武田	达歌生物		肿瘤/神经/炎症	分子胶降解剂	12 亿	
5 月 27 日	BioNTech SE	宜联生物	TMALINR ADC 技 术平台		ADC	18.25 亿	
5 月 27 日	Ewopharm	基石药业	舒格利单抗	NSCLC、结外 NK/T 细胞淋巴瘤、ESCC 及 胃 Ca	单抗	5130 万	
5 月 29 日	STADA	百奥泰	BAT2506(戈利木 单抗类似药)	活动性银屑病关节炎 等疾病	单抗	1.575 亿	1000 万
6 月 3 日	Summit Therapeutics	康方生物	双抗依沃西	肿瘤	PD-1/VEGF	7000 万	
6 月 5 日	ArriVent	康宁杰瑞	ADC 技术平台		ADC	6.155 亿	
6 月 13 日	艾伯维	明济生物	FG-M701	自免	TL1A 抗体	17.1 亿	
6 月 14 日	武田	亚盛医药	奥雷巴替尼	肿瘤	BCR-ABL 抑制 剂	13 亿	
6 月 18 日	Day One Biopharmaceuticals	麦科思生物	MTX-13	肿瘤	PTK7ADC 药物	12.05 亿	

资料来源: 医药经济报, 中银证券

3.4 中药：关注后续政策支持力度

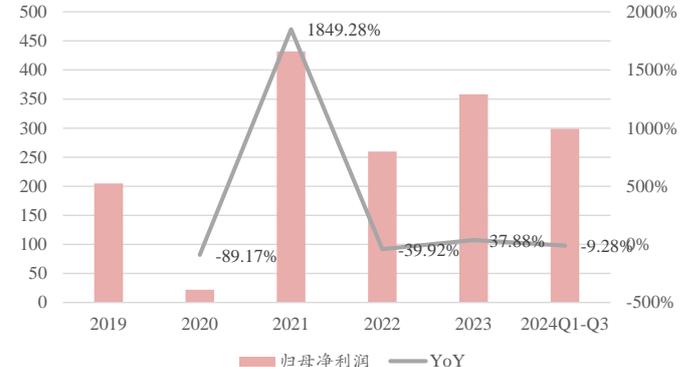
中药板块 2024 年前三季度整体也出现压力，24 年前三季度上市公司收入端同比下滑 3.15%，归母净利润同比下滑 9.28%，一方面中药板块也受反腐的影响，院内端销售承压；另一方面，OTC 偏消费的产品与经济周期相关性较大，销售承压。但整体来看，中药板块的估值仍然处于先对较低的水平，中药板块截至 2024 年 11 月 26 日市盈率为 24.68 倍，仍然位于近年的相对低位。

图表 27. 中药板块营业收入（单位：亿元）



资料来源: ifind, 中银证券

图表 28. 中药板块归母净利润（单位：亿元）



资料来源: ifind, 中银证券

图表 29. 中药板块市盈率 (TTM, 剔除负值)



资料来源: ifind, 中银证券

后续，中药板块建议关注两方面内容：1、国家政策对中药板块的支持力度。过去几年国家高度重视中医药行业发展，密集发布中医药行业支持新政，在“十四五”期间，也明确提出对中医药领域发展的支持，具体的措施包括：中药不纳入药占比、西医经培训和考核后可进行中药处方等，所以不排除后续国家会继续出台鼓励中医药发展的政策。

图表 30. 部分国家层面主要中药行业政策及公告情况

政策或公告	颁布主体	时间	内容
《“十四五”中医药发展规划》	国务院办公厅	2022/3/3	到 2025 年，中医药健康服务能力明显增强，中医药高质量发展政策和体系进一步完善，中医药振兴发展取得积极成效，在健康中国建设中的独特优势得到充分发挥。
《深化医药卫生体制改革 2024 年重点工作任务》	国务院办公厅	2024/6/3	推进中医药传承创新发展。推进国家中医药传承创新中心，中西医协同旗舰医院等建设。支持中药工业龙头企业全产业链布局，加快中药全产业链追溯体系建设。
《“体重管理年”活动实施方案》	国家卫健委	2024/6/6	发挥中医药对体重管理的技术支撑作用。进一步推广体重管理中医药适宜技术，为各类人群提供中医体质辨识和包括饮食调养、起居调摄、运动保健等在内的中医药保健指导服务。研究制定妇女、儿童青少年肥胖治未病干预指南。
《中药标准管理专门规定》	国家药监局	2024/7/4	围绕建立“最严谨的标准”，从政策和技术层面分别作出规定，将药品标准管理的通用性要求与中药产品自身特点相结合，对中药标准研究制定的基本原则、各类中药质量标准具体要求、标准修订、实施等进行规定，明确了责任主体，规范了关键流程。

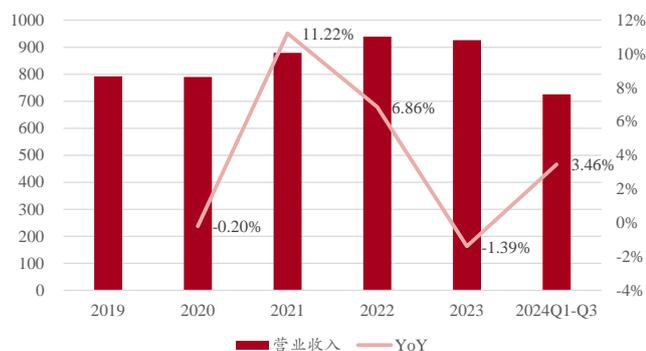
资料来源：国务院办公厅，国家卫健委，国家药监局，中银证券

2、比价对中药板块的影响。今年 10 月初，国家医保局部署各省医保局指导统筹地区加快搭建定点药店医保药品公开比价小程序或模块，提供定点药店价格比较、位置导航等服务，推动形成以市场为主导的价格比较机制。由于中药板块中不少产品为处方 OTC 双跨品种，且往往 OTC 的药品价格要高于院内，所以比价对中药板块的影响仍然有待观察。

3.5 原料药：扰动风险出清，关注新产品增量

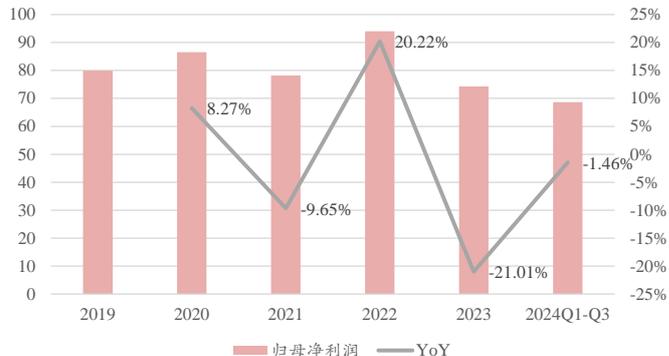
2024 年前三季度原料药板块上市公司收入端表现整体平稳。2024Q1-Q3 营业收入为 725 亿元，同比增长 3.46%。原料药板块 2024Q1-Q3 归母净利润为 69 亿元，同比下降 1.46%。

图表 31. 原料药板块营业收入（单位：亿元）



资料来源：ifind，中银证券

图表 32. 原料药板块归母净利润（单位：亿元）



资料来源：ifind，中银证券

从今年一季度起，原料药行业价格逐步企稳。虽然价格已经触底，但由于目前产能相对仍然较为充沛，且随着下游客户补库存过程完毕，我们预计未来原料药的整体价格将维持在稳定的水平。

但对于个别特色的原料药品种，尤其是一些原研药专利到期的品种，有望为行业带来新的增量。据 Evaluate Pharma 披露数据，2026 年全球预计将有多个原研药大品种陆续专利到期，而随着仿制药的品种数量迅速上升，原料药市场规模将逐年上升，进而相应的原料药需求将大幅提高，特色原料药市场有望扩大。关注仿制能力较强的原料药企业。

图表 33. 近年专利到期可能影响的原研药销售额



资料来源: Evaluate Pharma, 中银证券

3.6 医院：长期仍然存在增长空间

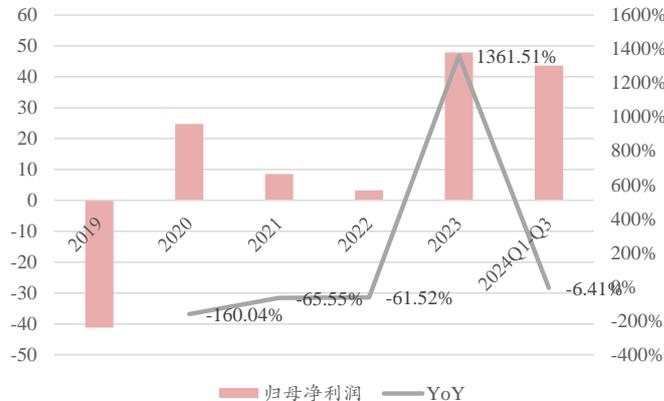
医院板块营业收入 2024Q1-Q3 营业收入为 443 亿元，同比增长 1.66%。归母净利润 2024Q1-Q3 归母净利润为 44 亿元，同比下降 6.41%。2022 年医院诊疗秩序受到了新冠疫情的负面影响，积压的诊疗需求在 2023 年集中兑现，所以 24 年医院板块在一定程度上受到高基数压力的影响。眼科服务的视光业务受经济环境的影响有所承压，未来预计随着经济等因素的逐步恢复，医院板块 25 年有望逐步改善。

图表 34. 医院板块营业收入（单位：亿元）



资料来源: ifind, 中银证券

图表 35. 医院板块归母净利润（单位：亿元）



资料来源: ifind, 中银证券

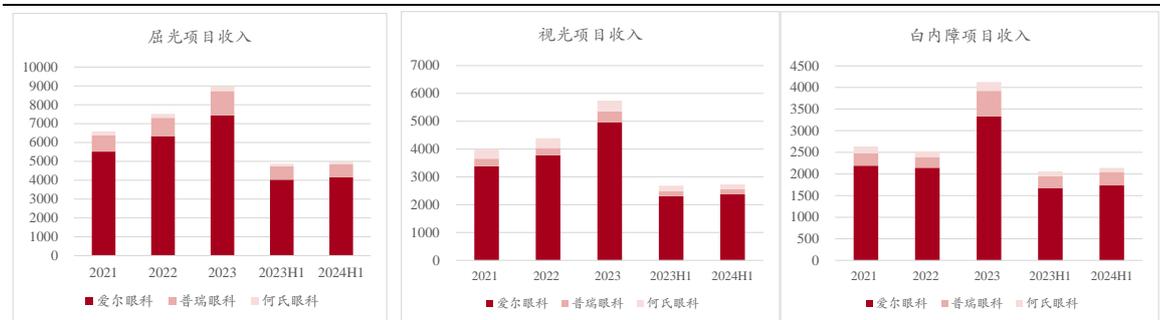
图表 36. 医疗服务公司业绩情况（百万元）

	营业收入			归母净利润		
	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	YoY(%)	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	YoY(%)
爱尔眼科	16,047	16,302	2	3,181	3,452	9
华夏眼科	3,103	3,182	3	557	421	(24)
普瑞眼科	2,166	2,137	(1)	317	16	(95)
何氏眼科	944	865	(8)	99	16	(84)
通策医疗	2,185	2,233	2	512	498	(3)
国际医学	3,344	3,606	8	(222)	(212)	-
盈康生命	1,103	1,228	11	94	83	(12)
三博脑壳	960	1,059	10	72	105	45
美年健康	7,217	7,141	(1)	226	25	(89)

资料来源: ifind, 中银证券

从眼科细分赛道来看，各眼科专科医院屈光项目、视光项目和白内障项目 2021 年以来收入均保持稳健增长。其中白内障作为衰老性疾病，其手术需求量伴随人口老龄化有望持续提升。视光项目方面，随着国家近视防控战略持续推动儿童青少年建档量的增加，以及近视防控手段和产品品类逐渐丰富和升级，视光项目的需求有望持续提升。

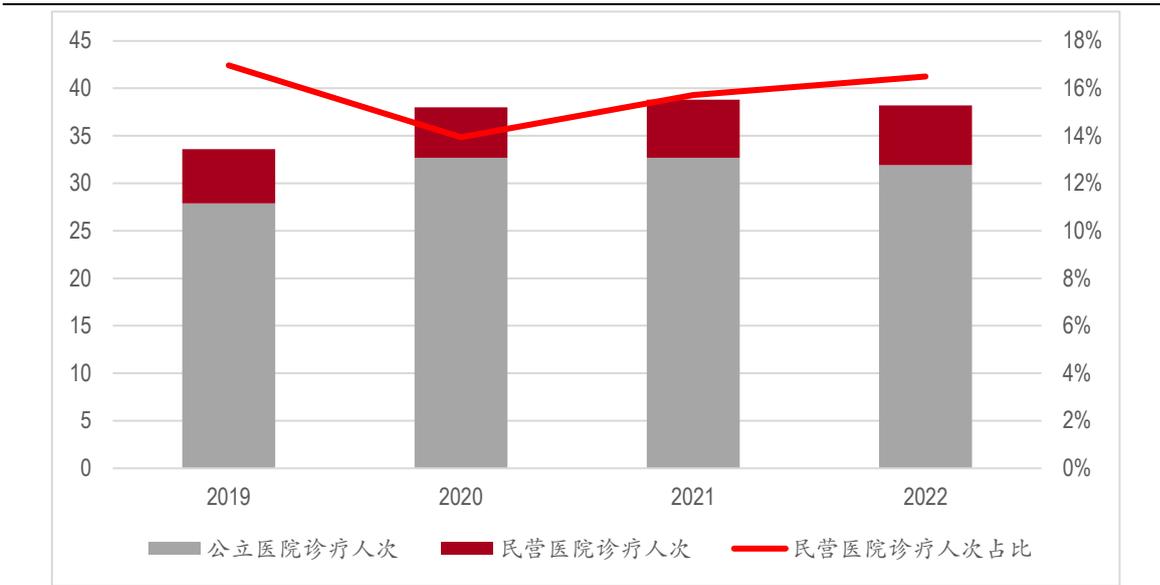
图表 37. 眼科专科医院各细分项目收入情况（单位：百万元）



资料来源: ifind, 中银证券

私立医院仍然存在成长空间。目前，中国公立医院仍然是提供医疗服务的中坚力量，尽管民营医院在数量上超越公立医院，但在实际诊疗服务方面，其承担的诊疗人次却远远不及公立医院。根据卫健委数据，2022 年民营医院的诊疗人次为 6.3 亿，诊疗人次在医院全部诊疗人次中的占比仅为 16%。

图表 38. 近年中国公立医院及民营医院诊疗人次（单位：亿人次）



资料来源: 卫健委统计数据, 中银证券

中国民众对于医疗服务需求不断增长，而公立医院的医疗卫生资源面临有限性的挑战，尤其是优质医疗资源相对集中，难以满足日益增长的多样化和可及性需求。在此背景下，随着我国医药卫生体制改革的不断深化，医疗领域引入社会资本有利于增加医疗服务领域供给。从长远视角来看，医院板块仍然具有长期的增长逻辑。

3.7 零售药店:短期内行业受到比价政策影响，渠道能力重要性凸显

前三季度药店板块收入同比增长 7.18%，归母净利润为 32 亿元，同比下降 22.29%，呈现一定的压力。一方面，行业受到经济影响较大；另一方面，行业比价政策对板块也存在一定压制。

图表 39. 线下药店板块营业收入（单位：亿元）



资料来源: ifind, 中银证券

图表 40. 线下药店板块归母净利润（单位：亿元）



资料来源: ifind, 中银证券

5月底, 国家医保局下发《关于开展“上网店, 查药价, 比数据, 抓治理”专项行动的函》, 提到: 以当日同城即时配送价格为锚点, 比对省级集采平台挂网价、集采中选价、定点零售药店药价, 深圳、西安、大连已相继开放了医保药品价格查询。部分投资者担心, 比价系统会将消费者引流至线上药店或者价格更低的线下药店, 造成低价竞争, 从而挤压零售药店行业利润。

我们认为, 伴随着零售药店纳入统筹医保体系, 对于零售药店的监管加强是必然趋势——引导和监管零售药店合理定价也是监管的重要部分。伴随着对于价格的监管加强, “渠道”的重要性有所凸显: 在线下药店中, 头部药店对上游有一定的议价权, 而且凭借规模效益可以有效降低销售及管理费用率。此外, 目前线下药店与线上药店相比, 在“支付”方面仍旧具备一定的优势: 虽然有个别地区开通了药店 O2O 的医保个人账户支付, 但是统筹医保支付依然需要在线下实体药店进行。

此外, 虽然比价系统为近期上线, 但是此前大部分地区的医保统筹政策已经对于支付标准进行了规定, 超出支付标准的部分无法享受统筹支付, 甚至部分地区对于价格加成也有所管控。因此, 比价系统带来的边际影响相对有限。

长期视角下头部药店的市占率仍然存在拓展空间, “渠道能力”重要性凸显

目前, 中国零售药店行业中仍存在中小型连锁药店占据较大比例的特点。根据国家药品监督管理局的数据, 截至 2022 年, 中国 (不含港澳台地区) 连锁药店的平均规模为 53 家, 在中国 (不含港澳台地区) 40% 的地区的连锁零售药店平均规模小于 45 家。由此可见, 中国连锁药店的平均规模仍然较小, 市场上存在大量的中小型连锁药店, 存在广阔的整合空间。

目前中国头部连锁药店多具备一定的区域性, 从过去几年头部零售药店的发展上来看, 其拓展工作主要分为两个方向: 第一, 进行横向拓展, 往往是进入新的相对弱势的地区; 第二, 在优势区域进行纵向网络布局来提高覆盖率。从门店数量的市场占有率来看, 头部药店在弱势地区和优势地区同样存在提升的空间。

在弱势地区中, 根据公司披露的门店数量及国家药品监督管理局的药品经营企业统计数据计算, 2022 年头部药店在弱势地区中门店数量占比甚至低于 3%: 例如, 大参林在华东地区门店数量占比仅为 0.7%, 益丰药房在华北地区门店数量占比仅为 2.5%, 而一心堂在四川、重庆、贵州和河南的门店数量市占率均低于 3%。

在优势地区中, 大参林多年深耕华南地区, 但 2022 年公司在当地的门店总数量占比仍然低于 8%, 门店数量在所有连锁药店中的占比也依然低于 15%, 存在进一步提升市场份额的空间。广西地区 2022 年的平均连锁药店规模不到 80 家, 而广东地区 2022 年的平均连锁药店规模不到 50 家, 行业中仍然存在大量中小型连锁药店。

益丰药房在中南地区和华东地区进行了多年深耕布局的, 但是公司 2022 年在这两个地区总门店数中的占比甚至不到 5.5%, 在连锁药店门店中的占比低于 10%——仍然存在进一步提升的空间。湖北、江苏、浙江地区 2022 年的平均连锁药店规模均不到 60 家, 各地区中仍然存在大量中小型连锁药店。

新进入的地区中, 头部零售药店的占比仍然较低, 有望通过自建、并购、加盟等方式进行快速扩张。头部零售药店相对深耕的区域中, 其实同样存在大量单体门店和中小连锁药店, 仍然存在进一步提高市场占有率的空间。

图表 41. 2022 年头部零售药店主要地区门店占比情况

	所在地区	公司门店数 (家)	当地药店总数 (家)	当地连锁药店总数 (家)	总门店占比 (%)	连锁门店中占比 (%)
老百姓 (直营)	华中: 湖南、湖北、江西、河南	2,816	94,033	54,453	3.0	5.2
	华南: 广东、广西;	461	85,989	44,919	0.5	1.0
	华北: 天津、内蒙古、山西	1,189	37,123	17,561	3.2	6.8
	华东: 浙江、上海、安徽、江苏、山东、福建	2,117	120,385	74,491	1.8	2.8
	西北: 陕西、甘肃、宁夏、四川、贵州	1,066	100,062	64,330	1.1	1.7
益丰药房	中南: 湖南、湖北、广东;	5,414	110,126	58,680	4.9	9.2
	华东: 江苏、上海、浙江、江西;	3,795	74,696	41,999	5.1	9.0
	华北: 河北、北京、天津	1,059	42,270	23,623	2.5	4.5
大参林	华南: 广东、广西、海南;	7,000	91,500	48,811	7.7	14.3
	华东: 江西、浙江、福建、江苏、山东	857	129,798	77,509	0.7	1.1
	华中: 河南、湖北	1,206	54,470	29,004	2.2	4.2
	其他: 河北、黑龙江、陕西、四川、重庆、辽宁	982	167,228	104,254	0.6	0.9
一心堂	云南省	5224	23,117	13,417	22.6	38.9
	四川省	1269	49,876	42,973	2.5	3.0
	重庆市	339	18,484	8,326	1.8	4.1
	广西省	864	23,792	16,637	3.6	5.2
	山西省	634	14,832	6,546	4.3	9.7
	贵州省	429	17,888	7,093	2.4	6.0
	海南省	389	5,511	3,892	7.1	10.0
	河南省	34	32,340	17,030	0.1	0.2

资料来源: 公司公告, 国家药品监督管理局, 中银证券 (老百姓门店数量为直营门店数量, 一心堂未列天津和上海门店, 数量均低于 15 家)

零售药店纳入门诊统筹体系首先意味着更严格的监管: 一方面, 处方外流意味着更多的处方流向药店, 处方药用药安全方面监管会更加严格。原先处方和取药的环节都在院内发生, 监管只涉及院内场景, 而当处方药流向院外也意味着监管也会涉及院外场景; 另一方面, 从医保资金安全的角度, 监管也会对于统筹医保资金在零售药店的使用进行严格的监管。

头部的大型连锁药店尤其是上市公司合规经营的能力往往更强, 可以适应更加严格的监管环境。同时, 头部大型连锁药店的专业化经营能力也较强, 有望凭借更专业的服务能力承接处方外流带来的增量。

线下零售药店除了受到监管趋严的挑战外, 线上药店也会使药品价格变得更加透明。头部大型连锁药店相对于小型连锁药店及单体药店一方面对于上游药企的议价能力更强, 而且可以凭借规模效应有效控制费用率。在价格竞争的环境下, 头部连锁药店对于价格管理和利润空间把控相较于小型连锁药店和单体药店更具备优势。

2025 年持续关注零售药店统筹支付政策变化

“医药分家”是中国医疗体系改革的重要方向, 而处方外流也是“医药分家”的重要方向。零售渠道在处方药销售中仍然占比较低, 存在提升的空间。处方外流的政策环境能否为零售药店带来增量主要取决于两个环节: 处方来源如何解决? 医保基金按照什么标准及额度对药店进行支付?

在处方来源方面, 目前部分地区统筹医保支付认可来自互联网医院的复诊处方, 而医疗机构的处方外流在实际操作中仍然较为缓慢。医院开具外配处方很难为医院带来增益, 反而会为医院带来额外的风险和压力, 因此进行处方外配的动力不足。此前, 部分地区拟将“外配处方管理”纳入考核, 有望提高医院完善外配处方管理的机制的动力。

在支付标准方面，目前各地对于谈判药的规定为门诊统筹药店的价格不高于全国统一的医保支付标准，而对于非谈判或集采的药品在支付标准和价格管理方面目前仍然存在差异。目前各地的支付标准和价格管理政策仍然在探索当中，主要分为三种模式：山西、西安、北京等地的支付政策最为友好，医保基金直接按照市场实际价格对药店进行支付；对于市场价格往往高于医疗机构的药品价格，这类政策可能会对医保统筹基金造成压力，所以其他地区都会对于支付金额有所限制，参照医疗机构标准进行一定增幅以内的支付，或对价格加成进行限制。

图表 42. 各地门诊统筹药店价格管理及支付标准情况

价格形成	支付标准	典型地区
市场形成价格	医保统筹基金按照销售价格对药店支付	山西、西安、北京等
	医保参考医疗机构支付标准，医保统筹基金按照销售价格按照不超过医疗机构支付标准或按照不超过医疗机构支付标准的 115% 对药店进行支付	江西、新疆、天津、西藏、浙江、苏州等
市场形成价格	在医保与药店签订的服务协议中，协商约定药店药品价格不超过采购平台价格或采购平台价格的 115%，医保统筹基金按照实际销售价格进行支付	四川、湖南、上海、湖北、广州等
限定价格加成		

资料来源：中国卫生政策研究 2023, Vol.16 Issue (12):26-32 《定点零售药店纳入医保门诊统筹管理实践比较分析》，中银证券

投资建议

如上文所述，我们建议关注三条主线，1、具备稳健增长的领域。医疗器械和药品是最先经历集采的板块，不少品种的影响已经逐步出清，且竞争格局也已经相对稳定，器械领域建议关注骨科：三友医疗、大博医疗、爱康医疗、威高骨科；眼科：爱博医疗；心脑血管：惠泰医疗、心脉医疗、乐普医疗；药品领域建议关注：恒瑞医药、信立泰、京新药业、仙琚制药、康辰药业等标的。

2、25 年，CXO 板块和医疗设备板块，随着国内投融资以及财政政策的向好，后续有望逐步迎来反转，建议关注 CXO：阳光诺和、益诺思、昭衍新药、美迪西等标的；设备板块建议关注：联影医疗、迈瑞医疗、开立医疗等标的。

3、创新领域建议关注进入兑现或者放量阶段，以及未来具备出海能力的企业，如：信达生物、康方生物、科伦博泰生物、百利天恒、贝达药业、迈威生物、诺诚健华等标的。

其他方面，我们建议关注中药：同仁堂、昆药集团、天士力、马应龙等；原料药：华海药业、司太立、普洛药业等；医疗服务：爱尔眼科、通策医疗、海吉亚医疗、三星医疗等；疫苗：百克生物、智飞生物、康希诺等；零售药店：健之佳、大参林、益丰药房等。

风险提示

集采政策实施力度超预期的风险。若后续带量集中采购政策持续加码，企业端产品降价过多，可能对企业利润有较大负面影响。

企业研发不及预期风险。创新药品与创新器械的研发存在一定的不确定性，企业的研发投入、产品推广等方面，存在一定的研发不及预期风险。

与投资相关的风险。医疗服务、零售药店乃至创新药与创新器械均存在资产并购或者管线并购等，因此存在一定的投资风险。

产品销售不及预期风险。若相关创新产品在临床端推广阻力较大，产品销售不及预期，将会对长经营产生不利影响。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371