

行业经营持续承压，创新药迎来价值重塑

——医药行业 2024 年年报总结、月报 25/04

2025 年 05 月 06 日

核心观点

- **医药行业持续调整，医保控费导致业绩承压。**2024 年全年医药行业上市公司营业收入增长 0.4%，增速较去年下降 4.5pct；归母净利润和扣非归母净利润分别下降 8.3%和 7.3%，去年分别增长 1.0%和 2.6%。全年行业收入基本持平，利润为负增长，主要系宏观经济环境变化叠加医保控费压力加大，医药行业整体经营承压，2025 年一季度行业仍位于调整周期。细分板块分化较为明显，其中化学制剂板块集采影响逐步出清，处方药销售较好；医疗器械板块集采持续扩面，设备招投标较冷；商业板块随行业进入调整周期；生物制品、诊断板块逐渐从疫情高基数恢复至常态；医疗服务板块诊疗服务需求触底，研发外包服务订单有所好转；中药板块感冒退烧药进入去库存周期，OTC 院外消费品市场景气度下降。
- **医药行业盈利能力和运营质量位于底部区间。**2024 年全年医药行业平均毛利率 49.2%，平均净利率 15.5%，较去年分别下降 1.4pct、4.4pct，2025 年一季度进一步下降，行业盈利能力位于历史底部。销售费用率较去年下降 0.2pct，研发费用率提升 0.7pct，反映医药公司实施降本增效战略，将资源倾斜至创新研发领域。运营质量方面，2024 年全年行业净资产收益率 ROE 为 6.3%，较去年下降 0.4pct，位于历史低位，应收账款和存货周转天数分别为 88.0、208.4 天，较去年同期延长 5.3、16.6 天，反映医院端经营压力仍较大。
- **创新药行业扭亏加速，多重利好驱动价值回归。**2024 年多家创新药企业核心产品实现商业化放量，其中泽布替尼、伏美替尼等创新大单品销量超预期，驱动公司业绩增长并伴随利润端边际改善，百济神州、信达生物等创新药龙头企业亏损大幅缩窄，即将迎来经营性盈亏平衡。从中长期角度来看，创新药产业链支持政策将进一步完善，支付端和进院环节持续优化，创新药产业发展瓶颈有望解决；同时全球主要央行利率呈降息趋势，国内 10 年期国债收益率已降至 1.6%，利于创新药企业长期估值提升。
- **医药行业表现弱于沪深 300。**截至 2025 年 5 月 6 日，医药行业一年滚动市盈率为 32.35 倍，沪深 300 为 12.30 倍。医药市盈率相对于沪深 300 溢价率当前值为 163.10%，历史均值为 167.87%，当前值较 2005 年以来的平均值低 4.77 个百分点，位于历史偏低水平。2023 年初至 2025 年 5 月 6 日，SW 医药生物指数下跌 19.37%，沪深 300 下跌 1.63%，医药板块相对沪深 300 收益低 17.74 个百分点。
- **投资建议：**医药板块经历较长时间调整，整体估值处于较低水平，且公募持仓低配，2025 年在支持引导商保发展的政策背景下，支付端有望边际改善，创新药械有望获益。我们认为医药行情将迎来持续性修复，结构性机会依然存在，从短期和中长期确定性增长角度来选择标的，我们看好创新药产业链在今年持续良好表现。建议关注创新药及创新药产业链、创新器械、药械出海、第三方医检及细分行业龙头个股。
- **风险提示：**政策推进不及预期的风险、医保控费及集采降价超预期的风险、创新药及创新器械企业融资困难的风险、医疗需求复苏不及预期的风险。

医药行业

推荐 维持评级

分析师

程培

☎：021-20257805

✉：chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522100001

研究助理 闫晓松

相对沪深 300 表现图

2025-5-6



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

2025-4 行业 3 月动态报告：医药持仓触底回升，关注创新及消费主线

2025-3 行业 2 月动态报告：AI 医疗再爆发，Deepseek 应用影响深远

2025-1 行业 1 月动态报告：创新药出海持续推进，BD 交易金额创新高；

2025-1 行业 12 月动态报告：医保商保协同发展，丙类目录值得期待

目录

Catalog

一、 月度政策及行业更新..... 3

 （一） 医药行业持续调整，细分板块分化明显3

 （二） 医药行业盈利能力和运营质量位于底部区间4

 （三） 创新药行业扭亏加速，多重利好驱动价值回归5

二、 行业数据动态 7

 （一） 医药行业表现弱于沪深 3007

 （二） 医药制造业收入增速受疫情节奏影响出现下滑7

 （三） 门诊费用随疫情上升，住院费用得到遏制8

 （四） 2024 年诊疗及出院人次提升，体现医疗服务量显著恢复9

 （五） 医保基金整体运行平稳10

三、 投资建议 11

四、 风险提示 12

一、月度政策及行业更新

（一）医药行业持续调整，细分板块分化明显

医药行业位于调整周期，医保控费导致业绩承压。医药行业 2024 年年报和 2025 年一季报已发布，2024 年全年行业整体营业收入增长 0.4%，增速较去年下降 4.5pct；归母净利润下降 8.3%，去年增长 1.0%；扣非归母净利润下降 7.3%，去年增长 2.6%。2025 年第一季度行业整体营业收入下降 0.9%，增速较去年同期下降 0.8pct；归母净利润增长 5.6%，去年同期下降 2.4%；扣非归母净利润下降 1.9%，去年同期增长 1.5%。

2024 年全年行业收入与去年基本持平，归母净利润和扣非净利润转为负增长，主要系宏观经济环境变化叠加医保控费压力加大，医药行业整体经营承压。2025 年一季度行业仍位于调整期，收入端与去年同期持平略降；利润端因部分板块复苏回暖呈现恢复增长趋势。

表1：2020-2025Q1 医药行业各细分板块营业收入同比增速（%）

	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2024Q1	2025Q1
医药行业	7.8	12.5	11.5	4.9	0.4	-0.1	-0.9
化学制剂	2.9	9.1	4.9	2.6	4.9	1.7	-1.8
生物制品	7.4	11.1	-6.4	4.0	-6.5	3.0	3.9
医疗服务	25.3	39.9	51.4	5.7	-2.5	-8.5	15.1
诊断	22.2	23.4	40.4	-28.7	-3.7	1.5	-17.2
医疗器械	21.0	22.7	14.1	11.1	3.5	6.2	-4.0
医药商业	10.6	13.3	11.5	8.1	0.5	-0.6	0.9
中药	-4.8	0.6	10.7	6.0	-8.2	-3.1	-12.1

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表2：2020-2025Q1 医药行业各细分板块归母净利润同比增速（%）

	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2024Q1	2025Q1
医药行业	27.0	13.0	8.1	1.0	-8.3	-2.4	5.6
化学制剂	22.4	-0.1	4.6	-4.1	15.8	7.0	12.9
生物制品	43.1	8.9	-18.4	6.3	-30.4	-11.2	-9.4
医疗服务	72.4	64.1	22.8	6.3	-16.3	-24.5	64.6
诊断	31.9	27.8	30.5	-39.0	-30.2	-1.4	-26.3
医疗器械	32.4	24.2	12.0	15.0	-2.3	17.3	-12.7
医药商业	21.1	-3.7	9.9	9.0	-18.8	1.4	7.2
中药	6.6	22.8	14.0	6.2	-20.7	-16.4	-8.1

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表3：2020-2025Q1 医药行业各细分板块扣非归母净利润同比增速（%）

	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2024Q1	2025Q1
医药行业	20.3	14.9	12.2	2.6	-7.3	1.5	-1.9
化学制剂	20.5	2.7	3.5	-1.4	18.3	10.0	12.3
生物制品	24.0	20.4	-21.6	14.1	-26.9	-7.3	-10.5
医疗服务	31.6	66.5	59.8	10.3	-11.8	-8.4	6.9
诊断	29.4	31.6	35.7	-41.6	-32.4	1.8	-26.8
医疗器械	31.3	22.9	13.4	15.6	-2.5	16.5	-12.7
医药商业	11.9	-3.5	20.0	7.1	-21.0	0.8	-6.3
中药	7.4	20.2	16.9	5.8	-22.5	-13.6	-10.8

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

行业内部分化明显，化药板块增长稳健。分板块看：1）化学制剂板块集采影响逐步出清，处方药销售较好，创新药占比提升，2024 全年收入和利润分别增长 4.9%、15.8%，2025 年一季度延续增长趋势。2）医疗器械板块集采持续扩面，医疗设备招投标较冷，2024 全年收入增长 3.5%、利润下降 2.3%，2025 年一季度仍表现承压。3）医疗商业板块随行业进入调整周期，2024 年全年收入基本持平、利润下降 18.8%，生物制品、诊断板块逐渐从疫情高基数恢复至常态，收入分别下降 6.5%、3.7%，利润分别下降 30.4%、30.2%。4）医疗服务板块诊疗服务需求触底，研发外包服务订单有所好转，2024 全年收入和利润分别下降 2.5%、16.3%，2025 年一季度呈复苏回暖趋势。5）中药板块感冒退烧药进入去库存周期，OTC 院外消费品市场景气度下降，2024 全年收入和利润分别下降 8.2%、20.7%。

（二）医药行业盈利能力和运营质量位于底部区间

2024 年全年医药行业平均毛利率 49.2%，平均净利率 12.1%，较去年分别下降 1.4pct、4.4pct。2025 年一季度医药行业平均毛利率 48.6%，平均净利率 15.5%，较去年同期均下降 1.1pct，行业整体盈利能力降至历史低位。2024 年全年销售费用率 18.7%，较去年下降 0.2pct；研发费用率 7.6%，较去年提升 0.7pct。2025 年一季度销售费用率 17.9%，较去年同期下降 0.2pct；研发费用率 7.6%，较去年同期提升 0.3pct，反映医药公司开始实施降本增效战略，将更多资源倾斜至创新研发领域。

运营质量方面，2024 年全年医药行业净资产收益率 ROE 为 6.3%，较去年下降 2.7pct；2025 年一季度净资产收益率 ROE 为 1.9%，较去年同期下降 0.4pct；位于历史底部区间。2024 年全年应收账款账期和存货周转天数分别为 88.0、208.4 天，较去年延长 5.3、16.6 天；2025 年一季度应收账款账期和存货周转天数分别为 139.7、279.4 天，较去年同期延长 18.6、30.0 天，反映医院端经营压力仍较大。

表4：2020-2025Q1 医药行业盈利能力分析（%）

	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2024Q1	2025Q1
销售费用率	20.3	19.8	19.3	18.9	18.7	18.1	17.9
管理费用率	7.0	6.8	6.9	7.2	8.1	7.8	8.5
研发费用率	5.4	5.8	6.4	6.9	7.6	7.3	7.6
财务费用率	0.4	0.0	-0.8	-0.6	-0.5	-0.8	-0.2

毛利率	53.0	52.2	50.8	50.6	49.2	49.7	48.6
净利率	18.7	19.1	17.6	16.5	12.1	16.6	15.5

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表5：2020-2025Q1 医药行业运营质量分析

	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2024Q1	2025Q1
应收账款周转天数（天）	69.4	68.1	73.5	82.7	88.0	121.1	139.7
存货周转天数（天）	180.4	176.7	184.3	191.8	208.4	249.1	279.4
经营性净现金流/净利润	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0	-0.6
净资产收益率 ROE （扣除摊薄）（%）	12.7	12.1	10.9	9.0	6.3	2.3	1.9
资产负债率（%）	29.5	29.0	29.6	28.5	29.3	28.2	28.6

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）创新药行业扭亏加速，多重利好驱动价值回归

在 A 股和港股创新药板块，我们分别选取了 20 家具有代表性的公司作为参考，2024 年 A 股 20 家创新药公司合计营业收入同比增长 67.04%，归母净亏损和扣非归母净亏损分别同比收窄 56.19%、57.20%，研发费用同比增长 4.34%。港股 20 家创新药公司合计营业收入同比增长 8.45%，归母净亏损和扣非归母净亏损分别同比收窄 12.08%、86.60%，研发费用同比增长 5.78%。

2024 年多家创新药企业核心产品实现上市后商业化放量，泽布替尼、伏美替尼等创新大单品销量持续超过预期；公司营收高速增长同时伴随利润端边际改善，百济神州、信达生物等创新药龙头大幅减亏，即将迎来经营性盈亏平衡。从中长期角度来看，创新药产业链支持政策将进一步完善，支付端和进院环节持续优化，有效解决创新药产业发展瓶颈；同时全球主要央行利率呈降息趋势，国内 10 年期国债收益率降至 1.6%，利于创新药企业长期估值提升。

表6：A 股 20 家创新药公司 2024 年业绩（亿元）

证券代码	公司名称	市值	2024 年 营业收入	同比增长	2024 年 归母净利润	同比增长	2024 年 扣非净利润	同比增长	2024 年 研发费用	同比增长
688235.SH	百济神州	3,659.76	272.14	56.19%	-49.78	25.87%	-53.79	44.44%	141.40	10.35%
688506.SH	百利天恒	1,147.18	58.23	936.31%	37.08	575.02%	36.36	547.31%	14.43	93.34%
688578.SH	艾力斯	392.94	35.58	76.29%	14.30	121.97%	13.61	124.51%	3.14	0.46%
688428.SH	诺诚健华	383.71	10.09	36.68%	-4.41	30.20%	-4.40	29.66%	8.15	7.57%
688180.SH	君实生物	298.17	19.48	29.67%	-12.81	43.90%	-12.90	43.86%	12.75	-34.18%
688266.SH	泽璟制药	286.18	5.33	37.91%	-1.38	50.52%	-1.71	50.92%	3.88	-21.83%
688331.SH	荣昌生物	276.01	17.17	58.54%	-14.68	2.84%	-15.08	2.31%	15.40	17.87%
688192.SH	迪哲医药	266.05	3.60	294.24%	-8.46	23.63%	-8.99	22.56%	7.24	-10.17%
300558.SZ	贝达药业	211.59	28.92	17.74%	4.03	15.67%	4.10	55.92%	5.02	-21.59%
688336.SH	三生国健	179.36	11.94	17.70%	7.05	139.15%	2.46	18.99%	3.56	26.28%

688382.SH	益方生物	130.47	1.69	-9.02%	-2.40	15.41%	-2.50	14.83%	3.84	-13.22%
688443.SH	智翔金泰	104.28	0.30	2384.10%	-7.97	0.50%	-8.04	1.06%	6.10	-1.71%
688177.SH	百奥泰	92.34	7.43	5.44%	-5.10	-29.34%	-5.56	-17.76%	7.78	1.17%
688062.SH	迈威生物	83.96	2.00	56.28%	-10.44	0.90%	-10.70	-0.91%	7.83	-6.33%
688321.SH	微芯生物	69.90	6.58	25.63%	-1.15	228.96%	-2.05	5.62%	2.14	-21.05%
688176.SH	亚虹医药	47.31	2.02	1365.55%	-3.84	4.09%	-4.09	5.38%	3.12	-14.45%
688197.SH	首药控股	45.42	0.04	-24.61%	-2.12	-14.21%	-2.35	-17.86%	2.13	4.95%
688373.SH	盟科药业	40.52	1.30	43.51%	-4.41	-4.65%	-4.59	-1.14%	3.69	6.87%
688302.SH	海创药业	38.72	0.00	0.00%	-1.99	32.18%	-2.18	33.08%	1.74	-29.90%
688221.SH	前沿生物	32.14	1.29	13.32%	-2.01	38.78%	-3.27	7.69%	1.37	-35.95%
合计		485.13	67.04%	-70.51	56.19%	-85.68	57.20%	254.69	4.34%	

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表7：H 股 20 家创新药公司 2024 年业绩（亿元）

证券代码	公司名称	市值	2024 年 营业收入	同比增长	2024 年 归母净利润	同比增长	2024 年 扣非净利润	同比增长	2024 年 研发费用	同比增长
6160.HK	百济神州	2,144.67	38.10	54.96%	-6.45	26.87%	-46.35	25.78%	140.41	11.46%
3692.HK	翰森制药	1,451.10	122.61	21.33%	43.72	33.39%	43.72	37.50%	27.02	28.83%
1801.HK	信达生物	904.85	94.22	51.82%	-0.95	90.79%	-0.95	91.76%	26.81	20.36%
9926.HK	康方生物	788.07	21.24	-53.33%	-5.15	125.37%	-5.15	127.04%	11.88	-5.29%
6990.HK	科伦博泰	781.35	19.33	25.48%	-2.67	53.54%	-2.67	55.82%	12.06	16.99%
1093.HK	石药集团	716.86	295.70	-6.73%	43.28	-26.31%	43.28	-25.00%	51.91	7.46%
1530.HK	三生制药	321.80	91.08	16.24%	20.90	34.93%	20.90	17.83%	13.27	66.90%
9688.HK	再鼎医药	278.03	3.99	49.59%	-2.57	23.17%	-18.48	24.28%	16.86	-10.48%
9995.HK	荣昌生物	225.35	17.10	57.90%	-14.68	2.84%	-14.68	7.30%	15.40	17.87%
2096.HK	先声药业	223.52	66.35	-0.07%	7.33	2.57%	7.26	30.03%	14.10	-9.79%
2696.HK	复宏汉霖	219.30	57.24	6.06%	8.20	50.26%	8.15	67.69%	10.35	-7.47%
0013.HK	和黄医药	209.18	6.30	-24.80%	0.38	-62.56%	2.71	-62.00%	15.25	-28.72%
9969.HK	诺诚健华	184.01	10.09	36.62%	-4.41	30.20%	-4.11	33.52%	8.14	8.37%
6855.HK	亚盛医药	169.26	9.81	335.68%	-4.05	56.20%	-4.05	57.22%	9.47	33.99%
1952.HK	云顶新耀	165.94	7.07	317.45%	-10.41	-23.32%	-10.44	-23.96%	5.28	-2.23%
1877.HK	君实生物	160.27	19.48	27.05%	-12.82	43.79%	-12.82	44.63%	12.75	-34.18%
2162.HK	康诺亚-B	134.27	4.28	20.04%	-5.15	-43.38%	-5.15	-35.37%	7.35	23.30%
2157.HK	乐普生物	86.39	3.68	62.96%	-4.11	-1761.7%	-4.16	-36.85%	4.38	-4.45%
2142.HK	和铂医药	74.48	0.38	-57.49%	0.03	-87.81%	0.20	-87.45%	1.51	-52.72%
1167.HK	加科思-B	31.83	1.56	145.13%	-1.56	56.64%	-1.56	56.30%	3.30	-11.32%
合计		889.62	8.45%	48.86	12.08%	-4.35	86.60%	407.49	5.78%	

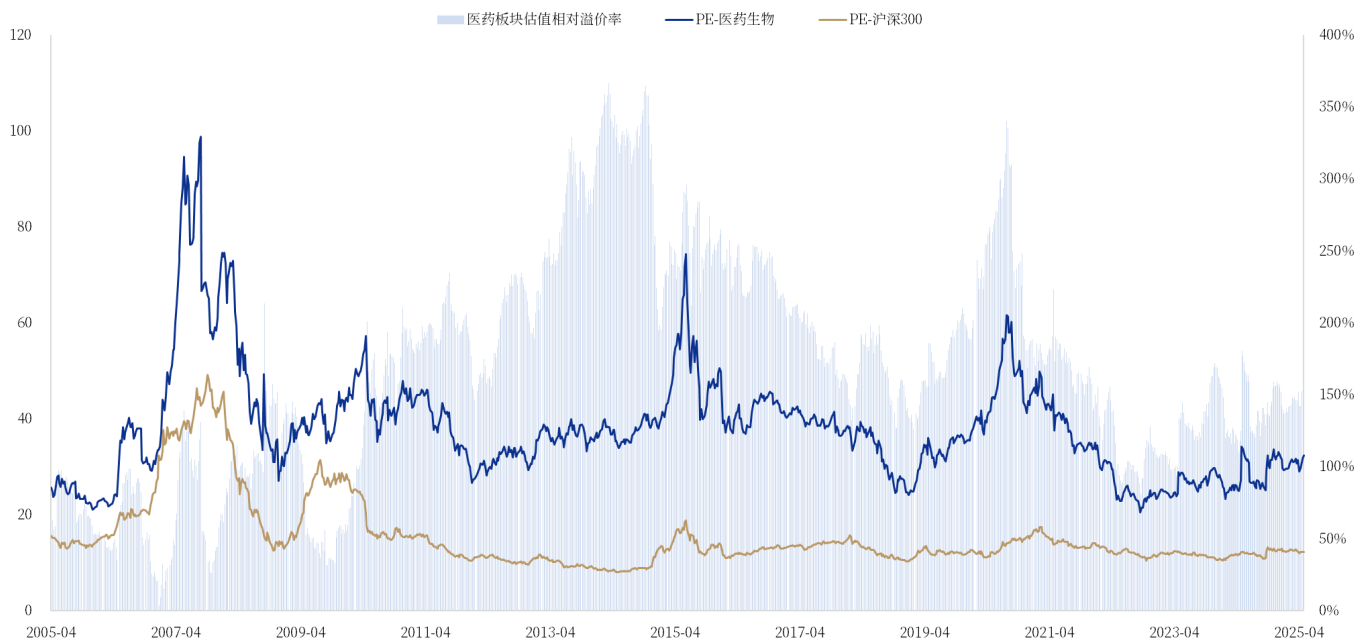
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、行业数据动态

（一）医药行业表现弱于沪深 300

截至 2025 年 5 月 6 日，医药行业一年滚动市盈率为 32.35 倍，沪深 300 为 12.30 倍。医药股市盈率相对于沪深 300 溢价率当前值为 163.10%，历史均值为 167.87%，当前值较 2005 年以来的平均值低 4.77 个百分点，位于历史偏低水平。2023 年初至 2025 年 5 月 6 日，SW 医药生物指数下跌 19.37%，沪深 300 下跌 1.63%，医药板块相对沪深 300 收益低 17.74 个百分点。

图1：医药生物指数和沪深 300 滚动市盈率对比（截至 2025 年 5 月 6 日）

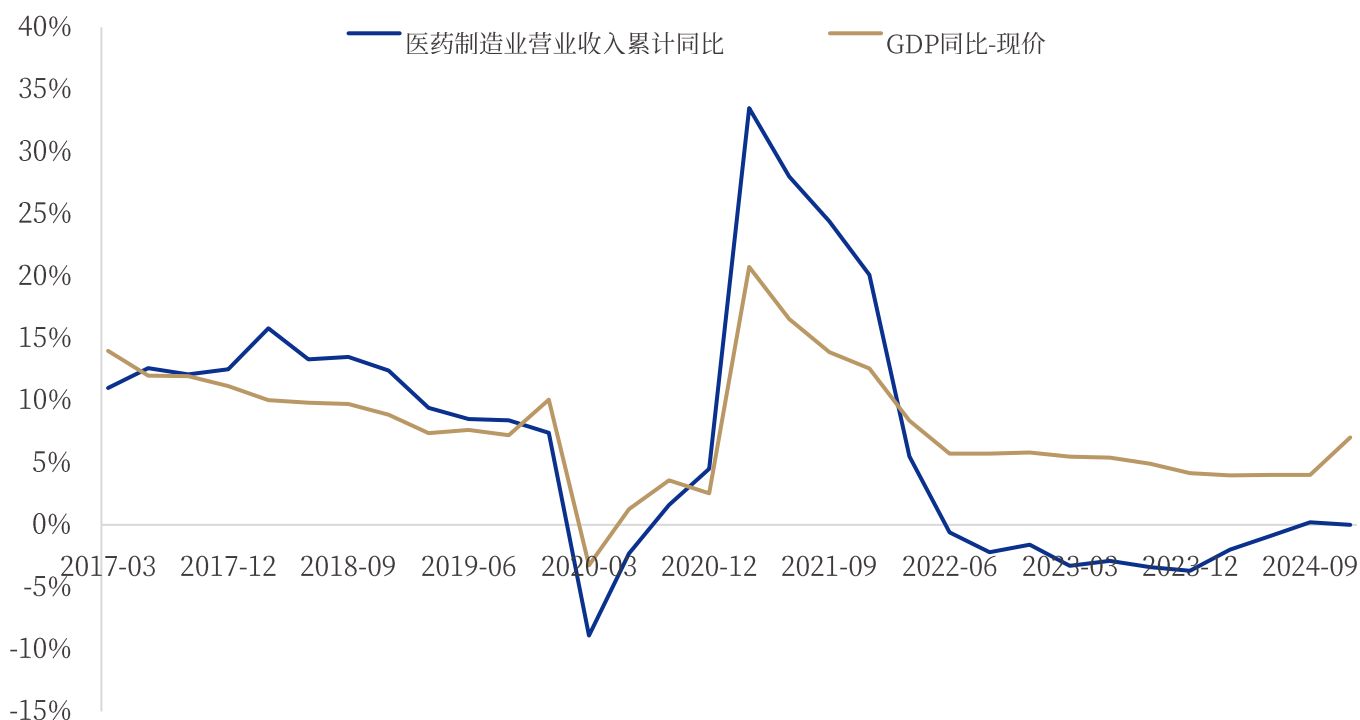


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）医药制造业收入增速受疫情节奏影响出现下滑

近 10 年来，我国人民物质生活的改善，带动了持续不断的医疗升级需求，医药行业常年保持快于 GDP 增速的增长。医疗需求一方面来自于人口增加带来的基本医疗需求，另一方面来自于医疗升级需求带来的人均消费的提高。随着基数增大，我国医药制造业主营增速逐渐放缓，但仍然保持快于 GDP 的增速。同时，17、18 年收入增速提高与两票制下“低开转高开”有较大关系。2020 前三季度受疫情冲击影响，医疗机构作为高风险地区纷纷限制营业，其他传染病也因为防疫措施得到遏制，医药需求出现下滑，医药制造业收入增速大幅回落并低于 GDP 增速，至 2020 年第四季度才再次反超 GDP 现价累计增速。2021 年医药制造业收入增速强劲复苏，且保持高于 GDP 的增速，2022 年以来行业增速再次回落，至今仍处于低于 GDP 增速的水平。2022Q2 至 2024Q2，医药制造业营业收入累计同比一度处于下降状态，2024Q3 转负为正，2024Q4 同比持平，逐步企稳。

图2：中国医药制造业营业收入和 GDP 累计增速对比（现价计算）

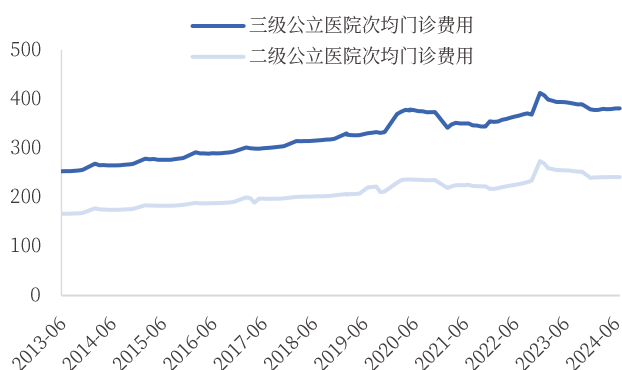


资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

（三）门诊费用随疫情上升，住院费用得到遏制

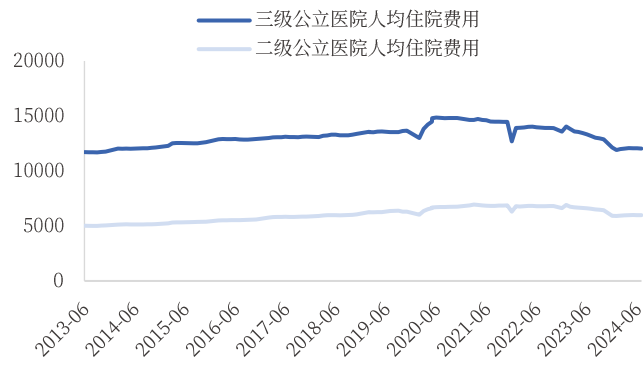
门诊费用受疫情影响加速上升，住院费用上升势头得到遏制。从2013年7月至2023年11月，中国三级公立医院和二级公立医院医疗费用统计中，次均门诊费用从253.2元和166.4元分别提高到389.5元和252.1元；人均住院费用从11,702.1元和5,010.7元分别提高到12,879.3元和6,425.3元。整体而言，门诊费用在疫情严重期间上升较快，剔除疫情影响仍呈现上升趋势，2023年初次均门诊费用上升至历史最高水平，或主要是呼吸道传染病盛行导致；住院费用上升势头则得到有效控制，并表现出下降趋势，体现了DRG等医改控费效果。

图3：2013.6-2024.8次均门诊费用统计（元）



资料来源：卫健委，中国银河证券研究院

图4：2013.6-2024.8人均住院费用统计（元）

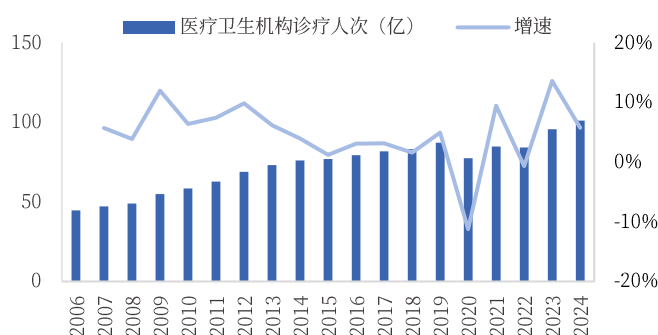


资料来源：卫健委，中国银河证券研究院

(四) 2024 年诊疗及出院人次提升，体现医疗服务量显著恢复

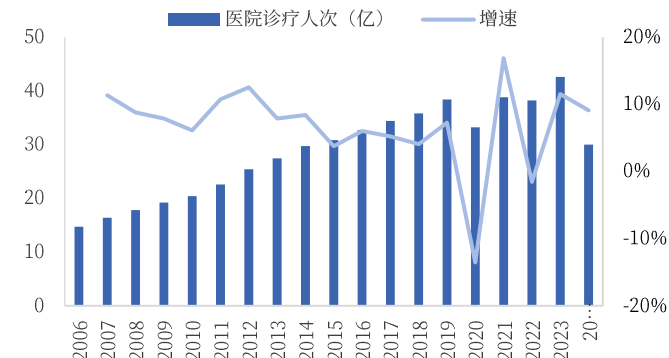
2024 年医疗服务增速逐步恢复。2023 年全国医疗卫生机构总诊疗人数达 95.6 亿人次，同比增长 13.5%，出院人数达 2.95 亿，同比增长 20.4%。自 2016 年至 2019 年，医疗机构服务数据增速维持低位运行，2022 年受疫情影响，整体诊疗人数略有下降，2023 年起医疗服务呈现显著恢复。2024 年，全国医疗卫生机构总诊疗人次 101.1 亿人次，同比增长 5.8%，其中 2024 年 1-8 月医院诊疗人次 30 亿，同比增长 9.1%。2024 年，全国医疗卫生机构出院人次 3.1 亿，同比增长 6.5%，其中 2024 年 1-8 月医院出院 17,253.9 万人次，同比增长 6.6%。

图5：2006-2024 全国医疗卫生机构总诊疗人次变化情况



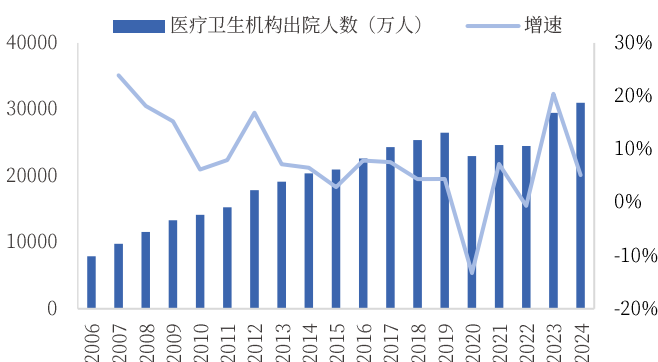
资料来源：卫健委，中国银河证券研究院

图6：2006-2024.8 全国医院诊疗人次变化情况



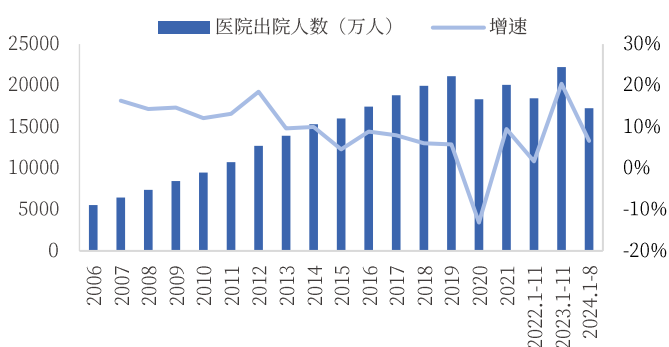
资料来源：卫健委，中国银河证券研究院

图7：2006-2024 全国医疗卫生机构出院人数变化情况



资料来源：卫健委，中国银河证券研究院

图8：2006-2024.8 全国医院出院人数变化情况



资料来源：卫健委，中国银河证券研究院

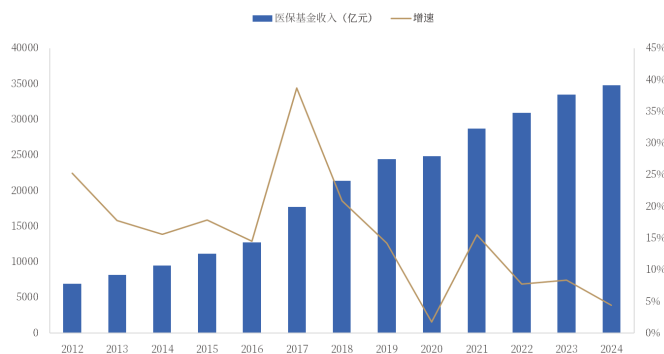
（五）医保基金整体运行平稳

2023 年医保基金收入 33,501.36 亿元，同比增长 8.34%；医保基金支出 28,208.38 亿元，同比增长 14.68%。据国家医保局《2023 年全国医疗保障事业发展统计公报》，2023 年医保基金运行总体保持稳定，统筹基金实现合理结余，其中基本医疗保险统筹基金总收入达到 2.7 万亿元，总支出 2.2 万亿元，统筹基金当期结余 5,000 亿元，累计结余 3.4 万亿元。职工医保统筹基金累计结余 2.6 万亿元；居民医保统筹基金累计结余 7,600 多亿元，仍处于紧平衡状态。

2024 年，全国基本医保基金总收入 3.48 万亿元，同比增长 4.4%。其中职工医保基金收入 2.37 万亿元，居民医保基金收入 1.11 万亿元。全国基本医保基金总支出 2.97 万亿元，同比增长 5.5%

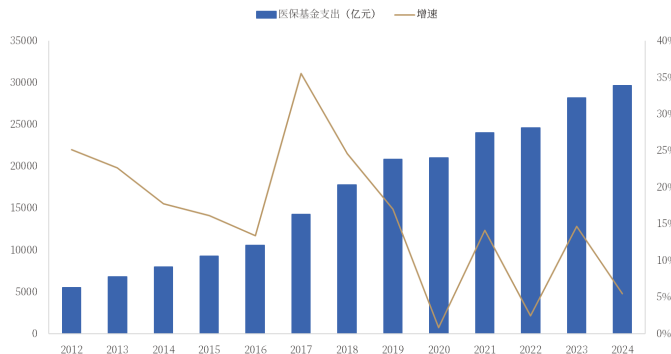
2025 年 1-2 月，全国基本医保基金总收入 5,464.43 亿元，同比增长 8.35%。其中职工医保基金收入 2,967.89 万亿元，居民医保基金收入 2,496.54 万亿元。全国基本医保基金总支出 3,304.62 亿元，同比增长 5.51%。支出快速增长的态势有所遏制，支出增速与收入增速的协调性有所增强，支出增长与经济增速的增速协调性也有所改善。

图9：2004-2024 医保基金收入及增速



资料来源：医保局，中国银河证券研究院

图10：2004-2024 医保基金支出及增速



资料来源：医保局，中国银河证券研究院

三、投资建议

医药行业进入调整周期，公募基金重仓持仓占比降至历史低位，从成长性角度看，医药行业仍有向上反弹空间。考虑到医保及政策对创新药的支持，以及后续商保政策的逐步推开，行业基本面有望持续向好。中长期持续看好创新药及创新药产业链、创新器械、药械出海、第三方医检及细分行业龙头个股：

1) 医药创新产业升级大趋势，重视创新药 0-1 的突破（恒瑞医药、百济神州、信达生物、康方生物、特宝生物等）。

2) 管理优良的平台型医药企业（华东医药、科伦药业等）及制剂出口企业（健友股份、华海药业等）。

3) 国产器械装备的国产替代及海外出口（迈瑞医疗、联影医疗、安图生物、新产业、万孚生物等）。

4) 受益于 DRGs 政策不断推进、外包率提升的医学检验服务（金域医学、迪安诊断）。

5) 具有产品壁垒的生物制品：需求稳步提升的血制品（天坛生物、上海莱士等）、管线不断丰富疫苗（康泰生物等）。

6) 基因测序技术（华大智造、诺禾致源等）、生命科学上游的国产替代（奥浦迈、纳微科技等）。

同时，推荐 AI 医疗相关标的：诊断服务（金域医学、迪安诊断）、诊断设备（迈瑞医疗、乐普医疗、联影医疗、鱼跃医疗）、健康管理（美年健康）、制药工艺（川宁生物）等；建议关注：新药研发（泓博医药、成都先导）。

四、风险提示

1. 政策推进不及预期的风险；
2. 医保控费及集采降价超预期的风险；
3. 创新药及创新器械企业融资困难的风险；
4. 医疗需求复苏不及预期的风险。

图表目录

图 1： 医药生物指数和沪深 300 滚动市盈率对比（截至 2025 年 5 月 6 日）7

图 2： 中国医药制造业营业收入和 GDP 累计增速对比（现价计算）8

图 3： 2013.6-2024.8 次均门诊费用统计（元）8

图 4： 2013.6-2024.8 人均住院费用统计（元）8

图 5： 2006-2024 全国医疗卫生机构总诊疗人次变化情况.....9

图 6： 2006-2024.8 全国医院诊疗人次变化情况9

图 7： 2006-2024 全国医疗卫生机构出院人数变化情况.....9

图 8： 2006-2024.8 全国医院出院人数变化情况9

图 9： 2004-2024 医保基金收入及增速 10

图 10： 2004-2024 医保基金支出及增速..... 10

表 1： 2020-2025Q1 医药行业各细分板块营业收入同比增速（%） 3

表 2： 2020-2025Q1 医药行业各细分板块归母净利润同比增速（%） 3

表 3： 2020-2025Q1 医药行业各细分板块扣非归母净利润同比增速（%）4

表 4： 2020-2025Q1 医药行业盈利能力分析（%）4

表 5： 2020-2025Q1 医药行业运营质量分析5

表 6： A 股 20 家创新药公司 2024 年业绩（亿元）5

表 7： H 股 20 家创新药公司 2024 年业绩（亿元）6

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

程培，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，10 年以上医学检验行业+医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业 2022 年第 4 名、2021 年第 5 名、2020 年入围，2021 年上海证券报最佳分析师第 2 名，2019 年 Wind“金牌分析师”医药行业第 1 名，2018 年第一财经最佳分析师医药行业第 1 名等荣誉。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn