

# 医疗行业行业研究

买入（维持评  
级）

行业周报  
证券研究报告

医药组

分析师：何冠洲（执业 S1130523080002） 分析师：袁维（执业 S1130518080002）

heguanzhou@gjzq.com.cn

yuan\_wei@gjzq.com.cn

## 高层级政策落地推动医药复苏，重点布局两大战略方向

### 行业投资逻辑

- 我们认为，近期医药板块最重要的投资变化，一是高能级的创新药全链条支持政策的出台；一是半年报窗口期的来临和板块表现业绩拐点的出现。下半年医药板块投资的配置布局也围绕这两大变化展开。
- 根据中国政府网，7月5日国务院常务会议审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》。会议指出，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，夯实我国创新药发展根基。我们认为，这一高能级政策出台，不仅将为创新药产业链条的带来实实在在的支持和保障，更能有效消除市场对医药板块的政策忧虑，创造估值回升趋势。
- 此外，半年报窗口来临，市场对企业业绩表现的关注度升高。从行业一季度业绩和 Q2 以来的整体发展形势来看，考虑行业政策周期、去年同期基数、以及医保结算周期等多方面因素，我们认为应对 Q2 业绩的温和复苏保持合理预期，Q3-Q4 将是医药板块企业明显提速改善的拐点，Q3 复苏趋势会比 Q2 单季度表现更值得关注。
- **创新药**：政策持续鼓励，持续看好 GLP-1（胰高血糖素样肽-1）赛道、ADC（抗体偶联药物）和双抗赛道，以及高性价比底部龙头。
- **生物制品**：内资胰岛素企业加速向创新型药企转型，同时全面推进产品出海战略，布局海外市场，打造第二增长曲线。建议持续关注内资胰岛素企业研发及商业化进展。
- **医疗器械**：看好未来国产医疗器械海外拓展的前景，建议重点关注在产品临床创新、制造供应、客户粘性、渠道布局方面具备优势的企业。
- **中药&药店**：担忧情绪持续发酵，中药板块整体估值回调明显，前期筹码经历大幅出清后，情绪面有望触底。后续建议院外关注品牌力强、经营稳健、业绩仍有望持续增长的相关企业。
- **医疗服务与医美**：根据重庆卫健委数据，重庆 24 年 1-5 月医疗卫生机构总诊疗人次累计同比+6.5%，预计随暑假到来，终端需求有望进一步释放，建议关注医疗服务龙头复苏及医美新品放量机会。

### 投资建议

结合政策面和业绩面的表现，考虑机构医药持仓处于低位，我们有理由认为，医药板块 Q3 将迎来改善行情，同时医药板块整体超过 3 年的长期调整也有望反转。

为了把握这种行情，我们建议积极从两个板块进行重点布局：1) 高创新药械品种享受创新支持政策红利：如 GLP-1（胰高血糖素样肽-1）赛道、ADC（抗体偶联药物）和双抗赛道、电生理/内窥镜等创新医疗器械赛道；2) 院内存量药械需求 Q3 复苏：如部分景气度较高的生物制品（长效干扰素、三代胰岛素、血液制品等）、精麻药物、化学发光诊断、医疗设备、原料药（如维生素、抗生素等）等。

### 重点标的

恒瑞医药、特宝生物、康方生物、迈瑞医疗、花园生物。

### 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

政策落地+业绩拐点，医药板块三年下行行情有望反转 .....	3
创新药：国务院审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》，高层次政策落地推动产业复苏.....	4
国家层面大力支持创新药，趋势确定，方案落地.....	4
创新药企研发投入持续，新药临床、出海及上市硕果不断.....	4
生物制品：关注本土胰岛素企业研发端及海外商业化进展.....	5
甘李药业自研一类新药 GZR18 注射液临床数据于 ADA2024 发表.....	5
内资胰岛素企业海外商业化不断取得新进展.....	6
医疗器械：头部企业加快海外合作布局，关注创新器械出海市场.....	6
迈瑞医疗签署三方合作战略协议.....	6
心脉医疗收购 Lombard：上半年业绩高速增长，收购优质资产加速海外扩张.....	6
中药&药店：受情绪面影响估值回调，关注业绩端稳健增长公司.....	7
医疗服务及医美：基数效应减退，旺季需求有望进一步释放.....	8
医疗服务：支付端持续优化，有望助力具有竞争力的头部民营医院发展.....	8
终端：终端诊疗量逐步复苏.....	9
医美：新品受理有望更好满足市场需求.....	9
投资建议.....	10
重点公司.....	10
风险提示.....	10

## 图表目录

图表 1：基金医药持仓处于低位.....	3
图表 2：医药板块经过长期回调（800 医卫和中证医疗指数表现情况）.....	4
图表 3：2023 年度中国上市药企研发费用（亿元）TOP 30 .....	5
图表 4：GZR18 中国 Ib/IIa 期试验设计.....	6
图表 5：Lombard 产品 Aorfix（左）及 Altura（右）腹主动脉覆膜支架.....	7
图表 6：医药各子板块近期涨跌幅表现.....	8
图表 7：《2024 医药卫生体制改革》医疗服务相关梳理.....	8
图表 8：重庆医疗卫生机构总诊疗人次（万人次） .....	9
图表 9：中国肉毒毒素获批产品梳理.....	9

## 政策落地+业绩拐点，医药板块三年下行行情有望反转

我们认为，近期医药板块最重要的投资变化，一是高能级的创新药全链条支持政策的出台，一是半年报窗口期的来临和板块表现业绩拐点的出现。下半年医药板块投资的配置布局也围绕这两大变化展开。

根据中国政府网，7月5日国务院常务会议审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》。会议指出，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，夯实我国创新药发展根基。我们认为，这一高能级政策出台，不仅将为创新药产业链条的带来实实在在的支持和保障，更能有效消除市场对医药板块的政策忧虑，创造估值回升趋势。

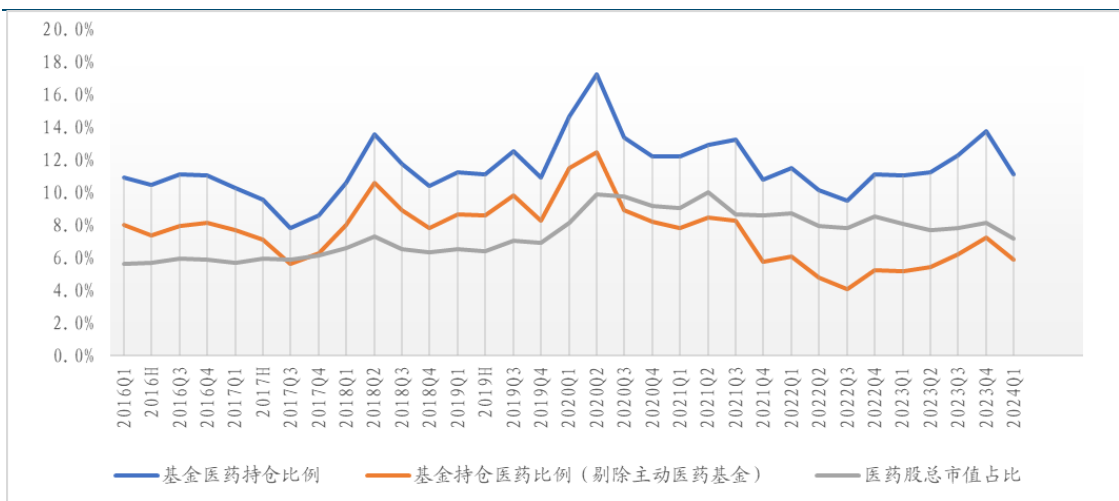
此外，半年报窗口来临，市场对企业业绩表现的关注度升高。从行业一季度业绩和Q2以来的整体发展形势来看，考虑行业政策周期、去年同期基数、以及医保结算周期等多方面因素，我们认为应对Q2业绩的温和复苏保持合理预期，Q3-Q4将是医药板块企业明显提速改善的拐点，Q3复苏趋势会比Q2单季度表现更值得关注。

因此，结合政策面和业绩面的表现，考虑机构医药持仓处于低位，我们有理由认为，医药板块Q3将迎来改善行情，同时医药板块整体超过3年的长期调整也有望反转。

为了把握这种行情，我们建议积极从两个板块进行重点布局：

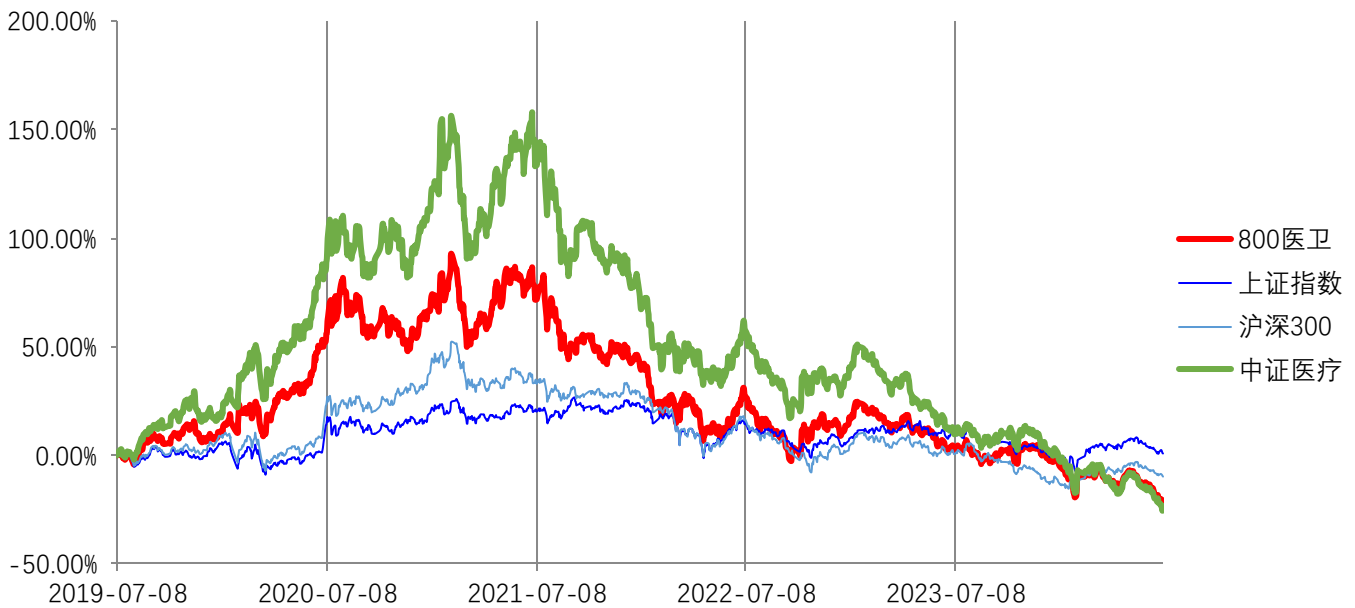
- 高创新药械品种享受创新支持政策红利：如GLP-1（胰高血糖素样肽-1）赛道、ADC（抗体偶联药物）和双抗赛道、电生理/内窥镜等创新医疗器械赛道；
- 院内存量药械需求Q3复苏：如部分景气度较高的生物制品（长效干扰素、三代胰岛素、血液制品等）、精麻药物、化学发光诊断、医疗设备、原料药（如维生素、抗生素等）、优质高值耗材等。

图表1：基金医药持仓处于低位



来源：同花顺 ifind，国金证券研究所

图表2：医药板块经过长期回调（800 医卫和中证医疗指数表现情况）



来源：同花顺 ifind，国金证券研究所

## 创新药：国务院审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》，高层次政策落地推动产业复苏

### 国家层面大力支持创新药，趋势确定，方案落地

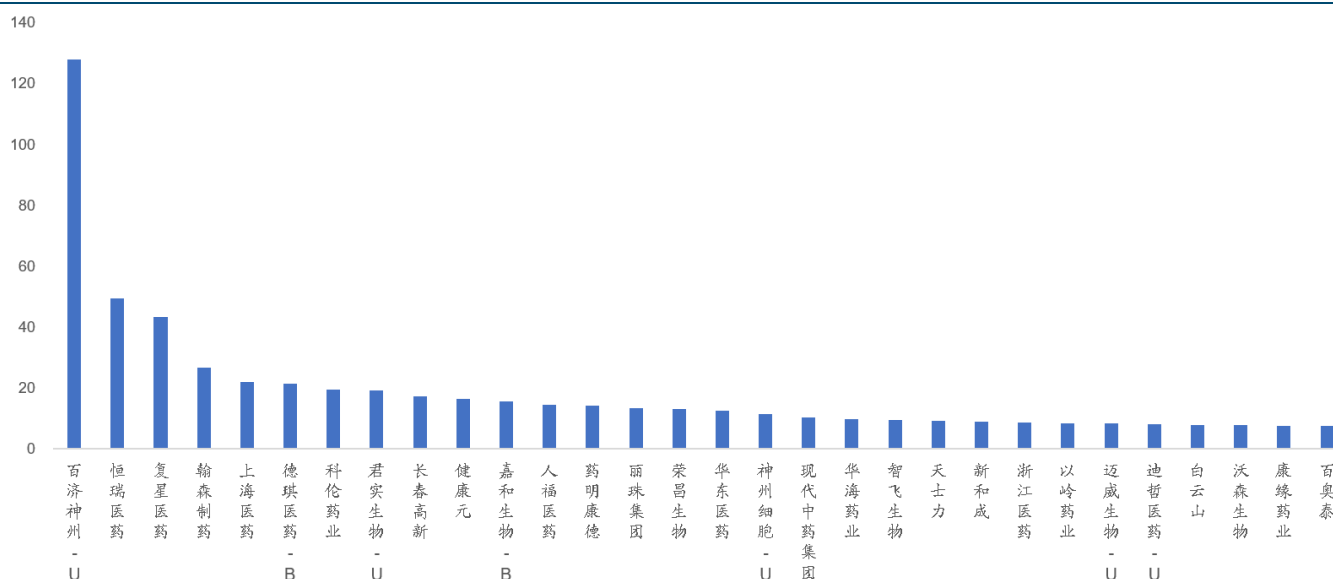
- 国家高层级政策鼓励值得重视：这是国家高层级政策对创新药发展予以多维度支持，创新药产业振兴趋势确定。
- 信心提振：虽然目前《全链条支持创新药发展实施方案》全文尚未公布，但此前北京、上海等多地已出台支持创新药全产业链发展的地方性文件，而此次从高层及对创新药发展予以多维度支持，对行业与市场信心皆有较强提振。
- 医药创新产业融资有望迎来复苏：此次政策明确涉及投融资相关方面，有望对医药一二级市场投融资回暖贡献信心。
- 创新药新品种不断获批：从数据来看，根据国家药监局（NMPA）官网批件信息统计，2024 年上半年共有 44 款新药在中国首次获批上市，其中 1 类创新药 23 款。另外，还有近 50 款新药的新适应症/新剂型在中国获批。进一步梳理国家药审中心数据可以发现：2023 年全年批准上市的 1 类创新药有 40 个，接近于 2022 年获批数（21 款）的两倍。而在 2019、2020 年和 2021 年三年里，我国 1 类创新药获批数分别为 12、20 和 47 个。由此计算，近五年来，我国获批的 1 类创新药达到 140 个，并总体呈增长趋势。
- 地方措施不断出台，实施可行性确定：此次国常会进一步明确，要统筹用好“医保支付”“商业保险”“药品配套使用”等政策。为增进创新药的可及性，目前，地方层面已有多项创新。比如，根据《北京市支持创新医药高质量发展若干措施（2024 年）》，对符合条件的新药新技术费用，不计入 DRG 病组支付标准，单独支付；广州方面则提出，建立广州重大创新药产品目录，建立目录产品的采购奖励机制。支持符合创新药品条件的医药企业随时向“穗岁康”承办机构提出申请纳入等。

### 创新药企研发投入持续，新药临床、出海及上市硕果不断

在以上重大政策利好的大环境下，我们特别关注研发持续投入的创新药企。本周，亦有百利天恒、金斯瑞、苑东生物、上海医药、复宏汉霖等在临床推进中有新进展，亚盛医药在创新药耐立克出海中获得进一步收获，石药集团、德琪医药、上海医药、圣诺生物等有新药、新适应症或原料药获批。

- 我们持续看好在出创新药研发中持续投入领先的龙头药企,比如百济神州、恒瑞医药、科伦药业等。以下是我们梳理的2023年度中国上市药企研发费用前30的上市标的。

图表3: 2023年度中国上市药企研发费用(亿元)TOP30



来源: Wind, 各公司年报, 国金证券研究所

- 本周创新药策略,我们继续看好三类细分方向:第一, GLP-1 (胰高血糖素样肽-1)赛道上具有领先优势的信达生物、诺泰生物、圣诺生物等未来收入的高弹性空间;第二, ADC (抗体偶联药物)和双抗赛道的龙头科伦博泰、百利天恒、康方生物等未来的高成长性;第三, 底部龙头上海医药、中国生物制药等业绩底部向上的态势。

### 生物制品: 关注本土胰岛素企业研发端及海外商业化进展

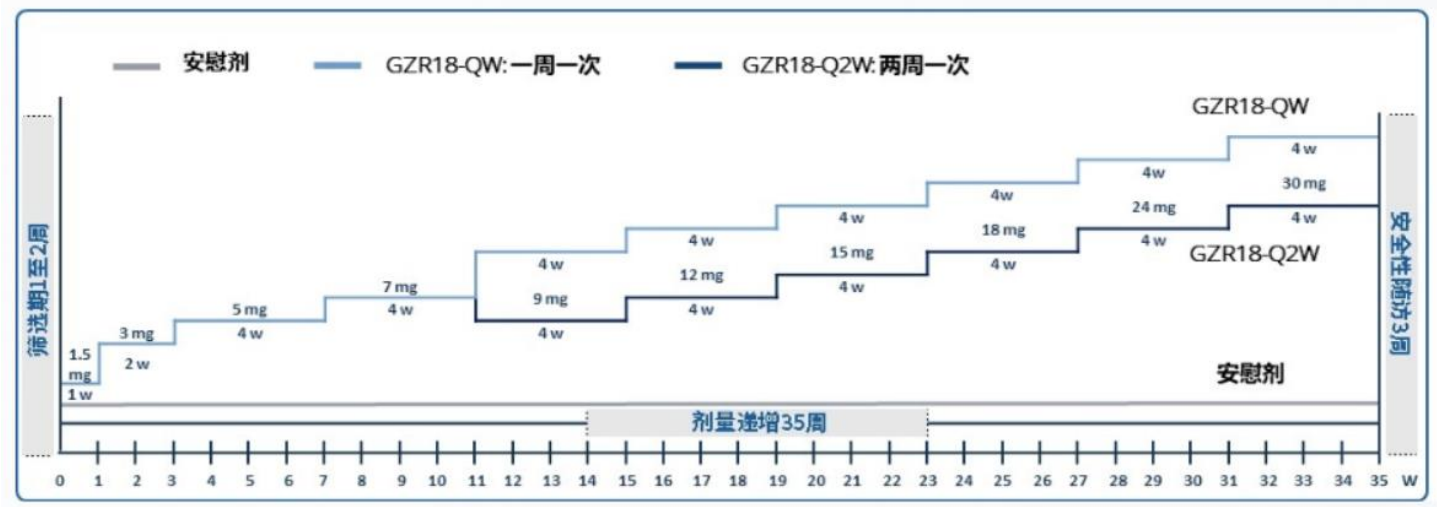
#### 甘李药业自研一类新药 GZR18 注射液临床数据于 ADA2024 发表

近期甘李药业公布了 GZR18 注射液的 Ib/IIa 临床研究突破性进展 (Late Breaking) 结果, 该结果已于 2024 年美国糖尿病协会 (ADA) 第 84 届科学会议上发表 (摘要编号: 1858-LB)。GZR18 是一种基于脂肪酸酰化设计的 GLP-1RA, 具有每周或每两周给药一次的潜力, 其与人源 GLP-1 分子的同源性高达 94%。根据试验结果, GZR18 注射液每周一次 (QW) 和每两周一次给药 (Q2W) 治疗 35 周, 在中国肥胖症受试者中平均体重减轻 17.8% (QW) 与 12.8% (Q2W), 相较安慰剂组 (体重增加 0.7%) 分别减轻了 18.6% 与 13.5%。此外, GZR18 还可改善受试者整体代谢情况。

根据公司官网, 与同类药品相似给药周期的 III 期临床试验结果相比, 本研究的 GZR18 注射液减重效果超过了司美格鲁肽 2.4mg (9.8%) 和替尔泊肽 15mg (17.5%) 在相同可比人群的研究数据。该研究结果显示 GZR18 注射液具有在每周一次和每两周一次给药频率下提供优于多靶点 GLP-1RA 类药物减重疗效的潜力。



图表4: GZR18 中国 1b/11a 期试验设计



来源：甘李药业，国金证券研究所

### 内资胰岛素企业海外商业化不断取得新进展

海外商业化方面，根据甘李药业官网，公司近日与孟加拉人民共和国大型制药公司合作本土化灌装生产的门冬胰岛素 30 注射液项目收到了孟加拉药品管理局 (Directorate General of Drug Administration) 下发的注册批件。此次获批代表着公司首个门冬胰岛素 30 海外本土化项目的成功落地。今年 5 月，甘李药业已顺利通过 EMA 上市批准前 GMP 原料药、制剂及预填充注射笔生产线检查，标志着公司的生产设施符合欧盟 GMP 法规的要求，已具备甘精胰岛素注射液、赖脯胰岛素注射液、门冬胰岛素注射液及预填充注射笔的相关商业化生产条件。

7 月 5 日，通化东宝发布公告，公司收到 EMA 的正式通知，称公司的人胰岛素原料药的生产设施符合欧盟 GMP 法规的要求，具备欧盟商业化生产条件。2023 年 1 月，公司人胰岛素注射液上市许可申请获得 EMA 正式受理。2024 年 4 月 15 日-18 日，EMA 委托来自两个欧盟国家药监局的检查员对通化东宝人胰岛素原料药多品种生产车间及相应设施进行了为期 4 天的现场检查。2024 年 7 月，公司收到通过 EMA 上市批准前 GMP 检查的通知。表明通化东宝公司十多年来一直严格按照欧盟 GMP 法规实施标准化、规范化管理，人胰岛素原料药的质量获得 EMA 的专业认可。

本土胰岛素企业近年来持续加大对创新药领域的研发投入，加速向创新型药企转型，同时全面推进产品出海战略，布局海外市场，打造第二增长曲线。建议持续关注内资胰岛素企业研发及商业化进展。

### 医疗器械：头部企业加快海外合作布局，关注创新器械出海市场

#### 迈瑞医疗签署三方合作战略协议

7 月 2 日，迈瑞医疗与中国医药保健品有限公司、中国出口信用保险公司，在北京签署了三方合作战略协议，旨在进一步拓宽合作领域、优化资源配置，共同提高中国品牌的国际影响力。

此次战略合作共识的达成，将为三方在医疗健康领域的深度合作搭建更为广阔的平台，将为海外国家带去更好的产品技术，推动当地医疗行业、医疗机构的发展，迈瑞等头部国产品牌将在海外得到高水平发展。未来，三方将通过拓展合作领域、共享优势资源和创新业务模式，共同把握市场发展新趋势、新需求，实现强强联合、优势互补，不断提升在全球健康产业中中国品牌的核心竞争力和影响力。

#### 心脉医疗收购 Lombard：上半年业绩高速增长，收购优质资产加速海外扩张

2024 年 7 月 1 日，心脉医疗发布 2024 半年度业绩预告，预计实现收入 7.77 亿元~8.08 亿元，同比+25%~+30%；归母净利润 3.91 亿元~4.19 亿元，同比+40%~+50%。

同日公司发布关于受让 Optimum Medical Device Inc. (OMD) 股权的公告，拟使用自有资

金 6500 万美元（约合人民币 4.63 亿元）受让 OMD 72.37% 的股权，完成后 OMD 将成为公司全资子公司。

进一步收购 Lombard，丰富主动脉产品布局。OMD 全资持有下属两家子公司 Lombard Medical Limited(英国)和 Lombard Medical Technologies GmbH(德国)(统称为 Lombard)，在欧美、日本等发达国家拥有 20 余年的推广历史，产品已覆盖 23 个国家，核心腹主动脉产品 Aorfix、Altura 等将补充心脉产品管线。心脉自 2017 年开始与 Lombard 展开合作，2022 年 3 月通过增资及受让方式取得 OMD 27.63% 股权，此次收购后 OMD 将成为心脉全资子公司。

图表5: Lombard 产品 Aorfix (左) 及 Altura (右) 腹主动脉覆膜支架



来源: Lombard 官网, 国金证券研究所

OMD 盈利情况逐步改善，海外市场拓展有望加速。2023 年 OMD 营业收入达到 1.12 亿元，同比+43.55%，净利润-418 万元，且亏损处于逐步收窄状态，公司预计 2024 年将扭亏为盈。由于 OMD 具备先进制造工艺技术，未来将提升心脉整体产品性能及生产效率。同时 OMD 将运用其具备的成熟的市场与渠道资源，为心脉主动脉领域海外拓展提供基础，未来公司海外市场拓展有望加速。

未来企业海外市场拓展有望迎来加速，基于海外市场旺盛的医疗需求、充足的产品盈利空间、国内企业制造优势和技术突破逐步成型等原因以及对外资医疗器械企业的复盘，我们看好未来国产医疗器械海外拓展的前景，建议重点关注在产品临床创新、制造供应、客户粘性、渠道布局方面具备优势的企业。

## 中药&药店：受情绪面影响估值回调，关注业绩端稳健增长公司

中药：进入 6 月，受“比价”政策影响，市场对中药公司产品存在降价可能性的担忧情绪持续发酵，中药板块整体估值回调明显，进入 7 月的第一周，中药板块估值面整体表现有所修复，前期筹码经历大幅出清后，情绪面有望触底。后续建议关注以下几个方向：

- 1) 院外方面，前期筹码出清后，后续有望迎来估值提振的公司。我们认为，品牌力强的公司在价格管控方面更具优势，受“比价”影响更小，经营稳健、业绩仍有望持续增长。建议关注康恩贝、华润三九等。
- 2) 院内方面，国务院办公厅在 6 月发布的《深化医药卫生体制改革 2024 年重点工作任务》中提到：“推进药品和医用耗材集中带量采购提质扩面”，因此建议关注集采出清、业绩有望在二季度迎来拐点的公司，如方盛制药等，或集采推进下，业绩仍有望持续释放的公司，如九典制药等。
- 3) 低估值、高分红的优质标的，如济川药业等。

图表6：医药各子板块近期涨跌幅表现

板块	年初至今涨跌幅	6月涨跌幅	本周涨跌幅
化学制药	-14.0%	-8.0%	1.4%
生物制品	-29.2%	-7.6%	-0.7%
医疗器械	-17.9%	-7.0%	-1.6%
医药商业	-18.8%	-17.3%	-0.2%
其中：线下药店	-32.5%	-30.6%	-1.6%
中药	-11.4%	-9.0%	1.5%
医疗服务	-38.7%	-10.3%	-0.8%

来源：iFind, 国金证券研究所

药店：6月“比价”政策在各地陆续执行后，线下药店估值回调最为明显，6月板块涨跌幅为-30.6%。我们认为在线上线下比价方面，头部药店品牌管理能力强，线上线下价差在合理区间内，整体经营受此影响较小；在院内院外比价方面，目前市场较为担心的“三同”甚至“二同”等仍未看到较为明确的政策指引，情绪发酵下引起的大幅估值回调后，仍建议关注经营质量高、合规属性好，有望保持业绩稳健增长或率先从门诊统筹中受益的龙头公司。

## 医疗服务及医美：基数效应减退，旺季需求有望进一步释放

### 医疗服务：支付端持续优化，有望助力具有竞争力的头部民营医院发展

2024年6月国家卫健委发布《2024 医药卫生体制改革》文件，文件提到

1. 深化医疗服务价格改革：24 年医疗服务进一步推进医疗服务价格动态调整工作，经评估符合调价条件的地区及时完成调价。随医疗服务价格改革，医疗价值链有望迎来调整和结构改善机遇，医疗服务价值有望被重塑。经营规范的头部民营医院有望凭借其自身优势，在医疗服务改革政策下，进一步提升市占率。

2. 深化医保支付方式改革：所有统筹地区开展按疾病诊断相关分组（DRG）付费或按病种分值（DIP）付费改革。DRG/DIP 改革优化医保支付方式，有效控制医保支付上限。

### 3. 发展商业健康保险

医疗保险原有痛点包括：1) 过度倚重基本医疗保险，基本医疗保险资金增长乏力：人口老龄化带来参保人员抚养比逐年上升，在职退休比从 2012 年 3.0 降低到 2023 年 2.76。

2) 基本医疗保险风险分担能力有限：基本医疗保险仅能覆盖部分费用，不可做为“全能型”保险。

3) 医疗保障以治疗为中心，对健康管理激励作用不足。城乡居民基本医保的制度设计是只能报销住院这一环节的所谓大病部分，导致居民缺乏主动管理自身健康的动力。

商业健康保险推广下，有望多层次医疗保障体系，促进我国医疗保障体系的精准化发展。预计随支付端持续优化，有望助力具有竞争力的头部民营医院发展。

图表7：《2024 医药卫生体制改革》医疗服务相关梳理

序号	2024表述	2023表述
(四) 深化医疗服务价格改革	指导内蒙古、浙江、四川等3个试点省份开展深化医疗服务价格改革全省（区）试点，指导唐山、苏州、厦门、赣州、乐山等5个试点城市进一步探索建立医疗服务价格新机制。推进医疗服务价格动态调整工作，经评估符合调价条件的地区及时完成调价。	推动各省（自治区、直辖市）开展2023年度医疗服务价格调整评估，符合条件的在总量范围内及时调整价格，优先将技术劳务价值为主的治疗类、手术类和部分中医医疗服务项目纳入调整范围。持续开展医疗服务价格指数编制和相关监测工作。对5个试点城市价格改革情况开展评估，启动医疗服务价格改革省级试点。
(五) 深化医保支付方式改革	2024年，所有统筹地区开展按疾病诊断相关分组（DRG）付费或按病种分值（DIP）付费改革，合理确定支付标准并建立动态调整机制。对紧密型医疗联合体实行医保总额付费，完善总额测算、结余留用和合理超支分担机制。开展中医优势病种付费试点。研究对创新药和先进医疗技术应用给予在DRG/DIP付费中除外支付等政策倾斜。	在不少于70%的统筹地区开展按疾病诊断相关分组（DRG）付费或按病种分值（DIP）付费改革。推进长期、慢性病住院医疗服务按床日付费工作，探索实施中医优势病种按病种付费。指导各地建立并完善病组/病种、权重/分值、系数等要素调整机制，完善协商谈判、结余留用、特例单议和基金监管等配套机制，提高医保基金使用效率。
(十六) 发展商业健康保险	制定关于规范城市定制型商业医疗保险的指导性文件。推动商业健康保险产品扩大创新药支付范围。选择部分地区开展试点，探索推进商业健康保险就医费用线上快速结算。	完善大病保险和医疗救助制度，健全防范化解因病返贫致贫长效机制。持续深入推进长期护理保险制度试点，总结评估试点情况，研究完善政策举措。发展商业医疗保险，重点覆盖基本医保不予支付的费用。（国家医保局、财政部、国家卫生健康委、税务总局、金融监管总局、国家中医药局等按职责分工负责）

来源：国务院，国金证券研究所



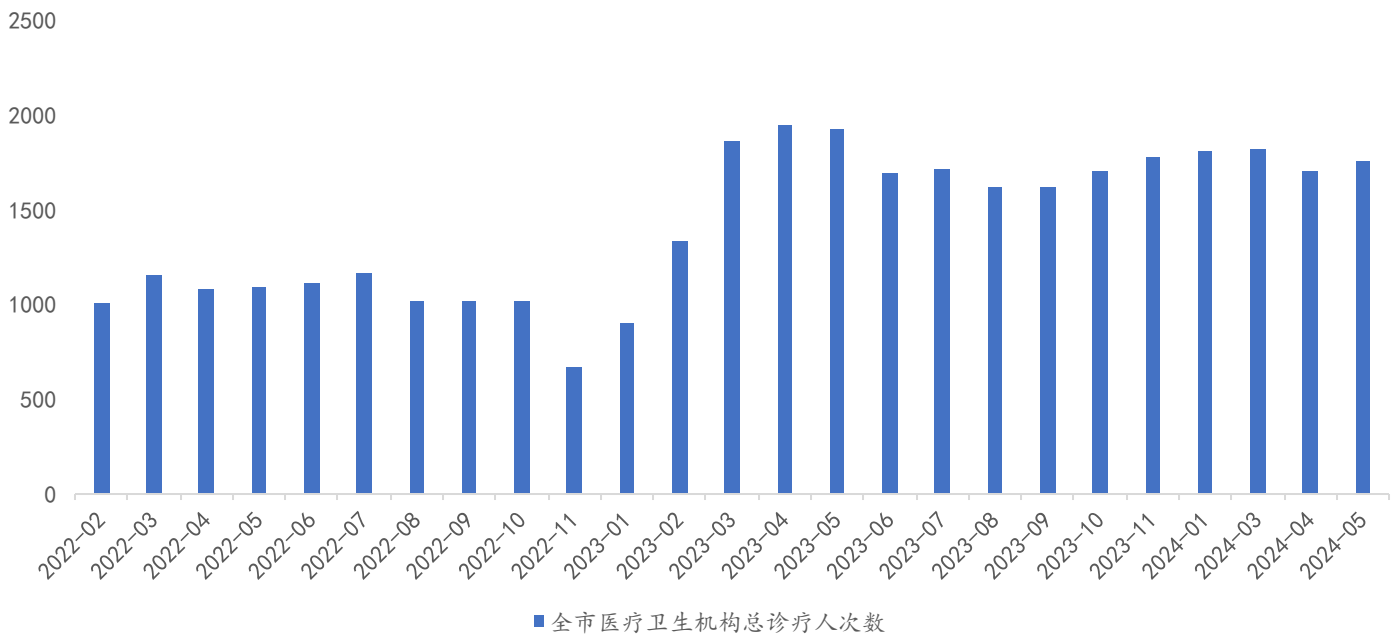
### 终端：终端诊疗量逐步复苏

24Q1 医疗服务板块整体表现相对低迷，我们认为这一方面有 23Q1 积压需求集中释放，导致相对高基数的影响；另一方面也由于院内秩序整顿和整体消费环境的变化，导致整体院内和消费需求复苏迟于预期。

据重庆卫健委数据，重庆 24 年 1-5 月医疗卫生机构总诊疗人次累计同比+6.5%，整体终端诊疗量逐步复苏。消费医疗板块 23 年 5 月开始整体基数走低，基数影响出清，且预计随暑假到来，终端需求有望集中释放。

建议关注综合实力持续在提升的细分龙头如爱尔眼科及通策医疗。

图表8：重庆医疗卫生机构总诊疗人次（万人次）



来源：重庆市卫健委，国金证券研究所

### 医美：新品受理有望更好满足市场需求

2024 年 6 月 27 日，爱美客独家代理的韩国 Huons BioPharma 公司的生产的注射用 A 型肉毒毒素正式获国家药监局注册受理。

根据弗若斯特沙利文报告，中国肉毒毒素市场规模在 2021 年达到了 46 亿元，预计到 2030 年将达到 390 亿元。截止目前，国内已经获批上市的肉毒毒素共有 5 款，分别是美国艾尔建的 Botox®保妥适、兰州生物的衡力®、英国 Ipsen 的 Dysport®吉适、韩国 Hugel 的 Letybo®乐提葆和德国 Merz 的 Xeomin®思奥美。

图表9：中国肉毒毒素获批产品梳理

品牌	制造商	NMPA 获批时间
衡力	兰州生物（中国）	1997
Botox	Allergan（美国）	2003
Dysport	Ipsen（英国）	2020
Letybo	Hugel（韩国）	2020
Xeomin	Merz（德国）	2024

来源：NMPA，国金证券研究所

据新氧数据，目前保妥适超 4000 元/瓶（100u）；衡力约 1000 元/瓶（100u）。而爱美客正在申请获批的代理肉毒毒素产品 Hutox，该产品在韩国的名字为 Liztox（橙毒）。而在韩国瘦脸针消费价格约在 1500-3000 元人民币。Hutox 产品上市后有望填补国内肉毒毒素中间价格带空白，更好满足市场需求。

## 投资建议

结合政策面和业绩面的表现，考虑机构医药持仓处于低位，我们有理由认为，医药板块 Q3 将迎来改善行情，同时医药板块整体超过 3 年的长期调整也有望反转。

为了把握这种行情，我们建议积极从两个板块进行重点布局：

- 高创新药械品种享受创新支持政策红利：如 GLP-1（胰高血糖素样肽-1）赛道、ADC（抗体偶联药物）和双抗赛道、电生理/内窥镜等创新医疗器械赛道；
- 院内存量药械需求 Q3 迎来复苏：如部分景气度较高的生物制品（长效干扰素、三代胰岛素、血液制品等）、精麻药物、化学发光诊断、医疗设备、原料药（如维生素、抗生素等）等。

## 重点公司

恒瑞医药、特宝生物、康方生物、迈瑞医疗、花园生物等。

## 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。

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806