2025 年 04 月 13 日

医药健康行业研究

买入（维持评级）

行业周报

证券研究报告

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

医药回调是重大机遇，创新药是主线，左侧板块反转为辅

投资逻辑

本周医药板块由于国际关税环境变化和地缘预期波动，出现较为明显回调。但我们认为，A 股和港股创新药回调是宝贵机会，原因在于：

1）中国创新药进口逆差较大：我国西成药和生化药进口金额远大于出口金额；

2）中国创新药出海多数采用 BD（Business Development，商务合作，即将药物的海外开发权益授权给国外药企）、NewCo（设立海外新公司，授权管线并获得股权）等方式出海，其本质是 IP（Intellectual Property）的交易、并不涉及具体药品的制造出口，关税波动风险小。

药品板块：随着中国科技实力的全球认知提升，中国药企创新实力及其成长空间也开始被资本市场重新关注。我们看好本土原研“真创新”类药企，也看好国际化高水平引进能力领先的药企标的。建议关注龙头、出海与创新进展企业。

医药上游：2024 年对美进口商品方面，精密仪器领域进口规模占比 7.8%，为第四大产品类别，看好产品储备丰富的国产行业龙头。

生物制品：血液制品供给端高度集中，我国血浆供应量尚不足以满足国内市场对于人血白蛋白需求，2020 年亚太地区人血白蛋白供给缺口对应血浆量超过 10000 吨。24 年我国人血白蛋白签发 5381 批，外资企业批次占比约 67%，生产企业位于美国的人血白蛋白签发批次占比接近 20%，后续生产地为美国的人血白蛋白国内供应存在不确定性，国产人血白蛋白替代空间较大，建议关注政策端变化带来的行业边际改善。

医疗器械：政策支持高端医疗器械创新，领域龙头有望长期受益。4 月 9 日，联影医疗发布 uAI NEXUS“元智”医疗大模型，大模型已孕育出 10 余款 uAI“元智”医疗智能体，赋能每一细分的医疗场景。

医疗服务&消费医疗：整体来看，本轮关税加征政策或国产替代的催化剂，推动本土企业技术升级与全球化产能布局。建议关注具备全球供应链管理能力、技术壁垒高的龙头企业，以及国产替代明确的细分赛道。

药店：商务部、国家卫生健康委等 12 部门发布《促进健康消费专项行动方案》，其中提到强化药店健康促进功能。本次方案有望成为零售药店大健康品类继续向好发展的重要催化剂，同时药店便民用药的功能进一步得到认证，互联网医院后续仍有望继续成为药店重要处方来源。在国家重视银发经济、慢病管理的背景下，药店中老年群体的客流基础十分牢固。

投资建议

我们认为，医药板块同时具备良好的抗风险能力和成长进攻能力，创新药板块实际地缘政治和关税风险很低，仍将是医药板块成长主线，继续看好港股和 A 股创新药标的成长空间。同时，考虑关税相关影响，看好血制品、器械和仪器等领域存在的国产替代机会。一季报后景气度反转和业绩改善也将带来连锁药房、器械、CXO、仿制药、中药、医疗服务等左侧板块的个股投资机会，建议加大配置。

重点标的

科伦博泰、人福医药、聚光科技、华东医药、特宝生物、华润三九、益丰药房、新产业等。

风险提示

汇兑风险、国内外政策风险、投融资周期波动风险、并购整合不及预期的风险等。

内容目录

药品板块：BMS，免疫组合获批肝癌一线；信致，中国首个 AAV 药物获批 6
百事美施贵宝（BMS）Opdivo 与 Yervoy 组合获 FDA 批准肝癌一线用药 6
信致医药，国内首款 AAV 基因药物获批 7
医药上游：关税背景下，持续关注医药上游国产替代 8
生物制品：关税背景下白蛋白供给存在不确定性，关注国产替代机会 9
医疗器械：政策支持高端医疗器械创新，领域龙头有望长期受益 11
联影发布“元智”医疗大模型 11
新产业公布 2024 年业绩快报，发光大型机推广顺利 11
医疗服务及消费医疗：关税风险有限，国产替代有望加速 12
加征关税对板块影响拆解 12
药店：政策强化药店健康促进功能，继续关注药店避险价值以及估值修复 13
投资建议 14
风险提示 14

图表目录

图表 1： 年初至今各申万一级行业表现（%） 3
图表 2： 4.7~4.11 各申万一级行业表现（%） 4
图表 3： 4.7~4.11 医药生物申万三级细分涨跌幅（%） 4
图表 4： 4.7~4.11 医药生物个股涨跌幅前十（%） 5
图表 5： 2024 年中国医药保健品中西成药外贸风险敞口小 5
图表 6： CheckMate-9DW 总生存数据 7
图表 7： 国内新药获批动态更新(2025/04/07-2025/04/11) 7
图表 8： 2024 年中国对美进出口前 10 大类商品（HS2 位码） 9
图表 9： 四大巨头占据全球血制品行业 75%市场（2022） 9
图表 10： 北美地区血浆供给占全球约 65% 9
图表 11： 亚太地区白蛋白供给缺口对应血浆量超过 10000 吨 10
图表 12： 产地为美国人血白蛋白签发批次口径占比接近 20% 10
图表 13： 联影“元智”大模型场景应用 11
图表 14： 爱美客核心原材料拆解 13

本周医药板块由于国际关税环境变化和地缘预期波动，出现较为明显回调。但我们认为，A 股和港股创新药回调是宝贵机会，原因在于

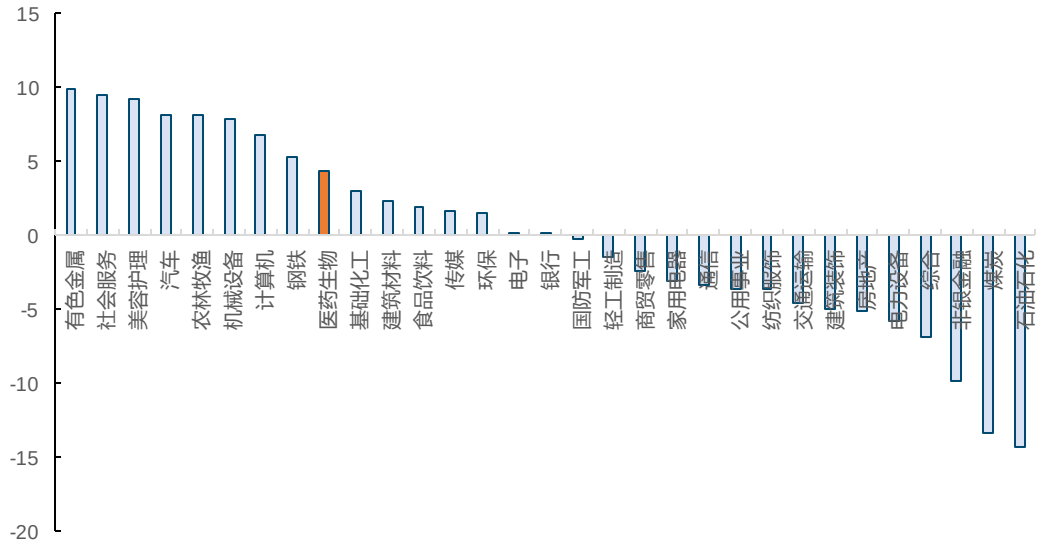
- 中国创新药进口逆差较大：我国西成药和生化药进口规模远大于出口；
- 中国创新药出海多数采用 BD（Business Development，商务合作，即将药物的海外开发权益授权给国外药企）、NewCo（设立海外新公司，授权管线并获得股权）等方式出海，**其本质是 IP（Intellectual Property）的交易、并不涉及具体药品的制造出口**，关税波动风险小。

这些出海模式一方面可帮助国内药企降低海外开发、销售创新药所面临的风险；另一方面 BD 也可以绕过东道国的关税和非关税壁垒，并借助当地药企的开发和渠道优势实现药物的快速上市、销售。在此期间，国内创新药企也可以从后续的协议规定里程碑付款及销售分成享受创新药海外收益。

因此，我们认为，医药板块同时具备良好的抗风险能力和成长进攻能力，创新药板块实际地缘政治和关税风险很低，仍将是医药板块成长主线，继续看好港股和 A 股创新药标的成长空间。同时，考虑关税相关影响，看好血制品、器械和仪器等领域存在的国产替代机会。

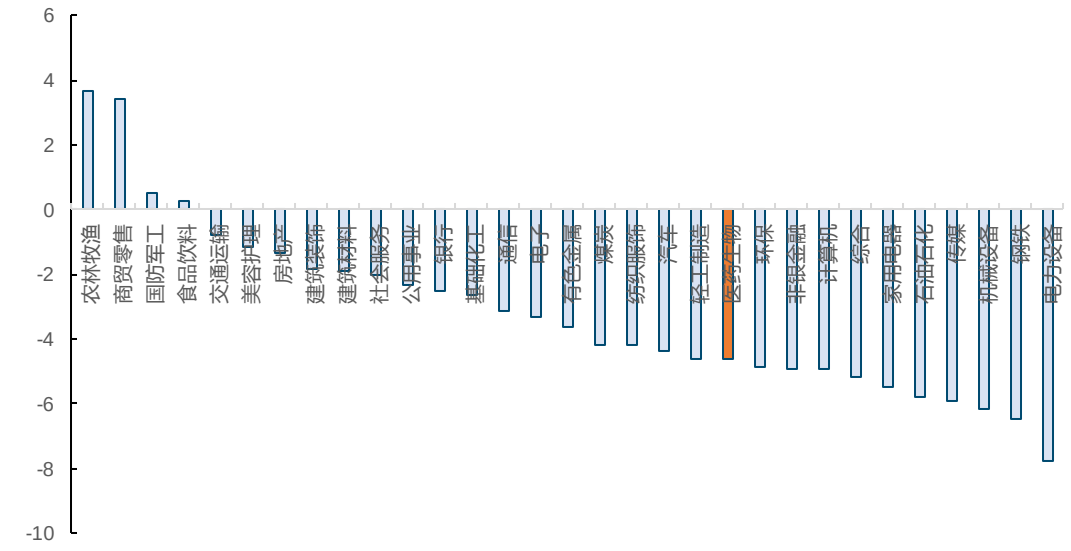
此外，一季报后景气度反转和业绩改善也将带来连锁药房、器械、CXO、仿制药、中药、医疗服务等左侧板块的个股投资机会，建议加大配置！

图表 1：年初至今各申万一级行业表现（%）



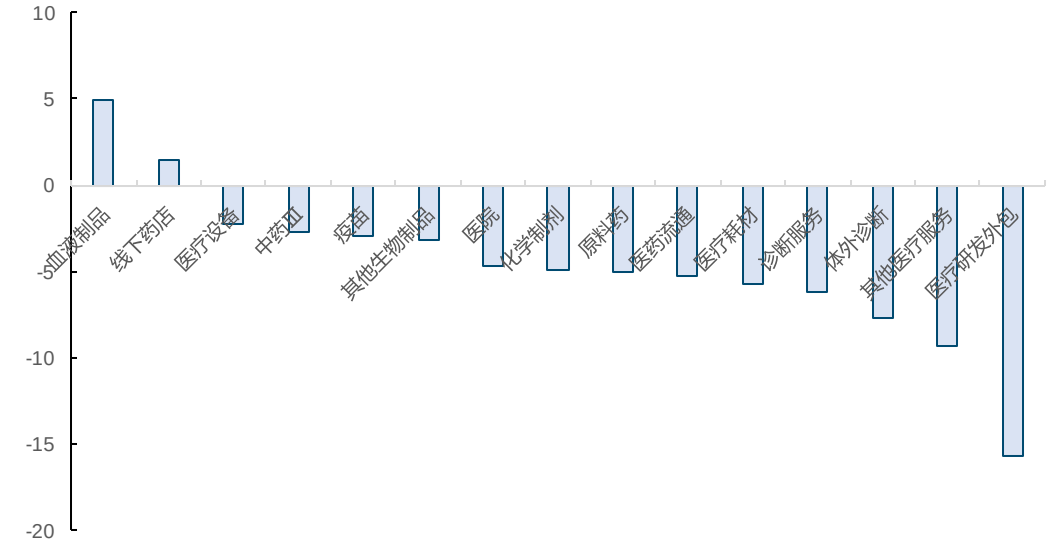
来源：同花顺 iFind，国金证券研究所

图表2：4.7~4.11 各申万一级行业表现（%）



来源：同花顺 iFind，国金证券研究所

图表3：4.7~4.11 医药生物申万三级细分涨跌幅（%）



来源：同花顺 iFind，国金证券研究所

图表4：4.7~4.11 医药生物个股涨跌幅前十（%）

证券代码	证券名称	区间涨跌幅（%）
688301.SH	奕瑞科技	20.54
300723.SZ	一品红	17.03
002365.SZ	永安药业	13.93
000403.SZ	派林生物	12.69
002653.SZ	海思科	11.07
688136.SH	科兴制药	10.46
002742.SZ	ST三圣	8.85
600161.SH	天坛生物	8.60
002880.SZ	卫光生物	8.54
430300.BJ	辰光医疗	8.03
300238.SZ	冠昊生物	-17.87
603259.SH	药明康德	-17.98
300583.SZ	赛托生物	-18.65
603127.SH	昭衍新药	-19.04
300562.SZ	乐心医疗	-19.10
688046.SH	药康生物	-21.00
300233.SZ	金城医药	-21.11
300363.SZ	博腾股份	-22.19
301075.SZ	多瑞医药	-27.21
002923.SZ	润都股份	-27.81

来源：同花顺 iFind，国金证券研究所

图表5：2024 年中国医药保健品中西成药外贸风险敞口小

2024年中国医药保健品进出口分类统计							
名称	进出口总额（亿美元）	进出口净额（亿美元）	出口额（亿美元）	进口额（亿美元）	进出口同比（%）	出口同比（%）	进口同比（%）
医药保健品合计	1993.77	165.53	1079.65	914.12	2.13	5.90	-2.00
一、中药类	83.71	21.45	52.58	31.13	0.42	-3.25	7.35
1.1 提取类	37.35	22.77	30.06	7.29	-5.26	-7.73	6.53
1.2 中成药	8.61	-0.69	3.96	4.65	12.85	16.86	9.65
1.3 中药材及饮片	18.44	5.54	11.99	6.45	-4.97	-9.08	3.76
1.4 保健品	19.31	-6.17	6.57	12.74	13.39	20.95	9.86
二、西药类	1064.52	14.60	539.56	524.96	2.47	5.65	-0.61
2.1 西药原料药	538.07	321.77	429.92	108.15	5.63	5.08	7.89
2.2 西成药	297.76	-158.82	69.47	228.29	-3.51	10.04	-6.99
2.3 生化药	228.69	-148.35	40.17	188.52	3.54	4.58	3.32
三、医疗器械类	845.54	129.48	487.51	358.03	1.89	7.33	-4.70
3.1 医用敷料	45.44	35.08	40.26	5.18	0.30	0.77	-3.17
3.2 一次性耗材	145.19	65.13	105.16	40.03	9.45	13.91	-0.74
3.3 医药诊断与治疗	503.00	-57.86	222.57	280.43	-0.77	6.87	-6.09
3.4 保健康复用品	116.39	80.11	98.25	18.14	4.63	4.34	6.22
3.5 口腔设备与材料	35.52	7.02	21.27	14.25	5.09	9.05	-0.32

来源：中国医药保健品进出口商会，中国海关，国金证券研究所　　注：进出口净额=出口额-进口额；生化药：是指从动物器官、组织、体液、分泌物中经前处理、提取、分离、纯化等制得的安全、有效、质量可控的药品，主要包括蛋白质、多肽、氨基酸及其衍生物、多糖、核苷酸及其衍生物、脂、酶及辅酶等。

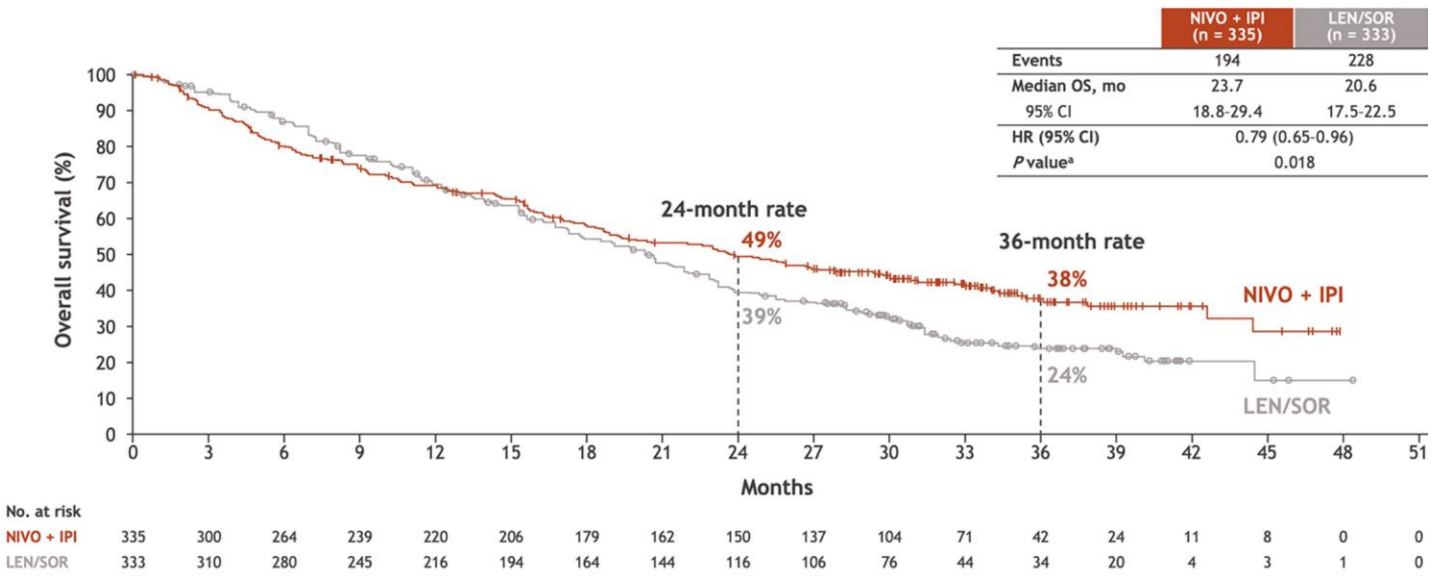
药品板块：BMS，免疫组合获批肝癌一线；信致，中国首个 AAV 药物获批

百事美施贵宝（BMS）Opdivo 与 Yervoy 组合获 FDA 批准肝癌一线用药

2025 年 4 月 11 日，BMS 宣布，美国食品药品监督管理局（FDA）批准 Opdivo®(nivolumab) 联合 Yervoy®(ipilimumab) 用于治疗无法切除或转移性肝细胞癌（HCC）成年患者的一线治疗。

- 此项批准基于全球 3 期随机开放标签 CheckMate-9DW 试验的结果，该试验评估了 Opdivo®联合 Yervoy®与研究者选择的酪氨酸激酶抑制剂单药疗法（仑伐替尼或索拉非尼）在无法切除或转移性 HCC 患者中的疗效对比。在试验中，Opdivo®联合 Yervoy®与对照组相比，在总体生存率（OS）和总体有效率（ORR）方面表现出统计学上显著差异。这是唯一一项获得 FDA 批准并显示出优于对照组结果的试验。
  - 肝细胞癌（HCC）是一种原发性肝癌，是成人中最常见的肝癌形式。肝癌是美国第六大癌症死亡原因。HCC 通常在晚期才被诊断出来，并且通常预后不良且有效治疗选择有限。到 2025 年，美国将有约 42,240 人被诊断出肝癌，约有 30,090 人死于肝癌。自 1980 年以来，美国的肝癌发病率增加了两倍，死亡人数也增加了一倍。HCC 通常发生在患有肝炎病毒感染或肝硬化的患者中。虽然大多数 HCC 病例是由乙型肝炎病毒或丙型肝炎病毒感染引起的，但代谢综合征和代谢功能障碍相关的脂肪性肝炎的患病率正在上升，预计会导致 HCC 发病率上升。
- CheckMate-9DW 临床试验获批对患者而言是一项重要进步，因为过去四十年中，肝癌的发病率增加了两倍，但肝细胞癌患者的预后仍然不佳。在 CheckMate-9DW 试验中，对照组 85% 的患者接受仑伐替尼治疗，15% 的患者接受索拉非尼治疗。Opdivo 联合 Yervoy 治疗组（n=335）的中位总生存期（mOS）为 23.7 个月（95% CI：18.8-29.4），而仑伐替尼或索拉非尼单药治疗组（n=333；HR=0.79；95% CI：0.65-0.96，P =0.0180）的中位总生存期（mOS）为 20.6 个月（95% CI：17.5-22.5），死亡风险降低了 21%。Opdivo 联合 Yervoy 治疗组三年总生存期（OS）为 38%，而仑伐替尼或索拉非尼单药治疗组为 24%。该试验还显示，Opdivo 联合 Yervoy 疗法可获得更深层次的缓解，ORR 为 36.1%（95% CI：31-41.5），而接受仑伐替尼或索拉非尼治疗的患者为 13.2%（95% CI：9.8-17.3；P<0.0001）（完全缓解 6.9% vs 1.8%；部分缓解 29.3% vs 11.4%）。Opdivo 联合 Yervoy 疗法的缓解时间更长，中位缓解持续时间（mDOR）为 30.4 个月（95% CI：21.2-NR），仑伐替尼或索拉非尼疗法为 12.9 个月（95% CI：10.2-31.2）。Opdivo 与 Yervoy 联合治疗的安全性已得到充分证实，且未发现新的安全信号。
- 此次批准巩固了 BMS 双重免疫疗法在此适应症的优势地位，也为患者带来的价值。这是公司在胃肠道领域第二次批准 Opdivo 联合 Yervoy 疗法，用于 1 线患者。
  - 此前，Opdivo 加 Yervoy 的组合疗法此前已于 2020 年获得美国 FDA 的加速批准，该批准基于 1/2 期 CheckMate-040 试验的结果，该疗法已被确立为接受过索拉非尼治疗的晚期肝细胞癌患者的二线治疗方案。这次是将这一现有适应症转换为完全批准，并基于 CheckMate-9DW 试验的结果将其扩展至一线治疗。

图表6：CheckMate-9DW 总生存数据



来源：ASCO，国金证券研究所

信致医药，国内首款 AAV 基因药物获批

本周，有一款 1 类创新药波哌达可基注射液获批上市，用于治疗中重度血友病 B（先天性凝血因子 IX 缺乏症）成年患者。另外本周还有五款创新药被 CDE 纳入突破性疗法，均为治疗非小细胞肺癌。

图表7：国内新药获批动态更新(2025/04/07-2025/04/11)

NMPA新批准上市药品					
获批日期	公司	通用名	商品名	机制	适应症
2025/4/10	信致医药	波哌达可基注射液	信玖凝	重组腺相关病毒（rAAV）载体基因治疗	治疗中重度血友病 B（先天性凝血因子IX缺乏症）成年患者

CDE拟纳入突破性疗法品种						
申请日期	公示日期	公司	通用名	状态	机制	适应症
2025/2/19	2025/4/9	三生国健	SSGJ-707注射液	拟纳入突破性疗法品种	PD-1*VEGF双抗	一线治疗PD-L1表达阳性的局部晚期或转移性NSCLC
2025/3/11	2025/4/9	翰森制药	注射用HS-20093		B7-H3 ADC	既往经过含铂化疗后进展或复发的驱动基因阴性的局部晚期或转移性非鳞状NSCLC
2025/3/4	2025/4/9	康方生物	AK109注射液		VEGFR-2	AK109联合AK104用于治疗经含PD-(L)1抑制剂治疗后进展的晚期鳞状NSCLC
2025/3/4	2025/4/9	康方生物	AK104注射液		PD-1*CTLA-4双抗	AK109联合AK104用于治疗经含PD-(L)1抑制剂治疗后进展的晚期鳞状NSCLC
2025/2/25	2025/4/9	鞍石生物	PLB1004胶囊		EGFR-TKI	适用于治疗既往接受EGFR-TKI治疗失败后，具有表皮生长因子受体（EGFR）突变、间质-上皮转化因子（MET）扩增和/或过表达的局部晚期或转移性NSCLC

来源：NMPA，CDE，国金证券研究所

- 波哌达可基注射液（商品名：信玖凝），用于治疗中重度血友病 B（先天性凝血因子 IX 缺乏症）成年患者；由信念医药研发生产，武田中国负责该产品在中国内地、中国香港和中国澳门的商业化进程。血友病 B 是由凝血因子 IX（FIX）缺乏引起的出

血性疾病。波哌达可基注射液是重组腺相关病毒（rAAV）载体基因治疗产品，通过 rAAV 载体将 FIX 基因导入靶细胞（主要是肝细胞），从而表达 FIX。

- 血友病 B 是一种遗传性出血性疾病，由凝血因子 IX（FIX）缺乏引起。长期以来，患者主要依赖终生频繁接受静脉注射凝血酶原复合物（PCC）或凝血因子IX 进行替代治疗。患者持续频繁出血易导致关节结构和功能损伤严重，致残率居高不下。这不仅给患者带来极大的身体痛苦和生活不便，也伴随感染、血栓等风险，高昂的治疗费用也让患者家庭长期背负沉重的经济负担。
- 信玖凝于 2019 年开始研究者发起的研究（IIT）。2022 年，IIT 研究成果先后发表于国际权威期刊《柳叶刀-血液病学》和《新英格兰医学杂志》，研究纳入的 10 例中重度血友病 B 成年患者，在接受基因治疗后中位随访 58 周，FIX 活性达到平均 36.9 IU/dL（基于 actin FSL aPTT 试剂的一期法）。随访过程无严重不良事件（SAE），无 3-4 级不良事件。3 年以上长期随访结果在 2024 国际血栓与止血学会（ISTH）大会上以口头报告形式展示，与 2022 年文章发表时相比，患者 FIX 活性在各随访节点保持稳定，且未观察到药物相关严重不良事件、血栓事件及抑制物产生。
- 2024 年 12 月，信念医药在第 66 届美国血液学会（ASH）年会正式发布 III 期临床研究结果。结果显示，接受基因治疗后随访 52 周时，受试者年化出血率（ABR）均值为 0.6，平均 FIX 活性达到 55.08 IU/dL（基于 SynthaSIL aPTT 试剂的一期法），外源性 FIX 药物的平均输注次数从治疗前的 58.2 次/年降至治疗后的 2.9 次/年。26 名受试者中的 21 位（80.8%）在治疗后未出现出血事件，且所有受试者均无严重不良事件发生。该研究中所有患者仍在持续随访过程中。
- 2021 年 8 月，信玖凝获批在国内开展注册临床研究，2022 年 8 月被国家药品监督管理局药品审评中心纳入“突破性治疗品种”名单，同月获得美国食品药品监督管理局（FDA）的孤儿药认定（ODD）；2024 年获得 FDA 儿科罕见病资格认定（RPDD）以及欧洲药品管理局（EMA）先进治疗药物分类认证（ATMP）。

近期，中国创新药企在 2024 年的销售业绩与授权收入上都陆续展现出靓丽业绩，并将随着中国创新资产的日益成熟，还会有日益增多的授权交易发展。随着中国科技实力的全球认知提升，中国药企创新实力及其成长空间也开始被资本市场重新关注。我们看好本土原研“真创新”类药企，也看好国际化高水平引进能力领先的药企标的。建议关注龙头、出海与创新进展的恒瑞医药、百济神州、信达生物、康方生物、翰森制药、石药集团、诺诚健华、迪哲医药、和黄医药等，以及科伦博泰和百利天恒等 ADC 领先企业。

医药上游：关税背景下，持续关注医药上游国产替代

国务院关税税则委员会 4 月 11 日发布公告，2025 年 4 月 10 日，美国政府宣布对中国输美商品征收“对等关税”的税率进一步提高至 125%。根据《中华人民共和国关税法》、《中华人民共和国海关法》、《中华人民共和国对外贸易法》等法律法规和国际法基本原则，经国务院批准，自 2025 年 4 月 12 日起，调整对原产于美国的进口商品加征关税措施。调整《国务院关税税则委员会关于调整对原产于美国的进口商品加征关税措施的公告》（税委会公告 2025 年第 5 号）规定的加征关税税率，由 84%提高至 125%。鉴于在目前关税水平下，美国输华商品已无市场接受可能性，如果美方后续对中国输美商品继续加征关税，中方将不予理会。

科学仪器国产替代加速：根据海关总署数据，2024 年对美进口商品方面，精密仪器领域进口规模占比 7.8%，为第四大产品类别。2022 年至 2024 年，中国质谱仪进口数量分别高达 16492、16283 和 12917 台，金额分别高达 17.71、19.01 和 13.96 亿美金。国内通用科学仪器领域聚光科技、皖仪科技、海能技术等布局领先。其中聚光科技子公司谱育科技研发团队经过十余年的高比例研发投入及重大科学仪器研发积淀，完成了数十项国家重点研发计划专项及国家/行业标准制定工作，掌握了较完整的质谱、色谱、光谱、理化等分析检测技术及气体、液体、固体等进样前处理技术，研制了实验室分析、现场化分析（便携、在线、移动）、自动化分析等一系列技术领先的产品组合，在先进工业、生态环境、医疗诊断、生命科学、食品药品、应急安全等领域为全球用户提供全方位、专用化的科学分析解决方案。

图表8：2024 年中国对美进出口前 10 大类商品（HS2 位码）

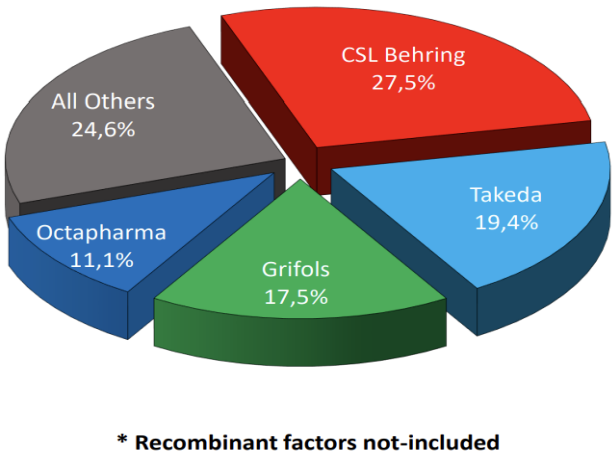
出口商品	占比(%)	进口商品	占比(%)
第 85 章 电机、电气设备及其零件	24.0	第 27 章 矿物燃料、矿物油及其蒸馏产品	14.1
第 84 章 机器、机械器具及零件	17.6	第 84 章 机器、机械器具及零件	12.1
第 94 章 家具;寝具	6.0	第 85 章 电机、电气设备及其零件	11.1
第 95 章 玩具、游戏品、运动用品及其零件	5.1	第 90 章 光学、照相或外科用仪器及设备、精密仪器及设备	7.8
第 39 章 塑料及其制品	4.5	第 12 章 含油子仁及果实	7.7
第 98 章 特殊交易品及未分类商品	4.4	第 87 章 车辆及其零件、附件,但铁道及电车道车辆除外	5.5
第 61 章 针织或钩编的服装及衣着附件	4.0	第 39 章 塑料及其制品	4.9
第 87 章 车辆及其零件、附件,但铁道及电车道车辆除外	3.9	第 88 章 航空器、航天器及其零件	3.8
第 73 章 钢铁制品	2.7	第 30 章 药品	3.4
第 62 章 非针织或非钩编的服装及衣着附件	2.5	第 38 章 杂项化学产品	3.1

来源：中国海关总署、国金证券研究所

生物制品：关税背景下白蛋白供给存在不确定性，关注国产替代机会

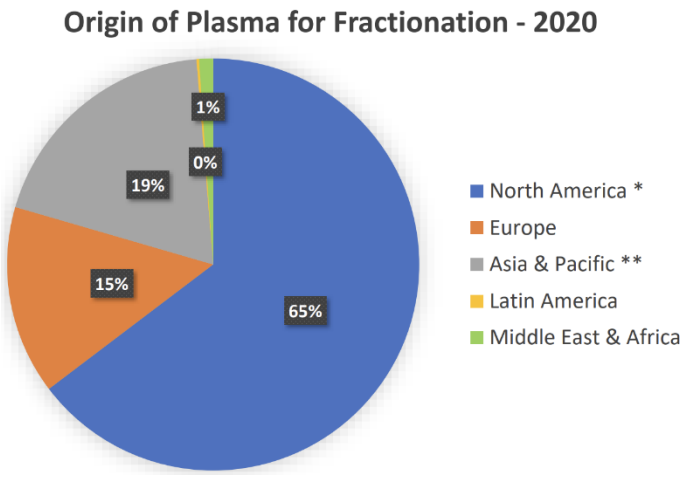
4 月 11 日国务院关税税则委员会发布关于调整对原产于美国的进口商品加征关税措施的公告（税委会公告 2025 年第 6 号），根据公告内容，自 2025 年 4 月 12 日起调整《国务院关税税则委员会关于调整对原产于美国的进口商品加征关税措施的公告》（税委会公告 2025 年第 5 号）规定的加征关税税率，由 84%提高至 125%。

图表9：四大巨头占据全球血制品行业 75%市场（2022）



来源：MRB，国金证券研究所

图表10：北美地区血浆供给占全球约 65%

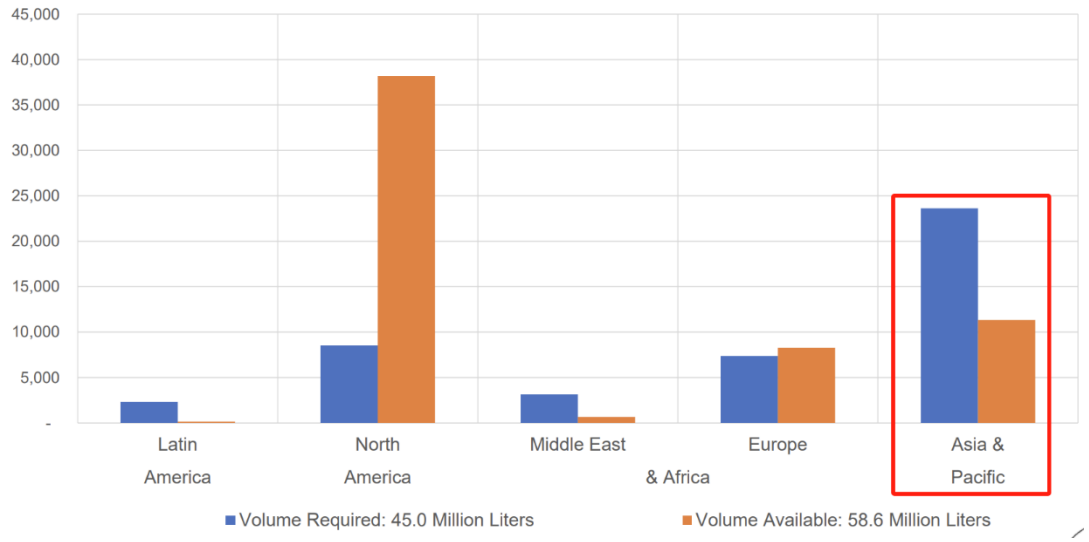


来源：MRB，国金证券研究所

血液制品供给端高度集中，目前国外仅剩不到 20 家血液制品企业（不含中国），其中美国 5 家，欧洲 8 家。杰特贝林、基立福、武田、奥克特珐玛等 4 家血液制品巨头凭借其技术优势和规模效应，产品种类、采浆量和产品市场份额均占据行业主导地位，约占据全球市场 75%份额。

血浆供应方面，2020 年北美地区血浆采集量约占全球 65%，其中美国地区供应量约占北美地区 99%；而亚太地区血浆采集量仅占全球约 19%，其中中国约占亚太地区供应量 72%。

图表11：亚太地区白蛋白供给缺口对应血浆量超过 10000 吨



来源：MRB，国金证券研究所

在各类血液制品中，人血白蛋白作为临床上被广泛使用的一类血液制品，占据中国血液制品的市场主导位置，用于补充血管内外白蛋白的缺乏，在重症监护室、消化内科、肝病科、心脏外科、烧伤科、血液科、肿瘤科等多个学科领域的疾病治疗中广泛应用。我国血浆供应量尚不足以满足国内市场对于人血白蛋白需求，2020 年亚太地区人血白蛋白供给缺口对应血浆量超过 10000 吨。

人血白蛋白为目前国内进口的唯一血液制品品种，进口人血白蛋白在国内人血白蛋白批签发总量中的占比超过 60%。

图表12：产地为美国人血白蛋白签发批次口径占比接近 20%

生产企业 / 上市许可持有人	生产企业地址	2024年白蛋白批签发量	签发批次占比
Baxalta US Inc.	美国	461	8.6%
Bio Products Laboratory Limited	英国	32	0.6%
Biotest Pharma GmbH	德国	5	0.1%
CSL Behring AG	瑞士	540	10.0%
CSL Behring GmbH	德国	67	1.2%
瑞士杰特贝林生物制品有限公司	瑞士	218	4.1%
美国杰特贝林生物制品有限公司,CSL Behring	美国	14	0.3%
GC Biopharma Corp.	韩国	35	0.7%
Grifols Biologicals LLC	美国	183	3.4%
Grifols Therapeutics LLC	美国	312	5.8%
Instituto Grifols, S.A.	西班牙	550	10.2%
Octapharma AB	瑞士	219	4.1%
Octapharma France	法国	46	0.9%
Octapharma GmbH	德国	82	1.5%
Octapharma Pharmazeutika Produktionsges.	奥地利	145	2.7%
Octapharma Produktionsgesellschaft Deuts	德国	61	1.1%
Octapharma S.A.S.	法国	38	0.7%
SK Plasma Co.,Ltd.	韩国	4	0.1%
Takeda Manufacturing Austria AG	奥地利	600	11.2%
外资合计：		3612	67.1%

来源：中检院，insight，国金证券研究所

根据 insight，2024 年我国人血白蛋白签发 5381 批，其中外资企业对应 3612 批，批次占比约 67%。其中生产企业位于美国的人血白蛋白签发批次 970 批，占比接近 20%。

后续生产地为美国的人血白蛋白国内供应存在不确定性，国产人血白蛋白替代空间较大，当前建议积极配置浆源优势突出、业绩弹性较大的头部血液制品企业。血制品板块目前估值处于低位，建议关注政策端变化带来的边际改善。

医疗器械：政策支持高端医疗器械创新，领域龙头有望长期受益

联影发布“元智”医疗大模型

4 月 9 日，联影医疗发布其 uAI NEXUS“元智”医疗大模型。其脱胎自 2023 年发布的 uAI 影智医疗大模型，历经数代升级，实现全面进化。

联影“元智”医疗大模型由文本、语音、视觉、影像、混合五个大模型组成，它集结了联影智能在这五个大模型上的丰富积累与长足优势，每一大模型都为医疗定制而生，并已在过往的临床使用中打磨得更精准、更高效、更轻量、更全能，多项任务已达业内领先水平。在这一基础之上，联影“元智”医疗大模型已孕育出 10 余款 uAI“元智”医疗智能体，赋能每一细分的医疗场景。

图表 13：联影“元智”大模型场景应用

来源：联影智能微信公众号，国金证券研究所

- 诊断智能体：全院级影像大脑和科空级影像智能体族群以主动感知、智能决策、自驱演化为特征孕育放射智能体、核医学智能体等科室级智能体。
- 手术智能体：在高度复杂且极需精准的手术场景中，以沉浸式智能赋能术前、术中、术后全流程，目前已有外科手术智能体、介入手术智能体。
- 服务智能体：为大量的医患沟通场景提供更有温情、更具人文关怀、更高效能的患者服务体验。目前已有电子病历智能体、医院客服智能体、康复指导智能体。
- 管理智能体：在浩如烟海的设备、影像、报告文书等数据中，以智能体赋能医院的高效管理，打造主动管理新范式。包含质控管理智能体、设备管理智能体。

新产业公布 2024 年业绩快报，发光大型机推广顺利

4 月 8 日，公司发布 2024 年度业绩快报，预计全年公司实现收入 45.35 亿元，同比+15%；

归母净利润 18.28 亿元，同比+11%；扣非归母净利润 17.20 亿元，同比+11%。

2024 年公司持续提升服务中大型医疗终端客户的能力，推出了 SATLARS T8 流水线产品和智慧实验室平台 iXLAB；通过产学研合作及多中心研究，共同推动体外诊断领域多元化的产品和技术创新。国内市场完成了全自动化学发光仪器装机 1641 台，大型机装机占比达到 74.65%，海外市场共计销售全自动化学发光仪器 4017 台，中大型发光仪器销量占比提升至 67.16%。国内业务受到发光试剂集采影响，增速有所回落；海外业务仍保持稳健的增长态势，实现全年 27.67%增速。

得益于在海外市场本地化运营策略及品牌力提升，公司 2024 年海外主营业务收入占公司主营业务收入比重提升至 37%。其中，来自美国的营收占海外营收的比例不到 0.1%，公司判断美国关税政策对公司业务的直接影响较为有限。

医疗服务及消费医疗：关税风险有限，国产替代有望加速

加征关税对板块影响拆解

- 眼科：影响有限，国产替代加速

  进口设备与耗材的可替代性：以爱尔眼科为例，其原产于美国的设备及耗材（如白内障手术设备、人工晶体等）已有欧洲和国产替代方案，且进口药品中美国占比仅 2.6%。公司通过人民币税后价格结算协议锁定成本，短期影响较小，长期可通过供应链调整进一步降低依赖。

  议价能力与供应链优化：眼科龙头企业凭借采购规模优势，能够将关税成本转嫁给供应商。此外也可以通过多元化采购渠道增加对国内供应商及非美供应商采购比例，或通过供应链优化，减少关税波动影响。

- 齿科：潜在国产化机遇有望释放

  进口耗材与设备：中国对进口医疗器械的反制关税可能削弱美国产品的价格优势，推动国产替代加速。例如，国产种植体、数字化扫描设备的技术进步已逐步缩小与国际品牌的差距。此外时代天使于今年也宣布在美国本地建厂，预计随海外工厂逐步实现本地化生产，整体关税风险可控。

- 医美领域：国内企业原料自给率较高，受影响有限

  耗材类（如玻尿酸、胶原蛋白）：若原料或成品依赖美国进口，关税可能推高成本。但国内医美耗材企业的原料自给率较高，且主要市场在国内，受影响较小。

  设备类（如激光美容仪、射频仪器）：美国原产地的高端设备若被加征关税，或刺激国产设备的替代需求。

整体来看，本轮关税加征政策或国产替代的催化剂，推动本土企业技术升级与全球化产能布局。建议关注具备全球供应链管理能力、技术壁垒高的龙头企业，以及国产替代明确的细分赛道。

图表14：爱美客核心原材料拆解

年度	序号	主要原材料	采购数量	采购金额（万元）	平均单价	占原材料采购总金额的比例
2019年度	1	透明质酸钠（公斤）	71.17	1,025.86	144.14 元/克	31.26%
	2	预灌封注射器（万支）	295.17	1,351.14	4.58 元/支	41.17%
	3	一次性使用无菌注射针（万支）	357.30	326.74	0.91 元/支	9.96%
	合计			**2,703.74**		**82.38%**
2018年度	1	透明质酸钠（公斤）	33.77	469.32	138.96 元/克	27.04%
	2	预灌封注射器（万支）	115.10	541.07	4.70 元/支	31.17%
	3	一次性使用无菌注射针（万支）	160.33	451.08	2.81 元/支	25.99%
	合计		-	**1,461.47**	-	**84.20%**
2017年度	1	透明质酸钠（公斤）	16.34	229.91	140.75 元/克	10.40%
	2	预灌封注射器（万支）	112.06	794.97	7.09 元/支	35.94%
	3	一次性使用无菌注射针（万支）	183.11	722.85	3.95 元/支	32.68%
	合计		-	**1,747.74**	-	**79.02%**

注：2019 年 1 月 1 日起，发行人主要产品增值税改为简易征收，原材料采购的进项税额不再予以抵扣，故表中 2019 年采购金额为含税金额，2017-2018 年采购金额为不含税金额

来源：爱美客招股书，国金证券研究所

药店：政策强化药店健康促进功能，继续关注药店避险价值以及估值修复

4 月 9 日晚，商务部、国家卫生健康委等 12 部门发布《促进健康消费专项行动方案》，包括十条主要任务。其中单独一条为：强化药店健康促进功能。

方案中提到，引导零售药店拓展健康促进、营养保健等功能。经历 24 年行业调整后，各龙头公司均追求多元化发展，其中重点项目即实现大健康品类（非药、养生保健滋补品等）的良好增长，大健康品类毛利率较好，其增长有望促进产品结构优化。本次方案有望成为零售药店大健康品类继续向好发展的重要催化剂。

方案中提到，支持“互联网+”医疗服务模式创新，依托全国统一的医保信息平台，深化医保电子处方应用，推动电子处方在定点医药机构顺畅流转，满足便捷医药服务需求。我们认为这是政策端持续回暖的表现，药店便民用药的功能进一步得到认证，互联网医院后续仍有望继续成为药店重要处方来源。今年部分地区为满足居民购药需求，已推进定点零售药店与合规互联网医院协议签订工作，以便捷快速从互联网医院获取合规处方。另外，互联网首诊试点在今年多次被提及，后续若落地，亦有望解决线下药店处方来源痛点。

方案中提到，发挥零售药店执业药师优势，开展合理用药、慢性病管理等健康知识咨询和宣传，推广健康消费理念。我们认为强服务能力与专业性是线下药店的重要壁垒，在国家重视银发经济、慢病管理的背景下，药店中老年群体的客流基础十分牢固。

经营层面，一季度以来龙头公司同店表现回暖，我们看好龙头公司在同店平稳增长+降本增效+闭店减亏+产品结构优化等多重因素共振的情况下，业绩实现韧性增长。同时，建议关注关税+促消费方案重视等背景下，药店重要避险价值以及情绪回暖后的估值提升机会。

相关标的：益丰药房、大参林、老百姓、一心堂、健之佳等。

投资建议

我们认为，医药板块同时具备良好的抗风险能力和成长进攻能力，创新药板块实际地缘政治和关税风险很低，仍将是医药板块成长主线，继续看好港股和 A 股创新药标的成长空间。同时，考虑关税相关影响，看好血制品、器械和仪器等领域存在的国产替代机会。一季报后景气度反转和业绩改善也将带来连锁药房、器械、CXO、仿制药、中药、医疗服务等左侧板块的个股投资机会，建议加大配置。

建议关注

- 药品板块：恒瑞医药、百济神州、信达生物、康方生物、翰森制药、石药集团、诺诚健华、迪哲医药、和黄医药、科伦博泰、百利天恒等。
- 医药上游：聚光科技、皖仪科技、海能技术等。
- 生物制品：特宝生物，天坛生物，华兰生物，博雅生物，甘李药业等。
- 医疗器械：迈瑞医疗、新产业、心脉医疗、惠泰医疗、安图生物等。
- 医疗服务：爱尔眼科、普瑞眼科、爱美客、通策医疗、固生堂等。
- 中药及药店：华润三九、益丰药房、东阿阿胶、昆药集团、羚锐制药、济川药业、大参林、老百姓等.

风险提示

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

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

投融资周期波动风险：医药行业投融资水平对部分公司有较大影响，若全球医药投融资市场不够活跃，将影响部分公司的业绩表现。

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

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究