



# 医药行业 2025 年展望：乘风而起，开启创新增长新周期

● **2024 年回顾：**截至 2024 年 12 月 9 日，MSCI 中国医药指数/恒生生物科技指数年内分别下跌 16%/10%，分别跑输 MSCI 中国指数（上涨 16%）/恒生指数（上涨 20%）。尽管医药指数年末较年初仍呈下跌态势，但下半年表现较上半年有所好转。目前 MSCI 中国医药指数前瞻市盈率为 23x，较过去 5 年均值低 1.0 个标准差。在所有的子板块中，表现最好的板块为医药流通及创新药两个板块，YTD 分别录得 14.4% 及 13.6% 的板块涨幅；表现最差的板块为连锁药店、互联网医疗及医疗服务，YTD 分别录得 29.8%、18.1% 及 14.0% 的板块跌幅。

● **2025 年展望：**随着反腐影响的逐步消退、集采风险对大品种药品的基本出清、国家政策对于发展创新药创新器械的明确支持、数个国产重磅创新药物（包括国产 ADC、GLP-1、自免药物）预计于 2024 年底/2025 年陆续获批，以及多款中国创新药接连实现出海授权，我们认为 2025 年医药行业基本面有望进一步提升，板块情绪有望进一步上涨，叠加医药板块整体低估值水平，我们对 2025 年医药板块整体呈乐观态度，重申看好创新药、创新高值耗材的观点。此外，我们也认为 CXO 或具备短期反弹机会。具体来说，我们对各板块的看法如下：

● **创新药：**看好研发能力强、核心产品商业化潜力大、出海前景光明、短期有重磅创新药物获批销售和重点研发管线数据读出的生物科技企业或龙头创新药企，建议关注科伦博泰、康诺亚、康方生物、和黄医药、百济神州、恒瑞医药。

● **医疗器械：**看好创新高值耗材、医疗设备板块。其中高值耗材股价弹性更高，2025 年业绩增速有望在今年业绩低基数的基础上实现复苏，医疗设备 2025 年则有望充分享受设备更新政策落地带来的增量需求。建议关注归创通桥、爱康医疗、迈瑞医疗。

● **CXO：**随着海外降息推进及融资逐步复苏，新签订单有望更多地转化为 CXO 公司的收入，提升 CXO 公司 2025 年业绩。生物安全法案更新版本或放松对药明系的限制，且立法时间线往后推移，尽管未来立法仍存不确定性，我们认为生物安全法案短期利空暂时出尽，已反映至 CXO 行业近几日股票反弹中。未来在中美地缘政治震荡下，CXO 板块或具备短期反弹机会。建议关注药明康德、康龙化成、药明合联、药明生物。

● **医药流通&中药：**当前医药流通及中药板块龙头股息率仍具吸引力，随着国企改革持续深化，相关国企龙头有望持续提质增效。建议关注国药控股、上海医药、华润三九。

● **医疗服务：**继续看好政策利好频出的辅助生殖。建议关注锦欣生殖。

● **首选标的科伦博泰、康诺亚。**科伦博泰研发实力强大，短期商业化催化剂丰富，2025 年将迎来额外 3 款产品的中国获批，核心产品 SKB264 亦有望于 2025 年迎来额外两个肺癌适应症的获批，商业化前景广阔。康诺亚核心产品 CM310 将于 2025 年迎来首个完整年度商业化，作为首个国产重磅 IL4R，我们认为其市场潜力巨大。此外，康诺亚研发实力强劲，NewCo 形式有助于加快其出海步伐，2025 年潜在出海交易有望进一步提振股票行情。

● **投资风险：**创新药支持政策落地不及预期，医疗设备更新进度不及预期、设备反腐影响持续、美国降息节奏慢于预期，中美地缘政治紧张加剧。

## 阳景

首席医药分析师

Jing\_yang@spdbi.com  
(852) 2808 6434

## 胡泽宇, CFA

医药分析师

ryan\_hu@spdbi.com  
(852) 2808 6446

2024 年 12 月 10 日

## 年初至今行业指数表现



注：截至 2024 年 12 月 9 日收盘价  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

## 相关报告：

《科伦博泰 (6990.HK)：ADC 龙头商业化在即，未来可期》(2024-11)

《恒瑞医药 (600276.CH)：创新药迈入收获期，国际化加速前行》(2024-11)

《药明合联 (2268.HK)：全球领先 ADC 外包服务商有望持续受益》(2024-11)

《爱康医疗 (1789.HK)：短期行业扰动不改长期成长逻辑，数字骨科+国际化打开发展空间》(2024-12)



扫码关注浦银国际研究

# 目录

核心观点 .....	4
2024 年回顾：医药板块下半年已较上半年有所好转 .....	6
2025 年医药细分板块配置策略 .....	8
创新药：政策支持明确、国际化进程有望加速 .....	9
医疗器械：重点关注催化剂丰富的医疗设备及股价弹性更高的创新高耗个股 .....	29
CXO：海外融资复苏有望提振短期业绩 .....	37
医药流通&中药：关注国企改革主线 .....	40
医疗服务：辅助生殖支持政策频出 .....	46
浦银国际医药行业覆盖公司 .....	50

## 图表目录

图表 1：MSCI 中国指数 vs. MSCI 中国医药指数 vs. 恒生生物科技指数（2024 YTD） .....	6
图表 2：医药子板块股价涨跌幅（2024YTD） .....	6
图表 3：MSCI 中国医药卫生板块前瞻市盈率（P/E） .....	7
图表 4：医疗行业子板块前瞻市盈率（或市销率） .....	7
图表 5：医疗行业子板块前瞻市盈率（或市销率）较 5 年均值相距标准差 .....	7
图表 6：浦银国际 2025 医药细分板块配置策略 .....	8
图表 7：创新药板块年初至今股价涨跌幅 .....	9
图表 8：历次药品国采对比 .....	11
图表 9：2024 年内中央政府发布的创新药利好政策 .....	12
图表 10：2024 年内各地发布的创新药利好政策 .....	12
图表 11：2019-2024 年医保谈判结果 .....	14
图表 12：中国药品跨境 licensed-out 金额及项目数量 .....	15
图表 13：中国药品跨境 licensed-out 项目所处阶段（2023） .....	16
图表 14：中国药品跨境 licensed-out 项目所处阶段（9M24） .....	16
图表 15：中国药品跨境 licensed-out 受让方所在地 .....	16
图表 16：中国跨境 licensed-out 项目中 first-in-class 项目占比 .....	16
图表 17：中国药品跨境 licensed-out 项目类型 .....	17
图表 18：中国 ADC 跨境 licensed-out 项目金额及数量 .....	17
图表 19：中国双抗跨境 licensed-out 项目金额及数量 .....	17
图表 20：国内企业 NewCo 型 BD 出海汇总 .....	18
图表 21：2024 年我国创新药跨境 licensed-out 重点交易 .....	18
图表 22：在美国获批或临床进度较快的国产创新药 .....	19
图表 23：已获批及在研 GLP1R 管线 .....	21
图表 24：中国 9 款已获批 ADC 药物 .....	23
图表 25：中国企业在研 3 期及之后阶段 ADC 项目 .....	24

图表 26: 重点国产自免类药物 .....	25
图表 27: Big pharma 推进创新化转型, 创新药收入不断提升 .....	26
图表 28: 重点创新药企短期主要催化剂 .....	27
图表 29: 创新药企业估值表 .....	28
图表 30: 医疗器械板块年初至今股价涨跌幅 .....	29
图表 31: 医疗器械板块 PS Band .....	29
图表 32: 我国设备更新项目招标金额 .....	30
图表 33: 我国设备更新招标 .....	30
图表 34: 部分省份设备更新招标公告拟采购产品清单情况 .....	30
图表 35: 医疗设备更新相关政策 .....	31
图表 36: 1H24 海外收入金额 Top 10 (A 股) .....	32
图表 37: 1H24 海外收入占比 Top 10 (A 股) .....	32
图表 38: 2024 年内欧美对国产医疗器械的制裁事件 .....	32
图表 39: 人工耳蜗类国采报量 (植入类&言语处理器) .....	33
图表 40: 外周血管支架类-下肢动脉支架国采报量 .....	33
图表 41: 外周血管支架类-非下肢动脉支架报量 .....	33
图表 42: 外周血管支架类-静脉支架国采报量 .....	33
图表 43: 历次耗材国采对比 .....	34
图表 44: 人工关节国采接续采购 - 主要骨科上市公司中标结果 .....	34
图表 45: 主要 IVD 省级集采日期及结果 .....	35
图表 46: 医疗器械企业估值表 .....	36
图表 47: CXO 板块年初至今股价涨跌幅 .....	37
图表 48: CXO 板块 PE Band .....	37
图表 49: CXO 在手订单对比 .....	37
图表 50: 全球医药健康领域融资额 (仅含生物医药、器械与数字健康) .....	38
图表 51: CXO 企业估值表 .....	39
图表 52: 医药流通板块年初至今股价涨跌幅 .....	40
图表 53: 中药板块年初至今股价涨跌幅 .....	40
图表 54: 中药及医药流通企业股息率 .....	40
图表 55: 中药企业并购案例 .....	41
图表 56: 2009/2012/2018 年版基药目录构成 .....	42
图表 57: 支持中药创新的主要政策 .....	43
图表 58: 2024 年国家医保目录新增 11 种中成药 .....	43
图表 59: 中成药、配方颗粒集采降幅 .....	44
图表 60: 医药流通企业估值表 .....	45
图表 61: 中药企业估值表 .....	45
图表 62: 医疗服务板块年初至今股价涨跌幅 .....	46
图表 63: 医疗服务板块 PE Band .....	46
图表 64: 主要社会办医政策梳理 .....	47
图表 65: 《关于做好医保基金预付工作的通知》核心内容 .....	48
图表 66: 医疗服务企业估值表 .....	49
图表 67: SPDBI 医药行业覆盖公司 .....	50

# 医药行业 2025 年展望：乘风而起，开启创新增长新周期

## 核心观点

截至 2024 年 12 月 9 日，MSCI 中国医药指数/恒生生物科技指数年内分别下跌 16%/10%，分别跑输 MSCI 中国指数（上涨 16%）/恒生指数（上涨 20%）。尽管医药指数年末较年初仍呈下跌态势，但下半年表现较上半年有所好转。目前 MSCI 中国医药指数前瞻市盈率为 23x，较过去 5 年均值低 1.0 个标准差。在所有的子板块中，表现最好的板块为医药流通及创新药两个板块，YTD 分别录得 14.4% 及 13.6% 的板块涨幅；表现最差的板块为连锁药店、互联网医疗及医疗服务，YTD 分别录得 29.8%、18.1% 及 14.0% 的板块跌幅。

展望 2025 年，我们对医药板块的看法相较 2024 年更为乐观，主要由于：1) 反腐集中执行已超过一年，影响逐步消退；2) DRG 2.0、全链条支持创新药发展实施方案陆续出台，政策对创新药、创新器械发展支持态度明确；3) 创新药出海、重磅产品获批催化剂丰富，有望提振行业投资情绪。医药板块在过去一年持续被低估，估值具备较高吸引力，重申我们持续看好创新药、创新高值耗材的观点。我们对各板块的看法如下：

### 2025 年医药子板块及个股布局策略：

- **创新药：**重申我们对创新药板块持续看好的观点，在反腐影响逐步消退及国家政策支持态度明确的背景下，多个国产重磅创新药物（包括国产 ADC、GLP-1 双靶点药物、自免药物）于 2024 年底/2025 年陆续获批，以及近期多个双抗药物成功出海凸显国际药企对中国企业研发能力的持续认可，我们对 2025 年创新药板块表现持更为乐观的态度。我们看好研发能力强、核心产品商业化潜力大、出海前景光明、短期有重磅创新药物获批和重点研发管线数据读出的生物科技企业或龙头创新药企，建议关注科伦博泰、康诺亚、康方生物、和黄医药、百济神州、恒瑞医药。
- **医疗器械：**我们对器械板块 2025 年的表现预期虽较 2024 年更乐观，但预期仍相对谨慎，预计医疗设备、高值耗材、低值耗材、IVD 四大子板块表现将分化。我们相对看好股价弹性更高且 2024 年业绩相对低基数的创新高值耗材，以及有望受益于设备更新政策落地的医疗设备细分赛道。建议关注归创通桥、爱康医疗、迈瑞医疗。

- **CXO:** 随着海外降息的推进及融资的逐步复苏，新签订单有望更多地转化为 CXO 公司的收入，提升 CXO 公司短期业绩。短期内生物安全法案更新版本已放松对药明系的限制，且立法时间线往后推移，尽管未来立法仍存不确定性，我们认为生物安全法案短期利空暂时出尽，已反映至 CXO 行业近几日股票反弹中，长期来看中美地缘政治挑战或持续存在。未来在中美地缘政治震荡下，CXO 板块或具备短期反弹机会。**建议关注药明康德、康龙化成、药明合联、药明生物。**
- **医药流通&中药:** 当前医药流通及中药板块龙头股息率仍具吸引力，随着国企改革持续深化，国企龙头有望持续提质增效。**建议关注国药控股、上海医药、华润三九。**
- **医疗服务:** 看好近期政策利好频出的辅助生殖。**建议关注锦欣生殖。**

# 2024 年回顾：医药板块下半年已较上半年有所好转

截至 2024 年 12 月 9 日，MSCI 中国医药指数/恒生生物科技指数年内分别下跌 16%/10%，跑输同期 MSCI 中国指数（年内上涨 16%）/恒生指数（年内上涨 20%），医疗板块整体延续了 2021 年中以来的下跌趋势。

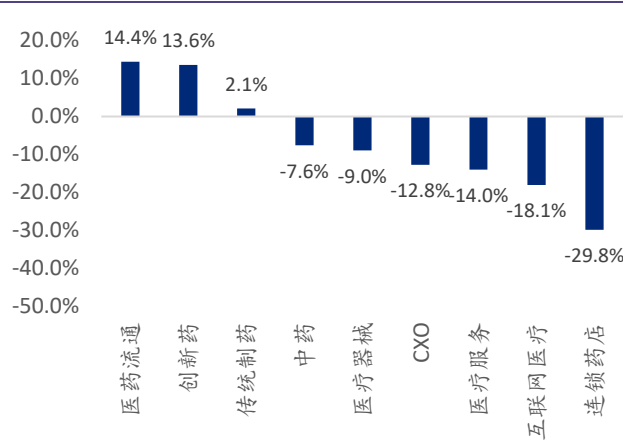
分子板块来看，截至 2024 年 12 月 9 日，表现最好的板块为医药流通、创新药两个板块，分别上涨 14.4%、13.6%；表现最差的板块为连锁药店、互联网医疗及医疗服务，分别下跌 29.8%、18.1%及 14.0%；其余板块表现居中，包括传统制药(+2.1%)、中药(-7.6%)、医疗器械(-9.0%)、CXO(-12.8%)。

**图表 1: MSCI 中国指数 vs. MSCI 中国医药指数 vs. 恒生生物科技指数 (2024 YTD)**



注：数据截至 2024 年 12 月 9 日  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

**图表 2: 医药子板块股价涨跌幅 (2024YTD)**



注：数据截至 2024 年 12 月 9 日；板块成分股含 A 股及港股，具体个股参考后文中各子板块估值表中介股，板块涨跌幅按个股涨跌幅市值加权平均计算  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

目前 MSCI 中国医药卫生指数前瞻市盈率为 22.8x，较 2023 年底 (25.5x) 下滑约 11%，相比 2021 年中阶段性高点已跌近 2/3。目前估值水平较过去 5 年均值 35x 低 1.0 个标准差。

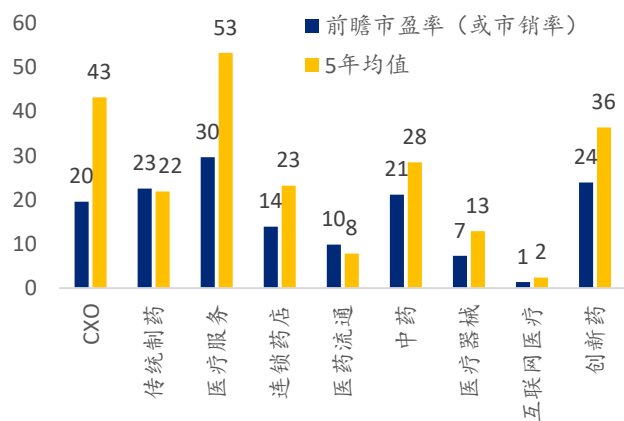
图表 3: MSCI 中国医药卫生板块前瞻市盈率 (P/E)



注: 数据截至 2024 年 12 月 9 日; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

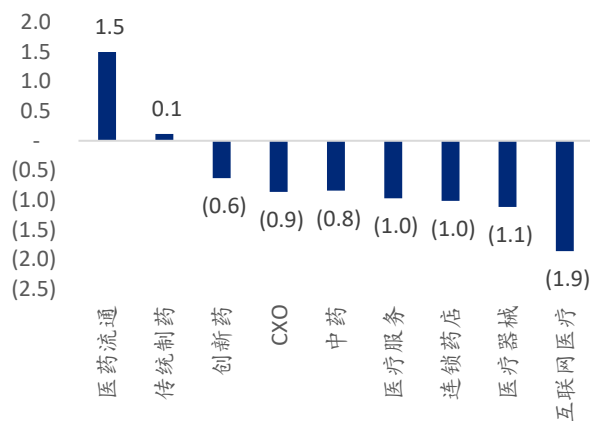
多数子板块估值倍数仍低于过去 5 年均值。其中估值水平与过去 5 年均值相距最大的三个子板块为互联网医疗、医疗器械、连锁药店, 较历史均值均低超 1.0 个标准差。创新药、CXO、中药、医疗服务均较历史均值低 1 个标准差以内。

图表 4: 医疗行业子板块前瞻市盈率 (或市销率)



注: 创新药、医疗器械和互联网医疗采用 PS, 其余板块均为 PE; 数据截至 2024 年 12 月 9 日; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 医疗行业子板块前瞻市盈率 (或市销率) 较 5 年均值相距标准差



注: 创新药、医疗器械和互联网医疗采用 PS, 其余板块均为 PE; 数据截至 2024 年 12 月 9 日; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

# 2025 年医药细分板块配置策略

受益于基本面提升及估值具备吸引力，我们对 2025 年医药板块持乐观态度。随着反腐影响的逐步消退、集采风险对大品种药品的基本出清、国家政策对于创新药发展的明确支持（包括全链条支持创新药发展实施方案出台、DRG 2.0 对创新药/器械的支持、国家医保谈判对创新药的支持等）、数个国产重磅创新药物（包括国产 ADC、GLP-1 双靶点药物、自免药物）于 2024 年底/2025 年陆续获批，以及多款中国创新药接连实现出海授权，我们认为 2025 年医药板块基本面有望进一步提升，板块情绪亦有望随之上涨，我们整体对 2025 年医药板块持乐观态度。叠加医药板块在过去一年持续被低估，估值具备较高吸引力，重申我们持续看好创新药、创新高值耗材的观点。此外，我们认为 CXO 或具备短期反弹机会。

图表 6：浦银国际 2025 医药细分板块配置策略

板块	2025 投资策略	主要风险	建议关注
创新药	看好研发能力强、核心产品商业化潜力大、出海前景光明、短期有重磅创新药物获批和重点研发管线读出的生物科技企业或龙头创新药企	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 热门靶点药物竞争日趋激烈</li> <li>2. 国内创新药准入落地情况或不及预期</li> <li>3. 出海预期及海外开发尚存不确定性</li> </ol>	科伦博泰 (6990.HK) 康诺亚 (2162.HK) 康方生物 (9926.HK) 和黄医药 (HCM.US/0013.HK) 百济神州 (BGNE.US/6160.HK/688235.CH) 恒瑞医药 (600276.CH)
医疗器械	看好股价弹性更高的创新高值耗材和有望受益于设备更新政策落地的医疗设备	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 获批创新器械数量日益增多，行业竞争白热化</li> <li>2. 产品出海进度未如预期</li> <li>3. 器械集采影响企业盈利能力</li> </ol>	归创通桥 (2190.HK) 爱康医疗 (1789.HK) 迈瑞医疗 (300760.CH)
CXO	随着海外降息的推进及融资的逐步复苏，新签订单有望更多地转化为 CXO 公司的收入	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 生物安全法案立法进程快于预期，且限制条款变严格</li> <li>2. 中美地缘紧张进一步加剧</li> <li>3. 海外融资恢复慢于预期</li> <li>4. 行业竞争加剧</li> </ol>	药明康德 (603259.CH/2359.HK) 康龙化成 (300759.CH/3759.HK) 药明合联 (2268.HK) 药明生物 (2269.HK)
医药流通 & 中药	当前医药流通及中药板块龙头股息率仍具吸引力，相关龙头有望随着国企改革持续提质增效	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 医药流通：行业竞争持续加剧；提质增效成效较预期小</li> <li>2. 中药：集采风险；原材料价格快速上涨；后续扶持政策出台不及预期；公司治理改善低于预期</li> </ol>	国药控股 (1099.HK) 上海医药 (2607.HK/601607.CH) 华润三九 (000999.CH)
医疗服务	继续看好近期政策利好频出的辅助生殖	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 消费政策刺激力度不及预期；消费意愿持续疲软</li> <li>2. 医疗服务价格上升受限</li> </ol>	锦欣生殖 (1951.HK)

资料来源：浦银国际



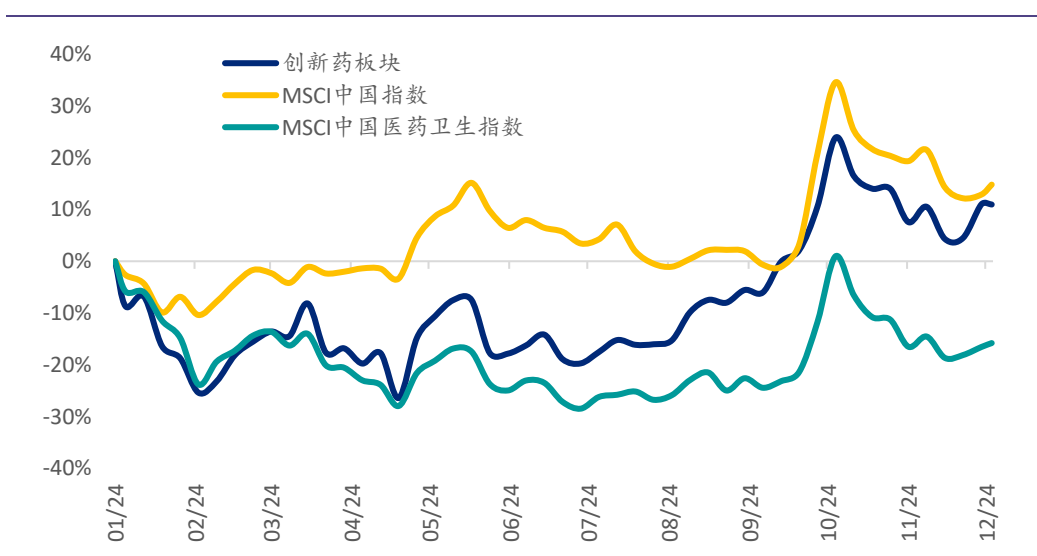
## 创新药：政策支持明确、国际化进程有望加速

截至 2024 年 12 月 9 日，创新药板块涨幅 14%。在医药股整体相对低迷的环境下，创新药表现亮眼，主要受益于：

- **一系列明确的政策支持**，包括：1) 国务院常务会议于 7 月审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》，从研发、审批、入院、支付等多个环节支持创新药产业链发展；2) 国家医保谈判亦大力支持创新药准入，包括 2024 年底医保谈判新增 91 个药品中，38 个药品为全球创新药，绝对数量和比例达到历史新高，创新药谈判成功率高达 90% 以上，较整体成功率高 16 个百分点，要求各省 2024 年底之前完成挂网，各医疗机构在 2025 年 2 月底之前召开药事会，及时调整用药目录；3) DRG2.0 亦通过特例单议机制对创新药/器械/技术进行支持。
- **国产创新能力不断提升，出海前景广阔**：一方面，已出海的重磅管线药物在医学会议上读出积极数据，国际化潜力广阔（例如：康方生物依沃西、科伦博泰 SKB264）。另一方面，越来越多的创新药成功实现出海授权，凸显国际合作伙伴对中国创新药的认可。
- **降息周期启动提升生物科技板块情绪**：美联储于 9 月起开启美元降息周期，有利于提升生物科技板块情绪。

展望 2025 年，随着反腐影响的逐步消退、集采风险对大品种药品的基本出清、国家政策对于创新药发展的明确支持（包括全链条支持创新药发展实施方案出台、国家医保谈判对创新药的支持、DRG 2.0 对创新药/器械的支持等）、数个国产重磅创新药物（包括国产 ADC、GLP-1 双靶点药物、自免药物）于 2024 年底/2025 年陆续获批，以及多款中国创新药接连实现出海授权，我们认为 2025 年创新药板块基本面有望进一步提升，板块情绪有望进一步上涨，重申我们持续看好创新药板块的观点。

图表 7：创新药板块年初至今股价涨跌幅



注：数据截至 2024 年 12 月 9 日；资料来源：Bloomberg、浦银国际

## 反腐进入常态化，对创新药销售负面影响逐步消退

全国医药领域腐败问题集中整治行动于 2023 年 7 月启动至今已超过一年，目前已进入常态化监管阶段。根据 2024 年 5 月国家卫健委等 14 部委联合发布《关于印发 2024 年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点的通知》（[链接](#)），后续监管将强调：1) 持续规范医药生产流通秩序；2) 集中整治群众身边不正之风和腐败问题；3) 坚决纠治行业乱象；4) 切实维护医保基金安全；5) 深化巩固集中整治工作成效。医药反腐已进入常态化监管阶段，后续对创新药销售影响将逐步降低，合规的龙头企业有望受益。

## 大品种集采风险基本出清

国家联采办于 2024 年 11 月 22 日发布《全国药品集中采购文件》，明确将 62 种药品纳入第十批国家组织药品集中带量采购范围，并计划于 12 月 12 日在上海开标。从报量目录来看，今年的入围门槛相较于以往更为严格，需要 7 家及以上企业方可参与。同时，竞争也更为激烈，如西格列汀等品种有 31 家通过评价，多个品种过评企业数量更是超过 20 家。此外，由于不少大品种此前已被纳入集采范围，第十批国采中大品种相对较少，最高市场份额仅为 30 亿元。

从第九批个股表现来看，集采已进入常态化执行阶段，市场对集采的敏感度已明显下降，后续批次集采对业绩和股价表现的影响预计将呈边际递减态势。

- 药品集采已进行多轮，已执行的前九批全国集采品种数量达到 374 个，若考虑上第十批集采的 62 个品种，国家集采品种数量已达 436 个，距离 2025 年集采品种需达 500 个的目标剩下 64 个，集采进程已达目标 87%，后续影响品种数有限；
- 多数企业中占比较高的品种已被先后纳入，后续纳入的小品种对公司业绩影响有限；
- 集采报价逐步理性化，规则设置及企业报价均充分考虑利润，不再以中标为导向；
- 新仿制药产品和低市占率产品集采中标后，有机会抢夺原研/主要竞品的市场份额，此种情况下利好中标企业；
- 从长期来看，随着制药公司创新转型、仿制药销售占比下滑，集采对制药公司的收入端影响将持续下降。

图表 8: 历次药品国采对比

	第一批 (4+7 扩围)	第二批	第三批	第四批	第五批	第六批	第七批	第八批	第九批	第十批
公布采购文件	2019.9	2019.12	2020.7	2021.1	2021.6	2021.11	2022.6	2023.3	2023.10	2024.11
公布中选结果	2019.9	2020.1	2020.8	2021.2	2021.6	2021.11	2022.7	2023.3	2023.11	2024.12
开始执行时间	2019.12- 2020.1	2020.4	2020.11	2021.4-5	2021.9-10	2022.5	2022.11	2023.7	2024.3	-
采购品种 及数量	25 (化学药)	33 (化学药)	56 (化学药)	45 (化学药)	62 (化学药, 注射剂为 主)	11 (六类胰岛 素)	61 (化学药)	40 (化学药)	42 (化学药, 约 50%为注 射剂)	62 (化学药)
中标品种数量	25	32	55	45	61	11	60	39	41-	-
平均降价幅度	59%	53%	53%	52%	56%	48%	48%	56%	58%-	-
各品种最多入 围企业数量	3 家	6 家	8 家	10 家	10 家	7 家	10 家	同左	同左	同左
不同中选企业 数下的采购量 (占首年约定 采购量计算基 数比例)	1 家 50% 2 家 60% 3 家 70%	1 家 50% 2 家 60% 3 家 70% 4 家及以上 80%	同左	同左	同左	根据医疗机 构报量和实 际竞标结果 确定	1 家 50% 2 家 60% 3 家 70% 4 家及以上 80%	同左	同左	同左
采购周期	1-2 家: 1-2 年 3 家: 2-3 年	1 家: 1 年 2-3 家: 2 年 4 家及以 上: 3 年	1 家: 1 年 2-3 家: 2 年 4 家及以 上: 3 年	1 家: 1 年 2-3 家: 2 年 4 家及以 上: 3 年	1 家: 1 年 2-3 家: 2 年 4 家及以 上: 3 年	2 年	1 家: 1 年 2-3 家: 2 年 4 家及以 上: 3 年	2023 年 7 月 至 2025 年 12 月	2024 年 3 月 至 2027 年 12 月	中选结果执 行之日起至 2027 年 12 月 31 日

资料来源: 国家联合采购办公室、米内网、浦银国际

## 全链条支持创新药政策，利好创新药长期发展

2024 年全链条支持创新药发展政策的出台显示出国家对于创新药发展的全面及明确的支持，随着政策细则后续逐步落地，我们看好中国创新药发展的长期前景。

- 国家层面，国务院常务会议于 2024 年 7 月 5 日审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》，强调要调动各方面科技创新资源，强化新药创制基础研究，且政策涵盖研发、审评、应用、支付、融资等方面，有望帮助企业提升研发速度、降低研发成本，利好创新药企发展。
- 地方层面，包括北京、广州黄埔、珠海、济南、上海等已陆续出台相关支持创新药的政策，如 2024 年 5 月 23 日，北京印发《北京市加快医药健康协同创新行动计划（2024-2026 年）》，在药品研发、审评审批、创新药入院、医保支付均作出具体要求。

图表 9：2024 年内中央政府发布的创新药利好政策

时间	政策	核心内容
2024 年 2 月	《建立新上市化学药品首发价格形成机制，鼓励高质量创新的通知》征求意见稿	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 针对高水平创新药给出一定企业自主定价空间。</li> </ul>
2024 年 3 月	《2024 年政府工作报告》	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 积极培育新兴产业和未来产业。加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展，积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎。制定未来产业发展规划，开辟量子技术、生命科学等新赛道，创建一批未来产业先导区。</li> </ul>
2024 年 6 月	《深化医药卫生体制改革 2024 年重点工作任务》	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 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；</li> <li>● 推动商业健康保险产品扩大创新药支付范围；</li> <li>● 加大创新药临床综合评价力度，促进新药加快合理应用；</li> <li>● 加快创新药、罕见病治疗药品、临床急需药品等以及创新医疗器械、疫情防控药械审评审批。</li> </ul>
2024 年 7 月	《中共中央关于进一步全面深化改革推进中国式现代化的决定》	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 提出健全支持创新药和医疗器械发展机制，完善中医药传承创新发展机制。</li> </ul>
2024 年 7 月	《关于印发按病组和病种分值付费 2.0 版分组方案并深入推进相关工作的通知》	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 对符合条件的新药耗新技术在应用初期按项目付费或以权重(点数)加成等方式予以支持。</li> </ul>
2024 年 7 月	《全链条支持创新药发展实施方案》	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 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。</li> <li>● 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。</li> </ul>

资料来源：各政府网站、浦银国际

图表 10：2024 年内各地发布的创新药利好政策

时间	地区	政策名	核心内容
2024 年 1 月	广州	《广州促进生物医药产业高质量发展的若干政策措施》	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 支持创新药研发。对新药临床前研究阶段的关键核心技术攻关项目，择优列入市科技计划以重大科技项目形式给予支持。</li> <li>● 支持创新药及医疗器械产业化落地。对生物制品、1 类中药、2 类高端中药、1 类化学药品、2 类高端化学药品以及取得第三类、第二类高端医疗器械产品首次注册证书，并实现产业化的项目，经评审，按项目总投资的 10% 给予后补助支持，最高不超过 5000 万元。</li> </ul>
2024 年 1 月	上海	《浦东新区综合改革试点实施方案（2023—2027 年）》	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 对发展创新药产业提出一系列先行先试的政策措施，包括提出“依照有关规定允许生物医药新产品参照国际同类药品定价，支持创新药和医疗器械产业发展”。</li> </ul>
2024 年 3 月	上海	《上海市进一步完善多元支付机制支持创新药械发展的若干措施》	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 措施分为 9 类 28 条，包括多方合作加强商业健康保险产品供给、数据赋能支持商业健康保险产品开发、建立基本医保与商业健康保险行业监管合作机制、加快创新药械临床应用、加大创新药械医保支付支持等</li> </ul>
2024 年 4 月	珠海	《珠海市促进生物医药与健康产业高质量发展若干措施（公开征求意见稿）》	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 推广应用创新医药产品。支持我市生物医药企业创新产品优先纳入医保目录，鼓励医疗机构优先使用。</li> </ul>
2024 年 4 月	广州	《广州开发区(黄埔区)促进生物医药产业高质量发展办法》	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 对全球顶尖项目最高支持额度 50 亿元；对相关创新转化项目按总投资额 30% 予以支持；对在研的创新药、改良型新药和生物类似药，分阶段进行临床研发费用比例补贴；对拿下不同批文给予相应支持，最高可达 1000 万；对为当期创新药械提供服务机构（GCP、GLP、CRO、CMO、CDMO）按照投入或者服务总金额按比例资助；也包括对租赁当期办公室进行孵化众创空间进行办公用房租金补贴。</li> </ul>
2024 年 4 月	北京	《北京市支持创新医药高质量发展若干措施（2024）（征求意见稿）》	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 临床试验启动整体用时压缩至 28 周以内；</li> <li>● 药品补充申请审评时限从 200 日压缩至 60 日，药品临床试验审评时限从 60 日压缩至 30 日；</li> <li>● 国谈药目录公布后一个月内召开药事会，全年药事会召开不少于 4 次；</li> </ul>

2024年6月	济南	《济南市支持创新医药高质量发展若干措施（2024年）》	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 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；</li> <li>● 国谈药和创新医疗器械涉及的诊疗项目，不受医疗机构总额预算指标限制；</li> <li>● 强化创新医药企业投融资支持。</li> <li>● 探索新药新技术医保支付机制。国谈药和创新医疗器械涉及的诊疗项目，不受医疗机构总额预算指标限制。对符合条件的新药新技术费用，不计入 DRG 付费（按疾病诊断相关分组付费）病组支付标准，实行单独支付。对使用新药新技术较多的病组，动态调整 DRG 付费病组权重，对费用极高病例实行特病单议。</li> <li>● 支持创新药械加速审评审批。扩充创新药械审评审批资源。强化济南市医药创新服务中心机构和人员设置，争创山东省药监局药品审评核查济南分中心，探索在区县（功能区）设置分支机构，加快提升对药械化产品从上市前注册申报辅导、加速审评审批到上市后质量风险预防的全过程一站式服务，指导医药企业加快产品研发上市。</li> </ul>
2024年7月	上海	《关于支持生物医药产业全链条创新发展的若干意见》	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 注册申请人开展国内 I 期、II 期、III 期临床试验并实现产出的 1 类新药，按照规定对不同阶段择优给予不超过研发投入的 40%，最高分别 1000 万元、2000 万元、3000 万元支持；对其中仅需完成早期临床试验、确证性临床试验的细胞与基因治疗 1 类新药，按照规定择优给予最高分别 1500 万元、3000 万元支持。每个单位每年累计支持金额最高 1 亿元；</li> <li>● 推动实施国家改革试点，将药品补充申请审评时限压缩至 60 个工作日、药物临床试验申请审评审批时限压缩至 30 个工作日。支持国家药监局药品、医疗器械审评检查长三角分中心能力提升，在重点领域产品受理、审评和检查中发挥更大作用。加快开展连续制造生产工艺细则研究；</li> <li>● 对我市企业研发的创新药、现代中药和高端医疗器械，申请通过 FDA、EMA、CE、PMDA 或世界卫生组织以及金砖国家、“一带一路”国家药品监管机构注册，并在当地实现销售的，按照规定择优给予不超过研发投入的 30%，最高 1000 万元支持。鼓励创新型企业与跨国企业对接合作，对于首付款 1 亿元以上的海外权益许可交易（双方应无投资等关联），按照规定择优给予出让企业不超过其第三方等专业服务投入的 50%，最高 500 万元支持。</li> </ul>
2024年8月	珠海	《珠海市促进生物医药与健康产业高质量发展若干措施（修订）》	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 对在不同研阶段的创新药管线、纳入国家药械集采中标品种、新取得海外机构注册认证的药械品种、生物医药与健康领域重点实验室以及相关创新创业团队与人才给予奖补</li> </ul>

资料来源：各地医保局、浦银国际

## 最新医保谈判结果更多向创新药倾斜

2024 年医保谈判结果于 2024 年 11 月 28 日公布，并将于 2025 年 1 月 1 日起开始执行。此次谈判共纳入 91 种新药（89 个目录外药品+2 种集采中选药品直接纳入），平均降价 63%，谈判成功率 76%（其中创新药谈判成功率超过 90%）。具体来看：

- **整体价格降幅与往年大致相当。**2024 年医保谈判降价幅度与往年大致相当，符合市场预期。在今年谈判/竞价环节，成功率 76%（89/117）、平均降价 63%。对比 2022 年（82.3%谈判成功率，60.1%平均降价幅度）和 2023 年（84.6%谈判成功率，61.7%平均降价幅度），整体成功率有所降低，主要系初筛较往年更为严格，市场已有预期，平均降价幅度大致相当，符合市场预期。

- **国家医保局大力支持创新药发展，创新药谈判成功率高，且对于新增药品挂网、入院提出了明确的时间点要求。**此次新增 91 种药品中，38 种是全球创新药，绝对数量和比例都创了历史新高，创新药谈判成功率达到了 90% 以上，较整体成功率高 16 个百分点。在 91 个新增药品中，65 种是国内企业品种，占比超过 70%，代表性药物包括康方的两个双抗品种和迪哲的舒沃替尼。除此之外，国家医保局要求各省医保局指导行管药品企业于 2024 年 12 月底之前完成目录新增药品在省级药品集中采购平台的挂网工作，要求各医疗机构应在 2025 年 2 月底之前召开药事会，根据新版医保目录及时调整用药目录，不得以医保总额限制、医疗机构用药目录数量、药占比为由影响药品进院。另外，医保局还提及要做好惠民保等商业健康和基本医保的衔接，支持惠民保等商业保险根据 2024 年医保目录设计新产品或更新赔付范围。

图表 11: 2019-2024 年医保谈判结果

年份	目录外新增药品数量	谈判成功率	平均降幅	目录内西药数量	目录内中成药数量	目录内药物数量合计	新合约起始日期
2019	70	58.8%	60.7%	1,370	1,339	2,709	2020 年 1 月 1 日
2020	96	69.6%	50.6%	1,264	1,315	2,800	2021 年 3 月 1 日
2021	67	78.8%	61.7%	1,486	1,374	2,860	2022 年 1 月 1 日
2022	108	82.3%	60.1%	1,586	1,381	2,967	2023 年 3 月 1 日
2023	121	84.6%	61.7%	1,698	1,390	3,088	2024 年 1 月 1 日
2024	89	76.1%	63%	1,765	1,394	3,159	2025 年 1 月 1 日

资料来源：国家医保局、浦银国际

此外，国家医保局多次鼓励发展商业保险，未来“医保+商保”或可打开健康险新空间。我国商业保险在整体医疗费用支出中占比约 5%，目前由于保险公司缺少参保人生病就医的数据支撑，导致商业健康险覆盖范围狭窄，与基本医保覆盖范围重叠，商业保险作用并未得到充分发挥。国家医保局在 2024 年 11 月 27 日发表的《医保带来的发展新增量》中重点提及“大力赋能商业保险”，目前国家医保局正在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，未来或可激活更多潜在资金投入商保，“医保+商保”的模式有望促进更多新的高端医药技术和产品投入应用。此外，在今年《关于印发〈国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2024 年）〉的通知》中，国家医保局亦强调“推动商业健康保险与基本医保的有效衔接”。《通知》要求，各地医保部门要会同有关部门积极发展“惠民保”等商业健康保险，营造“惠民保”等商业健康保险与基本医保有效衔接的氛围。积极支持“惠民保”等商业健康保险根据《2024 年药品目录》设计新产品或者更新赔付范围，与基本医保补充结合，更好满足患者用药需求，切实减轻患者医疗费用负担。鼓励有条件的地区探索开展“惠民保”等商业健康保险进医院，实现与基本医疗保险、大病保险、医疗救助“一站式”结算。

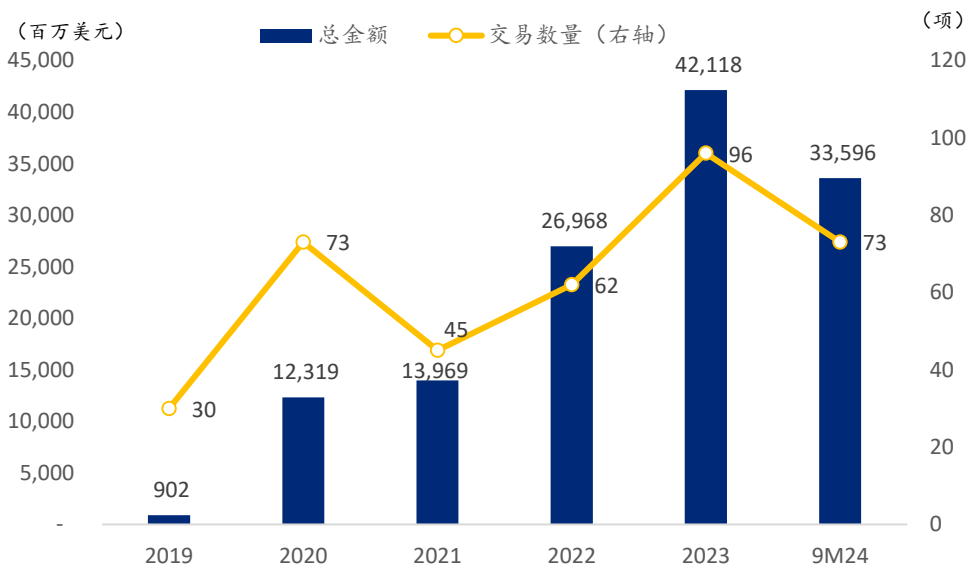
## DRG/DIP 2.0 特例单例制度有利于创新药械技术的临床应用

国家医保局于 2024 年 7 月发布《按病组 (DRG) 和病种分值 (DIP) 付费 2.0 版分组方案》，针对 1.0 版本进行优化与升级，2.0 方案提出对“因住院时间长、医疗费用高、新药耗新技术使用、复杂危重症或多学科联合诊疗等不适合按 DRG/DIP 标准支付的病例，医疗机构可自主申报特例单议，特例单议数量原则上为 DRG 出院总病例的 5% 或 DIP 出院总病例的 5% 以内”。该特例单议机制有望解决过往创新药械及技术由于 DRG 目录的实施而导致的限制使用，利好创新药械及技术临床应用中的进一步推广。此前，仅有部分医保资金相对充足的地区对创新药、创新器械等治疗方式给予相应支持。DRG/DIP 2.0 方案落地后，全国将可参考特例单议机制使用创新药械技术，利好创新药械及技术的长期发展。

## 出海 BD 势头持续强劲，更多国产创新药有望打开国际市场空间

近年来中国出海 (或 license out) 交易数及交易总金额快速增长，2024 势头持续强劲。根据医药魔方统计，2022 年共计实现 62 笔 license out 交易，披露交易总金额达到 270 亿美元 (+93% YoY)。2023 年共计实现 96 笔 license out 交易，披露交易总金额达到 421 亿美元 (+56% YoY)。9M24 中国 license out 交易共 73 笔 (vs. 9M23 共 62 笔)，披露总交易金额达 336 亿美元，同比增加 100%。根据 9M24 总交易金额进行线性外推，我们预计全年总交易金额有望达到 450 亿元左右，或将在 2023 年基础上进一步增长。

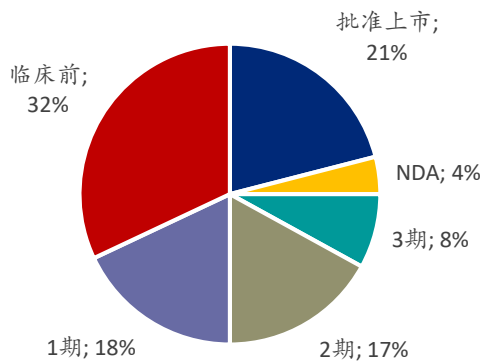
图表 12: 中国药品跨境 licensed-out 金额及项目数量



资料来源: 医药魔方、浦银国际

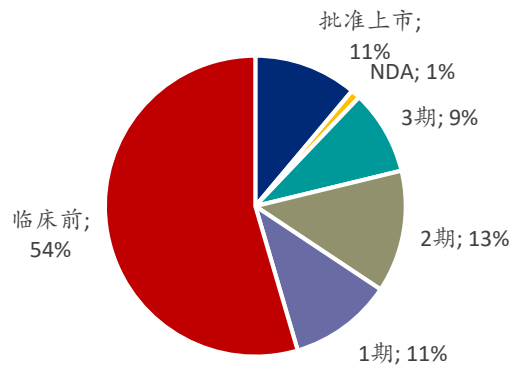
从研发阶段来说,license out 交易以临床前产品为主,主要集中在肿瘤领域。中国出海 license out 主要受让方为美国,在近 6 年交易中占比 49%。高创新性产品在 license out 中占比越来越高,约有 10%-20%为全球 FIC 或潜在 FIC 项目。

图表 13: 中国药品跨境 licensed-out 项目所处阶段 (2023)



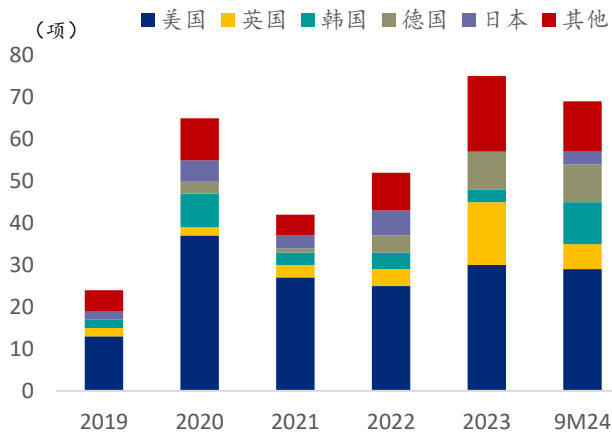
资料来源: 医药魔方、浦银国际

图表 14: 中国药品跨境 licensed-out 项目所处阶段 (9M24)



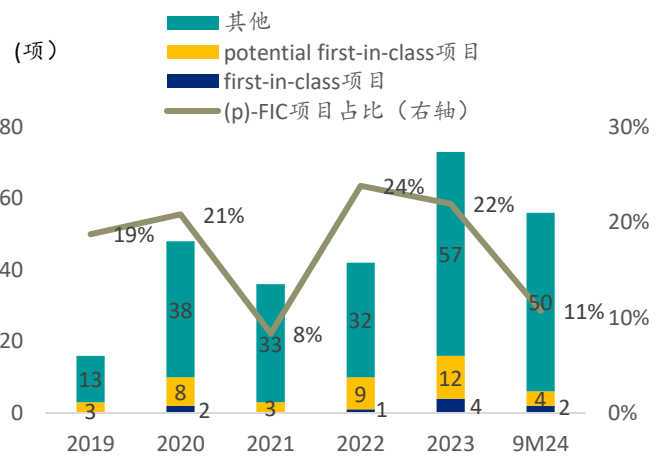
资料来源: 医药魔方、浦银国际

图表 15: 中国药品跨境 licensed-out 受让方所在地



资料来源: 医药魔方、浦银国际

图表 16: 中国跨境 licensed-out 项目中 first-in-class 项目占比

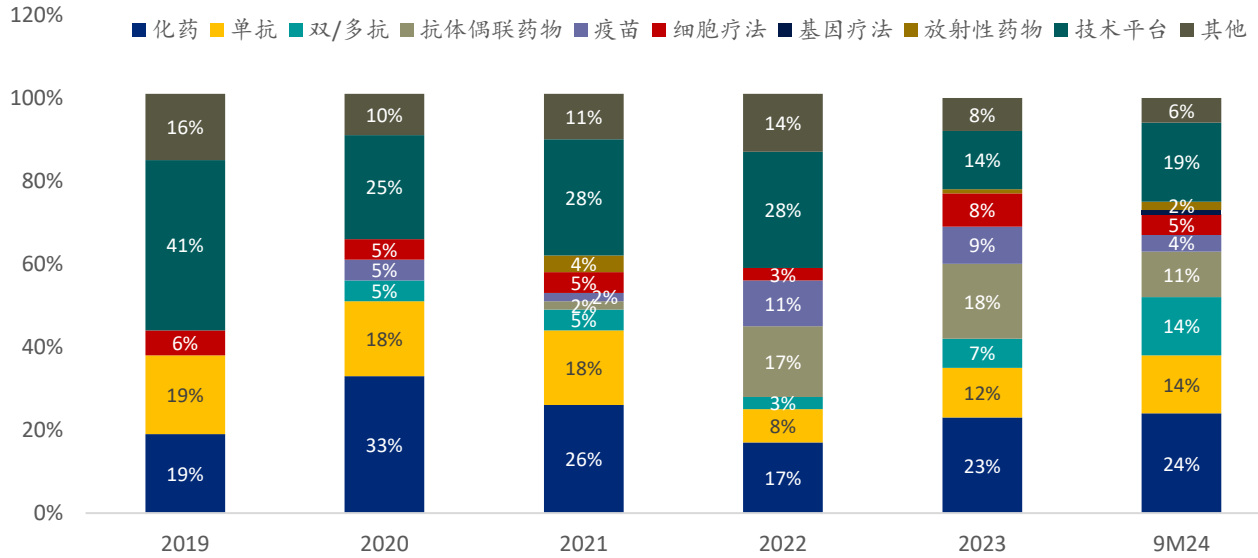


资料来源: 医药魔方、浦银国际

从项目类型来说, 9M24 中国 license out 项目中双抗/多抗项目对外授权占比增加。ADC 和双抗是两大重点分子类型方向, 其中 ADC 出海高峰已于 2023 年到达, 2023 年/9M24 分别达成 22 笔/13 笔交易, 实现交易总金额 215 亿美元/61 亿美元。根据医药魔方统计, 在 2022-2023 年, 中国都是全球 ADC 交易转让方数量第一名 (更多详细信息请见我们之前发布的 [ADC 行业首次覆盖报告](#)); 双抗出海在近两年热度提升迅速, 主要由于双抗研发有望向自免领域拓展, 分别于 2023/9M24 实现 8 笔/14 笔 license out 交易, 总交易金额达到 133 亿/51 亿美元。

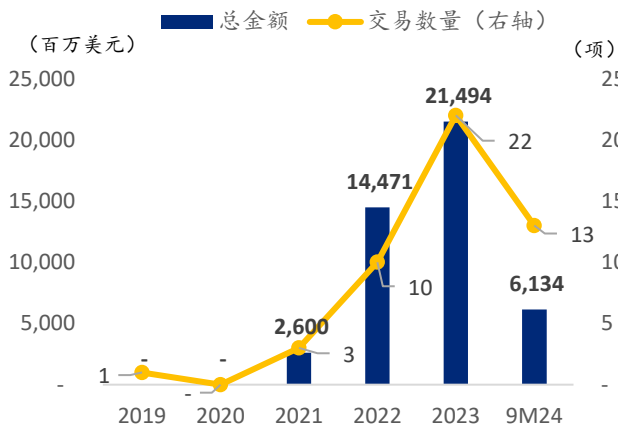


图表 17: 中国药品跨境 licensed-out 项目类型



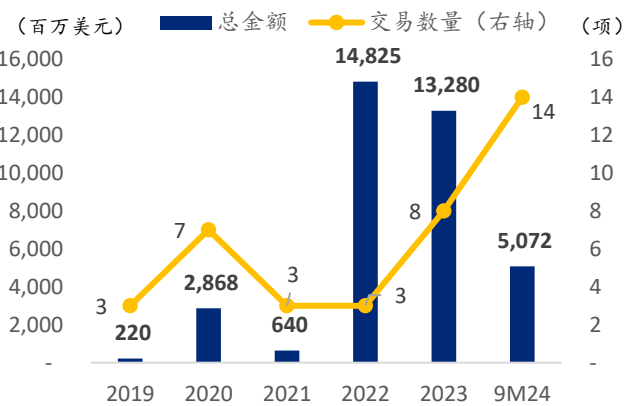
资料来源: 医药魔方、浦银国际

图表 18: 中国 ADC 跨境 licensed-out 项目金额及数量



资料来源: 医药魔方、浦银国际

图表 19: 中国双抗跨境 licensed-out 项目金额及数量



资料来源: 医药魔方、浦银国际

此外, 出海模式亦在 2024 年逐渐丰富升级。除了传统的产品 License out, 2024 年开始以 NewCo 形式出海迅速涌现, 典型代表例子包括恒瑞和康诺亚。NewCo (Newly Created Company) 是指将公司特定管线的海外权利授权给海外成立的新公司, 同时引入海外基金, 搭建国际化管理团队, 以公司海外上市或被并购实现退出。转让方可实现核心资产海外拓展, 参与 NewCo 发展获得持续收益, 原企业投资者可通过 NewCo 被并购或境外 IPO 上市等明确路径实现股权退出; 可实现提升 NewCo 药物研发竞争力, 为投资机构带来充足现金流等好处。

图表 20: 国内企业 NewCo 型 BD 出海汇总

交易时间	转让方	NewCo	交易项目	交易涉及领域	NewCo 最新融资
2021年3月	海思科	Alumis	ESK-001(I 期临床)	自免	IPO (2024-06-28)
2021年6月	艾力斯	ArriVent	伏美替尼(批准上市)	肿瘤	IPO (2024-01-26)
2024年5月	恒瑞	Kailera (曾用名 Hercules)	HRS-7535(II 期临床); HRS9531(III 期临床); HRS-4729(临床前)	代谢	A 轮 (2024-10-01)
2024年7月	康诺亚	BelenosBiosciences	CM512(申报临床); CM536(临床前)	自免	-
2024年8月	嘉和生物	TRC 2004	GB261(I/II 期临床)	肿瘤; 自免	并购 (2024-09-09)
2024年9月	岸迈生物	Vignette Bio	EMB-06(I/II 期临床)	肿瘤; 自免	-
2024年11月	康诺亚	Platina Medicines	CM336	肿瘤	-
2024年11月	维立志博	Aditum Bio	LBL-051	肿瘤	-

资料来源: 医药魔方、浦银国际

图表 21: 2024 年我国创新药跨境 licensed-out 重点交易

转让方	受让方	交易时间	药品	类型	交易金额
宜联生物	罗氏制药	2024/1/2	YL211	ADC	里程碑付款: 10 亿美元, 首付款: 0.5 亿美元
瑞博生物	勃林格殷格翰制药	2024/1/3	SR111, SR112	siRNA	交易总额: 20 亿美元
安锐生物	Avenzo Therapeutics	2024/1/4	ARTS-021	化药	交易总额: 10 亿美元; 首付款: 0.4 亿美元
上海船舶 制药	诺华制药	2024/1/7	BW-00163, BW-00112	siRNA	交易总额: 41.65 亿美元; 首付款: 1.85 亿美元
康华生物	HilleVax	2024/1/9	HIL-216	疫苗	交易总额: 2.555 亿美元; 首付款: 1500 万美元
普方生物	Genmab	2024/4/3	Rinatabart sesutecan, PRO1160, PRO1107, PRO1286	ADC	交易总额: 18 亿美元
恒瑞医药	Kailera Therapeutics	2024/5/17	HRS-4729, HRS- 7535, HRS9531, HRS9531 片	化药, 多肽	里程碑付款: 59.35 亿美元, 首付款: 1 亿美元, 特许权使用费: 低个位数至低两位数比例的销售提成
嘉越医药	Erasca, Inc	2024/5/17	JYP0015	化药	交易总额: 3.45 亿美元; 首付款: 2000 万美元
宜联生物	BioNTech	2024/5/27	ADC 产品	ADC	交易总额: 18 亿美元; 首付款: 2500 万美元
明济生物	艾伯维生物制药	2024/6/13	FG-M701	单特异性抗体	首付款: 1.5 亿美元, 里程碑付款: 15.6 亿美元, 特许权使用费: 净销售额低两位数比例
亚盛医药	武田	2024/6/14	奥雷巴替尼	化药	首付款: 1 亿美元, 里程碑付款: 12 亿美元, 特许权使用费: 基于年度销售额提成的双位数比例
麦科思生物	Day One Biopharmaceuticals	2024/6/18	DAY301	ADC	里程碑付款: 11.52 亿美元, 首付款: 0.55 亿美元
康诺亚	Belenos	2024/7/9	CM512, CM536	双特异性抗体	首付款: 1500 万美元; 里程碑付款: 1.7 亿美元
昱言生物	益普生制药	2024/7/11	FS001	ADC	交易总额: 10.3 亿美元
辐联科技	SK Biopharmaceuticals	2024/7/17	FL-091	核药	交易总额: 5.715 亿美元
百奥赛图	IDEAYA	2024/7/31	BCG034	双特异性抗体	交易总额: 4.065 亿美元
宜明昂科	Instil Bio	2024/8/1	IMM2510, IMM27M	双特异性抗体、单特异性抗体	里程碑付款: 20 亿美元, 首付款: 0.5 亿美元, 特许权使用费: 基于全球 (不包括大中华地区) 销售净额的个位数至低两位数百分比的销售提成

嘉和生物	TRC 2004	2024/8/5	GB261	双特异性抗体	里程碑付款: 4.43亿美元; 首付款: 数千 万美元
同润生物	默沙东制药	2024/8/9	CN201	双特异性抗体	里程碑付款: 6 亿美元, 首付款: 7 亿美元 体
科伦博泰	默沙东制药	2024/8/19	SKB571	双抗 ADC	行使独家选择权支付 3750 万美元
普众发现	Adcendo	2024/8/20	AMT-754	ADC	里程碑付款: 10 亿美元, 特许权使用费: 基于全球 (不包括大中华地区) 净销售额 的个位数至低两位数百分比的销售提成。
岸迈生物	Vignette	2024/9/4	EMB-06	双特异性抗体	首付款: 6000 万美元; 里程碑: 5.75 亿美 元
锐格医药	基因泰克	2024/9/30	RGT-419B, RGT-587	化药, AI 技术	首付款: 8.5 亿美元
石药集团	阿斯利康制药	2024/10/7	YS2302018	化药	首付款: 1 亿美元, 里程碑付款: 19.2 亿美 元, 特许权使用费: 分级特许权使用费
百裕制药	诺华制药	2024/10/16	小分子抗肿瘤药物(百裕制药)	化药	里程碑付款: 11 亿美元, 首付款: 0.7 亿美 元
成都恩沐生物	葛兰素史克制药	2024/10/29	CMG1A46	三特异性抗体	首付款: 3 亿美元, 里程碑付款: 5.5 亿美 元
维立志博	Aditum Bio	2024/11/7	LBL051	三特异性抗体	交易总额: 5.79 亿美元; 首付款: 3500 万 美元
东阳光药	Apollo Therapeutics	2024/11/12	HEC88473	双特异性融合蛋白	首付款: 1200 万美元; 里程碑: 9.26 亿美 元
礼新医药	默沙东制药	2024/11/14	LM-299	双特异性抗体	首付款: 5.88 亿美元; 里程碑: 27 亿美 元
康诺亚	Platina Medicines	2024/11/17	CM336	双特异性抗体	首付款: 1600 万美元; 同时获得 Ouro Medicines, LLC 的少数股权; 里程碑: 6.1 亿 美元
奥博信生物	Aclaris Therapeutics	2024/11/18	BSI502、BSI-045B	双特异性抗体、单特异性抗体	首付款: 4000 万美元; 同时获得 Aclaris 19.9% 的股权; 里程碑: 超过 9 亿美元
橙帆医药	Avenzo Therapeutics	2024/11/18	Nectin4/TROP2 双抗	双特异性抗体	首付款: 5000 万美元; 里程碑: 7.5 亿美 元

资料来源: 医药魔方、浦银国际

国产创新药出海进程继续推进, 年内新增一款创新药美国获批。我国目前共有 6 款国产创新药在美国获批, 最新获批的为 2024 年 3 月获 FDA 批准上市的百济神州 PD-1 单抗替雷利珠单抗注射液, 获批适应症为用于治疗既往经系统治疗后不可切除、复发性局部晚期或转移性食管鳞状细胞癌患者。此外, 目前处于 NDA 阶段的国产创新药包括贝达药业的恩沙替尼 (2024 年 3 月 NDA)、恒瑞医药的卡瑞利珠单抗 (2024 年 5 月 NDA) 以及正大天晴的派安普利单抗 (2021 年 5 月 NDA)。此外, 8 款药物处于海外临床三期阶段。

图表 22: 在美国获批或临床进度较快的国产创新药

美国临床进展	药物	靶点	药物类型	企业	适应症
已获批 (2019.11)	泽布替尼	BTK	小分子	百济神州	套细胞淋巴瘤、慢性淋巴细胞白血病、小淋巴细胞淋巴瘤等复发和/或难治性多发性骨髓瘤
已获批 (2022.02)	西达基奥仑赛	BCMA	CAR-T	传奇生物	联合吉西他滨/顺铂一线治疗晚期复发或转移性鼻咽癌; 单药治疗二线复发或转移性鼻咽癌
已获批 (2023.10)	特瑞普利单抗	PD-1	单抗	君实生物	三线结直肠癌
已获批 (2023.11)	呋喹替尼	VEGFR	小分子	和黄医药/武田制药	化疗导致的嗜中性粒细胞减少症
已获批 (2023.11)	艾贝格司亭 α	CSF3R	长效 G-CSF	亿帆生物/正大天晴	食管鳞状细胞癌
已获批	替雷利珠单抗	PD-1	单抗	百济神州	食管鳞状细胞癌

(2024.03)					
NDA (2024.03)	恩沙替尼	ALK	小分子	贝达药业	ALK 突变非小细胞肺癌 (一线)
NDA (2024.05)	卡瑞利珠单抗	PD-1	单抗	恒瑞医药	肝细胞癌 (一线)
NDA (2021.05)	派安普利单抗	PD-1	单抗	正大天晴	鼻咽癌
3 期	赛沃替尼	cMET	小分子	和黄医药	EGFR TKI 耐药非小细胞肺癌 (二线)
3 期	Lisafitoclax	BCL2	小分子	亚盛医药	慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤, 骨髓增生异常综合征
3 期	CMG901	CLDN-18.2	ADC	乐普生物/康诺亚-	胃癌
3 期	艾卡托利单抗	BTLA	单抗	君实生物	小细胞肺癌
3 期	Sonrotoclax	BCL2	小分子	百济神州	慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤
3 期	欧司珀利单抗	TIGIT	单抗	百济神州	非小细胞肺癌
3 期	芦康沙妥珠单抗	TROP2	ADC	科伦博泰	非小细胞肺癌, 子宫内膜癌, 乳腺癌, 胃癌, 宫颈癌等
3 期	BNT323	HER2	ADC	映恩生物	HER2 低表达乳腺癌
3 期	维迪西妥单抗	HER2	ADC	荣昌生物	尿路上皮癌/膀胱癌
3 期	泰它西普				系统性红斑狼疮、重症肌无力
3 期	吡咯替尼	HER2; EGFR	小分子	恒瑞医药	非鳞状非小细胞肺癌
3 期	氟唑帕利	PARP	小分子	恒瑞医药	前列腺癌
3 期	依沃西单抗	PD-1/VEGF	双抗	康方生物	非鳞状非小细胞肺癌

资料来源: 公司资料、浦银国际

## 国产 GLP-1、ADC 药物、自免药物将在 2025 年迎来爆发

玛仕度肽减重适应症有望于 2025 年初获批，中国 GLP1 有望迎来爆发式增长。对于备受关注的减重适应症，诺和诺德的司美格鲁肽和礼来的替尔泊肽分别于 2024 年 6 月、7 月在中国获批减重适应症，信达生物的玛仕度肽减重适应症有望于 2025 年初获批，成为首个国产品牌 GLP-1 双靶点药物，恒瑞 HRS9531、先为达伊诺格鲁肽减重适应症均处于 3 期。此外，九源基因、丽珠、齐鲁三家公司各自的司美格鲁肽生物类似药用于 2 型糖尿病适应症上市申请已获得受理，我们认为获批之后亦将会存在 off-label use 用于减重的情况（注：司美格鲁肽化合物专利的无效案件仍在最高人民法院知识产权法庭的审理之中）。国内 GLP-1 市场预计在 2025 年将迎来爆发式增长。

图表 23：已获批及在研 GLP1R 管线

企业	药物	靶点	商品名	给药	给药频率	美国获批适应症(时间)	国内进展 2 型糖尿病 减重	销售额
<b>海外主要 GLP1R 药物</b>								
诺和诺德	利拉鲁肽 Liraglutide	GLP1R	诺和力 Victoza	皮下	1 次/天	2 型糖尿病 (2010 年)	获批 (2011)	- 2023:DKK 8664m(-28%)
			Saxenda	皮下	1 次/天	<b>减重</b> (2014 年)	-	- 2023:Saxenda&Wegovy 合计 DKK 41632m(+147%)
	司美格鲁肽 Semaglutide	GLP1R	诺和泰 Ozempic	皮下	1 次/周	2 型糖尿病 (2017 年)	获批 (2021.04)	- 2023:DKK 95718m(+66%)
			诺和忻 Rybelsus	口服	1 次/天	2 型糖尿病 (2019 年)	获批 (2024.04)	- 2023:DKK 18750m(+71%)
礼来	度拉糖肽 Dulaglutide	GLP1R	度易达 Trulicity	皮下	1 次/周	2 型糖尿病 (2014 年)	获批 (2019.02)	-
			替尔泊肽 Tirzepatide	GLP1R/GIPR	Mounjaro	皮下	1 次/周	2 型糖尿病 (2022.05)
	瑞他鲁肽 Retatrutide	GLP1R/GIPR/ GCCR	-	皮下	1 次/周	-	-	I 期
阿斯利康	艾塞那肽 Exenatide	GLP1R	-	口服	1 次/天	-	III 期	III 期
		GLP1R	百泌达 Byetta	皮下	2 次/天	2 型糖尿病 (2005 年)	获批 (2009)	-
赛诺菲	利司那肽 Lixisenatide	GLP1R	百达扬 Bydureon	皮下	1 次/周	2 型糖尿病 (2012 年)	获批	-
			利时敏 Adlyxin/Lyxumia	皮下	1 次/天	2 型糖尿病 (2016 年)	获批 (2017)	-
<b>国内主要 GLP1R 药物 (II 期及之后)</b>								
华东医药	利拉鲁肽	GLP1R	利鲁平	皮下	1 次/天	-	获批 (2023.03)	<b>获批</b> (2023.07)
			HDM1002 片	口服	1 次/天	-	II 期	II 期
仁会生物	司美格鲁肽 贝那鲁肽	GLP1R	-	皮下	1 次/周	-	III 期	-
		GLP1R	谊生泰/菲 塑美	皮下	3 次/天	-	获批 (2016.12)	<b>获批</b> (2023.07)
翰森	聚乙二醇洛 塞那肽	GLP1R	孚来美	皮下	1 次/周	-	获批 (2019.05)	-

信达生物	HS-20094	GLP1R/GIPR	-	皮下	1次/周	-	II期	II期
	玛仕度肽	GLP1R/GCGR	-	皮下	1次/周	-	NDA	NDA
通化东宝	利拉鲁肽	GLP1R	统博力	皮下	1次/天		(2024.08)	(2024.02)
							获批	
九源基因	司美格鲁肽	GLP1R	-	皮下	1次/周	-	NDA	
							(2024.04)	
质肽生物	利拉鲁肽	GLP1R		皮下	1次/天		III期	III期
	司美格鲁肽	GLP1R		皮下	1次/周		III期	-
	ZT002注射液	GLP-1R		皮下	1次/2周或4周		II期	II期
华润双鹤	司美格鲁肽	GLP1R		皮下	1次/周		III期	
	司美格鲁肽	GLP1R		皮下	1次/周		III期	
万邦医药	利拉鲁肽	GLP-1R		皮下	1次/天		III期	
	司美格鲁肽	GLP1R		皮下	1次/周		III期	III期
倍特生物	司美格鲁肽	GLP1R		皮下	1次/周		III期	III期
	司美格鲁肽	GLP1R		皮下	1次/周		III期	III期
翰宇医疗	司美格鲁肽	GLP1R		皮下	1次/周		III期	-
	利拉鲁肽	GLP1R		皮下	1次/天		获批	
正大天晴	司美格鲁肽	GLP1R	-	皮下	1次/周	-	(2024.06)	
							III期	-
惠升生物	司美格鲁肽	GLP1R	-	皮下	1次/周	-	III期	-
	司美格鲁肽	GLP1R	-	皮下	1次/周	-	III期	-
宸安生物	利拉鲁肽	GLP-1R		皮下	1次/天		III期	
	司美格鲁肽	GLP1R	-	皮下	1次/周	-	III期	III期
联邦制药	司美格鲁肽	GLP1R	-	皮下	1次/周	-	III期	III期
	利拉鲁肽	GLP1R		皮下	1次/天		NDA	
丽珠集团	司美格鲁肽	GLP1R	-	皮下	1次/周	-	(2023.08)	
							III期	
德谷胰岛素	利拉鲁肽注射液	insulin; GLP-1R		皮下	1次/天		III期	
博瑞医药	BGM0504	GLP1R/GIPR	-	皮下	1次/周	-	II期	II期
	GZR18	GLP1R	-	皮下	1次/周	-	II期	II期
甘李药业	TG103	GLP1R	-	皮下	1次/周	-	III期	II期
	HRS9531	GLP1R/GIPR	-	皮下	1次/周	-	II期	III期
石药/天境	HRS9531	GLP1R/GIPR	-	口服	1次/天		I期	I期
恒瑞医药	HR17031	insulin; GLP-1R		皮下	1次/周		III期	
	HRS-7535	GLP-1R		口服	1次/天		III期	II期
东方百泰	Exendin-4 Fc	GLP-1/GLP-1R		皮下	1次/周		III期	
	HL08	GLP-1/GLP-1R		皮下	1次/周		II期	
德睿智药	MDR-001片	GLP-1R		口服	2次/天			II期
	MWN101	GLP-1; GIP; glucagon		皮下	1次/周		II期	II期
民为生物	RAY1225	GLP-1R; GIPR		皮下	1次/周		II期	II期
	SAL0112片	GLP-1R		口服	-		II期	II期
信立泰	VCT220片	GLP-1R		口服	1次/天		II期	II期
	艾本那肽	GLP-1/GLP-1R		皮下	1次/周		NDA	
众生睿创	伊诺格鲁肽	GLP-1/GLP-1R		皮下	1次/周		(2024.04)	
							III期	III期
信立泰	Ecnoglutide	GLP-1/GLP-1R		皮下	1次/周		III期	III期
	格鲁塔株单抗	GLP-1/GLP-1R		皮下	1次/周		III期	Ib/II期
双鹭药业	利拉鲁肽	GLP-1R		皮下	1次/天		III期	
	利拉鲁肽	GLP-1R		皮下	1次/天		III期	
东阳光药业	诺利糖肽	GLP-1R		皮下	1次/天		II期	II期
	司美格鲁肽	GLP-1R		皮下	1次/周		III期	III期
翰森/恒瑞	司美格鲁肽	GLP-1R		皮下	1次/周		NDA	
	司美格鲁肽	GLP-1R		皮下	1次/周		(2024.09)	
中奇制药	司美格鲁肽	GLP-1R		皮下	1次/周		NDA	III期
	司美格鲁肽	GLP-1R		皮下	1次/周		(2023.09)	
齐鲁制药	苏帕鲁肽	GLP-1R		皮下	1次/周		NDA	III期
	苏帕鲁肽	GLP-1R		皮下	1次/周		(2023.09)	
银诺医药	苏帕鲁肽	GLP-1R		皮下	1次/周		NDA	III期
	苏帕鲁肽	GLP-1R		皮下	1次/周		(2023.09)	
派格生物	维派那肽	GLP-1R		皮下	1次/周		NDA	I期
	维派那肽	GLP-1R		皮下	1次/周		(2023.09)	
华阳药业	注射用重组艾塞那肽-人血清白蛋白融合蛋白(酵母菌)	GLP-1/GLP-1R		皮下	1次/周		II期	

注：\*非不完全统计；资料来源：公司资料、浦银国际

多个国产 ADC 药物将于 2024 年底/2025 年获批，中国 ADC 市场有望迎来迅猛增长。截至目前，头两个获批的国产 ADC 产品为荣昌生物的 RC48 (HER2 ADC)和科伦博泰 SKB264 (TROP2 ADC，于 2024 年 11 月获批)。此外，科伦博泰 A166 (HER2 ADC)、恒瑞 SHR-1811 (HER2ADC)、乐普生物 MRG003 (EGFR ADC)均处于 NDA 阶段，分别有望于 1H25/2025 年中/2H25 获批，科伦博泰 SKB264 亦将于 1H25 迎来额外两个肺癌适应症的获批。随着越来越多国产 ADC 药物的获批，我们预计 2025 年中国 ADC 市场将迅猛增长。除此之外，31 个 ADC 候选药物处于 3 期，分别来自包括恒瑞、康诺亚、信达、百利天恒、礼新、映恩、石药、中生制药、乐普生物在内的多家公司，中长期中国 ADC 市场预计将持续快速增长。

图表 24：中国 9 款已获批 ADC 药物

药品	公司	靶点	适应症	抗体	连接子	毒素	DAR	中国批准时间
Adcetris (Brentuximab vedotin)	Seagen	CD30	HL、sALCL	人鼠嵌合 IgG1	缬氨酸-瓜氨酸	MMAE	4	2020 年
Kadcyla (Trastuzumab ado-emtansine)	罗氏/基因泰克	HER2	mBC	人源化 IgG1	硫醚	DM1	3.5	2020 年
Besponsa (Inotuzumab ozogamicin)	辉瑞	CD22	ALL	人源化 IgG4	脲	卡利霉素	5-7	2021 年
爱地希 (Disitamab vedotin)	荣昌生物	HER2	mGC	人源化 IgG1	缬氨酸-瓜氨酸	MMAE	4	2021 年
Trodely (Sacituzumab govitecan)	Immunomedics	Trop-2	mTNBC	人源化 IgG1	碳酸酯	SN-38	7-8	2022 年
Polivy (Polatuzumab vedotin)	罗氏/基因泰克	CD79b	DLBCL	人源化 IgG1	缬氨酸-瓜氨酸	MMAE	3.5	2023 年
Enhertu (Trastuzumab deruxtecan)	第一三共/阿斯利康	HER2	mBC	人源化 IgG1	四肽	Dxd	8	2023 年
Padcev (Enfortumab vedotin)	安斯泰来/Seagen	Nectin-4	mUC	人源化 IgG1	缬氨酸-瓜氨酸	MMAE	4	2024 年
芦康沙妥珠单抗	科伦博泰	TROP2	mTNBC	人源化 IgG1	-	KL610023	7.4	2024 年

资料来源：公司资料，浦银国际整理

图表 25：中国企业在研 3 期及之后阶段 ADC 项目

药名	公司	靶点	中国最高进度	对应状态开始时间
A166	科伦博泰	HER2	申请上市	2023-05-11
瑞康曲妥珠单抗	恒瑞医药	HER2	申请上市	2024-09-14
维贝柯妥塔单抗	乐普生物	EGFR	申请上市	2024-09-25
9MW2821	迈威生物	nectin-4	3 期	2023-12-29
CMG901/AZD0901	康诺亚；阿斯利康	CLDN18.2	3 期	2024-03-12
BAT8001	百奥泰	HER2	3 期	2018-08-25
BL-M07D1	百利药业	HER2	3 期	2024-05-22
DB-1303	映恩生物	HER2	3 期	2024-01-18
DP303c	石药巨石生物	HER2	3 期	2023-11-08
TROP2 ADC	东曜药业；诗健生物	TROP2	3 期	2024-07-11
FDA018	复旦张江	TROP2	3 期	2024-08-22
HS-20093	翰森生物；	B7-H3	3 期	2024-04-22
IBI343	信达生物	CLDN18.2	3 期	2024-06-30
JSKN003	康宁杰瑞	HER2	3 期	2023-12-01
LCB14-0110	复星医药	HER2	3 期	2023-03-28
LM-302	礼新医药	CLDN18.2	3 期	2024-06-24
MRG002	美雅珂	HER2	3 期	2023-04-06
SHR-A1904	恒瑞医药	CLDN18.2	3 期	2024-07-16
SHR-A1921	恒瑞医药	TROP2	3 期	2024-05-16
SHR-A2009	恒瑞医药	HER3	3 期	2024-10-22
SYS6010	石药巨石生物	EGFR	3 期	2024-07-10
SYSA1801	石药巨石生物	CLDN18.2	3 期	2024-10-23
TQB2102	正大天晴	HER2	3 期	2024-10-11
YL201	宜联生物	B7-H3	3 期	2024-10-14
BL-B01D1	百利药业	HER3；EGFR	3 期	2023-12-18

资料来源：医药魔方、浦银国际

多款重磅国产自免药物年内获批，自免领域国产替代加速。2024 年多款重磅国产自免药物获批，包括国产首款 IL-17A 单抗，恒瑞医药的夫那奇珠单抗已于 2024 年 8 月获批上市用于治疗适合系统治疗或光疗的中度至重度斑块状银屑病成人患者，第二款国产 IL-17A 单抗智翔金泰赛立奇单抗也于 2024 年 9 月获批上市；国产首款 IL-4R $\alpha$  单抗康诺亚的司普奇拜单抗也于 2024 年 9 月获批上市，用于治疗成人中重度特应性皮炎，同时也是全球第二款获批的 IL-4R $\alpha$  单抗；首个国产乌司奴单抗生物类似药荃信/华东 QX001S 也于 2024 年 10 月国内获批。此外，恒瑞医药的艾玛昔替尼(JAK1；2023 年 8 月 NDA)、康方生物的依若奇单抗(IL-12/IL-23；2023 年 8 月 NDA) 均有望于短期内获批。另外，三生国健 SSGJ-608、百奥泰乌司奴单抗生物类似药均于 2024 年递交 NDA。随着国产自免创新药的陆续获批，国产替代有望加速实现。



图表 26：重点国产自免类药物

公司	在研药物	靶点	类型	研发进度	NDA 日期
恒瑞医药	夫那奇珠单抗	IL-17A	单抗	已获批	2024 年 8 月获批
	艾玛昔替尼	JAK1	化药	NDA	2023 年 8 月
	SHR-1819	IL-4R $\alpha$	单抗	3 期	-
	SHR4640	URAT1	化药	3 期	-
康诺亚	司普奇拜单抗	IL-4R $\alpha$	单抗	已获批	2024 年 9 月获批
智翔金泰	赛立奇单抗	IL-17A	单抗	已获批	2024 年 9 月获批
康方生物	依若奇单抗	IL-12/IL-23	单抗	NDA	2023 年 8 月
	古莫奇单抗	IL-17A	单抗	3 期	-
泽璟制药	杰克替尼	pan-JAK	化药	NDA	2022 年 10 月
三生国健	SSGJ-608	IL-17A	单抗	NDA	2024 年 11 月
	SSGJ-613	IL-1 $\beta$	单抗	3 期	-
荃信生物	QX001S (乌司奴单抗生物类似药)	IL-12/IL-23	单抗	已获批	2024 年 10 月获批
	QX002N	IL-17A	单抗	3 期	-
百奥泰	BAT2206 (乌司奴单抗生物类似药)	IL-12/IL-23	单抗	NDA	2024 年 5 月
	BAT2306 (司库奇尤单抗生物类似药)	IL-17A/F	单抗	3 期	-

资料来源：公司资料、浦银国际

## Big Pharma 创新药收入持续提升，部分 Biotech 有望于 2025 年迎

### 来盈利

**Big Pharma 持续推进创新药转型，创新药占比逐步提升。**头部 pharma 收入中创新药占比不断提升，如恒瑞医药 1H24 创新药销售额 66.1 亿元(含税)，占收入比例由 2021 年 40%提升至 1H24 的 46%（占收入比例按除税口径计算），中国生物制药创新药销售额 61.3 亿元，占收入比例由 2020 年 24%提升至 1H24 的 39%，翰森制药创新药销售额 50.3 亿元，占收入比例由 2020 年 18%提升至 1H24 的 77%，先声药业创新药销售额 22.0 亿元，占收入比例由 2021 年 62%提升至 1H24 的 71%。随着更多创新药的获批与放量，创新药占比有望持续提升。

**图表 27: Big pharma 推进创新化转型，创新药收入不断提升**

		2020	2021	2022	2023	1H24
恒瑞医药	创新药销售额(亿元;含税口径)			87.1	106.4	66.1
	同比				22%	33%
	占收入比例			38%	44%	46%
中国生物制药	创新药销售额(亿元)	66.2	75.2	85.9	98.9	61.3
	同比	19%	14%	14%	13%	15%
	占收入比例	28%	28%	33%	38%	39%
翰森制药	创新药销售额(亿元)	15.6	42.0	50.1	68.6	50.3
	同比		169%	19%	37%	81%
	占收入比例	18%	42%	53%	68%	77%
先声药业	创新药销售额(亿元)		31.2	41.3	47.6	22.0
	同比		54%	32%	15%	-9%
	占收入比例		62%	65%	72%	71%

资料来源：公司资料、浦银国际。

随着创新药陆续商业化，首批生物科技企业即将迈入盈利期。不考虑合作收入/出海授权因素，2025 年有望通过产品销售实现盈亏平衡的港股生物科技企业包括和黄药业(指引 2025 年实现盈利)、再鼎医药(指引 4Q25 实现盈利)、信达(指引 2025 年实现 non-IFRS EBITDA breakeven)等。

重申我们对创新药板块持续看好的观点。在反腐影响逐步消退及国家政策支持态度明确的背景下，多个国产重磅创新药物(包括国产 ADC、GLP-1 双靶点药物、自免药物)于 2024 年底/2025 年陆续获批，以及近期多个双抗药物成功出海凸显国际药企对中国企业研发能力的持续认可，我们对 2025 年创新药板块表现持更为乐观的态度。我们看好研发能力强、核心产品商业化潜力大、出海前景光明、短期有重磅创新药物获批和重点研发管线读出的生物科技企业或龙头创新药企，建议关注科伦博泰(6990.HK)、康诺亚(2162.HK)、康方生物(9926.HK)、和黄医药(HCM.US/0013.HK)、百济神州(BGNE.US/6160.HK/688235.CH)、恒瑞医药(600276.CH)，其中科伦博泰和康诺亚是我们创新药板块首选。

图表 28：重点创新药企短期主要催化剂

公司	催化剂类型	主要催化剂
科伦博泰	获批上市	<ul style="list-style-type: none"> <li>● SKB264 (TROP2 ADC): 3L EGFRmt NSCLC (1H25)、2L EGFRmt NSCLC (2H25)</li> <li>● A166 (HER2 ADC): HER2+ BC (1H25)</li> <li>● A140 (西妥昔单抗生物类似药): 结直肠癌 (2024 年底/2025 年初)</li> <li>● A167 (PD-L1): 末线鼻咽癌 (1H25)</li> </ul>
	其他	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 更多 ADC 资产被默沙东行权</li> </ul>
恒瑞医药	获批上市	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 法米替尼: 二线宫颈癌 (2H25)</li> <li>● 艾玛昔替尼(JAK1): 强制性脊柱炎 (1H25)、斑秃 (1H25)、类风湿性关节炎 (2H25)、特应性皮炎 (2H25)</li> <li>● 瑞拉芙普(PDL1/TGF-β): 一线胃及胃食管结合部腺癌 (2H25)</li> <li>● 瑞康曲妥珠单抗(HER2 ADC): 二线 HER2 阳性非小细胞肺癌 (2025 年中)</li> <li>● 卡瑞利珠单抗 (PD-1) : 一线肝癌 (PDUFA: 2025 年 3 月 23 日)</li> </ul>
	递交上市申请	<ul style="list-style-type: none"> <li>● HRS-9531 (GLP-1/GIP): 减重适应症 (预计 2025 年)</li> <li>● 达尔西利: BC 辅助适应症 (预计 2H25)</li> </ul>
	其他	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 潜在出海授权交易</li> </ul>
信达生物	获批上市	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 他雷替尼 (ROS1): 2L ROS1+ 非小细胞肺癌 (1H25)、1L ROS1+非小细胞肺癌 (2H25)</li> <li>● 玛仕度肽 (GLP-1R/GCGR): 肥胖 (6mg; 2025 年初)、二型糖尿病 (6mg; 2025 年中)</li> </ul>
	递交上市申请	<ul style="list-style-type: none"> <li>● IBI310(CTLA-4): 结肠癌新辅助</li> </ul>
	数据读出	<ul style="list-style-type: none"> <li>● CVM: 替妥尤单抗 (IGF-1R)临床 3 期 RESTORE-1 试验甲状腺眼病适应症完整数据读出, IBI112 (IL-23P19)临床 3 期 CLEAR-1 试验银屑病数据读出</li> </ul>
其他	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 潜在出海授权交易</li> </ul>	
百济神州	临床进展	<ul style="list-style-type: none"> <li>● Sonrotoclax (BCL2): 全球三期 TN CLL 完成入组 (1Q25); 开启 R/R CLL 和 R/R MCL 的三期研究 (2024 年底/2025 年初)</li> <li>● BGB-16673 (BTK CDAC): R/R CLL 三期临床试验启动 (1Q25)</li> </ul>
	其他	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 潜在出海授权交易</li> </ul>
康方生物	获批上市	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 依若奇单抗(IL-12/IL-23): 治疗中度至重度斑块型银屑病 (2H25)</li> </ul>
	其他	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 潜在出海授权交易</li> </ul>
康诺亚	获批上市	<ul style="list-style-type: none"> <li>● CM310 (IL-4R): 过敏性鼻炎 (1H25)、慢性鼻窦炎伴息肉 (2025 年中)</li> </ul>
	数据读出	<ul style="list-style-type: none"> <li>● CM313 (CD38): 1b 期 SLE 数据读出</li> <li>● CMG901(CLDN18.2 ADC): PC、GC/GEJ 国际 2 期数据读出</li> </ul>
	其他	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 潜在出海授权公布</li> </ul>
荣昌生物	获批上市	<ul style="list-style-type: none"> <li>● RC18: MG 适应症中国获批 (2025 年中)</li> <li>● RC48: HER2 阳性乳腺癌伴肝转移适应症中国获批 (2025 年中)</li> </ul>
	递交上市申请	<ul style="list-style-type: none"> <li>● RC18: pSS 适应症中国上市申报 (1H25)</li> </ul>
	数据读出	<ul style="list-style-type: none"> <li>● RC18: IgAN 三期数据读出 (1H25)</li> </ul>
其他	<ul style="list-style-type: none"> <li>● RC18: 潜在出海授权交易</li> <li>● RC88: 潜在出海授权交易</li> </ul>	
再鼎医药	递交上市申请	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 爱普盾: 治疗含铂化疗期间或之后出现进展的二线以上 NSCLC (2025 年初)</li> <li>● KarXT: 精神分裂症(2025 年初)</li> <li>● TIVDAK: 二线宫颈癌</li> <li>● 瑞普替尼: NTRK 阳性实体瘤</li> </ul>
	数据读出	<ul style="list-style-type: none"> <li>● Bemarituzumab 全球三期 FORTITUDE-101 一线胃癌数据读出(2025 年)</li> </ul>
和黄医药	获批上市	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 索乐匹尼布: 中国获批 (预计 2024 年底/2025 年初)</li> </ul>
	递交上市申请	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 赛沃替尼: 美国提交上市申请</li> </ul>
	数据读出	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 咪喹替尼: 肾透明细胞癌 2/3 期 FRUSICA-2 顶线结果公布</li> </ul>
其他	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 索乐匹尼布: 潜在出海授权交易</li> </ul>	
中国生物制药	获批上市	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 库莫西利 (CDK2/4/6): HR+/HER2-乳腺癌 (1H25)</li> </ul>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>● 罗伐昔替尼 (JAK/ROCK): 中高危骨髓纤维化 (1H25)</li> </ul>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>● 帕妥珠单抗生物类似药: HER2 阳性乳腺癌 (1H25)</li> </ul>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>● 重组人凝血 VIIa: 出血性疾病 (1H25)</li> </ul>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>● 安罗替尼新适应症: 一线肾细胞癌 (1H25)、二三期子宫内膜癌 (2H25)</li> </ul>

资料来源: 公司资料、浦银国际; 注: 括号内为预计上市时间

图表 29：创新药企业估值表

代码	公司名称	股价 (当地百万美元 货币)	市值	过去 1 个月	年初至今	12 个月前瞻		市销率 (x)			收入同比变动		
				股价变动 (%)	股价变动 (%)	现值	3 年均值	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
6160 HK	百济神州	123.2	22,805	-	11.9	5.0	8.7	6.1	4.9	4.1	51.1	24.1	20.8
1877 HK	君实生物	13.7	3,589	(2.7)	(29.4)	9.5	13.5	13.6	9.3	6.9	27.6	46.2	34.1
1801 HK	信达生物	39.1	8,235	0.6	(8.5)	5.8	7.0	7.4	5.7	4.4	29.9	30.9	28.3
9995 HK	荣昌生物	17.4	2,164	(6.3)	(53.4)	6.6	14.5	9.3	6.5	4.7	56.2	42.6	37.8
6185 HK	康希诺	33.9	1,655	9.4	43.7	10.0	9.9	13.7	9.9	7.5	154.8	38.9	31.1
9688 HK	再鼎医药	22.5	3,143	(8.4)	4.7	5.5	8.4	8.0	5.4	3.5	48.0	47.3	56.4
9926 HK	康方生物	66.4	7,657	(2.4)	43.0	13.9	10.1	21.4	13.6	9.1	-42.4	57.5	48.9
9969 HK	诺诚健华	6.7	1,786	(5.4)	(3.5)	9.9	13.1	13.3	9.7	7.4	31.9	37.1	32.3
13 HK	和黄药业	26.9	3,015	(5.1)	(6.3)	3.8	4.8	4.5	3.7	3.1	-20.5	21.1	21.0
2162 HK	康诺亚	42.0	1,509	(6.2)	(14.6)	20.8	59.7	74.2	19.9	8.0	-58.2	272.6	147.8
9966 HK	康宁杰瑞	3.9	479	(6.3)	(41.7)	7.2	16.4	7.9	7.2	5.4	101.6	9.8	34.5
2171 HK	科济药业	7.3	536	(3.4)	12.3	8.1	118.4	26.7	7.8	2.9	NA	243.9	164.8
2696 HK	复宏汉霖	22.2	1,548	5.5	59.4	1.9	1.8	1.9	1.9	1.6	11.3	0.7	13.9
2137 HK	腾盛博药	0.9	88	(12.1)	(58.8)	NA	5.3	8.3	NA	NA	12,460.8	NA	NA
1477 HK	欧康维视	5.2	545	(4.9)	(22.3)	4.7	12.3	8.7	4.5	2.9	85.5	91.8	53.7
6855 HK	亚盛医药	42.0	1,700	(4.9)	53.7	22.4	11.2	12.3	23.6	6.2	354.1	-48.1	283.0
9939 HK	开拓药业	1.1	62	(3.6)	(34.4)	NA	4.4	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2616 HK	基石药业	2.3	380	17.3	1.3	3.7	3.6	4.9	3.7	2.5	22.7	31.5	45.2
1952 HK	云顶新耀	47.9	2,006	31.8	128.9	10.1	9.8	20.3	9.8	6.1	471.4	107.5	59.7
2552 HK	华领医药	1.5	198	(18.9)	(25.9)	1.9	5.6	4.1	1.9	1.2	361.6	119.4	59.6
1167 HK	加科思	1.5	154	(14.1)	(58.0)	10.0	19.8	5.6	10.5	15.1	214.9	-46.5	-30.7
1672 HK	歌礼制药	1.8	228	17.4	24.7	NA	21.5	NA	NA	21.4	NA	NA	NA
6996 HK	德琪医药	0.7	57	(21.7)	(67.5)	1.6	6.2	4.3	1.5	1.1	41.6	188.6	31.3
6990 HK	科伦博泰	190.0	5,472	8.6	84.6	23.8	19.5	22.7	23.8	15.9	13.9	-4.8	49.7
2256 HK	和誉开曼	4.9	426	(1.0)	33.4	7.0	143.0	6.0	7.1	9.2	2,588.4	-14.3	-23.3
3681 HK	中国抗体	1.1	159	(7.4)	(32.7)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
1875 HK	东曜药业	1.9	187	11.2	(4.6)	1.0	2.7	1.2	1.0	0.8	NA	26.0	17.2
2181 HK	迈博药业	0.3	164	(11.4)	(32.6)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
6622 HK	兆科眼科	1.4	95	(4.3)	(65.8)	3.4	15.8	7.9	3.3	1.6	368.5	136.2	103.4
2142 HK	和铂医药	1.2	118	0.8	(38.1)	NA	6.0	NA	NA	NA	NA	NA	NA
1177 HK	中国生物 制药	3.3	8,046	(3.5)	(4.0)	1.8	1.9	2.0	1.8	1.6	12.4	10.6	11.9
3692 HK	翰森制药	19.1	14,577	10.0	21.2	8.6	6.8	8.8	8.6	7.6	19.3	2.4	12.4
2096 HK	先声药业	7.3	2,378	8.6	8.8	2.3	2.3	2.6	2.3	2.0	1.6	14.5	13.9
300558 CH	贝达药业	55.8	3,209	13.9	8.2	6.2	6.2	7.5	6.1	5.1	26.4	22.5	20.5
600276 CH	恒瑞医药	49.4	43,298	(0.2)	9.2	10.6	9.7	11.7	10.6	9.2	18.4	10.1	14.6
6998 HK	嘉和生物	1.6	108	(11.5)	35.3	NA	7.8	NA	NA	NA	NA	NA	NA

注：E=Bloomberg 一致预期；数据截至 2024 年 12 月 9 日

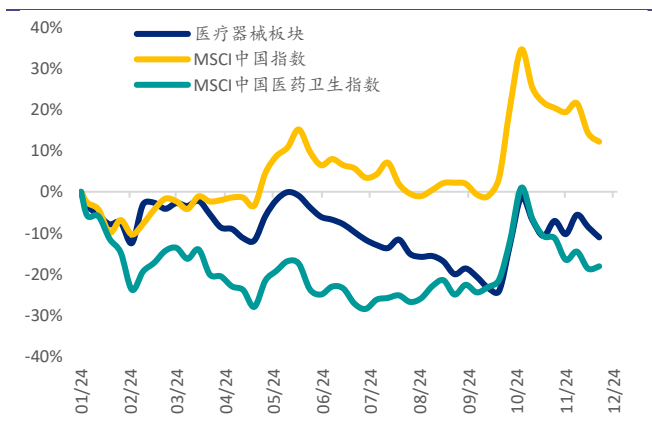
资料来源：Bloomberg、浦银国际

## 医疗器械：重点关注催化剂丰富的医疗设备 & 股价弹性

### 更高的创新高耗个股

**股价表现：**截至 2024 年 12 月 9 日，医疗器械板块跌幅为 9%，跑输 MSCI 中国医药指数。估值上，板块前瞻市销率 7x，较过去 5 年均值低 1.1 个标准差。从基本面上看，设备更新项目落地进展缓慢导致年内设备采购需求疲软。此外反腐常态化严监管对医生手术积极性造成的负面冲击仍然存在，对器械公司 2024 业绩及估值复苏造成压制。

图表 30：医疗器械板块年初至今股价涨跌幅



注：数据截至 2024 年 12 月 9 日；板块成分股含 A 股及港股，具体个股参考本章板块估值表；资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 31：医疗器械板块 PS Band



注：数据截至 2024 年 12 月 9 日；板块成分股含 A 股及港股，具体个股参考本章板块估值表；资料来源：Bloomberg、浦银国际

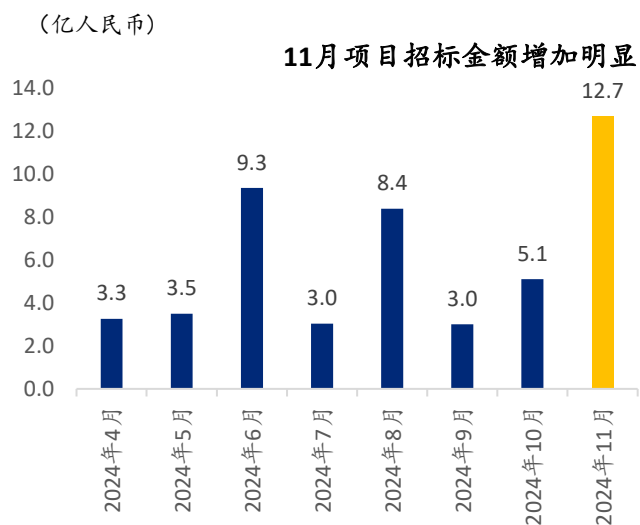
展望 2025，预计器械板块在 2024 年相对低基数及反腐常态化下增速将有所回暖，但板块景气度将很大程度上受设备更新政策落地情况、政策支持力度，以及宏观环境影响。

在设备、高值耗材、低值耗材及 IVD 四大子板块中，我们继续看好**创新高值耗材及医疗设备细分赛道**，主因：1) 创新高值耗材：第五批国采对上市公司影响相对有限，未来多数高值耗材将以此前集采的续约为主，集采降价风险大幅出清，创新高值耗材基本面及股价弹性较高，2025 年业绩有望在 2024 年相对低基数下实现复苏增长；2) 医疗设备：2024 年医疗设备更新项目推进缓慢，导致年内医疗设备采购需求疲软，设备更新项目招标从 2024 年 11 月起已有提速，政策利好有望在 2025 年落地。

个股层面，建议关注归创通桥 (2190.HK)、爱康医疗 (1789.HK)、迈瑞医疗 (300760.CH)。

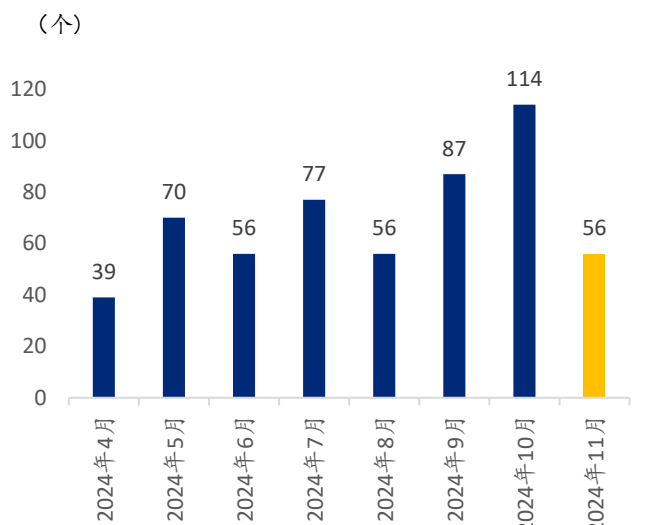
医疗设备更新项目招标 11 月起提速，政策利好有望 2025 年落地。自国务院于 2024 年 3 月发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》以来，医疗领域设备更新进度整体并不快，但进入 11 月起，全国设备更新项目招标金额明显增加，11 月前两周招标金额均超人民币 6 亿元（vs 10 月全月招标金额 5.1 亿元），四季度也是医疗设备传统的招投标高峰期，12 月招标金额或有望较 11 月进一步增长。考虑到招投标至采购完成仍需数月，设备更新的政策利好有望于 2025 年内释放。

图表 32：我国设备更新项目招标金额



注：2024 年 11 月数据截止到 11 月 17 日；仅包含披露金额项目  
资料来源：众成数科、浦银国际

图表 33：我国设备更新招标



注：2024 年 11 月数据截止到 11 月 17 日；  
资料来源：众成数科、浦银国际

图表 34：部分省份设备更新招标公告拟采购产品清单情况

产品类别	黑龙江省	云南省	新疆维吾尔自治区	安徽省	北京市	广东省	河北省	福建省	湖北省	甘肃省
超声影像诊断设备										
计算机断层摄影X射线机 (CT)										
磁共振成像设备										
数字化X射线诊断系统 (DR)										
生化分析仪器										
消化道内镜										
血细胞分析仪										
胸腹腔镜										
麻醉机										
多功能监护仪										
血管造影X射线机 (DSA)										
凝血分析仪										
血液透析设备										
移动式C形臂X射线机 (含O形/G形)										
鼻咽喉镜										

注：方格内颜色深浅表示该省份采购意向中该产品的采购频次排名，颜色越深，采购频次排名越高，只标记各省前三；数据截至 2024 年 11 月 10 日  
资料来源：众成数科、浦银国际整理

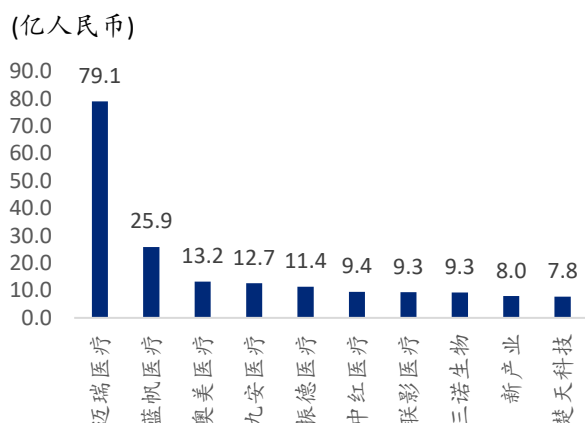
图表 35：医疗设备更新相关政策

政策发布日期	政策名称	主要内容
2024年3月7日	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》 <a href="#">(链接)</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 到2027年医疗等七大领域设备投资规模较2023年增长25%以上</li> <li>● 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。</li> <li>● 推动医疗机构病房改造提升，补齐病房环境与设施短板</li> </ul>
2024年4月7日	中国人民银行设立科技创新和技术改造再贷款	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 中国人民银行设立科技创新和技术改造再贷款，额度5000亿元，利率1.75%，期限1年，可展期2次，每次展期期限1年</li> </ul>
2024年5月29日	《关于推动医疗卫生领域设备更新实施方案的通知》	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 主要大型医疗设备百万人口拥有量基本达到中高收入国家平均水平</li> <li>● 鼓励国家医学中心等一批国内拔尖医院对标国际一流水平，适度超前配置一批高端放疗设备、超高场强磁共振成像系统、手术机器人、高分辨质谱仪、超高分辨率显微成像及分析系统等融合型、交叉型重大医疗和科研设备</li> <li>● 支持服务人口多、基本医疗服务能力强的乡镇卫生院，配置X射线计算机断层扫描系统(CT)、数字射线成像检测(DR)、彩超、全自动生化分析仪等设备，以及呼吸机、肺功能仪等</li> <li>● 医疗卫生领域设备更新所需资金，由超长期国债、地方财政资金、地方政府专项债券等资金筹措安排</li> <li>● 对地方的医疗卫生领域设备更新项目，原则上按照东、中、西、东北部地区分别不超过项目总投资的40%、60%、80%、80%的比例进行支持</li> </ul>
2024年6月21日	《关于实施设备更新贷款财政贴息政策的通知》	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 银行向经营主体发放的贷款符合再贷款报销条件的，中央财政对经营主体的银行贷款本金贴息1个百分点</li> </ul>
2024年7月24日	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 统筹安排3000亿元左右超长期特别国债资金支持医疗等7大领域设备更新</li> <li>● 对符合《关于实施设备更新贷款财政贴息政策的通知》条件经营主体的银行贷款本金，中央财政贴息从1个百分点提高到1.5个百分点，贴息期限2年，贴息总规模200亿元</li> </ul>

资料来源：国家发改委、浦银国际整理

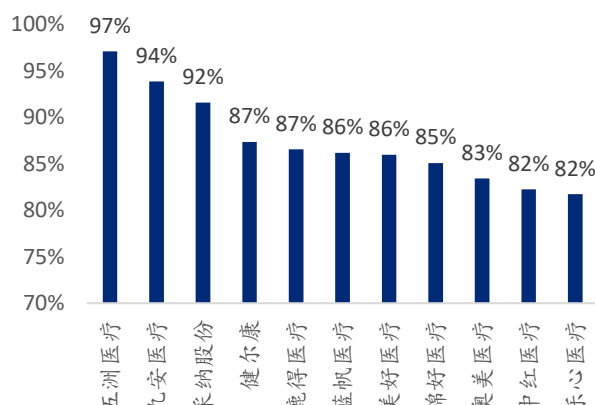
出海是医疗器械板块中长期趋势，“性价比+服务”是国产品牌优势。在国内医保控费的大趋势下，国产医疗器械公司纷纷通过出海寻求新的业务增长点，东南亚、中东、欧美均为国产品牌近年出海的热门地。但医疗器械国际化需要通过准入、团队建设、市场培育、品牌建设等多个步骤，需要较长的时间。目前国产医疗器械中，低值耗材企业海外收入占整体收入比例相对更高，但更看重产品差异化及性价比而非单纯价格的创新高值耗材及医疗设备海外市场贡献公司总收入的比例则相对较低，我们认为国产创新高值耗材和设备虽在技术和创新维度上正逐步缩小与海外龙头的差距，但短期的出海优势仍集中在性价比和服务两个维度上。

图表 36: 1H24 海外收入金额 Top 10 (A 股)



资料来源: 国家高耗联采办、浦银国际

图表 37: 1H24 海外收入占比 Top 10 (A 股)



资料来源: 国家高耗联采办、浦银国际

出海过程中, 来自欧美的制裁中长期仍将存在, 多数潜在受影响企业已提前布局应对。美国、欧洲、东南亚及中东为国产器械主要出海目的地, 我们认为其中欧美市场对中国医疗器械的制裁在中长期仍将以不同形式出现, 但欧美市场作为全球最为发达的医疗器械市场, 竞争相对激烈, 国内医疗器械市占率较低, 特别是对于医疗设备、高值耗材和 IVD 企业, 欧美市场占公司收入的比例整体看不高, 对业绩带来的负面影响相对可控。此外多数可能受到增加关税影响的国产医疗器械企业自特朗普于上一任期对部分国产医疗器械加征关税后便开始准备应对地缘政策风险, 企业一般通过推动海外本地化生产、加大高端市场拓展力度、加快产品迭代提高产品附加值来消化关税增加对利润率的影响。

图表 38: 2024 年内欧美对国产医疗器械的制裁事件

日期	事件	影响
2024 年 4 月 24 日	欧盟宣布使用《国际采购文书》(IPI) 对中国医疗器械公共采购展开调查, 以评估欧盟企业及其产品在参与招投标时是否遭到不公平对待 ( <a href="#">链接</a> )。此次调查期限 9 个月 (即 2025 年 1 月底前有望出结果), 若最终结果显示欧盟企业遭不公平对待, 则中国企业在欧盟的政府采购 (public procurement) 将受到影响 (降低竞标评分或完全失去竞标资格)。	IPI 仅适用于采购金额 $\geq 500$ 万欧元的货物和服务合同及 $\geq 1500$ 万欧元的工程和特许权采购合同, 目前国产企业在欧盟参与的单个招标采购合同金额仍较小, 我们预计 IPI 的实质影响有限。
2024 年 5 月 14 日	美国宣布对来自中国的钢铝、半导体、医疗耗材等产品加征关税 ( <a href="#">链接</a> ), 并于 5 月 22 日公布更多制裁方案细节 ( <a href="#">链接</a> )。受此次加征关税影响的医疗耗材包括: 1) 注射器和针头; 2) 个人防护装备 (呼吸器、口罩); 3) 医用橡胶手套。	根据众成数科数据, 2023 年我国出口美国的注射器和针头贸易额 2.24 亿美元, 口罩 0.74 亿美元, 医用橡胶手套 4.42 亿美元。此前 FDA 已对部分国产注射器和针头出具进口告示, 部分国产厂家已着重开始增加美国以外市场的销售, 而手套关税调整有 1.5 年的缓冲期, 国内头部品牌多在东南亚有建厂规划及布局 (如蓝帆于 2020 年便在越南布局了产能), 短期影响相对可控。

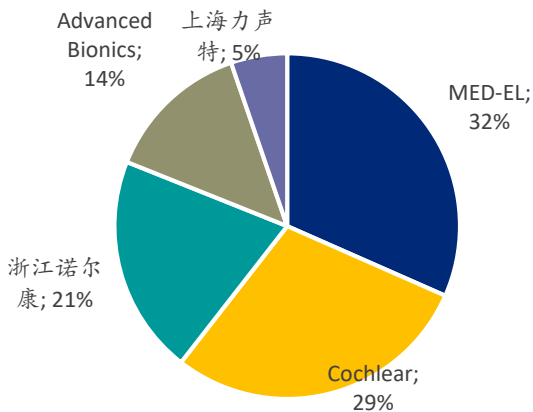
资料来源: 浦银国际整理



**第五批高值耗材国采启动，人工关节国采接续降价温和。**国家组织医用耗材联合采购平台分别于2024年11月1日及29日发布了第五批国家高值耗材采购1号及2号文件，采购产品为人工耳蜗及外周血管支架（不含胸主动脉支架、腹主动脉支架），计划将于12月19日开标。其中人工耳蜗目前主要由外资垄断，此次报量中仅涉及浙江诺尔康及上海力声特两家非上市公司。外周支架报量中，同样以外资为主导，涉及国产上市公司包括先健科技、微创心脉、归创通桥，且三家公司在各细分产品中市占率均偏低，预计此次集采对于上市国产器械公司而言利大于弊。

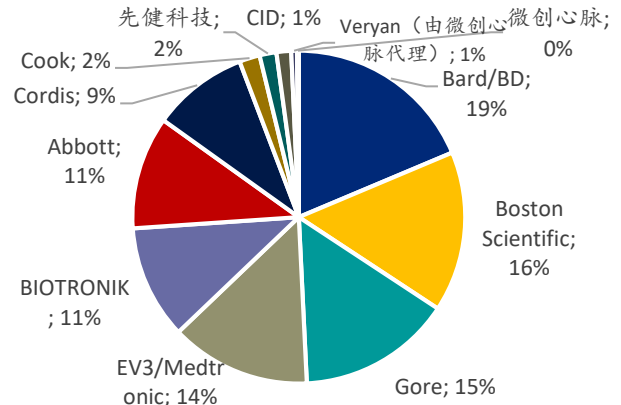
此外，人工关节接续国采结果已于2024年7月起执行，此次接续采购的主要特点为：1) 价格降幅较为温和，中选产品价格平均下降6%左右；2) 中选价差缩窄；3) 进口厂商报量占比由首轮的48%下降至32%，国产厂商市占率进一步提升，且国产龙头中标情况均较为理想。整体而言此次集采结果对国产品牌有利。

**图表 39：人工耳蜗类国采报量（植入类&言语处理器）**



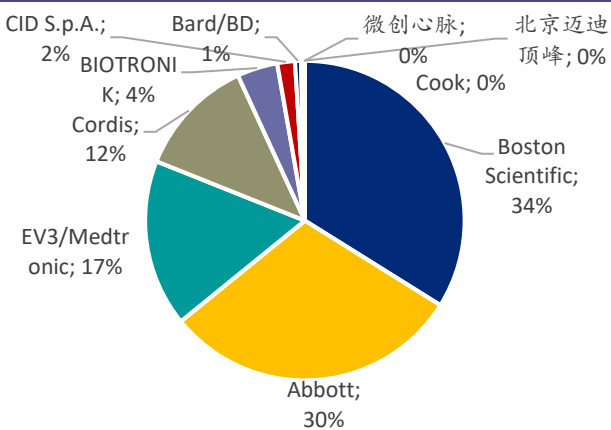
资料来源：国家高耗联采办、浦银国际

**图表 40：外周血管支架类-下肢动脉支架国采报量**



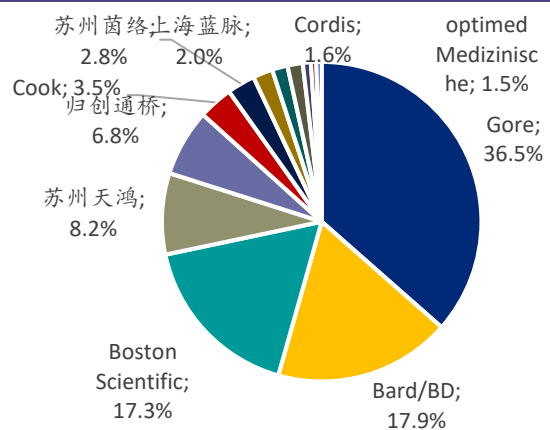
资料来源：国家高耗联采办、浦银国际

**图表 41：外周血管支架类-非下肢动脉支架报量**



资料来源：国家高耗联采办、浦银国际

**图表 42：外周血管支架类-静脉支架国采报量**



资料来源：国家高耗联采办、浦银国际

图表 43：历次耗材国采对比

采购内容	冠状动脉药物洗脱支架 (材质为钴铬合金或铂铬合金, 载药种类为雷帕霉素及其衍生物)	人工关节 (初次置换人工髋/膝关节)	骨科脊柱类 (颈椎前路钉板、颈椎后路钉棒、胸腰椎后路微创钉棒等 14 个产品)	人工晶体、运动医学类	人工耳蜗、外周血管支架 (不含胸主动脉支架、腹主动脉支架)
<b>首次国采</b>					
国采批次	第一批	第二批	第三批	第四批	第五批
公布采购文件	2020 年 10 月	2021 年 6 月	1 号文件: 2022 年 7 月 2 号文件: 2022 年 9 月	1 号文件: 2023 年 9 月 2 号文件: 2023 年 11 月	1&2 号文件: 2024 年 11 月
开标日期	2020 年 11 月	2021 年 9 月	2022 年 9 月	2023 年 11 月	2024 年 12 月
执行日期	2021 年 1 月	2022 年 4-5 月	2023 年 1-2 月	2024 年 5-6 月	-
采购周期	2 年	2 年	3 年	2 年	3 年
降价幅度	93%	82%	84%	人工晶体: 60% 运动医学: 74%	-
<b>国采续约</b>					
开标日期	2022 年 11 月	2024 年 5 月	-	-	-
执行日期	2023 年 1 月	2024 年 6 月	-	-	-
采购周期	3 年	3 年	-	-	-
降价幅度	首轮集采中选产品提价约 25%	6%	-	-	-

资料来源: 国家联合采购办公室、浦银国际

图表 44：人工关节国采接续采购 - 主要骨科上市公司中标结果

	部件材料			平均中标价 (元/套)	上市骨科企业								
	股骨头	髌白内衬	占髌+膝总报量比例*		爱康宜诚	爱康天行	理贝尔/JRI	春立	威高亚华	威高海星	大博	微创骨科	微创关节
髌	陶瓷	陶瓷	18% (10.2 万套)	7,954	A 组	B 组	B 组	A 组	A 组	A 组	A 组	B 组	B 组
	陶瓷	聚乙烯	30% (17.3 万套)	7,069	A 组	B 组	B 组	A 组	A 组	A 组	A 组	B 组	B 组
	合金	聚乙烯	2% (1.0 万套)	5,890	A 组	B 组	B 组	A 组	A 组	A 组	A 组	B 组	B 组
膝	NA	NA	51% (29.6 万套)	5,379	A 组	B 组	-	A 组	A 组	A 组	A 组	A 组	B 组

\*按年度意向采购量套数计算;

资料来源: 国家医用高耗联采办、浦银国际整理

IVD 集采持续推进, 国产替代有望加速。年内 IVD 集采持续推进, 其中规模较大的江西牵头 27 省糖代谢等生化类检测试剂省际联盟集采于 2024 年 11 月 25 日开标, 最终有 154 家企业拟中选, 拟中选产品平均降幅 70%, 降幅较此前江西 24 省生化集采有所下滑。此外, 安徽 28 省肿标及甲功集采于 2024 年 11 月 21 日补充公示此次参与集采的产品信息, 并于 12 月起启动报量, 或有望今年底/明年初开标。随着 IVD 相关品类集采落地推进, 国产龙头有望凭借性价比优势扩大市场份额, 加速进口替代, 并有望实现 IVD 市场集中度的提升。

图表 45：主要 IVD 省级集采日期及结果

集采省份	集采试剂种类	开标日期	执行日期	执行周期	价格降幅
安徽	化学发光	2021 年 8 月	2021 年 11 月	2 年	47%
江西 23 省联盟	生化（肝功）	2022 年 12 月	2023 年 7 月	2 年	68.64%
安徽	凝血 6 项 心梗 3 项	2023 年 1 月	2023 年 7 月	2 年	凝血：40.16% 心梗：57.35%
江西 24 省联盟	生化（肾功、心肌酶）	2023 年 12 月	2024 年 10 月	2 年	77%
安徽 25 省联盟	化学发光：术前传染病 8 项（含酶免）、性激素 6 项、糖代谢 2 项、HCG  分子诊断：HPV	2023 年 12 月	2024 年 9 月	2 年	53.9%
甘肃	化学发光（甲功 9 项）	2024 年 3 月	2024 年 6 月	2 年	42.07%
京津冀“3+N”带量联动	生化（肝功 26 项、肾功 16 项、心肌酶 12 项）	2024 年 6 月	-	1 年	-
江西 27 省联盟	生化（糖代谢 7 项、离子微量元素 6 项、血脂脂蛋白 10 项、肝功 8 项、胰腺 3 项、肾功 1 项）	2024 年 11 月	2024 年 12 月	2 年	70%
安徽 28 省联盟	化学发光（肿标 16 项、甲功 9 项）	2024 年 12 月发布采购 1 号文件	-	2 年	-

资料来源：各地医保局、浦银国际整理

图表 46：医疗器械企业估值表

代码	公司名称	股价 (当地货币)	市值 (百万美元)	过去 12 个月 股价变动 (%)	年初至今 股价变动 (%)	12 个月前 市销率 (x)		市销率 (x)			收入同比变动 (%)		
						现值	3 年 均值	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
1066 HK	威高股份	4.9	2,820	(3.6)	(36.3)	1.4	2.1	1.5	1.4	1.3	3.5	6.7	6.5
853 HK	微创医疗	6.2	1,482	(6.3)	(25.9)	1.1	2.9	1.3	1.1	0.9	17.9	19.0	20.3
2252 HK	微创机器人	8.5	1,063	(11.6)	(59.2)	9.8	58.9	31.4	9.4	5.6	135.2	235.0	66.4
1302 HK	先健科技	1.5	887	(10.2)	(36.6)	NA	6.4	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2172 HK	微创脑科学	9.1	673	(8.8)	(26.0)	4.3	5.9	5.5	4.2	3.3	33.0	30.7	28.8
1858 HK	春立医疗	8.9	690	6.3	(28.7)	NA	4.7	NA	NA	NA	NA	NA	NA
1789 HK	爱康医疗	5.2	746	(1.3)	(17.4)	3.2	4.3	4.0	3.2	2.7	24.8	24.4	19.6
6606 HK	诺辉健康	14.1	832	-	(38.9)	1.6	6.7	2.2	1.6	1.3	55.8	38.7	16.8
2160 HK	心通医疗	0.7	223	(1.4)	(55.6)	2.9	8.7	3.6	2.8	2.3	34.0	27.2	24.3
9996 HK	沛嘉医疗	3.9	338	1.0	(46.8)	3.1	8.2	4.0	3.0	2.4	40.9	30.9	25.4
2500 HK	启明医疗	5.6	319	-	-	2.2	4.7	2.9	2.1	NA	61.0	38.1	NA
2190 HK	归创通桥	11.2	472	1.8	(9.6)	3.1	6.5	4.3	3.1	2.3	50.3	41.2	35.4
300760 CH	迈瑞医疗	259.9	43,306	(8.6)	(10.6)	7.0	9.3	8.1	6.9	5.9	11.4	16.7	17.7
688271 CH	联影医疗	141.0	15,973	7.9	2.9	8.5	8.7	10.2	8.4	6.8	-0.4	22.1	23.0
688114 CH	华大智造	51.2	2,931	0.6	(40.5)	6.7	7.4	7.7	6.6	5.4	-4.9	16.8	21.3
300832 CH	新产业	68.8	7,430	0.4	(12.0)	9.4	9.7	11.4	9.3	7.6	20.8	22.6	23.0
002223 CH	鱼跃医疗	33.4	4,608	(9.3)	(3.3)	3.6	3.7	4.1	3.6	3.2	2.6	13.8	13.5
603658 CH	安图生物	45.1	3,604	(2.3)	(20.8)	4.8	5.4	5.5	4.8	4.1	7.1	15.0	17.3
300595 CH	欧普康视	19.3	2,382	(4.8)	(14.4)	7.5	13.0	8.7	7.5	6.4	14.2	16.9	17.2
300529 CH	健帆生物	30.1	3,304	(10.1)	35.4	6.6	7.0	8.2	6.5	5.3	52.7	26.3	23.1
688105 CH	诺唯赞	25.0	1,382	(2.1)	(21.9)	5.6	8.2	6.9	5.5	4.4	13.8	23.8	26.1
002030 CH	达安基因	6.6	1,267	2.8	(32.1)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
300676 CH	华大基因	47.8	2,731	(5.2)	(0.5)	NA	4.1	NA	NA	NA	NA	NA	NA
688050 CH	爱博医疗	95.0	2,475	(5.9)	(0.6)	9.5	19.4	12.7	9.3	7.1	48.7	36.2	31.4
688161 CH	威高骨科	28.3	1,554	(7.3)	(31.8)	6.5	6.7	7.6	6.5	5.5	15.5	18.0	17.3
300633 CH	开立医疗	34.2	2,034	(13.4)	(27.7)	5.4	7.3	6.6	5.3	4.4	6.3	22.9	22.5
688617 CH	惠泰医疗	372.5	4,987	9.9	39.0	12.8	11.8	16.8	12.6	9.6	30.8	32.9	31.5
301047 CH	义翘神州	68.8	1,194	(1.9)	(16.5)	11.9	17.9	13.9	11.8	9.9	-3.2	17.6	19.3
688016 CH	心脉医疗	109.5	1,855	5.7	(16.2)	8.1	10.1	9.9	8.0	6.2	14.6	24.7	27.5
688351 CH	微创电生理	22.6	1,463	5.8	(11.8)	18.2	22.7	24.4	17.9	13.3	32.4	36.6	34.4

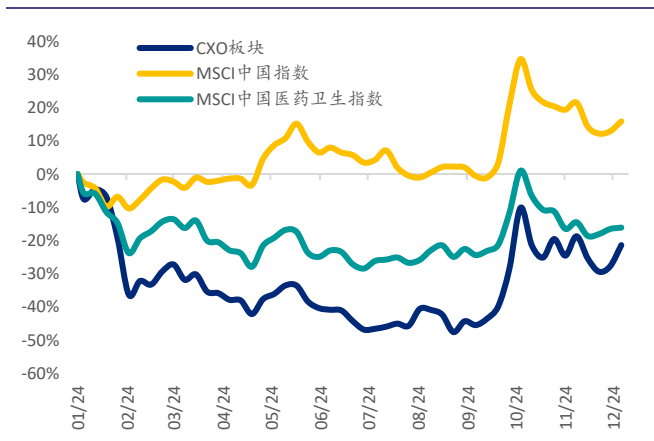
注：E=Bloomberg 一致预期；数据截至 2024 年 12 月 9 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

## CXO：海外融资复苏有望提振短期业绩

**股价表现：**截至2024年12月9日，CXO板块跌幅13%，跑输MSCI中国医药指数及MSCI中国指数。估值上，目前板块前瞻市盈率为20x，较过去5年均值低近0.9个标准差。年内CXO表现欠佳，主要由于受到美国生物安全法案压力而导致板块市场情绪低迷。

图表 47：CXO 板块年初至今股价涨跌幅



注：数据截至2024年12月9日；板块成分股含A股及港股，具体个股参考本章板块估值表；资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 48：CXO 板块 PE Band



注：数据截至2024年12月9日；板块成分股含A股及港股，具体个股参考本章板块估值表；资料来源：Bloomberg、浦银国际

**2025 年展望：**受益于美国降息周期的开启，海外生物医药融资处于温和复苏中，短期有利于中国 CXO 公司新签订单增速恢复（目前多家 CXO 公司三季报已看到新签订单加速），进而转化为 2025 收入增速进一步提升。短期内生物安全法案更新版本或放松对药明系的限制，且立法时间线往后推移，短期利空暂时出尽，已反映至 CXO 行业近几日股票反弹中。但长期来看，生物安全法案立法仍存在不确定性，中美地缘政治摩擦预计将长期持续存在。我们认为，未来在中美地缘政治震荡下，CXO 板块或具备短期反弹机会。建议关注药明康德(603259.CH/2359.HK)、康龙化成(300759.CH/3759.HK)、药明合联(2268.HK)、药明生物(2269.HK)。

图表 49：CXO 在手订单对比

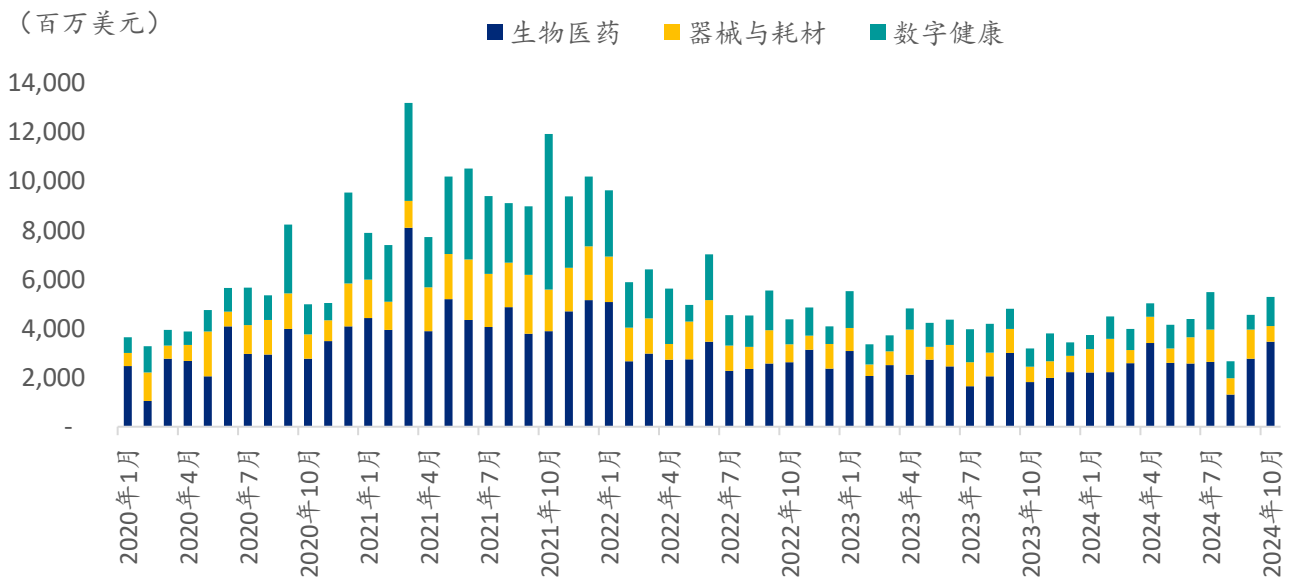
		2023	2024 年 6 月底	2024 年 9 月底
药明生物	亿美元	205.9	201.1	
YoY		0%	0%	
药明合联	亿美元	5.8	8.4	
YoY		82%	105%	
药明康德	亿人民币	-	431	438.2
YoY		+18%*	+33%*	+35%
凯莱英	亿美元	8.74	9.7	
YoY		-24%	11%	
康龙化成			新签订单+15% YoY	新签订单+18% YoY

\*剔除特定商业化生产项目同比增速

资料来源：公司资料、浦银国际

美元降息周期启动，全球生物医药投融资仍待恢复。根据动脉橙数据，2024年1-10月，全球生物医药融资额（含生物医药、器械与耗材、数字健康板块融资）同比+4%，融资额虽有回暖趋势，但回暖幅度仍相对缓和。美联储已于2024年9月宣布美元降息，一方面预计2025年全球投融资额将随着降息周期的启动而呈现缓慢复苏的态势，但另一方面，由于特朗普2.0时期美联储降息进程可能会有所放缓，从而拖慢海外生物医药融资复苏。综合来看，我们认为2025年CXO板块的订单需求景气度或较2024年有一定程度提升，但提升力度或较为温和。

图表 50：全球医药健康领域融资额（仅含生物医药、器械与数字健康）



资料来源：动脉橙、浦银国际

**关注 ADC 及多肽强劲下游需求。**从细分领域看，ADC 产业链与多肽产业链下游需求强劲：1) ADC：全球研发仍较火热，由于 ADC 开发复杂，大多数企业依赖外包来进行研发和生产，目前全球 ADC 外包率已达到约 70%，超过生物药约 34% 的外包率。根据 Frost & Sullivan 数据，全球 ADC 外包服务市场预计将从 2022 年 15 亿美元迅速增长至 2030 年的 110 亿美元（28% 年均复合增长率）；2) 多肽：GLP1 需求巨大，海外巨头多在扩增产能阶段，如礼来于 2024 年 5 月宣布追加 53 亿美元扩大其在美国印第安纳州黎巴嫩的产能，用于生产替尔泊肽 API；诺和诺德 2023 年 6 月宣布投资 159 亿丹麦克朗扩建丹麦 API 生产设施，预计 2029 年初投产。

图表 51: CXO 企业估值表

代码	公司名称	股价 (当地货币)	市值 (百万美 元)	过去 1 个 月股价变 动 (%)	年初至 今股价 变动 (%)	12 个月前 市盈率 (x)		市盈率 (x)			EPS 同比变动 (%)		
						现值	3 年 均值	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
2359 HK	药明康德	59.9	23,254	5.3	(24.7)	15.3	21.2	17.0	15.2	13.8	-9.6	11.8	10.1
2269 HK	药明生物	19.0	10,030	11.0	(35.8)	18.8	28.7	21.8	18.6	15.8	-23.0	17.0	17.7
3347 HK	泰格医药	35.9	7,334	(5.2)	1.6	16.3	17.2	20.3	16.1	14.6	NA	26.0	10.7
3759 HK	康龙化成	15.5	6,646	(3.5)	(2.0)	13.9	17.3	13.7	13.9	11.8	16.8	-1.1	18.1
6821 HK	凯莱英	56.7	4,236	(4.4)	(37.7)	14.0	14.3	17.8	13.8	11.1	NA	28.4	24.3
1548 HK	金斯瑞	11.6	3,184	6.4	(41.7)	116.2	522.4	NA	78.4	13.3	-81.0	123.2	489.5
6127 HK	昭衍新药	9.8	1,741	(6.4)	(23.6)	26.2	18.5	155.9	24.9	19.1	NA	527.1	30.0
1521 HK	方达控股	1.4	364	43.3	(40.1)	15.0	15.7	17.9	14.9	8.9	-13.8	20.0	66.7
1873 HK	维亚生物	1.0	266	4.3	(7.6)	NA	6.5	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2268 HK	药明合联	31.8	4,898	25.2	(0.8)	33.1	31.3	45.2	32.5	23.1	72.9	39.1	40.5
603259 CH	药明康德	59.0	23,254	5.1	(18.9)	16.0	23.3	17.7	15.9	14.3	-8.7	11.3	11.4
300347 CH	泰格医药	66.4	7,334	0.4	20.7	33.3	25.3	40.0	33.0	27.8	-29.1	21.4	18.5
300759 CH	康龙化成	29.6	6,646	(3.1)	2.1	27.4	28.3	28.3	27.3	23.3	15.7	3.6	17.2
002821 CH	凯莱英	86.3	4,236	-	(25.7)	25.2	23.6	31.0	24.9	19.9	-55.5	24.3	25.2
603127 CH	昭衍新药	18.4	1,741	(5.6)	(22.4)	45.5	32.9	125.2	43.7	28.9	NA	186.4	51.1
300363 CH	博腾股份	19.1	1,434	(6.5)	(23.9)	47.6	23.9	NA	42.7	33.8	-163.1	245.0	26.3
688202 CH	美迪西	37.8	699	(3.9)	(44.8)	NA	31.5	NA	NA	NA	NA	NA	NA
300725 CH	药石科技	38.4	1,054	(1.3)	(2.2)	28.0	28.4	34.5	27.6	23.6	12.6	24.7	17.3
603456 CH	九洲药业	15.4	1,889	(6.5)	(36.6)	12.7	22.7	14.6	12.6	11.5	-9.3	15.4	9.9

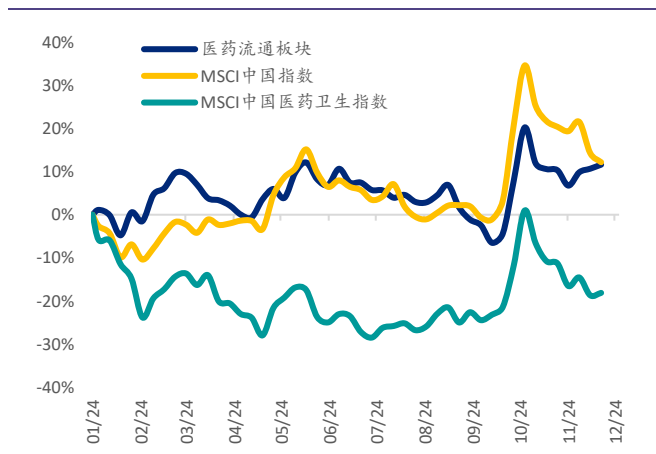
注: E=Bloomberg 一致预期; 数据截至 2024 年 12 月 9 日港股收盘

资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 医药流通&中药：关注国企改革主线

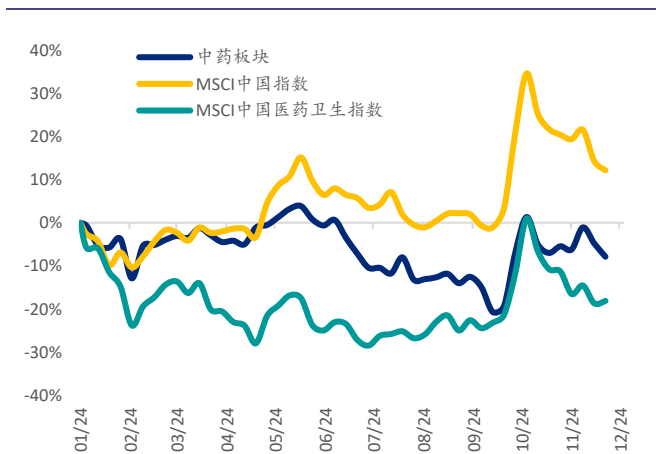
股价表现：截至 2024 年 12 月 9 日，股息率较高的医药流和中药板块表现分化，其中医药流通板块涨幅 14%，中药板块跌幅 8%。

图表 52：医药流通板块年初至今股价涨跌幅



注：数据截至 2024 年 12 月 9 日；板块成分股含 A 股及港股，具体个股参考本章板块估值表；资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 53：中药板块年初至今股价涨跌幅



注：数据截至 2024 年 12 月 9 日；板块成分股含 A 股及港股，具体个股参考本章板块估值表；资料来源：Bloomberg、浦银国际

持续关注医药流通及中药板块的国企改革政策主线，医药流通龙头及中药 OTC 龙头股息率仍具吸引力。医药流通及中药板块均为央企、国企占比较高的医药细分板块。自 2020 年 6 月《国企改革三年行动方案(2020—2022 年)》发布以来，众多拥有国资背景的板块内企业通过：1) 推出股权激励方案；2) 优化管理人员；3) 并购增资等方式提高企业经济效益及员工积极性，后续有望陆续看到国企改革红利的释放。2025 年作为国企改革“十四五”收官之年、“十五五”谋划之年，我们认为明年国企改革事件仍将有一定板块效应。此外，医药流通及中药 OTC 龙头现金流情况相较其他医药子板块而言整体更为健康稳健，现金流状况，龙头企业近年来维持了较高的派息比例及股息率，目前医药流通及中药 OTC 的股息率仍具吸引力。

图表 54：中药及医药流通企业股息率

中药企业			医药流通企业		
代码	公司名	股息率	代码	公司名	股息率
3613 HK	同仁堂国药	3.9	1099 HK	国药控股	4.4
2877 HK	神威药业	5.9	2607 HK	上海医药	4.0
874 HK	白云山	6.8	600998 CH	九州通	3.6
000999 CH	华润三九	4.8	3320 HK	华润医药	4.7
000423 CH	东阿阿胶	5.1	600535 CH	天士力	4.6
600750 CH	江中药业	5.8	600566 CH	济川药业	4.4

注：数据截至 2024 年 12 月 9 日  
资料来源 Bloomberg、浦银国际



医保基金预付金制度有望缓解医院资金压力，流通企业有望缩短医院回款天数。2024年11月，国家医保局、财政部办公厅联合发布《关于做好医保基金预付工作的通知》，支持有条件的地区进一步完善预付金管理办法，通过年初预付部分医保基金的方式帮助定点医疗机构缓解医疗费用垫支压力。根据国家医保局数据，2023年全国63%的统筹地区向定点医疗机构拨付预付金881亿元，医疗机构普遍反映预付金有效缓解了医疗机构资金压力。我们认为，若医保基金预付制度能较好落地执行，医药流通企业有望较以前缩短来自医院端的回款周期。

中药企业并购重组时有发生，或推动行业集中度提升。中药企业在手现金相对丰富，具备较大的收购潜力。年内两笔关注度较高的上市企业收购案例包括：1) 2024年8月，华润三九发布公告拟以现金购买天士力28%股份，交易金额达62.12亿元，交易完成后，天士力控股股东将由天士力集团变更为华润三九；2) 2024年10月，科源制药发布公告拟向力诺投资、力诺集团等39名交易对方发行股份及支付现金购买其持有的宏济堂99.42%股权，交易完成后，科源制药将持有宏济堂99.42%股权。

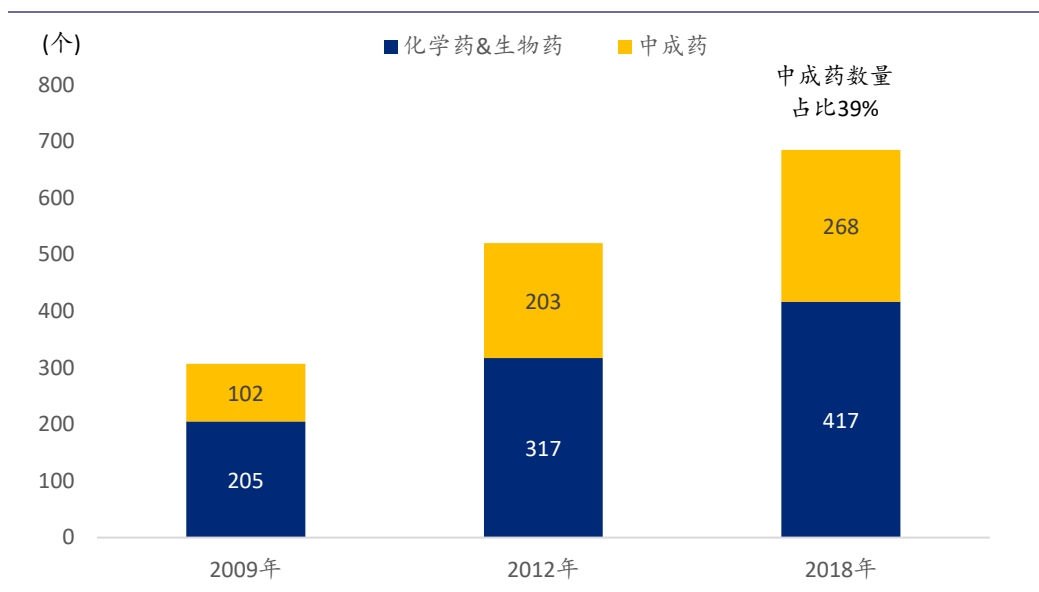
图表 55：中药企业并购案例

公告时间	收购方	被收购方	收购比例
2024年10月	科源制药	宏济堂	99.42%
2024年8月	华润三九	天士力	28%
2023年12月	震元医药	震元堂	100%
2023年12月	力生制药	青春康源	100%
2022年12月	华润三九	昆药集团	28%
2022年11月	康惠制药	春盛药业	51%
2022年11月	达仁堂	京万红	48%
2022年8月	佐力药业	百草中药	49%
2021年7月	山西国资委	广誉远	14.61%
2020年5月	浙江国资委	康恩贝	20%

资料来源：公司公告、医药经济报、浦银国际

新版基药目录近出台，利好具备潜在纳入目录产品的中药龙头。2024年11月22日，药物政策与基本药物制度司发布《关于完善改革基层药品联动管理机制，扩大基层药品种类的意见》，要求各级卫健委以国家基本药物目录、国家医保药品目录和国家集中带量采购中选的药品为重点，组织开展基层医疗卫生机构用药需求评估。今年以来，基药目录在《深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务》及卫健委对外答复中多次被提及，新版基药目录或临近出台。参考时间最近的三版基药目录，2009/2012/2018年版基药目录中成药数量分别为102/203/268个，占比呈现逐步提升趋势。考虑到目录调整的原则之一为中西医并重，预计新版基药目录中将会有更多中药品种纳入。因中药品种中存在大量独家品种，若纳入基药目录，产品有望快速放量。

图表 56：2009/2012/2018 年版基药目录构成



资料来源：基药目录、浦银国际

**中药创新药政策明确，具备长期成长逻辑。**在此前发布的政府工作报告中，中医药多次被提及，2024 年政府工作报告要求“促进中医药传承创新，加强中医优势专科建设”，国家对中医药的支持态度明确。此外，国家药监局发布《中药注册管理专门规定》于 2023 年 7 月起实施，进一步对中药研制相关要求细化，加强了中药新药研制与注册管理，在规范化注册的基础上优化了注册流程，有望加快中药新药的注册审批进度。根据国家药监局披露数据，2023 年我国审批上市的中药新药共 9 款，1H24 批准 6 款，而 1H23 仅获批上市 1 款中药新药，显示中药新药审评审批速度有所加快。

此外，今年医保目录新增中成药主要为近两年获批的中药新药，显示出医保局对中药创新药的支持态度。在 2024 年国家医保目录 91 种新增药品中，11 种为中成药（10 种均为去年及今年获批上市的中药新药），包括中药 1.1 类新药 6 种、3.1 类新药 3 种，1.2 类新药 1 种，2.2 类改良剂型新药 1 种。

结合审评审批及医保准入两个角度来看，我们认为研发创新能力较强的中药创新药企业有望长期受益于中药创新药支持政策。

图表 57: 支持中药创新的主要政策

发布日期	政策名称	重点内容
2016年2月	《中医药发展战略规划纲要（2016—2030年）》	到2030年中医药治理体系和治理能力现代化水平显著提升，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强。
2018年8月	《中医药法》	明确的法律责任约束，中医药有法可依。
2019年10月	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	提出健全中医药服务体系、发挥中医药在维护和促进人民健康中的独特作用等6条意见。
2020年12月	《国家药监局关于促进中药传承创新发展的实施意见》	针对《关于促进中医药传承创新发展的意见》提出了健全符合中药特点的审评审批体系、注重中药质量安全监管等具体实施意见。
2021年2月	《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》	在监管、医师培养、发展环境等多个方面提出28条举措。
2021年12月	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	优化中药审评审批管理，增加第三方中药新药注册检验机构。完善中药分类注册管理。
2022年3月	《“十四五”中医药发展规划》	中医药机构纳入医保定点；调整中医价格项目并纳入医保支付；中医医疗机构可暂不实行DRG付费。
2023年1月	《关于进一步加强中药科学监管促进中药传承创新发展若干措施》	中药饮片严格按照实际购进价格顺加不超25%销售
2023年2月	《中药注册管理专门规定》	目标到2025年，中医药健康服务能力明显增强，中医药高质量发展政策和体系进一步完善，中医药振兴发展取得积极成效，在健康中国建设中的独特优势得到充分发挥。
2023年5月	2023年中央财政支持中医药传承创新发展示范试点项目	对中医医疗机构数、医院个数等15项指标提出了量化目标。
2024年3月	《2024年政府工作报告》	提出持续推动中药评价体系的研究和创新，优化中药审评审批体系和机制等措施。
		对中药人用经验的合理应用以及中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方中药复方制剂、同名同方药等注册分类的研制原则和技术要求进行了明确
		拟将15个项目确定为2023年中央财政支持中医药传承创新发展示范试点项目
		促进中医药传承创新，加强中医优势专科建设

注：加粗部分为较重磅政策；资料来源：浦银国际整理

图表 58: 2024 年国家医保目录新增 11 种中成药

序号	药品	类别	药企
1	儿茶上清丸	中药 1.1 类	葵花药业
2	九味止咳口服液	中药 1.1 类	亚宝药业
3	秦威颗粒	中药 1.1 类	成都永康制药
4	济川煎颗粒	中药 3.1 类	康缘制药
5	温经汤颗粒	中药 3.1 类	华润三九、天士力、上海医药
6	一贯煎颗粒	中药 3.1 类	神威药业、吉林敖东、上海凯宝
7	通络明目胶囊	中药 1.1 类	以岭药业
8	小儿豉翘清热糖浆	中药 2.2 类	济川药业
9	小儿紫贝宣肺糖浆	中药 1.1 类	健民药业
10	益气通窍丸	中药 1.1 类	扬子江
11	枳实总黄酮片	中药 1.2 类	青峰药业

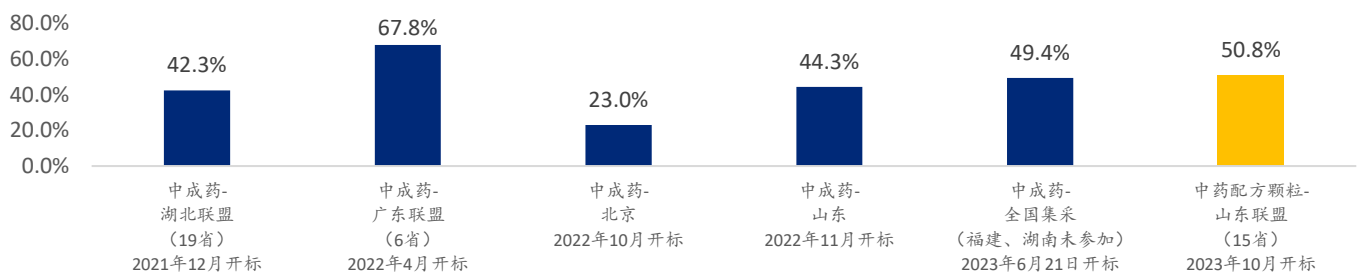
资料来源：国家医保局、浦银国际

全国中成药集采已进入第三轮。2024年12月1日，全国中成药联合采购办公室发布《全国中成药采购联盟集中采购文件》和《全国中成药采购联盟集中采购文件(首批扩围接续)》，湖北牵头的全国中成药集采已经进入到第三轮。一方面首批联盟集采的品种扩大到全国范围，另一方面新集采品种扩大至95种中成药，此次纳入了较多中药注射剂，如双黄连注射液、舒肝宁注射液、喜炎平注射液等17种中药注射剂。本次全国中成药集采较少涉及中药上市公司大品种，除神威药业的清开灵和新里程的独一味，其他涉及上市公司的品种均较小，对中药上市公司对业绩影响相对有限。

除国家层面集采外，安徽省亦于近期开启省内中成药集采，更新版目录已移除此前争议较大的医保目录外中成药 OTC 品种。2024年11月22日黄山市医保局已发布更新版的安徽中成药集采目录，新版目录较此前9月发布的征求意见稿有较大变化，其中目录一的感冒灵、双黄连等6个中药产品被移出，主要由于1)和湖北牵头的全国中成药集采目录有重复，2)非医保目录内的品种，比如感冒灵品种，暂时不纳入集采（注意此前9月征求意见稿由于将多款 OTC 中成药及独家品种纳入集采曾引发中药板块整体连续多日下跌）。更新版的文件中，目录一涉及医保目录内多个 OTC 中成药品种，其中包括小儿肺热咳喘颗粒、护肝片、强力枇杷露等品种，涉及的生产厂商包括葵花药业、葫芦娃、方盛制药等；而目录二的独家品种包括以岭药业的通心络胶囊和参松养心胶囊以及步长制药的脑心通胶囊和稳心颗粒等。根据此次集采规则，目录二的独家产品降幅只需要高于25%即可增补中选，而目录一的产品则竞争相对激烈。根据拟中选规则二，目录一产品同竞争单元产品申报企业小于等于2家的，企业报价降幅大于等于30%；申报企业数大于2家，产品降幅有可能高于50%才可增补入选。

除中成药外，全国中药饮片集采最近亦正式启动。2024年11月29日，山东省药械集中采购平台发布《全国中药饮片采购联盟集中采购文件》，全国范围内中药饮片集采正式启动。本次中药饮片全国联盟集采纳入45个品种（包括地黄、牛膝、山药、金银花、白术、白芍等），比首轮中药饮片联采品种数多了24个。此次集采购周期为1年，分为综合审评、二轮报价两轮，通过综合审评的品种，第二轮报价降幅 $\geq 20\%$ 的，获得拟中选资格。中药饮片联采扩面，将提升行业集中度，同时加强对中药饮片行业的监管，有助于促进行业规范发展，稳定饮片供应。

图表 59：中成药、配方颗粒集采降幅



资料来源：各地药械集中采购平台、浦银国际整理

图表 60: 医药流通企业估值表

代码	公司名称	股价 (当地货币)	市值 (当地货币百万)	过去1个月 股价变动 (%)	年初至今 股价变动 (%)	12个月前 市盈率 (x)		市盈率 (x)			EPS 同比变动 (%)		
						现值	3年 均值	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
1099 HK	国药控股	21.2	8,487	4.4	3.4	7.0	5.9	7.5	7.0	6.5	-8.8	7.1	7.7
2607 HK	上海医药	13.2	9,824	5.2	15.9	8.4	6.8	9.2	8.4	7.6	31.4	10.2	10.7
3320 HK	华润医药	5.5	4,403	(4.2)	6.2	7.0	7.0	7.6	7.0	6.5	5.7	10.0	7.0
600511 CH	国药股份	35.0	3,628	4.9	22.2	11.1	9.9	11.8	11.0	10.0	4.0	7.3	9.8
601607 CH	上海医药	21.6	9,823	8.9	28.9	14.4	11.0	16.0	14.3	12.4	31.9	12.5	14.5
600998 CH	九州通	5.4	3,736	(2.7)	(0.8)	10.6	9.3	11.9	10.5	9.4	6.2	13.0	11.9

注: E=Bloomberg 一致预期; 数据截至 2024 年 12 月 9 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 61: 中药企业估值表

代码	公司名称	股价 (当地货币)	市值 (百万美元)	过去1个月 股价变动 (%)	年初至今 股价变动 (%)	12个月前 市盈率 (x)		市盈率 (x)			EPS 同比变动 (%)		
						现值	3年 均值	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
570 HK	中国中药	2.4	1,522	(2.9)	(40.2)	8.7	9.5	14.7	8.5	7.6	-41.2	73.3	11.5
3613 HK	同仁堂国药	8.4	903	(0.1)	(30.9)	10.5	12.8	12.5	10.4	9.4	3.1	20.1	11.2
1666 HK	同仁堂科技	5.2	850	(6.9)	(21.2)	9.0	10.4	9.6	8.9	8.3	9.3	7.4	7.4
2877 HK	神威药业	10.0	1,061	12.3	37.3	6.2	5.8	6.7	6.1	5.4	8.8	9.3	13.4
1643 HK	现代中药	0.5	37	9.1	41.2	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
874 HK	白云山	18.3	6,080	(3.5)	(15.8)	7.5	7.5	7.9	7.5	7.5	-12.6	5.3	0.2
000999 CH	华润三九	44.5	7,847	(9.0)	16.2	14.8	15.9	16.8	14.7	12.9	18.7	14.4	13.5
000423 CH	东阿阿胶	57.4	5,084	(4.7)	16.4	21.6	24.9	25.5	21.4	18.2	25.6	19.5	17.7
600422 CH	昆药集团	15.1	1,570	(4.2)	(27.7)	16.8	19.3	21.4	16.6	13.5	19.5	29.1	22.9
600750 CH	江中药业	20.7	1,791	(5.2)	(0.8)	14.9	15.4	16.8	14.8	13.1	10.1	13.8	13.0
600129 CH	太极集团	26.0	1,989	(7.2)	(44.1)	14.9	24.7	19.1	14.7	12.3	-8.0	29.6	19.4
600436 CH	片仔癀	223.2	18,509	(12.3)	(7.8)	37.8	48.6	43.0	37.5	32.1	11.9	14.6	16.9
600085 CH	同仁堂	40.2	7,576	(5.9)	(25.2)	28.7	35.6	32.2	28.5	24.8	2.6	12.8	15.2
600332 CH	白云山	28.8	6,080	(2.7)	0.6	12.3	11.8	13.0	12.3	10.8	-11.5	6.2	13.5
600771 CH	广誉远	19.7	1,327	(6.4)	(26.9)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
300026 CH	红日药业	4.2	1,734	(3.0)	(0.9)	NA	16.5	NA	NA	NA	NA	NA	NA
600572 CH	康恩贝	4.9	1,713	(1.0)	(4.0)	16.1	16.8	18.2	16.0	14.1	16.1	13.5	13.2
600252 CH	中恒集团	2.9	1,365	(1.4)	15.1	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
002349 CH	精华制药	8.5	948	5.1	(4.5)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
600479 CH	千金药业	11.5	672	3.3	7.1	15.3	13.0	16.7	15.2	13.0	-9.0	10.1	17.1
002644 CH	佛慈制药	9.6	672	13.8	(1.7)	46.6	31.9	68.4	45.6	36.8	6.4	50.0	23.8
600222 CH	太龙药业	5.6	438	1.3	(9.5)	NA	64.5	NA	NA	NA	NA	NA	NA
300534 CH	陇神戎发	9.9	412	(3.9)	0.1	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
600535 CH	天士力	14.4	2,963	(8.3)	(15.2)	16.7	16.5	19.3	16.6	14.5	3.6	16.8	14.4
002603 CH	以岭药业	16.9	3,890	(5.4)	(26.6)	22.5	19.7	26.6	22.2	19.3	-21.3	19.6	15.4
600566 CH	济川药业	29.7	3,765	(8.7)	(5.4)	9.2	10.4	10.3	9.2	8.3	-5.9	12.1	10.1

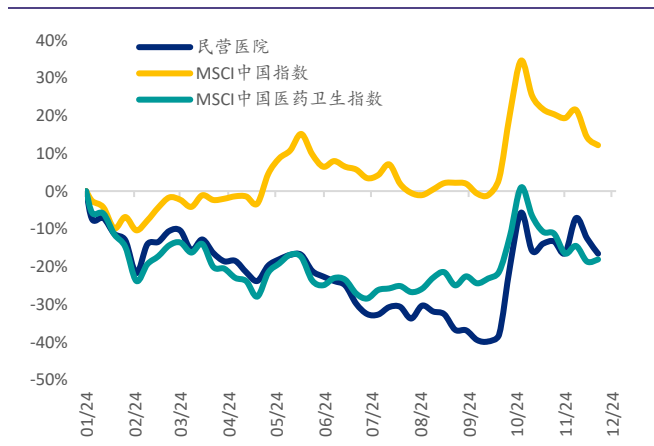
注: E=Bloomberg 一致预期; 数据截至 2024 年 12 月 9 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 医疗服务：辅助生殖支持政策频出

**股价表现：**截至 2024 年 12 月 9 日，医疗服务板块跌幅 14%，略微跑赢 MSCI 中国医药指数。板块前瞻市盈率 30x，较过去 5 年均值低 1.0 个标准差。个股层面，市场关注度较高的海吉亚、爱尔眼科、锦欣生殖 YTD 股价分别下跌 53%、8%、4%。

图表 62：医疗服务板块年初至今股价涨跌幅



注：数据截至 2024 年 12 月 9 日；板块成分股含 A 股及港股，具体个股参考本章板块估值表；资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 63：医疗服务板块 PE Band



注：数据截至 2024 年 12 月 9 日；板块成分股含 A 股及港股，具体个股参考本章板块估值表；资料来源：Bloomberg、浦银国际

**2025 年展望：**在眼科、肿瘤、辅助生殖、中医、口腔等多个细分赛道中，2025 我们尤其看好近期支持政策频出的辅助生殖赛道。国务院办公厅于 2024 年 10 月印发《关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施》的通知，其中提及“加强生育医疗费用保障，指导各地将适宜的分娩镇痛以及辅助生殖技术项目纳入医保报销范围”。建议继续关注辅助生殖龙头锦欣生殖（1951.HK）。此外，若国家提振消费政策积极落地，医疗服务板有望受益于消费需求上涨。

**外商独资医院方案公布，未来或主攻高端医疗市场。**2024 年 11 月 29 日，国家卫健委、商务部等四部门联合印发《独资医院领域扩大开放试点工作方案》，允许在北京、天津、上海、南京、苏州、福州、广州、深圳和海南全岛设立外商独资医院（中医类除外，不含并购公立医院）。考虑到目前公立医院在普通医疗服务项目运营上已相对成熟，且此次 9 个试点城市均为国内经济实力及消费能力更强的地区，我们预计外商独资医院未来将主攻高端市场。此外，此次方案要求投资主体能够提供具有国际领先水平的医学技术和设备，并且允许外商医院可以引入国际级知名专家，甚至学科带头人进院工作，未来有望在设备、人才上与公立医院实现差异化，为高端业务的开展提供了基础保障。

**鼓励社会办医政策趋势不变。**国家层面，过去 3 年间每年均有鼓励社会办医的国家政策出台（见**图表 64**），鼓励社会办医的基调不改。地方层面，上海于 2024 年 5 月印发《关于设置本市社会办医疗机构的指导意见》及《上海市社会办医疗机构执业审批管理办法》，提出鼓励和支持发展具备投资和管理背景、有一定规模和特色的社会办医疗机构，并明确了社会办医疗机构的功能定位、床位要求、审批管理等要求，鼓励社会办医的政策趋势维持不变。

**图表 64：主要社会办医政策梳理**

发布日期	政策名称	重点内容
2019 年 1 月	《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量促进形成强大国内市场的行动方案》	支持社会力量举办、运营高水平全科诊所，建立专业协作团队为居民提供医疗、公共卫生、健康管理等签约服务。支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，在眼科、骨科、口腔、妇产、儿科、肿瘤、精神、医疗美容等专科以及中医、康复、护理、体检等领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构。鼓励有实力的社会办医疗机构瞄准医学前沿，组建优势学科团队，提供以先进医疗技术为特色的医疗服务。督促各地落实社会办医疗机构跨部门全流程综合审批指引，精简优化审批流程。
2019 年 6 月	《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》	提出 6 条意见：1) 加大政府支持社会办医力度；2) 推进“放管服”，简化准入审批服务；3) 公立医疗机构与社会办医分工合作；4) 优化运营管理服务；5) 完善医疗保险支持政策；6) 完善综合监管体系。
2020 年 1 月	《中华人民共和国基本医疗卫生与健康促进法》	基本医疗服务主要由政府举办的医疗卫生机构提供。鼓励社会力量举办的医疗卫生机构提供基本医疗服务。县级以上地方人民政府根据本行政区域医疗卫生需求，整合区域内政府举办的医疗卫生资源，因地制宜建立医疗联合体等协同联动的医疗服务合作机制。鼓励社会力量举办的医疗卫生机构参与医疗服务合作机制。
2021 年 3 月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	支持社会办医，鼓励有经验的执业医师开办诊所。
2021 年 6 月	《深化医药卫生体制改革 2021 年重点工作任务》	积极支持社会办医发展，优化支持国有企业办医疗机构发展，社会办医疗机构可牵头组建或参加县域医共体和城市医疗集团。
2021 年 8 月	《深化医疗服务价格改革试点方案》	坚持公立医疗机构公益属性，建立合理补偿机制，非公立医疗机构提供的医疗服务，落实市场调节价政策。
2022 年 5 月	《“十四五”国民健康规划》	推动医药工业创新发展，促进高端医疗装备和健康用品制造生产，促进社会办医持续规范发展，增加商业健康保险供给，推进健康相关业态融合发展。
2022 年 5 月	《深化医药卫生体制改革 2022 年重点工作任务》	支持社会办医持续健康规范发展，支持社会办医疗机构牵头组建或参加医疗联合体。
2023 年 2 月	《促进乡村医疗卫生体系健康发展发展》	提出鼓励社会力量办诊所、门诊部、民营医院等，为农民群众提供多元化医疗服务，并参与承接政府购买公共卫生服务。
2023 年 3 月	《进一步完善医疗卫生服务体系的意见》	提出支持社会力量举办等方式，增加康复、护理等专科医疗机构数量，完善接续性服务体系，且社会办医疗机构可牵头组建或参加医疗联合体。

资料来源：浦银国际整理

辅助生殖赛道支持政策频出，短期催化剂更为丰富。国务院办公厅于 2024 年 10 月印发《关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施》的通知，其中提及“加强生殖保健技术研发应用，提升产前检查、住院分娩、产后保健等生育医疗服务水平，规范诊疗行为，改善产妇生育体验。加强生育医疗费用保障，指导各地将适宜的分娩镇痛以及辅助生殖技术项目纳入医保报销范围”。自北京于 2023 年 7 月将 16 项治疗性辅助生殖技术项目正式纳入基本医疗保险报销范围后，广西（2023 年 11 月）、甘肃（2024 年 2 月）、内蒙古（2024 年 2 月）、新疆（2024 年 3 月）、山东（2024 年 3 月）等超过 10 个省份也陆续将辅助生殖纳入医保报销。从实施效果看，根据广西医保局数据，广西将部分治疗性辅助生殖类医疗服务纳入医保后 5 个月内辅助生殖机构门诊量同比增长 35.64%。随着更多省份将辅助生殖纳入医保，龙头企业锦欣生殖有望受益。

图表 65：《关于做好医保基金预付工作的通知》核心内容

政策要求	核心内容
明确政策内涵	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 预付金是医保部门预付给定点医疗机构用于药品和医用耗材采购等医疗费用的周转资金，不得用于医疗机构基础建设投入、日常运行、偿还债务等非医疗费用支出。</li> </ul>
明确拨付条件	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 基金安全是实施预付工作的基本前提，应坚持尽力而为、量力而行的原则。</li> <li>● 原则上按照统筹地区医保统筹基金累计结余和医保基金运行风险等级作为拨付预付金的条件和标准。</li> </ul>
明确支出标准	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 核定标准原则上以前一至三年相关医疗保险基金月平均支出额为基数，合理确定预付金的基础规模，预付规模应在 1 个月左右。</li> </ul>
规范流程管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 符合条件的定点医疗机构于每年度 1 月上旬自愿向统筹地区医保部门申请预付金。医保部门审核后商财政部门确定预付医疗机构范围及预付金规模，原则上于每年第一季度结束前按规定向定点医疗机构拨付预付金。</li> <li>● 预付金实行按年度核定，年底前医保部门要与定点医疗机构做好对账核算工作，通过交回支出户或冲抵结算金额的方式予以收回。</li> </ul>
规范会计核算	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 医保部门和定点医疗机构应定期做好医保预付金对账工作，医保部门应做好预付金拨付、清算、核销的会计核算工作。</li> <li>● 定点医疗机构除按要求做好会计核算外，还应当单独设置台账管理，严格资金使用审批、支出程序，严禁借出或挪作他用。</li> </ul>
规范资金监督	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 医保部门要将医保预付金纳入服务协议，细化相关条款。</li> <li>● 同时，明确医保部门收回预付金的情形，对无法收回的，停止向定点医疗机构拨付医保结算费用并申请进入司法程序，保证医保基金安全。</li> </ul>

资料来源：国家医保局、浦银国际



图表 66：医疗服务企业估值表

代码	公司名称	股价 (当地货币)	市值 (百万美元)	过去1个月 股价变动 (%)	年初至今 股价变动 (%)	12个月		市盈率 (x)			EPS 同比变动 (%)		
						前瞻市盈率 (x)	现值	3年均值	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E
1951 HK	锦欣生殖	3.2	1,133	(7.8)	(4.2)	17.1	19.3	19.8	17.0	14.6	-13.7	16.4	15.8
6078 HK	海吉亚	16.6	1,335	(11.1)	(53.0)	10.2	27.1	12.0	10.1	8.3	20.0	18.8	21.1
2666 HK	环球医疗	4.9	1,180	(4.2)	8.0	4.0	3.5	4.2	4.0	3.8	9.1	5.8	5.0
1515 HK	华润医疗	4.0	674	(3.3)	(16.2)	6.0	9.1	6.8	5.9	5.3	176.5	15.4	12.4
2279 HK	雍禾医疗	0.9	60	12.7	(64.8)	3.9	18.5	9.3	3.8	NA	108.3	144.4	NA
3309 HK	希玛眼科	2.1	333	(10.0)	(40.1)	NA	41.3	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2219 HK	朝聚眼科	2.9	264	(1.7)	(34.4)	6.1	9.0	7.0	6.1	5.5	19.7	15.6	10.8
2273 HK	固生堂	34.6	1,074	(11.4)	(31.3)	16.6	28.6	22.3	16.3	12.5	20.3	36.3	30.6
600763 CH	通策医疗	48.9	3,007	(9.6)	(10.4)	35.9	41.4	40.0	35.6	30.8	9.8	12.2	15.8
002044 CH	美年健康	5.0	2,696	(0.8)	(16.6)	27.3	32.2	41.8	26.6	19.4	-7.7	56.7	37.2
300015 CH	爱尔眼科	14.6	18,744	(9.0)	(7.6)	35.5	43.9	35.9	35.5	27.8	11.7	1.2	27.4
301267 CH	华夏眼科	22.1	2,552	(8.2)	(31.1)	25.2	35.9	29.6	25.0	22.2	-5.4	18.3	12.7
301103 CH	何氏眼科	23.9	518	2.1	(20.4)	NA	35.8	NA	NA	NA	NA	NA	NA
301239 CH	普瑞眼科	56.8	1,168	15.2	(34.0)	56.9	46.3	124.8	55.0	36.3	-74.6	127.0	51.4

注：E=Bloomberg 一致预期；数据截至 2024 年 12 月 9 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

## 浦银国际医药行业覆盖公司

图表 67: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	行业
6990.HK Equity	科伦博泰	190.0	买入	230.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	26.9	买入	40.5	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	17.1	买入	26.0	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	22.5	买入	55.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	28.0	买入	43.0	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	205.6	买入	255.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	123.2	买入	153.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	168.9	持有	181.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	0.7	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	47.9	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	17.4	持有	26.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	35.7	持有	35.0	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	6.7	买入	9.2	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	13.8	持有	14.5	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	39.1	买入	60.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.4	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	2.3	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	66.4	买入	65.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	3.9	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	42.0	买入	58.0	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.0	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	22.2	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	42.0	买入	28.1	生物科技
2256.HK Equity	和誉	4.9	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	1.2	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	49.4	买入	61.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	3.3	买入	5.5	制药
2359 HK Equity	药明康德	59.9	买入	56.0	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	59.0	买入	62.0	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	15.5	买入	16.8	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	29.6	持有	22.4	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	19.0	持有	18.5	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	31.8	买入	35.0	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	259.9	买入	350.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	8.5	买入	15.1	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	5.6	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	3.9	买入	7.5	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	0.7	买入	3.4	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	9.1	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	22.6	买入	27.9	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	11.2	买入	16.4	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	372.5	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	14.7	买入	16.2	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	8.9	买入	10.6	医疗器械
1789 HK Equity	爱康医疗	5.2	买入	6.8	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	6.8	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	3.8	持有	4.0	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	6.2	持有	11.4	互联网医疗

注: 股价截至 2024 年 12 月 9 日港股收盘; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团 - 浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK)逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(云康集团 2325.HK、嘉和生物 6998.HK、荃信生物 2509.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义：

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 杨增希

essie\_yang@spdbi.com

852-2808 6469

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 王玥

emily\_wang@spdbi.com

852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站：www.spdbi.com

地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

