

分析师：李琳琳  
 登记编码：S0730511010010  
 lill@ccnew.com 021-50586983

# 向“新”而行再出发

## ——医药行业 2025 年年度策略

### 证券研究报告-行业年度策略

**强于大市(维持)**

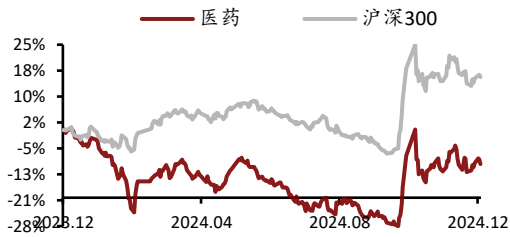
发布日期：2024 年 12 月 06 日

**盈利预测和投资评级**

公司简称	24EPS	25EPS	24PE	评级
安图生物	17.45	16.08	17.45	增持
羚锐制药	17.74	15.04	17.74	买入
博济医药	53.94	39.87	53.94	增持
药明康德	16.27	14.73	16.27	增持
康龙化成	27.9	24.85	27.9	增持
恒瑞医药	53.79	44.5	53.79	买入
艾力斯	19.25	15.68	19.25	买入
翔宇医疗	47.75	25.87	47.75	增持
润达医疗	37.71	25.64	37.71	未评级

**投资要点：**

- 国家统计局数据显示，2024 年 1-10 月，医药制造业实现营业收入 20409.40 亿元，同比增长 0.1%（同期全国工业收入增速为 1.9%）；实现利润总额 2785.90 亿元，同比下滑 1.30%（同期全国工业整体利润总额增速为 -4.3%）。医药制造业利润增速在 2022 年 8 月触及最低点后，显著改善，1-10 月表现已强于同期全国工业利润总额增速；但同时也可以看到，7-10 月，利润总额同比增速又回归到了负增长态势，三季度业绩改善乏力。上市公司利润总额增速低于行业整体水平，盈利能力处于筑底阶段。子板块分化：化学原料药、医疗器械板块收入和利润总额增速改善明显。板块估值处于近十年来历史低位水平。
- 从“三明医改”经验看行业发展新方向：到 2027 年底，我国将实现县域医共体基本全覆盖；医学影像、医学检验、心电诊断、病理诊断等资源将下沉到县乡，检验结果互认程度有望提升。可以预见未来医院整体的检验占比会有所下降。基层用药保障机制将进一步完善，未来基药目录调整中的慢性病、常见病用药种类将持续扩大；未来地方集采的话语权和空间将被压缩，药品企业质量和效率的比拼将呈现常态化趋势；传统器械和仿制药企业有望进一步向创新型企业转型。未来医保仍将鼓励国产创新药的研发和生产；同时，推动大健康领域商保发展的政策有望出台。未来医疗服务价格有望合理提升，符合银发经济，多胎经济的项目有望获得额外收入，能够开展创新类医疗服务的机构收入有望提升；具备临床价值的创新疗法及器械有望加速临床应用。随着医改的深入，医药行业将向“新”而行。
- 2025 年投资建议一：挖掘细分领域投资“新”机会方面：1) 建议关注数字信息化，医疗机器人，高端医学影像设备，人工智能医疗器械，生物材料医疗器械等新兴领域的投资机会，重点公司包括安图生物（603658）等；2) 建议关注拥有海外获批认证的呼吸道多联检产品相关的上市公司；3) 建议关注合成生物技术加持下传统制药领域的投资“新”机会，重点关注合成生物龙头企业的投资机会；4) 创新药行业将迎来加速发展期。建议关注创新药龙头企业恒瑞医药（600276），创新药特色企业艾力斯（688578）；CXO 企业如药明康德（603259），康龙化成（300759），博济医药（300404）等；5) 关注重组白蛋白相关上市公司。
- 2025 年投资建议二：跟随 2025 年行业发展新变化。1) 建议关注基药目录可能调整带来的投资机会，重点关注已有品种进入医保但非基药目录的上市公司，尤其是中成药企业。2) 未来医疗服务价格有望合理提升，符合银发经济，多胎经济的项目有望获得额外收入。建议重点关注银发经济相关的标的，如翔宇医疗（688626）等以及辅助生殖相关上市公司；3) 并购重组方面，建议关注 2024 年已经发生并购交易的上市公司后续的业务整合

**医药相对沪深 300 指数表现**


资料来源：中原证券研究所，聚源

**相关报告**

- 《医药行业深度分析：血制品板块前三季度财报回顾及展望》 2024-10-30
- 《医药行业深度分析：从原料药行业现状看河南相关产业发展》 2024-10-22
- 《医药行业深度分析：合成生物产业链分析及河南产业概况》 2024-08-01

**联系人 李智**
**电话** 0371-65585753

**地址** 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

**地址** 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

及增长潜质；以及具备潜在并购能力的上市公司。4) 建议重点关注医药行业中顺周期板块的投资机会。医院，线下药店，消费器械，如眼科等均值得重点关注。重点上市公司包括羚锐制药

(600285)等；5) 关注医药商保政策推进预期下重点公司的投资机会。目前润达医疗已与太平保险经纪有限公司签署战略合作协议，下一步，双方将充分发挥自身专业优势及资源禀赋，深入推进在健康保险保障、医疗数字化管理、健康医疗服务等方面的合作。以健康、数字生态全面赋能保险业务创新，共同打造保险+健康+科技的融合发展新模式，共迎数字化增长新机遇。

- **风险提示：**系统性风险，国外监管政策变化风险，企业研发进程低于预期，国家政策推进低于预期等。

## 内容目录

<b>1. 2024 年板块走势回顾：先抑后扬，业绩高速增长个股仍受市场青睐</b>	<b>4</b>
<b>2. 板块估值仍处于近十年来的历史低位水平</b>	<b>5</b>
<b>3. 经营状况回顾：三季度业绩改善乏力，上市公司盈利能力筑底中</b>	<b>6</b>
3.1. 1-10 月利润总额同比增速强于全国规模以上工业，但三季度业绩改善乏力	6
3.2. 上市公司利润总额增速低于行业整体水平，盈利能力处于筑底阶段	6
3.3. 板块分化：化学原料药、医疗器械板块收入和利润总额增速改善明显	7
<b>4. 行业展望：紧跟“医改”新思路，行业发展向“新”而行</b>	<b>9</b>
4.1. 我国“医改”之路任重道远	9
4.2. “三明医改”有望成为我国深化医改的突破口	10
4.3. 从“三明医改”经验展望我国的“医改”政策走向	11
4.3.1. “三明医改”经验概述	11
4.3.2. 从“三明医改”经验看我国的“医改”走向	12
<b>5. 挖掘细分领域投资“新”机会</b>	<b>14</b>
5.1. 关注医疗器械领域的投资“新”机会	14
5.2. 关注制药产业的投资“新”机会	18
5.2.1. 关注合成生物技术加持下传统制药领域的投资“新”机会	18
5.2.2. 关注全链条共筑创新药生态的新机遇	19
5.3. 关注血制品领域的投资“新”机会	19
<b>6. 跟随行业发展新变化寻找投资机会</b>	<b>20</b>
6.1. 基药目录可能调整带来的投资机会分析	20
6.2. 医疗服务价格改革带来的投资机会分析	20
6.3. 其他投资机会分析	21
<b>7. 风险提示</b>	<b>23</b>

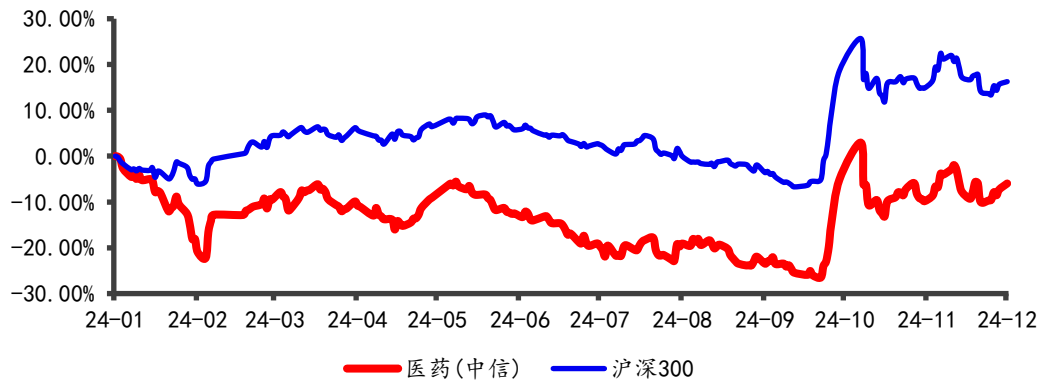
## 图表目录

图 1：中信医药行业指数走势	4
图 2：中信一级行业板块涨跌幅-%	4
图 3：中信医药子板块涨跌幅-%	5
图 4：近十年医药板块 PE (TTM) 走势	5
图 5：医药行业收入、利润总额及同比增速（右轴）（亿元，%）	6
图 6：医药上市公司营业收入、利润总额及同比增速（右轴）（十亿元，%）	6
图 7：医药上市公司毛利率、净利率一览（%）	7
图 8：医药上市公司期间费用率走势一览（%）	7
图 9：医药上市公司营业收入同比增速一览（%）	7
图 10：城镇医保支出增速已快速回落，但医改之路仍任重道远	10
图 11：2001-2030 中国人口出生率及人口老龄率	15
图 12：2024 年第 14 周至 47 周我国医疗领域设备更新采购意向情况	16
图 13：近 5 年医疗器械进出口总体情况	16
图 14：南方省份哨点医院报告的流感样病例%	18
图 15：北方省份哨点医院报告的流感样病例%	18
表 1：2024 年 1 月 1 日-12 月 1 日涨幅居前和跌幅居前的上市公司一览-%	5
表 2：中信医药三级子板块营业收入同比增速-%	8
表 3：中信医药三级子板块利润总额同比增速-%	8
表 4：中信医药三级子板块销售毛利率一览-%	8
表 5：中信医药三级子板块销售净利率一览-%	8
表 6：2024 年以来我国医药领域并购交易统计	21
表 7：2024 年并购重组交易中并购标的上市公司一览	23
表 8：2024 年以来，国家多次出台政策支持并购重组	23

## 1. 2024 年板块走势回顾：先抑后扬，业绩高速增长个股仍受市场青睐

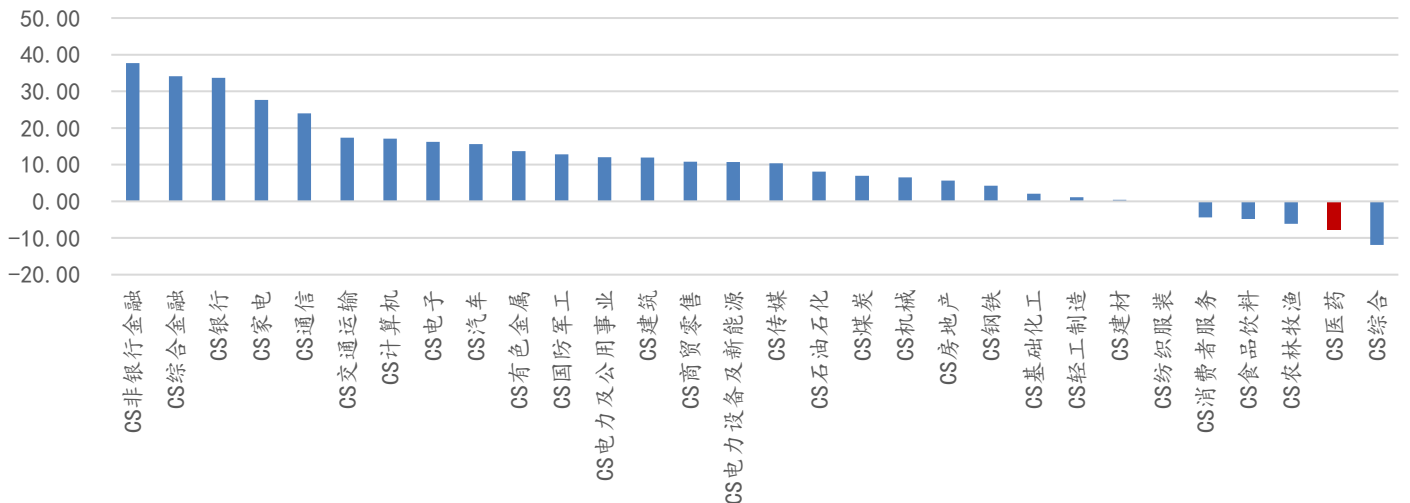
截至 2024 年 12 月 1 日，医药行业表现整体呈现“先抑后扬”走势。2024 年 1 月 1 日-12 月 1 日，中信医药指数下跌 7.75%，显著弱于沪深 300 指数走势（+14.15%）；在中信一级子行业中，排名倒数第 2 位。分段观察，可以看到，9 月 20 日之后，随着“一行一局一会”三部门推出一揽子增量政策，以及市场对医药行业季报的乐观预期，行业板块整体走高，但随着季报的低预期落地，行业指数冲高回落，并呈现震荡态势。9 月 20 日之后，中信医药指数（+23.70%）与沪深 300（+22.54%）基本同步。

图 1：中信医药行业指数走势



资料来源：wind，中原证券研究所

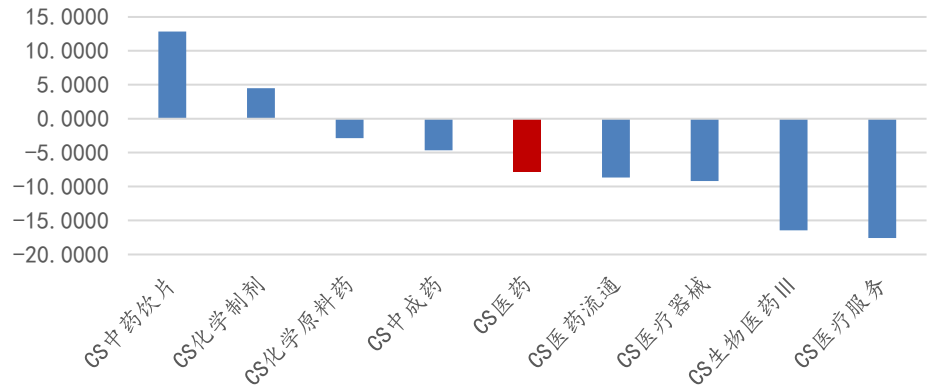
图 2：中信一级行业板块涨跌幅-%



资料来源：Wind，中原证券研究所

复盘截至 2024 年 12 月 1 日的中信医药子板块走势，中药饮片期间涨幅最大，主要为摘帽企业康美药业的贡献；化学制剂板块涨幅排名第二，为海思科、艾力斯等公司创新药管线推进或商业化兑现所致；化学原料药和中成药板块虽整体走势强于医药大盘，但年内指数仍呈现下跌态势。跌幅较大的子板块为医疗服务板块，主要受到 CXO 板块的拖累。

图 3：中信医药子板块涨跌幅-%



资料来源：Wind，中原证券研究所

进一步观察涨幅居前的上市公司，包括重组概念公司，AI 概念公司，干细胞概念公司以及业绩快速增长的个股，而跌幅较大的个股主要集中在业绩大幅下滑的公司。

表 1：2024 年 1 月 1 日-12 月 1 日涨幅居前和跌幅居前的上市公司一览-%

公司代码	公司名称	涨跌幅	公司代码	公司名称	涨跌幅
688656.SH	浩欧博	287.40	688202.SH	美迪西	(45.36)
002693.SZ	双成药业	205.73	603882.SH	金域医学	(46.96)
300622.SZ	博士眼镜	154.18	688177.SH	百奥泰	(47.50)
300147.SZ	香雪制药	140.19	688301.SH	奕瑞科技	(49.52)
688253.SH	英诺特	76.95	002424.SZ	ST 百灵	(50.18)
002653.SZ	海思科	71.89	300122.SZ	智飞生物	(50.45)
300181.SZ	佐力药业	65.81	688276.SH	百克生物	(51.69)
600327.SH	大东方	62.16	300630.SZ	普利制药	(52.52)
301301.SZ	川宁生物	59.56	603963.SH	*ST 大药	(73.40)
688506.SH	百利天恒-U	54.41	002750.SZ	*ST 龙津	(74.60)

资料来源：Wind，中原证券研究所

注：剔除北交所上市公司，黄色底纹为三季度快速增长的公司

## 2. 板块估值仍处于近十年来的历史低位水平

选取中信医药指数（CI005018）作为样本进行分析，从近 10 年的整体趋势看，医药行业的历史平均估值水平为 36.13 倍；最高值出现在 2015 年 6 月 12 日，PE（TTM）为 74.10 倍，最低值出现在 2022 年 9 月 23 日，PE（TTM）为 21.64 倍。截至 2024 年 12 月 1 日，中信医药 PE（TTM）为 27.87 倍，处于历史较低水平。

图 4：近十年医药板块 PE（TTM）走势



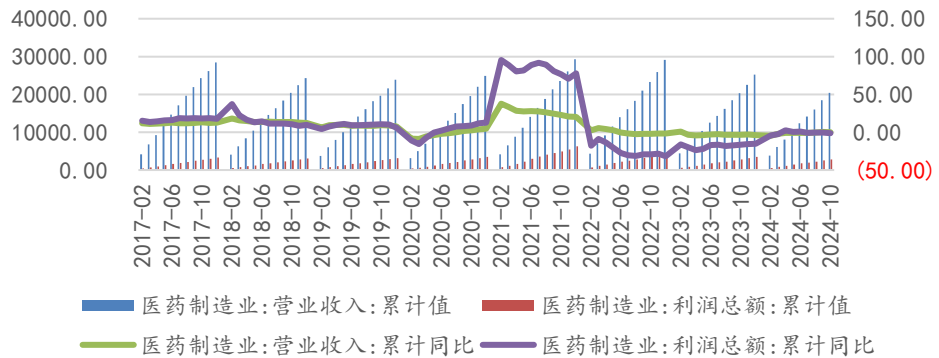
资料来源：Wind，中原证券研究所

### 3. 经营状况回顾：三季度业绩改善乏力，上市公司盈利能力筑底中

#### 3.1. 1-10月利润总额同比增速强于全国规模以上工业，但三季度业绩改善乏力

国家统计局数据显示，2024年1-10月，医药制造业实现营业收入20409.40亿元，同比增长0.1%（同期全国工业收入增速为1.9%）；实现利润总额2785.90亿元，同比下滑1.30%（同期全国工业整体利润总额增速为-4.3%）。医药制造业利润增速在2022年8月触及最低点后，显著改善，1-10月表现已强于同期全国工业利润总额增速；但同时也可以看到，7-10月，利润总额同比增速又回归到了负增长态势，三季度业绩改善乏力。

图5：医药行业收入、利润总额及同比增速（右轴）（亿元，%）

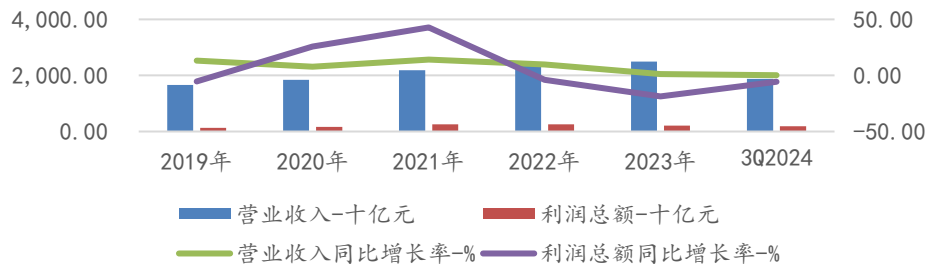


资料来源：国家统计局，wind，中原证券研究所

#### 3.2. 上市公司利润总额增速低于行业整体水平，盈利能力处于筑底阶段

从上市公司经营情况看，2024年前三季度，中信医药板块实现营业收入18742.03亿元，同比增长0.21%，实现利润总额约1871.4亿元，同比下滑5.65%。上市公司利润总额改善情况弱于医药制造业整体运行状况。

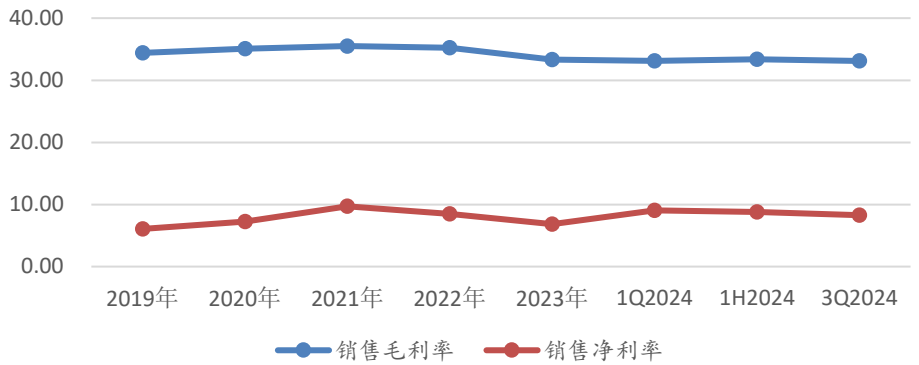
图6：医药上市公司营业收入、利润总额及同比增速（右轴）（十亿元，%）



资料来源：Wind，中原证券研究所

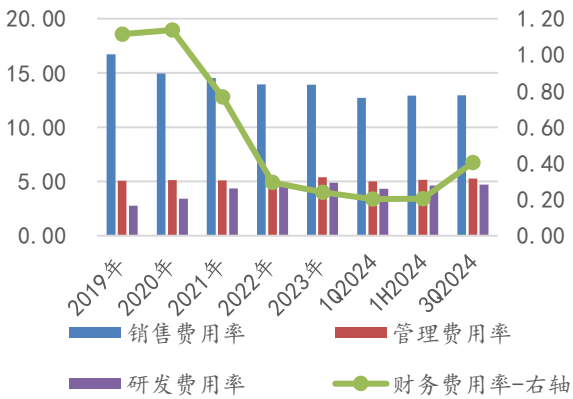
从盈利能力看，2024年前三季度，医药上市公司毛利率为33.11%，与2023年（33.33%）基本相当，行业盈利能力进入筑底阶段；销售净利率为8.3%，较2023年（6.82%）有所回升，但2024年以来逐季下滑，主要与逐季攀升的期间费用率相关，考虑到2024年中报营业收入增速为2019年以来的最低点；因此，2024年第三季报的期间费用抬升明显，尤其是财务费用的提升。

图 7：医药上市公司毛利率、净利率一览（%）



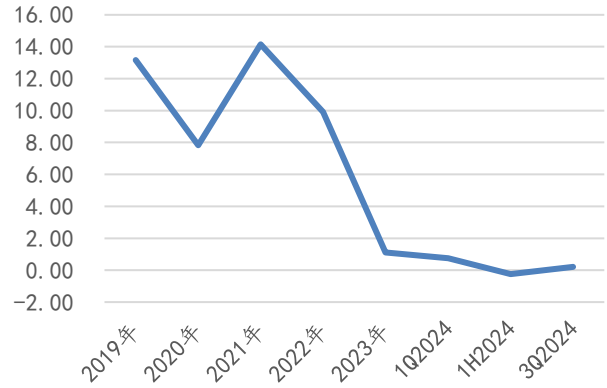
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 8：医药上市公司期间费用率走势一览（%）



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 9：医药上市公司营业收入同比增速一览（%）



资料来源：Wind，中原证券研究所

### 3.3. 板块分化：化学原料药、医疗器械板块收入和利润总额增速改善明显

从上市公司所属于行业走势看，呈现分化态势。2024 年三季报显示，化学制剂、化学原料药、医疗器械、医药流通板块营业收入实现正增长。其中，化学原料药，医疗器械板块收入较上年同期及 2023 年全年改善明显，2024 年以来均呈现逐季加速的走势。

从利润总额同比增速看，化学原料药和化学制剂板块较上年同期实现了正向增长，其中化学原料药板块 2023 年以来，利润总额同比增速逐季改善明显。医疗器械板块三季报利润总额增速虽同比下滑，但下滑幅度较上年同期大幅缩窄。

从销售毛利率看，生物医药子板块该指标较上年同期大幅提升，且呈现逐季改善态势，主要为创新药公司管线商业化推进带来的盈利提升，从销售净利率看，仅有化学制剂板块较上年同期有所增长，但 2024 年以来也呈现逐季下降的态势。

**表 2：中信医药三级子板块营业收入同比增速-%**

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	1Q2024	1H2024	3Q2024	3Q2023
化学制剂	11.22	-1.63	11.00	5.43	5.52	2.18	2.44	3.68	6.31
化学原料药	8.95	5.02	13.82	7.93	-4.28	-2.06	1.16	3.64	-1.32
医疗器械	14.39	54.15	20.77	22.07	-20.85	-1.62	0.66	1.18	-22.50
医药流通	16.18	9.15	12.19	10.28	7.39	-0.35	-1.63	0.03	9.27
中成药	10.28	-5.52	5.76	0.81	4.59	-0.05	-2.51	-2.43	6.66
医疗服务	14.46	25.25	29.69	26.27	-0.49	-3.87	-2.98	-2.54	-0.90
生物医药 III	22.56	23.03	42.27	15.20	-1.39	12.14	2.07	-5.52	-1.10
中药饮片	-28.28	-43.55	-12.31	-6.60	0.05	0.20	-8.53	-10.45	5.04

资料来源：Wind，中原证券研究所

**表 3：中信医药三级子板块利润总额同比增速-%**

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	1Q2024	1H2024	3Q2024	3Q2023
化学原料药	24.06	17.32	-11.66	22.37	-45.58	-5.43	-3.52	8.21	-20.88
化学制剂	-3.76	18.74	7.43	0.95	2.25	4.29	8.18	8.02	1.27
医疗器械	29.40	151.96	16.79	13.26	-46.54	-7.04	-4.82	-6.31	-50.40
中成药	-22.99	16.74	11.35	-22.27	27.13	-4.08	-3.85	-7.63	28.76
医药流通	8.51	3.99	-2.97	2.92	4.12	-1.73	-9.66	-8.69	7.79
生物医药 III	36.13	47.20	94.06	-28.13	-39.89	62.50	26.17	-11.64	-27.21
医疗服务	-57.59	192.27	37.68	20.39	-7.37	-31.34	-22.36	-24.47	-8.50
中药饮片	-488.85	-669.35	127.97	-123.87	91.34	48.37	-166.64	-68.59	111.16

资料来源：Wind，中原证券研究所

**表 4：中信医药三级子板块销售毛利率一览-%**

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	1Q2024	1H2024	3Q2024	3Q2023
生物医药 III	63.13	64.94	66.23	60.10	58.31	62.24	62.56	63.81	57.87
医疗器械	48.90	55.92	55.57	53.91	48.21	48.39	49.02	48.37	49.76
中成药	43.27	42.50	43.73	43.56	43.69	43.38	43.47	42.58	44.24
医疗服务	39.44	40.63	40.50	39.20	38.78	35.95	37.05	37.62	39.69
化学原料药	45.90	45.80	41.91	37.62	36.62	35.91	36.16	36.55	37.67
化学制剂	59.43	58.30	37.85	36.47	35.00	34.31	34.59	34.15	35.01
中药饮片	22.91	22.47	37.44	35.14	32.84	33.79	32.52	31.05	32.87
医药流通	14.47	14.02	13.50	14.17	14.10	13.80	14.13	14.10	14.00

资料来源：Wind，中原证券研究所

**表 5：中信医药三级子板块销售净利率一览-%**

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	1Q2024	1H2024	3Q2024	3Q2023
医疗器械	14.63	25.91	25.79	23.67	15.38	17.44	18.05	16.89	18.65
医疗服务	4.59	16.06	17.20	14.91	13.72	10.24	12.69	12.71	16.77
中成药	5.84	7.66	8.20	6.08	9.14	13.03	12.29	11.34	11.77
生物医药 III	19.89	20.27	18.45	10.00	6.31	16.77	12.55	11.15	10.64
化学原料药	11.47	13.18	10.49	11.31	5.99	9.67	10.33	10.40	10.42
化学制剂	7.85	9.92	6.86	6.80	6.34	8.36	8.26	7.90	7.56
医药流通	3.04	2.85	2.80	2.57	2.48	2.83	2.75	2.60	2.87
中药饮片	-31.53	-400.35	123.40	-25.45		3.21	-1.20	-0.31	-0.19

资料来源：Wind，中原证券研究所



## 4. 行业展望：紧跟“医改”新思路，行业发展向“新”而行

### 4.1. 我国“医改”之路任重道远

回顾我国的医改历程，新中国成立后，我国已经初步建立了覆盖城乡、以公立医院为主的三级医疗预防保健网，建立了与计划经济相适应的公费医疗和劳保医疗制度。

改革开放以后，借鉴其他领域改革经验做法，卫生改革体现出运用经济手段管理和发展卫生健康事业的思路，以扩大医院经营自主权为核心，宏观层面实行国家、集体、个人一起上，微观层面实行“多劳多得、优劳优得”的分配政策，允许通过提供医疗服务获得收入用于医院建设和职工分配，极大调动了职工积极性，基本上改变了卫生资源短缺、服务供给紧张导致的“看病难”“住院难”“手术难”问题，为居民健康状况改善提供了强有力的保障。

1992年，全民医保制度初步建立；1998年底开始全面建立城镇职工基本医疗保险制度；2002年开始建立针对农村居民的新型农村合作医疗制度，2007年开展城镇居民基本医疗保险试点，初步构建起覆盖全民的基本医保制度体系雏形。2000年，药品价格管制逐步放开，医药器材进一步市场化。公立医院开始探索调整完善内部运行机制，由于“市场化”导向的改革所致，医疗费用上涨超过了居民收入增速，城乡居民个人卫生支出占卫生总费用的比重最高年份达到60%，群众“看病难、看病贵”问题突出。

2009年3月，中共中央、国务院发布《关于深化医药卫生体制改革的意见》，“新医改”启动。这一轮医改方案主要以建立基本医疗卫生服务制度为核心，强调加强和完善公共卫生服务体系和医疗服务体系、医疗保障体系的建设，以及八个机制的建设。

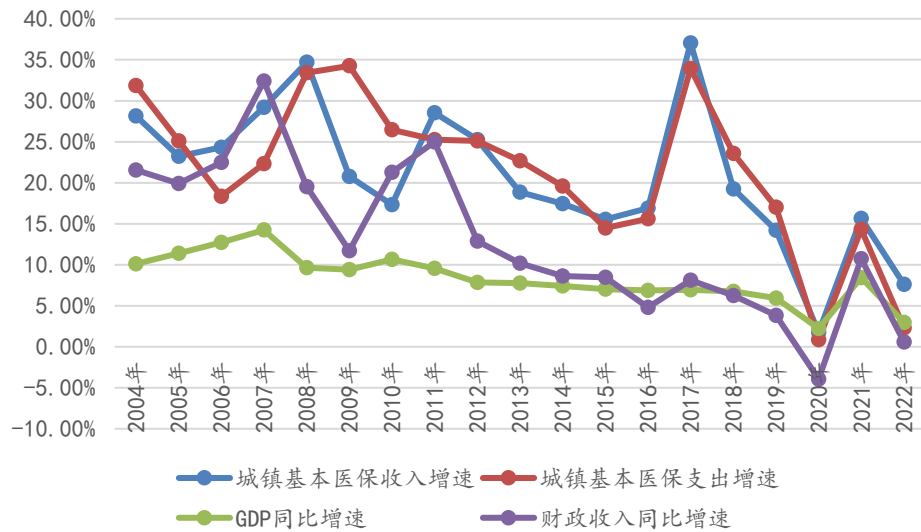
2009年-2012年，国家投入了1.38万亿元，大幅推动了医保体系、药品供应体系和医疗服务体系的改革，最终成为了价值巨大的“三医联动”。通过公立医院改革，主要推广分级诊疗、医联体重构、打破以药养医、重构医疗服务价格体系和医生人事薪酬制度；构建新医保支付方式。

2015年全面实施大病医保制度，2016年则将城镇居民医保和新农合合并，统一为城乡居民医疗保险，农村参保人员享受和城镇居民同样的医保待遇，又通过“医疗救助”制度将困难人群纳入医保救助范畴，至此实现了95%国民被纳入医保，我国进入全民医保时代。

通过以上“医改”历程回顾，我们看到2009年，2017年我国的医保支出两次达到峰值，前一次是“以药养医”模式下药价虚高带来的峰值，后一次则是医保覆盖人群增加带来的峰值。为继续深化推进新医改的实施，2018年国家医疗保障局的成立。医保局成立后的6个月，组织了抗癌药谈判，实现了抗癌药进医保；随后又展开了“4+7”带量采购、集采扩面，截至2022年，我们可以看到，城镇医保基本支出增速已低于收入增速，但仍然为财政支出增速的4倍左右。医保局统计数据显示，2024年1-8月，我国基本医

疗保险基金（含生育保险）总收入同比下滑 15.91%，总支出同比下滑 12.03%，低于收入下滑幅度，“医改”之路仍然任重而道远。

图 10：城镇医保支出增速已快速回落，但医改之路仍任重道远



资料来源：Wind，中原证券研究所

#### 4.2. “三明医改”有望成为我国深化医改的突破口

如何在“医联控费”的背景下，提升居民医疗水平是“医改”面临的主要问题，由于我国各地经济、社会情况差异较大，从 2009 年至今，各地仍在探索各种模式，希望找到最优的解决方案。2017 年 3 月 24 日，在中央全面深化改革领导小组第三十三次会议上，习近平总书记指出：“三明医改方向是正确的、成效是明显的，要注意推广。”2021 年，习近平总书记在福建调研时指出：“三明医改体现了人民至上、敢为人先，其经验值得各地因地制宜借鉴。”从地方探索上升到国家战略，“三明模式”有望成为我国深化医改的突破口。

三明医改，指在福建省三明市境内实施的医改。其核心理念为：让药品回归治病功能（医药端改革），让医生回归看病角色（医疗端改革），让医院回归公益性质（医保端改革）。

2019 年，国务院深化医药卫生体制改革领导小组印发《关于进一步推广福建省和三明市深化医药卫生体制改革经验的通知》，将福建省和三明市的医改经验总结为 6 个方面，并对经验推广提出 7 个领域 24 项重点任务。

2021 年，国务院深化医药卫生体制改革领导小组印发《关于深入推广福建省三明市经验深化医药卫生体制改革的实施意见》，提炼出 11 条三明医改经验做法，要求各地作为规定动作加以推广；归纳出推进紧密型县域医共体建设等 10 个方面，鼓励各地因地制宜开展试点探索。

2024 年以来，国家卫生健康委在全国各地已召开多场次关于学习推广三明医改经验的新闻发布会。6 月，国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革 2024 年重点工作任务》，提出因地制宜学习推广三明医改经验。11 月 19 日，国家卫生健康委在三明举办推广三明医改经验培训班，“三明医改”经验正从地方走向全国。

### 4.3. 从“三明医改”经验展望我国的“医改”政策走向

#### 4.3.1. “三明医改”经验概述

“三明医改”的经验主要集中在政府改革，药械，医疗，医保四个维度。在政府改革方面，医改前，三明市的医药卫生管理架构是“九龙治水”，医疗、医保、医药多头管辖，2012年1月，三明市成立深化医药卫生体制改革领导小组，统筹协调“三医”联动改革，避免多头管理。另外，县域医共体是三明医改中一项重要的探索。2017年底，三明全市12个县（市、区）全部建成总医院。总医院以县医院为龙头，将县域内所有县、乡、村公立医疗机构整合为一体，建成一个利益共享、责任共担的紧密型县域医共体，实现了人力资源、医疗业务、财务制度等八个方面的统一管理。同时，形成县、乡、村三级一体化卫生健康服务网络。

在药械价格管理方面，从2012年2月起，三明市针对药品耗材流通领域乱象，在全市范围内推行医院药品耗材零加成销售、执行“两票制”、实行“一品两规”、集中带量采购，对“疗效不确切、价格很确切”的重点药品使用情况实时监控，严控大处方和过度诊疗，降低大型设备检查化验收费。三明全市药品价格和医疗费用在医改后实现“断崖式”下降，医保基金入不敷出的问题得到有效解决，连续多年结余，让医药回归治病的功能。

在医疗改革方面，三明市借助“治药控费”腾出的改革空间，通过“腾笼换鸟”理顺医疗服务价格，先后11次调整医疗服务收费标准10379项，逐步提高体现医务人员劳动价值的医疗服务收入等阳光待遇，让医生回归看病角色。同时，施行年薪制改革。2013年开始，三明市22家二级以上医院实行院长年薪制和医生（技师）年薪制，2015年又将在岗的护理、药剂、行政后勤人员纳入目标年薪管理。实行全员目标年薪制后，医院工资总额由2011年的3.82亿元增加到2022年的20.44亿元；医生平均年薪由2011年的5.65万元提高到2022年的20.11万元。其中，主任医师年薪达到城镇在岗职工平均工资水平的5倍，进一步增强了职业认同感和社会责任感。

在医保支付改革领域，一方面，改革医保管理体制，将城镇职工医保、居民医保、新农合三类医保经办机构整合实现“三保合一”。另一方面，改革医保支付制度，医保基金使用不仅用于治疗，还扩展到健康；实行县域医保基金“双打包”支付，把医保基金按年度、按县域、按人头包干给各总医院，实行“超支不补、结余留用”。同时，引导医院和医务人员从以治病为中心转向以健康为中心，把健康宣教贯穿于治病的全过程，实现“让群众不得病、晚得病、少得病，医护人员一样拿高薪”。从源头上节约了医保基金的使用，使得医院回归公益性质，增强医疗机构节约成本提高效能的内生动力。

除了基本医疗保险，三明在2021年还推出了一款与职工、底层基本医保相衔接，互为补充的商业保险，名称为“三明普惠医保”。该产品是全国首创按疾病诊断相关分组（C-DRG）收付费改革模式基础上，设计开发的商业保险产品，是全国首个与C-DRG衔接的健康保险产品，能有效保障“三医联动”改革的整体性、协同性，具有保费低、覆盖保障范围广、惠民保障全等特点。“三明普惠医保”的推出是三明市充分发挥商业保险在多层次健康保障体系的补充作

用，积极探索普惠型商业健康保险与三明基本医疗保险制度有效衔接的一次重要创新。

#### 4.3.2. 从“三明医改”经验看我国的“医改”走向

“三明医改”的主要路径分为三个阶段，第一阶段：整治以赚钱为中心的现状，集中治理医疗机构过度逐利的行为；第二阶段：回归以治病为中心的定位，强调医疗服务的本质是为患者提供优质、便捷、负担得起的医疗服务；第三阶段：推动以健康为中心的保障体系建设，通过建立健全公共卫生体系，强调预防为主、防治结合，加强基层医疗服务能力，推动医疗服务从治疗向健康管理转变。

从我国的“医改”推进程度看，目前政府改革、药械价格这两个维度的改变较为显著，第一阶段的医改已基本完成，目前正向第二和第三阶段迈进，医保体系仍在改革完善进程中，医疗服务改革刚刚起步。

##### ➤ 政府改革领域展望

政府改革方面，2018年国家医疗保障局成立，为统筹医保管理、协调各方利益、打破医改僵局奠定了基础。县域医共体在持续建设中。截至2024年11月，全国已有2171个县区开展了紧密型县域医共体建设，实现了以省为单位的全面推开；全国90%以上的县实现了县级医院人员派驻乡镇卫生院全覆盖。同时，国家卫生健康委指导各地加快医学影像、医学检验、心电诊断等县域内资源共享中心建设，推动基层检查、上级诊断、结果共享互认，目前影像中心已覆盖全国70%以上的乡镇卫生院，让群众在基层享有更便捷、更优质的检查诊断服务。

**展望：**到2027年底，我国将实现县域医共体基本全覆盖；医学影像、医学检验、心电诊断、病理诊断等资源将下沉到县乡，检验结果互认程度有望提升。2024年11月27日，国家卫健委、发改委、财政部等7部门公布《关于进一步推进医疗机构检查检验结果互认的指导意见》，意见指出：到2025年底，各紧密型医联体（含城市医疗集团和县域医共体）实现医联体内医疗机构间全部项目互认，各地市域内医疗机构间互认项目超过200项；到2027年底，各省域内医疗机构间互认项目超过300项；京津冀、长三角、成渝等区域内医疗机构互认项目数超过200项；到2030年，全国互认工作机制进一步健全完善，检查检验同质化水平进一步提高，结果互通共享体系基本建立，基本实现常见检查检验结果跨区域、跨医疗机构共享互认，可以预见未来医院整体的检验占比会有所下降。基层用药保障机制将进一步完善，未来基药目录调整中的慢性病、常见病用药种类将持续扩大。

##### ➤ 药械产品价格管理展望

药械产品价格方面，截至2024年12月1日，我国共开展了十批药品国家集采，其中，第八批、第九批国家药品集采已于2023年完成，共涉及80种药品，平均降价幅度为57%。第四批国家人工晶体及运动医学类耗材集采业已于2023年完成，平均降价幅度为70%，大大减轻了患者的就医负担。

目前，第十批药品集采刚刚启动，按照11月22日，国家组织药品联合采购办公室发布

的公告要求，各品种各地采购周期自中选结果执行之日起至 2027 年 12 月 31 日。采购周期内可每年一签，续签采购协议时约定采购量原则上不少于各地该中选药品上年约定采购量；也可直接签约 3 年，协议中会明确每年约定采购量等。

**展望：“一年一签”是历年集采中没有过的创新，一旦执行，未来地方集采的话语权和空间将被压缩，这意味着影响医药行业的变量有望减少；同时第十批集采规定了 6 种情形下的涉及企业视为同一申报企业，实际申报企业数计为 1 家。具体情形包括，企业法定代表人或实际控制人为同一人、或直接控股/间接控股超过 50%；企业之间存在有效注册批件转让，申报同品种的不同企业委托同一家生产企业生产等。B 证企业面临整合。仿制药企业赚取合理制造业利润，药品企业质量和效率的比拼将呈现常态化趋势；传统器械和仿制药企业有望进一步向创新型企业转型。**

### ➤ 医保改革方向展望

医保改革方面，2018 年国家医保局成立后，将以前不定期调整的医保目录缩短为每年动态调整一次。参与医保谈判产品的平均降价幅度在 50%-60%之间。截至 2024 年 12 月 1 日，我国共进行了 7 次医保谈判。其中，2024 年医保谈判结果显示，中选药品平均降价幅度为 63%，预计 2025 年执行后将为患者减负超 500 亿元。

目前，我国医保药品目录内药品总数已达到 3159 种，其中西药 1765 种、中成药 1394 种。中药饮片部分 892 种。通过最新一轮谈判新增品种 530 种，竞价新增 38 种。同时 438 种疗效不确切或易滥用、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。

从 2024 年医保目录谈判呈现的新特点看，疗效好，安全性高，临床患者受益程度高，具备经济性的创新药品获得国家的大力支持。此轮调整以新药为主，将包括 1 类化药（化学药品）、1 类治疗用生物制品、1 类和 3 类中成药在内的‘全球新’作为重点支持对象。新增的 91 种药品中有 90 种为 5 年内新上市品种，38 种是“全球新”的创新药，无论是比例还是绝对数量都创历年新高。

但目前我国的医保支付仍存在结构单一的现象。主要体现在我国基本医保筹资数额有限，尤其是居民医保人均筹资额不到职工医保的 1/6。存在现行医保制度下家庭成员待遇不一致、地区之间差别过大以及保障不足与大量结余的矛盾。未来医保数据将赋能商业医疗保险公司，探索基本医保基金与商业医疗保险同步结算，促进商业医疗保险与基本医保良性互动，激活更多资金投入商业医疗保险，促进更多新的高端医药技术和产品投入应用。

**展望：未来医保仍将鼓励国产创新药的研发和生产；同时，推动大健康领域商保发展的政策有望出台。**

### ➤ 医疗服务改革走向展望

医疗服务改革方面，长期以来，我国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、颗粒度差异都很大，一些地方还按操作流程拆分价格项目，增加医疗机构计费负担，而且无法兼容新技术。基于这样的背景，国家医保局从三年前开始组织专家进行研究编制，目前已编制发布了 17 批立项指南，通过立项指南的形式来统一指导各地规范价格项目。下一阶段，国家医保局将继续加快立项指南编制进度，力争到 2024 年底编制好覆盖大部分学科领域的立项指南，基本完成全国医疗服务价格项目标准化规范化的顶层设计，同时指导各省在 2025 年第三季度前做好对接落地。

近日，国家医保局陆续印发护理、康复、综合诊查等一系列医疗服务价格项目立项指南，通过规范整合医疗服务价格项目，使价格项目更加贴近临床诊疗实际，在不同场景、不同角度明确价格政策导向，更好体现医务人员技术劳务价值。

最新发布的指南为 2024 年 11 月 19 日发布的《综合诊查类医疗服务价格项目立项指南（试行）》。指南的编制同样聚焦群众多样化就医需求，聚焦促进补齐医疗服务短板，聚焦推动相关产业发展，推出一批新的价格项目，支持体现新质生产力的新技术新项目进入临床应用。

为满足老年人需求，新设“上门服务费”“家庭病床建床费”“床旁超声”“免陪护”“安宁疗护”等价格项目。为鼓励医疗机构为儿童提供优质医疗服务，新设“早产儿护理”“新生儿护理”等价格项目。为高效调度医疗资源，新设“航空医疗转运”价格项目，支持医疗机构为危重症患者提供跨地区紧急医疗服务，该项目由医疗机构自主定价，不纳入医保报销范围；为支持创新发展，新设质子放疗、重离子放疗等价格项目，这类高端医疗装备进入临床后，可按新价格项目收费，有利于加速前沿技术的临床转化，为肿瘤患者带来更多新的治疗选择。

**展望：未来医疗服务价格有望合理提升，符合银发经济，多胎经济的项目有望获得额外收入，能够开展创新类医疗服务的机构收入有望提升；具备临床价值的创新疗法及器械有望加速临床应用。**

综上，随着医改的深入，未来我国将基本实现常见检查检验结果跨区域、跨医疗机构共享互认，可以预见未来医院整体的检验占比会有所下降；基层用药保障机制将进一步完善；仿制药企业赚取合理制造业利润，药品企业质量和效率的比拼将呈现常态化趋势；传统器械和仿制药企业有望进一步向创新型企业转型；医疗服务价格有望合理提升；能够开展创新类医疗服务的机构收入有望提升；具备临床价值的创新疗法及器械有望加速临床应用。医药行业将向“新”而行，给予行业“强于大市”的投资评级。

## 5. 挖掘细分领域投资“新”机会

### 5.1. 关注医疗器械领域的投资“新”机会

#### ➤ 全球医械市场稳步增长，我国医械市场仍存较大发展空间

根据深圳医疗器械行业协会整理的数据，2016 年-2021 年，全球医疗器械市场规模从 3873 亿美金增长至 5326 亿美金，6 年符合增长率为 5.45%；2023 年全球医疗器械市场规模

约为 5952 亿美元，并将以 5.71% 的年复合增长率保持增长，至 2027 年全球医疗器械产业规模将达到 7432 亿美元。

我国的医械市场发展较快，但仍存发展空间。《中国医疗器械产业发展报告现状及“十四五”展望》报告显示，2022 年我国医疗器械产业营业收入约达 12995 亿元，预测到 2025 年可达 18750 亿元，相比 2015 年增加了 12453 亿元，累计增长 197.88%，10 年年均复合增长率为 11.5%，增速约为全球增速的 2 倍左右。但从药品和医疗器械人均消费额的比例（药械比）角度看，我国目前药械比水平仅为 2.9，与全球平均药械比 1.4 的水平仍有一定差距，表明我国医疗器械市场未来存在较大的增长空间。

根据弗若斯特沙利文《2024 年中国医疗大健康产业发展白皮书》的数据，从中国的人口结构来看，2023 年，65 岁以上人口达到 2.17 亿人，占总人口的 15.4%，预计到 2030 年我国 65 岁以上人口占总人口的 16.9%。根据国务院印发的《国家人口发展规划（2016-2030 年）》，到 2030 年全国总人口达到 14.5 亿人左右，老龄人口预计超 2.45 亿人。根据联合国关于未来全球人口的预测，自 2012 年开始，全球 65 岁以上人口占比持续上升，且这种趋势维持百年不变。由此可知，人口老龄化带动的相关医疗需求将长期支撑医疗器械行业稳定增长。

图 11：2001-2030 中国人口出生率及人口老龄化率



资料来源：迈瑞医疗 2024 年半年报，国务院，中原证券研究所

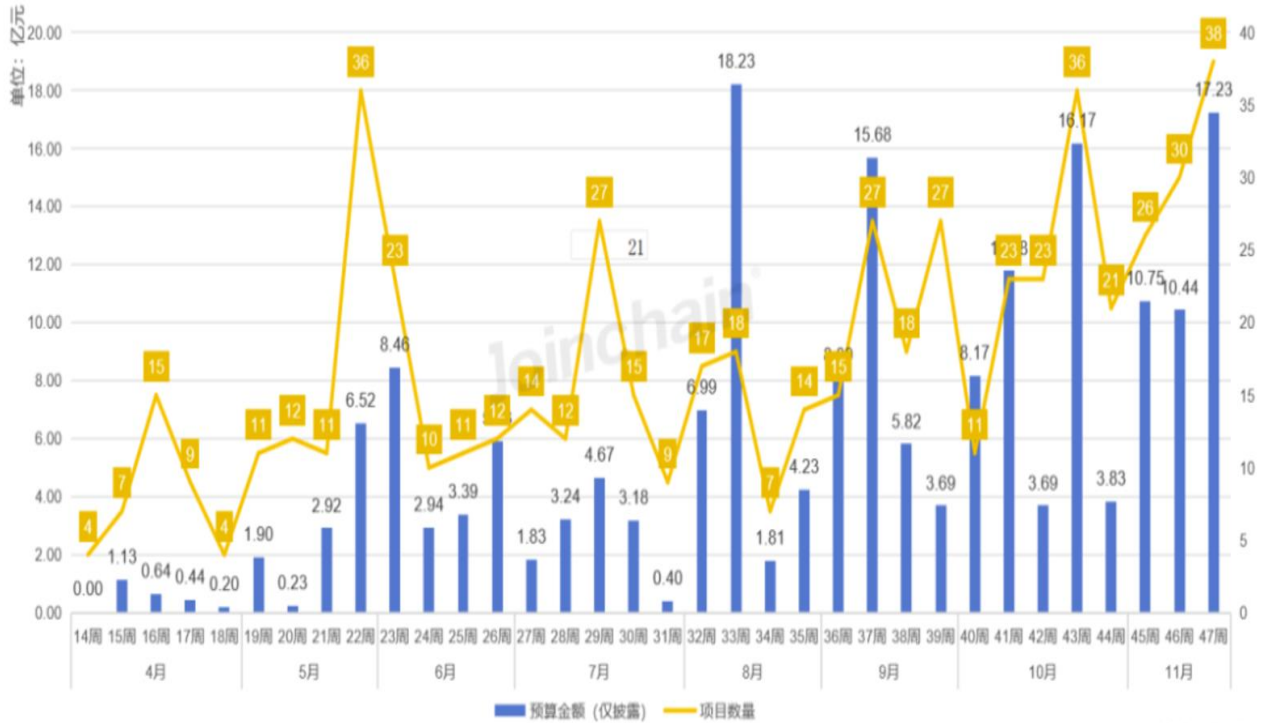
➤ **2025 年增长驱动力：国内市场设备招采有望恢复，国产医疗器械出海加速**

2024 年前三季度，受到宏观经济周期负面影响以及行业反腐等因素，院内设备采购延迟，中信医疗器械板块营收同比上涨 1.18%，利润总额同比下滑 6.31%。3 月，国家发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，从众成医械统计的我国医疗设备采购意向情况看，截至 11 月 24 日，我国医疗领域设备更新采购意向预算总金额达 194 亿元。第 47 周采购意向总规模超 17.23 亿元，设备招采有突破趋势。2025 年，预计随着大量财政专项资金落实完毕，全国范围的设备更新招标浪潮有望来临。

从海外贸易看，根据药智医械统计的数据显示，近五年，中国医疗器械进出口整体呈现上升趋势，于 2022 年达到峰值。2023 年有所回落，2024 年 1-9 月，医疗器械出口贸易额较去年同期增长 3.13%。

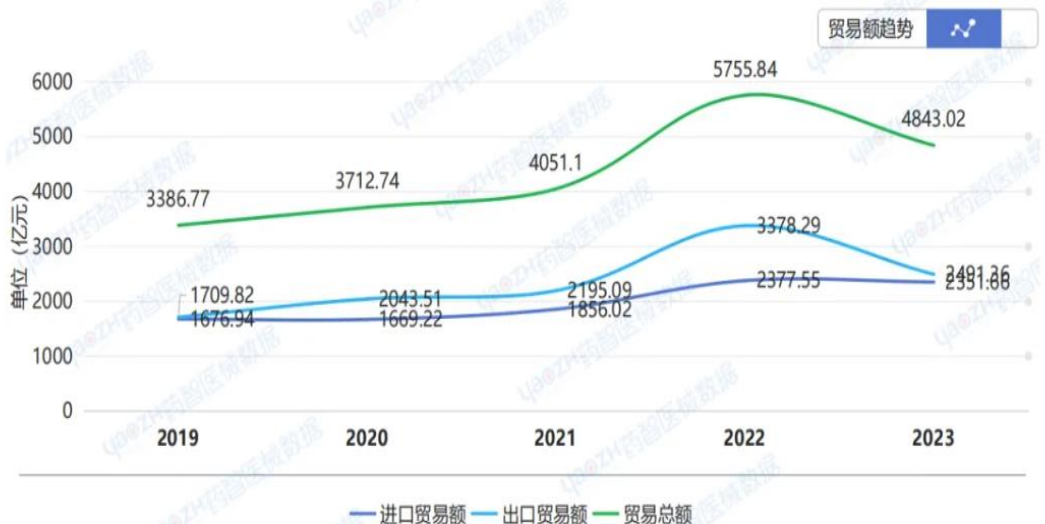
上市公司的海外业务占比也在提升。以申万-医疗器械上市公司为样本，2018年至2022年，中国医疗器械企业的海外收入占比由22%提升至34%。当前，全球掀起的医疗新基建浪潮仍在加速推进，医疗器械市场规模持续扩容。无论是在发达国家还是发展中国家，各国普遍意识到卫生体系的完善程度对国家政治和经济稳定的重要性，正在纷纷加大医疗投入。部分欧洲国家已经规划和实施了医疗补短板的举措，而发展中国家暴露的医疗短板更加严重，未来的投入将持续增加。

图 12：2024 年第 14 周至 47 周我国医疗领域设备更新采购意向情况



资料来源：众成医械，中原证券研究所

图 13：近 5 年医疗器械进出口总体情况



资料来源：赛柏蓝器械，药智医械，中原证券研究所



### ➤ 设备领域：数智化、精准化是未来的发展方向

**数智化转型在即。**在底层技术领域，国内5G、大数据、物联网、人工智能等基础技术的高速发展，为智慧医疗提供了前沿科技支持。云计算、分布式存储、自然语言处理等大数据应用技术的日趋成熟，也为AI赋能医疗带来了丰富的想象空间。人工智能颠覆式的突破为医疗机构降本增效提供了有力工具，基于科技创新与临床场景的智能化解决方案也在展现出更多可能性。而医疗器械作为与“数智化”连接最为紧密的产业之一，转型驱动力明显增强。未来的转型方向包括AI+医械及新材料融入的智能化转型等，通过产业升级，一方面能够提高医疗服务的准确性和运营管理效率，降低医疗成本，从实质上帮助医疗机构提质增效，迈向高质量发展；另一方面，也符合国家为更多民众提供更加优质、便捷，同时更为经济的医疗卫生服务的发展要求。

**国家政策支持医疗器械的数智化转型。**2023年12月，国家数据局等十七部门联合印发《“数据要素×”三年行动计划（2024—2026年）》，从顶层设计勾勒出数据要素市场的轮廓，推动数据在多场景应用、多主体复用，激活数据潜力。

未来，在新医改方案的指导下，随着政策的加持、前沿科技的赋能，智慧医疗将进入全新的发展阶段；同时，随着临床对于远程医疗、设备信息集成化等需求的大幅提升，医疗器械行业的“数智化”转型将加速。

投资建议：建议关注数字信息化，医疗机器人，高端医学影像设备，人工智能医疗器械，生物材料医疗器械等新兴领域的投资机会，重点公司包括安图生物（603658）等。

### ➤ 体外诊断领域：关注呼吸道感染多联检技术

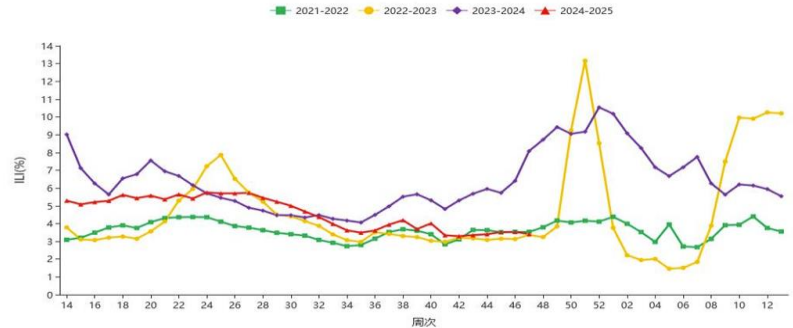
呼吸系统感染是导致全球死亡人数最多的一类感染。2021年世界疾病负担研究学会的数据显示，上呼吸道感染占全球发病率第1位，由于新型冠状病毒感染（COVID-19）大流行，COVID-19取代卒中成为第2大年龄标化死因，死亡人数达789万，下呼吸道感染（lower respiratory infection, LRI）病死率位居全球第7位。

由于多种呼吸道病原体感染的临床症状和体征都较为相似，多表现为发热、咳嗽或头痛等，但其病理病程和治疗方法可能存在显著差异，且呼吸道感染人数多、分布广、病程发展快速，因此对呼吸道病原体快速、准确的鉴别诊断，确定治疗方法和用药方案，在临床上具有重要的意义。近几年出台的《中国成人流行性感冒诊疗规范急诊专家共识（2022版）》、《成人普通感冒诊断和治疗临床实践指南（2023年版）》、《成人普通感冒诊断和治疗临床实践指南（2023年版）》等专家共识、临床实践指南，均强调了明确病原体检测对准确治疗的意义。

从国内市场看，2025年呼吸道感染疾病发病率或将提升。2023年我国呼吸道疾病进入高发时期，新冠、流感、肺炎支原体、呼吸道合胞病毒等疾病交替流行，全国多地多家医院儿科门诊、呼吸道门诊、发热门诊患者激增，医疗负担加重，我国流感呈现低发态势，根据国家疾控中心2024年第47周（2024年11月18日—2024年11月24日）流感检测数据显示，南方省份哨点医院报告的ILI%为3.4%，低于前一周水平（3.5%），低于2021和2023年

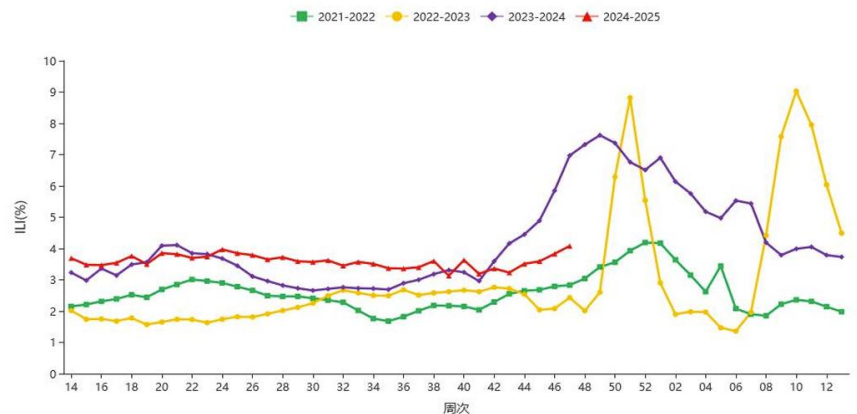
同期水平（3.5%和 8.1%），与 2022 年同期水平（3.4%）持平；北方省份哨点医院报告的 ILI% 为 4.1%，高于前一周水平（3.8%），高于 2021-2022 年同期水平（2.8%和 2.4%），低于 2023 年同期水平（7.0%）；随着 2025 年春季的到来，呼吸道感染疾病发病率或将提升。

图 14：南方省份哨点医院报告的流感样病例%



资料来源：中国疾病预防控制中心，中原证券研究所

图 15：北方省份哨点医院报告的流感样病例%



资料来源：中国疾病预防控制中心，中原证券研究所

从国际市场看，随着全球分子设备安装量提升，呼吸道多联检监测使用量或将增加。建议关注拥有海外获批认证的呼吸道多联检产品相关的上市公司，分别为圣湘生物，博晖创新，仁度生物，华大基因，万孚生物，九安医疗和东方生物。

## 5.2. 关注制药产业的投资“新”机会

### 5.2.1. 关注合成生物技术加持下传统制药领域的投资“新”机会

合成生物学作为一门以工程学思想为指导、多学科结合的新兴领域，正以其独特的技术优势和广泛的应用前景，引领着新一轮的生物技术革命。传统制药领域通过合成生物技术的加持，也有望发展为行业的新质生产力。

根据中商产业研究院发布的《2024-2029 年中国合成生物行业前景预测与投资战略规划分析报告》显示，2021 年全球合成生物市场规模达到 95 亿美元，2023 年约 151 亿美元，中商产业研究院分析师预测，2024 年将达 190 亿美元，2026 年将达到 307 亿元。2023-2026 年

的年复合增长率为 26.68%。全球合成生物产业有望保持中高速增长态势。

在全球市场持续扩张的情况下，中国亦成为发展潜力最大的市场之一。根据 Research and Markets 的数据，2023 年中国合成生物学市场规模约 11.5 亿美元，预计未来将以 23% 的增长率增长，综合以上数据，预计 2029 年中国合成生物学市场规模将达到 40 亿美元。

2024 年 1 月，工信部等 7 部门发布《关于推动未来产业创新发展的实施意见》，提出加快细胞和基因技术、合成生物、生物育种等前沿技术产业化。3 月发布的《2024 年国务院政府工作报告》指出，要加快发展新质生产力，积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎。建议重点关注合成生物领域的龙头企业。

### 5.2.2. 关注全链条共筑创新药生态的新机遇

“十四五”以来，我国国产创新药“量”“质”齐升，共有 113 个国产创新药获批上市，是“十三五”期间获批新药数量的 2.8 倍，市场规模达 1000 亿元。

2024 年创新药支持政策加码，创新药首次作为积极培育的新兴产业被写入《政府工作报告》。2024 年 6 月 6 日，国务院办公厅发布的《深化医药卫生体制改革 2024 年重点工作任务》多次提及“创新药”。其中在“深化医保支付方式改革”部分提出，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。

同年 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。

9 月 13 日，国家药监局宣布，将创新药临床试验的审评审批时限从 60 个工作日缩短至 30 个工作日。10 月 24 日，国家药品监督管理局发布《关于对创新药以及经沟通交流确认可纳入优先审评审批程序和附条件批准程序的品种开展受理靠前服务的通知》，提出自 2024 年 11 月 1 日起，对创新药以及经沟通交流确认可纳入优先审评的审批程序和附条件批准程序的品种上市许可申请提供受理靠前服务。

目前创新药产业发展的瓶颈主要包括基础研究不足，价格发现形成机制有待完善，融资困难等，可以预见未来围绕创新药全链条发展的鼓励政策还有望陆续出台。随着技术创新，制度创新，管理创新的不断完善，创新药行业将迎来加速发展期。建议关注创新药龙头企业恒瑞医药（600276），创新药特色企业艾力斯（688578）；另外 CXO 企业如药明康德（603259），康龙化成（300759），博济医药（300404）等也值得重点关注。

### 5.3. 关注血制品领域的投资“新”机会

人血清白蛋白是血浆中含量最多的蛋白，也是目前国内用量最大的血液制品，广泛用于肿瘤、肝病、糖尿病的治疗；由于人血白蛋白的广泛应用和供不应求，推动了重组人血清白蛋白的发展。

2024年11月30日，武汉禾元生物向全球公开发布重大研究成果，其自主研发的重组人血清白蛋白注射液（奥福民），在确证性临床研究中成功达到研究终点。

除武汉禾元生物为代表的水稻表达体系外，还有3家企业涉足该品种，分别为安睿特、深圳普罗吉及健通生物为代表的酵母表达体系。从研发进度看，进展较快的为安睿特和禾元生物的产品。其中，禾元生物的植物源重组人血清白蛋白注射液奥福民®已经获得了国家药品监督管理局的新药注册申请（NDA）受理，并纳入优先审评审批程序。安睿特的重组人血清白蛋白药品已于2024年4月在俄罗斯实现注册上市，并于2023年5月登记开展III期临床研究。

2024年9月19日，贝达药业发布关于签署《药品区域经销协议》公告，内容显示：贝达药业拟与禾元生物签署《药品区域经销协议》，商定禾元生物委托贝达药业在约定区域内独家经销植物源重组人血清白蛋白注射液（HY1001）。双方合作的首个合同期是自2025年7月31日至2028年12月31日。

尽管重组白蛋白的适应症较为单一，但考虑到重组人血清白蛋白的生产成本远低于血浆分离人血清白蛋白的生产成本，一旦重组白蛋白上市，或将快速地在相关适应症领域获得市场份额，建议关注相关的上市公司。

## 6. 跟随行业发展新变化寻找投资机会

### 6.1. 基药目录可能调整带来的投资机会分析

基药目录调整是医改的重点工作之一。在国务院办公厅6月3日发布的《深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务》中提出：将推动国家基本药物目录与国家医保药品目录、药品集采、仿制药质量与疗效一致性评价协同衔接，适时优化调整国家基本药物目录。截至目前，国内共发布了三版国家基药目录，分别是2009年版、2012年版及2018年版，由于现行目录与上一版目录调整时间为6年，根据基药目录管理办法，原则上每三年调整一次，因此2025年基药目录调整的概率较大，创新药、中药、儿童药都是基药目录调整的重要方向，建议重点关注已经有品种进入医保但非基药目录的上市公司，尤其是中成药企业。

### 6.2. 医疗服务价格改革带来的投资机会分析

前文提到，未来医疗服务价格有望合理提升，符合银发经济，多胎经济的项目有望获得额外收入。

以康复类立项指南为例，康复治疗的一个特点是根据患者实际情况，医务人员随时确定和调整康复训练时长。而过去各地康复训练项目大多是按“次”计价，这意味着治疗“10分钟”和“30分钟”的收费可能是一样的，容易忽视了医务人员劳务付出的差异。

立项指南充分考虑康复治疗的特点，将所有康复训练项目的计价单位调整为“半小时”，并设立了“每增加10分钟”的加收政策，充分体现了对医务人员技术劳务价值和付出的尊重。同

时，立项指南还要求设置每日费用封顶线，标准由各地根据平均治疗时长计算，避免医院为了增加收费过度延长治疗时间。

建议重点关注银发经济相关标的，如翔宇医疗（688626）等以及辅助生殖相关上市公司。

### 6.3. 其他投资机会分析

- 1) **关注可能出台的财政刺激政策下消费医疗的投资机会。**预计 2025 年中、美货币财政共振宽松，建议重点关注医药行业中顺周期板块及公司的投资机会。医院，线下药店，消费药械，如眼科等均具备投资机会。重点公司包括羚锐制药（600285）等。
- 2) **关注医药商保政策推进预期下重点公司的投资机会。**目前润达医疗已与太平保险经纪有限公司签署战略合作协议，下一步，双方将充分发挥自身专业优势及资源禀赋，深入推进在健康保险保障、医疗数字化管理、健康医疗服务等方面的合作。以健康、数字生态全面赋能保险业务创新，共同打造保险+健康+科技的融合发展新模式，共迎数字化增长新机遇。
- 3) **2025 年购重组仍将活跃，建议关注相关投资机会**

2024 年以来，国家多次出台政策支持并购重组。截至 2024 年 12 月 1 日，共有 28 家医药上市公司进行了并购交易。主要收购目的包括强链补链，或者在同领域或跨界并购以丰富产品结构，避免单一产品风险；考虑到医药一级市场投资人退出机制不畅；新医改下，医药产业并购整合加速，预计 2025 年并购交易仍将活跃。建议从两个思路关注并购重组受益公司，1) 关注 2024 年已经发生并购交易的上市公司后续的业务整合及增长潜质；2) 关注潜在可能产生并购交易的上市公司，如资金雄厚，具备估值压力的企业。

表 6：2024 年以来我国医药领域并购交易统计

收购企业	被收购企业	交易时间	交易总金额	收并购结果
诺华制药	信瑞诺医药	2024.01	未透露	交易完成后，信瑞诺医药讲真 题整合入诺华中国
华人健康	舟山里肯	2024.01		布局浙江地区连锁药房
华润双鹤	华润紫竹	2024.02	31.15 亿元	华润紫竹为避孕药龙头
国药集团	中国中药	2024.02	154.5 亿港元	2024 年港股第一家拟进行私有 化交易的药企
中国通用	重药控股	2024.02	未透露	中国通用收获第三家医药上市 公司
迈新生物	龙进生物	2024.02	3200 万元	持 25.21% 股权，深耕病理诊 断，与龙进生物业务协同性强
Nuvation Bio	葆元医药	2024.03	全股份交易	葆元持有约 33% 股份，Nuvation Bio 持约 67% 股份
阿拉丁	源叶生物	2024.03	1.81 亿元	收购源叶生物 51% 股权，丰富科 研试剂品牌
北陆药业	天原药业	2024.04	2.02 亿元	收购天原药业 80% 股权，加速中 成药布局

Genmab	普方生物	2024.05	18 亿美元	Genmab 将拥有多个临床前项目以及普方生物的 ADC 技术平台
武田制药	亚盛医药	2024.06	7500 万美元	获得亚盛医药 7.7% 的股份，成为亚盛医药第二大股东
德福资本	赛生药业	2024.07	107.43 亿元	私有化邀约收购，港交所十年内最大医疗并购落地
新天药业	汇伦医药	2024.07		失败
华神科技	成都博浩达生物科技	2024.07		失败
华润三九	天士力集团	2024.08	62 亿元	华润三九收购天士力集团及其一致行动人合计持有的 28% 股份
石药集团	景峰医药	2024.08	未透露	“接管”成功后，石药集团将入局榄香烯乳状注射液市场
泰格医药	观合医药	2024.09	1.4 亿元	收购观合医药 40.5650% 股权，补强一站式服务能力
艾迪药业	南大药业	2024.09	1.5 亿元	收购南大药业 31.16% 股权，达到尿激酶产业价值链的整合业务模式，实现从粗品的供应、原料药的生产到尿激酶制剂生产的“人源蛋白原料-制剂一体化”布局
嘉和生物	亿腾医药	2024.10	未透露	港股 18A 首例法相收购案，嘉和生物寻求自救
中国生物制药	浩欧博	2024.10	未透露	H 收 A 首例，交割后持有浩欧博 55% 股权
新诺威	石药百克	2024.10	76 亿元	收购石药百克 100% 股权
同仁堂	红惠医药	2024.10	1.05 亿元	收购红惠医药 51% 股权，下游渠道挖掘能力
药师帮	一块医药	2024.10	10.35 亿元	收购一块医药 100% 股权，供应链层面合作
四川双马	健元医药	2024.10	15.96 亿元	收购健元医药 92.17%，跨界布局
千红制药	方圆制药	2024.10	3.90 亿元	收购方圆制药 100% 股权，其主导产品硫酸依替米星是新一代半合成氨基糖苷类抗生素
恒昌医药	康惠制药	2024.10	1.1 亿元	收购康惠制药 10% 股，借壳上市
多瑞医药	建瓴生物	2024.10	2.7 亿元	收购建瓴生物 70% 股权，拓展原料药产业
西藏药业	IMDUR 产品	2024.10	12.4 亿元	收购 IMDUR 产品，品牌和相关资产，介入心血管药物领域
康缘药业	中新医药	2024.11	2.7 亿元	康缘集团持有中新医药 70% 股权，步入生物药领域
东北制药	鼎成肽源	2024.11	1.87 亿元	收购鼎成肽源 70% 股权，正式入局 CGT
科源制药	宏济堂	2024.11	未透露	收购宏济堂 99.42% 股权，老字号谋求曲线上市
中国生物制药	礼新医药	2024.11	1.42 亿元	获得礼新医药 4.91% 股权。授权单克隆抗体 LM-108
BioNTech	普米斯	2024.11	8 亿美元	收购普米斯 100% 股权，获得药物管线并打开中国市场
昆药集团	华润圣火	2024.11	17.91 亿元	收购华润圣火 51% 股权，整合血塞通大单品市场
双成药业	奥拉股份	2024.11	定增	收购奥拉股份 100% 股权，进入半导体领域

资料来源：动脉网，各上市公司公告，中原证券研究所  
注：橙色底纹为上市公司相关交易，蓝色为失败交易

**表 7：2024 年并购重组交易中并购方为 A 股的上市公司一览**

证券代码	证券简称	营业收入 同比增长率 %	归母净利润 同比增长率 %
300016.SZ	北陆药业	12.30	1,156.34
002550.SZ	千红制药	-17.62	56.47
688179.SH	阿拉丁	33.54	32.70
000999.SZ	华润三九	6.08	23.19
600557.SH	康缘药业	-11.06	2.18
600422.SH	昆药集团	-2.73	0.36
600085.SH	同仁堂	0.72	-2.92
000597.SZ	东北制药	-4.22	-5.37
600211.SH	西藏药业	-8.13	-7.42
301281.SZ	科源制药	-2.88	-40.38
300347.SZ	泰格医药	-10.32	-56.72
300765.SZ	新诺威	-23.66	-63.50
688488.SH	艾迪药业	-0.89	-87.75
301075.SZ	多瑞医药	-18.57	-188.44
002693.SZ	双成药业	-30.34	-2,234.84

资料来源：Wind，中原证券研究所

**表 8：2024 年以来，国家多次出台政策支持并购重组**

发布日期	政策名称	主要内容
2024 年 3 月 15 日	《关于加强上市公司监管的意见（试行）》	支持上市公司通过并购重组提升投资价值，多措并举活跃并购重组市场等
2024 年 4 月 4 日	《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组，股权激励等方式提高发展质量等
2024 年 6 月 19 日	《关于深化科创板改革服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》	更大力度支持并购重组，支持科创板上市公司开展产业链上下游并购整合，提高并购重组估值包容性，支持科创板上市公司收购优质未盈利“硬科技”企业，丰富并购重组支付工具等。
2024 年 9 月	《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定（征求意见稿）》、《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》	支持上市公司向新质生产力方向转型升级，证监会将积极支持上市公司围绕战略性新兴产业，未来产业等进行并购重组，包括开展基于转型升级等目标的跨行业并购，有助于补链强链和提升关键技术水平的未盈利资产收购，以及支持“两创”板块公司并购产业链上下游资产等，引导更多资源要素向新质生产力方向聚集；同时鼓励上市公司加强产业整合，资本市场在支持新兴行业发展的同时，将继续助力传统行业通过重组合理提升产业集中度，提升资源配置效率，对于上市公司之间的整合需求，将通过完善限售期规定、大幅简化审核程序等方式予以支持等。

资料来源：证监会，中原证券研究所

## 7. 风险提示

系统性风险，国外监管政策变化风险，企业研发进度低于预期，国家政策推进低于预期风险等。

表 9：重点关注标的估值情况

公司简称	总股本 (亿股)	流通股 (亿股)	股价(元 /股, 12 月 5 日)	EPS (元)		每股净资 产 (24Q3)	PE(倍)		PB (24Q3)	投资评级
				2024E	2025E		2024E	2025E		
安图生物	5.81	5.81	45.19	2.59	2.81	14.46	17.45	16.08	3.13	增持
羚锐制药	5.67	5.67	22.71	1.28	1.51	5.1	17.74	15.04	4.45	买入
博济医药	3.82	2.76	9.17	0.17	0.23	2.57	53.94	39.87	3.57	增持
药明康德	28.88	25.01	51.41	3.16	3.49	18.95	16.27	14.73	2.71	增持
康龙化成	17.87	14.29	27.34	0.98	1.1	7.49	27.90	24.85	3.65	增持
恒瑞医药	63.79	63.79	48.95	0.91	1.1	6.86	53.79	44.50	7.14	买入
艾力斯	4.5	4.5	58.33	3.03	3.72	10.81	19.25	15.68	5.40	买入
翔宇医疗	1.6	1.6	31.04	0.65	1.2	12.66	47.75	25.87	2.45	增持
润达医疗	5.99	5.99	19.23	0.51	0.75	7.07	37.71	25.64	2.72	未评级

资料来源：Wind，中原证券研究所

注：未评级公司盈利预测采用 Wind 一致预期，



### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；  
同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；  
弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；  
增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；  
谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10% 至 5%；  
减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15% 至 -10%；  
卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券研究所股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券研究所股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、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者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。