

医药

医药行业 2025 年投资策略

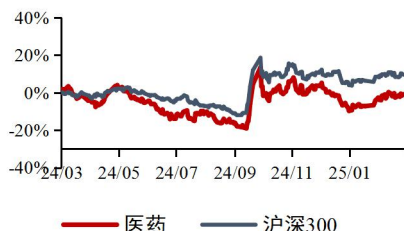
领先大市-B(维持)

多层次支付体系支持创新发展，看好中国制造扬帆出海

2025 年 3 月 11 日

行业研究/行业年度策略

医药板块近一年市场表现



资料来源：最闻

相关报告：

【山证医药】估值再平衡逐步完成，内
需的性价比、出海的必然性-医药行业
2024 年中期策略 2024.7.17

分析师：

邓周宇

执业登记编码：S0760524040002

邮箱：dengzhouyu@sxzq.com

魏赞

执业登记编码：S0760522030005

邮箱：weiyun@sxzq.com

杜鹏程

执业登记编码：S0760524110001

邮箱：dupengcheng@sxzq.com

研究助理：

任欣平

邮箱：renxinping@sxzq.com

张智勇

邮箱：zhangzhiyong@sxzq.com

投资要点：

➤ **估值再平衡结束，新周期逐步孕育。**SW 医药生物指数在 2021 年初达到历史新高，随后进入超过 3 年的下跌调整时期。2021 年 2 月 18 日（板块最高点）至 2024 年 9 月 23 日（本轮反弹起点），医药生物指数持续下跌，估值持续收缩。自 9 月 24 日以来，医药板块跟随大盘反弹，目前 A 股 SW 医药板块 PE25.5 倍（截至 2025 年 1 月 3 日），处于近 10 年以来的历史较低水平，新周期逐步孕育。

➤ **商业健康险迎来大发展，多层次支付体系支持创新药&械发展。**7 月国常会审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》，提出发展商业保险，合力助推创新药发展。国家医保局近期也发文表态：探索推进医保数据赋能商业保险公司、医保基金与商业保险同步结算及其他支持政策，引导商保公司和基本医保差异化发展，更多支持包容创新药耗和器械，提供差异化服务。近期，全国医疗保障工作会议也提出要探索创新药的多元支付机制，支持引导普惠型商业健康保险及时将创新药品纳入报销范围。商业健康险保费规模持续增长，2023 年超过 9000 亿，未来将有力支持创新药&器械发展。

➤ **内需：深度老龄化带来银发经济巨大空间，高性价比产品与服务胜出。**人口老龄化程度持续加深，医保支出压力持续增大，内需将追求高性价比。仿制药数轮集采后成本大幅降低、重点监控目录持续压缩辅助用药空间，腾龙换鸟后，国谈的高性价比创新药获得了更多市场空间、更快市场准入速度。医疗器械集采也推动高性价比国产医疗器械进行进口替代。中医药在保健治疗方面具备成本优势，有望获得持续发展。随着商业健康险的发展，康复养老产业市场空间有望打开。

➤ **出海：中国制造扬帆起航。**中国 CXO 公司凭借过硬的技术实力和高效的服务优势，在全球市场竞争力持续提升。高端定制化医疗耗材代工行业突破 0-1 的阶段，龙头代工企业获得跨国器械巨头的订单，供应链加速从欧美转移至中国的趋势出现。疫苗、血制品龙头企业逐步向亚太、非洲、拉美地区销售。中小型医疗器械企业站稳发展中国家市场的同时，逐步在北美、欧洲等发达国家市场与全球医疗器械巨头同场竞技。在出海难度最高的创新药领域，中国企业逐步通过 license out、国际多中心临床、中美双报等方式进入发达国家市场。

➤ **投资策略：**反腐对行业的冲击逐步减弱，2025 年板块盈利有望恢复。目前板块 PE 估值处于历史低位，预计 2025 年板块会获得相对于大盘的超额收益。重点关注公司：博雅生物、健民集团、普洛药业、川宁生物、澳华内镜、立方制药、翔宇医疗、华润三九、恒瑞医药、诚益通。

风险提示：包括但不限于：宏观环境风险，市场流动性风险，医药政策风险，地缘政治风险等。



目录

1. 投资策略：估值再平衡逐步结束，新周期孕育中.....	5
2. 医保统筹账户收入保持增长，一站式结算推动商保赋能创新.....	7
2.1 1~10 月医保统筹基金收入同比保持增长，收支增速趋于平衡.....	7
2.2 政策持续发力，商保赋能，创新产业链迎来增量.....	9
3. 制药行业：创新药多种方式加速出海，原料药、合成生物学大品种孕育而出.....	11
3.1 创新药出海渐入佳境，医药行业并购交易数量快速恢复.....	11
3.2 全球原研专利到期仿制药加速出海，血液制品行业多种新产品陆续上市.....	12
3.3 大宗抗生素原料药格局持续改善，GLP-1 等大品种孕育而出。.....	14
4. 医疗器械行业：整合+创新寻求持续增长，出海打开市场天花板.....	16
4.1 设备更新开始落地，医院招标逐步回暖.....	16
4.2 高值耗材新品类创造结构性机会.....	17
4.3 低值耗材高端品类出海加速，中国制造优势显著.....	18
4.4 收并购助力医疗企业持续成长，布局渠道和新业务是主流方向.....	18
5. 医疗服务行业：医保支出向服务倾斜，银发经济催生新机.....	20
5.1 政策改革推动民营医院提升运营效率和医疗水平.....	20
5.2 集采落地后收费趋稳，银发经济催生新机遇.....	21
6. CXO 行业：政策风险释放海外订单有望回暖，细分赛道持续高景气.....	23
7. 估值比较.....	24
8. 风险提示.....	25

图表目录

图 1： 近年职工基本医保收支概况（亿元，%）	8
图 2： 近年居民医保收支概况（亿元，%）	8

图 3: 职工医保和居民医保当年收支结余情况 (亿元, %)	8
图 4: 职工医保和居民医保年末累计结余情况 (亿元, %)	8
图 5: 近年职工医保统筹账户收支概况 (亿元, %)	9
图 6: 职工医保统筹账户当年结余率 (%) 和累计结余/当年收支概况	9
图 7: 商业健康险创新药支付规模 (亿元)	10
图 8: 惠民保 2020-2023 年创新药支付规模 (亿元)	10
图 9: 全球新药在研管线数量 (个)	11
图 10: 中国跨境 License in 和 License out 数量 (个)	11
图 11: 中国 2019-2024 年 1-10 月份医药医疗领域并购交易数目及金额	12
图 12: 2024 年 1-10 月份, 超 3 亿人民币规模并购交易在各医药细分领域中的分布	12
图 13: 2020-2030 年全球重点专利药到期数量统计及预测	13
图 14: 2018-2026 年全球专利药到期前后市场规模预测	13
图 15: 海外血液制品板块营收规模变化情况	14
图 16: 中国血液制品板块营收规模变化情况	14
图 17: 国内部分大宗抗生素原料药中间体价格趋势	15
图 18: 国内合成生物学板块营收变化情况	15
图 19: 全球 GLP-1 受体激动剂市场情况	15
图 20: GLP-1RA 原料药中美备案情况	15
图 21: 2024 年我国医疗设备更新预算额披露情况	16
图 22: 2024 年我国医疗设备更新招标额披露情况	16
图 23: 2024 年各月医疗设备招标额同比变化情况。	17
图 24: 欧洲单位劳动力成本与 CPI	18
图 25: 美国劳动力指数与 CPI	18

图 26: 《关于推动公立医院高质量发展的意见》中对于我国公立医院医疗收入结构的发展目标.....	20
图 27: 2017 年我国不同地区 CSR 对比.....	21
图 28: 2024H1biotech 融资额超过 2023 年全年.....	23
图 29: 医药生物(申万)板块估值溢价率变化.....	24
表 1: 2024 年 1~10 月职工医保统筹账户收入和支出情况 (亿元, %)	7
表 2: 2024 年 1~10 月居民医保账户收入和支出情况 (亿元, %)	8

1. 投资策略：估值再平衡逐步结束，新周期孕育中

经过 6 年“上涨-下跌”，完成估值“扩张-收缩”的再平衡，新周期逐步孕育。2019 年 1 月 2 日-2020 年 12 月 31 日，随着核心资产、创新药&械、医疗服务等板块上涨，加之新冠疫情刺激，A 股医药生物指数（SW）在 2021 年初到达历史新高，随后进入超过 3 年的下跌调整时期。2021 年 2 月 18 日（板块最高点）至 2024 年 9 月 23 日（本轮反弹起点），A 股医药生物板块持续下跌，PE 估值持续收缩。自 9 月 24 日以来，医药板块跟随大盘反弹，目前 A 股 SW 医药生物板块 PE25.5 倍（截至 2025 年 1 月 3 日）。A 股医药板块估值水平处于近 10 年以来的历史较低水平，板块整体泡沫水平较低，新周期逐步孕育。

商业健康险迎来大发展，多层次支付体系支持创新药&器械发展。国家医保局支持医药创新。建立了以新药为主体的医保准入和谈判续约机制，创新药从上市到纳入医保的时间大大缩短，2024 年 11 月 27 日，国家医保局发文《医保带来的发展新增量》，提到：“2018 年至 2023 年，医保谈判新增药品协议期内销售收入超过 5000 亿元，其中医保基金支出 3500 亿元”。文章同时提到：“国家医保局正在谋划探索推进医保数据赋能商业保险公司、医保基金与商业保险同步结算以及其他有关支持政策，预计在大幅降低商保公司核保成本，推动商保公司提升赔付水平的基础上，引导商保公司和基本医保差异化发展，更多支持包容创新药耗和器械，更多提供差异化服务，吸引更多客户投保，促进商保市场与基本医保形成积极正向的良性互动，从而激活更多潜在资金投入商保，促进更多新的高端医药技术和产品投入应用。”12 月 14 日，全国医疗保障工作会议在北京召开。会议提出要探索创新药的多元支付机制，支持引导普惠型商业健康保险及时将创新药品纳入报销范围，研究探索形成丙类药品目录，并逐步扩大至其他符合条件的商业健康保险。2024 年 7 月国常会审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》，提到发展商业保险，合力助推创新药突破发展。商业健康险保费规模持续增长，2023 年超过 9000 亿，将有力的支持创新药&器械发展。

内需：深度老龄化带来银发经济巨大空间，高性价比的产品与服务将会胜出。随着出生率下行，中国人口老龄化程度将持续加深，医保支出压力将持续增大，国内内需将持续追求高性价比。仿制药数轮集采之后成本大幅降低、重点监控目录持续压缩辅助用药空间，腾龙换鸟之后，通过国家医保谈判的高性价比创新药获得了更多的市场空间、更快的市场准入时间。医疗器械集采也成为趋势，推动高性价比国产医疗器械进行进口替代。中医药在保健治疗方面具备成本优势，有望获得持续发展。随着商业健康险中长期照护险等险种的发展，康复养老产业市

场空间有望打开。

出海：中国制造扬帆起航。今年以来全球医药投融资环境逐步好转，出口型 CXO 公司 24 年 Q3 以来订单出现回暖。中国 CXO 公司凭借其过硬的技术实力和高效的服务优势，在全球的市场竞争力在持续提升，未来市场份额还有进一步提升空间。高端定制化医疗耗材代工行业突破 0-1 的阶段，龙头代工企业获得跨国器械巨头的订单，供应链加速从欧美转移至中国的趋势出现。疫苗、血制品龙头企业逐步向亚太、非洲、拉美地区销售。中小型医疗器械企业站稳发展中国家市场的同时，逐步在北美、欧洲等发达国家市场与全球医疗器械巨头同场竞技。在出海难度最高的创新药领域，中国企业正在逐步通过 license out，参与国际多中心临床，中美双报等方式进入美国、欧洲等发达国家市场。

投资策略：医疗行业整顿对行业的冲击逐步减弱，医院招标情况开始回暖，2025 年板块盈利有望恢复。随着持续 3 年的下跌调整，目前医药板块 PE 估值 25.5 倍（截至 1 月 3 日），处于历史低位，预计 2025 年板块会获得相对于大盘的超额收益。重点关注板块：创新药；医疗设备更新（大中型医疗器械、康复医疗设备等）；中药（中成药、OTC 等）；血液制品；低估值仿制药原料药一体化企业、出海逻辑。重点关注公司：博雅生物、健民集团、普洛药业、川宁生物、澳华内镜、立方制药、翔宇医疗、华润三九、恒瑞医药、诚益通。

2. 医保统筹账户收入保持增长，一站式结算推动商保赋能创新

2.1 1~10 月医保统筹基金收入同比保持增长，收支增速趋于平衡

从月度数据分析，根据国家医保局统计数据，2024 年 1~10 月，统筹基金收入 23065.07 亿元，统筹基金支出 19165.88 亿元，当期结余率 16.91%。2023 年 1~10 月，统筹基金收入 21174.09 亿元，统筹基金支出 17593.32 亿元，当期结余率 16.91%。统筹基金的收支增速分别为 8.93%、8.94%，收支增速趋于平衡。

其中，职工医保(含生育保险)统筹基金在 2024 年 1~10 月期间，收入和支出分别为 14320.50 亿元、10699.48 亿元，当期结余率 25.29%。2023 年同期，职工医保基金整体收入 18504.19 亿元，整体支出 14157.03 亿元，当期结余率 23.49%。经过我们的测算，2023 年 1~10 月职工医保统筹账户的收入和支出分别为 13490.55 亿元和 9218.99 亿元，据此，2024 年 1~10 月，职工医保统筹账户的收入增速为 6.15%，支出增速为 16.06%，医保基金收入仍然保持增长，增幅比上半年有所回升，支出增速仍然高于收入增速。

居民医保基金在 2024 年 1~10 月期间，收入和支出分别为 8744.57 亿元、8466.40 亿元，同比分别增加 13.81%和 1.10%。

从年度数据上看，2023 年累计结余/当年支出比数据看，职工医保统筹账户为 2.26，近十年最高，职工医保总账户为 2.27，略低于 2022 年 2.30 的比值，是近十年次高。居民医保账户为 0.73，高于两保合一后六年的均值 0.72，2022 年为 0.81，是两保合一之后最高值，但也远低于职工医保账户的比值。数据仍然显示出居民医保与职工医保之间的分化。

表 1：2024 年 1~10 月职工医保统筹账户收入和支出情况（亿元，%）

时间	基金收入	统筹账户收入	统筹账户收入占比	基金支出	统筹账户支出	统筹账户支出占比
2023 年全年	22880.57	16636.07	72.70%	17717.8	11620.58	65.59%
2023 年 1-10 月	18504.19	13490.55*	72.90%	14157.03	9218.99*	65.12%*
2024 年 1-10 月	-	14320.5	-	-	10699.5	-
计算增速	-	6.15%	-	-	16.06%	-

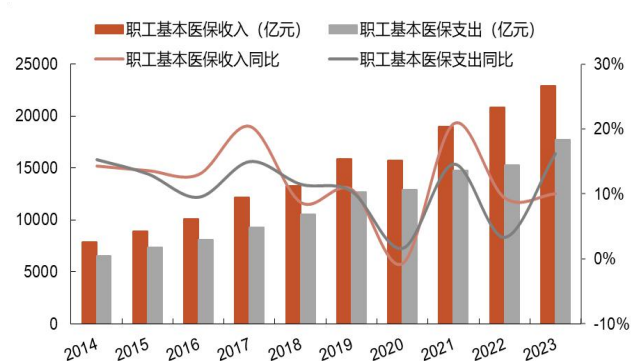
资料来源：国家医保局，山西证券研究所，*为估算值

表 2：2024 年 1~10 月居民医保账户收入和支出情况（亿元，%）

项目	2023 年 1-10 月	2024 年 1-10 月	增速
基金收入	7683.55	8744.57	13.81%
基金支出	8374.33	8466.4	1.10%

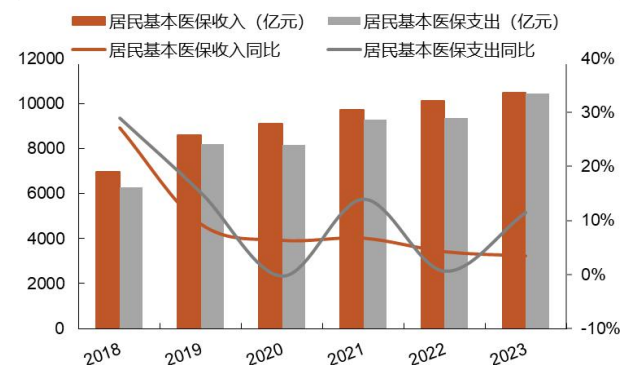
资料来源：国家医保局，山西证券研究所

图 1：近年职工基本医保收支概况（亿元，%）



资料来源：国家医保局，山西证券研究所

图 2：近年居民医保收支概况（亿元，%）



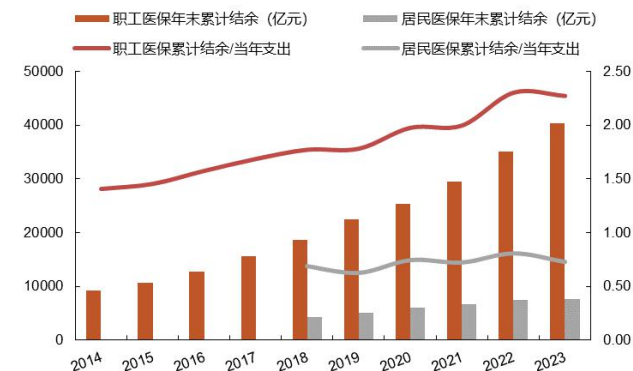
资料来源：国家医保局，山西证券研究所

图 3：职工医保和居民医保当年收支结余情况（亿元，%）



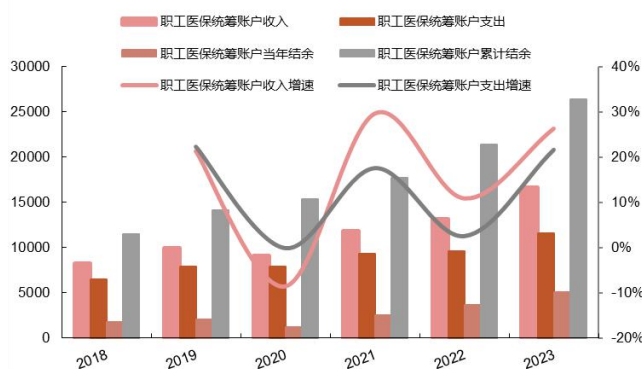
资料来源：国家医保局，山西证券研究所

图 4：职工医保和居民医保年末累计结余情况（亿元，%）



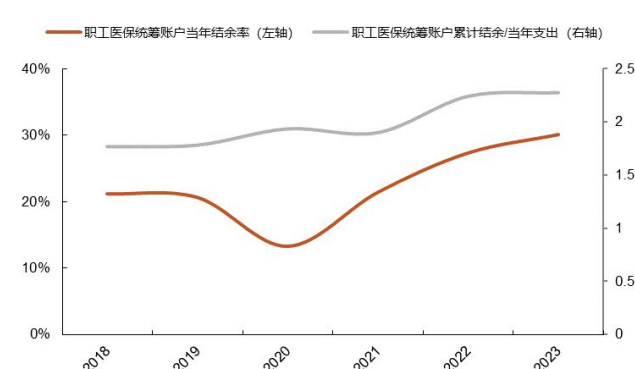
资料来源：国家医保局，山西证券研究所

图 5：近年职工医保统筹账户收支概况（亿元，%）



资料来源：国家医保局，山西证券研究所

图 6：职工医保统筹账户当年结余率（%）和累计结余/当年收支概况



资料来源：国家医保局，山西证券研究所

2.2 政策持续发力，商保赋能，创新产业链迎来增量

2024 年 7 月，国务院常务会议审议通过了《全链条支持创新药发展实施方案》，提出要全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制，合力助推创新药突破发展。要调动各方面科技创新资源，强化新药创制基础研究，强化创新药全链条数据要素资源利用，夯实我国创新药发展根基。

12 月 23 日，国务院常务会议又部署了深化药品医疗器械监管改革，指出要深化药品医疗器械监管全过程改革。要加大对药、械研发创新的支持，积极推广使用创新药、械。要提高审评审批质效，加快临床急需药、械的审批上市，对符合条件的罕见病用创新药和医疗器械减免临床试验。支持医药产业扩大开放合作。及时跟进医保、医疗、价格等方面政策，协同发力促进医药产业高质量发展。

北京、上海等地也相继发布文件。北京市医保局明确了新药、新技术的在 DRG 付费下的除外支付名单和除外支付条件。上海设立百亿生物医药产业并购基金，赋能创新药械发展。

政策持续发力同时，商保也在为创新赋能。商业健康保险是“1+3+N”多层次医疗保障体系的重要组成部分，老龄化和宏观经济增速放缓背景下，我国医保基金支付的可持续性正面临

挑战，对创新药械的支付比例总体仍处在较低的水平。根据国家医保局数据，2018年至2023年，医保统筹基金累计支出超过10.46万亿元，医保基金为以新药为主的谈判新增药品支出3500亿元，占统筹基金累计支出比例约3.35%。

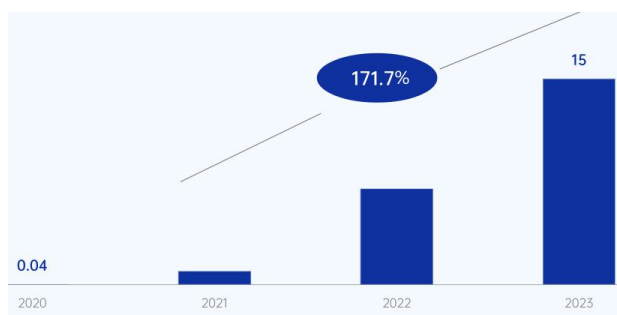
根据《中国商业健康险创新药支付白皮书（2024）》，在商保的药品清单中，创新药的纳入稳步增加，2023年共纳入441种药品，其中国内肿瘤创新药有246种，占比56%。2022年全国商业健康险赔付支出3600亿元，只占全国直接医疗支出的7%。2023年创新药市场1400亿，商业健康险对创新药的支付规模约74亿，只占创新药市场规模的5.3%。2023年惠民保对创新药的支付规模约15亿，占比约1.1%。此外，对商保赔付金额前25的品种中，医保药品仅为2种，25种药品商保赔付总金额占药品销售总额的比例平均13%。商保对创新药展现了较强的支持力度，但对药品全部销售额的支付贡献相对较小。

图 7：商业健康险创新药支付规模（亿元）



资料来源：《中国商业健康险创新药支付白皮书（2024）》，BCG，中再寿险，镁信健康，山西证券研究所

图 8：惠民保 2020-2023 年创新药支付规模（亿元）



资料来源：《中国商业健康险创新药支付白皮书（2024）》，BCG，中再寿险，镁信健康，山西证券研究所

目前，国家医保局正在谋划探索推进医保数据赋能商业保险公司、医保与商业保险同步结算及其他支持政策，预计在大幅降低商保公司核保成本、推动提升赔付水平的基础上，引导商保公司和基本医保差异化发展，更多支持包容创新药耗和器械，提供差异化服务。

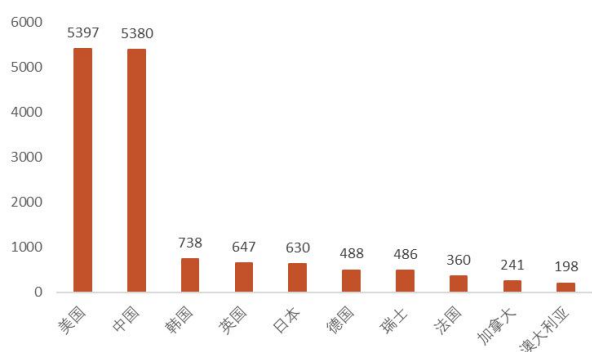
同时，医保部门也将在探索创新药的多元支付机制背景下，研究探索形成丙类药品目录，支持引导普惠型商业健康保险及时将创新药品纳入报销范围，并逐步扩大至其他类型商业健康保险。随着多元支付体系的逐步构建，商保的持续发力，创新产业链将迎来增量。

3. 制药行业：创新药多种方式加速出海，原料药、合成生物学大品种孕育而出

3.1 创新药出海渐入佳境，医药行业并购交易数量快速恢复

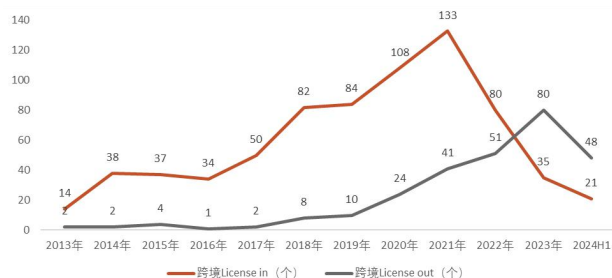
国内创新药已经逐步进入商业化阶段，部分具备 BIC/FIC 潜力的品种借助授权的方式进入海外市场。据医药魔方数据库统计，截至 2024 年 8 月，中国在研新药管线数量高达 5380，在全球占比超过三分之一，与第一的美国相近。2024 年中国创新药的 License out 交易金额和数量热度不减。

图 9：全球新药在研管线数量（个）



资料来源：医药魔方 Nextpharma 数据库，山西证券研究所（数据截止至 2024 年 8 月）

图 10：中国跨境 License in 和 License out 数量（个）



资料来源：美柏必缔，山西证券研究所

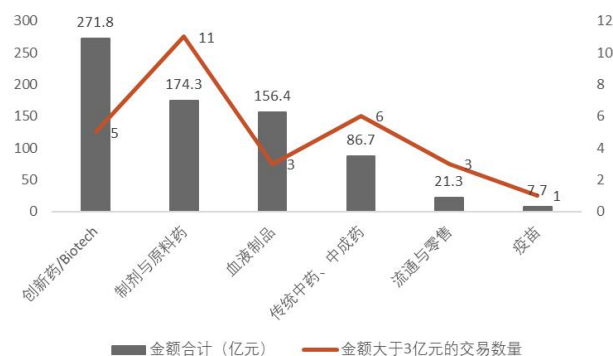
医疗并购快速恢复，生物医药是并购重点领域。2024 年 1-10 月，按已完成口径统计，医药医疗并购交易规模达 627 亿元，交易数量约 101 笔，市场整体已恢复至近年来的较高水平。2024 年 1-10 月，3 亿以上医疗并购交易合计交易数量为 40 笔，超过 2023 年水平，2024 年 1-10 月生物医药领域是重点并购领域，大型交易包括 Genmab 收购普方生物(130 亿元)、海尔收购上海莱士(125 亿元)、阿斯利康收购亘喜生物(81 亿元)、迈瑞医疗收购惠泰医疗(67 亿元)等。

图 11：中国 2019-2024 年 1-10 月份医药医疗领域并购交易数目及金额



资料来源：易凯资本援引 Wind、企名片数据，山西证券研究所

图 12：2024 年 1-10 月份，超 3 亿人民币规模并购交易在各医药细分领域中的分布



资料来源：易凯资本，山西证券研究所

3.2 全球原研专利到期仿制药加速出海，血液制品行业多种新产品陆续上市

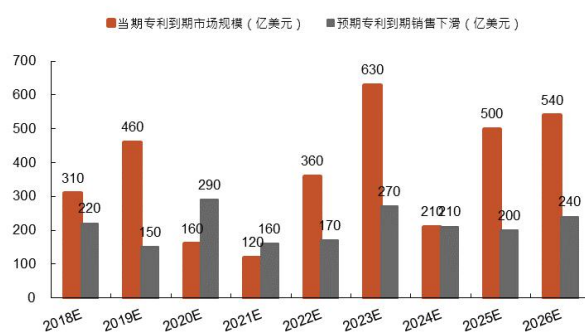
全球原研专利密集到期，海外仿制药市场迎来爆发期。21 世纪以来，医药史上经历了专利到期的高峰时段，一些大型跨国制药公司陆续有多款药品专利到期，一大批“重磅炸弹”药品专利保护期也已届满，专利到期后仿制药企业进入。根据 EvaluatePharma 的数据，预计 2025 年全球专利药到期的市场规模将达到 560 亿美元，原研药企业可能选择退出市场或降低产量，仿制药将迎来快速占据市场的机会。同时，全球老龄化加剧，专利药昂贵，为减轻医保支付压力，多国政府积极鼓励仿制药，仿制药有望保持持续强势增长。10 批国采后仿制药集采风险出清，国内药企积极布局海外短缺的小分子口服及注射剂药物，利用国内大分子抗体药的研发优势，布局阿达木单抗、利拉鲁肽等生物类似药。国内药企有望弯道超车，成长出全球级仿制药企。

图 13：2020-2030 年全球重点专利药到期数量统计及预测



资料来源：GreyB《DRUG PATENTS EXPIRATION: 2026-2030 REPORT》，GreyB《List - 91 Drug Patents that are Expiring between 2020 to 2022》，GreyB《List - 51 Drug Patents that are Expiring in 2023》，GreyB《List - 54 Drug Patents that are Expiring in 2024》，《List - 65 Drug Patents that are Expiring in 2025》，山西证券研究所

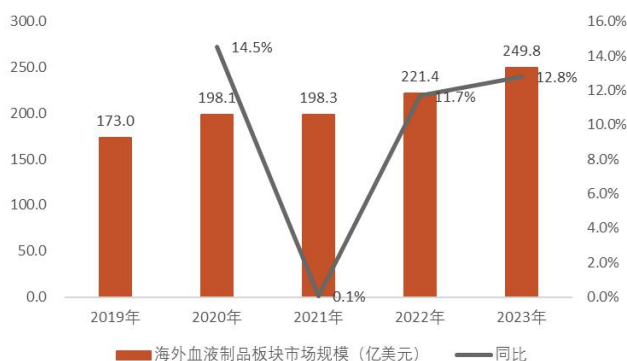
图 14：2018-2026 年全球专利药到期前后市场规模预测



资料来源：万邦医药招股说明书援引 Evaluate Pharma 数据，山西证券研究所

我国采浆量持续增长，市场规模稳步增长。经过多年的发展，海外主要的血液制品企业营收规模从 2019 年 173 亿美元提升到 2023 年 249.8 亿元，CAGR 9.6%。中国血液制品企业营收规模从 2019 年的 112.2 亿元提升到 2023 年的 207.5 亿元，CAGR 16.5%。中国相较欧美国家采取更加严格的血浆采集政策，采浆量相较美国存在明显差距。随着各地“十四五”规划陆续执行，国家加强产业扶持力度，新获批浆站数量明显增加，我国采浆量持续提升。

图 15：海外血液制品板块营收规模变化情况



资料来源：Wind, CSL 各年年报, OCTPHARMA

各年年报, takeda 各年年报, 山西证券研究所（注：海外血液制品板块市场规模统计包括 grifols、OCTPHARMA、takeda, CSL）

图 16：中国血液制品板块营收规模变化情况



资料来源：Wind, 山西证券研究所（注：中国

血液制品板块市场规模统计包括天坛生物、上海莱士、华兰生物、派林生物、卫光生物、博雅生物，上海莱士收入包含代理血液制品的收入）

3.3 大宗抗生素原料药格局持续改善，GLP-1 等大品种孕育而出。

抗生素类中间体价格陆续复苏，国内合成生物学市场规模快速扩容。欧美原料药产业转移浪潮下，全球抗生素原料药较大部分转移到中国。国内将新建青霉素 G 钾盐、6-APA 生产装置等项目列为限制类，随着国内原料药环保、绿色生产要求持续提升，原料药企业去产能，6-APA 等抗生素原料药中间体价格从 2016-2024 年呈现稳步上涨趋势。

合成生物学产品在成本与质量、工艺路线、环境友好度等方面相较于石化基产品展现出显著优势。中国合成生物学生产能力优于印度等地，川宁生物、富祥药业、金城医药等医药公司利用发酵的优势，大力发展 PHA、红没药醇、微生物蛋白、虾青素等品种，有望大幅拓展合成生物学品种。

图 17：国内部分大宗抗生素原料药中间体价格趋势



资料来源：iFind，山西证券研究所

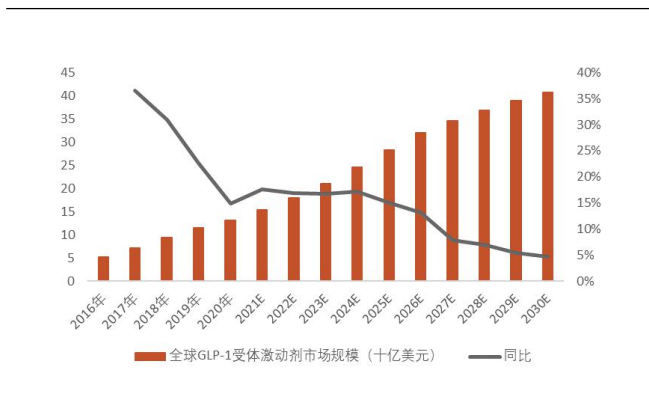
图 18：国内合成生物学板块营收变化情况



资料来源：Wind，山西证券研究所（我们选择合成生物学板块企业为川宁生物、安琪酵母、凯赛生物、华熙生物、华恒生物、金城医药、嘉必优）

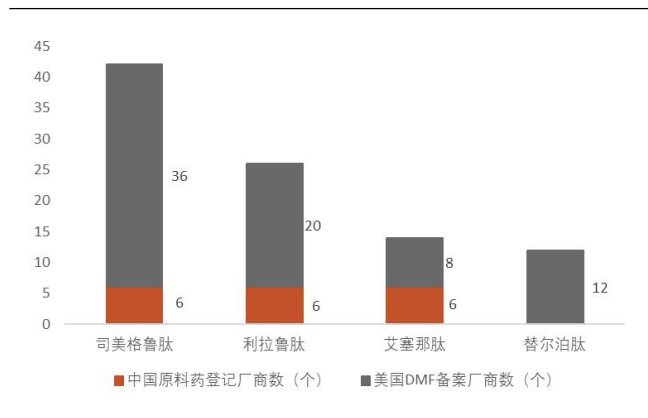
GLP-1 药物市场稳步增长，厂商布局多款 GLP-1 原料药。GLP-1 及胰岛素药物在糖尿病治疗及减重中发挥重要作用，每年全球总销售额超过 200 亿美元。利拉鲁肽专利到期，司美格鲁肽 2026 年专利到期，中国拥有工艺成本优势，有望主导潜在的大宗 GLP-1 原料药市场。

图 19：全球 GLP-1 受体激动剂市场情况



资料来源：昂博制药申请版本（第一次呈交）全文档案援引弗若斯特沙利文数据，山西证券研究所

图 20：GLP-1RA 原料药中美备案情况



资料来源：药智数据，山西证券研究所

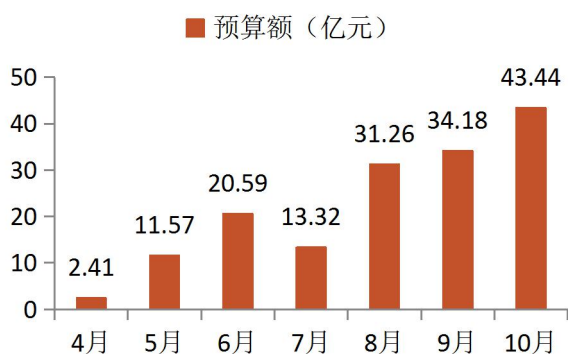
4. 医疗器械行业：整合+创新寻求持续增长，出海打开市场天花板

4.1 设备更新开始落地，医院招标逐步回暖

2024 年 3 月 13 日，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》的通知。通知指出，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。在设备更新方面，通知指出，加强优质高效医疗卫生服务体系建设，推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，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。

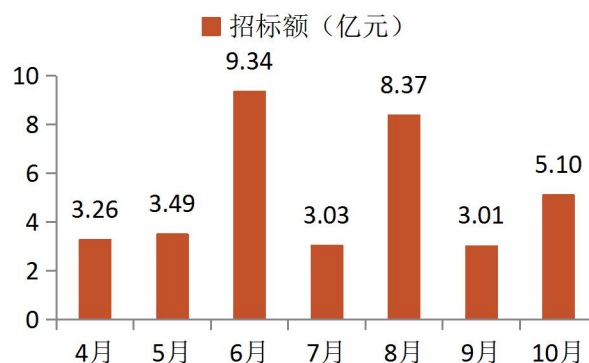
设备更新行动方案发布以后，各省市陆续发布地方相关规划，进行项目审批，开展项目招标。根据众成医械的统计数据，2024 年 4 月至 10 月期间，全国各省市披露的医疗设备更新项目预算额总计约 156.77 亿元，已经发布招标的项目总招标额约 35.60 亿元。

图 21：2024 年我国医疗设备更新预算额披露情况



资料来源：众成医械，众成数科，山西证券研究所

图 22：2024 年我国医疗设备更新招标额披露情况

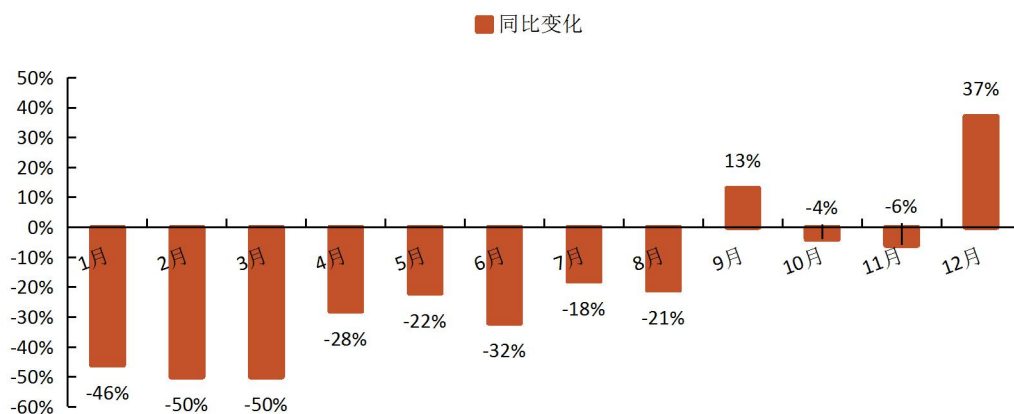


资料来源：众成医械，众成数科，山西证券研究所

设备更新政策出台以来，各省市医疗机构逐步跟进，8~10 月公开的招标预算额显著提升。由于今年是政策第一年实施，且医疗设备的招标流程本身就需要几个月的时间，政策的落地节奏会对 2024 年整年的设备招标节奏产生一定影响。据众成数科统计，2024 年（截至 12 月 20 日）我国医疗器械招投标整体市场规模同比下降 21.1%。具体从月度趋势看，1 月至 6 月，招标额同比均为下滑，且下滑幅度较大；7 月开始逐渐企稳，并在年末达到较高增长，12 月招标

额同比增长 37%。

图 23：2024 年各月医疗设备招标额同比变化情况。



资料来源：众成数科，中国医疗器械行业协会，山西证券研究所

我们认为，导致 2024 年全年医疗设备招标额大幅波动的主要原因有：①反腐等行业政策的影响尚未完全消除；②设备更新政策落地时间较长，叠加地方财政压力大，影响了全年招标节奏。展望 2025 年，医疗反腐将成为常态化，而医院积压的采购需求或将逐步释放；设备更新政策出台以来，各地申报项目积极，带动了医疗设备招标在 12 月创下 37% 的增长，随着各地项目持续落地，这一增长趋势也有望延续至 2025 年。

4.2 高值耗材新品类创造结构性机会

据医械汇测算，2022 年中国高值医用耗材市场规模为 1515 亿元，同比增加 3.48%，占比较高的为血管介入、骨科植入，分别为 491 亿元和 304 亿元。老龄化趋势下，医疗需求稳健增长，高层次医疗耗材的细分市场增速可期。

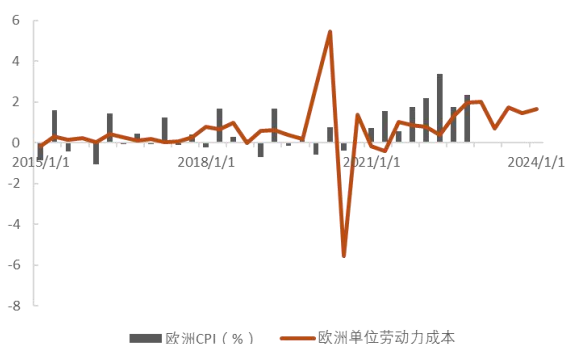
创新是高值耗材企业发展的主题。2024 年 12 月 30 日，国务院办公厅印发《关于全面深化药品医疗器械监管改革促进医药产业高质量发展的意见》，旨在加大对药品医疗器械研发创新的支持力度，完善审评审批机制、知识产权保护制度、多层次医疗保障体系，全力支持医疗器械的重大创新和使用推广，2024 年我国批准上市创新医疗器械 65 个，同比增加 4 个。创新器械凭借先发优势和较好的竞争格局享有更好的盈利能力。多品类国产化率较低，自主品牌潜在成长空间大。据医械汇测算，2022 年国内高值耗材市场中，骨科耗材中运动医学耗材国产

化率约 11%，电生理市场中强生、雅培、美敦力合计占比超 85%。

4.3 低值耗材高端品类出海加速，中国制造优势显著

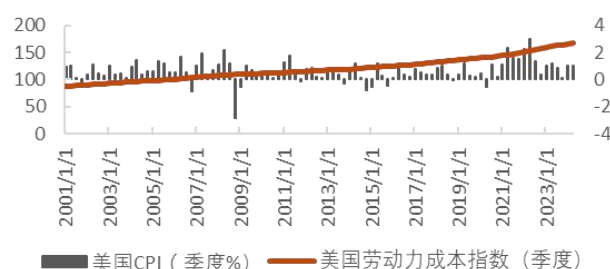
低值耗材是医疗器械品类中出口比例最高的方向，但涉及科学实验、医疗检测方向的高端耗材出海还没有形成规模，缺少核心品类和海外龙头客户的合作机会。2024 年开始由于欧洲，美国地区通货膨胀加剧导致的用工成本上升，使得各大医疗器械厂商在成本端承压。同时受中东，东欧地缘政治冲突的影响，其原有供应链的运输成本和稳定性也遭遇了巨大挑战。基于对产品成本及供应链稳定性的考虑，国际医疗器械厂商如罗氏，西门子，赛默飞世尔，费森尤斯等正在加速其产品产业链转移的进程。国内企业有望受益于海外龙头供应链转移趋势，提前布局者享有先发优势。

图 24：欧洲单位劳动力成本与 CPI



资料来源：圣路易斯联储官网，山西证券研究所

图 25：美国劳动力指数与 CPI



资料来源：圣路易斯联储官网，山西证券研究所

4.4 收并购助力医疗企业持续成长，布局渠道和新业务是主流方向

收并购是医疗企业持续成长的重点路径，海外龙头持续收并购布局高增速新业务以保持业绩长期稳健增长。Wind 数据显示，2023 年至今，大健康行业企业共披露 107 份并购重组预案，其中 82 起涉及资产购买，如 2024 年 1 月，迈瑞医疗以 66.5 亿元收购惠泰医疗股权；稳健医疗以现金形式收购 Global Resources International 的 75.2% 股权，对应交易价格为 1.2 亿美元，约合人民币 8.44 亿元。2024 年 11 月，圣湘法国与法国代理商签署协议，对其法国业务及团队进行整合。

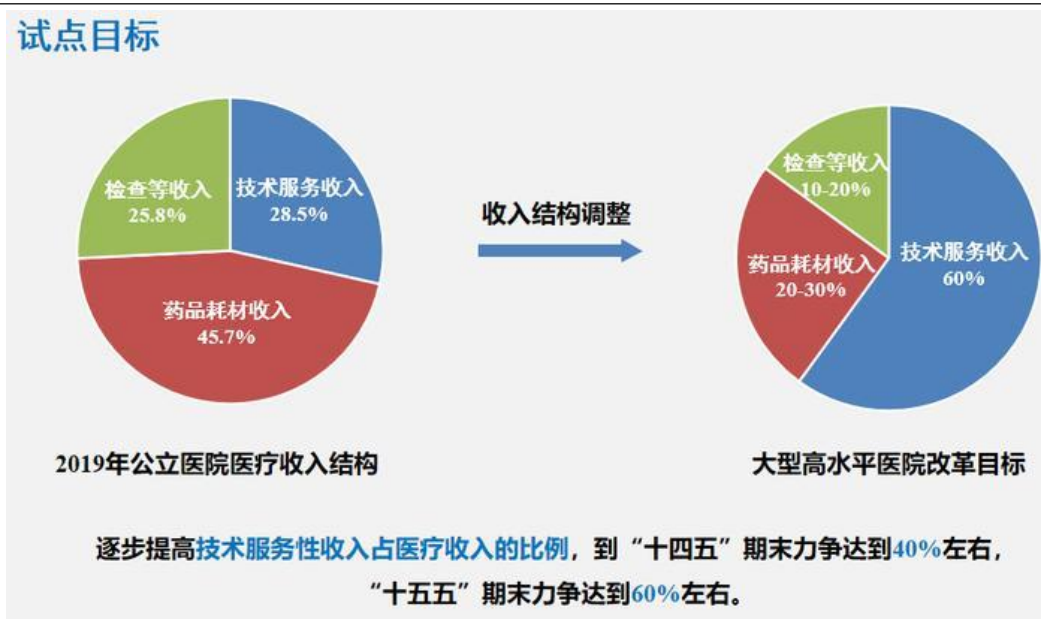
政策大力支持上市企业收并购。2024 年 2 月 5 日，证监会上市司召开支持上市公司并购重组座谈会，就进一步优化并购重组监管机制、大力支持上市公司通过并购重组提升投资价值征求意见。3 月 15 日，监管层发布的《关于加强上市公司监管的意见（试行）》等政策文件，强调支持上市公司通过并购重组提升投资价值，鼓励上市公司综合运用股份、现金、定向可转债等工具实施并购重组、注入优质资产，多措并举活跃并购重组市场。

5. 医疗服务行业：医保支出向服务倾斜，银发经济催生新机

5.1 政策改革推动民营医院提升运营效率和医疗水平

根据国务院办公厅印发的《关于推动公立医院高质量发展的意见》，我国将持续推动大型高水平公立医院高质量发展，并逐步提高技术服务性收入占医疗收入的比例。2019 年，我国公立医院医疗收入中仅有 28.5% 来自技术服务收入；《意见》提出，到“十四五”（2021-2025 年）期末，技术服务收入占比力争达到 40% 左右，到“十五五”（2026-2030 年）期末，技术服务占比力争达到 60% 左右。

图 26：《关于推动公立医院高质量发展的意见》中对于我国公立医院医疗收入结构的发展目标



资料来源：健康界引自许树强曾作报告，山西证券研究所

目前，我国已经完成了对于多项药械的集采，集采区域和集采品种都趋于扩大，药品、耗材和检查在流通环节的成本被大幅压缩，其入院价实现了明显降低。同时，按病组（DRG）和病种分值（DIP）付费 2.0 版方案也在落地实施中。在这样的政策背景下，民营医院的运营面临着多方面的挑战和机遇：①来自药品、耗材和检查的收入减少，会对医院的单床产出造成影响；为了适应新的医保政策，民营医院需要提升自己的运营效率，提升门诊量和病床利用率，

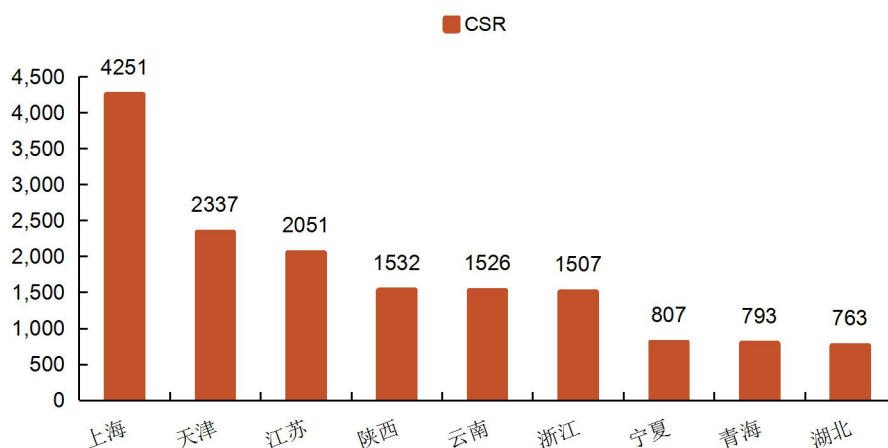
用“量”的增长对冲“价”的降低。②政策的调整促使民营医院注重提升医疗服务的质量，从而吸引患者；民营医院有望通过更加灵活的运营模式，突出优势学科，形成和公立医院的差异化竞争。

5.2 集采落地后收费趋稳，银发经济催生新机遇

随着集采逐步落地，“以价换量”的逻辑在多个行业赛道显现。同时，叠加老龄化逐步加深的趋势，相关老年疾病手术在未来拥有较大的增长空间，例如白内障、种植牙手术等。

据中华医学会眼科学分会统计，我国 60 至 89 岁人群白内障发病率约为 80%。随着人口老龄化加剧，我国白内障患病人数正呈逐年增长的趋势。“十三五”末，我国百万人口白内障手术率（简称 CSR）超过 3000，较“十二五”末翻一番。但与发达国家相比，我国 CSR 数值仍然偏低，且地区分布很不均衡。2023 年 11 月，第四批国家组织高值医用耗材集采在天津开标并产生拟中选结果，人工晶体最终平均降价约 60%。随着人工晶体集采降价，我国整体 CSR 数值有望持续提升，尤其是 CSR 较低的地区有较大潜力实现手术量的快速提升。

图 27：2017 年我国不同地区 CSR 对比



资料来源：《中国防盲治盲》公众号，山西证券研究所

根据中国食品药品网，2012-2019 年，我国种植牙总量由 18 万颗增至近 312 万颗，复合增长率达 49.95%。但目前我国种植牙渗透率仍然较低，仅为每万人 28 颗，对比韩国每万人 632 颗，欧美部分发达国家和地区每万人 100 颗以上的种植量相比，我国种植牙市场发展空间十分

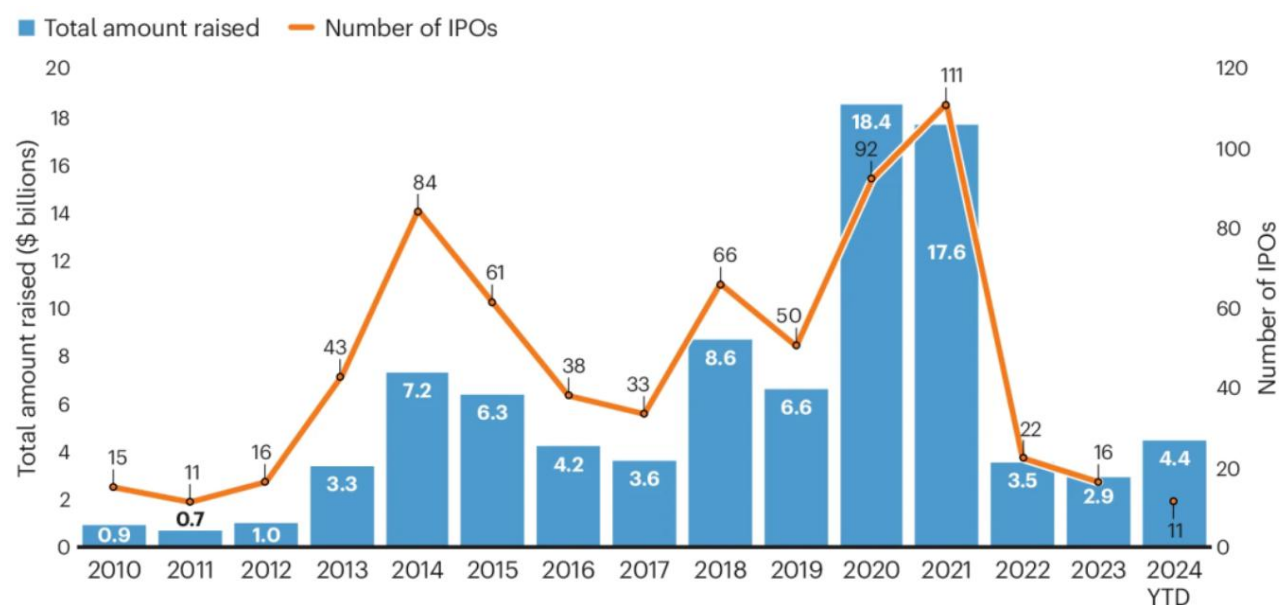
广阔。2023 年，四川省牵头完成了口腔种植体系统省际联盟集中带量采购，集采后患者在医院种植一颗牙的整体费用（含医疗服务、种植体和牙冠）有望降低 50%左右。价格的降低带来了手术量的持续增长，2023 年通策医疗的牙齿种植数达到了 5.3 万颗，种植量同比增长 47%，2024 年前三季度公司种植牙达到 4.8 万颗，同比增长 30%。我们预计，随着集采的落地，种植牙价格趋于稳定，相关医疗服务的毛利率和净利率也将趋于稳定，而手术量的增长将带动相关医疗机构实现收入和利润的双增。

2024 年 1 月，国务院办公厅发布《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》，其中提出了优化老年健康服务的目标，包含“加强综合医院、中医医院老年医学科建设，提高老年病防治水平，推动老年健康领域科研成果转化”等具体措施。在政策引导下，一方面，部分传统民营医院大力发展老年学科，老年疾病相关手术量获得较高增长；另一方面，一些医院开辟“医养结合”的新模式，在医院内设置老年照护中心床位，满足老年人养老+诊疗的双重需求，使得医院实现高速增长。例如新里程集团，以东营老年病医院为范本，开创了“老年医院+老年照护中心”的新型医养体系。通过服务模式创新，该医院实现近 6 年营收复合增长率超过 20%。我们认为，在老龄化日益加深的社会中，银发经济将成为医药投资中不可忽视的一个方向。

6. CXO 行业：政策风险释放海外订单有望回暖，细分赛道持续高景气

2024 年全球 biotech 公司投融资呈现复苏趋势。根据 Nature Biotechnology 文章统计，截至 2024 年 8 月 Biotech 公司的 IPO 仍然很少，但上半年的筹资额已经超过了 2022 年和 2023 年。

图 28：2024H1 biotech 融资额超过 2023 年全年



资料来源：医药魔方，山西证券研究所

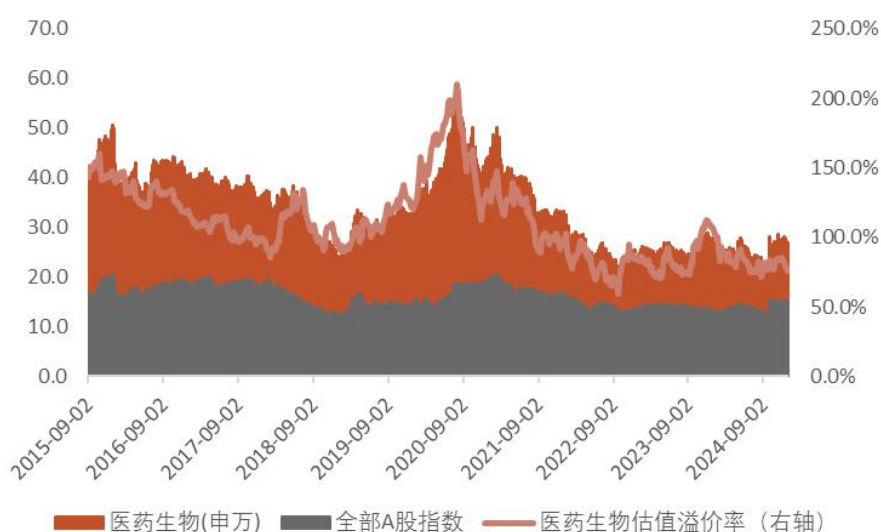
CXO 龙头企业在手订单呈现复苏趋势，叠加政策风险释放和流动性宽松预期，2025 年 CXO 板块有望重回上升通道。2024 年前三季度，药明康德新增客户超过 800 家，在手订单 438.2 亿元，同比增长 35.2%。2024 年前三季度，康龙化成新签订单同比增长超过 18%。其中，实验室服务板块新签订单同比增长超过 12%、CMC（小分子 CDMO）服务板块新签订单同比增长超过 30%。

GLP-1 多肽类药物和 ADC 药物的市场呈现高景气，CXO 行业有望持续受益。全球已有多款 GLP-1 多肽类药物获批上市，并且销售持续快速放量，驱动 GLP-1 药物市场乃至肽类药物市场规模持续扩容。据 Frost & Sullivan 数据，全球肽类药物市场预计于 2025 年增至 960 亿美元，2030 年将达到 1419 亿美元，是增长第二快的药物类别。全球肽类药物市场规模较大，有望为 CXO 公司带来充足的服务外包订单。据弗若斯特沙利文统计，全球 ADC 市场有望以 30.0% 的高复合增速由 2022 年 79 亿美元增至 2030 年 647 亿美元。

7. 估值比较

经过持续 3 年的下跌，2025 年初医药板块估值逼近历史最低值：2025 年 1 月 3 日，医药生物(申万)整体估值为 25.5，逼近 2015 年以来的历史最低水平。2025 年 1 月 3 日医药生物板块相比全部 A 股溢价率为 75.7%，仍处于历史低位。

图 29：医药生物(申万)板块估值溢价率变化



资料来源：wind，山西证券研究所（注：数据截止于 2025.1.3）

8. 风险提示

包括但不限于：

宏观环境风险：若中国或全球经济增速出现放缓，会导致其消费能力下降，对医药产品的需求虽具有一定刚性，但非必需类医药产品的需求可能会延迟或削减。

市场流动性风险：若金融市场出现流动性紧张，企业融资渠道将受阻，无论是研发新药所需的资金投入，还是扩大生产规模、优化供应链的资金需求，都将遇到阻碍。此外，下游客户可能面临资金紧张问题，付款延迟或拖欠情况增多，这可能会增加企业应收账款。

医药政策风险：医保目录调整、药品耗材集采、医疗反腐等政策，直接关系到医疗企业的营收和利润表现。

地缘政治风险：地区冲突、国际关系紧张等因素会对国际贸易秩序产生影响，进而影响医药产品进出口贸易。此外，特朗普上台后拟对中国出口产品加征关税，可能会对相关医疗产品产生负面影响。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

