

创新引领，产业升级

—医药生物行业2025年投资策略

行业研究 · 行业投资策略

医药生物

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：张佳博

021-60375487

zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

证券分析师：陈益凌

021-60933167

chenyiling@guosen.com.cn

S0980519010002

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939

chenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：马千里

010-88005445

maqianli@guosen.com.cn

S0980521070001

证券分析师：张超

0755-81982940

zhangchao4@guosen.com.cn

S0980522080001

联系人：凌珑

021-60375401

linglong@guosen.com.cn

联系人：贾瑞祥

021-60875137

jiaruixiang@guosen.com.cn

- **需求端：医药行业需求增长稳定，且呈现需求升级的趋势。**2019-2023年，我国卫生总费用从65196亿元增长至90578亿元，CAGR为8.6%，高于名义GDP复合增速；2019-2023年国内医疗机构诊疗量复合增速为5.4%，从价格的角度来看，虽然面临控费的整体压力以及集采、技术进步等因素导致存量产品的价格体系坍塌，但由于诊疗结构的变化和创新产品相对价格更高，疫情后医疗保健领域的价格水平整体保持稳定，价格小幅增长，展现出国内医疗需求持续升级的大趋势。
- **供给端：行业正经历较为剧烈的供给侧结构性改革，有望于25年进入新一轮增长周期。**2019年以后行业亏损比例逐年提升，今年已经稳定在30%以上，医疗行业持续受到宏观经济、地缘政治、医保控费政策、疫情后遗症、行业规范化整顿等外部因素的影响，龙头公司在这一轮行业出清周期中体现出较强的韧性，进一步提升市场份额，在行业见底回升后，将展现更强的竞争力。
- **支付端：多元化支付体系有望推动卫生总费用在GDP中占比持续提升。**医保支出在卫生总费用的占比有望维持25-30%的水平，在经济复苏及政策鼓励的背景之下，商业健康险、财政支出、个人支出占比有望在未来几年提升，创新药、创新医疗器械、医疗设备、优质医疗服务有望受益于多元化支付体系带来的购买力提升。
- **政策端：药品及器械集采接近尾声，服务端改革将是最后一环。**医疗服务价格改革将是25年医保改革重点，也是DRG/DIP2.0政策大框架之下的医保改革最后一环；医疗行业规范化整顿肃清行业环境，有利于行业健康、规范发展；设备更新政策在24年落地慢于预期，有望在财政政策的支持下加速落地；创新药、创新器械在医保腾笼换鸟+商保增量支持的推动下，将是国内医药产业升级的主体脉络。
- **投资建议：国内医疗需求持续升级，宏观经济有望逐步回暖，在地缘政治扰动之下，国家有望加大对于自主可控的支持力度，建议优先配置创新药、创新器械、医疗设备等细分行业，同时建议关注AI医疗、并购重组等带来的主题投资机会。**
- **推荐标的：A股：迈瑞医疗、药明康德、爱尔眼科、联影医疗、新产业、华润三九、特宝生物、智翔金泰-U、美好医疗、开立医疗、爱博医疗、艾德生物、澳华内镜、药康生物；H股：科伦博泰生物-B、康方生物、和黄医药、康诺亚-B、爱康医疗。**
- **风险提示：研发失败风险、商业化不及预期风险、地缘政治风险、政策超预期风险。**

表：国信医药2025年年度策略组合

	代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				ROE 23A	PEG 24E	投资 评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
A股组合	300760.SZ	迈瑞医疗	3,147	115.8	127.6	151.1	176.4	27.2	24.7	20.8	17.8	35.0%	1.6	优于大市
	603259.SH	药明康德	1,471	106.9	94.4	107.7	122.8	13.8	15.6	13.7	12.0	17.4%	3.3	优于大市
	300015.SZ	爱尔眼科	1,351	33.6	35.3	42.6	51.0	40.2	38.2	31.7	26.5	17.8%	2.6	优于大市
	688271.SH	联影医疗	1,149	19.7	14.2	23.0	28.1	58.2	80.8	49.9	40.9	10.5%	6.5	优于大市
	000999.SZ	华润三九	578	28.5	33.1	39.4	45.7	20.3	17.5	14.7	12.7	15.0%	1.0	优于大市
	300832.SZ	新产业	539	16.5	19.5	23.8	29.5	32.6	27.7	22.6	18.3	21.9%	1.3	优于大市
	688278.SH	特宝生物	293	5.6	8.0	11.3	15.1	52.7	36.8	26.0	19.3	29.6%	1.0	优于大市
	688050.SH	爱博医疗	175	3.0	4.1	5.2	6.4	57.6	42.8	33.8	27.5	14.3%	1.5	优于大市
	300633.SZ	开立医疗	148	4.5	2.0	4.9	6.6	32.5	75.4	30.0	22.3	14.4%	5.6	优于大市
	301363.SZ	美好医疗	122	3.1	3.9	4.9	6.0	38.8	31.0	25.0	20.3	9.8%	1.3	优于大市
	688443.SH	智翔金泰-U	108	(8.0)	(7.8)	(7.3)	(4.6)	(13.5)	(13.9)	(14.9)	(23.4)	-28.8%	0.8	优于大市
	300685.SZ	艾德生物	97	2.6	3.2	3.9	4.8	37.2	30.5	24.7	20.2	15.4%	1.3	优于大市
	688212.SH	澳华内镜	64	0.6	0.4	1.0	1.9	110.0	159.1	62.4	32.8	4.2%	3.2	优于大市
	688046.SH	药康生物	58	1.6	1.4	1.8	2.2	36.5	41.4	33.0	26.9	7.5%	3.8	优于大市
港股组合	9926.HK	康方生物	552	20.3	(3.3)	3.2	14.0	27.2	(165.2)	172.9	39.4	43.2%	14.2	优于大市
	6990.HK	科伦博泰生物-B	388	(5.7)	(3.0)	(5.6)	(2.5)	(67.6)	(131.1)	(69.5)	(157.1)	-24.6%	5.3	优于大市
	0013.HK	和黄医药	216	7.1	(0.9)	4.4	7.8	30.3	(250.5)	49.3	27.8	13.8%	(87.5)	优于大市
	2162.HK	康诺亚-B	109	(3.6)	(6.4)	(7.8)	(3.6)	(30.2)	(16.9)	(14.0)	(30.6)	-12.0%	41.7	优于大市
	1789.HK	爱康医疗	55	1.8	2.7	3.5	4.4	30.4	20.9	15.9	12.5	7.6%	0.6	优于大市

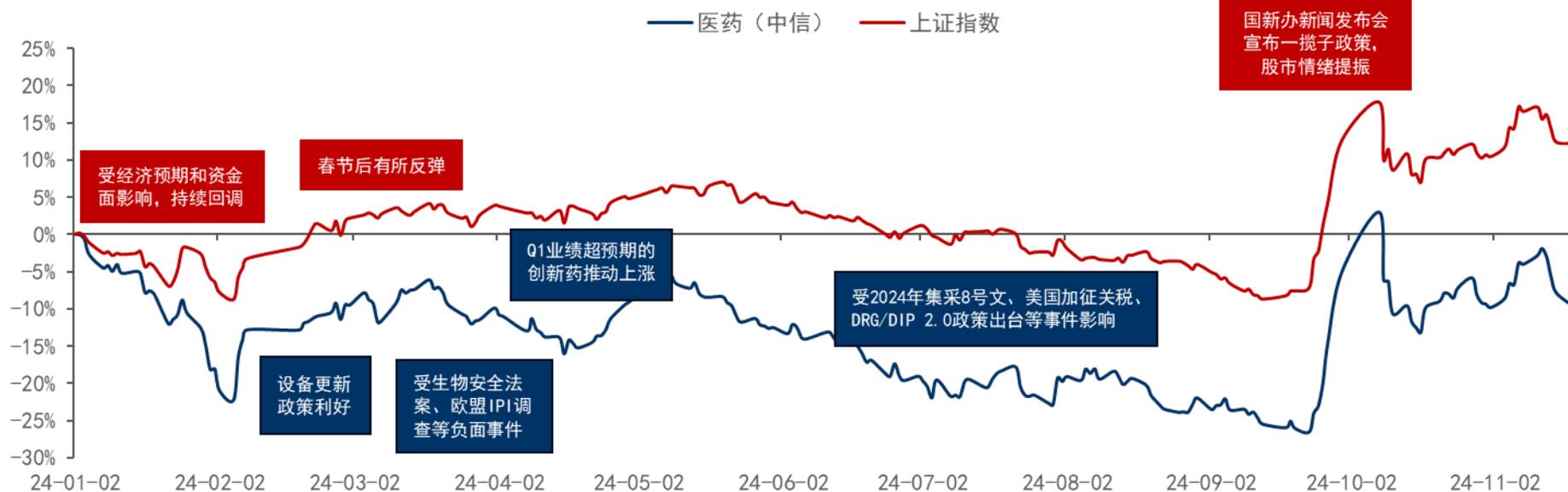
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测 注：以2024/12/04股价计算

- [**01**] 2024年医药板块基本面及行情回顾
- [**02**] 细分板块投资机会展望
- [**03**] 医药行业2025年投资策略及推荐标的

1.1 行情回顾：A股医药板块24年表现较差，位列行业指数倒数

- 2024年1月，受国内经济预期和资金面影响，大盘和医药板块持续回调，持续至2月初。
- 2月中旬起，大盘在春节后有所反弹，医药板块受设备更新等政策刺激有所上涨。
- 3月中下旬起，受美国生物安全法案，欧盟IPI调查等负面事件影响，医药板块持续回调。
- 4月下旬至5月上旬，受到Q1业绩超预期的创新药推动上涨。
- 5月中旬起至9月下旬，受2024年集采8号文发布、美国加征关税、DRG/DIP 2.0政策出台等事件影响，同时大部分医药公司中报、三季报业绩持续低于预期，亮点较少，医药板块持续回调。
- 9月下旬起，国新办发布会宣布一揽子货币、财政支持政策，市场情绪提振，估值修复。

图：A股医药板块2024年至今整体走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：截至2024-11-18

1.1 行情回顾：美联储开启降息周期

- 复盘历史上美联储加息和降息周期，可以发现：在加息周期，随着美债收益率上升，XBI指数和恒生医疗保健综指通常呈下行走势；而加息周期结束后，随着美债收益率下降，XBI指数和恒生医疗保健综指通常呈上行走势。9月中下旬起，美联储宣布降息，进入新一轮降息周期后，全球流动性有望重回宽松状态，外部金融压力渐消，医药领域投融资有望回暖。

图：美债收益率、XBI指数、恒生医疗保健指数走势

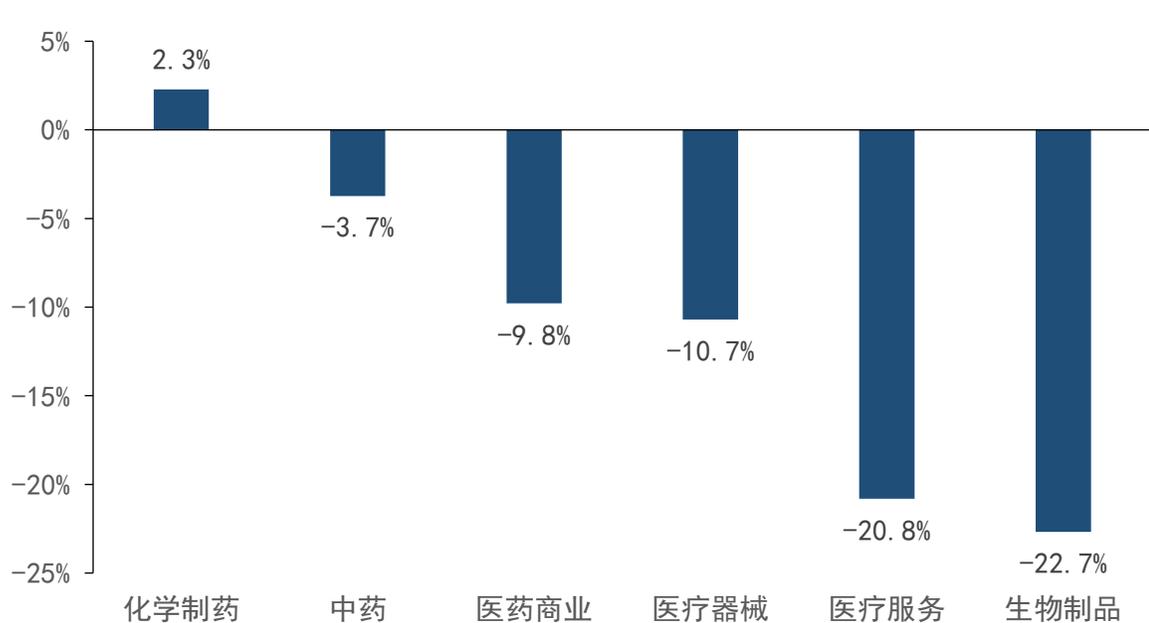


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：截至2024-11-18

1.1 行情回顾：子板块估值处于历史中位

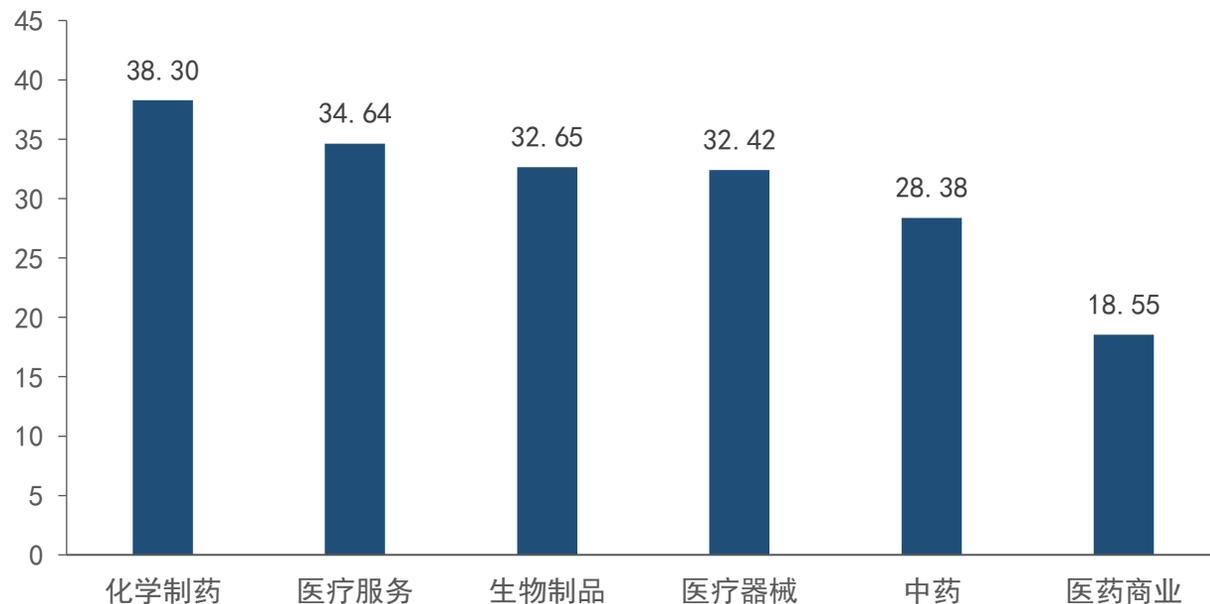
- 医药生物子板块2024年初至今经历了大幅调整，9月末起反弹，当前估值水平处于历史中位：
- ✓ 化药：涨幅2.3%，PE（TTM）为38.30X，处于近5年历史估值的60.98%分位数；
- ✓ 中药：跌幅3.7%，PE（TTM）为28.38X，处于近5年历史估值的50.98%分位数；
- ✓ 医药商业：跌幅9.8%，PE（TTM）为18.55X，处于近5年历史估值的62.35%分位数；
- ✓ 医疗器械：跌幅10.7%，PE（TTM）为32.42X，处于近5年历史估值的72.16%分位数；
- ✓ 医疗服务：跌幅20.8%，PE（TTM）为34.64X，处于近5年历史估值的40.78%分位数；
- ✓ 生物制品：跌幅22.7%，PE（TTM）为32.65X，处于近5年历史估值的57.45%分位数。

图：2024年初至今医药生物(申万)各子板块涨跌幅



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：截至2024-12-4

图：医药生物（申万）各子板块PE（TTM）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：截至2024-12-4

1.1 行情回顾：医药A/H涨幅前十标的统计

表：医药涨幅前十股票

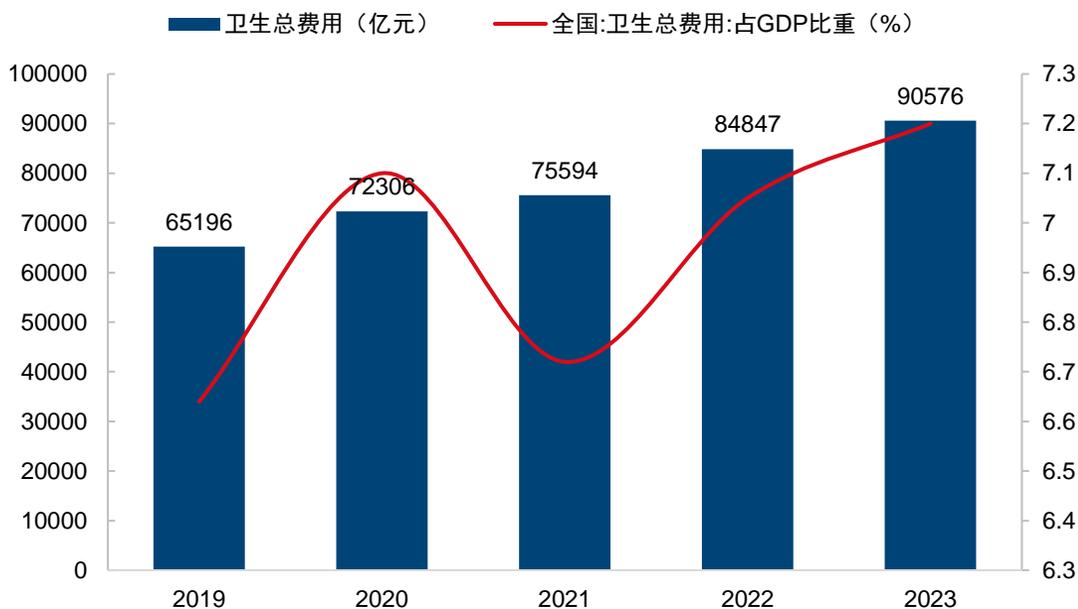
	代码	简称	年初至今涨跌幅	预计上涨原因
A股	688656. SH	浩欧博	274%	拟被中国生物制药收购
	002693. SZ	双成药业	213%	宣布收购半导体公司奥拉股份
	300147. SZ	香雪制药	133%	TCR-T细胞治疗新药TAEST16001注射液纳入突破性治疗品种名单
	300341. SZ	麦克奥迪	79%	受并购传闻影响
	688253. SH	英诺特	69%	连续三季度业绩增速亮眼
	605199. SH	葫芦娃	68%	市场情绪影响
	688506. SH	百利天恒-U	68%	创新药BD出海，收到BMS的8亿美元首付款
	002653. SZ	海思科	64%	环泊酚稳步放量，管线进展顺利，2款新药获批上市
	300181. SZ	佐力药业	63%	业绩增速亮眼
	301301. SZ	川宁生物	58%	业绩表现良好，受益于合成生物学概念
H股	2522. HK	一脉阳光	250%	医保局出台影像检查定价指南和推广互认云阅片机制
	2410. HK	同源康医药-B	204%	创新药管线推进顺利
	1952. HK	云顶新耀-B	122%	新产品商业化提速，耐赋康纳入国家医保药品目录，伊曲莫德即将迎来收获期
	1681. HK	康臣药业	98%	业绩增速亮眼
	6990. HK	科伦博泰生物-B	83%	多条合作管线收到默沙东里程碑付款，核心产品芦康沙妥珠单抗成功上市
	3933. HK	联邦制药	68%	胰岛素集采对业绩影响出清，创新管线推进
	2696. HK	复宏汉霖	55%	复星医药发布了对复宏汉霖的私有化方案
	6855. HK	亚盛医药-B	51%	业绩亮眼，奥雷巴替尼的销售持续放量；与跨国制药企业武田就耐立克®达成独家选择权协议
	2877. HK	神威药业	44%	产品策略转变起效，利润快速增长
	9926. HK	康方生物	43%	公布依沃西单抗与K药的头对头III期临床试验结果，表明其拥有更好的临床疗效

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：截至2024-12-4；剔除ST股；港股剔除50亿市值以下股票

1.2 需求端：卫生总费用持续增长，个人支出占比下降

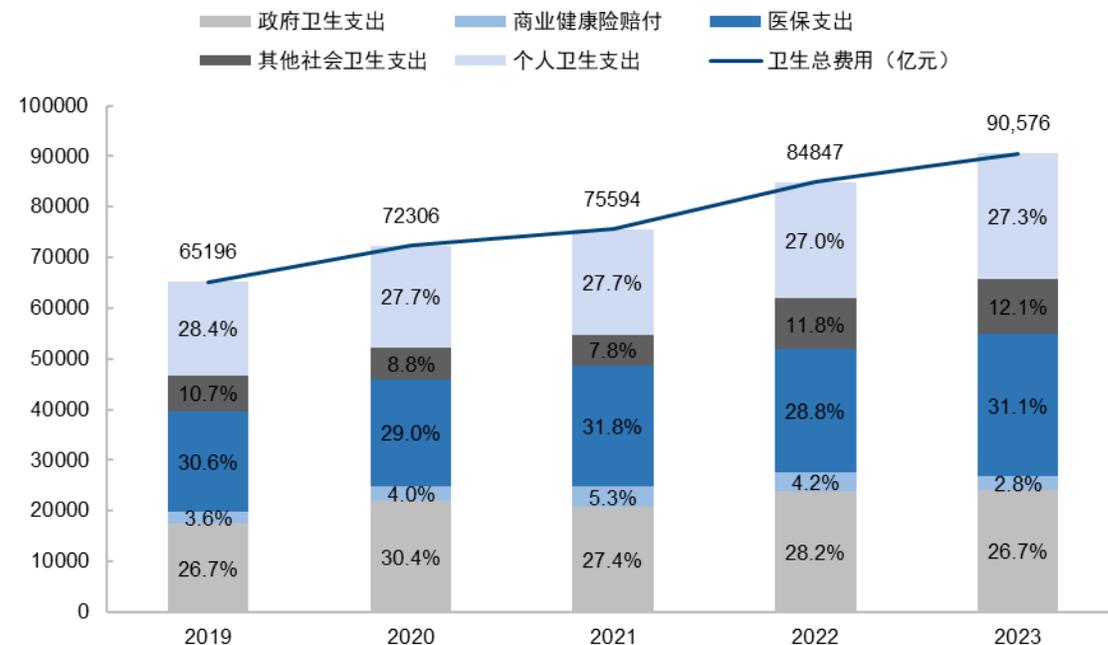
- **支付端：卫生总费用持续增长，个人支出占比下降。**从总量看，2019年-2023年，我国卫生总费用从65196亿元增长至90578亿元，CAGR为**8.6%**，呈现稳定增长趋势，高于名义GDP2019-2023年复合增速。卫生健康总支出占GDP比重从2006年的4.6%，到2021年的6.7%、2023年的7.2%，占比持续提升。
- **从支付结构看，个人卫生支出占比呈下降趋势。**个人卫生支出由2019年的28.4%降低至2023年的27.3%；政府支出在2020-2022年间处于较高水平，2023年为26.7%，与2019年持平；商业健康保险赔付占比较前几年有所下降，2023年为2.8%；2023年医保支出占比为31.1%，较2022年有所提升。我国多层次医疗保障体系持续完善。

图：我国卫生总费用及GDP占比



资料来源：Choice、国家医疗保障局，国信证券经济研究所整理

图：我国卫生总费用结构

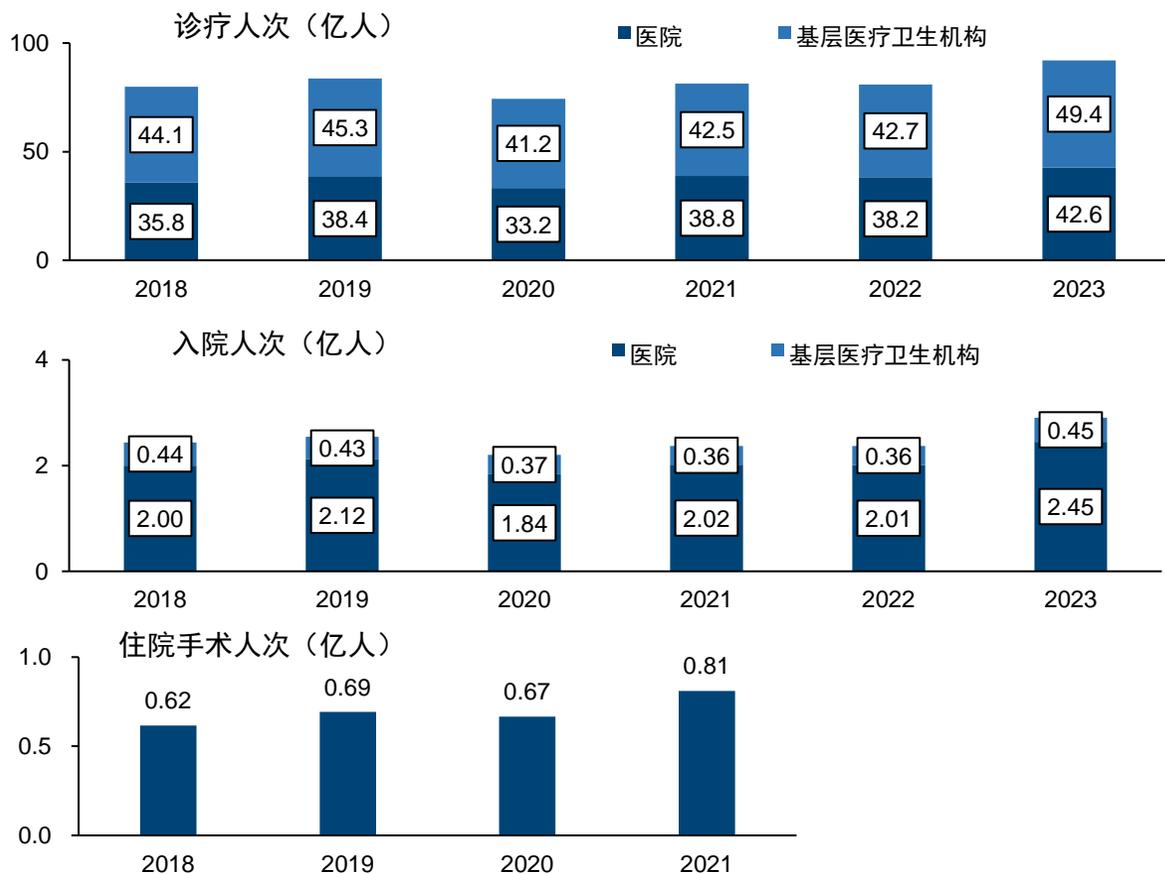


资料来源：Choice、国家医疗保障局，国信证券经济研究所整理

1.2 需求端：诊疗量低个位数增长，次均门诊费用有所提升

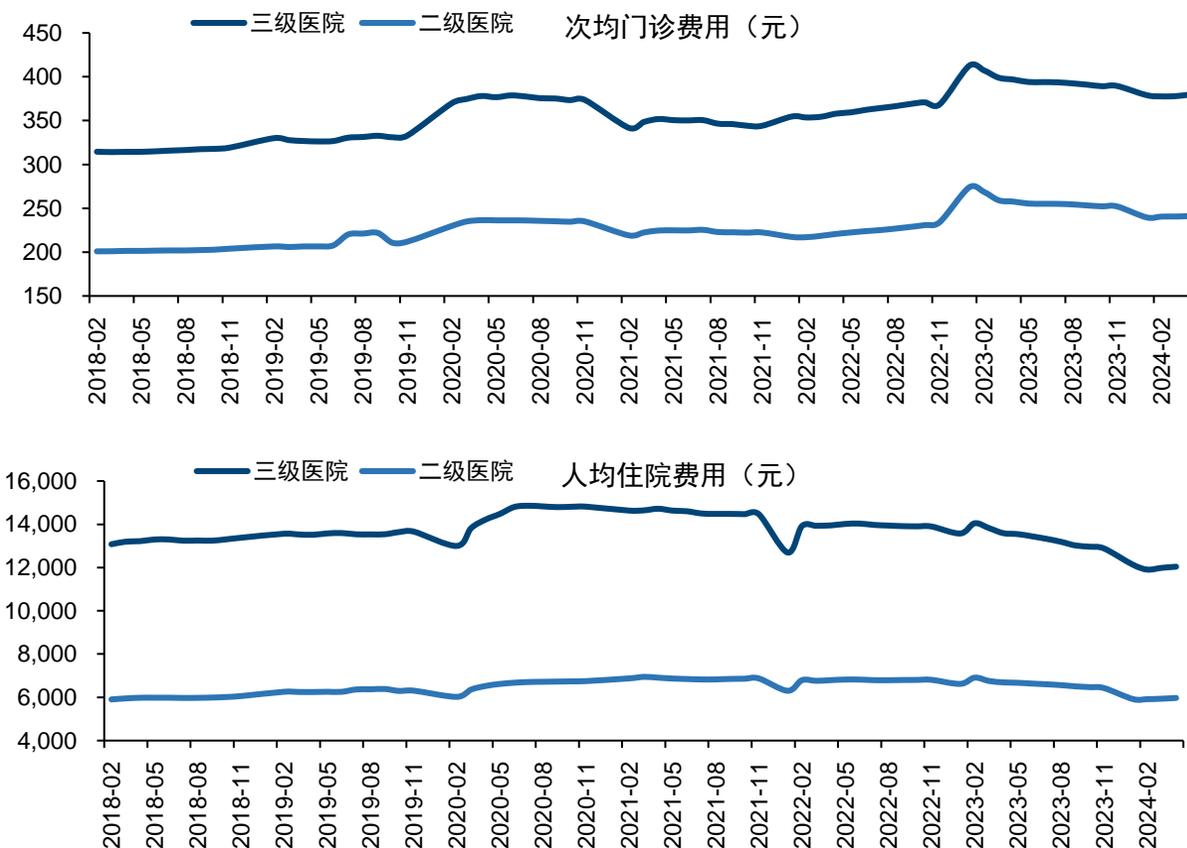
- 2018年以来，诊疗量呈现有波动的提升趋势，门诊费用整体有所提高，住院费用变动较小。2018年至2023年，全国医疗卫生机构诊疗人次由83.1亿提升至95.5亿，复合增速为2.8%，入院人次由2.55亿提升至3.02亿。从费用情况来看，三级、二级医院的次均门诊费用均整体呈现出上升的趋势，而人均住院费用变动较小，甚至在近期有一定下滑，2018年2月三级、二级医院人均住院费用分别为13079/5904元，2024年4月分别为12038/5970元，预计为近年来DRGS/DIP政策主要对于住院费用控制所致。

图：2018-2023年诊疗人次、住院人次及住院手术人次情况



资料来源：卫生健康统计年鉴、卫生健康事业发展统计公报，国信证券经济研究所整理

图：2018年2月-2024年4月次均门诊费用及人均住院费用情况

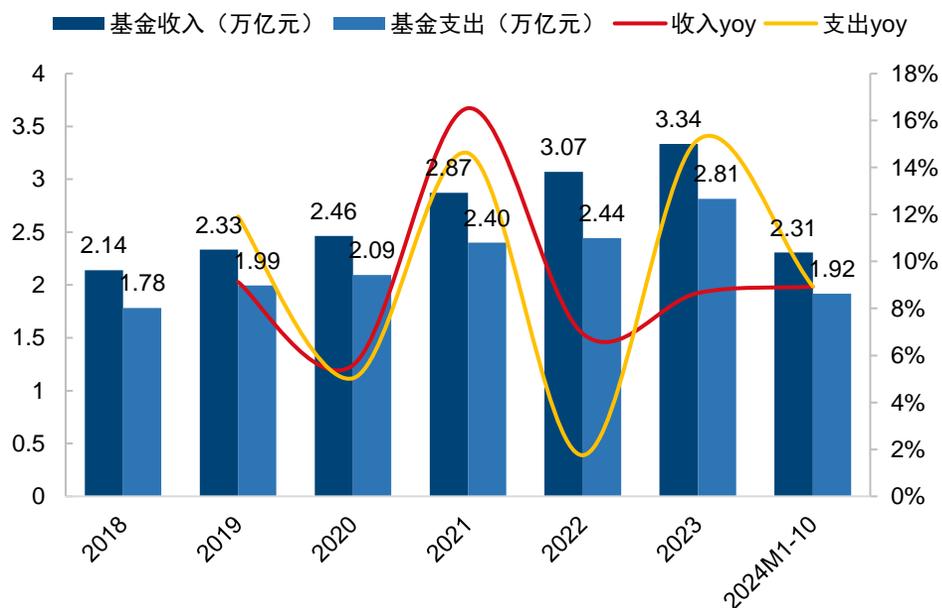


资料来源：卫健委、国信证券经济研究所整理

1.3 支付端：医保支出增速快于收入，财政卫生健康支出下降

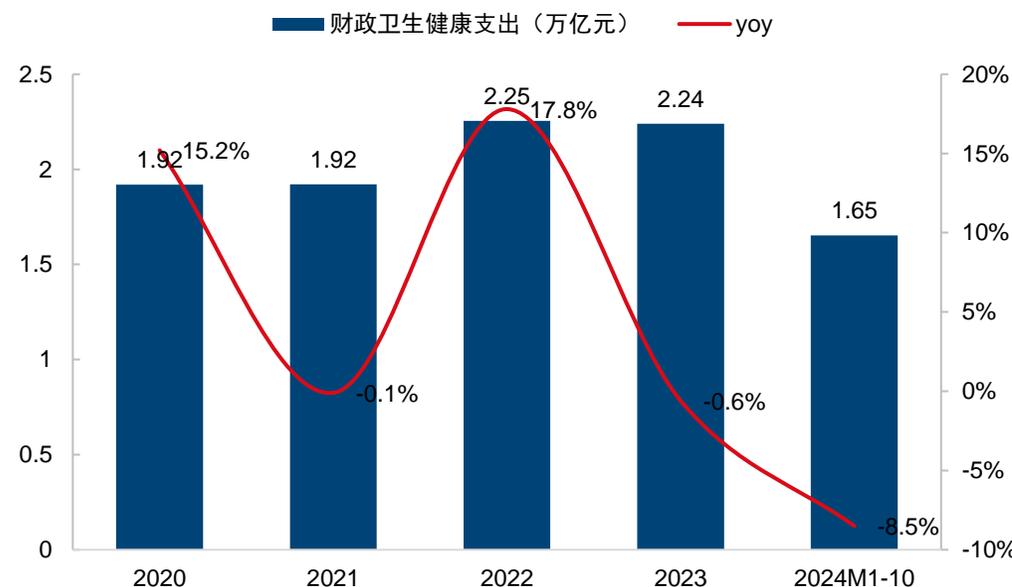
- **医保基金支出增幅23年以来超过收入增速。**根据国家医保局统计，2023年以来，基本医保基金支出增速反超收入，2024年1-10月基本医疗保险（含生育保险）统筹基金收入2.31万亿元，同比增长8.9%，总支出1.92亿元，同比增长8.9%。医保局坚持“以收定支、收支平衡、略有结余”原则，面临人口老龄化带来的巨大压力，医保基金未来有望继续坚持“开源节流”，药械集采和医保谈判常态化开展，医疗服务价格改革进一步推进，DRG/DIP付费方式全面落地，保障医保基金的平稳运行和收支平衡。
- **财政卫生健康支出有所下降。**2024年1-10月财政卫生健康支出为1.65万亿元，同比下降8.5%。

图：近年医保基金收支情况



资料来源：国家医保局、国信证券经济研究所整理

图：财政卫生健康支出情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

1.3 支付端：财政卫生健康支出同比下滑

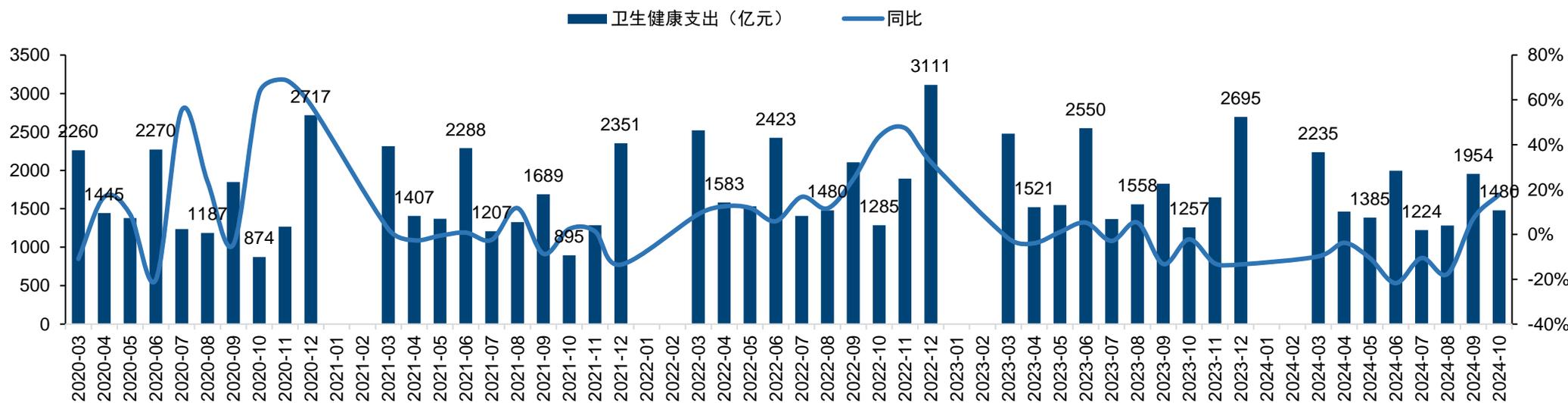
- 2024年1-10月全国财政卫生健康支出同比减少明显。2024年1-10月，全国累计实现卫生健康支出16521亿元，同比减少9%；
- 9月以来财政卫生健康支出增速转正。逐月来看，3-8月每月卫生健康支出均同比有所下滑，9月、10月同比增加7%、18%，扭转持续数月的同比下滑趋势。2024年全年卫生健康支出预算为22836亿元，比2023年决算数提升2%。2024前十个月累计实现支出占全年预算数的72.3%。

表：全国财政卫生健康支出预决算情况（2020-2024）

	预算	决算	预算完成度
2020	17891	19216	107.4%
2021	18659	19143	102.6%
2022	20964	22537	107.5%
2023	24211	22393	92.5%
2024	22836	16521（1-10月）	72.3%

资料来源：财政部，国信证券经济研究所整理

图：全国财政卫生健康支出情况（亿元，2020年3月-2024年10月）

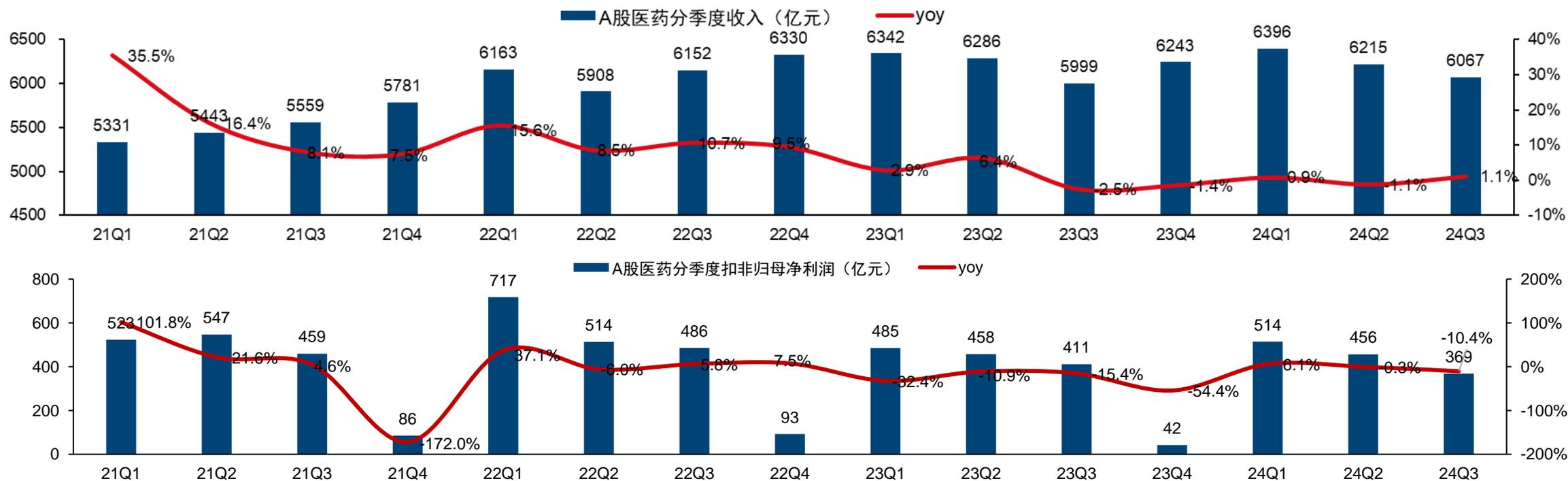


资料来源：财政部、国信证券经济研究所整理 注：财政部每年1-3月份以季报形式披露财政支出，1-2月份各科目支出情况数据缺失

1.4 A股医药行业基本面：24年前三季度收入端持平，利润端下滑

- 医药行业在去年Q3基数较低的情况下，24Q3表现依然缺乏亮点。受到宏观环境、行业规范化整顿、集采及DRGS/DIP等因素影响，A股医药行业上市公司2024年前三季度业绩表现略差。
- 2024年前三季度收入端基本同比持平，利润端出现同比下滑。2024年Q3，A股437家医药上市公司共实现收入6067亿元（同比+1.1%），前三季度共实现收入18678亿元（同比+0.3%），前三季度实现收入同比增长的共有242家公司（占比 55.4%）。2024年Q3，A股医药上市公司共实现扣非归母净利润369亿元（同比-10.4%），前三季度共实现扣非归母净利润1339亿元（同比-1.1%）。

图：A股医药行业单季度营收及扣非归母净利润情况（21Q1-24Q3）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

1.4 A股医药行业基本面：分板块单季度营收情况（1）

表：A股医药行业分板块单季度营收情况（单位：亿元）

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24前三季度
创新药	166.17	124.57	148.05	154.16	129.07	126.07	146.15	145.42	141.50	171.52	187.54	179.22	243.01	229.32	227.21	699.54
yoy	85.6%	25.6%	14.7%	12.4%	-22.3%	1.2%	-1.3%	-5.7%	9.6%	36.0%	28.3%	23.2%	71.7%	33.7%	21.2%	39.8%
医疗耗材	275.42	239.32	206.01	226.03	209.08	215.61	202.23	222.26	204.98	205.67	199.81	213.17	214.45	225.85	220.21	660.51
yoy	171.1%	11.6%	-17.9%	-11.1%	-24.1%	-9.9%	-1.8%	-1.7%	-2.0%	-4.6%	-1.2%	-4.1%	4.6%	9.8%	10.2%	8.2%
手术耗材	74.56	94.73	80.89	96.24	88.94	97.87	95.33	101.50	97.06	102.60	97.07	103.21	101.69	105.97	96.30	303.96
yoy	79.1%	43.1%	25.3%	41.5%	19.3%	3.3%	17.8%	5.5%	9.1%	4.8%	1.8%	1.7%	4.8%	3.3%	-0.8%	2.4%
骨科	14.47	18.75	16.64	21.33	14.75	19.28	13.94	15.01	14.83	14.18	11.95	13.46	13.30	14.53	14.21	42.04
yoy	82.5%	39.0%	11.5%	21.1%	2.0%	2.9%	-16.2%	-29.6%	0.5%	-26.5%	-14.3%	-10.3%	-10.3%	2.5%	18.9%	2.6%
低值耗材	186.39	125.85	108.48	108.47	105.39	98.46	92.96	105.75	93.10	88.89	90.79	96.50	99.47	105.35	109.70	314.51
yoy	258.2%	-6.7%	-36.8%	-35.6%	-43.5%	-21.8%	-14.3%	-2.5%	-11.7%	-9.7%	-2.3%	-8.7%	6.8%	18.5%	20.8%	15.3%
医疗设备	141.28	166.64	154.34	163.63	157.79	189.36	174.87	195.64	203.42	230.74	191.57	200.98	207.31	234.72	189.68	631.71
yoy	43.4%	23.4%	23.6%	27.2%	11.7%	13.6%	13.3%	19.6%	28.9%	21.9%	9.5%	2.7%	1.9%	1.7%	-1.0%	1.0%
诊断试剂	200.09	216.12	180.93	237.95	584.67	271.04	256.06	264.31	129.23	112.08	107.51	120.97	114.59	112.70	110.16	337.45
yoy	176.9%	26.5%	13.6%	24.1%	192.2%	25.4%	41.5%	11.1%	-77.9%	-58.7%	-58.0%	-54.2%	-11.3%	0.6%	2.5%	-3.3%
三方外包服务	195.63	222.10	247.20	276.29	330.63	383.86	372.26	375.62	301.20	321.11	313.65	311.11	267.49	293.42	310.30	871.21
yoy	80.9%	34.5%	35.3%	36.6%	69.0%	72.8%	50.6%	36.0%	-8.9%	-16.3%	-15.7%	-17.2%	-11.2%	-8.6%	-1.1%	-6.9%
ICL	65.13	68.04	79.05	82.56	112.39	127.30	112.36	103.50	60.64	65.31	61.27	60.04	54.34	59.62	54.11	168.07
yoy	128.3%	21.5%	29.0%	28.9%	72.6%	87.1%	42.1%	25.4%	-46.0%	-48.7%	-45.5%	-42.0%	-10.4%	-8.7%	-11.7%	-10.2%
CXO	130.50	154.07	168.15	193.73	218.24	256.56	259.90	272.12	240.56	255.80	252.38	251.06	213.15	233.80	256.19	703.14
yoy	63.9%	41.2%	38.5%	40.2%	67.2%	66.5%	54.6%	40.5%	10.2%	-0.3%	-2.9%	-7.7%	-11.4%	-8.6%	1.5%	-6.1%
生命科学上游	50.60	55.93	71.18	81.83	79.72	79.99	85.60	97.72	74.10	80.65	79.07	78.64	69.44	74.64	71.18	215.26
yoy	172.8%	70.3%	68.6%	5.8%	57.5%	43.0%	20.2%	19.4%	-7.0%	0.8%	-7.6%	-19.5%	-6.3%	-7.5%	-10.0%	-7.9%
上游试剂	20.34	17.01	21.43	22.84	25.86	22.47	25.71	30.15	19.80	19.89	21.62	22.73	19.68	21.69	21.36	62.73
yoy	437.5%	101.1%	16.9%	12.5%	27.1%	32.1%	19.9%	32.0%	-23.4%	-11.5%	-15.9%	-24.6%	-0.6%	9.0%	-1.2%	2.3%
上游设备	24.37	31.24	42.33	49.44	46.72	48.94	50.90	57.51	45.50	50.70	48.07	45.51	40.17	42.32	41.30	123.78
yoy	117.9%	71.0%	129.0%	0.1%	91.7%	56.7%	20.3%	16.3%	-2.6%	3.6%	-5.6%	-20.9%	-11.7%	-16.5%	-14.1%	-14.2%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

1.4 A股医药行业基本面：分板块单季度营收情况（2）

表：A股医药行业分板块单季度营收情况

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24前三季度
仿制药	661.07	658.26	676.37	699.56	696.74	689.25	708.08	731.27	750.94	723.64	669.76	719.41	735.35	730.13	688.48	2153.97
yoy	16.4%	2.1%	-1.5%	5.0%	5.4%	4.7%	4.7%	4.5%	7.8%	5.0%	-5.4%	-1.6%	-2.1%	0.9%	2.8%	0.4%
中药	890.86	831.39	849.49	855.86	906.85	843.90	869.44	964.52	1043.26	961.11	867.93	954.03	1041.36	912.74	852.25	2806.36
yoy	20.1%	11.8%	7.0%	0.1%	1.8%	1.5%	2.3%	12.7%	15.0%	13.9%	-0.2%	-1.1%	-0.2%	-5.0%	-1.8%	-2.3%
院内中药	766.75	707.28	726.89	717.98	767.78	706.40	732.41	791.12	859.54	781.70	709.36	774.07	852.53	734.81	702.48	2289.82
yoy	18.8%	9.0%	5.6%	-0.8%	0.1%	-0.1%	0.8%	10.2%	12.0%	10.7%	-3.1%	-2.2%	-0.8%	-6.0%	-1.0%	-2.6%
OTC	124.10	124.11	122.60	137.88	139.07	137.50	137.03	173.40	183.72	179.41	158.57	179.96	188.83	177.93	149.78	516.54
yoy	28.6%	31.7%	16.2%	4.7%	12.1%	10.8%	11.8%	25.8%	32.1%	30.5%	15.7%	3.8%	2.8%	-0.8%	-5.5%	-1.0%
原料药	383.83	386.29	386.50	444.04	427.33	429.24	419.79	456.04	442.98	418.40	393.85	404.17	439.79	444.97	430.06	1314.82
yoy	28.4%	5.0%	16.3%	20.8%	11.3%	11.1%	8.6%	2.7%	3.7%	-2.5%	-6.2%	-11.4%	-0.7%	6.4%	9.2%	4.7%
疫苗	71.12	150.14	163.86	165.97	148.91	174.90	165.03	168.68	168.71	182.38	206.90	187.72	143.70	106.98	91.64	342.33
yoy	70.7%	102.8%	77.8%	69.4%	109.4%	16.5%	0.7%	1.6%	13.3%	4.3%	25.4%	11.3%	-14.8%	-41.3%	-55.7%	-38.6%
血制品	33.72	39.05	59.19	51.70	43.24	58.31	52.99	57.23	55.11	53.73	72.87	63.44	51.76	61.25	65.67	178.68
yoy	4.8%	22.2%	28.9%	10.2%	28.2%	49.3%	-10.5%	10.7%	27.5%	-7.9%	37.5%	10.9%	-6.1%	14.0%	-9.9%	-1.7%
生物制品	58.99	69.61	77.90	72.12	70.66	61.49	77.63	67.86	65.87	76.61	88.94	85.89	71.53	72.81	83.43	227.76
yoy	28.4%	20.9%	20.1%	12.0%	19.8%	-11.7%	-0.3%	-5.9%	-6.8%	24.6%	14.6%	26.6%	8.6%	-5.0%	-6.2%	-1.6%
医院	142.80	157.85	170.71	169.36	146.58	145.24	181.96	152.62	176.06	189.69	200.91	196.07	179.64	192.85	200.38	572.87
yoy	75.5%	35.8%	7.9%	-4.8%	2.7%	-8.0%	6.6%	-9.9%	20.1%	30.6%	10.4%	28.5%	2.0%	1.7%	-0.3%	1.1%
医药电商	14.08	14.40	14.47	16.98	15.37	16.16	17.69	23.39	19.99	19.76	20.15	23.44	25.18	23.08	23.93	72.19
yoy	99.9%	128.4%	9.4%	20.2%	9.2%	12.2%	22.2%	37.8%	30.0%	22.2%	13.9%	0.2%	26.0%	16.8%	18.8%	20.5%
医药流通	1874.35	1938.31	1965.72	1952.25	2009.71	1997.68	2192.07	2094.29	2301.97	2275.07	2141.49	2194.92	2298.63	2222.22	2231.67	6752.51
yoy	26.7%	16.4%	2.9%	1.9%	7.2%	3.1%	11.5%	7.3%	14.5%	13.9%	-2.3%	4.8%	-0.1%	-2.3%	4.2%	0.5%
连锁药店	171.07	173.15	186.10	212.03	206.76	225.56	229.29	311.81	261.74	263.41	256.63	308.28	292.19	276.05	270.31	838.54
yoy	14.4%	12.8%	20.0%	20.2%	20.9%	30.3%	23.2%	47.1%	26.6%	16.8%	11.9%	-1.1%	11.6%	4.8%	5.3%	7.3%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

1.5 政策推进时间表：药械集采提质扩面，医疗服务价格改革加速推进

- **药品**：2018年起，国家已组织十批药品集采。2024年11月，第十批药品国采官宣。
- **医疗器械**：2019年起，国家已组织五批医用耗材集采。2024年11月，第五批国采（人工耳蜗和外周血管类）启动。
- **医疗服务**：DRG/DIP 支付方式改革不断推进。2024年7月，DRG/DIP 2.0政策出台；11月，医保基金预付制度出台。

表：药品、医疗器械、医疗服务领域重要政策推进时间表

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
药品	√第一批“4+7”药品国采名单公布，涉及25个品种	√第一批药品国采扩围，涉及品种25个 √医保目录动态调整，创新药加速纳入医保目录放量	√第二批、第三批药品集采落地，分别涉及32、55个品种	√第四、第五批药品国采落地，分别涉及45、61个品种 √第六批药品国采（胰岛素专项）集采落地，涉及16个品种	√第七批药品国采落地，涉及60个品种 √各省级联盟集采加速开展，生长激素、血制品、中成药集采试点落地	√第八批药品国采结果出炉，涉及39个品种 √第九批药品国采结果出炉，涉及41个品种 √全国中成药集采落地		√第九批药品国采落地 √胰岛素国采接续采购 √第十批药品国采官宣
医疗器械		√国务院发布《治理高值医用耗材改革方案》，高值耗材集采启动 √江苏、安徽分别试点冠脉支架、关节集采	√冠脉支架国家带量采购落地	√关节国采落地 √安徽省化学发光集采、乙类大型医疗设备集采落地 √宁波种植牙集采	√脊柱国采结果出炉 √集采进入深水区，各省级联盟集采覆盖高值耗材、低值耗材、IVD生化检测等	√第四批高值医用耗材国采（人工晶体和运动医学类耗材）结果出炉 √脊柱国采陆续落地 √安徽25省化学发光传染病、性激素等项目集采落地		√第四批高值医用耗材国采落地 √关节国采续约落地 √设备更新政策发布和推进 √第五批高耗集采启动（人工耳蜗和外周血管类） √安徽25省化学发光肿瘤标志物等项目集采征求意见
医疗服务				√医保局、卫健委、发改委等八部委联合发布《深化医疗服务价格改革试点方案》 √医保局发布《DRG/DIP支付方式改革三年行动计划》	√多地DRGs/DIP试点工作正式启动 √北京医保局出台新药、新技术豁免DRGs政策	√卫健委、中医药管理局发布《全面提升医疗质量行动计划（2023-2025年）》 √国务院发布《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》 √医保局发布《关于加强定点医药机构相关人员医保支付资格管理的指导意见(征求意见稿)》		√国务院办公厅发布《深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务》 √DRG/DIP 2.0政策出台 √医保基金预付制度出台 √制定医疗服务价格项目立项指南

资料来源：各政府网站、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

1.5 2025年重要政策预测

- 药品方面，第十批国采于2024年11月起开启信息填报，2025年可关注新一轮基药目录调整、第十批国采落地等重要事件；
- 器械方面，第五批高耗集采（人工耳蜗和外周血管类）于11月启动，2025年可关注新一批高耗集采落地、地方集采的提质扩面，以及设备更新政策的落地。
- 医疗服务方面，2025年可关注DRG/DIP 改革、医疗服务价格改革、医保基金预付制度的推进和落地。

图：2025年重要政策/事件展望

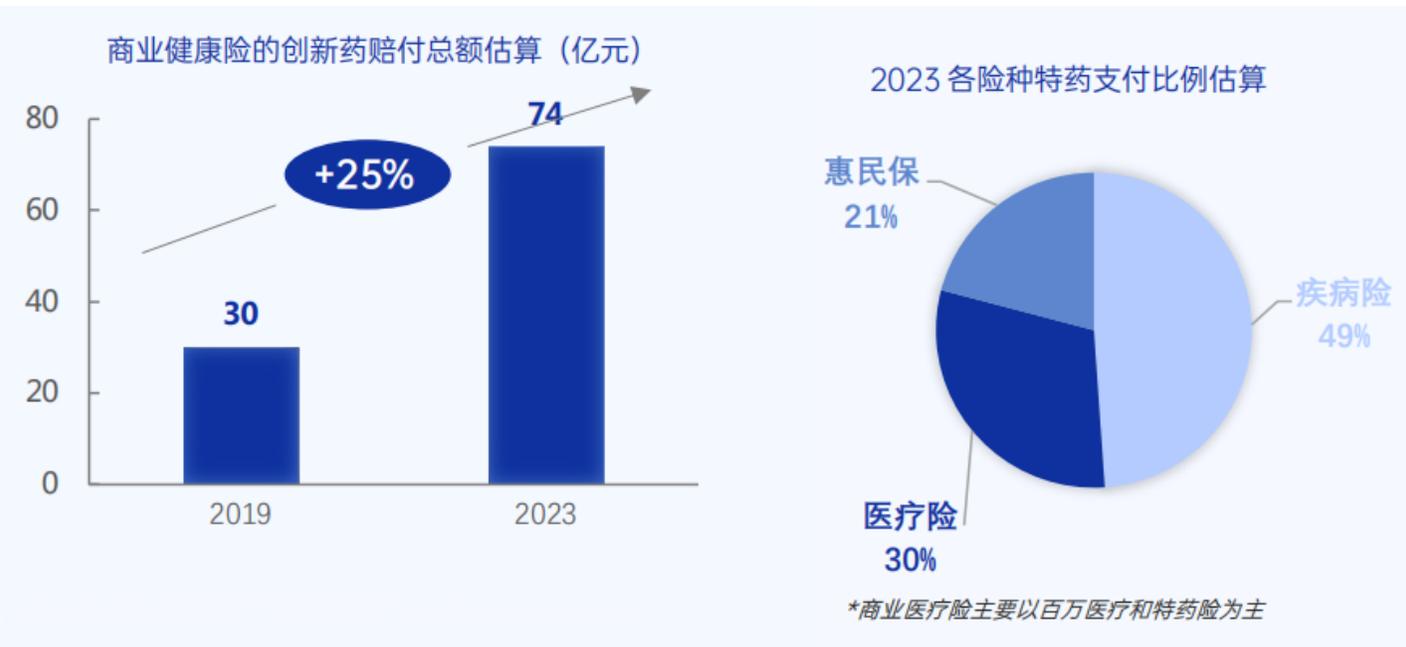


资料来源：各政府网站、国信证券经济研究所整理

1.5 商保、医保数据互联互通有望打开商业健康险增长空间

- **我国商业健康险在创新药支付规模中占比较低。**据《中国商业健康险创新药支付白皮书（2024）》中测算，2023年商业健康险对创新药的支付总额约为74亿元，对应2019-2023年CAGR为25%；但从规模来看，商业健康险支付仅占创新药1400亿市场的5.3%。分领域看，针对肿瘤创新药的商保支付比例由2019年的6%提升至9%；而对于非肿瘤创新药，商保赔付的占比仍然较低。分不同险种来看，在商业健康险74亿的创新药赔付规模中，疾病险、医疗险和惠民保分别占比49%、30%、21%。
- **商保与医保数据互通打开商业健康险增长空间，推动医疗行业支付端结构的不断扩充与完善。**2020年国务院发布《关于深化医疗保障制度改革的意见》以来，部分省市陆续开展了关于医保对商保提供网络与数据支持的试点。主要形式包括：1) 将医保相关数据经个人授权后提供给商保机构（如济南政保通）；2) 将商保机构的产品规则内置于医保系统，实现商保与医保一站式结算（如浙江“智慧医保大脑”、上海一站式直赔）；3) “双平台一通道”模式分别建立医保和商保的综合服务平台，并在两平台之间建立一个对接通道（如湖北孝感）。

图：商业健康险对创新药的支付规模估算



表：部分省市医保对商保提供网络与数据支持的试点案例

形式	主要案例	备注
由医保将相关数据（经个人授权后）提供给商保机构，商保据此开展快赔结算	济南 “政保通”启用医药与商业保险数据授权共享系统，实现群众线上授权商保公司查询医保报销信息	最明显的问题是 医保承担的责任过多过重 、商保获取必要的 数据能力差 ，难以实现 医保与商保网络信息 平台之间既 相对独立完整 ，又 高效安全规范 联通
商保机构将产品规则内置于医保系统，实现商保与医保的一站式结算	浙江 “浙江智慧医保大脑”将省惠民保纳入医保一站式结算通道； 济南 “保医通”接入9家主流保险公司的40余款保险产品； 上海 在医保局、金融监管局及保交所推动下，太平洋健康险、中国人寿作为第一批商保公司，与上海交通大学医学院附属瑞金医院、复旦大学附属中山医院等首批12家三甲医院正式开始“医保+商保”的直赔运行，完成“医保+商保”的一次性秒级报销理赔	
双平台一通道 ：医保和商保各建一个综合服务平台，两平台之间建立一个规范标准的对接通道	湖北孝感 建设两个平台和一个标准化通道，即医保平台负责参保群众基本医疗保障结算，商保综合服务平台负责医保外各项补充医疗保障结算；两平台之间建立标准规范的信息交换通道，按照最小必需、确保安全原则建立数据交换机制	

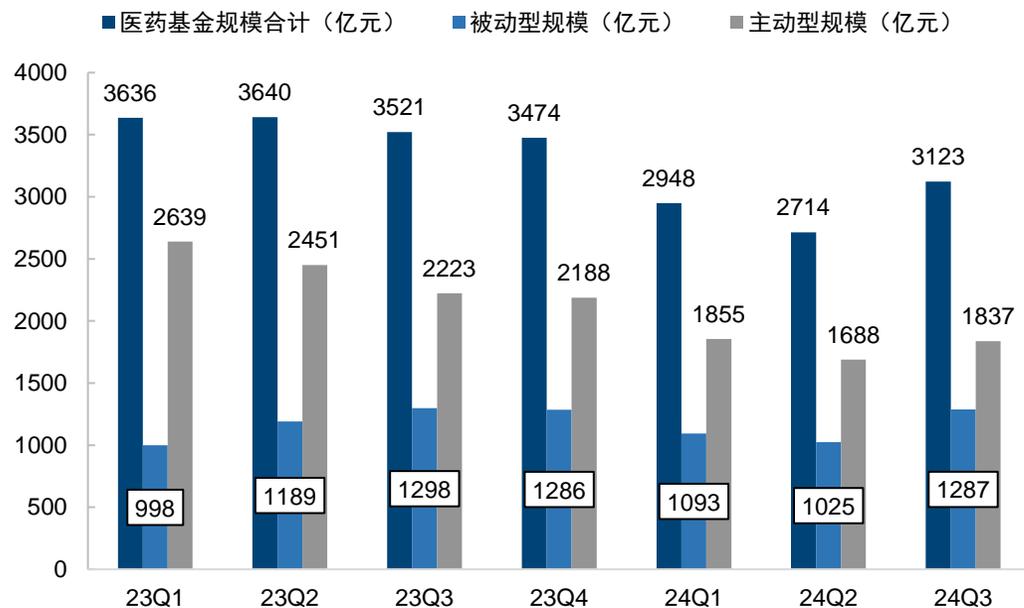
资料来源：《中国商业健康险创新药支付白皮书（2024）》、国信证券经济研究所整理

资料来源：上海保险交易所、中国医疗保险网、红板报，国信证券经济研究所整理

1.6 公募基金医药持仓分析

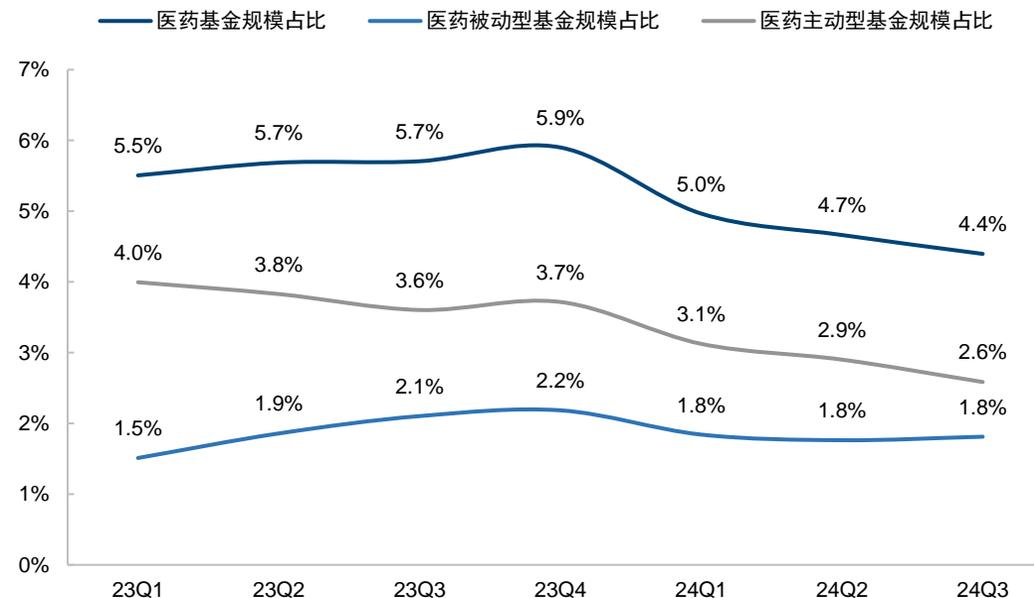
■ 截至24Q3，医药基金资产净值规模达到3123亿元，占全基金样本规模比例为4.4%，其中被动型基金规模1287亿元，规模占比2.6%，主动型基金规模1837亿元，规模占比1.8%。

图：医药基金资产净值规模情况（亿元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：医药基金资产净值规模占比情况

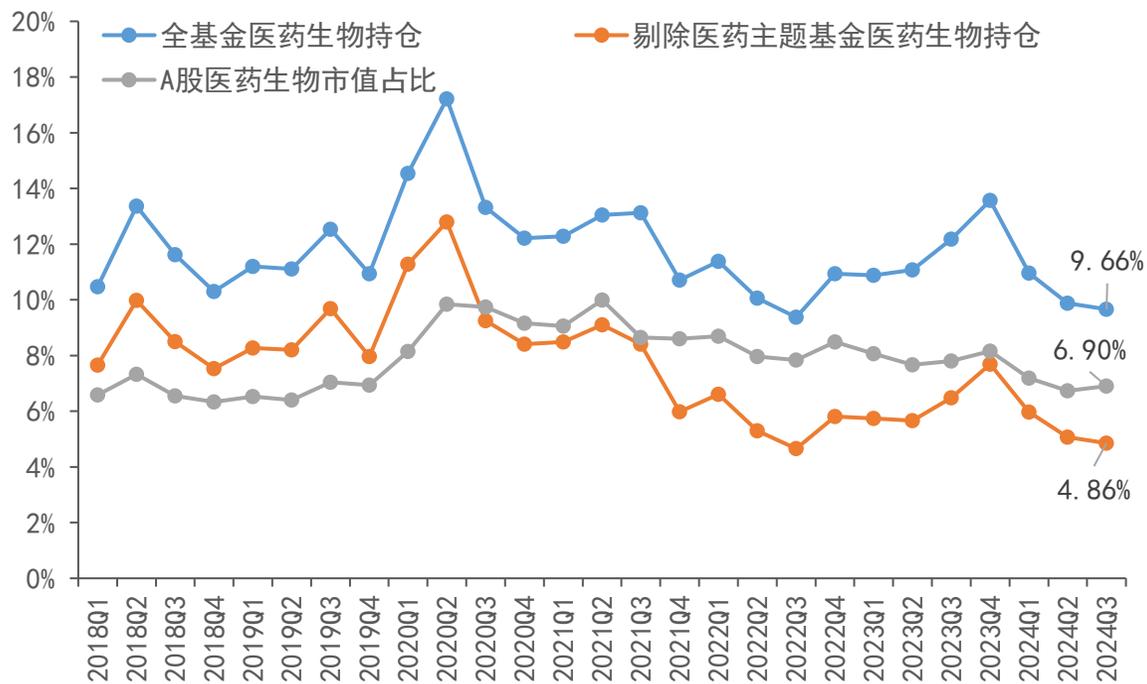


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：全基金样本为股票型基金、偏股混合型基金、平衡混合型基金

1.6 公募基金医药持仓分析

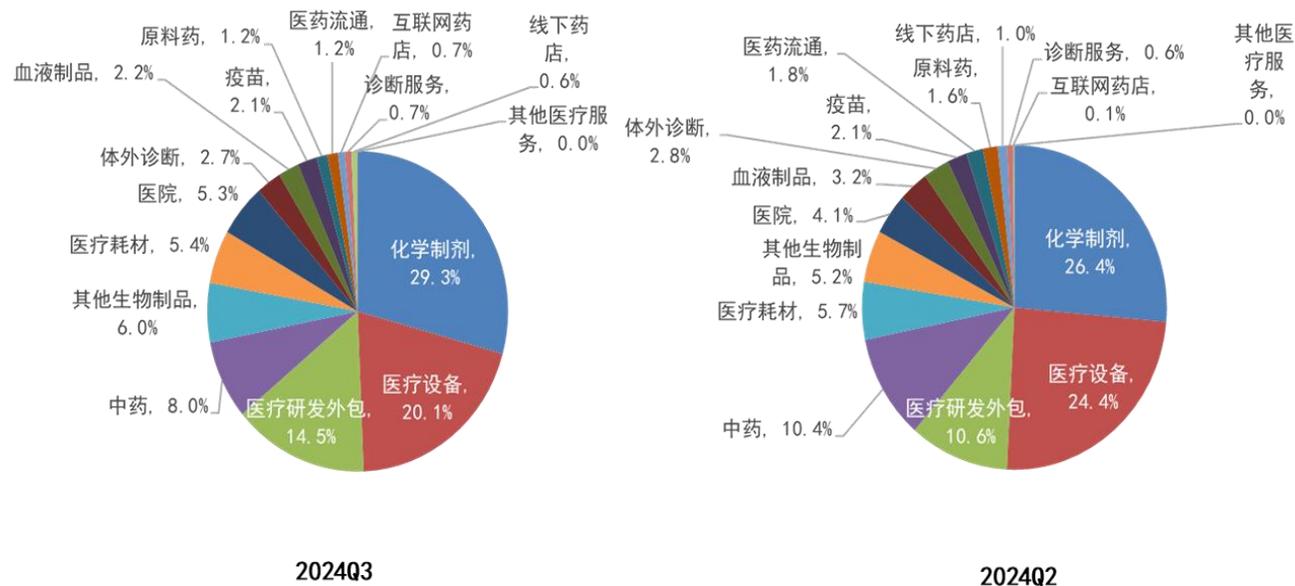
- 全部公募基金、医药主题基金及剔除医药主题基金后，医药持仓环比均有所下降：24Q3全基金医药持仓占比为9.66%，环比下降0.22pp；其中医药主题基金的医药持仓占比为95.52%，环比下降0.38pp；剔除医药主题基金后持仓为4.86%，环比下降0.21pp；
- 医疗研发外包、化学制剂子板块持仓占比提升明显，医疗设备、中药子板块持仓占比下降幅度居前：从医药持仓结构来看，24Q3持仓占比最大的子板块为化学制剂、医疗设备、CXO；较24Q2持仓占比增加最多的子板块为CXO、化学制剂，持仓占比下降最多的子板块为医疗设备、中药。

图：医药生物持仓情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：医药生物细分子板块持仓占比变化情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- [01] 2024年医药板块基本面及行情回顾
- [02] 细分板块投资机会展望
- [03] 医药行业2025年投资策略及推荐标的

2.1 创新药：持续关注差异化创新出海，国内商业化放量双轮驱动

- **国产创新药海外销售持续得到验证。**目前已有多款国产创新药在美国及其他国家和地区获批上市，凭借优秀的临床数据，针对全球未被满足的临床需求，这些创新药上市之后取得了快速商业化放量。传奇生物的cilta-cel、百济神州的泽布替尼、和黄医药的呋喹替尼等国产创新药在不同的适应症中均取得了优秀的销售表现。
- **越来越多的创新药进入全球注册性临床，授权出海持续火热。**2023年至今，以ADC、双抗为主的新靶点、新机制国产创新药纷纷开启全球多中心注册性临床。科伦博泰/默沙东的SKB264/MK-2870自23Q4以来接连开启10个3期MRCT，适应症覆盖肺癌、乳腺癌、胃癌等，预计最早于2027年初有主要数据读出。康方生物/Summit的AK112、康诺亚/乐普生物/阿斯利康的CMG901、映恩生物/BioNTech的DB-1303（HER2 ADC）、百济神州的Sonrotoclax、君实生物的JS004等均已开启3期MRCT。随着这些注册性临床的数据读出，对应分子有望成为下一波国产创新药出海的主力。另一方面，授权出海持续火热，2024年下半年以来，CD3双抗/三抗（TCE）逐渐成为最受关注的药物形态，B细胞耗竭疗法在自身免疫疾病中的应用也成为了市场关注的重点。
- **国内销售：大品种有望通过谈判进入医保放量，头部biotech公司有望迎来盈亏平衡。**部分国产FIC创新药产品通过今年的国谈进入医保，在各地对创新药政策的支持下，新上市的重磅产品有望快速实现国内商业化价值。头部biotech公司大多在2020年前后实现首个产品的上市销售，目前已进入较为成熟的商业化阶段；在产品销售持续增长，各项费用合理控制的前提下，有望在未来1-2年内迎来盈亏平衡；优秀的biotech公司具备自身的造血能力之后，可以利用销售产生的现金流支持后续管线的研发，成功实现向pharma的转型。
- **创新药板块25年投资策略：**
 - ✓ 1) 仿制药集采影响逐步消化，创新管线进入收获期的仿创结合药企：恒瑞医药、海思科、特宝生物、凯因科技等；
 - ✓ 2) 商业化能力得到验证或即将验证的优质BIOTECH公司：百济神州、信达生物、和黄医药、康方生物、智翔金泰、康诺亚-B等；
 - ✓ 3) 拥有差异化设计和出海潜力的重磅品种的创新药公司：科伦博泰生物-B、康方生物、泽璟制药等。

2.1.1 创新药出海：中国本土创新药出海从2023年起进入2.0阶段

- **创新药出海1.0（2019-2021年），主要为同质化、跟随式创新，分为三个阶段：**
 - **2015-2019年，是中国创新药集体出海的第一阶段：**多个项目的合作方启动注册临床试验，鲜有成功案例。代表性成功案例为2017年底，传奇生物与强生进行全球合作开发BCMA CAR-T，后续出色的中国、美国临床试验数据支持潜在同类最优（BIC）的临床价值，这是中国创新药在细胞治疗浪潮下取得的跨越式进展，也拉开了中国创新药集体出海的浪潮。
 - **2020-2021年，是创新药出海的高潮期：**2020-2021年来，对外授权或合作开发的交易案例迅速增多，涵盖了小分子、单抗、双抗、ADC、CAR-T等药物形态，说明中国本土创新药不断获得全球认可。
 - **2022年初以来，创新药出海阶段性受阻：**以PD-1为代表的本土创新药，在FDA的审批中屡屡受挫，MRCT或成为必要选择；同时受到资本市场景气度的影响，对外授权案例相对较少，金额也普遍偏小，创新药板块整体回调。
- ✓ **结论：创新药出海1.0（2019-2021年）的逻辑存在内在缺陷，随着外部环境变化，也被现实证明并不适用于当前市场；国产me-too/fast-follow创新药，虽然多数能够在国内成功获批并商业化，但在国外都有对标的FIC产品，无法满足规范市场（欧美日）的未满足医疗需求（unmet medical needs），缺乏临床价值、也缺乏商业化价值。**
- **创新药出海2.0（2022年底起至今），国产创新药进入差异化、高质量创新阶段：**
 - **授权出海：**2022Q4起，以康方生物AK112及科伦博泰SKB264等一揽子ADC资产对外授权为代表性事件，创下本土创新药对外授权的总交易额历史记录，重新掀起国产创新药出海浪潮。
 - **海外商业化：**2023年起，海外商业化逐步验证，多款国产创新药在美国及其他国家和地区获批上市，凭借优秀的临床数据，针对全球未被满足的临床需求，这些创新药上市之后取得了快速的商业化放量。
 - **海外注册性临床及并购：**2023-2024年，部分国产创新药成为MNC的重点临床管线，部分国内biotech被海外企业收购。
 - **出海新模式：**NewCo模式兴起，公司保留创新药资产部分的海外权益，同时也承担了创新药海外临床失败的潜在风险。

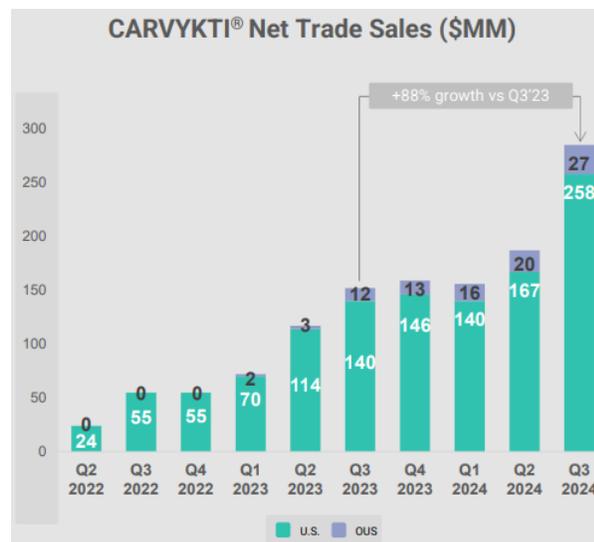
2.1.1 创新药出海：国产创新药海外销售持续得到验证

- **国产创新药海外销售持续得到验证。**目前已有多款国产创新药在美国及其他国家和地区获批上市，凭借优秀的临床数据，针对全球未被满足的临床需求，这些创新药上市之后取得了快速的商业化放量。百济神州的泽布替尼2021年在美国获批上市，2023年销售达到13亿美元，2024Q3销售6.9亿美元。传奇生物的cilta-cel（海外由合作伙伴强生进行销售）2023年销售达到5亿美元，2024Q3销售2.85亿美元。和黄医药的呋喹替尼（海外由合作伙伴武田进行销售）2023年下半年在美国获批上市，上市后在约前三个季度合计销售332亿日元（约合2.15亿美元）。
- **越来越多的创新药进入全球注册性临床。**2024年国产创新药在海外的临床开发取得快速进展，迪哲医药的舒沃替尼于近期向FDA递交了上市申请，用于二线治疗EGFR ex20ins NSCLC患者；和黄医药与阿斯利康合作的赛沃替尼预计将于年底读出2期临床数据并向FDA递交上市申请；康诺亚与阿斯利康合作的CMG901、映恩生物与BioNTech合作的BNT-323也进入了全球多中心3期临床；诺诚健华的奥布替尼也获得了FDA同意，开展治疗PPMS的全球3期临床（表格见下页）。

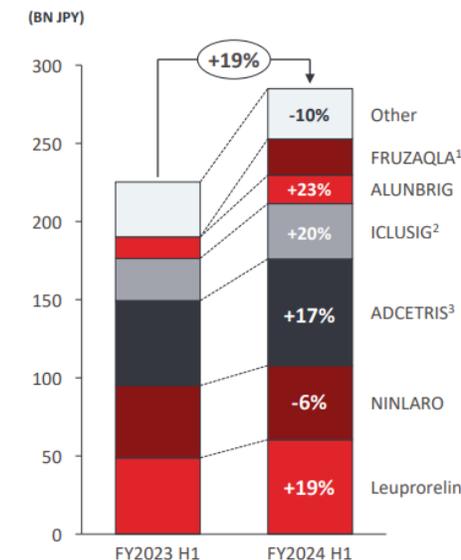
图：泽布替尼全球销售情况



图：Cilta-cel全球销售情况



图：呋喹替尼海外销售情况



资料来源：百济神州官网、传奇生物官网、武田官网，国信证券经济研究所整理

2.1.1 创新药出海：多款国产创新药获得FDA批准上市，后续产品值得期待

表：主要上市公司核心管线海外临床/申报情况

公司	合作方	产品	靶点/形态	适应症	临床	NCT#	临床设计	启动时间	全球入组	中国入组	结果	中国	美国
百济神州		替雷利珠单抗	PD1单抗	ESGC 2L	RATIONALE-302	NCT03430843	随机对照 (vs化疗)	2018-01	450	270	阳性	上市	上市
		Sonrotoclax	Bcl-2抑制剂	CLL/SLL 1L	301	NCT06073821	+泽布替尼 (vs维奈克拉+奥妥珠)	2023-11	640	96	2032E	ph3	ph3
君实生物	Coherus	特瑞普利单抗	PD1单抗	NPC 3L	POLARIS-02	NCT02915432	多队列	2016-12	0	190	阳性	上市	上市
				NPC 1L	JUPITER-02	NCT03581786	联合化疗 (vs化疗)	2018-10	289	270	阳性	上市	上市
				LS-SCLC维持治疗		NCT06095583	特瑞普利士JS004 (vs安慰剂)	2023-11	756	302	2027E	ph3	ph3
恒瑞医药	Elevar	卡瑞利珠单抗	PD1单抗	HCC 1L	CARES-310	NCT03764293	联合阿帕替尼 (vs索拉非尼)	2019-06	543	412	阳性	上市	BLA
复宏汉霖	复星医药	斯鲁利单抗	PD1单抗	ES-SCLC 1L		NCT05468489	联合化疗 (vsAtezo+化疗)	2022-10	200	0	/	上市	桥接
和黄医药	武田	味喹替尼	VEGFR1/2/3	mCRC 3L+	FRESCO-2	NCT04322539	随机对照 (vs安慰剂)	2020-07	691	0	阳性	上市	上市
				EGFRm/MET+ NSCLC 2/3L	SAVANNAH	NCT03778229	联合奥希替尼	2019-01	360	0	2024E	ph3	ph3
					SAFFRON	NCT05261399	联合奥希替尼 (vs化疗)	2022-11	324	69	2026E	ph3	ph3
康方生物	Summit	AK112	PD1xVEGF双抗	EGFRm NSCLC 2L	HARMONi	NCT05184712	联合化疗 (vs化疗)	2023-05	470	320	2025E	上市	ph3
				NSCLC 1L	HARMONi-3	NCT05899608	联合化疗 (vsK药联合化疗)	2023-10	400	134	2027E	ph3	ph3
科伦博泰	默沙东	SKB264	TROP2 ADC	NSCLC等10项MRCT	/	/	单药或联合K药	2023年底			2026-27E	ph3	ph3
康诺亚	阿斯利康	CMG901	CLDN18.2 ADC	GC 2/3L	CLARITY-G01	NCT06346392	单药 (vs TPC)	2024-03	625	200	2026E	ph3	ph3
荣昌生物	Seagen	泰它西普	APRILxBAFF	SLE		NCT05306574	随机对照 (vs安慰剂)	2022-06	341	0		上市	ph3
				HER2表达UC 2L		NCT04879329	单药	2022-05	332		上市	注册ph2	
				HER2表达UC 1L	SGNDV-001	NCT05911295	联合K药 (vs化疗)	2023-09	700		2026E	ph3	ph3
科济药业		泽沃基奥仑赛	BCMA CAR-T	r/r MM	LUMMICAR-2	NCT03915184	单臂	2019-09	105	0	/	BLA	注册ph2
迪哲医药		舒沃替尼	EGFR ex20ins	EGFR ex20ins NSCLC 2L	WU-KONG1B	NCT03974022	多队列	2019-07	315		阳性	上市	NDA
亚盛医药	武田	奥雷巴替尼	Bcr-Abl	r/r CML-CP	POLARIS-2	NCT06423911	单药	2024-02	285		2026E	上市	ph3
				APG-2575	Bcl-2抑制剂	CLL/SLL 1L后	GLORA	NCT06104566	联合BTKi (vsBTKi)	2023-12	400		2026E
艾力斯		伏美替尼	EGFR TKI	EGFR ex20ins NSCLC 1L	FURVENT	NCT05607550	单药 (vs含铂双药化疗)	2023-05	375	150	2025E	ph3	ph3
诺诚健华		奥布替尼	BTKi	PPMS				2025E				NA	ph3
映恩生物	BNT	BNT-323	HER2 ADC	HER2-low HR+ mBC	DYNASTY-B02	NCT06018337	单药 (vsTPC)	2024-01	532	213	2025E	ph3	ph3

资料来源：Insight、国信证券经济研究所整理。注：TPC，即treatment of physician's choice，医生选择的治疗。红色字体为2024年发生新进展。

2.1.1 创新药出海：部分国产创新药成为MNC的重点临床管线

- 部分国产创新药成为MNC的重点临床管线。2023年至今，以ADC、双抗为主的新靶点、新机制国产创新药纷纷开启全球多中心注册性临床。科伦博泰/默沙东的SKB264/MK-2870自23Q4以来接连开启10个3期MRCT，适应症覆盖肺癌、乳腺癌、胃癌等，预计最早于2027年初有主要数据读出。百利天恒与BMS就双抗ADC BL-B01D1展开了全球合作，预计也将于2025年启动全球多中心的3期临床。一些授权出海的肿瘤免疫药物、ADC药物具备广谱的抗肿瘤活性，可在多适应症中实现全球的商业化潜力。

表：SKB264/MK-2870已经启动的MRCT

试验代号	适应症	治疗方案	对照	入组人数	NCT	首例患者入组	预计数据读出	主要临床终点
MK-2870-004	EGFRm NSCLC 3L	单药	多西他赛	556	NCT06074588	2023/11/12	2027/05/10	PFS、OS
MK-2870-007	NSCLC 1L (PD-L1 TPS \geq 50%)	+K药	K药	614	NCT06170788	2023/12/15	2028/01/25	OS
MK-2870-009	EGFRm NSCLC 2L	单药	含铂双药化疗	520	NCT06305754	2024/06/03	2028/09/12	PFS、OS
MK-2870-019	NSCLC新辅助治疗	+K药	K药	780	NCT06312137	2024/04/03	2034/02/21	DFS
MK-2870-023	sqNSCLC 1L维持治疗	+K药	K药	851	NCT06422143	2024/07/02	2029/01/12	OS
MK-2870-010	HR+/HER2- BC 2/3L	±K药	TPC	1200	NCT06312176	2024/04/14	2027/07/11	PFS
MK-2870-012	TNBC辅助治疗	+K药	TPC	1530	NCT06393374	2024/05/24	2030/12/16	iDFS
MK-2870-015	GC/GEJ 3L+	单药	TPC	450	NCT06356311	2024/05/03	2027/01/04	OS
MK-2870-020	CC 2L	单药	TPC	686	NCT06459180	2024/07/24	2028/10/23	OS
MK-2870-005	子宫内膜癌	单药	化疗	710	NCT06132958	2023/12/06	2028/01/10	PFS、OS

资料来源：Insight、国信证券经济研究所整理 注：TPC (treatment of physician's choice) 研究者选择治疗。

2.1.1 创新药出海：授权出海仍是主流，TCE自免赛道火热

- 授权出海仍是主流，TCE自免赛道火热。国产创新药的出海仍以license-out为主，2024年完成了大量的对外授权交易。下半年以来，CD3双抗/三抗（TCE）逐渐成为最受关注的药物形态，B细胞耗竭疗法在自免疾病中的应用也成为了市场关注的重点。另外，双抗、双抗ADC、RDC等更为创新的药物形态也完成了众多对外授权交易。

表：2024年主要对外授权交易（1）

本土企业	时间	项目或产品	权利范围	外部合作方	交易金额	国内阶段	海外阶段
橙帆医药	2024.11	VBC103 (TROP2xNectin-4双抗ADC)	全球 (除大中华区)	Avenzo	合计最高8亿美金, 销售提成	临床前	临床前
博奥信	2024.11	BSI-045B (TSLP单抗) BSI-502 (TSLPxIL4R双抗)	全球 (除大中华区)	Aclaris	首付款4000万美金, 里程碑超过9亿美元, 单位数销售提成, 19.9% Aclaris 股权	Ph2 临床前	Ph2 临床前
康诺亚	2024.11	CM336 (BCMAxCD3双抗)	全球 (除大中华区)	PML	首付款1600万美金, 里程碑6.1亿美金, 销售提成, PML少数股权	ph2	无
礼新医药	2024.11	LM-299 (PD1xVEGF双抗)	全球	默沙东	首付款5.88亿美金, 里程碑最高27亿美金	ph2	无
东阳光药	2024.11	HEC88473 (GLP1RxFGF21)	全球 (除大中华区)	Apollo	首付款1200万美金, 里程碑最高9.26亿美金, 高个位数到低双位数销售分成	ph2	ph1
百奥赛图	2024.11	BCG034 (B7H3xPTK7双抗ADC)	全球	IDEAYA	里程碑1亿美金, 总包最高4.065亿美金	临床前	无
恩沐生物	2024.10	CMG1A46 (CD19xCD20xCD3三抗)	全球	GSK	首付款3亿美金, 里程碑5.5亿美金	ph2	ph2
百裕制药	2024.10	小分子抗肿瘤药	全球	诺华	首付款7000万美金, 里程碑11亿美金, 销售提成	/	/
石药集团	2024.10	YS2302018 (口服脂蛋白a抑制剂)	全球	阿斯利康	首付款1亿美金, 里程碑19.2亿美金, 销售提成	临床前	临床前
同润生物	2024.10	CN201 (CD19xCD3双抗)	全球	默沙东	首付款7亿美金, 里程碑6亿美金	ph2	无
锐格医药	2024.09	RGT-419B (CDK2/4/6抑制剂)	全球	基因泰克	首付款8.5亿美金, 里程碑	ph1	无
天境生物	2024.09	尤莱利单抗 (CD73单抗)	大中华区	赛诺菲	首付款3200万人民币, 里程碑2.13亿欧元, 销售提成	ph3	ph2
岸迈生物	2024.09	EMB-06 (BCMAxCD3双抗)	全球 (除大中华区)	Vignette Bio	首付款6000万美金, 里程碑5.75亿美金, 销售提成	ph2	ph2

资料来源：公司公告、Insight，国信证券经济研究所整理 注：1) 蓝色底纹表示首付超过1亿美金或总包超过10亿美金的交易。2) 相关公司仅为列示，不代表投资建议。

2.1.1 创新药出海：授权出海仍是主流，TCE自免赛道火热

表：2024年主要对外授权交易（2）

本土企业	时间	项目或产品	权利范围	外部合作方	交易金额	国内阶段	海外阶段
普众发现	2024.08	ADCE-T02 (TF ADC)	全球 (除大中华区)	Adcendo	首付款数千万美金, 里程碑10亿美金, 个位数至低两位数销售提成	ph1	ph1
嘉和生物	2024.08	GB261 (CD20xCD3双抗)	全球 (除大中华区)	TRC 2004	首付款数千万美金, 里程碑4.43亿美金, 个位数到双位数销售提成, 数量可观的TRC 2004股权	ph2	ph2
宜明昂科	2024.08	IMM2510 (PD-L1xVEGF双抗) IMM27M (CTLA4单抗)	全球 (除大中华区)	Instil Bio	首付款5000万美金, 里程碑超过20亿美金, 个位数至低双位数销售提成	Ph1 ph1	无 无
三迭纪	2024.07	3D打印药物技术开发口服RNA药物	全球	BNT	首付款1000万美金, 里程碑12亿美金, 销售提成	—	—
辐联科技	2024.07	FL-091 (NTSR1 RDC)	全球	SK Biopharmaceuticals	合计最高5.715亿美金	临床前	无
昱言公司	2024.07	FS001 (ITGA2 ADC)	全球	益普生	合计最高10.3亿美金, 销售提成	临床前	无
康诺亚	2024.07	CM512/CM536	全球 (除大中华区)	Belenos	首付款1500万美金, 里程碑1.7亿美金, 销售提成, 30% Belenos股权	ph1/临床前	无/无
麦科思生物	2024.06	DAY301 (PTK7 ADC)	全球 (除大中华区)	Day One	首付款5500万美金, 里程碑11.52亿美金, 低个位数至中个位数销售提成	IND	IND
亚盛医药	2024.06	奥雷巴替尼 (Bcr-Abl抑制剂)	全球 (除大中华区)	武田	首付款1亿美金, 里程碑12亿美金	上市	ph3
明济生物	2024.06	FG-M701 (TL1A单抗)	全球	艾伯维	首付款1.5亿美金, 里程碑15.6亿美金, 低两位数销售提成	临床前	临床前
康宁杰瑞	2024.06	ADC产品	全球 (除大中华区)	ArriVent	合计总包6.155亿美元, 销售提成	—	—
康方生物	2024.06	AK112 (PD1xVEGF双抗)	美国、加拿大、欧洲、日本	Summit	首付款及里程碑付款7000万美元, 销售提成	上市	ph3
宜联生物	2024.05	几个ADC产品	全球	BioNTech	首付款2500万美元, 里程碑18亿美元, 销售提成	—	—
达歌生物	2024.05	GlueXplorer分子胶平台	—	武田	合计总包12亿美元, 销售提成	—	—
和铂医药	2024.05	临床前单抗	—	阿斯利康	首付款1900万美元, 近期里程碑1000万美元, 里程碑5.75亿美元, 销售提成	临床前	—
恒瑞医药	2024.05	GLP-1产品组合	全球 (除大中华区)	Hercules	首付款及近期里程碑1.1亿美元, 临床开发及监管里程碑2亿美元, 销售里程碑57.25亿美元, 低个位数至低两位数销售提成, 恒瑞医药获得Hercules 19.9%股权	—	—
嘉越医药	2024.05	JYP0015 (pan-RAS抑制剂)	全球 (除大中华区)	Erasca	首付款及近期付款2000万美元, 里程碑3.45亿美元, 销售提成	临床前	临床前
先为达	2024.05	XW003	韩国	HK inno.N	首付款, 里程碑5600万美元, 销售提成	ph3	ph2
舶望制药	2024.01	多个心血管领域资产	—	诺华	首付款1.85亿美元, 合计总包41.65亿美元, 销售提成	—	—
安锐生物	2024.01	ARTS-021 (CDK2抑制剂)	全球 (除大中华区)	Avenzo	首付款4000万美元, 合计总包超10亿美元, 销售提成	—	ph1/2
瑞博生物	2024.01	肝病小核酸疗法	—	勃林格殷格翰	合计总包20亿美元, 销售提成	—	—
安锐生物	2024.01	EGFR L858R抑制剂	全球	阿斯利康	首付款4000万美元, 里程碑5亿美元, 销售提成	临床前	临床前
宜联生物	2024.01	YL211 (c-MET ADC)	全球	罗氏	首付款5000万美元, 里程碑近10亿美元, 销售提成	IND	ph1

资料来源：公司公告、Insight，国信证券经济研究所整理。注：1) 蓝色底纹表示首付超过1亿美金或总包超过10亿美金的交易。2) 相关公司仅为列示，不代表投资建议。

2.1.1 创新药出海：ADC依然是出海主力，TCE双抗及GLP-1等百花齐放

- 2024年初至今，国内药企达成多项License-out交易，头部交易买家以MNC药企为主，国内资产卖家以biotech企业为主；从出海分子类型来看，ADC依然是交易的主力，GLP-1和双抗等百花齐放，特别是2024年8月以来，达成多笔TCE双抗交易，TCE双抗跨界探索自免疾病或是海外药企布局新方向；此外，细胞治疗、小核酸、基因治疗、核药等亦有所涉及。

表：国内创新药出海项目梳理

项目类型	转让方	受让方	交易时间	靶点	项目名称	交易金额
ADC	宜联生物	Roche	2024-01-02	c-Met	YL211	里程碑付款：10亿美元，首付款：5000万美元
	百奥赛图	Radiance Biopharma	2024-01-08	HER2, TROP2	同类首创全人HER2/TROP2双特异性抗体偶联药物	/
	百奥赛图	ABLBio	2024-03-25	/	双抗ADC药物	/
	普方生物	Genmab	2024-05-21	FR α , CD70, PTK7, EGFR, c-Met	Rina-S, PRO1160, PRO1107, PRO1286	交易总额：18亿美元
	康宁杰瑞	ArriVent Biopharma	2024-06-06	/	新型抗体偶联药物（ADC）	交易总额：6.155亿美元
	麦科思	Day One Biopharmaceuticals	2024-06-18	PTK7	MTX-13 (DAY301)	里程碑付款：11.52亿美元，首付款：5500万美元
	昱言生物	Ipsen	2024-07-11	ITGA2	FS001	交易总额：10.3亿美元
	百奥赛图	IDEAYA Biosciences	2024-07-31	PTK7, B7-H3	B7H3/PTK7双特异性ADC	里程碑付款：1亿美元，交易总额：4.065亿美元，特许权使用费：个位数净销售额分成
	普众医药	Adcendo	2024-08-20	FIII	AMT-754	里程碑付款：10亿美元，特许权使用费：基于全球（不包括大中华地区）净销售额的个位数至低两位数百分比的销售提成。
	礼新医药	Turning Point Therapeutics	2024-10-23	CLDN-18.2	LM-302	/
双抗	康诺亚	Belenos Biosciences	2024-07-09	IL13, TSLP	CM512, CM536	首付款：1500万美元，里程碑付款：1.7亿美元
	宜明昂科	Instil Bio	2024-08-01	VEGFA, PD-L1, CTLA4	PD-L1xVEGF双特异性抗体IMM2510, 下一代CTLA-4抗体IMM27M	里程碑付款：20亿美元，首付款：5000万美元，特许权使用费：基于全球（不包括大中华地区）销售净额的个位数至低两位数百分比的销售提成
	和铂医药	Cullinan Therapeutics	2024-08-08	4-1BB, B7-H4	CLN-418	/
	礼新医药	Merck	2024-11-14	VEGF, PD-1	LM-299	里程碑付款：27亿美元，首付款：5.88亿美元

资料来源：各公司官网、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2.1.1 创新药出海：ADC依然是出海主力，TCE双抗及GLP-1等百花齐放

表：国内创新药出海项目梳理（续）

项目类型	转让方	受让方	交易时间	靶点	项目名称	交易金额
双抗 (TCE)	嘉和生物	TRC 2004, INC	2024-08-05	CD20, CD3	GB261	里程碑付款：4.43亿美元
	岸迈生物	Vignette Bio	2024-09-04	CD3, BCMA	EMB-06	里程碑付款：5.75亿美元，首付款：6000万美元，特许权使用费：基于净销售额的收入分成
	同润生物	Merck	2024-10-01	CD3, CD19	CN201	里程碑付款：6亿美元，首付款：7亿美元
	恩沐生物	GSK	2024-10-29	CD3, CD19, CD20	CMG1A46	首付款：3亿美元，里程碑付款：5.5亿美元
	康诺亚	Platina Medicines	2024-11-17	CD3, BCMA	CM336	/
GLP-1	越洋医药	Peptidery	2024-04-15	GLP1R	GLP-1	/
	先为达生物	HK inno.N	2024-05-07	GLP1R	XW003	里程碑付款：5600万美元
	恒瑞医药	Hercules	2024-05-17	GLP1R, GIPR, GCGR	GLP-1产品组合： HRS-4729, HRS-7535, HRS9531, HRS9531片	里程碑付款：59.35亿美元，首付款：1亿美元，特许权使用费：低个位数至低两位数比例的销售额提成
	领康生物	Combiphar	2024-09-30	GLP1R, GCGR	LM-008 (GLP-1/GCGR)	
	东阳光药	Apollo Therapeutics	2024-11-12	GLP1R, FGF21	APL-18881 (FGF21/GLP-1)	首付款：1200万美元，里程碑付款：9.26亿美元，交易总额：9.38亿美元，特许权使用费：按照大中华区以外的净销售额获得从高单位数到低双位数比例内的特许权使用费
CAR-T	药明巨诺	2Seventy Bio	2024-01-01	/	用于自身免疫性疾病的嵌合抗原受体 (CAR) T细胞疗法产品	/
	亘喜生物	AstraZeneca	2024-02-22	/	核心管线BCMA/CD19双靶点FasTCAR-T GC012F, FasTCAR、TruUCAR技术平台以及SMART CART模块	/
siRNA	瑞博生物	Boehringer Ingelheim	2024-01-03	/	非酒精性或代谢功能障碍相关脂肪性肝炎创新疗法	交易总额：20亿美元
	舶望制药	Novartis	2024-01-07	AGT	两款Ph1/2a及Ph1阶段的心血管药物	首付款：1.85亿美元，交易总额：41.65亿美元
基因疗法	信念医药	Asklepios BioPharmaceutical	2024-09-25	/	基因疗法	/
RDC	辐联医药	SK Biopharmaceuticals	2024-07-17	NTSR1	FL-091及其备选化合物	交易总额：5.715亿美元

资料来源：各公司官网、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2.1.1 创新药出海：NewCo模式兴起，公司保留创新药资产部分的海外权益

- **新合作模式更关注产品远期海外价值。** 尽管主流的合作模式还是将资产的海外（或全球）权益授权给海外合作伙伴，借助合作伙伴的能力进行海外开发的同时，将后期开发的风险进行转移。但部分交易更加关注资产的远期价值，采用了NewCo模式：在恒瑞医药GLP-1产品组合的对外授权中，合作方Hercules是美元基金出资成立的一家公司，恒瑞医药以GLP-1产品资产占到19.9%股权，有望获得GLP-1资产在海外更大的价值；康诺亚、嘉和生物、岸迈生物等也通过类似模式进行了产品的授权出海。

表：NewCo形式授权出海交易

本土企业	时间	项目或产品	外部公司	资金方	募资金额	获得股权	交易条款
恒瑞医药	2024.05	GLP-1产品组合	Hercules	贝恩资本、Atlas Ventures、RTW资本、希诺投资	4亿美金	19.9%	首付款及近期里程碑1.1亿美元，临床开发及监管里程碑2亿美元，销售里程碑57.25亿美元，低个位数至低两位数销售提成
康诺亚	2024.07	CM512/CM536	Belenos	OrbiMed等	未披露	30.01%	首付款1500万美金，里程碑1.7亿美金，销售提成
康诺亚	2024.11	CM336 (BCMAxCD3双抗)	PML	Monograph Capital等	未披露	少数股权	首付款1600万美金，里程碑6.1亿美金，销售提成
嘉和生物	2024.08	GB261 (CD20xCD3双抗)	TRC 2004	Two River、Third Rock Ventures	未披露	数量可观	首付款数千万美金，里程碑4.43亿美金，个位数到双位数销售提成
岸迈生物	2024.09	EMB-06 (BCMAxCD3双抗)	Vignette Bio	Foresite Capital、启明创投等	未披露	未披露	首付款6000万美金，里程碑5.75亿美金，销售提成

资料来源：Insight、公司公告，国信证券经济研究所整理

2.1.2 创新药国内商业化：国产大品种通过谈判进入医保，有望加速商业化放量

- 2024年11月底，国家医保局发布了《2024年版国家医保药品目录》（下称“新版医保目录”），新版医保目录中，有91种药品新增进入国家医保药品目录，其中89种以谈判/竞价方式纳入，另有2种国家集采中选药品直接纳入，同时43种临床已被替代或长期未生产供应的药品被调出。91种新纳入医保目录的药品中，其中38种为“全球新”的创新药，也让业内再次感受到了“支持真创新”的风向。新版医保目录将于2025年1月1日在全国范围内正式实施。
- 在今年的医保谈判中，参与谈判/竞价的117种目录外药品中，89种谈判或竞价成功，成功率和价格降幅与往年基本相当。本轮调整后，国家医保药品目录内药品总数达到3159种，其中西药1765种、中成药1394种。中药饮片部分892种。自成立以来，国家医保局已连续7年开展药品目录调整工作，累计将835种药品新增进入国家医保药品目录，其中谈判新增530种，竞价新增38种。同时438种疗效不明确或易滥用、临床已被淘汰、长期未生产供应且可被其他品种替代的药品被调出目录。截至2024年10月底，协议期内谈判药品累计受益8.3亿人次，累计为患者减负超8800亿元。
- 目前创新药收入占院内药品收入的比例在10%左右，考虑到国产优质创新药在临床上的性价比，随着国家全链条鼓励创新药政策落地，即使不考虑出海和对进口产品的替代，仅考虑其在国产药品中份额的提升，预计国产创新药在院内药品的占比还会持续快速提升，创新药未来将在很长时间内都是成长性最好的细分板块（占比从10%提升到30%）。
- **多款重磅药物通过谈判纳入医保。**近两年的医保谈判及续约降价趋于温和，大部分创新药进入医保后实现了以价换量，销售快速放量；在各地对创新药政策的支持下，新上市的重磅产品有望快速实现国内商业化价值。2024版医保目录新纳入的国产创新药产品包括：康方生物的两款FIC双抗（依沃西、卡度尼利），迪哲医药的舒沃替尼（EGFR ex20ins）、戈利昔替尼（JAK），泽璟制药的重组人凝血酶（公开价格373元/5000IU），信立泰的阿利沙坦酯氨氯地平，海思科的克利加巴林、考格列汀等。另外，医保对于创新性强、切实针对未被满足临床需求的进口创新药也积极纳入，包括阿斯利康的德曲妥珠单抗（DS-8201）、罗氏的维泊妥珠单抗（CD79b ADC）、法瑞西单抗（VEGFAxANGPT2双抗）等。

2.1.2 创新药国内商业化：国产大品种通过谈判进入医保，有望加速商业化放量

表：通过谈判纳入2024年医保目录的主要国产创新药

公司	产品	靶点/形态	适应症
康方生物	依沃西单抗注射液	PD-1 x VEGF	EGFRm NSCLC 2L
康方生物	卡度尼利单抗注射液	PD-1 x CTLA-4	CC 2L
迪哲医药	舒沃替尼片	EGFR-Ex20Ins	非小细胞肺癌
迪哲医药	戈利昔替尼胶囊	JAK	外周T细胞淋巴瘤
恒瑞医药	恒格列净二甲双胍缓释片	SGLT2, AMPK	2型糖尿病
恒瑞医药	奥特康唑胶囊	CYP51	重度外阴阴道假丝酵母菌病(VVC)
恒瑞医药	富马酸泰吉利定注射液	MOR	术后疼痛
信立泰	阿利沙坦酯氨氯地平片	AT1	原发性高血压
信立泰	苯甲酸福格列汀片	DPP4	
泽璟制药	重组人凝血酶		外科止血
海思科	苯磺酸克利加巴林胶囊	CACNA2D1	糖尿病周围神经痛
海思科	考格列汀片	DPP4	2型糖尿病
正大天晴	富马酸安奈克替尼胶囊	ROS1	ROS1+ NSCLC
先声药业	注射用盐酸曲拉西利	CDK4/6	SCLC 1L（化疗前给药）
信达生物	托莱西单抗注射液	PCSK9	原发性高胆固醇血症,混合型高脂血症
上海谊众	注射用紫杉醇聚合物胶束	TUB	NSCLC 1L
京新药业	地达西尼胶囊	GABAA1	失眠症

资料来源：医保局、国信证券经济研究所整理

2.1.2 创新药国内/海外商业化：Biotech商业化日趋成熟，头部公司有望迎来盈亏平衡

表：A/H股主要biotech公司商业化情况概览

公司	市场	商业化元年	产品数量	主要疾病领域	核心商业化产品	主要合作伙伴	销售团队	核心管线产品及2025年可能的里程碑
百济神州	A/H股	2019	17	肿瘤	泽布替尼、替雷利珠单抗等	Novartis、Amgen、BMS	自建	泽布替尼销售放量，CDK4、CDK2、Bcl-2等管线临床推进
信达生物	H股	2019	11	肿瘤/慢病	信迪利单抗等	Lilly、Sanofi、亚盛医药	自建	玛仕度肽监管决定、IBI363临床推进及数据更新
再鼎医药	H股	2019	8	肿瘤/自免	爱普盾、尼拉帕利、艾加莫德等	Argenx、NovoCure	自建	艾加莫德国内销售放量、ZL1310临床推进及数据更新
贝达药业	A股	2011	5	肿瘤	埃克替尼、恩沙替尼、贝福替尼等	益方生物、天广实	自建	恩沙替尼FDA监管决定、MCLA129临床推进
君实生物	A/H股	2019	5	肿瘤	特瑞普利单抗等	Coherus、旺山旺水	自建	JS004临床推进及数据更新
百奥泰	A股	2020	4	肿瘤/自免	贝伐珠单抗、托珠单抗等	Sandoz、Biogen、百济神州	自建/合作	
和黄医药	H股	2018	3	肿瘤	味喹替尼、赛沃替尼等	AZ、武田	自建/合作	赛沃替尼EGFRm NSCLC美国申报上市、索乐匹尼布监管决定
三生国健	A股	2005	3	自免	益赛普等		自建	IL17单抗监管决定、自免产品管线3期临床推进
康方生物	H股	2021	3	肿瘤/自免	依沃西、卡度尼利等	Summit、正大天晴	自建/合作	依沃西海外临床推进及数据更新
荣昌生物	A/H股	2021	2	肿瘤/自免	泰它西普、维迪西妥单抗	Seagen	自建	RC18海外临床推进、早期ADC管线的临床推进及数据更新
微芯生物	A股	2015	2	肿瘤	西达本胺、西格列他钠		自建	
迈威生物	A股	2022	2	肿瘤/自免	阿达木单抗、地舒单抗	君实生物	自建	9MW2821临床推进及数据更新
博安生物	H股	2021	2	肿瘤	贝伐珠单抗、地舒单抗		自建	
艾力斯	A股	2021	1	肿瘤	伏美替尼	ArriVent	自建/合作	
迪哲医药	A股	2023	2	肿瘤	舒沃替尼、戈利昔替尼		自建	DZD8586临床数据读出、戈利昔替尼海外临床推进
泽璟制药	A股	2021	2	肿瘤/自免	多纳非尼、凝血酶	远大集团	自建	ZG006临床推进及数据更新、凝血酶销售放量
诺诚健华	A/H股	2021	1	肿瘤/自免	奥布替尼	Incyte、康诺亚	自建	ICP-248/-332/-488临床推进及数据更新、奥布替尼海外临床
康宁杰瑞制药	H股	2021	1	肿瘤	恩沃利单抗	思路迪/先声药业、石药集团	无	
益方生物	A股	2023	2	肿瘤	贝福替尼、格索雷塞	贝达药业、正大天晴	无	
乐普生物	H股	2022	1	肿瘤	普利单抗	康诺亚	自建	
亚盛医药	H股	2021	1	肿瘤	奥雷巴替尼	信达生物	自建/合作	
康诺亚	H股	2024	1	自免	司普奇拜单抗	阿斯利康、诺诚健华	自建	司普奇拜单抗销售放量、CM313/CM336临床推进及数据更新
智翔金泰	A股	2024	1	自免	赛立奇单抗		自建	赛立奇单抗销售放量

资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理 注：公司仅做列示，不代表投资建议。因篇幅所限，并未列示所有已实现商业化的biotech公司。

2.1.3 创新药研发热点领域（1）自免：国产品种商业化元年

- 2024下半年，康诺亚的首款国产IL-4RA产品康悦达，智翔金泰和恒瑞医药的国产IL-17A产品金利希、安达静，荃信生物国产乌司奴单抗生物类似物等相继上市，国产自免品种进入商业化新阶段。此外，明济生物临床前TL1A抗体授权给Abbvie（1.5亿美元首付款+15.6亿美元里程碑+两位数比例的销售分成），Merck和GSK分别以数亿美元对价达成TCE双抗管线合作，博奥信TSLP及TSLP/IL-4R双抗以4000万美元首付款及超9亿美元里程碑付款授权给Aclaris，国内自免领域多个品种实现出海。

表：国内IL-17及IL-4R靶点布局

靶点	通用名/代号	商品名	公司	阶段	进展
IL-17	Secukinumab/司库奇尤单抗	Cosentyx/可善挺	Novartis	上市	2019.03
	Ixekizumab/依奇珠单抗	Taltz/拓姿	Eli Lilly	上市	2019.09
	Brodalumab/布罗利尤单抗	Lumicef/立美芙	Kyowa Kirin	上市	2020.06
	Bimekizumab/比吉利珠单抗	Bimzelx/倍捷乐	UCB	上市	2024.07
	Xeligekimab/赛立奇单抗	金利希	智翔金泰	上市	2024.08
	Vunakizumab/夫那奇珠单抗	安达静	恒瑞医药	上市	2024.08
	SSGJ-608		三生国健	NDA	2024.11
	BAT2306（司库奇尤单抗生物类似药）		百奥泰	Ph3	2022.05
	Gumokimab/古莫奇单抗（AK111）		康方生物	Ph3	2023.02
	LZM012		丽珠集团	Ph3	2023.06
	JS005		君实生物	Ph3	2023.07
	HB0017		华奥泰	Ph3	2024.02
	Netakimab		上药帛康/Biocad	Ph3	2024.04
	CMAB015（司库奇尤单抗生物类似药）		迈博药业	Ph3	2024.05
SYS6012（司库奇尤单抗生物类似药）		石药集团	Ph3	2024.06	
IL-4RA	Dupilumab/度普利尤单抗	Dupixent/达必妥	Sanofi	上市	2020.06
	Stapokibart/司普奇拜单抗	康悦达	康诺亚/石药集团	上市	2024.09
	Comekibart		麦济生物	Ph3	2023.09
	Telikibart（GR1802）		智翔金泰	Ph3	2023.12
	SSGJ-611		三生国健	Ph3	2023.12
	QX005N		荃信生物	Ph3	2024.04
	Manfidokimab/曼多奇单抗（AK120）		康方生物	Ph3	2024.04
	SHR-1819		恒瑞医药	Ph3	2024.05
	Rademikibart/乐德奇拜单抗		康乃德/先声药业	Ph3	2024.06
	TQH2722		正大天晴/博奥信	Ph3	2024.08

资料来源：insight、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2.1.3 创新药研发热点领域（2） 代谢：国内GLP-1市场快速增长

- 国内GLP-1市场快速增长，短期由进口品种主导。2023年，Novo Nordisk的GLP-1RA产品在中国区实现销售62亿丹麦克朗（约8.8亿美元），同比增长78%，占GLP-1市场份额的~77%；2024年前三季度，GLP-1RA产品在中国区销售57亿丹麦克朗（约8.1亿美元），同比增长19%，占GLP-1市场份额的~79%，其中司美格鲁肽Ozempic+Wegovy合计销售49亿丹麦克朗（同比+28%）。

表：国产利拉鲁肽/司美格鲁肽生物类似药进展

进度	利拉鲁肽生物类似物	司美格鲁肽生物类似物
上市	华东医药（2023.03） 通化东宝（2023.11） 正大天晴（2024.06）	
NDA	翰宇药业（2022.07） 联邦制药（2023.08）	九源基因（2024.04） 丽珠医药（2024.06） 齐鲁制药（2024.09）
Ph3	东阳光药（2020.07） 万邦生化（2020.07） 宸安生物（2021.01） 双鹭药业（2021.05）	联邦制药（2023.02） 宸安生物（2023.06） 派金生物（2023.08） 四环医药（2023.08） 石药集团（2023.12） 正大天晴（2024.01） 爱美客（2024.03） 倍特生物（2024.03） 华润双鹤（2024.07） 翰宇药业/三生制药（2024.09） 万邦生化（2024.09）
Ph2		
Ph1	诺博特（2021.04）	特瑞药业（2024.05） 乐普药业（2024.07） 诺泰生物（2024.10） 新时代药业（2024.11）

资料来源：insight、国信证券经济研究所整理

表：国内GLP-1单靶/多靶创新药进展

分子	公司	靶点	减重	时间	糖尿病	时间
贝那鲁肽	仁会生物	GLP1R	上市	2023/07	上市	2016/12
艾本那肽	常山药业	GLP1R			NDA	2024/04
苏帕鲁肽	银诺医药	GLP1R	Ph2	2024/03	NDA	2023/09
维派那肽	派格生物	GLP1R	IND	2021/06	NDA	2023/09
Mazdutide/玛仕度肽	信达生物/Eli Lilly	GLP1R/GCGR	NDA	2024/08	NDA	2024/02
格鲁塔珠单抗	鸿运华宁	GLP1R	Ph2	2022/09	Ph3	2022/10
Ecnoglutide	先为达	GLP1R	Ph3	2023/03	Ph3	2022/12
TG103 (TJ103)	天境生物/石药集团	GLP1R	Ph3	2023/08	Ph3	2024/01
JY09	东方百泰	GLP1R	Ph1	2023/08	Ph3	2024/02
BGM0504	博瑞医药	GLP1R/GIPR	Ph3	2024/07	Ph3	2024/07
HRS-7535 (口服)	恒瑞医药	GLP1R	Ph2	2024/02	Ph3	2024/09
诺利糖肽/HS20004	恒瑞医药	GLP1R	Ph2	2021/03	Ph3	2024/10
HRS9531	恒瑞医药	GLP1R/GIPR	Ph3	2024/05	Ph3	2024/10
TTP273	vTv/华东医药	GLP1R			Ph2	2020/12
HS-20094	江苏豪森	GLP1R/GIPR	Ph3	2024/10	Ph2	2023/05
GZR18	甘李药业	GLP1R	Ph2	2023/06	Ph2	2023/08
HEC88473	东阳光	GLP1R/FGF21R	Ph2	2023/08	Ph2	2023/08
RAY1225	众生药业	GLP1R/GIPR	Ph2	2024/02	Ph2	2024/02
HL08	华兰生物	GLP1R			Ph2	2024/05
HDM1002 (口服)	华东医药	GLP1R	Ph2	2024/04	Ph2	2024/06
SAL-0112	信立泰	GLP1R	Ph1	2023/12	Ph2	2024/08
DR10624	华东医药	GLP1R/GCGR/FGF21			Ph1	2023/02
MDR-001	杭州德睿智药	GLP1R	Ph2	2024/08	IND	2023/04

资料来源：insight、国信证券经济研究所整理

2.1.3 创新药研发热点领域（2）代谢：国内GLP-1市场快速增长（续）

- **GLP-1RA生物类似药**：国内已有多款利拉鲁肽生物类似物上市，此外多个司美格鲁肽生物类似物处于NDA~Ph3阶段，国产GLP-1RA生物类似物已进入商业化阶段。
- **GLP-1RA创新药**：信达生物的玛仕度肽临床数据优秀且国内进度领先，预计将于2025年获批上市，恒瑞医药、博瑞医药等公司的双靶点GLP-1RA处于Ph3临床阶段，国产GLP-1创新药进入收获期。过去一年，多款国产GLP-1创新药实现授权出海，2023年11月，诚益生物以1.85亿美元首付款+不超过18.25亿临床、注册和商业化里程碑付款，将其研发的小分子GLP-1RA药物ECC5004独家开发、商业化权益授予AstraZenaca；2024年5月，恒瑞医药将其GLP-1产品组合（小分子GLP-1受体激动剂产品HRS-7535、GLP-1/GIP双受体激动剂注射及口服产品HRS9531、下一代肠促胰岛素产品HRS-4729）有偿许可给美国Hercules公司，对价包括1亿美元的首付款、不超过2亿美元的临床开发及监管里程碑款及累计不超过57.25亿美元的销售里程碑款。

表：部分GLP1产品临床有效性（减重）数据对比

通用名	Semaglutide	Tirzepatide	玛仕度肽	BGM0504	GZR18	RAY1225
研发企业	Novo Nordisk	Eli Lilly	信达生物/Eli Lilly	博瑞医药	甘李药业	众生药业
靶点	GLP1R	GLP1R/GIPR	GLP1R/GCGR	GLP1R/GIPR	GLP1R	GLP1R/GIPR
剂量程序	2.4mg qW	10/15mg qW	6mg qW	5/10/15mg qW	12/18/24/48mg q2W 或 24mg qW	注射3剂次，1/3/5mg 或2/4/6mg q2W
用药时长	68w	72w	24w	24w	30w	8w
减重 (%)	-12.4%	-16.4%/-17.8%	-12.7% (9mg 24/48w分别 -15.4%/-18.6%)	-10.8%/-16.2%/-18.5%	-10.2%/-12.2%/- 13.3%/-16.3%/-16.8%	-8.7% (6w分别-5.0%/-7.5%)

资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理 注：减重百分比均为安慰剂调整后数值

2.1.3 创新药研发热点领域（3）COPD：治疗领域迎来新机制、新疗法

- COPD国内患者数近一亿，疾病负担沉重，现有基于支气管扩张剂和抗炎药物为主的维持期疗法可一定程度改善患者症状、减缓疾病进程，但在疗效、机制选择及安全性等方面依然存在未满足的需求。
- **PDE3/4是二十余年来获批的又一新机制吸入产品。** Ensifentrine（恩塞芬汀）是一款PDE3/4双靶点抑制剂，具有扩张气管、抑制炎症、黏液清除等多重效果，2024年6月获得FDA批准上市，是二十余年来COPD领域首个获批的新机制吸入药物。Ensifentrine不区分治疗背景及急性加重史，不同细分人群均可获益，治疗机制与现有疗法互补，为COPD患者带来更多选择。
- **生物制剂为后线难治患者带来曙光。** 2024年7月及9月，Dupixent分别于欧盟、美国及中国获批扩展适应症，作为一种附加维持疗法，用于治疗嗜酸性粒细胞升高且症状控制不佳的COPD成人患者，成为首个获批用于治疗COPD的生物制剂；此外，TSLP、IL-33等靶点也有亮眼数据，新疗法驱动下，COPD后线治疗市场值得期待。
- **建议关注：**1) 吸入制剂仿制壁垒高，关注国内进度较快企业，如健康元、中国生物制药、海思科等；2) 生物制剂管线整体进度处于中前期阶段，关注康诺亚-B、三生国健、迈威生物-U等。

表：全球COPD生物制剂进展

靶点	通用名/代号	公司	全球阶段	全球进展	国内阶段	国内进展
IL-4Rα	度普利尤单抗	Sanofi	上市	2024.07	上市	2024.09
	司普奇拜单抗	康诺亚/石药集团			Ph2/3	2024.07
	SSGJ-611	三生国健			Ph2	2023.10
	QX005N	荃信生物			IND	2023.09
	LQ036	洛启生物			IND	2023.09
	BA2101	博安生物/健康元			IND	2023.10
	Itepekimab	Sanofi	Ph3	2021.01	Ph3	2021.01
IL-33	Tozorakimab	AZ	Ph3	2021.10	Ph3	2021.10
	GSK-3862995B	GSK	Ph1	2023.12		
	SSGJ-621	三生国健			Ph1	2024.08
	QX007N	荃信生物			IND	2024.02
ST2	Astegolimab	Amgen/Roche	Ph3	2022.10	Ph3	2022.10
	9MW1911	迈威生物			Ph1b/2	2023.02
	TQC2938	正大天晴			IND	2024.09
TSLP	Tezepelumab	AZ/Amgen	Ph2	2019.06		
	Ecleralimab（吸入）	Novartis	Ph2	2021.05		
	solrikitung	Merck	Ph2	2024.07		
	MG014	麦济生物			Ph1	2022.12
	QX008N	荃信生物/健康元			IND	2022.05
	CM326	康诺亚/石药集团			IND	2023.04
	GSK5784283	GSK/Aiolos/恒瑞医药			IND	2024.04
	TQC2731	正大天晴/博奥信			IND	2024.11
	HBM9378	科伦博泰生物/和铂医药			IND	2024.11
	IL-5	Mepolizumab/美泊利珠单抗	GSK	Ph3	2022.12	Ph3
IL-5R	Benralizumab/本瑞利珠单抗	AZ	Ph3	2019.07	Ph3	2014.05
TSLP/IL-13	CM512	康诺亚/Belenos			IND	2024.11
TSLP/IL-4Rα	IBI3002	信达生物	Ph1	2024.03		

表：PDE3/4相关COPD吸入药物临床进展

靶点/机理	通用名/代号	研发企业	药物类型	全球阶段	全球进展	国内阶段	国内进展
PDE 3/4	Ensifentrine	Verona/优锐医药	雾化吸入	上市	2024.06	Ph3	2023.02
	TQC3721	正大天晴	雾化吸入 粉雾剂吸入			Ph2	2023.07
	HRS-9821	恒瑞医药	雾化吸入			Ph1	2024.09
	HSK39004	海思科	雾化吸入			Ph1	2024.08
				粉雾剂吸入			IND
PDE4	Tanimilast	Chiesi	粉雾剂吸入	Ph3	2021.07	Ph1	2024.04

资料来源：ClinicalTrials、国信证券经济研究所整理

资料来源：ClinicalTrials、国信证券经济研究所整理

2.1.3 创新药研发热点领域（4）镇痛：新型阿片类药物是布局新方向

- 阿片类药物是目前最常见的术后疼痛管理药物，但其呼吸抑制、恶心等副反应以及成瘾性一定程度上限制了其使用，因此具有与传统阿片类药物相当镇痛效果，且高安全性、低成瘾性的新型药物是重点开发方向，包括：1) **MOR抑制剂**：恩华药业引进自Trevena的奥赛利定/TRV130以及恒瑞医药自研的泰吉利定，MOR偏向性激动剂可选择性激活G蛋白通路，而不激活β-抑制蛋白通路（β-arrestin）；2) **KOR抑制剂**：海思科的HSK21542是κ阿片受体（KOR）选择性激动剂，具有高选择性和亲和性，在G蛋白参与下协同调控钾离子流和钙离子流，可阻断疼痛和瘙痒信号传导，且不通过血脑屏障，能避免中枢阿片类药物相关副作用；3) **钠离子通道Nav1.8抑制剂**：抑制异常的钠离子活动对疼痛进行治疗，Nav1.8仅分布在外周神经元，不参与中枢神经相关活动，避免了成瘾性问题和可能的副作用，Vertex近期公布了其候选管线VX-548腹部整形术试验临床数据，国内多家企业在该靶点有所布局。

表：部分无成瘾性镇痛药对比

通用名/代号	奥赛利定/TRV130	泰吉利定	VX-548
研发企业	恩华药业/Trevena	恒瑞医药	Vertex
作用机制	μ阿片受体（MOR）偏向性激动剂	μ阿片受体（MOR）偏向性激动剂	钠离子通道Nav1.8抑制剂
进度	上市	上市	NDA
适应症	癌疼痛	术后镇痛治疗	治疗中至重度急性疼痛
用法用量	初始剂量1.5mg；病人静脉自控镇痛：推荐剂量0.35mg，锁定时间为6min	单次静脉给药：0.75-1mg，缓慢泵注，10min内给药结束；病人静脉自控镇痛：将药液配制为0.05mg/ml，单次按压剂量0.05mg，锁定时间为10min	100mg，50mg q12h
有效性	应答率：0.1/0.35/0.5mg奥赛利定 vs 1mg 吗啡 vs PBO 50%/62%/66% vs 71% vs 15%	SPID24 0.75mg/1.0mg vs 吗啡 vs 安慰剂 61.2/69.0 vs 71.2 vs 49.6	腹部整形术试验： SPID48 VX-548 vs PBO 118.4 vs 70.1（优效） VX-548 vs HB/APAP 118.4 vs 111.8（非劣）

资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理 注：SPID24/48，24/48小时内静息状态疼痛强度差异的时间加权和；HB/APAP，阿片类镇痛药物氢可酮/对乙酰氨基酚

表：国内无成瘾性镇痛药管线布局

靶点	通用名/代号	公司	适应症	进展
μ	奥赛利定/TRV130	恩华药业/Trevena	中重度急性疼痛	上市
	泰吉利定	恒瑞医药	腹部术后疼痛 骨科术后疼痛	上市 Ph2/3
	LPM3480392	绿叶制药	腹部术后中重度疼痛 术后疼痛，癌性爆发痛	Ph2 Ph1
κ	HSK21542	海思科	腹部术后疼痛 慢性肾脏疾病相关瘙痒 结肠镜诊疗后镇痛 尿毒症瘙痒 骨科术后疼痛 慢性瘙痒	NDA Ph3 Ph2 Ph2 Ph2 Ph2
	KL280006	科伦药业	尿毒症瘙痒	Ph2
	RFUS-144	人福医药	术后镇痛 慢性肾脏疾病相关瘙痒	Ph2 Ph1
	JMKX000623片	济煜医药	糖尿病周围神经痛	Ph2
Nav1.8	HRS4800片	恒瑞医药	中重度急性疼痛	Ph2a
	FZ008-145	费米子/健康元	疼痛	Ph1
	HBW-004285胶囊	海博为医药	疼痛	Ph1

资料来源：insight、国信证券经济研究所整理

2.1.4 创新药：代表公司股价复盘——康方生物

■ BD出海、临床数据读出及核心品种商业化是驱动股价上涨主要因素：

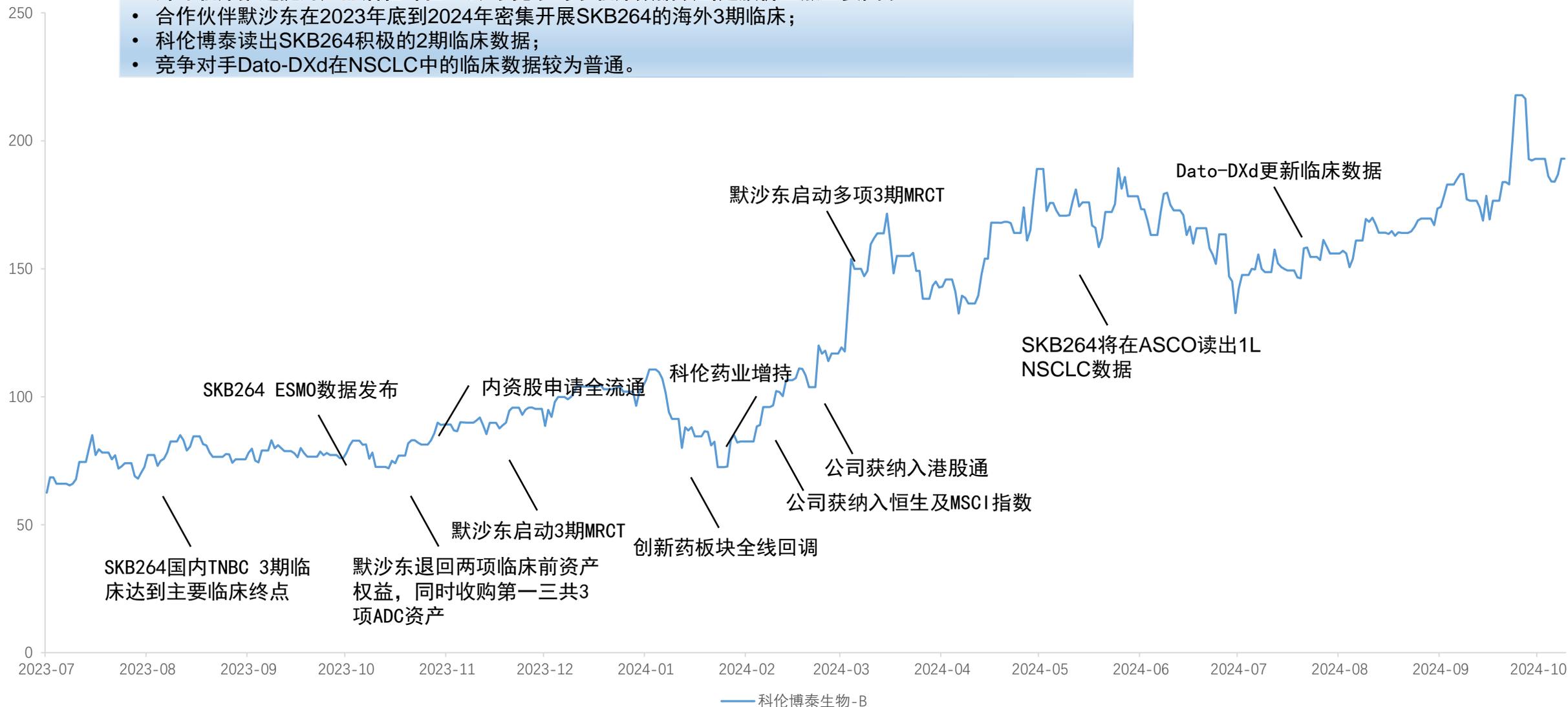
- 2022年前，卡度尼利和依沃西在国内推进临床，且卡度尼利于2022年中在中国获批上市销售快速放量；
- 2022年底，依沃西完成对外授权，随后开启海外3期临床；
- 2024年，依沃西发布头对头K药的积极数据，合作伙伴Summit发布新的临床计划。



2.1.4 创新药：代表公司股价复盘——科伦博泰

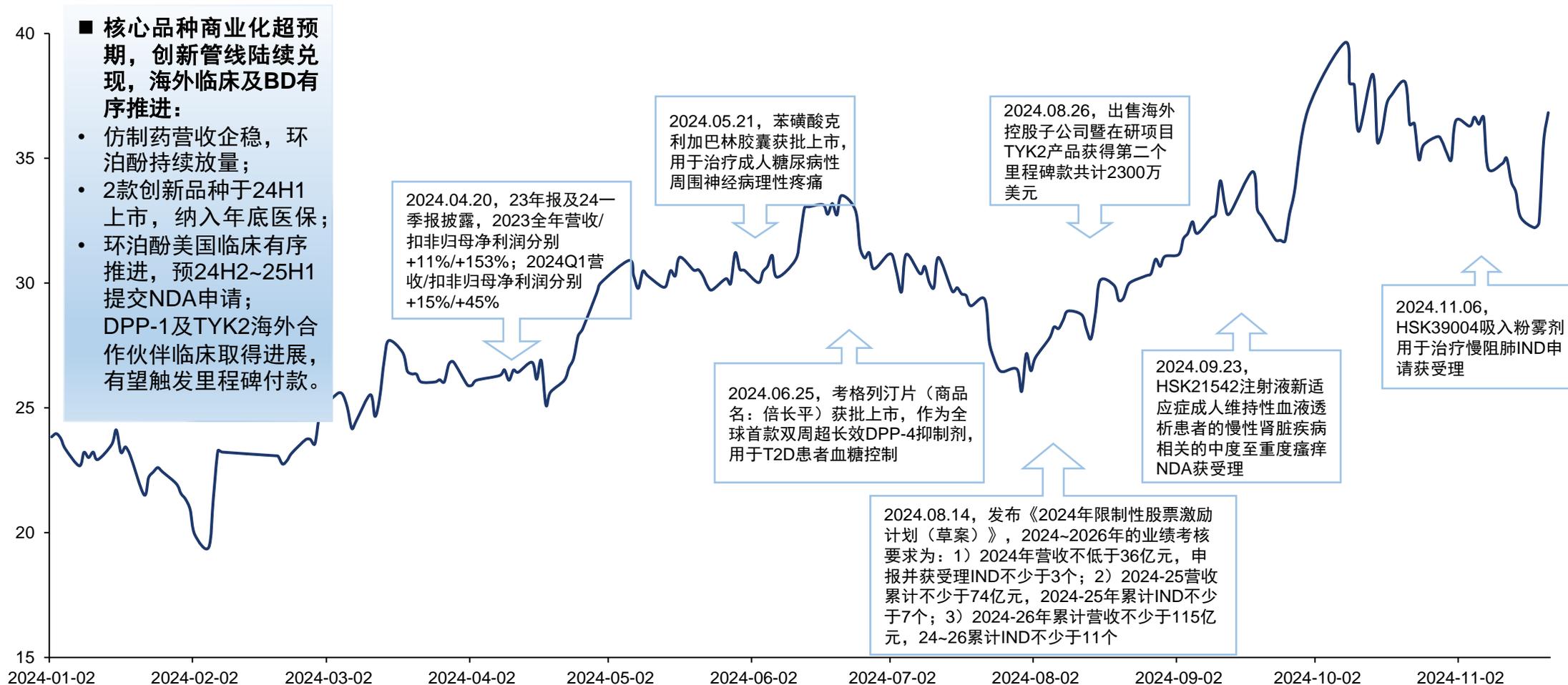
■ 海外临床推进提升产品潜在峰值、公司/竞争对手临床数据读出是股价上涨主要因素：

- 合作伙伴默沙东在2023年底到2024年密集开展SKB264的海外3期临床；
- 科伦博泰读出SKB264积极的2期临床数据；
- 竞争对手Dato-DXd在NSCLC中的临床数据较为普通。



2.1.4 创新药：代表公司股价复盘——海思科

图：海思科年初至今股价走势（单位：元/股）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2.2 医疗器械投资策略：集采出清、创新引领、出海加速、消费复苏

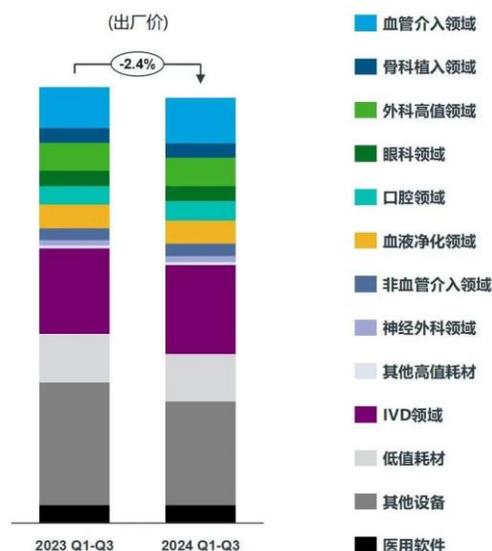
- **集采影响逐步出清，“利润优化”将成为国产器械企业的战略重点。**从已进入接续采购的器械品种看，收入和盈利能力开始或已经企稳。在国内集采政策、供应链扰动、行业合规整顿，资本市场退潮以及国际地缘政治紧张等多重压力下，国产高耗企业开始更加专注核心业务、精简研发项目、调整销售体系、放缓BD投资，未来几年医疗器械行业或将呈现盈利能力持续改善的发展趋势。
- **国产厂商“全球首创”陆续涌现，国产企业创新能力不断增强。**自2014年国家药监局推出创新医疗器械快速审批通道以来，截至2023年底，共批准250个创新医疗器械产品上市，获批数量逐年递增。同时，国内创新医疗器械发展已经逐步从fast-follow 外资大厂，向原创创新升级。
- **出海成为医疗器械行业新的增长引擎。**出口品类结构在疫情后开始向高附加值的诊断试剂和设备倾斜，同时地缘政治风险和终端市场需求双向共振导致出海目的地分散化。凭借稳定的供应能力、高质量的产品及完善的售后体系，国产IVD、设备和耗材均有潜力实现自有品牌的规模化出海。
- **细分赛道投资观点：**
 - ✓ **医疗设备：**受到经济周期影响较大，国产龙头企业在该领域全球竞争力相对最突出，产品高端升级+海外市占率提升是提供业绩稳定增长的重要因素。短期宏观经济周期影响院内、院外设备采购，反腐及设备更新延迟使该领域24年业绩表现雪上加霜；近几年国产企业产品不断实现中高端升级，疫情加速提升国产品牌在海外影响力，短期看好在经济复苏及设备更新招标推进双重驱动下该板块25年的业绩表现，中长期看好国产龙头企业在全球市占率的进一步提升，建议关注国产医疗设备龙头**迈瑞医疗、联影医疗、澳华内镜、开立医疗**等。
 - ✓ **高值耗材：**创新层出不穷，国内集采已覆盖大部分同质化竞争产品，创新+出海有望为国产企业带来广阔市场空间。产品创新带动术式创新，美敦力、强生、雅培等龙头企业引领该领域全球创新浪潮，国产企业在该领域与MNC仍有差距，目前主要为跟随式创新，工程师红利、人口基数大、复杂病例多、医保政策鼓励创新药械等都是驱动中国高值耗材企业加快创新追赶的内、外部因素，关注该板块龙头公司**惠泰医疗、爱博医疗、爱康医疗、三友医疗**等。
 - ✓ **体外诊断：**精准诊断是有效临床治疗的先决条件，集采推动下国产龙头市占率加速提升，平台型布局+出海是该领域龙头企业的必由之路。罗雅贝西+国产发光五小龙形成国内相对较清晰的竞争格局，而国产企业在该领域全球竞争力相对较弱，随着上游试剂原材料、仪器零部件等底层技术实现进步，生免流水线、分子诊断、质谱等新兴业务领域不断突破，国产企业在该领域的全球市场空间有望进一步打开，建议关注国产IVD龙头企业**迈瑞医疗、新产业、安图生物、亚辉龙、艾德生物**等。
 - ✓ **消费医疗：**经济复苏背景下，医疗消费需求有望持续回升，特别关注银发经济背景下老年人健康消费需求。关注呼吸机、康复、CGM、眼科等医疗消费细分领域，如**爱博医疗、鱼跃医疗、可孚医疗、美好医疗、怡和嘉业**等。

2.2 医疗器械：2024前三季度全国医疗器械市场动态

■ 2024年Q1-3中国医疗器械市场规模同比下滑2.4%：

- ✓ 血管介入领域保持双位数增长：电生理类、神经介入类、冠脉介入类发展趋势良好；
- ✓ 骨科同比下降3.9%，其中脊柱和运医、骨科机器人受集采的影响大幅下降，关节和创伤保持稳定增长；
- ✓ IVD同比增长4.2%：POCT需求下降、免疫集采陆续落地等因素导致增速有所放缓。
- ✓ 医疗设备同比下滑15.6%，第三季度环比改善：设备更新和医院常规采购正在复苏。
- ✓ 低值耗材受价格联动、集采和DRG加速落地政策影响，市场规模同比下降2.3%。

图：2023-2024前三季度全国医疗器械市场动态



资料来源：IQVIA、国信证券经济研究所整理

表：医疗器械各细分市场（出厂价）的同比变化情况

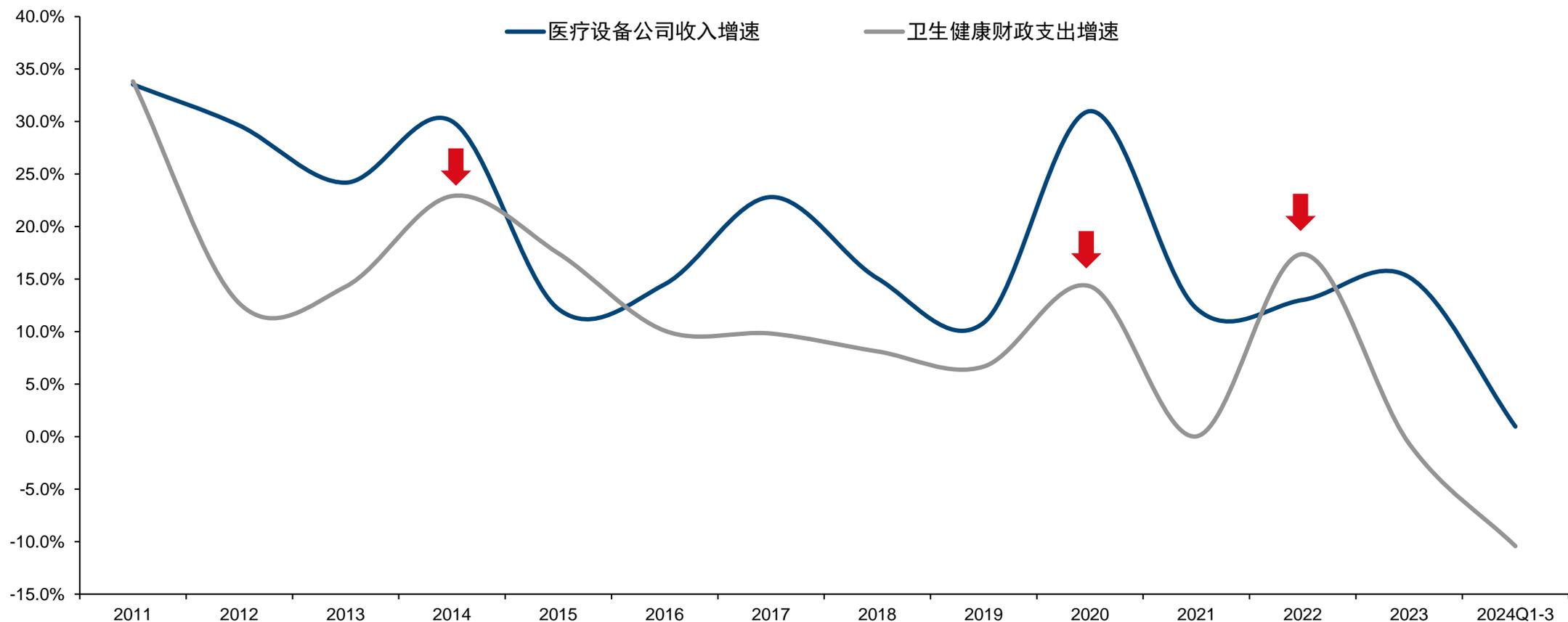
细分领域	24Q1	24H1	24Q1-3
血管介入领域	+11%	+10.1%	+11.9%
电生理类	+18%	+17.6%	
冠脉介入	+10%		
结构性心脏病	+15%		
神经介入	+12%	+8.5%	
外周血管介入	+11%		
骨科			-3.9%
眼科			-0.9%
体外诊断	+6%	+4.4%	+4.2%
中心实验室	+6%	+5.4%	
床旁诊断	+8%	-2%	
分子诊断	0%	+2.6%	
组织诊断	+10%	+9.1%	
医疗设备	-24%	-21.1%	-15.6%
影像	-27%		
内窥镜	-17%		
低值耗材	-2%	-2.8%	-2.3%

资料来源：IQVIA、国信证券经济研究所整理

2.2.1 医疗设备：受到财政卫生健康支出影响较大

- 医疗设备公司收入增速整体变动趋势受财政卫生健康支出的影响明显。通过比较22家A股医疗设备公司的营业收入增速与财政卫生健康支出增速的变动情况，可以看出2011年至今医疗设备公司收入增速及财政卫生健康支出增速呈现出一定的震荡下行趋势，在财政卫生健康支出加速增长的2014、2020、2022年，A股医疗设备公司的收入增速也对应有不同程度的提升。

图：A股医疗设备公司收入增速与卫生健康财政支出增速对比（2011-2024Q3）



资料来源：Wind、国家卫健委，国信证券经济研究所整理

2.2.1 医疗设备：MNC与国内龙头公司业绩对比

- 医疗设备MNC中国市场收入下滑明显。GE医疗、西门子医疗、奥林巴斯、Illumina在中国市场的收入均出现显著的同比下滑，前三季度中国市场收入分别同比下降17%/12%/21%/25%。飞利浦在业绩会中表示，中国市场的表现较差为导致公司整体收入下滑的重要原因。国内医疗设备龙头公司迈瑞医疗和联影医疗在24Q3也受到招投标等因素影响，24Q3国内收入同比下降；由于联影医疗国内收入占比较大，受到影响更大，前三季度公司整体收入同比亦有所下滑。

表：医疗设备MNC与国内龙头公司业绩对比

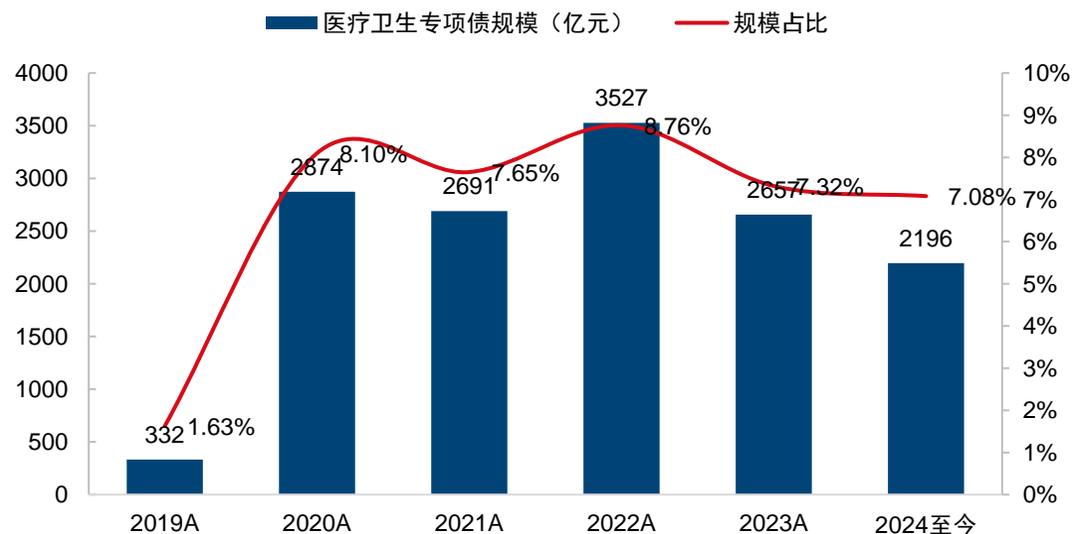
公司名称	全球市场				中国市场				业绩会对中国市场的观点	
	24Q3		2024Q1-3		24Q3		2024Q1-3			
	收入	同比增速	收入	同比增速	收入	同比增速	收入	同比增速		
海外MNC (单位：亿美元)	GE医疗	48.63	1%	143.53	-	5.64	-22%	17.44	-17%	订单仍在推迟，25H1依然不乐观
	飞利浦	48.74	-2%	144.50	-10%	未披露				医院及消费者需求恶化超公司预期，短期持续低迷
	西门子医疗	70.47	5%	191.38	4%	7.65	-4%	21.08	-12%	目前未看到设备更新影响，订单恢复较难预测
	奥林巴斯	16.70	6%	50.69	8%	1.80	-21%	4.94	-21%	-
	直觉外科	20.38	17%	59.39	14%	未披露				招标延迟以及本土企业竞争，短期持续低迷
	瑞思迈	12.25	11%	36.45	9%	未披露				-
	Illumina	10.80	-2%	32.28	-3%	0.75	-23%	2.28	-25%	-
国产医疗设备龙头 (单位：亿人民币)	迈瑞医疗	89.54	1%	294.85	8%	48.59	-10%	174.83	2%	9月招标有所回暖，明年有望重回增长轨道
	联影医疗	16.21	-25%	69.54	-6%	11.49	-38%	55.50	-13%	设备更新慢慢落地，25H1可能受益更明显
	华大智造	6.60	-13%	18.69	-15%	3.70	-4%	10.50	-3%	客户对固定资产投资减少且采购周期拉长

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理 注：由于公司未披露其他业务板块分地区收入情况，表中华大智造中国市场收入仅为基因测序仪业务中国区收入

2.2.1 医疗设备：关注设备更新政策带来的投资机会

- **国务院推行设备更新政策，有望带动医疗设备需求增长。**2024年3月，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，其中指出，到2027年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上。在医疗方面，鼓励具备条件的医疗机构加快**医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人**等医疗装备更新改造。随着后续行业整顿影响减弱，叠加设备更新政策的利好，医疗设备行业有望迎来景气度拐点。
- **预计医疗设备更新总规模有望达到420-540亿元。**2020年至今，我国每年发行专项债中，医疗卫生专项债规模占比约为7-9%，2024年1-11月，我国已发行医疗卫生专项债2196亿元，规模占比7.08%。7月24日，发改委和财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，提到将统筹安排3000亿元左右超长期特别国债资金支持设备更新，涵盖工业、环境基础设施、交通运输、物流、教育、文旅、医疗等领域，根据历年医疗卫生专项债规模占比，我们预计3000亿超长期特别国债中分配给医疗领域的比例约7-9%，即210-270亿元，假设国债资金占总投资额的50%，预计医疗设备更新总规模有望达到420-540亿元。

图：医疗卫生专项规模及规模占比



表：设备更新需求规模测算

超长期国债中分配给医疗的比例	超长期国债中分配给医疗的规模 (亿元)	医疗设备更新总规模 (亿元)
7%	210	420
9%	270	540

资料来源：各政府网站、国信证券经济研究所整理及预测

资料来源：企业预警通、国信证券经济研究所整理 注：截至2024年11月末

2.2.1 医疗设备：关注设备更新政策带来的投资机会

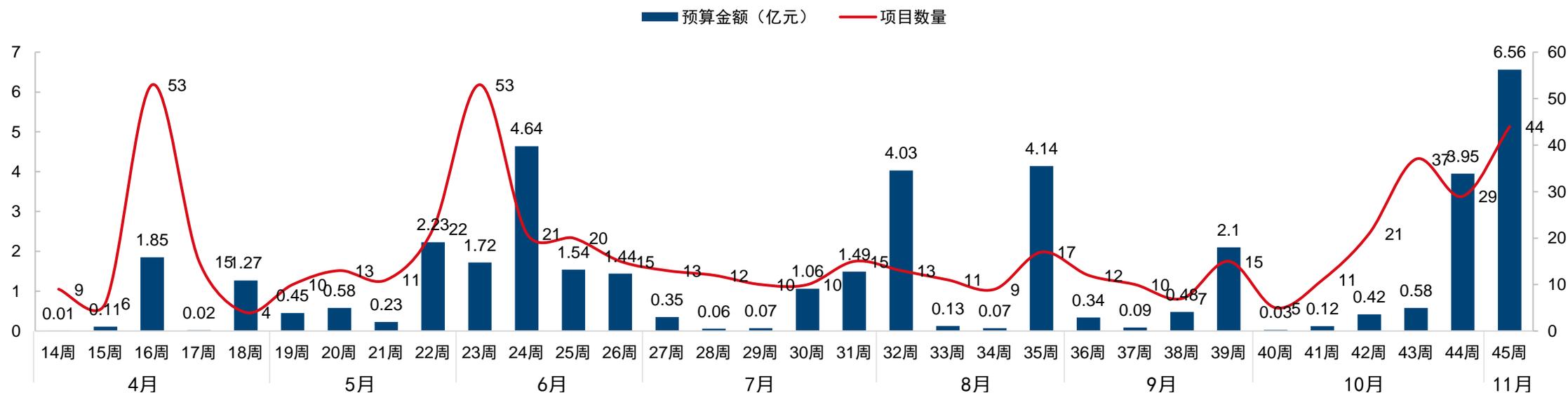
- **设备更新政策已进入落地阶段。**设备更新政策在经历政策发布、项目上报和审批阶段后，目前进入了采购意向发布和招标阶段，部分省市的设备更新项目开始陆续落地。根据众成数科统计，设备更新项目从10月起招标项目金额呈现递增趋势，在第44周金额迅速增长，45周持续增长至6.56亿元，截至45周，招标金额超过42亿元。
- **投资建议：**随着招投标落地，设备更新对于企业端业绩的贡献有望从24Q4起得以体现，并延续到25年整年。建议关注医疗设备龙头**联影医疗、迈瑞医疗**，内镜企业**开立医疗、澳华内镜**。

图：设备更新政策落地流程



资料来源：各政府网站、国信证券经济研究所整理

图：第14周（4月1日）至45周（11月10日）医疗设备更新招标情况



资料来源：众成数科、国信证券经济研究所整理

2.2.1 医疗设备：AI赋能医疗设备行业数智化转型

- AI在辅助诊断、自动化分析等方面赋能医学影像领域的效率提升。AI对医学影像行业的影响主要体现在诊断效率和准确率、推动精准医疗和智能化发展。通过深度学习算法，AI可以快速识别和分析复杂影像数据，辅助医生发现早期病变，同时减少人为误差。行业整体向智能化升级，也促进了影像设备与数据服务的融合，推动医疗资源的均衡分配和成本的降低。
- ✓ 迈瑞医疗：通过“三瑞”智慧生态系统将AI深度融入医疗场景，涵盖影像、诊断和生命信息与支持领域，推动“设备+IT+AI”智能医疗生态系统的持续完善。以AI算法和大数据为核心，公司在国内外高端市场成功实现了智能化解决方案的普及，例如通过“瑞影云++”平台提升影像诊断效率，助力医疗机构优化诊疗流程。迈瑞医疗的智能医疗解决方案不仅提高了设备的互联互通能力，还显著改善了医疗资源的分配不均问题，为全球医疗行业的智能化转型树立了标杆。
- ✓ 联影医疗：借助AI推动精准医疗和诊疗一体化解决方案的创新与普及。联影以旗下联影智元为平台，提出AI Native的产品设计理念，强调从产品设计之初就将AI视为核心基础，将AI赋能至影像业务的每个环节，帮助医院业务开展更便捷、医生诊疗更高效，优化患者就医体验的同时，助力医疗机构的数据管理能力提升以及影像行业的数智化转型。

图：迈瑞医疗M-Connect解决方案



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

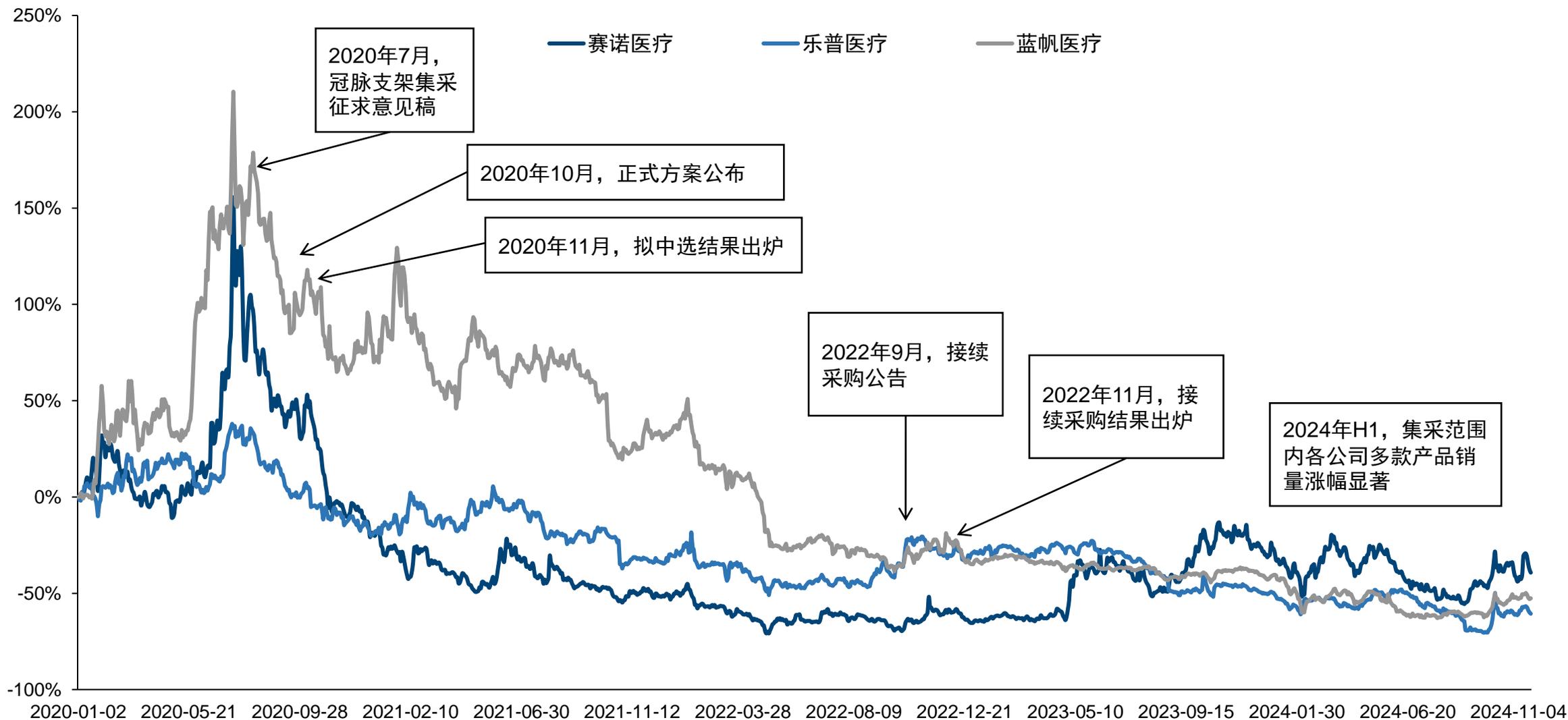
图：联影医疗iMetalImaging元影像解决方案



资料来源：联影医疗、国信证券经济研究所整理

2.2.2 集采出清（1）冠脉支架：续采规则温和，价格有所提升

图：冠脉支架板块2020年以来股价走势复盘

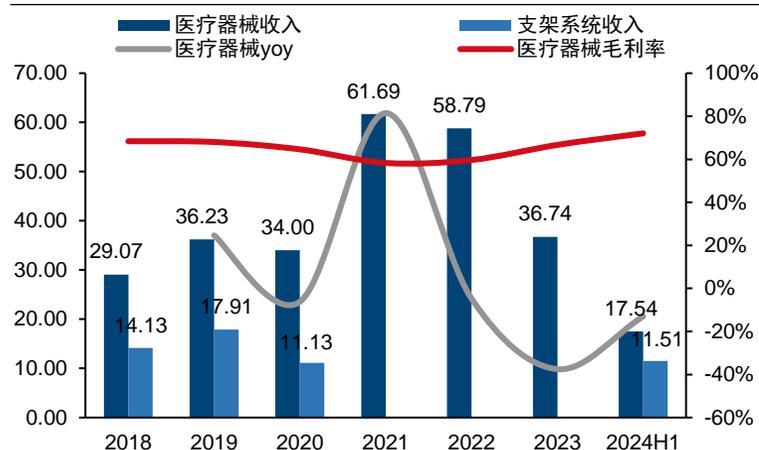


资料来源：Wind、各政府官网，国信证券经济研究所整理

2.2.2 集采出清（1）冠脉支架：毛利率趋于稳定，创收能力逐步回升

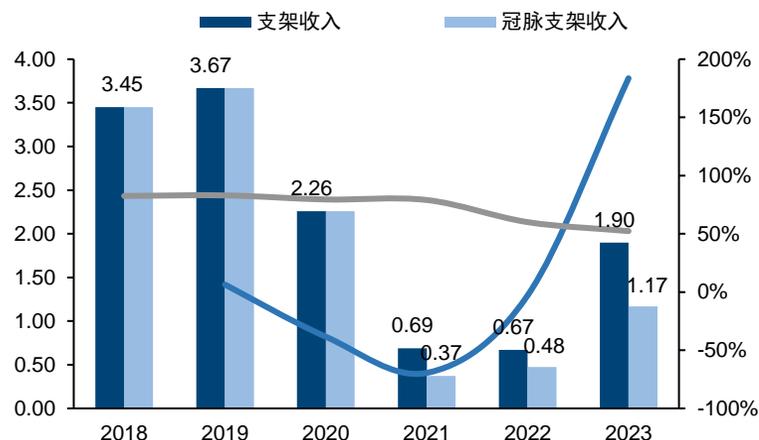
- **集采续约规则较2020年有所缓和。**2022年11月续采产品包含了19种冠状动脉药物洗脱支架系统，采购周期为3年。采购需求量186.5万个，较20年的107万个有较大提升；从价格方面来看，冠脉支架产品最高有效报价为798元，续约平均中标价为774元，相比20年的平均中标价676元提升了14%。
- **集采后各公司毛利率普遍出现了下滑，**降低至60%左右逐渐企稳。
- **创新产品和出海在集采背景下为公司贡献全新增长点。**部分公司通过药物球囊、切割球囊等创新产品及结构性心脏病、神经介入等非冠脉业务实现收入的企稳增长。此外，出海也为部分公司贡献新的增长动力。

图：乐普医疗医疗器械及支架产品收入（单位：亿元）



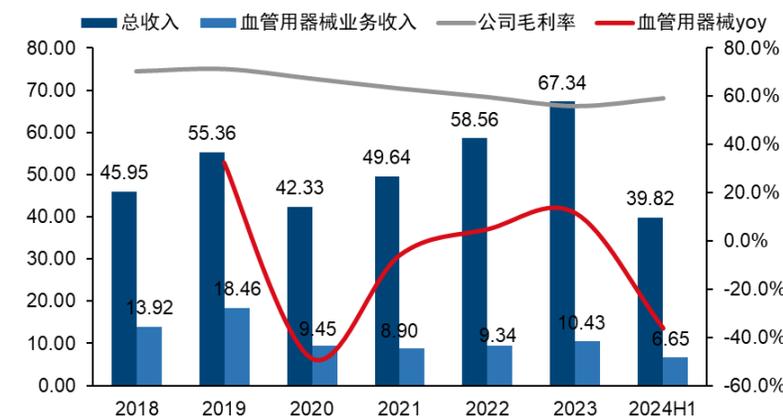
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：赛诺医疗支架及冠脉支架收入（单位：亿元）



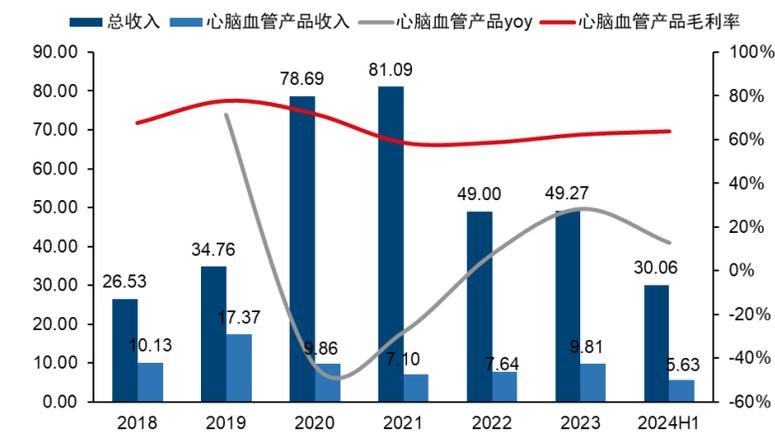
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：微创医疗总收入和血管用器械业务收入（单位：亿元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

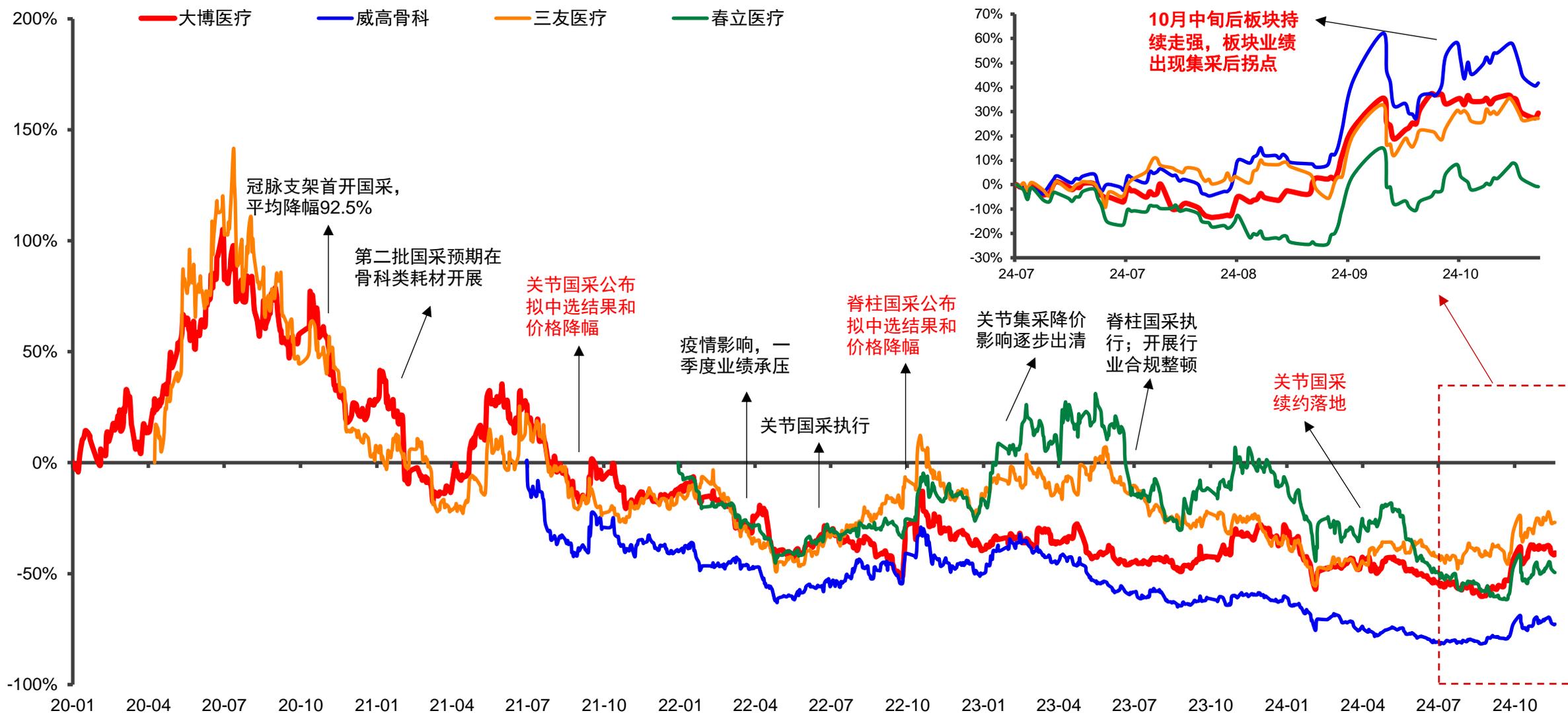
图：蓝帆医疗营收及心脑血管产品收入（单位：亿元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2.2.2 集采出清（2）骨科：板块业绩拐点已现，迎来新发展阶段

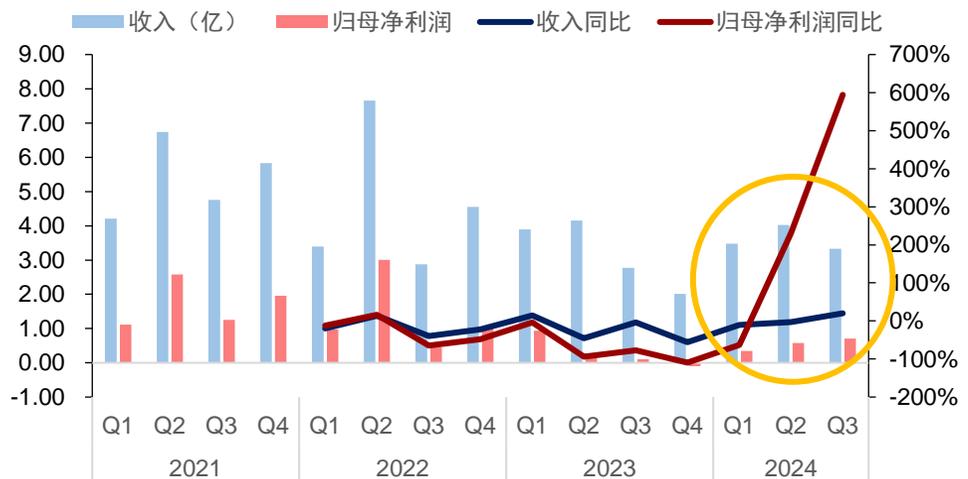
图：骨科板块2020年以来股价走势复盘



资料来源：Wind、各政府官网，国信证券经济研究所整理

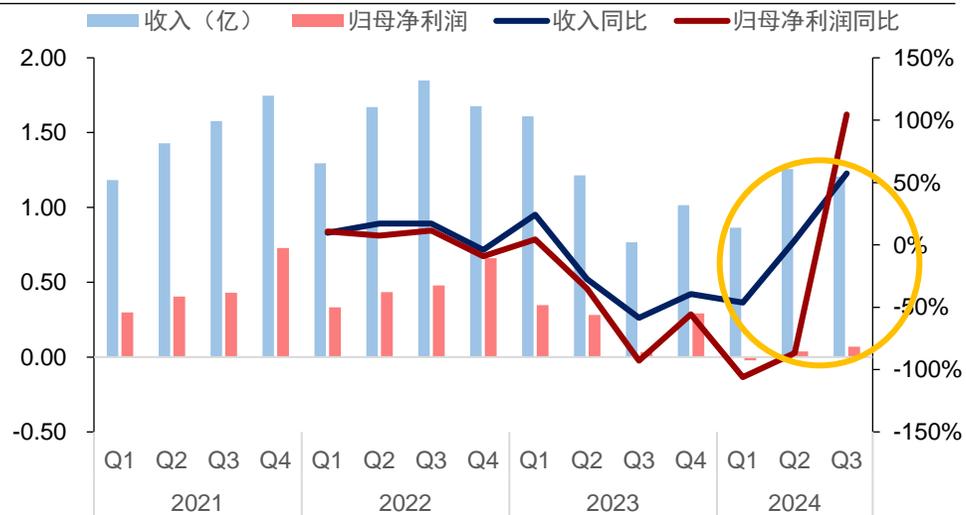
2.2.2 集采出清（2）骨科：板块业绩拐点已现，迎来新发展阶段

图：威高骨科2021Q1-2024Q3营收和归母净利情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：三友医疗2021Q1-2024Q3营收和归母净利情况



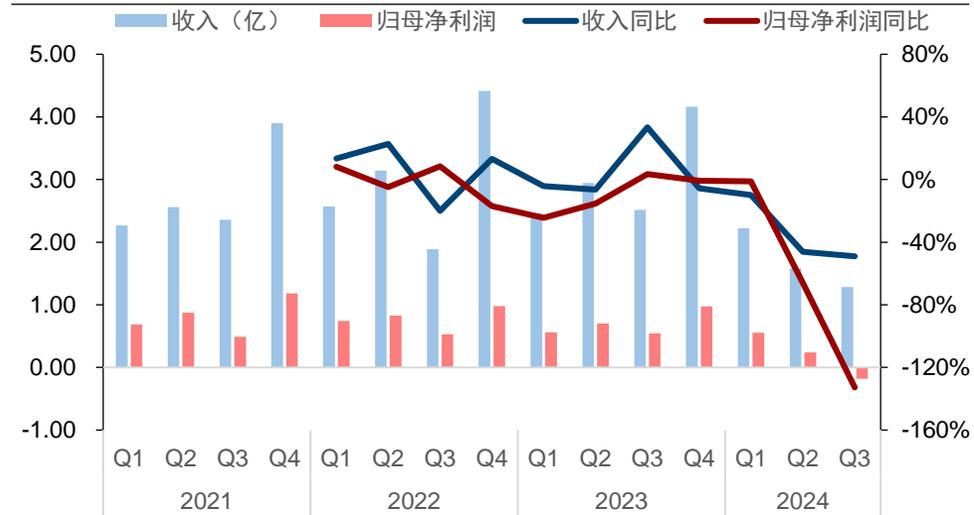
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：大博医疗2021Q1-2024Q3营收和归母净利情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：春立医疗2021Q1-2024Q3营收和归母净利情况

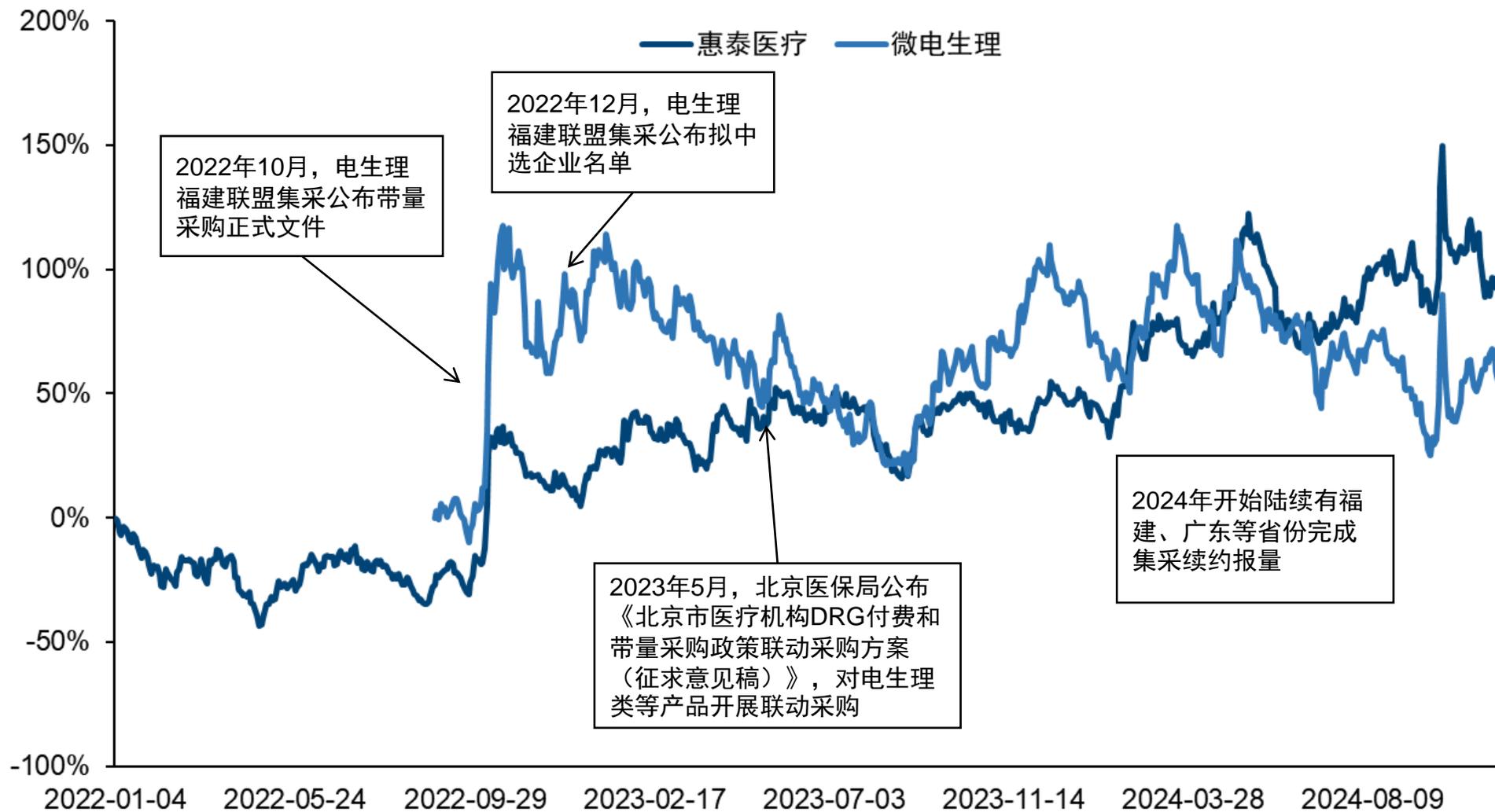


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

■ 骨科板块在24年第三季度出现业绩拐点。脊柱国采执行已超过一年，第三季度不再有价格基数影响；运动医学国采陆续在各省落地执行，关节国采续约和创伤联盟续约在下半年陆续落地开展，骨科板块各业务线受集采影响陆续消除，24Q3出现板块性业绩拐点。

2.2.2 集采出清（3）电生理：集采温和落地，国产替代加速

图：电生理上市公司2022年以来股价走势复盘

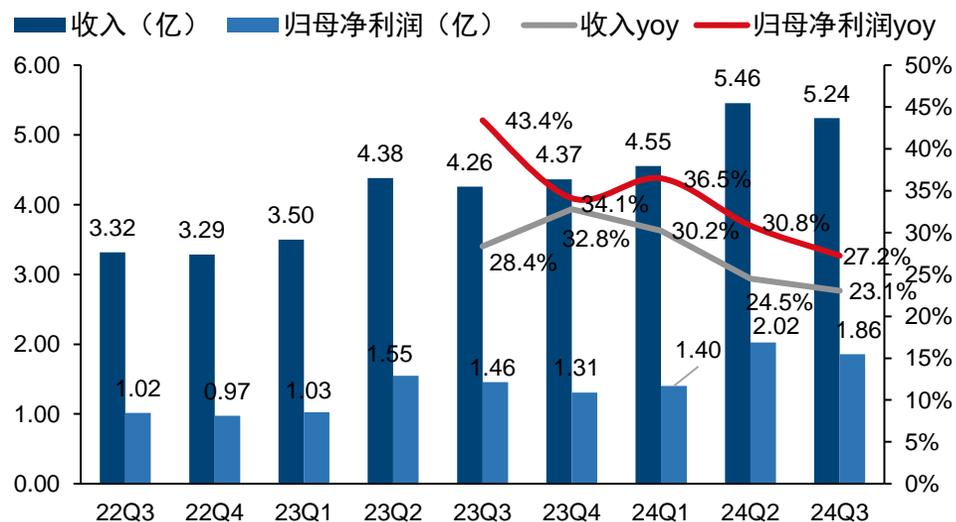


资料来源：Wind、各政府官网，国信证券经济研究所整理

2.2.2 集采出清（3）电生理：国产龙头产品矩阵加速布局

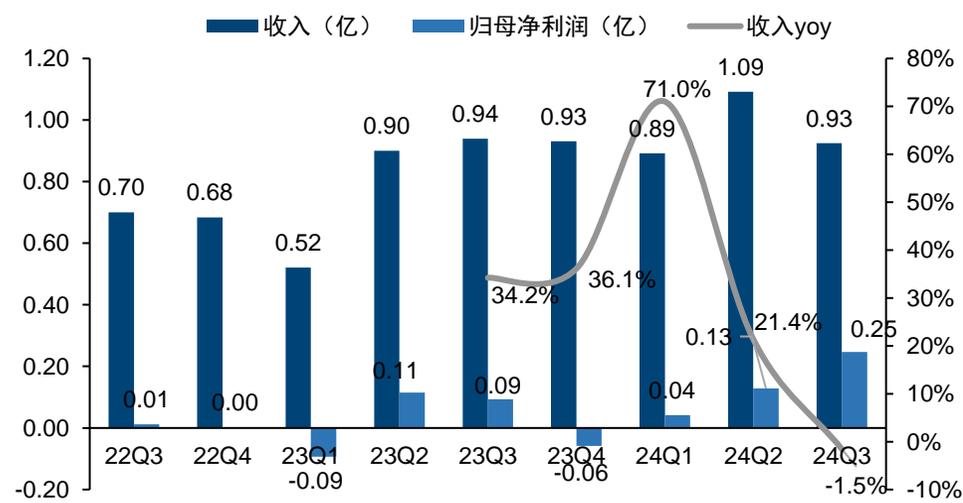
- **集采温和落地，国产龙头中标情况较为理想。**从福建联盟集采结果来看，16家企业中选，平均降幅49%，国产电生理龙头微电生理和惠泰医疗产品全线中标，房颤消融手术单台耗材成本由集采前的7.6万元降低至4.2万元。根据沙利文的测算，2022年我国电生理器械行业市场规模超过80亿元，且预计2028年市场规模将突破260亿元，对应2023-2028年CAGR为15%，而国产厂家的市占率仅为10-15%，在集采背景下，国产品牌加速进口替代进程。
- ✓ **惠泰医疗：**PFA产品相关工作进展顺利，截至24Q3脉冲消融导管已进入注册评审阶段，预计25Q1上市，加速进军房颤领域；压力感应消融导管、高密度标测导管亦有望在25年Q1上市。
- ✓ **微电生理：**公司射频、冷冻、脉冲能量平台布局全面，自研压力脉冲导管已完成临床入组并进入绿色通道，参股公司商阳医疗的PFA产品预计25H1可获批上市，高密度标测导管有望24年底前获CE认证。

图：惠泰医疗营收及归母净利润情况（22Q3-24Q3）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：微电生理营收及归母净利润情况（22Q3-24Q3）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2.2.3 消费复苏：院外消费类医疗器械发展前景广阔

- **院外市场的消费类医疗器械市场规模可观，发展前景广阔。**2020年家用医疗器械在的市场规模达到2,395亿元人民币。随着慢性病患者人数持续增长，健康管理意识及居民可支配收入的提高，家用医疗器械市场规模预计到2025年将以14.1%的CAGR增长至4,638亿元。当前院外的消费类器械已形成覆盖全年龄段人群的产品光谱，如角膜塑形镜/离焦框架镜、隐形眼镜、口腔正畸/种植、家用呼吸机/制氧机、持续血糖监测、康复设备等。
- **院外品种大多为消费升级需求，当前治疗渗透率和国产份额双低。**强消费属性的产品均有相应的院内/基础型诊疗手段，但基于治疗的便利度、依从性、治疗效果、患者友好等多个升级需求，院外品种有较大的发展潜力和渗透率提升空间。CGM市场在出现多个国产品牌后，支付可及性改善，行业景气度和渗透率都有望持续提升。隐形正畸尽管受宏观环境影响增速有所放缓，但儿牙市场和头部厂商均保持稳健的发展。呼吸机、康复设备等领域当前渗透率均较低，有望持续受益于“银发经济”。

表：院外消费类医疗器械产品简介

品种	市场规模	竞争格局	相关上市公司
持续血糖监测 (CGM)	全球市场规模57亿美元 (2020年)，CAGR为20.3% 中国市场规模1亿美元 (2020年)，CAGR大于30%	雅培市场份额~75%，其次为美敦力份额~10% (2020年)	三诺生物、鱼跃医疗、微泰医疗
隐形眼镜	全球隐形眼镜市场规模达100亿美元 (2022年)，CAGR为5% 中国软性接触镜厂商端市场规模122亿人民币 (2022年)，CAGR为12.4%，其中彩色隐形眼镜CAGR为18.8%	中国市场份额主要被外资占据	爱博医疗、迈得医疗
口腔正畸	中国正畸市场终端规模610亿 (2023年)，其中隐形正畸130亿	隐适美和时代天使占据70%以上的市场份额	时代天使
康复设备	全球康复器械的市场规模为126亿美元 (2021年)，CAGR为6.45% 中国物理治疗器械的市场规模为67.3亿元，康复评测器械的市场规模为5.1亿元，康复训练器械的市场规模为18.8亿元，三者合计91.2亿元 (2021年)	竞争格局分散，头部上市公司份额均在个位数	翔宇医疗、诚益通、伟思医疗、麦澜德
呼吸机	全球家用无创呼吸机市场规模27.1亿美元 (2020年)，CAGR为12.2% 中国家用无创呼吸机市场规模12.3亿元 (2020年)，CAGR约20%	飞利浦与瑞思迈为国内家用无创呼吸机市场占比最高的生产商，在2020年分别占据了28.4%及26.6%的市场份额，怡和嘉业市场份额位居第三，占比15.6%。	怡和嘉业、鱼跃医疗

资料来源：公司公告、公司招股书、灼识咨询，国信证券经济研究所整理

2.2.4 创新器械：创新单品为海外器械MNC提供成长动力

■ 2024前三季度多数医疗器械MNC营收增长稳健。从Q3单季度营收表现来看，除飞利浦和Illumina外，其他公司均实现收入的同比提升，波士顿科学、直觉外科、史赛克、康乐保、瑞思迈、希森美康同比提升幅度居前；2024年前三季度累计收入情况表现类似，飞利浦、Illumina、丹纳赫分别出现同比10%/3%/1%的下滑，其他MNC均有增长或同比持平。

表：医疗器械MNC前三季度营收及同比变动情况汇总（单位：亿美元）

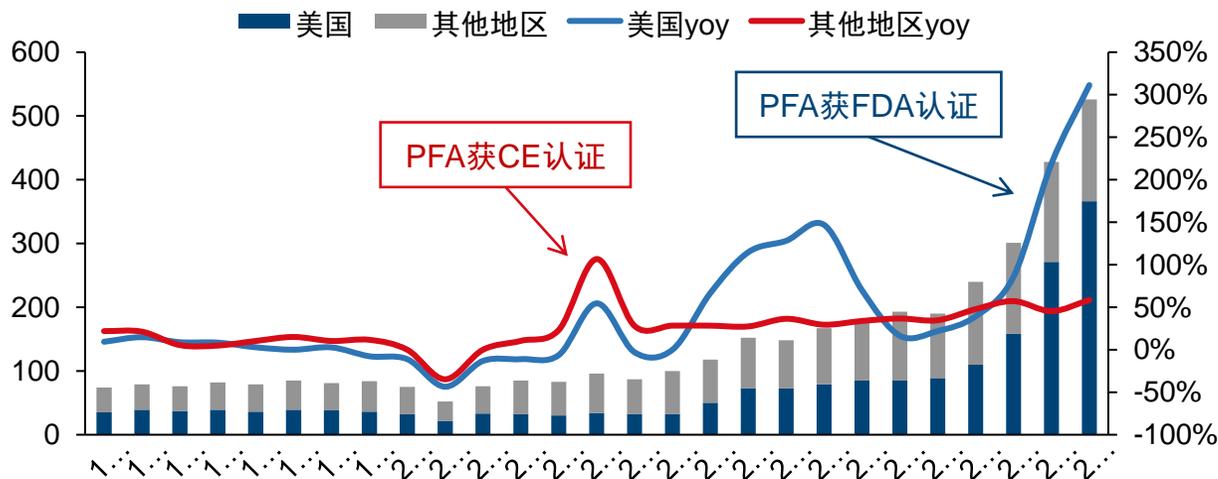
板块	公司	24Q3		24前三季度		业绩指引	
		营业收入	同比变动	营业收入	同比变动	全年收入	调整方向
设备&IVD	西门子医疗	70.47	5%	191.38	4%	FY25: +5~6%	-
设备	GE医疗	48.63	1%	143.53	0%	+1%~2%的下限	↓
设备	飞利浦	48.74	-2%	144.50	-10%	+0.5%~1.5%	↓
设备	直觉外科	20.38	17%	59.39	14%	手术量: +16~17%	↑
设备	奥林巴斯	16.70	6%	50.69	8%	FY25: +9%	-
设备	瑞思迈	12.25	11%	36.45	9%	-	-
设备	Illumina	10.80	-2%	32.28	-3%	-3%	↓
耗材&IVD	雅培	106.35	5%	309.76	4%	+9.5%~10.0%	-
耗材	强生MedTech	78.91	6%	236.69	4%	+5.1%~5.6%	↑
耗材&设备	史赛克	54.94	12%	161.60	10%	+9.5%~10.0%	↑
耗材	波士顿科学	42.09	19%	121.86	16%	+15%	-
耗材	爱德华生命科学	13.54	9%	40.54	8%	+8%~10%	-
耗材	康乐保	10.36	12%	30.53	11%	FY25: +8%~9%	-
耗材	STAAR Surgical	0.89	10%	2.65	8%	+5.5%~7.0%	-
IVD	丹纳赫	57.98	3%	173.37	-1%	低个位数下滑	-
IVD	罗氏诊断	41.58	6%	126.87	0%	中个位数增长	-
IVD	希森美康	8.55	11%	24.74	16%	FY25: +10.5%	-

资料来源：各公司官网、国信证券经济研究所整理 注：非美元货币已按照2024/09/30汇率水平折算为美元，西门子、康乐保FY25开始时间为2024.10.01；希森美康、奥林巴斯FY25开始时间为2024.04.01；罗氏全年收入指引包含药品业务

2.2.4 创新器械：创新单品为海外器械MNC提供成长动力

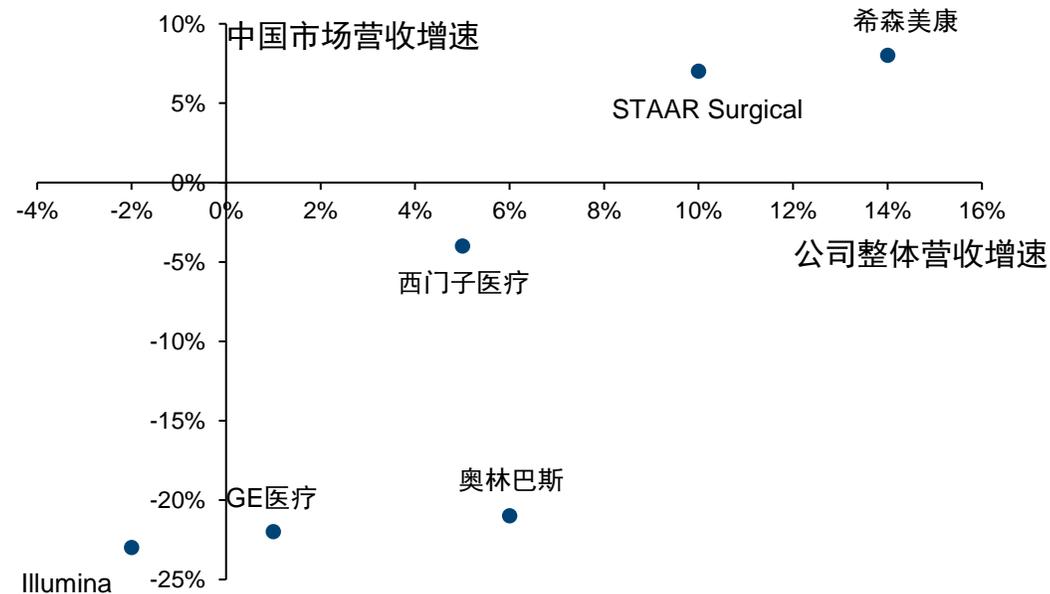
- 24年前三季度海外医疗器械MNC增长主要受到欧美市场及创新单品的推动，“创新+出海”为国产医疗器械公司发展重要趋势。
- 创新大单品为推动MNC器械公司营收持续增长的关键动力。技术创新产品放量带来的增长可部分抵御宏观经济周期及竞争的影响，例如电生理、结构性心脏病、手术机器人、CGM、ICL、高端内窥镜、高端伤口护理、呼吸道检测、伴随诊断等业务，是相关公司业绩增长的主要驱动力。波士顿科学PFA产品于21Q1和24Q1分别取得CE和FDA认证，带动对应地区电生理业务收入增速迅速提升；STAAR Surgical凭借ICL晶体在全球的定价优势，在屈光市场不景气的环境下实现了各地区营收的普遍增长。
- 分地区看，欧美市场收入增长表现相对较好，出海为国产医疗器械公司分散外部风险的重要路径。从器械MNC披露的分地区收入来看，多数公司在中国市场的收入同比下降，GE医疗、奥林巴斯Q3中国区收入同比下滑超20%，但在欧美市场旺盛需求的带动下，公司整体依然实现了收入增长。

图：波士顿科学电生理板块分季度收入（单位：百万美元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：海外医疗器械MNC中国市场及公司整体24Q3收入增速情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理
注：图中仅展示单独披露中国区收入的部分医疗器械MNC

2.2.4 创新器械：累计近300款创新器械获批上市

- 2016-2021年间，国产创新器械获批产品覆盖心血管、骨科、影像、IVD等多个领域，既有诊断器械也有治疗器械，体现出高精尖技术和个性化、微创化治疗的趋势。这些产品多集中在重大疾病领域，满足临床需求，同时展现了国际前沿技术的本地化应用。

表：2016-2021年国产创新器械获批情况

公司简称	产品名称	批准年份	公司简称	产品名称	批准年份
艾德生物	人类EGFR基因突变检测试剂盒（多重荧光PCR法）	2018	赛诺医疗	颅内药物洗脱支架系统	2021
	人类10基因突变联合检测试剂盒（可逆末端终止测序法）	2018	天智航	骨科手术导航定位系统	2016
爱博医疗	人工晶状体	2016	微创机器人	三维电子腹腔镜内窥镜	2021
贝康医疗	胚胎植入前染色体非整倍体检测试剂盒（半导体测序法）	2020	微创脑科学	血管重建装置	2018
春立医疗	单髁膝关节假体	2021		椎动脉雷帕霉素靶向洗脱支架系统	2020
冠昊生物	脱细胞角膜植片	2016	微创医疗	分支型主动脉覆膜支架及输送系统	2017
归创通桥	取栓支架	2020		三维心脏电生理标测系统	2016
	药物洗脱PTA球囊扩张导管	2020	微电生理	冷盐水灌注射频消融导管	2016
惠泰医疗	锚定球囊扩张导管	2021	微泰医疗	持续葡萄糖监测系统	2021
乐普医疗	生物可吸收冠状动脉雷帕霉素洗脱支架系统	2019	微芯生物	呼吸道病原菌核酸检测试剂盒（恒温扩增芯片法）	2016
联影医疗	正电子发射断层扫描及磁共振成像系统	2018		左心耳封堵器系统	2017
	医用直线加速器系统	2018	先健科技	植入式心脏起搏器	2017
	数字乳腺X射线摄影系统	2019		髂动脉分叉支架系统	2021
	正电子发射及X射线计算机断层成像扫描系统	2019		临时起搏器	2021
迈瑞医疗	病人监护仪	2019	先瑞达医疗	药物洗脱外周球囊扩张导管	2016
诺辉健康	KRAS基因突变及BMP3/NDRG4基因甲基化和便隐血联合检测试剂盒（PCR荧光探针法-胶体金法）	2020		腹主动脉覆膜支架及输送系统	2019
沛嘉医疗	经导管主动脉瓣系统	2021	心脉医疗	药物球囊扩张导管	2020
	经导管主动脉瓣系统	2021		分支型术中支架系统	2021
启明医疗	经皮介入人工心脏瓣膜系统	2017		经导管主动脉瓣膜系统	2019
润迈德	冠状动脉造影血流储备分数测量系统	2019		经导管主动脉瓣膜及可回收输送系统	2021
	一次性使用有创压力传感器	2019	鹰瞳科技	糖尿病视网膜病变眼底图像辅助诊断软件	2020

资料来源：国家药监局、国信证券经济研究所整理

2.2.4 创新器械：电生理设备及耗材加速获批

- 从2022年初至2024年10月末国家药监局批准的创新器械名录来看，电生理、手术导航定位系统、眼科高值耗材等领域获批产品集中。多家公司的电生理领域热点创新产品PFA陆续取得国家药监局的创新医疗器械批准。

表：近三年国家药监局批准的部分创新医疗器械（截至2024年10月底）

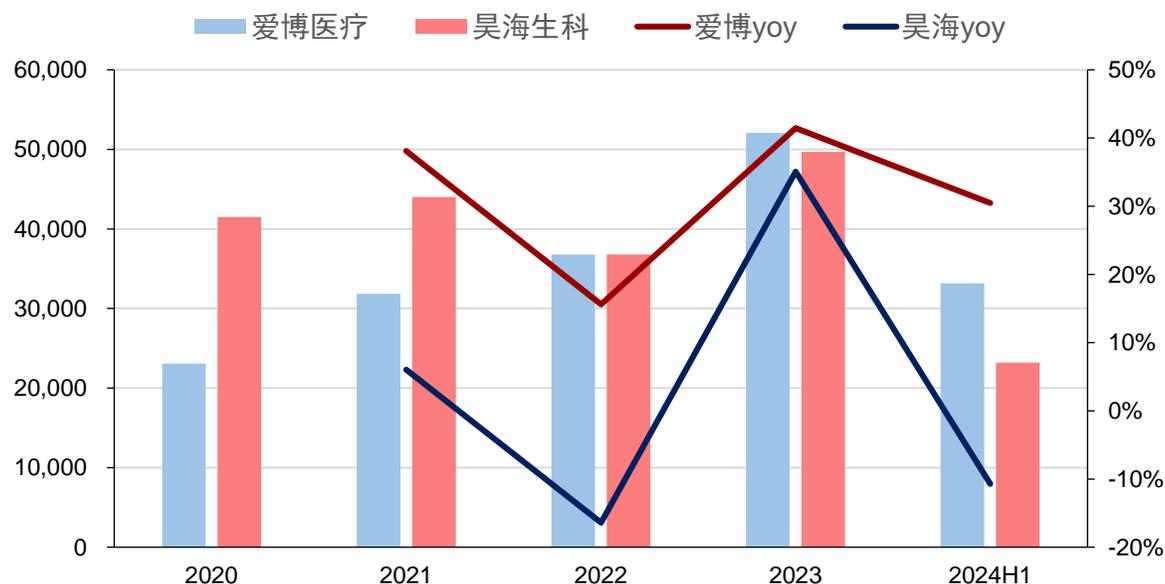
公司简称	产品名称	批准年份	公司简称	产品名称	批准年份
爱博医疗	非球面衍射型多焦人工晶状体	2022	美敦力	经导管植入式无导线起搏系统	2022
爱尔康	人工晶状体	2023		混合闭环胰岛素输注系统	2023
爱康医疗	金属增材制造胸腰椎融合匹配式假体系统	2023		肾动脉射频消融仪	2024
波士顿科学	一次性使用心脏脉冲电场消融导管	2024		一次性使用多级肾动脉射频消融导管	2024
	心脏脉冲电场消融系统	2024		心脏脉冲电场消融仪	2024
	一次性使用可调弯导管鞘	2024	一次性使用心脏脉冲电场消融导管	2024	
	血管斑块旋切控制装置	2024	启明医疗	经导管人工肺动脉瓣膜系统	2022
德诺电生理	一次性使用心脏脉冲电场消融导管	2024	润迈德	冠状动脉功能测量系统	2023
锦波生物	注射用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白溶液	2023	天智航	膝关节置换手术导航定位系统	2023
锦江电子	心脏脉冲电场消融仪	2023	微创机器人	腹腔内窥镜手术系统	2022
	一次性使用心脏脉冲电场消融导管	2023		膝关节置换手术导航定位系统	2022
开立医疗	血管内超声诊断设备	2022	微创医疗	生物可吸收雷帕霉素洗脱冠脉支架系统	2024
	一次性使用血管内超声诊断导管	2022	一次性使用压力监测磁定位射频消融导管	2022	
康沣生物	一次性使用冷冻消融球囊	2022	微电生理	球囊型冷冻消融导管	2023
	冷冻消融设备	2023	冷冻消融设备	2023	
	球囊型冷冻消融导管	2023	心脉医疗	直管型胸主动脉覆膜支架系统	2022
康拓医疗	增材制造聚醚醚酮颅骨缺损修复假体	2023	直觉外科	支气管镜操作控制系统用无源器械和附件	2024
乐普医疗	消化道内窥镜用超声诊断设备	2022		支气管导航光纤定位导管导引器	2024
联影医疗	颅内出血CT影像辅助分诊软件	2022		支气管导航光纤定位导管	2024
	磁共振成像系统	2022		支气管导航可视化探头	2024
	质子治疗系统	2022		支气管导航操作控制系统	2024
	医用血管造影X射线机	2022		支气管导航操作控制系统用针	2024
	放射治疗计划软件	2023			
磁共振成像系统	2023				
颅内动脉瘤CT血管造影图像辅助检测软件	2024				

资料来源：国家药监局、国信证券经济研究所整理

2.2.4 创新器械：人工晶体国采全面执行，展现产品升级趋势

- **人工晶体国采已全面执行。**2023年11月30日，第四批国家组织高值医用耗材集中带量采购在天津开标，人工晶体类耗材平均降价60%，2024年4月首个省份开始执行，至9月初落地最后一省。集采后国产化率预计进一步提升，爱博医疗“普诺明”等系列人工晶体2024年上半年收入同比增长30.20%，销量增长快于金额，公司受益于集采中标和勾选良好、产品竞争力持续提升。
- **集采后中高端晶体渗透率提升，国产厂商大有可为。**集采后随着耗材价格大幅下降，双焦/三焦/景深延长等中高端晶体的可及性大幅提升，且在部分区域能更好匹配DRG支付标准，因此带动行业呈现产品升级趋势。2024年上半年昊海生科的中端预装类非球面产品以及高端的区域折射双焦点产品的销量分别同比增长25%和12%，爱博医疗新上市的全视非球面多焦晶体仅上市1年左右的时间就获得医院高达12%的报量，今年前三季度放量明显。进口品牌仍然主要占据双焦点和三焦点等高端产品的市场份额，随着爱博为代表的眼科耗材龙头自主研发成果陆续推出，有望不断加速进口替代过程。

图：爱博医疗和昊海生科白内障手术产品线收入（单位：万元）



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

表：国产已上市和在研的部分高端晶体

厂商	产品	研发状态	产品特征
爱博医疗	全视	2022年10月获批	非球面衍射型多焦，连续视程，国产首款
	全景	2024年8月已注册受理	单焦点无衍射环EDOF
	全晰	临床实验中	非球面三焦散光矫正，于兼具治疗白内障、散光、近视和老花
蕾明视康	视全极	2024年9月获批	首款国产三焦点，减少衍射环锐点设计
世纪康泰	三焦点plus	2024年4月进入绿色通道	首款“非对称智能靶向光场分布”设计，三焦点
赛美视 (昊海生科)	三焦点人工晶状体	2024年8月进入绿色通道	MOM技术平台：新材料配方，精准的光学控制，以及模注技术

资料来源：公司官网、公司公告，国信证券经济研究所整理

2.2.4 创新器械：伴随诊断与药物创新同行，龙头厂商强者恒强

- 伴随诊断领域长坡厚雪，行业龙头持续创新，市场份额稳固。伴随诊断用于检测患者特定生物标志物，并识别出哪些患者能从药物治疗中明显获益或副作用风险增加。近10年，国内抗肿瘤药物临床试验中，靶向、免疫、细胞治疗临床数量/占比显著上升，伴随诊断下的精准治疗是大势所趋，艾德生物打造了肿瘤精准医疗所需的PCR、NGS、IHC、FISH等技术平台，构建了从靶向治疗到免疫治疗的全方位伴随诊断产品体系。在宏观环境和行业政策承压背景下，艾德生物仍保持快速增长，彰显公司经营韧性。9月初，公司肺癌PCR-11基因（艾惠捷）于国内获批上市，是唯一一款中日欧三地获批的肺癌多靶点伴随诊断产品，与16种靶向药物合作，将带动公司肺癌业务线进一步升级。

表：艾德生物创新产品研发进展

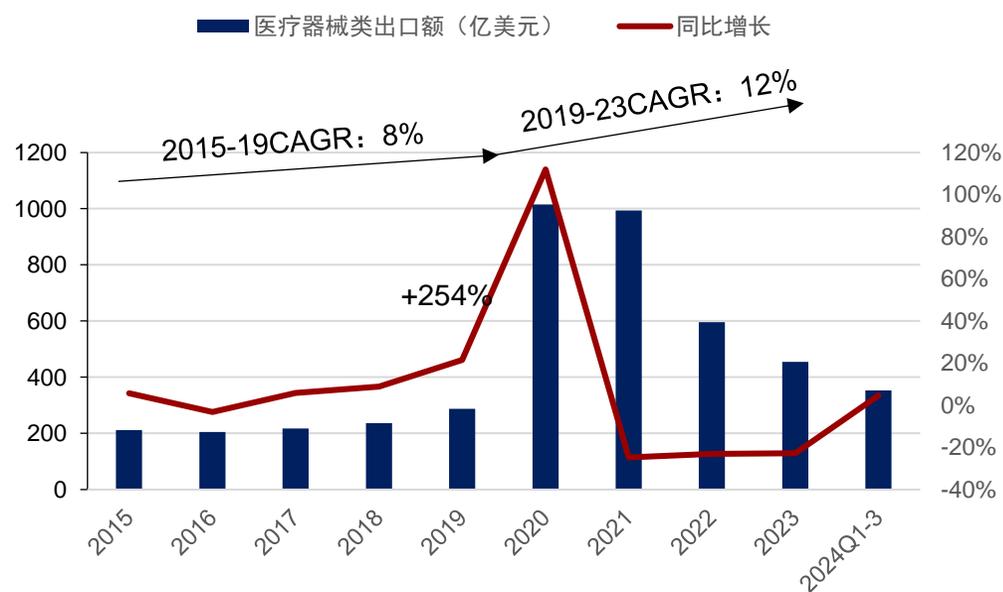
产品	研发状态	产品价值
IDH1基因突变检测试剂盒	2024年10月中国已获批	国内首个IDH1伴随诊断检测，首个血液肿瘤伴随诊断，国内同类首创药物艾伏尼布的伴随诊断
人类同源重组修复缺陷试剂盒	2024年9月中国纳入绿色通道	唯一被纳入绿色通道的HRD试剂盒；自主专利的Adx-GSS智能算法；阿斯利康PARPi的伴随诊断
肺癌PCR-11基因检测试剂盒	2024年9月日本新增适应症	作为BMS repotrecinib的伴随诊断，用于指导ROS1融合基因阳性的NSCLC患者
肺癌PCR-11基因检测试剂盒	2024年9月中国获批 METex14跳变适应症	与默克合作开发盐酸特泊替尼片METex14跳跃突变伴随诊断； 与海和合作开发谷美替尼片METex14跳跃突变伴随诊断
肺癌PCR-11基因检测试剂盒	2024年7月日本新增适应症	作为海和的谷美替尼片、诺华的卡马替尼在日本的伴随诊断试剂同步获得批准
FGFR2基因断裂检测试剂盒	2024年9月日本获批	作为卫材创新靶向药物Tasurgratinib的伴随诊断

资料来源：公司官网、公司公告，国信证券经济研究所整理

2.2.5 出海：医疗器械产品出口开始回暖，出口品类向中高端升级

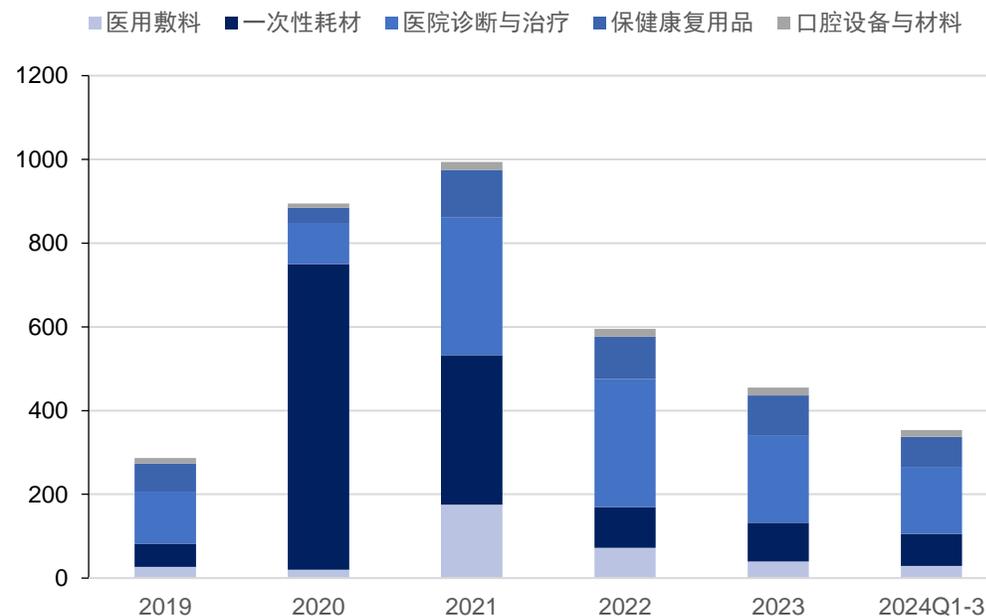
- 出海成为器械企业新的业务增长引擎。新冠疫情暴发后，2020年中国器械出海金额快速增长至1000亿美元以上。虽然随着各国防疫政策放松，医疗需求下降导致出海金额下滑，但2019-2023年12%的复合增长率仍高于2015-2019年的8%。若剔除防疫物资出口影响，传统医疗器械产品出口416.42亿美元，同比微降3.08%。2024年前三季度，除医用敷料外，各类医疗器械类产品出口均有不同幅度的增长，医用敷料对比去年同期降幅也有所收窄（降幅由47.7%收窄至3.36%），疫情带来的防疫物资出口波动基本消除。
- 出口品类结构在疫情前后发生显著变化，疫情后医疗设备和医用耗材持续占据主要地位。2019年以前，中国器械出海长期以医用耗材为主（主要是低值耗材），占据出海市场约60%的份额。新冠疫情期间，IVD试剂和诊疗设备市场相继爆发式增长，2022年二者合计市场占比约为2019年的2倍。2022年至2023年，主要出海产品中，医疗设备占比38.9%，医用耗材主要占比为42.9%，出海贸易占比均呈逐年上升趋势；受疫情放开政策影响，IVD试剂近两年的市场占比已经降低为4.9%；康复产品市场占比自2023年上升以后，近两年变化较小。

图：2015-2024年前三季度中国医疗器械出海市场规模（亿美元）



资料来源：中国海关统计数据、中国医药保健品进出口商会，国信证券经济研究所整理

图：2019-2024年前三季度中国医疗器械出口额（分品类，亿美元）

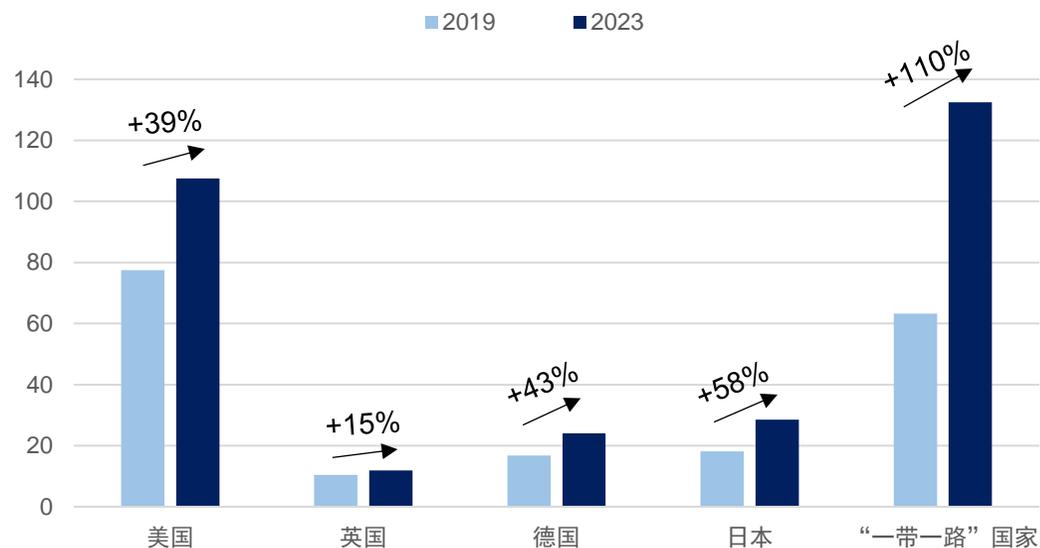


资料来源：中国海关统计数据、中国医药保健品进出口商会，国信证券经济研究所整理

2.2.5 出海：中国器械产品在海外市场的性价比优势和替代能力继续提高

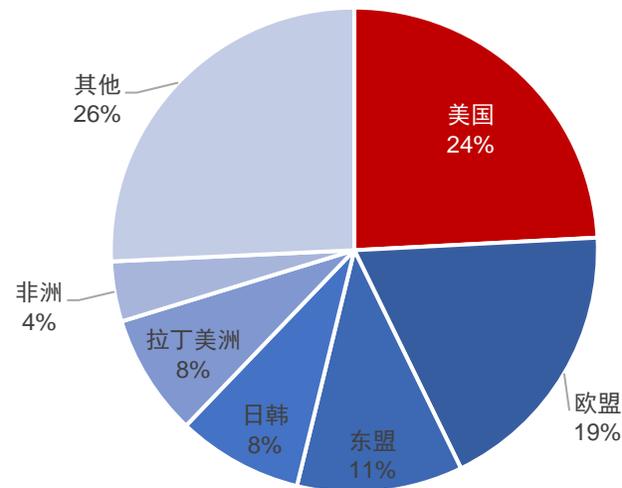
- 新兴市场对中国医疗器械需求不断增长，中国同步加大市场多元化拓展，国产医疗器械对以“一带一路”国家为代表的新兴市场出口占比不断提升。2023年，我国医疗器械对“一带一路”市场（64国）出口了132.48亿美元，占全球市场份额的29.10%，该比重较2022年提高了4.8个百分点。美国和部分发达国家（英国、德国、日韩）的出海金额占中国器械出海市场的41%，前十大出口市场累计出口占比已从2018年的62.35%下降到56.5%。2024年前三季度，欧盟、美国出口额分别增长9.36%、7.31%，快于整体出口额，展现中国器械产品在海外市场的性价比优势和替代能力。

图：2019-2023年中国医疗器械出海各主要市场统计（亿美元）



资料来源：中国海关统计数据、中国医药保健品进出口商会，国信证券经济研究所整理

图：2024年前三季度中国医疗器械出海各主要市场统计（%）



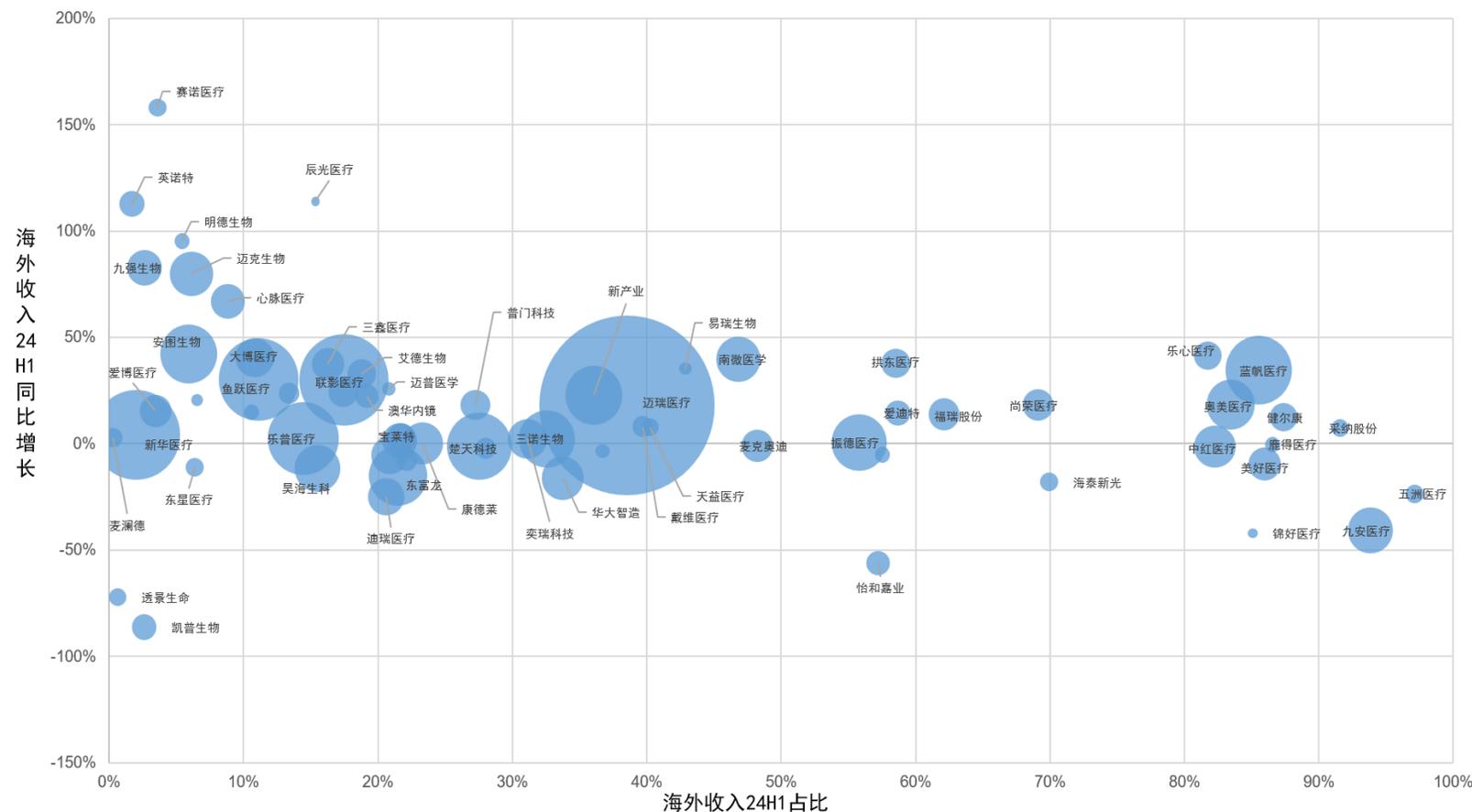
资料来源：中国海关统计数据、中国医药保健品进出口商会，国信证券经济研究所整理

2.2.5 出海：医疗器械上市公司海外收入情况梳理

图：部分医疗器械公司海外收入情况

■ 梳理上市公司的海外收入情况：

- ✓ 2024H1海外收入占比超过50%的集中于低值耗材（振德医疗、拱东医疗、蓝帆医疗），供应链上游/代工企业（美好医疗、海泰新光）以及少部分IVD和设备公司（九安医疗、怡和嘉业）；
- ✓ 有一批企业海外收入占比30-50%且保持快速增长，企业类型主要为高附加值的高值耗材（南微医学）、医疗设备（迈瑞医疗）和IVD（新产业）；
- ✓ 大部分公司均集中在0-20%的海外收入占比，但有一批创新能力强且良好应对集采压力的国产龙头开始放眼海外，均呈现出高于50%的同比增长，如眼科龙头爱博医疗、IVD龙头迈克生物、主动脉介入龙头心脉医疗；
- ✓ 3-5年维度来看，伴随更多企业深耕出海业务，打造本土化能力，出海的企业类型将百花齐放，打开中国医疗器械行业的成长天花板。



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：气泡大小代表海外业务收入

2.2.5 出海：医疗器械上一轮关税涉及品类梳理

- 中美贸易战时期，针对中国的加征关税主要涉及到医疗器械中的影像、监护等领域。在2018年第一批加征25%关税的名单中，主要包含的医疗设备和用品包括“用于医学、外科、牙科或兽医科学的磁共振成像诊断设备”、“病人监测系统”等涵盖医学影像、X射线检测试剂、麻醉器械以及牙科钻在内的一系列医疗设备。新冠疫情期间，美国又将部分疫情相关产品的关税水平调低，以保证公共卫生事件期间的供应稳定。2024年5月11日，美国政府称对注射器和个人防护设备等中国制造医疗用品加征关税。加征关税为保护本土企业的重要举措，中国医疗器械企业整体出口美国市场规模较小，面临的关税风险相对可控。

表：2018年首批征收25%关税产品名单中与医疗器械相关的主要品类

HS编码	产品描述
8419.90.50	某些医疗、外科或实验室灭菌器的部件
9018.11.60	心电图仪用印刷电路组件
9018.11.90	心电图仪零件及附件，印刷电路组件除外
9018.12.00	用于医学、外科、牙科或兽医科学的超声扫描电诊断设备
9018.13.00	用于医学、外科、牙科或兽医科学的磁共振成像电诊断设备
9018.14.00	用于医学、外科、牙科或兽医科学的闪烁式电诊断设备
9018.19.55	电诊断病人监测系统
9018.19.75	电诊断参数采集模块用印刷电路组件
9018.19.95	电子诊断仪器及其零件和附件
9018.20.00	用于医学、外科、牙科或兽医科学的紫外线或红外线仪器及其零件和附件
9018.90.20	医学、外科、牙科或兽医学用光学仪器和器具及其零件和附件
9018.90.30	医药、外科、牙科或兽医用麻醉器械和器具及其零件和附件
9018.90.60	电外科器械及器具，但体外冲击波碎石机及其零件及附件除外
9018.90.75	医疗电子仪器、器具及其零件、附件
9021.50.00	刺激心脏肌肉的起搏器，不包括其部件和附件
9022.12.00	基于x射线使用的计算机断层扫描设备
9022.13.00	牙科用基于x射线的设备（计算机断层扫描设备除外）
9022.14.00	医学、外科或兽医用基于x射线的设备（计算机断层扫描设备除外）
9022.19.00	基于x射线使用的设备，但不用于医疗、外科、牙科或兽医
9022.21.00	用于医疗、外科、牙科或兽医的基于使用 α 、 β 或 γ 辐射的仪器

资料来源：HTS官网、国信证券经济研究所整理

2.2.5 出海：美国加征关税对国内医疗器械公司业绩影响

- 加征关税对国内医疗器械公司业绩影响较为有限。回顾在美国（北美）地区存在销售收入的A股医疗器械公司的业绩表现，有13/19的公司2018年营收增速相较2017年出现不同程度的下滑，但从2017年至今近七年整体的营收增速情况来看，2018、2019年仍然处于增长较为稳健的阶段。从样本公司表现来看，美国加征关税对中国医疗器械公司业绩的影响程度远小于疫情等其他行业因素。

表：美国市场贡献营业收入的A股医疗器械公司收入同比变动情况（2017-2024Q3）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1-3
九安医疗	42.3%	-5.7%	25.3%	184.4%	19.4%	997.8%	-87.7%	-23.8%
采纳股份	-	54.1%	26.5%	178.5%	-12.5%	5.3%	-11.8%	-0.5%
海泰新光	29.8%	10.9%	26.0%	8.8%	12.5%	54.0%	-1.3%	-15.3%
怡和嘉业	-	33.1%	36.4%	117.3%	18.2%	113.6%	-20.7%	-36.3%
东方生物	23.0%	27.5%	28.5%	788.8%	211.4%	-13.8%	-90.6%	0.8%
福瑞股份	2.7%	5.3%	-4.1%	-2.9%	11.3%	12.3%	14.4%	21.4%
三诺生物	29.8%	50.1%	14.7%	13.3%	17.2%	19.2%	2.7%	4.8%
博拓生物	-	48.1%	15.8%	314.4%	110.1%	4.6%	-76.7%	24.5%
英科医疗	48.0%	8.1%	10.1%	564.3%	17.4%	-59.3%	4.6%	40.8%
安杰思	11.3%	35.2%	49.8%	-6.0%	77.6%	21.5%	37.1%	23.5%
拱东医疗	16.2%	11.9%	14.6%	50.0%	43.9%	23.0%	-33.6%	17.3%
蓝帆医疗	22.3%	68.4%	31.0%	126.4%	3.0%	-39.6%	0.5%	29.9%
南微医学	54.6%	43.9%	41.8%	1.4%	46.8%	1.7%	21.8%	15.3%
维力医疗	22.2%	18.4%	33.2%	13.8%	-1.1%	21.9%	1.8%	8.5%
万孚生物	109.3%	44.0%	25.6%	35.6%	19.6%	69.0%	-51.3%	8.8%
爱迪特	43.3%	37.8%	40.7%	20.9%	50.8%	10.5%	29.5%	14.1%
迈瑞医疗	23.7%	23.1%	20.4%	27.0%	20.2%	20.2%	15.0%	8.0%
联影医疗	-	-	46.4%	93.4%	25.9%	27.4%	23.5%	-6.4%
华大智造	-	36.8%	-0.5%	154.7%	41.3%	7.7%	-31.2%	-15.2%
祥生医疗	62.7%	20.4%	13.1%	-9.9%	19.4%	-4.3%	27.0%	-9.8%
振德医疗	26.2%	9.4%	30.7%	456.7%	-51.0%	20.5%	-32.8%	-2.6%
康德莱	11.0%	15.4%	25.3%	45.6%	17.1%	0.7%	-21.4%	-9.0%
楚天科技	31.3%	27.4%	17.4%	13.9%	47.1%	22.5%	6.3%	-18.7%
昊海生科	57.3%	15.1%	2.9%	-16.9%	32.6%	20.6%	24.6%	4.7%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2.2.5 出海：医疗器械上市公司美国收入情况梳理

- **美国宣布进一步提高部分医疗耗材的关税。**2024年5月14日，美国白宫宣布将大幅提高一系列中国进口产品的关税，8月暂缓执行并进行修改，9月宣布“对华301关税”最终执行措施，对注射器和针头、口罩和部分呼吸器、医用手套进一步大幅提高税率。特朗普上台后对华贸易政策可能加码，导致对美出口供应链的复杂性和成本提高。
- **转口贸易和海外产能建设对分散风险愈发重要。**除了通过并购获得海外的生产运营平台，越来越多的中国器械公司也考虑在欧洲、东南亚等地直接投资建厂的方式以减少贸易壁垒的影响。此外，国产器械需要加快供应链本土化建设，确保关键零部件和原材料的自主可控，同时将更多资源投入新兴市场的拓展，如拉丁美洲、东南亚和中东地区。

表：“对华301关税”最终执行措施

产品	加征前税率	2024/05原方案	2024/09方案
外科和非手术呼吸器和口罩	7.5%	25%；2024/8生效	25%；2024/9生效 50%；2026/1生效
一次性纺织品口罩	7.5%	无	25%；2025/1生效 50%；2026/1生效
注射器和针头（肠内注射器除外）	0%	50%；2024/8生效	100%；2024/9生效
肠内注射器	0%	50%；2024/8生效	100%；2026/1生效
橡胶医学和外科手套	7.5%	25%；2026/1生效	50%；2025/1生效 100%；2026/1生效

资料来源：美国贸易代表办公室、国信证券经济研究所整理

表：部分医疗器械公司2023年美国收入占比情况

美国收入占比	相关企业
>50%	九安医疗、采纳股份、海泰新光
30~50%	东方生物、福瑞股份、三诺生物、博拓生物、英科医疗、安杰思
10~30%	怡和嘉业、拱东医疗、蓝帆医疗、南微医学、维力医疗、万孚生物、爱迪特
<10%	迈瑞医疗、联影医疗、华大智造、祥生医疗、振德医疗、康德莱、楚天科技、昊海生科

资料来源：公司公告、公司年报，国信证券经济研究所整理
注：根据所披露情况，部分企业所计算的美国收入占比为美洲地区或美欧地区等，该列表仅供参考

2.2.6 股价复盘：医疗器械公司涨幅排行及原因分析

- 在行业景气度较低时期，产品创新、海外拓展及第二增长曲线等为支撑医疗器械公司股价表现的重要动力。从23Q3行业规范化政策推行以来，A股医疗器械公司股价表现较好的公司主要具备以下特点：1) 创新产品研发进展的顺利推进及上市；2) 海外市场渠道的不断建设完善，推动公司海外收入维持较高增速；3) 布局新领域，第二增长曲线较为清晰；4) 业绩出现明确拐点，业绩逐季提升趋势稳定；5) 并购整合。

表：2023年7月至今医疗器械公司涨幅TOP20及原因分析

公司简称	230703至今涨幅	总市值（亿元）	原因分析
浩欧博	270.5%	82.35	正大集团旗下中国生物制药收购浩欧博55%股份
博士眼镜	131.3%	91.15	布局AR眼镜赛道，与雷鸟合作打造国产版Meta Ray-Ban
英诺特	82.1%	59.24	国内渠道增势稳健，海外市场拓展第二增长曲线
福瑞股份	65.4%	103.43	FibroScan Go开启新增长曲线
乐心医疗	60.4%	33.49	产品矩阵不断完善，布局AI+医疗，海外渠道拓展
圣湘生物	45.0%	138.26	呼吸检测业务高增长，布局免疫诊断领域
奥泰生物	38.4%	54.59	专精POCT赛道，新产品欧美放量可期
惠泰医疗	37.3%	353.54	迈瑞医疗收购惠泰，三维手术量高速增长，外周介入蓄势待发
健帆生物	34.3%	244.93	血液灌流器产品重回快速增长，新产品市场空间广阔
热景生物	33.1%	52.01	化学发光业务进入放量期，药物研发新赛道潜力充足
硕世生物	30.9%	41.18	高基数及减值影响出清，国际化初见成效
三鑫医疗	28.1%	44.19	集采加速血透产品国产替代，海外收入高增长
博拓生物	24.4%	36.21	布局微流控荧光检测平台
九安医疗	23.6%	213.92	iHealth美国市场基础稳固，三联检、CGM前景广阔
博晖创新	21.6%	53.75	云南血制工厂建设完毕
英科医疗	21.0%	171.37	行业去库存及产能出清拐点明确，业绩持续环比改善
新产业	18.0%	541.75	中大型仪器装机持续提升，海外快速增长
微电生理-U	16.0%	104.28	集采推动产品加速放量，房颤布局稳步推进
佰仁医疗	13.8%	163.62	球扩产品放量在即，重磅产品陆续获批
昊海生科	13.0%	137.25	医美业务表现亮眼

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理 注：表中涨幅对应20230703-20241202期间的收盘价涨幅

2.2.6 股价复盘：创新升级和海外布局的成功典范—新产业

■ 新产业股价过往三年走势复盘：

1) 2022.09-2023.06累计涨幅67%：22年9月22省肝功生化集采内部征求意见稿流出，政策影响大幅弱化；

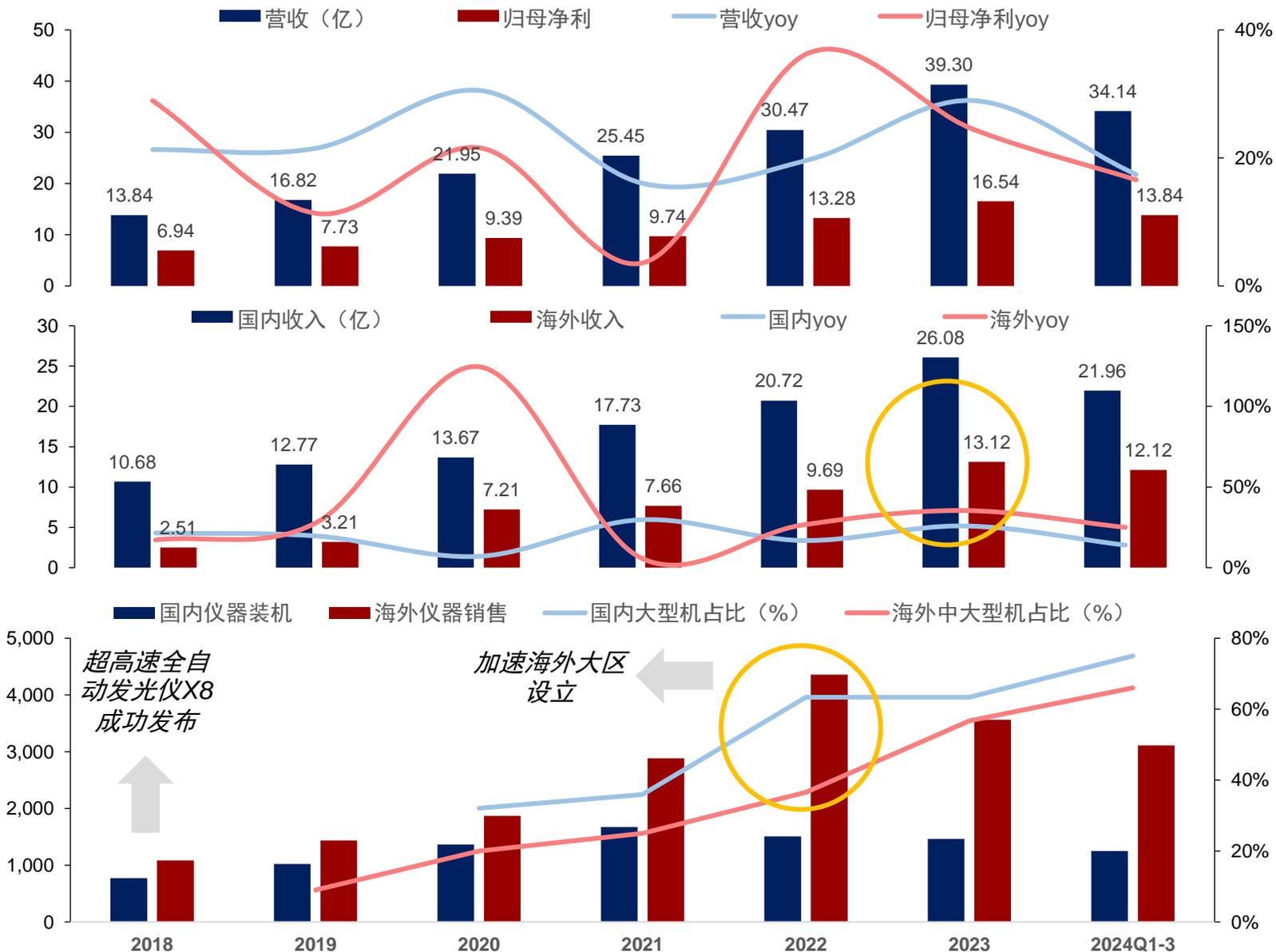
2) 2023.06-2024.03最大涨幅41%：公司海外试剂收入开始高速增长，带动海外收入及毛利率显著提升，国内化学发光安徽联盟集采落地；

3) 2024.03-至今累计涨幅-24%：国内宏观经济和政策环境承压，集采执行造成国内收入扰动；海外地缘政治影响造成海外收入季度波动。

■ 新产业：国内业务创新转型加速进口替代+海外业务前瞻布局迎来开花结果

1) 国内：2018年在国内率先推出**600速超高速发光仪X8**，以差异化性能和优异稳定性开始进军中大型终端，22年起大型机占比跨越式提升（从30-40%大幅提升至60-70%），伴随集采落地有望加速进口替代；同时公司推出小分子夹心法项目和全自研T8流水线实现弯道超车；

2) 海外：2010年开始深耕海外市场，随着体量培育（装机和收入爬坡）和印度子公司的成功经验（18年设立后收入快速增长），于**2022年加速海外大区设立**，同时海外装机大幅提速（从过往不到2000台一跃至3500-4500台），随后带动试剂消耗快速放量，拉动海外收入占比显著提升。



2.2.6 股价复盘：创新升级和海外布局的成功典范—新产业

图：新产业股价历史复盘



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

2.3 CXO投资策略：海外需求回暖，关注竞争格局及新分子业务发展

- **需求回暖，供给重塑。**需求端来看，全球生物医药投融资趋于平稳，国内生物医药投融资静待恢复；供给端来看，国内产能大幅提升，陷入内卷，而海外由于客户验证等因素，保持良好竞争格局。
- **从中长期维度来看，地缘政治因素对业绩影响具有不确定性，关注公司本身竞争力提升。**从关税、生物安全法案，到2024年6月5日，欧盟（EU）、美国、韩国、日本和印度共同参与的“生物制药联盟”在美国圣地亚哥正式成立。尽管当前地缘政治因素或将给企业海外拿单造成一定压力，但龙头企业纷纷布局海外产能，有望一定程度上减弱地缘政治因素带来的风险。
- **推荐关注：**
 - ✓ 小分子方面，从全球产业分工及产业链转移角度，中国企业在人才红利、化学能力、合规产能、知识产权保护方面具有综合优势，考虑到欧洲产能建设的长周期及印度在知识产权等方面的短板，我们认为中国企业在小分子CRDMO领域的行业地位中期维度（5年内）难以撼动，当前估值已较为充分体现了对于未来地缘政治不确定性的担忧，优选估值处于底部，竞争格局良好，海外产能布局领先的优秀企业，如：**药明康德**等。
 - ✓ 大分子方面，中国企业当前的整体市占率仍然较低。一方面，日本、韩国、欧洲、美国均有较为强劲的竞争对手，以龙沙、三星生物、富士胶片为代表的海外大分子CDMO近期业绩表现亮眼，收入增速整体高于国内大分子CDMO，我们认为中国大分子CRDMO或将持续面临较为激烈的行业竞争；另一方面，生物药的蓬勃发展及较高的外包率带动大分子CDMO行业保持较快增速。推荐关注：**药明合联、药明生物**等。
 - ✓ 新分子方面，多肽、寡核苷酸、CGT等新分子业务的快速发展有望进一步打开CXO板块的增长空间，建议关注相关产业链的投资机会，例如**诺泰生物**。

2.3.1 需求端：全球及国内研发投入持续增长

- 全球及国内新药研发需求依旧旺盛。CXO行业增速依赖于药企研发投入的增长，从全球来看，2023年主要药企和biotech的研发费用依旧维持较高增速；从国内来看，新冠期间新冠治疗药物、新冠疫苗的研发热情高涨，随着疫情的消退，主要的药企和biotech的研发支出增速回归至常态（~10%左右的年复合增长）。

表：A股制药公司研发支出情况（亿元）

板块	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2023H1	2024H1
化学制剂	91	113	174	274	350	417	485	543	600	256	287
YOY	25.3%	24.7%	53.5%	58.1%	27.6%	18.9%	16.3%	12.0%	10.6%	14.4%	12.1%
原料药	10	12	17	20	26	28	34	38	42	20	23
YOY	14.2%	27.1%	36.6%	19.8%	29.2%	8.4%	22.6%	11.0%	10.3%	18.4%	14.0%
生物制品	18	29	40	60	80	111	156	184	198	86	85
YOY	22.1%	59.6%	38.3%	49.7%	34.5%	38.9%	40.4%	17.9%	7.6%	13.6%	-1.0%
合计	118	154	230	354	456	556	675	765	841	361	394
YOY	23.9%	30.2%	49.3%	53.9%	28.9%	21.8%	21.5%	13.3%	9.9%	14.4%	9.1%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：板块分类使用申万行业分类（剔除CXO，剔除ST股）；因部分公司缺失三季度研发支出数据，统计截至24H1

图：全球代表制药公司研发费用情况（亿元）



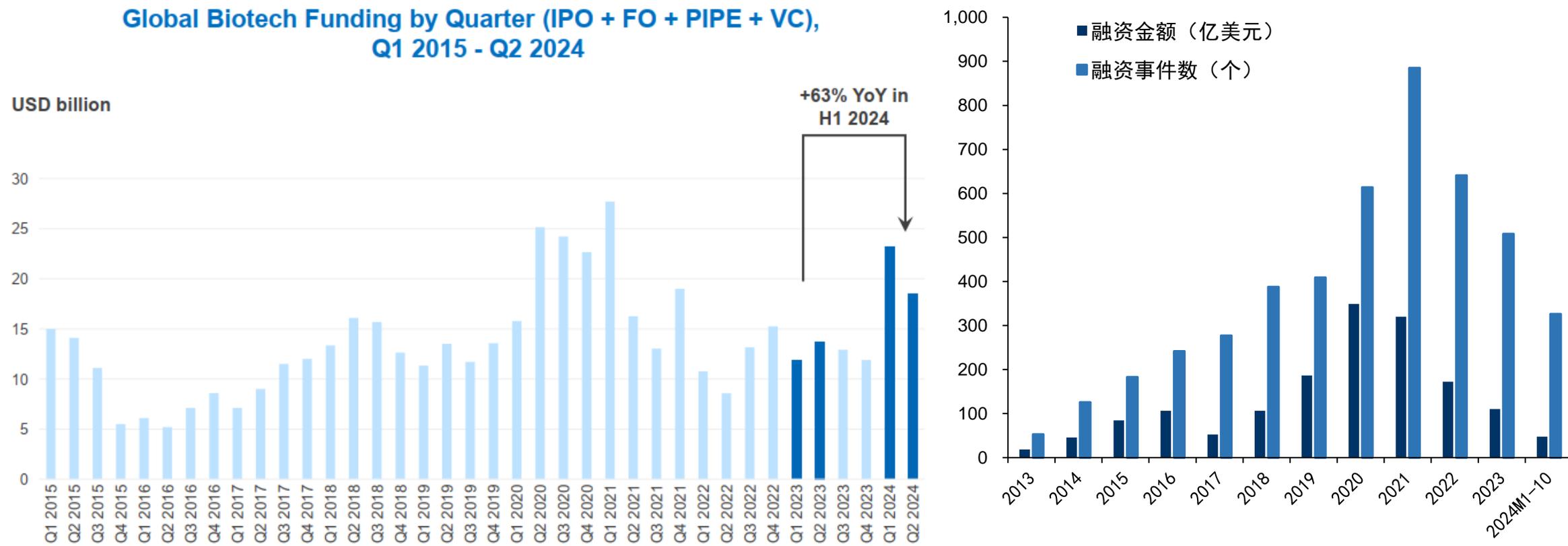
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：样本公司为全球95家代表性制药企业，不含A股；2023年的高增长及2024年Q1-3的负增长主要系默克公司在2023年研发费用较高且所占权重较大

2.3.1 需求端：全球生物医药投融资逐步回暖，国内仍需静待恢复

■全球生物医药投融资金额（季度数据）已同比转正，国内生物医药投融资金额仍处于低位。2024年上半年，全球生物医药投融资数据已实现连续两个季度同比转正，2024年上半年同比增速高达63%，已高于疫情前水平。

图：全球生物医药投融资情况（左）及中国生物医药投融资情况（右）



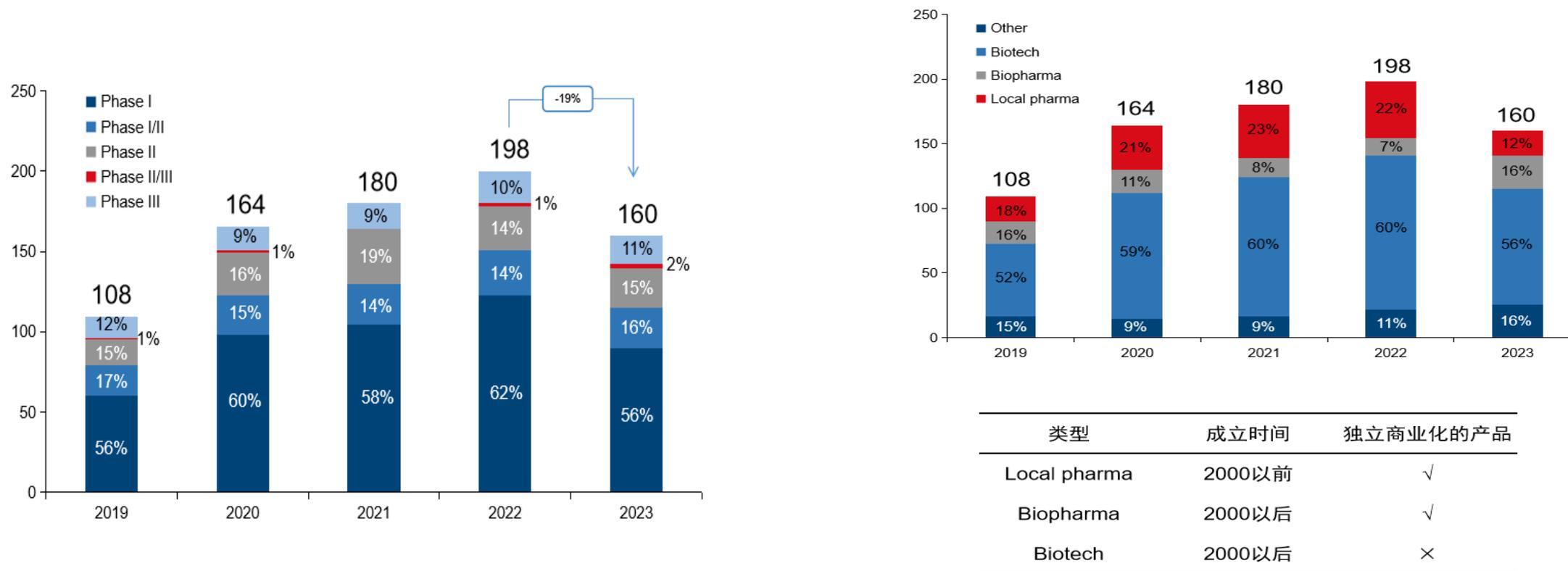
资料来源：药明康德官网、医药魔方，国信证券经济研究所整理

2.3.1 需求端：23年国内药企海外临床试验收缩

■2023年以来，疫情影响因素逐渐消除，国内药企受到资本市场融资持续下行的影响，海外临床特别是早期临床数量下降。

- ✓ 2023年国内药企海外临床试验收缩明显，I期临床占比下降。
- ✓ 近五年海外临床试验申办方中，Biotech占半数以上，2023年Biotech占比有所下降。

图：2019-2023年国内药企海外临床试验数量（左）及国内药企海外临床试验申办方类型分布（右）



资料来源：医药魔方、国信证券经济研究所整理

2.3.2 海外CXO公司业绩情况

- **CRO**：订单取消率较高，下调全年指引。在新冠后需求减弱、医药生物领域投融资遇冷的影响下，IQVIA、ICON、Fortrea、Medpace等CRO企业24Q3业绩增速有所放缓/下滑，多家公司表示面临着订单取消率较高的情况，且均下调了2024年业绩指引。
- **CDMO**：需求相对稳定，三星生物表现最优。几家CDMO企业Lonza、Catalent、三星生物24Q3业绩基本持平/正增长，CDMO需求增长较为稳定，其中三星生物表现最优，并将2024年收入增速指引上调至15-20%，主要得益于订单的持续增长和客户的不断开拓。

表：海外CXO公司24Q3业绩及指引情况

公司	业务范围	业绩（收入，亿美元）			指引（24年收入增速）			
		24Q3收入	24Q1 yoy	24Q2 yoy	24Q3 yoy	24Q1	24Q2	24Q3
赛默飞	CRO+CDMO	57.40	-0.7%	-1.3%	0.2%	-1.3%~1.0% ↑	-1.1%~1.0% ↑	-1.1%~1.0% -
IQVIA	CRO	21.62	3.4%	2.4%	1.9%	2.25%~3.94% ↓	2.94%~3.61% ↓	2.44%~2.78% ↓
ICON	CRO	20.30	5.7%	4.9%	-1.2%	4.4% - 7.4 ↑	4.1% - 5.3% ↓	1.7% - 2.2% ↓
Fortrea	CRO	6.75	-4.6%	-16.5%	-13.1%	-10%~-8% ↓	-13%~-12% ↓	-13%~-12% ↓
Medpace	CRO	5.33	17.7%	14.6%	8.3%	14.0% - 16.7% -	12.7% - 15.3% ↓	10.8% - 12.9% ↓
Lonza	CDMO	36.15 (24H1)	-0.7% (24H1)			持平 -	持平 -	持平 -
Catalent	CDMO	10.74	3.6%	21.8%	4.2%			
三星生物	CDMO	9.00	31.3%	33.6%	14.8%	10~15% -	10~15% -	15~20% ↑

资料来源：各公司官网、国信证券经济研究所整理 注：赛默飞的营收数据为实验室产品和生物制药服务营收数据；IQVIA营收数据为研发解决方案营收数据；三星生物订单增速剔除汇率影响；汇率数据使用2024-9-30汇率数据，1美元≈0.8456瑞士法郎，1美元≈1319.02韩元

2.3.2 国内CXO公司订单情况：行业研发端承压，生产端稳健

- **临床前CRO：仍处内卷阶段，新签订单同比呈现下滑趋势。** 2023年以来，临床前CRO新签订单增速呈现放缓（或下滑）趋势，昭衍新药2024年上半年新签订单约9亿元、2024年前三季度新签订单约14亿元，较去年同期出现较大幅度下滑；美迪西虽然境外新签订单同比增长，但整体新签订单仍呈现同比下滑趋势。
- **临床CRO：国内临床批件数同比下滑，SMO价格筑底。** 2024年上半年，CDE受理的药品申请数量为5368个，同比-8%；其中2024年上半年，受理的一类创新药申请数量为636个，同比减少8%。国内需求的减少导致以本土业务为主的SMO企业的订单价格及总金额出现下滑，普蕊斯2024年上半年新签订单4.29亿元，同比下滑32%。
- **CDMO：疫情基数已消化，新签订单/在手订单同比改善。** 药明康德截至2024年9月底在手订单438.2亿，同比+35.2%（2024年6月底在手订单为431.0亿，剔除新冠商业化项目同比+33.2%）；康龙化成2024年前三季度新签订单同比增速超过18%。

表：CXO公司24H1/24Q1-3订单情况

公司	业务	24H1订单（亿元）	YoY	备注	24Q1-3订单（亿元）	YoY	备注
药明康德	一体化CXO		33%	在手订单（剔除特定商业化项目）		35%	在手订单
康龙化成	一体化CXO		15%+	新签订单，连续两个季度实现温和复苏		18%+	新签订单
普蕊斯	临床CRO	4.29	-31.9%	新签订单（不含税）			
博济医药	临床CRO	8.24/25.16	48%	新签订单/在手订单；yoy为新签订单增速；临床研究服务订单占87成，且增速快于临床前研究服务；中药在新签订单中占比2成+，大约2+亿元			
昭衍新药	临床前CRO	~9	-30%	新签订单，23H1新签约13亿元	~14	-22%	新签订单，23Q1-3新签约18亿元
美迪西	临床前CRO			新签订单同比下滑，境外新签订单同比增长			
睿智医药	临床前CRO			订单减少，订单获取未达预期			
泓博医药	临床前CRO	4.36	54.2%	新签订单（服务板块+商业化生产板块）			
阳光诺和	仿制药CRO			新签订单保持稳定增长			
百诚医药	仿制药CRO	7.11	13.4%	新签订单			
凯莱英	CDMO	9.7	增长	在手订单（亿美元），2023H1末为9.1亿美元			

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2.3.2 新需求：行业新分子、新业务发展迅速

- **新分子领域的快速发展为CXO行业带来源源不断的增量需求。**生物医药技术更新迭代迅速，新分子、新疗法层出不穷，近年来，多肽、寡核苷酸、ADC等药物/疗法发展迅速，为CXO持续带来新的需求点。
- **新分子、新业务领域布局成为CXO发展的趋势。**资金实力雄厚的CXO龙头已前瞻布局了新分子/疗法，业务处于快速发展阶段。例如，药明康德TIDES业务（多肽、寡核苷酸、复杂偶联物）2024年前三季度收入35.5亿元，同比增长71.0%；截至2024年9月底，TIDES在手订单同比增长196%。药明生物截至2024年上半年末的研发管线中ADC药物已达167个（+51.8%）。康龙化成大分子和CGT业务24H1收入增长5.5%。诺泰生物聚焦多肽业务，2024年上半年公司收入同比增长107.5%，2024年前三季度收入同比增长76.51%。

表：主要CXO公司新分子/新业务发展情况

新分子/新业务发展情况

药明康德 新分子(TIDES)业务保持高速增长，2024年前三季度TIDES业务收入35.5亿元，同比强劲增长71.0%；截至9月底，TIDES在手订单同比增长196%。

药明生物 截至24H1末，研发管线中ADC药物同比增长51.8%至167个。

康龙化成 2024年上半年，新业务（大分子和CGT）收入同比增长5.5%。

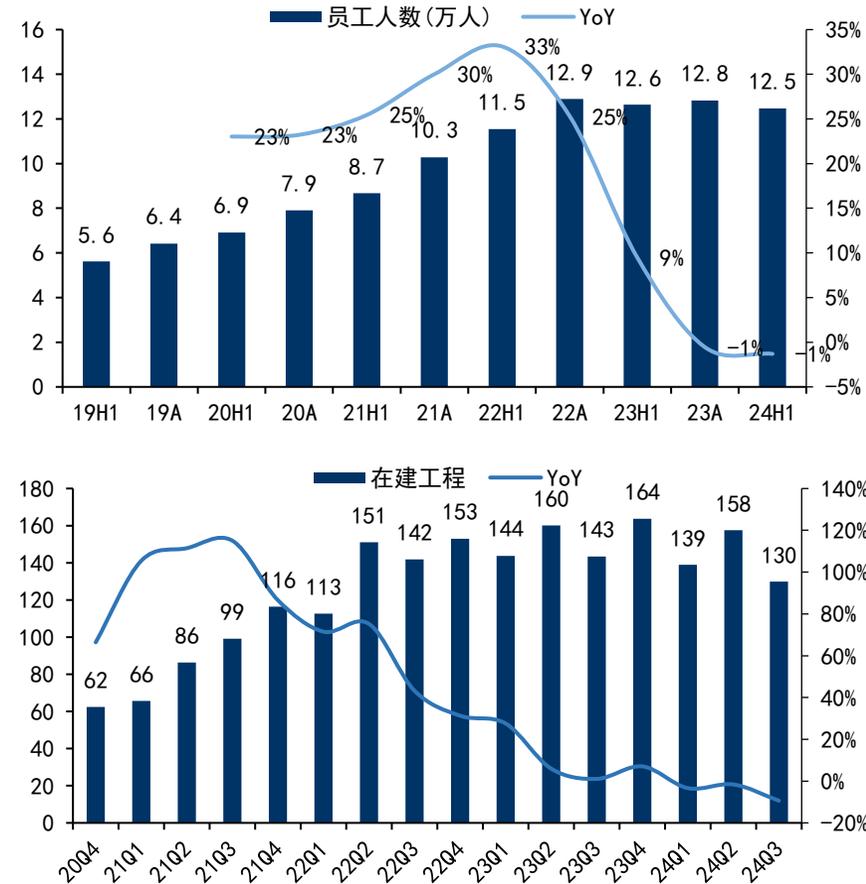
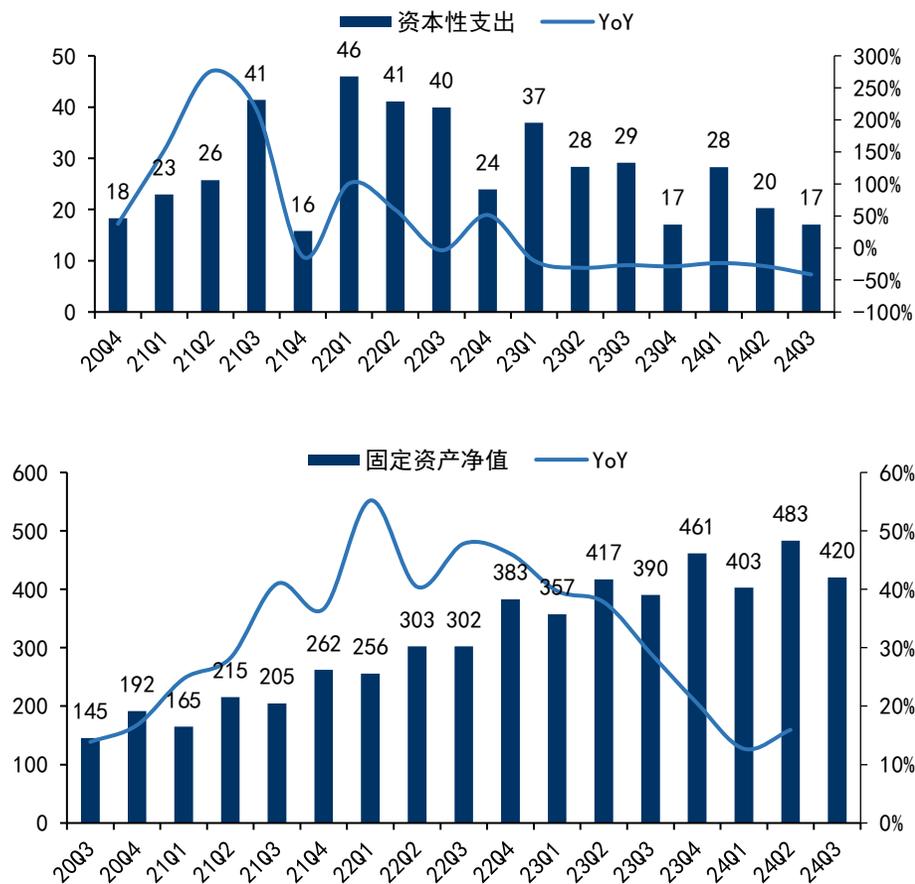
诺泰生物 公司聚焦多肽业务，2024年上半年公司收入同比增长107.5%，2024年前三季度收入同比增长76.51%。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2.3.3 供给端：资本开支收缩明显，上一轮产能建设步入尾声

- **人员**：2022下半年以来，CXO板块人员扩张开始放缓，截至24H1末，员工人数同、环比均略有减少，CXO企业通过缩减人员降低成本。
- **产能**：CXO板块24Q1/24Q2/24Q3资本开支同比-23.5%/-28.5%/-41.5%，截至24Q3末，在建工程同、环比均有所回落，上一轮产能建设已进入尾声，后续需关注投产及产能利用率的爬坡节奏。

图：A股CXO板块运营效率指标（亿元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：样本公司为25家CXO企业，固定资产净值、在建工程、员工人数为期末值

2.4 生命科学上游：海外市场需求复苏，静待行业景气度拐点

- **海外：营收端逐季度改善，对2024全年经营情况预期积极。**从年度/季度营收增速来看，海外生命科学上游供应商业绩波动呈现试剂企业（Charles River、Bio-Techne）<设备企业（Waters、Agilent）<综合平台型企业（Thermo Fisher、Danaher、Sartorius、Merck KGaA）的趋势，可能主要由于疫情早期阶段下游biotech/CDMO企业增加CAPEX及研发投入，并且由于COVID-19对全球供应链的负面影响，从而选择提高库存水平（e.g.由3~6个月大幅提升至12个月）。从各个企业对2024年指引看，基本维持在个位数的内生营收增长，上半年下游客户对资本开支仍较为谨慎，但随着Q2~Q3去库存（de-stocking）逐步完成，大部分上游企业季度营收逐季度改善。
- **国内：营收端企稳，净利润下滑同比收窄。**生命科学上游板块2024Q1-3营收、归母净利润、扣非净利润总额分别同比+6.3%/-29.3%/-37.1%（2024H1同比增速分别为+7.5%/-30.0%/-37.2%），Q3基本延续了上半年的趋势。2024H1，生命科学上游企业国内和海外营收总额分别为55.7/11.5亿元，分别同比+4.3%/+23.2%，国内业务企稳，海外业务贡献增量；其中，奥浦迈（+227%）、诺唯赞（+144%）、药康生物（+45%）、皓元医药（+24%）、百普赛斯（+17%）、毕得医药（+13%）等企业海外业务维持较快增长。
- **国内：在手现金充沛，资本开支及人员扩张放缓。**截至2024Q3末，我们统计的13家国内生命科学上游企业在手现金（货币资金+可交易金融资产）总额达到173亿元，较2022/2023年末的232/208亿水平有所下降；2024前三季度资本开支较合计11.51亿元，较上年同期23.6亿水平有所下降，在建工程仍处于相对较高水平，随着新产能投产，新增固定资产带来的折旧压力将持续。2024年大部分上游企业研发&销售人员规模维持温和增长，各个企业研发/销售费用率分化，预计相关企业短期内将维持较高的费用率水平以快速拓展新产品/服务，增加客户覆盖。
- **投资建议：**国内上游企业加大研发投入，丰富现有产品线并切入CGT等前沿领域；加大CAPEX投入，产能扩张形成规模效应；加速全球化步伐，拓展海外高价值客户；随着全球生物医药投融资回暖，生命科学上游赛道有望恢复高增速。建议关注产品/服务具备竞争力，未来有望突围国内市场、成功国际化的生命科学上游优质企业，如**药康生物、百普赛斯、奥浦迈**等。

2.4.1 海外：营收端逐季度改善，对2024全年经营情况预期积极

- 我们列举了8家海外上游供应商特定业务板块营收数据及2024年业绩指引，从年度/季度营收增速来看，业绩波动呈现试剂企业（Charles River、Bio-Techne）<设备企业（Waters、Agilent）<综合平台型企业（Thermo Fisher、Danaher、Sartorius、Merck KGaA）的趋势，可能主要由于疫情早期阶段下游biotech/CDMO企业增加CAPEX及研发投入，并且由于COVID-19对全球供应链的负面影响，从而选择提高库存水平（e.g.由3~6个月大幅提升至12个月）。从各个企业对2024年指引看，基本维持在个位数的内生营收增长，上半年下游客户对资本开支仍较为谨慎，但随着Q2~Q3去库存（de-stocking）逐步完成，大部分上游企业季度营收逐季度改善。

表：主要海外生命科学上游企业特定业务板块营收数据及指引

公司	2020	2021	2022	2023	2024			2024收入指引		
					Q1	Q2	Q3	Apr~May	July~Aug	Oct~Nov
Charles River (RMS)	+6%	+21%	+7%	+7%	+11% (+3%)	-2% (-4%)	+6% (+1%)	营收中个位数增长 (持平~低个位数增长)	/	营收低~中个位数增长 (基本持平)
Bio-Techne (Protein Science)	+6%	+30%	+7%	+1%	+2%	+1%	+4%	/	/	/
Thermo Fisher (Life Sciences Solutions)	+77%	+28%	-13%	-26%	-13%	-4%	-2%	整体收入=423~433亿美元；EPS=21.14~22.02美元	整体收入=424~433亿美元；EPS=21.29~22.07美元	整体收入=424~433亿美元；EPS=21.35~22.07美元
Danaher (Biotechnology)				-18%	-18%	-9%	-1%	Non-GAAP核心业务营收低~中个位数下滑	/	/
Sartorius (Bioprocess Solutions)	+30%	+53%	+22%	-19%	-5%	-0%	-1%	收入中~高个位数增长 (M&A贡献~2pp)	收入低个位数下滑~低个位数增长 (M&A贡献~2pp)	/
Merck KGaA (Life Science)	+9%	+20%	+15%	-11%	-13%	-4%	+2%	收入-2%~+2%内生增速，2024年内逐季度改善，24H2内生增速转正	/	/
Waters	-2%	+18%	+7%	-1%	-9%	-4%	+4%	收入内生增速 -0.5%~+1.5%	收入内生增速 -2.0%~-0.5%	收入内生增速 -0.9%~-0.3%
Agilent	+3%	+18%	+8%	-0%	-6%	-7%	-4%	收入内生增速 -0.5%~+1.0%	收入内生增速 -5.4%~-4.3%	收入内生增速 -5.0%~-4.3%

资料来源：各公司财报、国信证券经济研究所整理 注：公司名括号中为特定业务板块，Danaher于2022年更新业务板块划分；Charles River季度业绩及年度指引括号中增速为剔除M&A影响后

2.4.2 国内：营收端企稳，净利润下滑同比收窄

- 生命科学上游板块2024Q1-3营收、归母净利润、扣非净利润总额分别同比+6.3%/-29.3%/-37.1%（2024H1同比增速分别为+7.5%/-30.0%/-37.2%），Q3基本延续了上半年的趋势；
- **盈利能力**：2024Q1-3板块整体毛利率为46.1%（-6.4pp），较上半年45.7%水平略有所改善，预计主要由于产能利用率提升对新增固定资产折旧的摊薄效应；净利率7.3%（-8.6pp），较上半年水平仍有所下滑，但同比上年前三季度降幅收窄。
- **费用率**：2024Q1-3销售/管理/研发/财务费用率分别为14.5%/12.0%/11.7%/-0.4%，分别同比+3.2pp/+2.2pp/+2.0pp/+0.1pp，销售、管理、研发费用率同比均有所提升，预计主要由于人员团队规模扩张，及加强客户覆盖及新产品/技术开发导致销售及研发投入增加。

表：A股生命科学上游子行业2021-2024Q3主要财务指标

项目（亿元）	2021A	2022A	2023A	2024Q1-3
营业收入	99.3	127.8	115.2	89.4
YOY	26.49%	28.66%	-9.81%	6.33%
营业成本	42.4	60.0	61.6	48.2
毛利率	57.28%	53.03%	46.58%	46.13%
销售费用	9.7	14.3	16.6	13.0
费用率	9.81%	11.15%	14.37%	14.49%
管理费用（除研发）	8.5	11.9	13.3	10.8
费用率	8.56%	9.31%	11.54%	12.03%
研发费用	8.0	13.1	14.1	10.5
费用率	8.08%	10.25%	12.25%	11.73%
财务费用	0.0	-2.0	-1.7	-0.4
费用率	0.05%	-1.53%	-1.46%	-0.40%
净利润	27.7	23.1	10.9	6.5
净利率	27.91%	18.05%	9.47%	7.26%
归母净利润	27.7	23.1	11.0	6.5
YOY	-1.20%	-16.87%	-52.33%	-29.29%
扣非净利润	24.7	20.1	7.0	4.2
YOY	-9.92%	-18.41%	-65.11%	-37.09%
经营性净现金流	17.5	10.6	7.6	5.3
ROE	16.49%	7.95%	3.30%	2.00%
总资产周转率	50.43%	37.55%	28.78%	22.37%
资产负债率	12.92%	16.08%	18.63%	19.40%

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理 注：以A股生命科学上游板块13家公司为样本（药康生物、南模生物、百普赛斯、义翘神州、近岸蛋白、奥浦迈、毕得医药、皓元医药、诺唯赞、键凯科技、优宁维、阿拉丁、泰坦科技）

2.4.2 国内：关注海外业务高增长、毛/净利率改善企业

- **收入端**：从2024前三季度营收来看，大部分企业与上年同期基本持平或实现正增长。2024H1，生命科学上游企业国内和海外营收总额分别为55.7/11.5亿元，分别同比+4.3%/+23.2%，国内业务企稳，海外业务贡献增量；其中，奥浦迈（+227%）、诺唯赞（+144%）、药康生物（+45%）、皓元医药（+24%）、百普赛斯（+17%）、毕得医药（+13%）等企业海外业务维持较快增长。
- **毛/净利率**：毛利率受到新产能落地转固节奏影响，随着产能爬坡、成本摊薄，毛利率有望逐季度改善；净利率端仍承压，国内上游企业加大研发和销售费用投入。

表：国内生命科学上游企业季度营收环比增速及毛/净利率环比变化

公司	季度营收环比增速					毛利率环比					净利率环比				
	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
药康生物	2%	6%	-6%	17%	-8%	3%	-7%	3%	-3%	-1%	3%	-5%	-1%	3%	-7%
南模生物	-7%	13%	-16%	13%	-6%	-7%	3%	1%	2%	-2%	-26%	8%	-11%	20%	-11%
百普赛斯	10%	-9%	11%	5%	7%	1%	-1%	2%	-2%	1%	-11%	-12%	9%	-3%	-2%
义翘神州	36%	-7%	-11%	1%	4%	12%	0%	-7%	-8%	7%	7%	-12%	-5%	-11%	4%
近岸蛋白	14%	18%	-39%	29%	-3%	-5%	-20%	10%	-9%	7%	20%	-13%	-30%	11%	4%
奥浦迈	-5%	42%	12%	-20%	13%	-5%	7%	7%	-14%	0%	-12%	0%	16%	-19%	0%
皓元医药	7%	2%	0%	9%	2%	-5%	-9%	4%	9%	2%	-5%	-4%	2%	7%	2%
毕得医药	5%	2%	-8%	3%	4%	1%	0%	0%	1%	4%	-9%	-10%	9%	-1%	0%
诺唯赞	11%	40%	-28%	15%	-3%	-8%	3%	0%	-1%	0%	9%	-6%	8%	5%	-5%
泰坦科技	8%	-1%	-7%	10%	0%	1%	-10%	6%	-2%	1%	0%	-4%	2%	0%	0%
阿拉丁	-2%	23%	-18%	42%	-1%	2%	2%	3%	-1%	-1%	10%	4%	-9%	4%	-3%
优宁维	4%	9%	-20%	3%	-2%	-4%	0%	2%	0%	-1%	-3%	-2%	2%	0%	-2%
键凯科技	-7%	-34%	35%	-2%	-10%	15%	3%	-21%	2%	1%	11%	-7%	-15%	-2%	-9%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2.5 中药投资建议：关注中短期主题机会及“消费+创新+高股息”长逻辑主线

- 从短中期维度来看，国企改革稳步推进，基药目录调整在即，建议关注国企改革推进及基药目录调整两条主线：
 - ✓ 1) 关注国企改革及有望借助国资平台实现经营效率提升的优质国企。2023年1月，国资委召开中央企业负责人会议，针对部分央企存在的回报水平不优、盈利质量不高、市场竞争力不强、创新能力不足等短板，会议确定了央企考核体系的“一利五率”。随着国企改革的深化，国有中药企业有望采用更完善的考核体系、更灵活的运营构架以及更市场化的管理决策，**推荐关注有望借助国资平台实现经营效率提升的优质国企：太极集团等。**
 - ✓ 2) 关注新版基药目录调整及具备潜在新纳入基药目录的品种的公司。中药品种中存在大量独家品种，其竞争格局良好，放量节奏更快，从纳入基药目录对企业的带动作用来看，中药企业受益程度有望相较于化药企业更大。中医药在治疗部分内科（慢性病、免疫调节等领域）、外科（创伤、骨伤等领域）、精神科、妇科、皮肤科、儿科疾病具有独特优势和显著疗效，围绕中医药优势病种，后续更多品种有望借助基药目录调整实现放量，**推荐关注具备潜在新纳入基药目录的品种的公司：康缘药业等。**

- 从长期维度来看，消费和创新是方向，建议关注“中药品牌OTC+中药创新药”两大主线及中药高股息标的：
 - ✓ 1) 集采控费趋势下，我们看好具备消费属性的中药品牌OTC龙头。在院内市场集采、医保控费的大趋势下，主攻院外市场的中药品牌OTC或可成为集采避风港，看好产品占领消费者心智、格局稳定、长期积累下拥有良好品牌形象的OTC龙头企业。**推荐关注：华润三九（品牌OTC龙头企业，内生+外延推动业绩稳步增长）、羚锐制药（中药贴膏龙头）等。**
 - ✓ 2) 回归药品属性，推荐关注产品疗效确切、具备持续出新能力的优质中药创新药企业。疗效至上，临床循证是王道，看好产品经循证医学充分验证、得到医生群体认可的优秀中药企业。**推荐关注：康缘药业等。**
 - ✓ 3) 存量业务稳健且具备稳定分红能力的老牌中药企业。医药行业发展历经中高速成长阶段，现已进入稳定发展期，看好资本开支相对较小、业务稳健且具备稳定分红能力的老牌中药企业。

2.5.1 中药集采：降幅温和，独家品种优势明显

表：五次中成药省级/省级联盟集采梳理

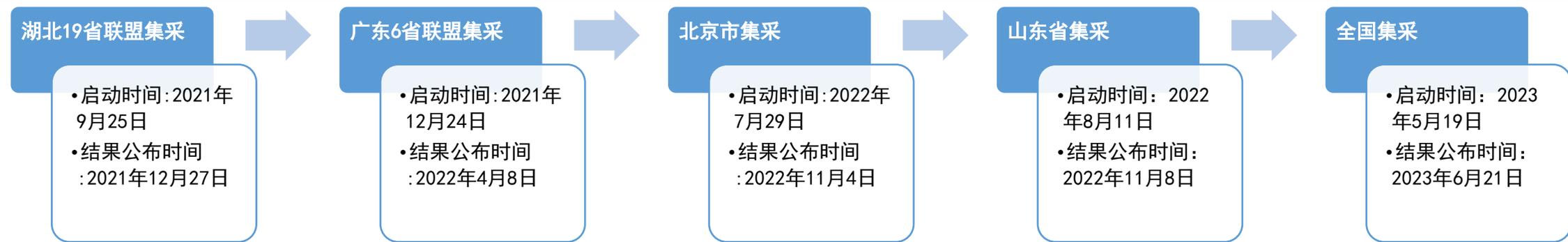
	湖北19省联盟集采	广东6省联盟集采	北京市集采	山东省集采	全国集采
参与地区	19个省份，湖北、河北、山西、内蒙古、辽宁、福建、江西、河南、湖南、海南、重庆、四川、贵州、西藏、陕西、甘肃、宁夏、新疆、新疆生产建设兵团	6个省份，广东、山西、河南、海南、宁夏、青海	北京市	山东省	30个省份，仅福建和湖南两省未覆盖
药品数目	76种药品，17个产品组	132种药品，53个产品组	带量联动64种药品，14个产品组；带量谈判20种药品，15个产品组	67种药品，15个产品组	42种药品，16个产品组
分组规则	中成药全国销售金额排名，结合医疗机构实际使用品种，遴选出部分大额品种，遵从中药辨证施治原则，结合现代医学诊疗实际，基于临床实际情况，对功能主治相近的不同名称药品进行合并	按照独家品种和非独家品种划分	按市场总体情况，市场竞争较为充分和竞争相对不足的品种分为带量联动和带量谈判两部分	以各申报企业同品种药品交易数量和对应的说明书日均用量为基础，折算同品种同企业的服用总天数，以此为依据划为两个评审组	按市场份额不同划分
打分依据	采用综合得分制，分为价格竞争得分和技术评分两部分，前者占比60%，后者占比40%	以降幅作为评分依据	以降幅作为评分依据	采用综合得分制，综合得分计算公式为：报价得分+服用总天数占比得分+产品质量安全得分。	采用综合得分制，分为价格竞争得分和技术评分两部分，前者占比60%，后者占比40%
启动时间	2021年9月25日	2021年12月24日	2022年7月29日	2022年8月11日	2023年5月19日
中选结果公布时间	2021年12月27日	2022年4月8日	2022年11月4日	2022年11月8日	2023年6月21日
集采结果	平均降幅42.27%，最大降幅82.63%，通过现场竞争，有97家企业、111个产品中选，中选率达62%。	最终174家企业361个品种拟中选/备选，112个产品拟备选，平均降幅37.24%；249个产品拟中选，平均降幅64.28%。	平均降幅为23%。本次拟中选结果中，带量联动拟中选44个药品品种，215个品规，带量谈判拟中选15个药品品规，26个品规。	平均降幅为44.31%，最大降幅87.97%	68条中选结果中有7个增补拟中选，2个议价拟中选，59个直接拟中选。参与企业中选率达65.63%
其他	合并通用名采购，解决了分组合并难题	首次用中选/备选的方式	设置带量联动和带量谈判两类	设定复活机制，对市场占有率超过30%的企业提供二次入围的选择	设置直接拟中选、议价拟中选、增补拟中选几种情况

资料来源：广东省药品交易中心、湖北省医药价格和招标采购管理服务网、各地医保局、山东省公共资源交易平台，国信证券经济研究所整理

2.5.1 中药集采：第三批全国集采蓄势待发

- 中药历经湖北联盟、广东联盟、北京、山东、全国5次大规模集采，整体呈现出中选规则温和、分组机制友好、评判依据多元、平均降幅较低的特点。
- ✓ 中选规则温和：广东联盟集采独家品种规则友好；山东集采设定复活机制，对市场占有率超过30%的企业提供二次入围的选择；全国集采在中选之外，还有议价拟中选和增补拟中选，给予药企调整的机会。
- ✓ 分组机制友好：广东联盟集采开始考虑到中成药竞争格局，按照独家品种和非独家品种划分；山东集采分组以交易数量和日均用量为基础划分；北京集采则根据竞争格局的“市场竞争较为充分”和“竞争相对不足”分为带量联动和带量谈判；全国集采按照市场份额大小划分。
- ✓ 评判依据多元：中成药生产受到来自原料产地、自然环境等条件的多重影响。除价格外，湖北联盟集采、山东集采、全国集采还纳入了医疗机构认可度、药品企业排名和供应能力、药品企业创新力、医药价格和招采信用评价、产品质量安全因素等指标，更符合中药独家品种多、议价难度大的特色。
- ✓ 平均降幅较低：从降幅上来看，湖北联盟、广东联盟、北京集采、山东集采、全国集采的平均降幅分别为-42%、-56%、-23%、-44%、-49%，整体相对温和；独家品种优势明显，在广东联盟集采中，独家品种平均降幅仅为22%。

图：中药集采进程



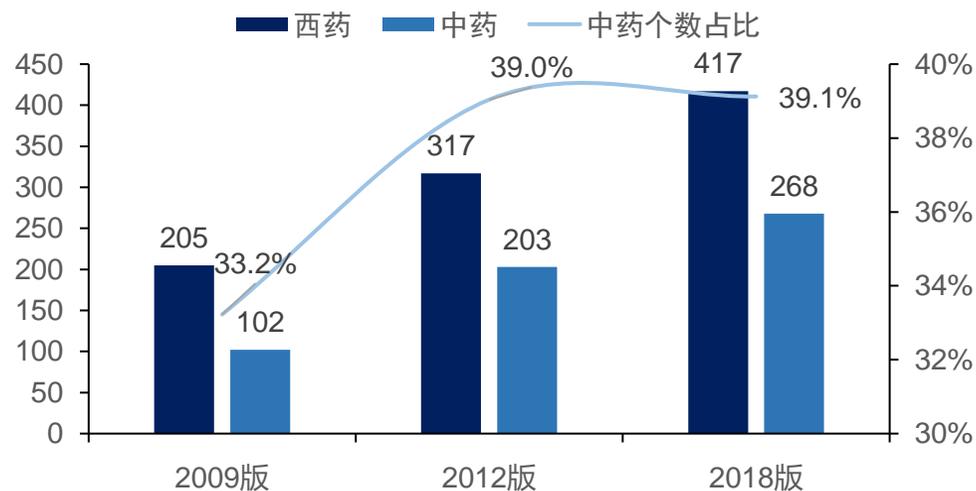
资料来源：广东省药品交易中心、湖北省医药价格和招标采购管理服务网、各地医保局、山东省公共资源交易平台，国信证券经济研究所整理

- 《全国中成药采购联盟集中采购文件》（征求意见稿）和《全国中成药采购联盟集中采购文件（首批扩围接续）》（征求意见稿）发布，中药第三批全国集采蓄势待发。2024年10月25日，湖北医保服务平台发布“关于公开征求《全国中成药采购联盟集中采购文件》（征求意见稿）和《全国中成药采购联盟集中采购文件（首批扩围接续）》（征求意见稿）意见的通知”，标志着湖北牵头的第三批中成药集采即将拉开帷幕。
- ✓ 涉及品种：本次采购品种清单包括20个产品组共计95个产品，对适应症或功能主治相似的不同通用名药品合并开展集中带量采购，包含心脑血管用药（如血脂康、脉血康）、肝病用药（如舒肝宁）、抗感染药（如喜炎平）等。
- ✓ 中选规则：整体中选规则与往期集采大同小异，但引入了K值修正（以限制个别原来价格高的企业高价中选），另外入围拟中选企业熔断价格由1.8x降低到了1.5x。
- ✓ 国信医药观点：本次集采涉及规模约200亿元人民币的药品，中选规则和以往类似，但对以往规则中的“漏洞”进行了补齐，我们预计本次集采整体降幅有望基本持平于或略高于前两次全国中成药集采。

2.5.2 基药目录：多项政策推动基药在公立医疗端的广泛使用

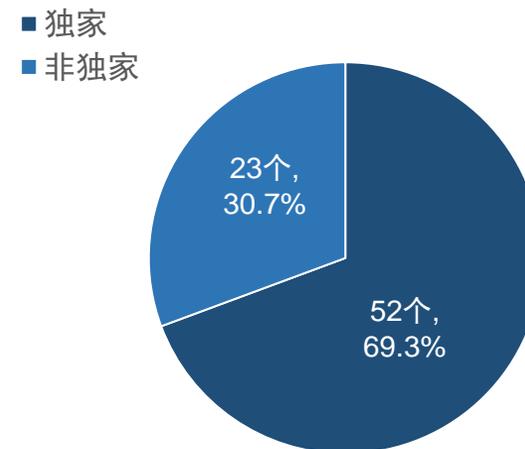
- “986”与“1+X”政策推动基药在公立医疗端的广泛使用。“1+X”用药模式是对基药产品的定位重申，“1”就是指的**国家基本药物目录**，“X”是指的**非基本药物**。“986政策”进一步细化，要求逐步实现政府办基层医疗卫生机构、二级公立医院、三级公立医院中基本药物配备品种数量占比，原则上分别不低于90%、80%、60%，即以数字的形式明确了公立医疗端基药的配备数量。卫健委数据显示，2022年三级公立医院基本药物采购品种数占比为42.59%，较2020年提升0.70个百分点；门诊和住院患者基本药物处方占比分别为56.03%和95.82%，分别较2020年提升1.53个和0.19个百分点，基本药物占比稳步提升。
- **中药品种在历次基药目录中的占比稳步提升**。在2009版基药目录的307个品种中，中药品种仅有102个，占比仅为33.2%；2012版基药目录对品种进行了大幅扩充，其中西药品种由2009版的205个提升到317个，中药品种由2009版的102个提升到203个，中药基药品种接近成倍增长，中药基药品种占比提升至39.0%；2018版基药目录中，中药基药品种占比进一步提升至39.1%。

图：国家基药目录的中药个数及占比情况



资料来源：国家卫健委、国信证券经济研究所整理

图：2018年版基药目录新增中成药的独家品种占比情况

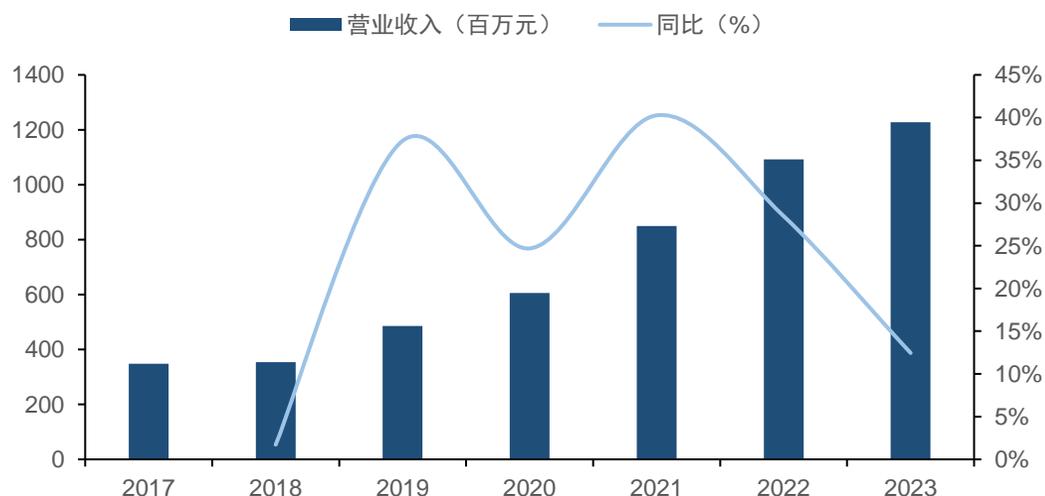


资料来源：国家卫健委、国信证券经济研究所整理

2.5.2 基药目录：调整在即，新纳入品种有望借助基药目录调整实现快速放量

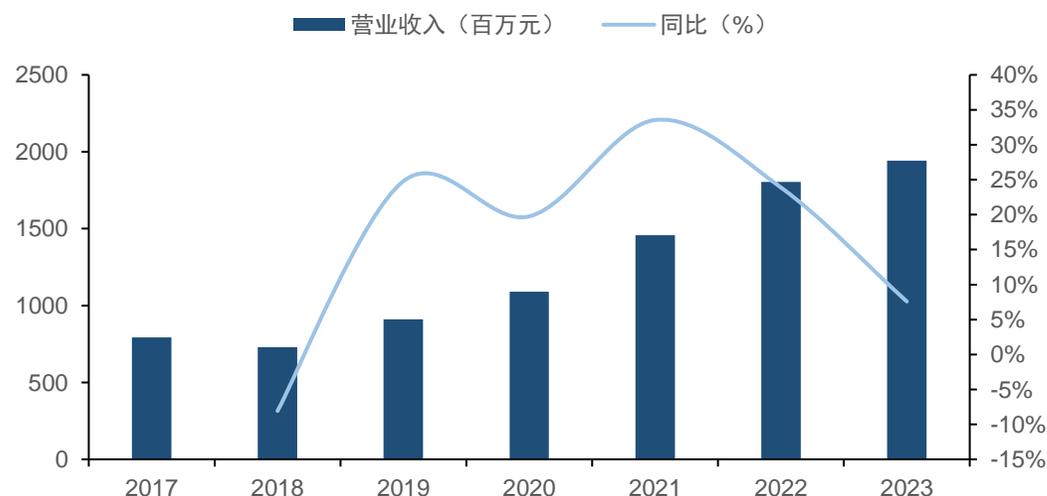
- 中药品种有望借助基药目录调整实现快速放量。以佐力药业乌灵胶囊为例，2018年进入基药目录后，营收快速成长。在医院端、药店端共同发力，2018-2023年乌灵胶囊系列营收CAGR为28.2%，驱动公司整体营收CAGR为21.6%。
- 品种纳入基药对中药企业的受益程度有望相较于化药企业更大。中药品种中存在大量独家品种，其竞争格局良好，放量节奏更快，以2018年版基药目录为例，在新纳入基药目录的75个中成药品种中，52个为独家品种，占比约为69.3%。因此，从纳入基药目录对企业的带动作用来看，中药企业受益程度有望相较于化药企业更大。

图：2017-2023年佐力药业乌灵胶囊系列营业收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：2017-2023年佐力药业营业收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2.5.2 关注新版基药目录调整

- 关注新版基药目录调整及具备潜在新纳入基药目录的品种的公司。中药品种中存在大量独家品种，其竞争格局良好，放量节奏更快，从纳入基药目录对企业的带动作用来看，中药企业受益程度有望相较于化药企业更大。中医药在治疗部分内科（慢性病、免疫调节等领域）、外科（创伤、骨伤等领域）、精神科、妇科、皮肤科、儿科疾病具有独特优势和显著疗效，围绕中医药优势病种，后续更多品种有望借助基药目录调整实现放量。

表：潜在新纳入基药目录的中药品种梳理（部分）

品种	上市公司	治疗领域	是否独家	是否集采	是否为OTC品种
连花清咳片	以岭药业	呼吸系统	是	否	是
养正消积胶囊	以岭药业	免疫系统/肿瘤	是	否	否
夏荔黄胶囊	以岭药业	泌尿系统	是	否	否
盘龙七片	盘龙药业	骨骼系统	是	否	否
麝香通心滴丸	康恩贝	心脑血管系统	是	否	否
黄荻胶囊	康恩贝	泌尿系统	是	否	否
肠炎宁颗粒	康恩贝	消化系统	否	否	是
藤黄健骨片	方盛制药	骨科系统	是	是	否
小儿荆杏止咳颗粒	方盛制药	儿科/呼吸系统	是	否	否
大株红景天片/胶囊	康缘药业	心脑血管系统	是	否	是
天舒片/胶囊	康缘药业	神经系统	是	否	是
通塞脉片/胶囊	康缘药业	血液系统	是	否	是
九味熄风颗粒	康缘药业	儿科/神经系统	否	否	是

资料来源：insight数据库、公司公告，国信证券经济研究所整理

2.5.3 中药品牌OTC：有望成为集采避风港

■ **集采控费趋势下，我们看好具备消费属性的中药品牌OTC龙头。**在院内市场集采、医保控费的大趋势下，主攻院外市场的中药品牌OTC或可成为集采避风港，看好产品占领消费者心智、格局稳定、长期积累下拥有良好品牌形象的OTC龙头企业。

✓ **华润三九：**公司背靠华润集团，以CHC健康消费品和处方药为核心业务，定位消费者端和医疗端，双终端协同，通过内生创新和外延并购不断锻长补短，丰富产品线，提升产品力，扩大影响力，致力于成为自我诊疗引领者和中药价值创造者。

✓ **东阿阿胶：**从“纯阿胶”向“阿胶+”（桃花姬、阿胶糕、阿胶粉）和“+阿胶”（阿胶芝麻丸零食、阿胶面膜等护肤产品）拓展，渠道延伸加速。

✓ **羚锐制药：**中药贴膏龙头，营销改革形成OTC、基层医疗、临床三大营销渠道网络，叠加新产品及新组合的推出，有望焕发增长新动能。

图：中药品牌OTC代表企业毛利率情况（%）



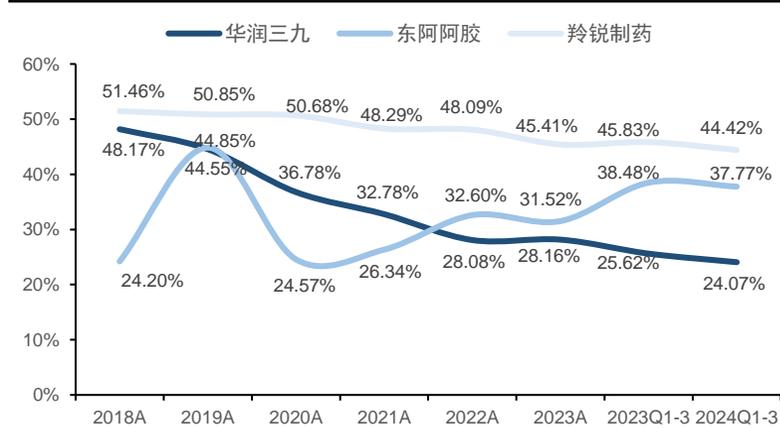
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：中药品牌OTC代表企业归母净利率情况（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：中药品牌OTC代表企业销售费用率情况（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表：中药品牌OTC代表企业核心产品

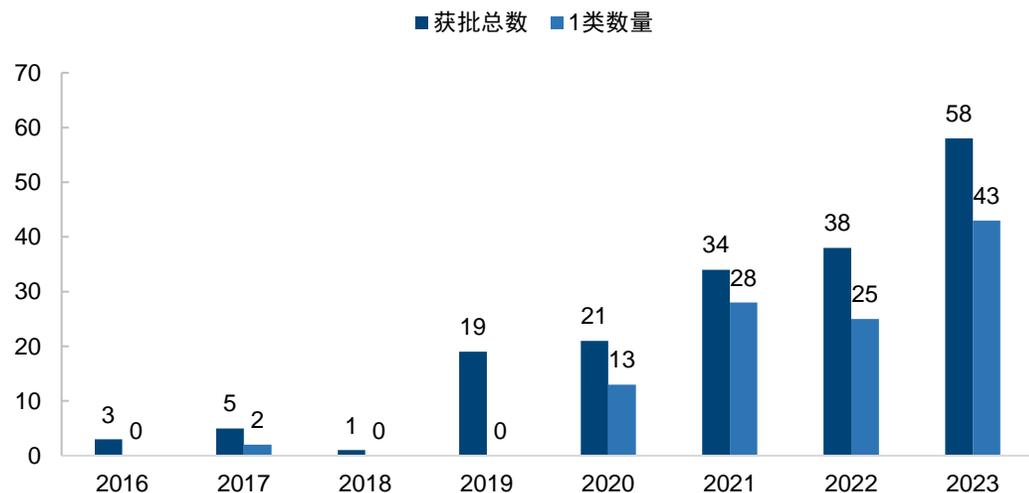
中药品牌OTC代表企业	核心产品
华润三九	999感冒灵、999皮炎平、三九胃泰、999正天丸、小儿感冒药、强力枇杷露、澳诺葡萄糖酸钙锌口服溶液等
东阿阿胶	阿胶、复方阿胶浆、“桃花姬”阿胶糕、阿胶速溶粉等
羚锐制药	通络祛痛膏、“两只老虎”系列中药贴膏剂等

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2.5.4 中药创新药-审批端：临床持续增长，新药上市数量有望维持高个位数

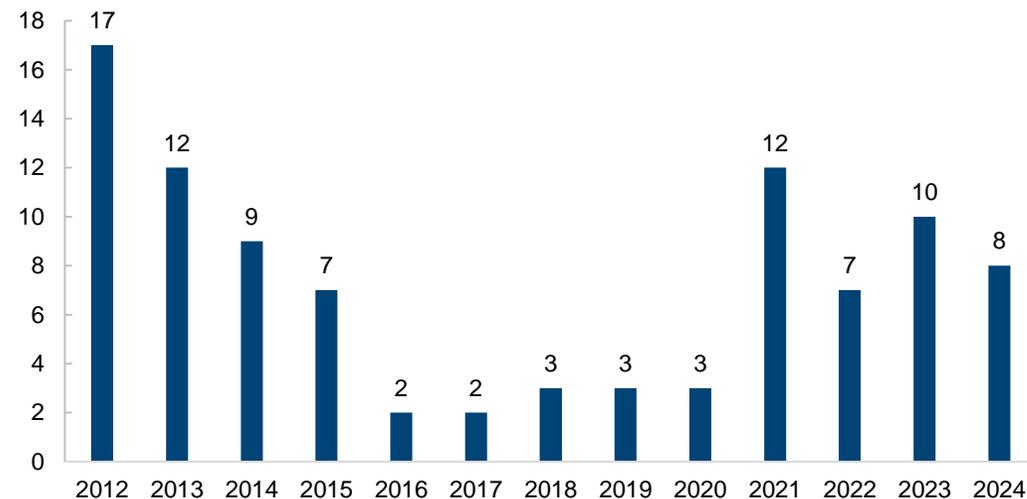
- 2023年中药新药临床试验获批总数同比增长53%，持续保持高增长态势。近年来，在系列中医药行业政策支持以及相关企业加大研发投入力度的共同推动下，中药新药临床试验获批总数以及1类创新药临床试验获批数量均持续增长，2023年中药新药临床试验获批总数达58个（+53%），而其中又以1类创新药为主（43个，+72%），占比74%，中药企业逐步加强对研发的重视程度，并不断增强创新品种研发布局。
- 2021年以来，每年中药新药获批上市数量维持在高个位数上下。2020年新中药注册分类标准实施后，随着中药企业研发投入加大以及创新能力增强，中药新药获批上市数量大幅增长，2021/2022/2023上市数量达12/7/10个。截至2024年11月18日，2024年中药新药获批上市数量已达8个。

图：中药新药获批临床IND情况



资料来源：Insight数据库、国信证券经济研究所整理

图：2012-2024年中国境内获批上市中药新药数量



资料来源：Insight数据库、国信证券经济研究所整理
注：2024年数据截至2024年11月18日

2.5.4 中药创新药-研发端：呼吸、消化及神经系统用药为获批热点

■ 呼吸、消化及神经系统用药为近年来中药新药获批热点。2020年至今，累计14款呼吸系统用药、6款消化系统用药、5款神经系统相关用药获批，合计约占所有获批中药新药的61%。由于中药在治疗部分内科、外科、妇科、皮肤科、儿科等疾病的独特优势和显著疗效，围绕中医药优势病种，后续更多中药新药品种有望获批。

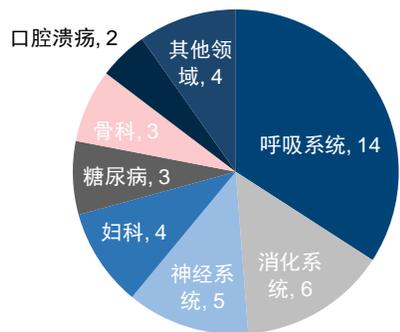
■ 康缘药业、以岭药业获批数量领先。2020年至今，康缘药业累计获批6款中药新药，包括温阳解毒颗粒、济川煎颗粒、苓桂术甘颗粒、散寒化湿颗粒、银翘清热片、筋骨止痛凝胶。以岭药业累计获批4款中药新药，包括通络明目胶囊、解郁除烦胶囊、益肾养心安神片、连花清咳片。

表：2020年以来获批中药新药品种的企业分布情况

企业	获批数目	备注
康缘药业	6	温阳解毒颗粒、济川煎颗粒、苓桂术甘颗粒、散寒化湿颗粒、银翘清热片、筋骨止痛凝胶
以岭药业	4	通络明目胶囊、解郁除烦胶囊、益肾养心安神片、连花清咳片
华润三九	2	温经汤颗粒、苓桂术甘汤颗粒
国药集团	2	当归补血颗粒、参葛补肾胶囊
人福医药	2	芍药甘草颗粒、广金钱草总黄酮胶囊
健民集团	2	小儿紫贝宣肺糖浆、七蕊胃舒胶囊
一力制药	2	参郁宁神片、虎贞清风胶囊
青峰药业	2	奥兰替胃康片、枳实总黄酮片
片仔癀	1	清肺排毒颗粒
天士力医药	1	坤心宁颗粒
中国中药	1	化湿败毒颗粒
仁和药业	1	二冬颗粒
神威药业	1	一贯煎颗粒
佐力药业	1	百令胶囊
康恩贝	1	黄蜀葵花总黄酮口腔贴片
济川药业	1	小儿豉翘清热糖浆
步长制药	1	宣肺败毒颗粒
方盛制药	1	玄七健骨片
安邦制药	1	芪胶调经颗粒
敖东药业	1	枇杷清肺颗粒
天圣制药	1	益气通窍丸
齐进药业	1	儿茶上清丸
华西天然药物	1	秦威颗粒
凤凰制药	1	芪蛭益肾胶囊
康而福药业	1	淫羊藿素软胶囊
五和博澳药业	1	桑枝总生物碱片
卓和药业	1	风叶咳喘平口服液

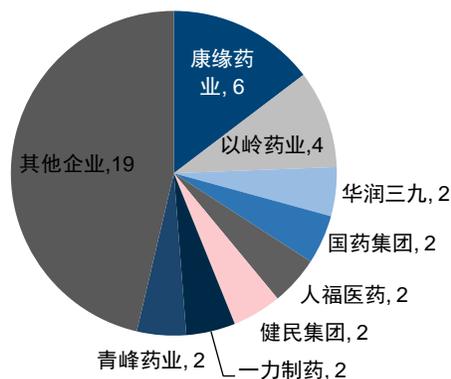
图：2020年以来获批中药新药品种的适应症分布

■ 呼吸系统 ■ 消化系统 ■ 神经系统 ■ 妇科
■ 糖尿病 ■ 骨科 ■ 口腔溃疡 ■ 其他领域



图：2020年以来获批中药新药品种的企业分布

■ 康缘药业 ■ 以岭药业 ■ 华润三九 ■ 国药集团 ■ 人福医药
■ 健民集团 ■ 一力制药 ■ 青峰药业 ■ 其他企业



资料来源：Insight数据库、国信证券经济研究所整理
统计范围：2020年1月1日至2024年11月18日之间获批的中药新药

资料来源：Insight数据库、国信证券经济研究所整理
统计范围：2020年1月1日至2024年11月18日之间获批的中药新药

资料来源：Insight数据库、国信证券经济研究所整理
统计范围：2020年1月1日至2024年11月18日之间获批的中药新药

2.5.4 中药创新药-支付端：医保准入政策持续支持中药创新

- 医保准入政策持续支持中药创新。2024年国家医保药品目录调整共新增91种药品，其中中成药11个。本轮调整后，国家医保药品目录内药品总数达到3159种，其中中成药1394种。

表：获批中药新药品种的医保准入情况

药品名称	文号首次批准日期	医保情况
二冬颗粒	2024-11-05	非医保
当归补血颗粒	2024-08-20	非医保
温阳解毒颗粒	2024-08-13	非医保
温经汤颗粒	2024-05-15	2025.01.01-2026.12.31 (乙类 谈判品种)
苓桂术甘汤颗粒	2024-03-29	非医保
秦威颗粒	2024-03-12	2025.01.01-2026.12.31 (乙类 谈判品种)
九味止咳口服液	2024-02-20	2025.01.01-2026.12.31 (乙类 谈判品种)
芍药甘草颗粒	2024-01-08	非医保
儿茶上清丸	2024-01-08	2025.01.01-2026.12.31 (乙类 谈判品种)
百令胶囊	2023-12-29	非医保
济川煎颗粒	2023-12-26	2025.01.01-2026.12.31 (乙类 谈判品种)
一贯煎颗粒	2023-12-26	2025.01.01-2026.12.31 (乙类 谈判品种)
小儿豉翘清热糖浆	2023-11-17	2025.01.01-2026.12.31 (乙类 谈判品种)

资料来源：Insight数据库、2024年医保目录，国信证券经济研究所整理
统计范围：2020年1月1日至2024年12月02日间获批的中药新药

表：获批中药新药品种的医保准入情况（续）

奥兰替胃康片	2023-10-19	非医保
枳实总黄酮片	2023-10-19	2025.01.01-2026.12.31 (乙类 谈判品种)
通络明目胶囊	2023-10-19	2025.01.01-2026.12.31 (乙类 谈判品种)
小儿紫贝宣肺糖浆	2023-10-19	2025.01.01-2026.12.31 (乙类 谈判品种)
枇杷清肺颗粒	2023-07-26	非医保
参郁宁神片	2023-06-08	非医保
参葛补肾胶囊	2022-12-29	2024.01.01-2025.12.31 (乙类 谈判品种)
苓桂术甘颗粒	2022-12-27	乙类
芪胶调经颗粒	2022-12-27	2024.01.01-2025.12.31 (乙类 谈判品种)
黄蜀葵花总黄酮口腔贴片	2022-12-21	2024.01.01-2025.12.31 (乙类 谈判品种)
散寒化湿颗粒	2022-10-08	2024.01.01-2025.12.31 (乙类 谈判品种)
广金钱草总黄酮胶囊	2022-09-14	2024.01.01-2025.12.31 (乙类 谈判品种)
淫羊藿素软胶囊	2022-01-10	2024.01.01-2025.12.31 (乙类 谈判品种)
七蕊胃舒胶囊	2021-12-31	2025.01.01-2026.12.31 (乙类 谈判品种)

资料来源：Insight数据库、2024年医保目录，国信证券经济研究所整理
统计范围：2020年1月1日至2024年12月02日间获批的中药新药

表：获批中药新药品种的医保准入情况（续）

解郁除烦胶囊	2021-12-14	2025.01.01-2026.12.31 (乙类 谈判品种)
虎虎清风胶囊	2021-12-14	2024.01.01-2025.12.31 (乙类 谈判品种)
芪蛭益肾胶囊	2021-11-24	2025.01.01-2026.12.31 (乙类 谈判品种)
玄七健骨片	2021-11-24	2025.01.01-2026.12.31 (乙类 谈判品种)
坤心宁颗粒	2021-11-24	2025.01.01-2026.12.31 (乙类 谈判品种)
银翘清热片	2021-11-09	2025.01.01-2026.12.31 (乙类 谈判品种)
益气通窍丸	2021-09-13	2025.01.01-2026.12.31 (乙类 谈判品种)
益肾养心安神片	2021-09-01	2025.01.01-2026.12.31 (乙类 谈判品种)
化湿败毒颗粒	2021-03-02	2024.01.01-2025.12.31 (乙类 谈判品种)
清肺排毒颗粒	2021-03-02	2025.01.01-2026.12.31 (乙类 谈判品种)
宣肺败毒颗粒	2021-03-02	2024.01.01-2025.12.31 (乙类 谈判品种)
连花清咳片	2020-05-12	乙类
筋骨止痛凝胶	2020-04-09	乙类
桑枝总生物碱片	2020-03-17	2025.01.01-2026.12.31 (乙类 谈判品种)

资料来源：Insight数据库、2024年医保目录，国信证券经济研究所整理
统计范围：2020年1月1日至2024年12月02日间获批的中药新药

2.5.4 中药创新药-支付端：医保准入政策持续支持中药创新

- 2024年版医保目录新纳入11款中成药。2024年医保目录新增11款中成药，包含6款1.1类中药新药，3款3.1类中药新药，1款1.2类中药新药，1款2.2类中药新药。这11款中成药多为独家品种，目前，华润三九为温经汤颗粒首个获批上市的企业，国药集团德众（佛山）药业、天士力以及上海医药集团青岛国风药业的温经汤颗粒均处于上市申请阶段；同时神威药业为一贯煎颗粒首个获批上市的企业，吉林敖东和凯宝药业的一贯煎颗粒也均处于上市申请阶段。温经汤颗粒和一贯煎颗粒均为3.1类中药新药。

表：2024年医保目录新纳入中药新药品种

序号	药品名称	新药类别	准入方式
1	小儿豉翘清热糖浆	2.2	谈判新增
2	济川煎颗粒	3.1	谈判新增
3	枳实总黄酮片	1.2	谈判新增
4	九味止咳口服液	1.1	谈判新增
5	小儿紫贝宣肺糖浆	1.1	谈判新增
6	一贯煎颗粒	3.1	谈判新增
7	秦威颗粒	1.1	谈判新增
8	儿茶上清丸	1.1	谈判新增
9	温经汤颗粒	3.1	谈判新增
10	通络明目胶囊	1.1	谈判新增
11	益气通窍丸	1.1	谈判新增

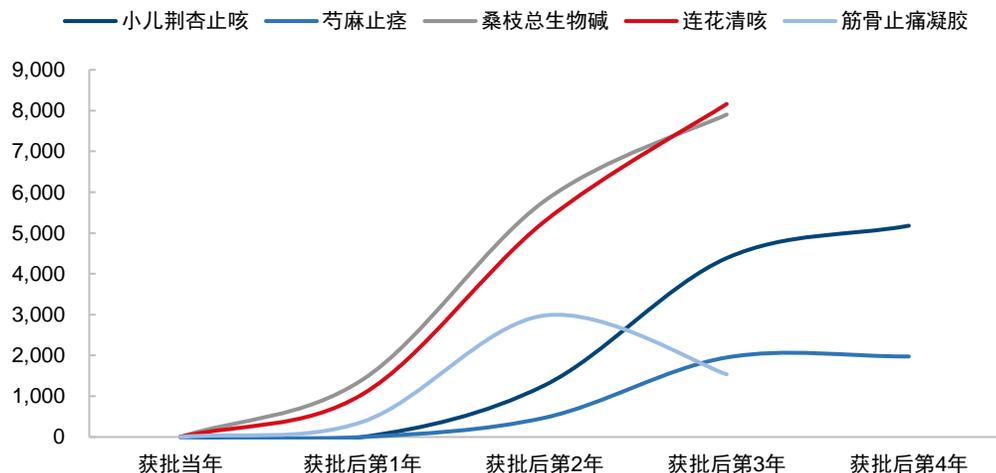
资料来源：2023、2024年医保目录，国信证券经济研究所整理

2.5.4 中药创新药-市场端：达峰较慢，但平台期较长

■ 放量节奏

- ✓ **爬坡时间**：中药新药的爬坡相较于西药新药需要更长的时间，以卡瑞丽珠单抗为例，获批当年在样本医院销售额已经突破亿元，而中药新药产品获批当年在样本医院的销售额通常极小；
- ✓ **平台期持续时间**：由于专利到期及同靶点竞争等因素的影响，西药新药在峰值持续时间往往较短，而中药产品则能在峰值水平稳定较长一段时间。

图：近年获批的部分中药创新药放量情况（单位：万元）



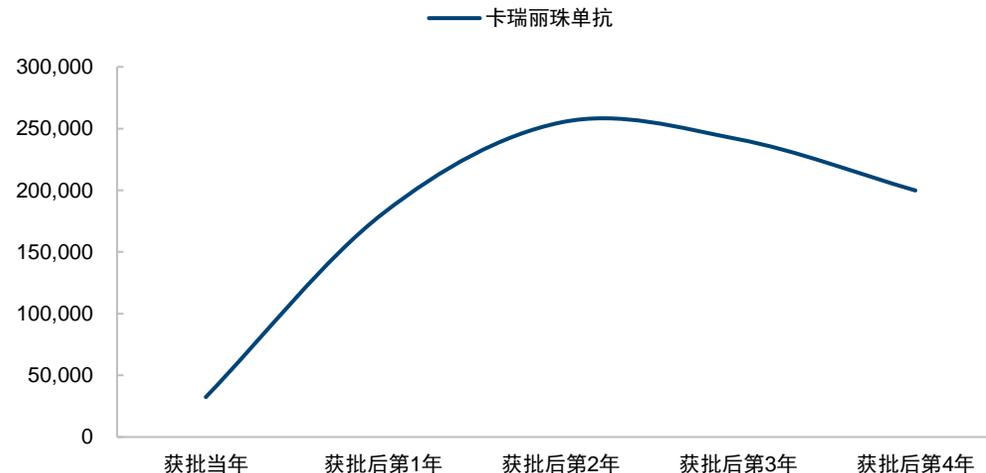
资料来源：Insight数据库、国信证券经济研究所整理

表：卡瑞丽珠单抗及部分中药创新药放量情况（单位：万元）

	上市时间	获批当年	获批后第1年	获批后第2年	获批后第3年	获批后第4年
卡瑞丽珠单抗	2019年	32,366	181,351	254,923	241,425	199,822
小儿荆杏止咳	2019年	0	0	1,267	4,385	5,178
芍麻止痉	2019年	0	0	472	1,949	1,974
桑枝总生物碱	2020年	4	1,404	5,787	7,904	-
连花清咳	2020年	0	1,048	5,285	8,162	-
筋骨止痛凝胶	2020年	0	372	2,979	1,536	-

资料来源：Insight数据库、国信证券经济研究所整理

图：卡瑞丽珠单抗放量情况（单位：万元）



资料来源：Insight数据库、国信证券经济研究所整理

2.5.5 资源整合：整合加速，国企改革稳步推进

- 关注国企改革及有望借助国资平台实现经营效率提升的优质国企。2023年1月，国资委召开中央企业负责人会议，针对部分央企存在的回报水平不优、盈利质量不高、市场竞争力不强、创新能力不足等短板，会议确定了央企考核体系的“一利五率”。原先的考核体系下，“两利”即利润总额、净利润，“四率”即营业收入利润率、全员劳动生产率、研发投入强度、资产负债率。而“一利五率”则是将净利润改为ROE，营业收入利润率改为营业现金比率，进一步加强对国企的盈利能力和创现能力的考核，推动国企高质量发展。随着国企改革的深化，国有中药企业有望采用更完善的考核体系、更灵活的运营构架以及更市场化的管理决策。

表：中药国企及其重大变化梳理（股权、人事变动及股权激励）

证券代码	证券简称	实控人名称	实控人属性	第一大股东名称	第一大股东持股比例 (%)	备注	重大股权变更情况 (2020年以来)	是否进行股权激励 (2020年以来)
600129.SH	太极集团	国务院国有资产监督管理委员会	国资委	太极集团有限公司	27.62	国药系	2021年4月，公司实控人变更为中国医药集团	否
000999.SZ	华润三九	国务院国有资产监督管理委员会	国资委	华润医药控股有限公司	63.02	华润系	-	是
600422.SH	昆药集团	国务院国有资产监督管理委员会	国资委	华润三九医药股份有限公司	28.05	华润系	2022年12月，公司实控人变更为中国华润	是
600750.SH	江中药业	国务院国有资产监督管理委员会	国资委	华润江中制药集团有限责任公司	43.09	华润系	-	是
000423.SZ	东阿阿胶	国务院国有资产监督管理委员会	国资委	华润东阿阿胶有限公司	23.50	华润系	-	是
0570.HK	中国中药	国务院国有资产监督管理委员会	国资委	国药集团香港有限公司	32.46	国药系	-	否
600671.SH	*ST目药	青岛市崂山区财政局	地方政府	青岛汇隆华泽投资有限公司	29.99	-	-	否
600479.SH	千金药业	株洲市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	株洲市国有资产投资控股集团有限公司	28.16	-	-	是
600085.SH	同仁堂	北京市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	中国北京同仁堂(集团)有限责任公司	52.45	-	-	否
600222.SH	太龙药业	郑州高新技术产业开发区管委会	地方国资委	郑州泰容产业投资有限公司	14.37	-	2022年1月，公司实控人变更为郑州高新技术产业开发区管委会	否
600572.SH	康恩贝	浙江省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	浙江省医药健康产业集团有限公司	23.12	-	2020年7月，公司实控人变更为浙江国资	是
600436.SH	片仔癀	漳州市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	漳州市九龙江集团有限公司	51.30	-	-	否
002349.SZ	精华制药	南通市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	南通产业控股集团有限公司	34.39	-	-	否
002644.SZ	佛慈制药	甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	兰州佛慈医药产业发展集团有限公司	61.63	-	2023年11月，公司实控人变更为甘肃省国资委	否
600771.SH	广誉远	山西省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	晋创投资有限公司	14.61	-	-	否
600332.SH	白云山	广州市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	广州医药集团有限公司	45.04	-	-	否
600252.SH	中恒集团	广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	广西投资集团有限公司	25.01	-	-	是
300534.SZ	陇神戎发	甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	甘肃药业投资集团有限公司	29.93	-	-	否
300026.SZ	红日药业	成都市国有资产监督管理委员会	地方国资委	成都兴城投资集团有限公司	22.24	-	-	否
600329.SH	达仁堂	-	-	天津市医药集团有限公司	42.99	无实控人	-	否
000538.SZ	云南白药	云南省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	云南省国有股权运营管理有限公司	26.18	-	-	是
600518.SH	ST康美	-	-	广东神农氏企业管理合伙企业(有限合伙)	25.31	-	-	否
600535.SH	天士力	拟变更为国务院国有资产监督管理委员会	拟变更为中央国资委	拟变更为华润三九医药股份有限公司	-	-	-	否

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理 *截至2024年11月18日

2.5.6 风险偏好下行，高股息标的成为重要选择

- 中药公司由于成立时间较长、发展稳定、资本开支较小，往往分红比例较高，叠加较低的PE估值倍数，中药公司中不乏高股息标的。我们对中药公司的股息率、ROE、营收复合增长率等指标进行了梳理，以“连续两年股息率>1.2%、ROE>10%、营收三年复合增速>0”为筛选条件，得到以下标的。

表：中药高股息率标的梳理

证券代码	证券简称	股息率 (2023年, 单位: %)	股息率 (2022年, 单位: %)	ROE (加权, 2023年, 单位: %)	营业总收入CAGR (2020-2023年, 单位: %)	分红率 (2023年, 单位: %)
002737.SZ	葵花药业	7.3	4.9	25.0	18.1	65.4
002728.SZ	特一药业	5.7	7.4	16.6	19.0	80.0
600566.SH	济川药业	4.4	3.0	23.0	16.1	48.3
600329.SH	达仁堂	3.8	3.3	15.1	7.6	52.5
600285.SH	羚锐制药	3.7	2.8	21.3	12.4	58.3
000538.SZ	云南白药	3.5	2.6	10.5	6.1	57.1
600750.SH	江中药业	3.3	3.0	17.8	21.6	58.5
600479.SH	千金药业	3.2	3.2	13.9	1.6	68.5
000999.SZ	华润三九	3.2	2.1	15.9	22.0	33.1
000423.SZ	东阿阿胶	3.1	2.0	11.1	11.4	47.1
600976.SH	健民集团	2.7	2.3	25.5	19.7	40.8
300181.SZ	佐力药业	2.7	1.8	13.8	21.2	67.9
600332.SH	白云山	2.6	2.5	12.1	7.0	28.8
600557.SH	康缘药业	2.5	1.5	10.8	17.1	17.4
002287.SZ	奇正藏药	2.1	1.7	17.2	11.3	53.1
002275.SZ	桂林三金	2.0	2.7	14.7	11.5	77.6
603998.SH	方盛制药	1.8	2.3	12.6	8.4	45.9
603896.SH	寿仙谷	1.8	2.0	12.4	7.2	31.7
002603.SZ	以岭药业	1.7	2.9	12.2	5.5	38.6
600993.SH	马应龙	1.6	1.4	12.3	4.0	30.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：股息率按2024/11/19收盘价计算

2.6 医疗服务投资策略：政策引导、消费复苏、精细运营、合规外送

- 在腾空间、调结构、保衔接的医改思路下，医疗服务价格改革作为其中重要一环，是不可逾越的关键一步。在《深化医疗服务价格改革试点方案》的指导下，国家医保局已牵头制定17批医疗服务价格项目立项指南，合计涉及271个主项目、250个加收项、88个扩展项；预计2024年底，将编制好覆盖大部分学科领域的立项指南，基本完成顶层设计；2025年第三季度前，各省做好落地；各地试运行2-3年之后，适时推出新版全国医疗服务价格项目规范目录。根据试点城市的改革经验，调高的医疗服务价格一般是过往不被重视，价格长期处于低位，但技术劳务价值高的项目；降价的医疗服务主要集中在设备、物耗占比为主，同时服务量较大、费用影响大的检查化验类项目。
- **CHS-DRG 2.0版出台，分组结果更科学合理、更契合临床实际。** DRG2020年6月，国家医疗保障疾病诊断相关分组（CHS-DRG）1.0版发布；2021年，试点城市启动实际付费，在总结试点经验的基础上，更新形成了CHS-DRG 1.1版；2023年，全国统筹地区90%以上已开展DRG/按病种分值付费（DIP）改革，对促进公立医院降本增效、规范诊疗起到了良好作用；2024年7月，国家医保局发布《关于印发按病组和病种分值付费2.0版分组方案并深入推进相关工作的通知》，标志着我国CHS-DRG 2.0版正式落地。原则上2024年新开展DRG/DIP付费的统筹地区直接使用2.0版分组，已经开展的应在2024年12月31日前完成切换准备工作，提高支付方式规范统一性。
- **2025年内需提振政策有望陆续出台，关注医疗服务消费需求回暖。** 24年9月26日，中共中央政治局会议中提到：“要出台民营经济促进法，为非公有制经济发展营造良好环境。要把促消费和惠民生结合起来。要支持和规范社会力量发展养老、托育产业，抓紧完善生育支持政策体系。”特朗普二次当选后若出台更严苛的关税法案，国内有望推出力度更强的内需刺激政策。推荐关注银发经济下老年人健康消费需求和眼科消费。
- **龙头ICL于普检项目的规模优势和特检项目的技术实力成为核心竞争力。** 在合规监管力度加强的趋势下，第三方医检机构的硬实力会成为医院选择检验外包时的重要考虑因素，过往单纯依靠商务条件进行项目开发和外送的模式将逐步退出市场。当前国内ICL渗透率仅为个位数，DRG执行后医院将更有动力进行成本管控，而在试剂耗材采购成本、运营效率、检验质量等具备优势的ICL机构有望承接一定的外送需求，实现医保、医院和第三方医检的共赢。同时，深度开发特检项目，产学研一体化激发创新潜力，在解决临床难题的过程中助力ICL实现业务成长并改善盈利能力。
- **投资建议：关注三条主线**
 - ✓ 医疗服务价格改革和DRGs执行后有望持续受益的民营专科连锁：**爱尔眼科**；
 - ✓ 经济复苏背景下静待消费医疗的二次成长：**爱尔眼科等**；
 - ✓ 合规监管趋势下，中长期有望受益的第三方医学检验龙头：**金域医学**。

2.6.1 国家医保局制定医疗服务价格项目立项指南，价格规范向纵深推进



- 国家医保局将在全国范围内构建名称要素统一、内涵边界清晰、便于评价监管的医疗服务计价体系。长期以来，医疗服务价格实行各省属地管理，由地方医药价格主管部门制定价格项目，确定价格水平。地区之间价格项目的数量、内涵、颗粒度都有较大差异，一些地区还会按照操作流程拆分价格项目。医院计费比较繁琐，也不能很好地兼容新技术。在《深化医疗服务价格改革试点方案》的指导下，国家医保局已牵头制定17批医疗服务价格项目立项指南，合计涉及271个主项目、250个加收项、88个扩展项。
- 立项指南是以服务产出为导向，人工智能、云存储等新技术获得关注。立项指南整合价格项目的原则是对相同服务产出相关的价格项目进行“合并同类项”，同时价格也会相应调整，比如部分护理项目会适度上调价格，以体现技术劳务价值，而对于CT等放射检查服务，医保局会关注大型检查设备采购价格下降趋势，对放射检查服务价格合理下调。立项指南编制中特别关注对增量技术的兼容，比如扩展项中涉及人工智能辅助诊断、数字影像处理等。国家医保局力争到2024年底编制好覆盖大部分学科领域的立项指南，各省份将在2025Q3前做好对接落地工作，并持续试运行2至3年，修订完善后推出新版全国医疗服务价格项目规范目录。

表：部分医疗服务价格项目立项指南简介

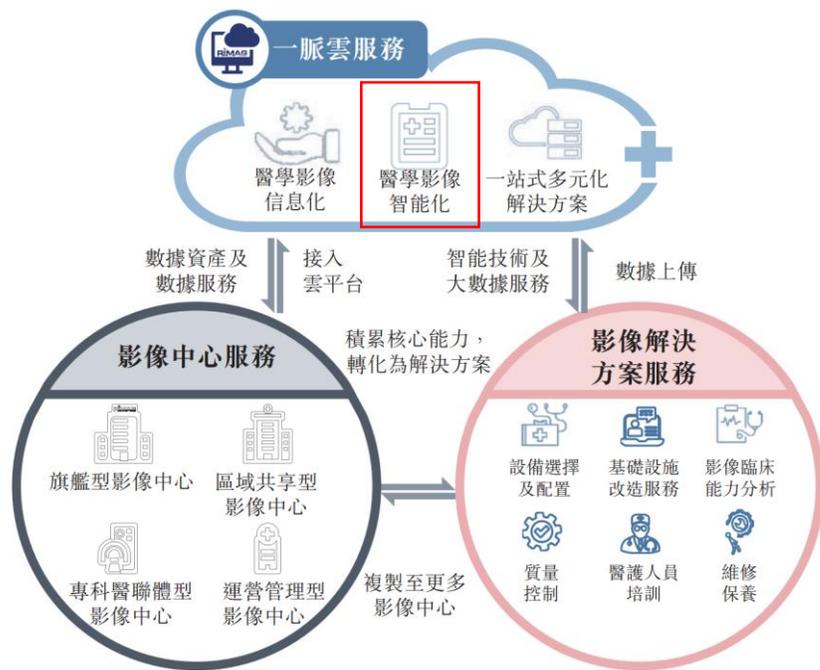
类别	项目数量	项目设立原则	加收项	扩展项	计价说明
放射检查类	26	服务产出	床旁、动态、影像拼接成像；能量成像、薄层扫描；呼吸门控、复杂成像	人工智能辅助诊断；延迟成像；CBCT；泪道造影	根据平均治疗时长设置每日费用封顶线
精神治疗类	10	精神心理治疗方式	每增加10分钟/20分钟加收		心理咨询和心理治疗不同时收取
康复类	17	功能障碍类型	每增加10分钟加收	人工智能辅助训练	根据平均治疗时长设置每日费用封顶线
综合诊查类	36	服务产出	副主任医师/主任医师/知名专家加收	-	有多个项目不能同时收取
中医特殊疗法类	6	服务产出	脊柱针刀疗法；儿童	-	足底反射疗法不与中医推拿同事收费
辅助生殖类	12	服务产出	内镜下操作；冻融胚胎；囊胚培养	阴道（宫颈）内人工授精	组织、体液、细胞冷冻后保存超过2月的，按每管每月收取续存费用
口腔种植类	15	服务产出	种植体即刻种植；颅颌面种植体植入；即刻修复置入	-	上下颌分别进行桥式修复的，分别计价收费
放射治疗类	15	服务产出	超长靶区；超高剂量率放疗；图像引导；模拟定位	-	部分项目每疗程设置封顶线

资料来源：国家医保局、国信证券经济研究所整理

2.6.2 第三方检验/影像服务机构借助AI提升整体运营效率

- ✓ **一脉阳光：**通过一脉云平台 and 影像解决方案服务，利用AI技术提升医疗影像服务的效率和标准化。通过数字化平台，提供数据存储、分析及影像设备优化服务，支持医疗机构的智能化运营。此外，公司还通过与高校合作，推动影像数据标准化及AI科研，增强影像技术的精准应用。
- ✓ **金域医学：**依托“域见医言”大模型算法开发行业首个智能体应用“小域医”。“小域医”作为以大模型为核心的智能服务体系，致力于推动医检行业的数字化转型。针对内部，它通过AI智能体在免疫、感染、病理等领域实现全流程数字化；针对外部，它通过小程序为终端用户提供定制化的交互体验，将医学知识和大数据转化为可感知的服务价值。

图：一脉阳光“一脉云平台”示意图



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

图：金域医学“小域医”智能体应用

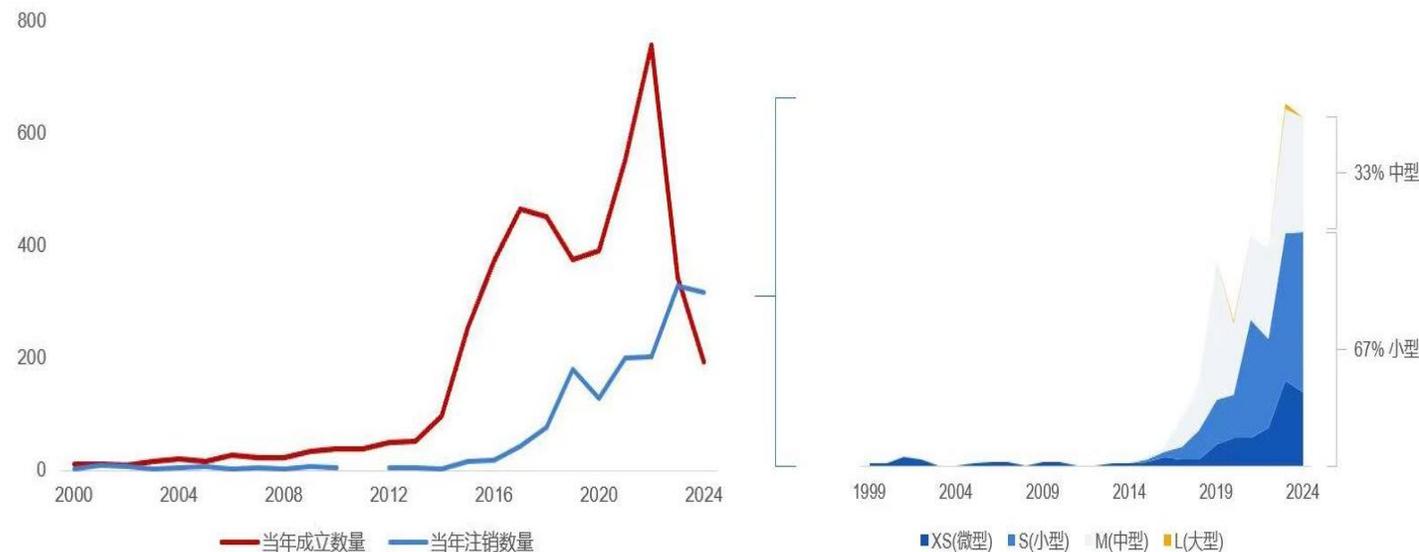


资料来源：金域医学、国信证券经济研究所整理

2.6.3 第三方医学检验行业的产能整合出清正在进行

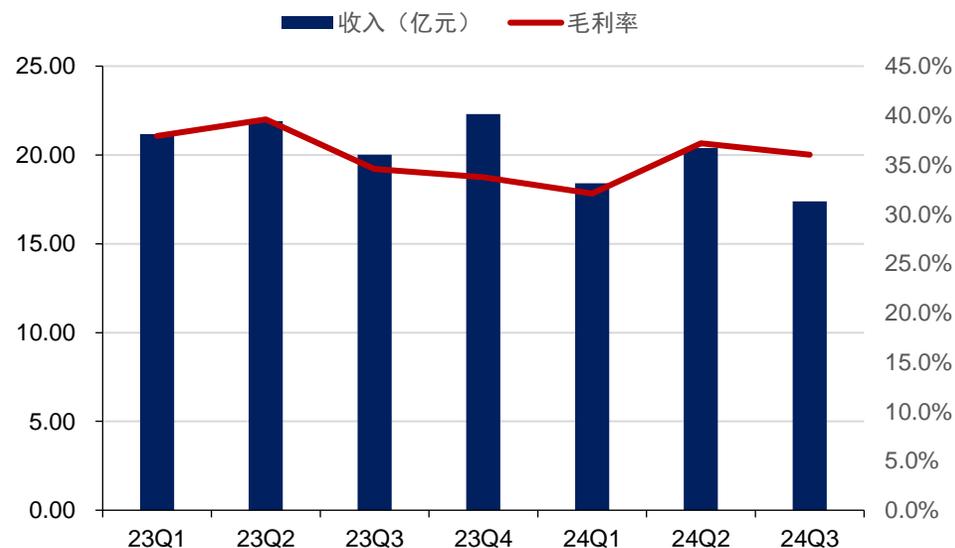
- **第三方医学检验行业的产能整合进行中。**新冠疫情期间有大量的医学实验室数量成立，随着疫情结束，2023年起新建实验室数量大幅回落，且每年关闭的实验室数量持续上升，根据统计数据2024年可初步看到注销关闭的实验室数量已经超过成立新建的数量，且关闭的实验室中近70%为小微型，表明行业正在进入整合、去产能的阶段，市场份额将向头部企业集中。
- **价格战影响渐弱，ICL龙头规模效应持续显现。**自2023年下半年起，行业出现较为激烈的价格竞争，金域医学自23Q2至24Q1毛利率持续下滑，24Q2伴随收入回升，毛利率环比改善明显，24Q3尽管收入环比下滑较多，且公司固定成本占比高，但毛利率环比下降较少，同比仍然提升，随着龙头企业更加重视和选择有现金流和盈利的项目，行业价格战影响将逐步削弱，毛利率有望自2025年进入逐步回升通道。

图：历年第三方医学实验室成立、关闭数量和细分结构



资料来源：企查查、艾迪康，国信证券经济研究所整理

图：金域医学2023Q1-2024Q3收入和毛利率情况

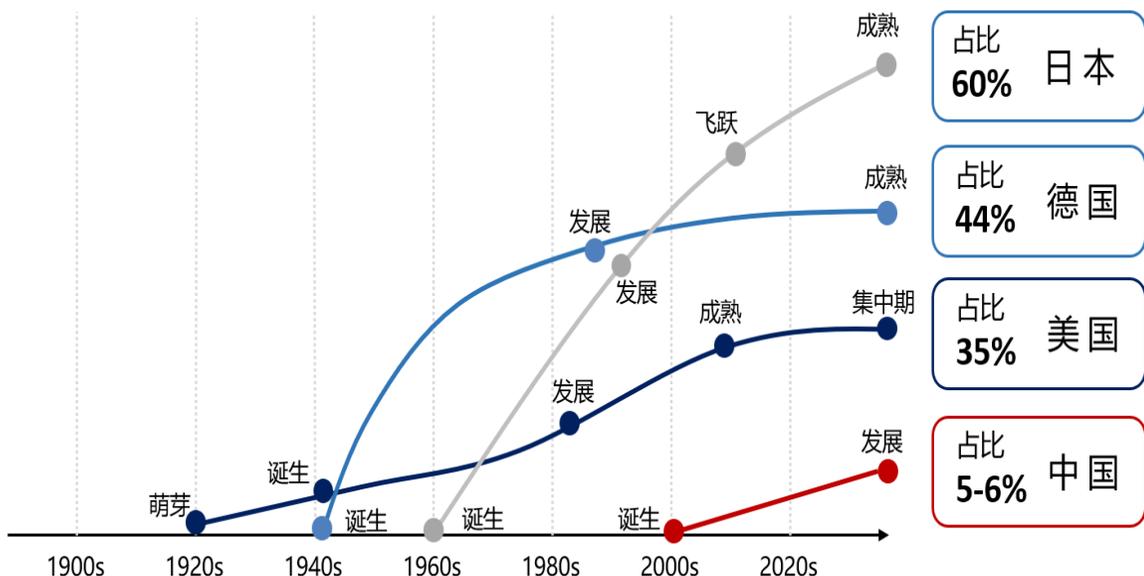


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2.6.3 检验服务收费价格治理开启，检验外包意愿或将提高

- 国家医保局统一指导检验收费价格下调，或促进医院外包意愿提升。11月，国家医保局表示近期已统一指导各省开展医疗服务价格的规范和治理工作，聚焦地区价格差异大、采购成本差异大、费用占比高的检验项目，选取血栓弹力图试验、糖化血红蛋白测定、B型钠尿肽测定、N端B型钠尿肽前体测定，4个检验项目开展第一批价格规范治理。11月中旬，国家医保局发布第二批价格治理的检验项目。预计未来一段时期，国家医保局将根据检查设备、检验试剂采购成本下降情况，分批开展检查检验价格规范治理。过往检验试剂集采后，各省调整收费价格进度较慢，此次医保局跳过集采提前或同步推进价格治理，且执行速度快，医院检验科的降本增效动力有望进一步加强，第三方检验的外包率或有望在2025年看到快速提升趋势。

图：全球第三方医学实验室发展路径与渗透率变化情况



资料来源：Frost & Sullivan、公司官网，国信证券经济研究所整理

表：医疗服务价格规范治理

批次	涉及项目	领域	治理目标价
第一批	血栓弹力图试验、糖化血红蛋白测定、B型钠尿肽测定和N端B型钠尿肽前体测定	血糖、凝血、心标	血栓弹力图：170元 糖化血红蛋白：30元 BNP：发光180元/酶标80元 PRO-BNP：发光150元/酶标80元
第二批	糖类抗原测定、癌胚抗原测定、甲胎蛋白测定、细胞角蛋白19片段测定、胃泌素释放肽前体测定、神经元特异性烯醇化酶测定、鳞状细胞癌相关抗原测定、总前列腺特异性抗原测定、游离前列腺特异性抗原测定、复合前列腺特异性抗原	肿标	癌胚抗原/甲胎蛋白：化学发光35元，其他15元 胃泌素/复合前列腺特异性抗原：不区分方法学，30元 其他项目：化学发光50元，其他免疫学方法35元

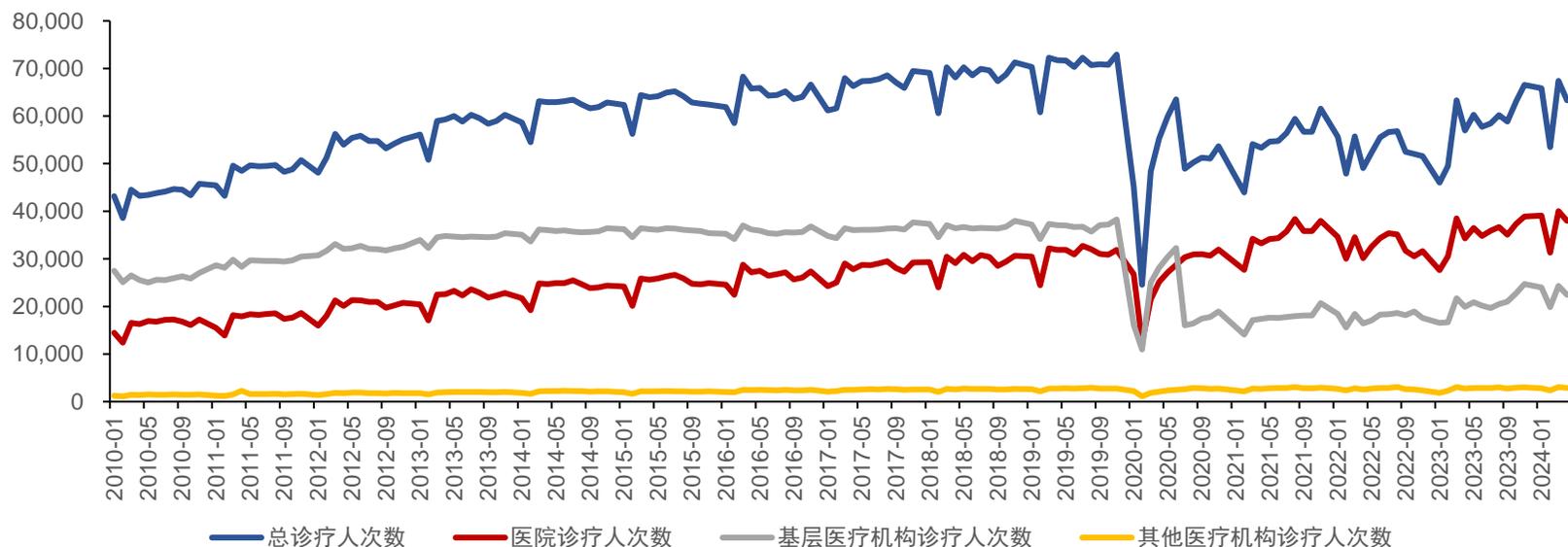
资料来源：国家医保局、国信证券经济研究所整理

- [**01**] 2024年医药板块基本面及行情回顾
- [**02**] 细分板块投资机会展望
- [**03**] 医药行业2025年投资策略及推荐标的

3.1 2025年度策略：需求持续升级是行业不变的底色

- 疫情后国内诊疗量持续恢复，但结构变化较大，医院诊疗量占比快速提升，三级医院诊疗量占比快速提升。从结构上来看，医院诊疗人次数已经创历史新高，医院诊疗量已经从疫情前的40-45%提升到目前的60%以上，与之对应的是基层医疗机构诊疗人次数恢复较差，占比逐年下滑。从医院的诊疗数据来看，三级医院诊疗量在医院诊疗量的占比也从50%提升到了60%以上。
- 根据国家卫健委的数据，2022年我国医疗卫生机构数量、医院数量、三级医院数量、二级医院数量、一级医院数量分别103.3万、3.70万、3523、1.11万、1.28万，同比2.51%、7.63%、28.16%、15.05%、13.77%。不同类型医疗结构数量的变化可以在一定程度上解释诊疗量的结构性变化，但诊疗结构的变化更加说明了国内医疗需求持续升级的大趋势以及未满足医疗需求与优质医疗资源缺乏的矛盾。

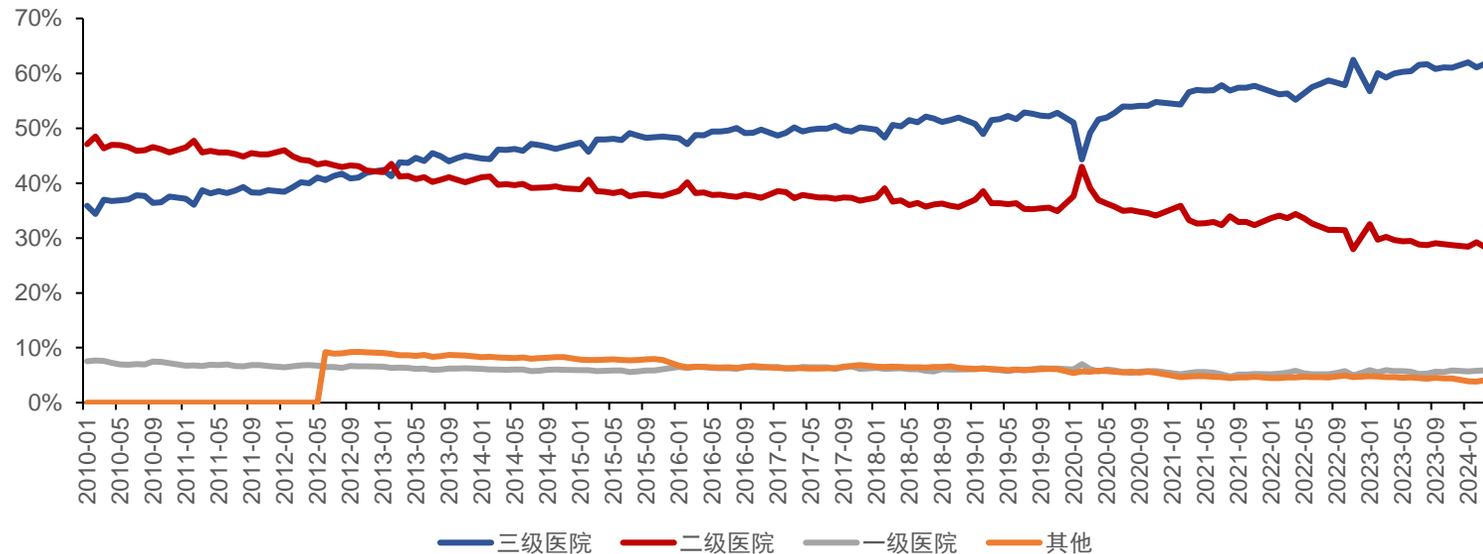
图：国内医疗机构总诊疗人次数当月值（万）



资料来源：国家卫健委、Wind，国信证券经济研究所整理

3.1 2025年度策略：需求持续升级是行业不变的底色

图：不同等级医院诊疗量占比



资料来源：国家卫健委、Wind，国信证券经济研究所整理

3.1 2025年度策略：价格逐步企稳，不同环节利益再分配接近尾声

- 在宏观环境较差且面临各种内部压力的情况下，医药行业整体的价格水平相对稳定。从价格的角度来看，虽然面临控费的整体压力以及集采、技术进步等因素导致存量产品的价格体系坍塌，但由于诊疗结构的变化和创新产品相对价格更高，疫情后医疗保健领域的价格水平整体保持稳定，价格小幅增长。

图：国内CPI当月同比与医疗保健CPI当月同比（上月=100）



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

3.1 2025年度策略：价格逐步企稳，不同环节利益再分配接近尾声

- 医疗服务价格变化相对稳定，中西药价格都经历了疫情带来的供需错配引起的波动。从集采的进程、诊疗结构变化、用药结构变化来看，预计医疗服务价格增速将保持稳中有升，西药价格增速有望触底回升（创新产品占比持续提升），中药价格增长可能仍处于下降趋势。

图：医疗保健及细分CPI当月同比（上月=100）

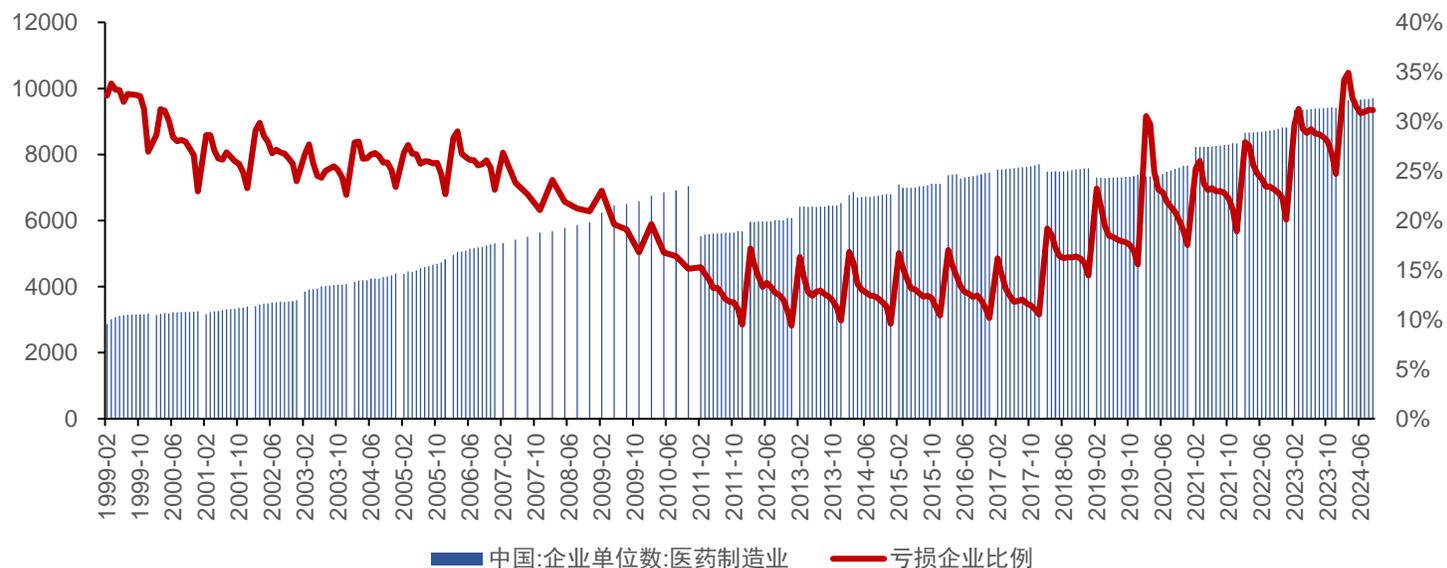


资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

3.1 2025年度策略：行业经营压力突出，预示出清可能性

- 行业亏损企业数量占比处于历史较高位置，一方面体现了行业经营压力，另外一方面也预示着出清可能性。从2013年到2018年，行业亏损企业比例均在10-15%之间，2019年以后行业亏损比例逐年提升，今年已经稳定在30%以上。亏损企业数量占比处于历史较高水平，体现了政策变化、宏观环境变化等带来的经营压力，同时也预示着出清可能性。

图：国内医药制造业企业数量(个)及亏损比例



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

3.1 2025年度策略：把握需求升级大趋势，布局优质供给

- 技术进步、宏观环境、政策等对医药行业及细分板块具有重要影响力。政策的影响较为容易判断且方向具有一致性（重视民生，鼓励产业结构升级），而技术进步和宏观经济的变化对不同细分板块的相对景气度影响则较为复杂。
- 以技术进步为例，当技术进步快，且在持续加快时，药品企业或者医疗器械企业的不确定性实际上是在增强的，企业不仅需要投入更多的研发，还要面临技术路径选择错误的风险和研发方面大量的竞争，而此时上游科研领域及CXO则会充分受益于企业研发支出的快速扩张。若再有好的经济环境（经济好，融资更容易），则上游科研领域及CXO有望实现双击。

图：技术进步及宏观环境变化的各种可能性

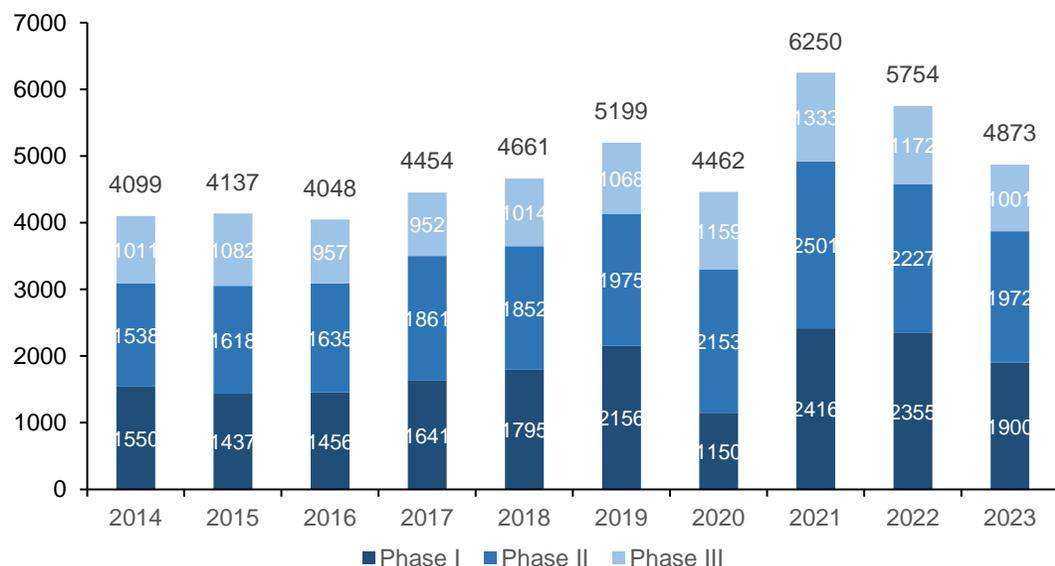


资料来源：国信证券经济研究所整理

3.1 2025年度策略：把握需求升级大趋势，布局优质供给

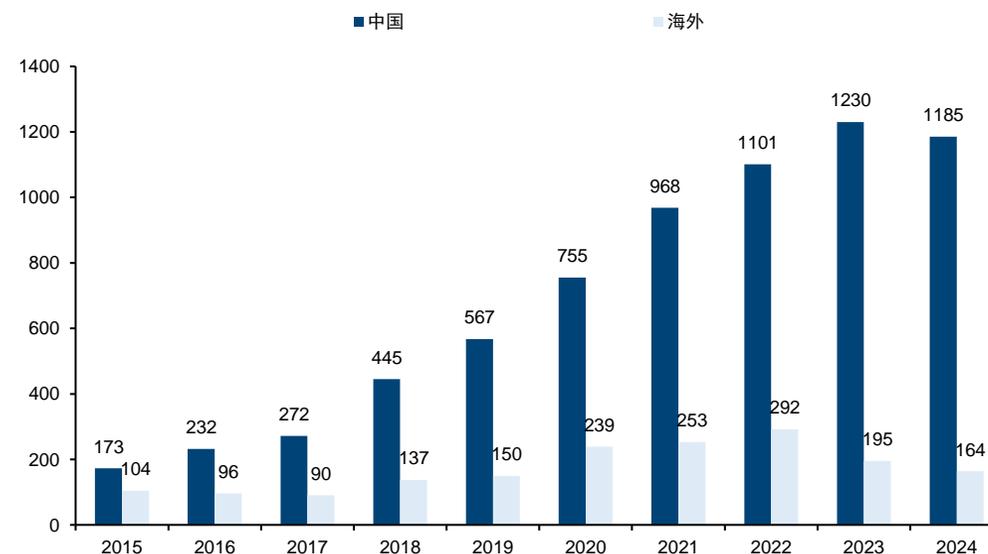
- 突破性技术进步接近尾声，渐进式创新逐步增加（ADC、多抗等），研发强度趋于下降。以PD-1为代表的肿瘤免疫治疗推动了过去十年行业研发的发展，但大的技术进步带来的影响已经接近尾声，渐进式创新逐步增加。根据IQVIA的数据，2023年全球临床试验启动总数较前一年下降了15%，跌至低于疫情之前的水平，这一变化在一定程度上归因于COVID-19相关临床试验活动的放缓。扣除COVID-19相关临床试验的影响，全球临床试验启动数量仍然比2019年的峰值下降了6.3%，研发强度呈现出下降趋势。
- 技术进步速度放缓，竞争趋于缓和，客观上有利于存量产品和管线的价值提升。国内药企作为过去几年全球研发的主力军之一，国内领先创新药企业已上市产品和在研管线的价值均应该获得提升，这也能够从MNC对中国企业的管线收购数量和价格上得到证明。

图：2014-2023年全球临床试验启动数量



资料来源：IQVIA、国信证券经济研究所整理

图：中国企业在国内及海外开展临床试验数量



资料来源：Insight、国信证券经济研究所整理 注：企业总部位于中国，ClinicalTrials登记的全部企业发起的临床研究；2024年数据截至11月30日

3.1 2025年度策略：把握需求升级大趋势，布局优质供给

- 国内不断推出各种稳定经济发展的政策，有利于当前较差的宏观环境逐步回升。今年以来国家推出了一系列增量政策，强化宏观政策逆周期调节，促进房地产市场止跌回稳，有利于破解当前有效需求不足、市场预期偏弱、一些领域风险隐患增多等问题，从而推动经济持续回升向好。政策底已经出现，后续随着各项政策的逐步落地，国内经济有望逐步回暖。
- 国内需求持续升级，在大的技术进步接近尾声，国内宏观经济有望逐步回暖的情形下，建议优先配置创新药、创新器械、医疗设备等细分行业。对于创新药来说，伴随着竞争格局的改善，国内领先创新药企业已上市产品和在研管线的价值有望获得提升，此外这些创新药企业在经营层面也逐步接近盈亏平衡点，有望在2025-2026年扭亏为盈，因此领先创新药企业同时具备估值弹性和业绩弹性。对于创新器械和设备企业来说，则有望充分受益于国内需求持续升级以及支持创新及自主可控、设备更新改造等政策的拉动。

表：不同情境下细分行业配置

	宏观环境好，且在继续变好	宏观环境差，但在变好	宏观环境好，但在变差	宏观环境差，且在继续变差
技术进步快，且在继续加快	CXO、医疗服务、消费医疗	CXO、医疗设备	CXO、中药、血制品	科研、商业、原料药、仿制药
技术进步慢，但在变快	医疗服务、消费医疗、创新药、创新器械	医疗设备、创新药、创新器械	、中药、血制品、科研	商业、原料药、仿制药、科研
技术进步快，但在变慢	创新药、创新器械、医疗服务、消费医疗	创新药、创新器械、医疗设备	创新药、创新器械、中药、血制品	创新药、创新器械、商业、原料药、仿制药
技术进步慢，且在继续变慢	医疗服务、消费医疗	医疗设备	中药、血制品	商业、原料药、仿制药

资料来源：国信证券经济研究所整理

3.2 投资建议：创新引领，产业升级

- **需求端：医药行业需求增长稳定，且呈现需求升级的趋势。**2019-2023年，我国卫生总费用从65196亿元增长至90578亿元，CAGR为8.6%，高于名义GDP复合增速；2019-2023年国内医疗机构诊疗量复合增速为5.4%，从价格的角度来看，虽然面临控费的整体压力以及集采、技术进步等因素导致存量产品的价格体系坍塌，但由于诊疗结构的变化和创新产品相对价格更高，疫情后医疗保健领域的价格水平整体保持稳定，价格小幅增长，展现出国内医疗需求持续升级的大趋势。
- **供给端：行业正经历较为剧烈的供给侧结构性改革，有望于25年进入新一轮增长周期。**2019年以后行业亏损比例逐年提升，今年已经稳定在30%以上，医疗行业持续受到宏观经济、地缘政治、医保控费政策、疫情后遗症、行业规范化整顿等外部因素的影响，龙头公司在这一轮行业出清周期中体现出较强的韧性，进一步提升市场份额，在行业见底回升后，将展现更强的竞争力。
- **支付端：多元化支付体系有望推动卫生总费用在GDP中占比持续提升。**医保支出在卫生总费用的占比有望维持25-30%的水平，在经济复苏及政策鼓励的背景之下，商业健康险、财政支出、个人支出占比有望在未来几年提升，创新药、创新医疗器械、医疗设备、优质医疗服务有望受益于多元化支付体系带来的购买力提升。
- **政策端：药品及器械集采接近尾声，服务端改革将是最后一环。**医疗服务价格改革将是25年医保改革重点，也是DRG/DIP2.0政策大框架之下的医保改革最后一环；医疗行业规范化整顿肃清行业环境，有利于行业健康、规范发展；设备更新政策在24年落地慢于预期，有望在财政政策的支持下加速落地；创新药、创新器械在医保腾笼换鸟+商保增量支持的推动下，将是国内医药产业升级的主体脉络。
- **投资建议：国内医疗需求持续升级，宏观经济有望逐步回暖，在地缘政治扰动之下，国家有望加大对于自主可控的支持力度，建议优先配置创新药、创新器械、医疗设备等细分行业，同时建议关注AI医疗、并购重组等带来的主题投资机会。**
- **推荐标的：A股：迈瑞医疗、药明康德、爱尔眼科、联影医疗、新产业、华润三九、特宝生物、智翔金泰-U、美好医疗、开立医疗、爱博医疗、艾德生物、澳华内镜、药康生物；H股：科伦博泰生物-B、康方生物、和黄医药、康诺亚-B、爱康医疗。**
- **风险提示：研发失败风险、商业化不及预期风险、地缘政治风险、政策超预期风险。**

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
		优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
	弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上	

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032