

医药行业 2025 年年度策略报告

从支付来源探寻新增量，关注创新、出海、设备更新与消费复苏

强于大市（维持）

行情走势图



证券分析师

| | |
|-----|--|
| 叶寅 | 投资咨询资格编号 S1060514100001 BOT335 YEYIN757@pingan.com.cn |
| 倪亦道 | 投资咨询资格编号 S1060518070001 021-38640502 NIYIDAO242@pingan.com.cn |
| 韩盟盟 | 投资咨询资格编号 S1060519060002 hanmengmeng005@pingan.com.cn |
| 裴晓鹏 | 投资咨询资格编号 S1060523090002 PEIXIAOPENG719@pingan.com.cn |
| 何敏秀 | 投资咨询资格编号 S1060524030001 HEMINXIU894@pingan.com.cn |
| 王钰畅 | 投资咨询资格编号 S1060524090001 WANGYUCHANG804@pingan.com.cn |

研究助理

| | |
|-----|--|
| 臧文清 | 一般证券从业资格编号 S1060123050058 ZANGWENQING222@pingan.com.cn |
|-----|--|



平安观点：

- **医药板块年初至今跑输大盘。**受中美贸易战、医保控费以及医疗反腐等因素影响，截至 2024 年 11 月 29 日，医药板块下跌 9.29%，跑输沪深 300 指数 23.43 个百分点。板块估值为 27.82 倍（TTM，整体法剔除负值），无论是绝对估值还是溢价率，仍处于近 10 年来相对低位。
- **行业观点：从支付来源角度探寻行业新增量。**如果把医药行业看成一个整体，其现金流来源主要有 6 个方面，分别是医保、商保、自费、融资、财政投入、出海。综合 6 大现金来源，我们认为商保有望成为重要新增量，出海值得长期关注，财政投入支持设备更新有望加快，医疗消费复苏仍然可期。
- **医保：**这仍然是目前医药市场最大的单一支付方，人口老龄化的大背景下，医保控费虽是大方向，但边际改善仍然值得重视，尤其医保局对发展商保的间接助力，显示其在产业和民生之间寻求再平衡。
- **商保：**作为多层次保障体系的一环，对标成熟市场，我国商保发展空间巨大，政策大力推动下，有望成为支付端重要新增量，利好创新产业链。
- **自费：**主要支付去向为消费医疗和未进医保的新特药。
- **融资：**主要转化为初创型 Biotech 公司的研发生产外包订单。
- **财政投入：**医院建设相关，中央财政和地方专项债有望加强对医疗设备更新换代的支持。
- **出海：**主要由产品出海（药品和器械）、服务出海（CXO）和创新药海外 BD 构成。
- **投资建议：建议关注“创新”、“出海”、“设备更新”与“消费复苏”。**
- **“创新”主线：**围绕创新，布局具备全球竞争力的创新药品种，以及“空间大”“格局好”的品类，建议关注东诚药业、九典制药、云顶新耀、诺诚健华、中国生物制药、和黄医药、亚盛医药、千红制药、泰格医药、凯莱英、奥浦迈、药康生物、百奥赛图等。
- **“出海”主线：**掘金海外市场仍然有可能孕育中长期机会，建议关注新产业、联影医疗、三诺生物、科兴制药、同和药业、健友股份、苑东生物等。
- **“设备更新”主线：**中央财政和地方专项债有望加强对医疗设备更新换代的支持，建议关注联影医疗、澳华内镜、开立医疗等。
- **“消费复苏”主线：**消费提振政策的影响下，眼科、口腔、医美等优质赛道及相关周边产业有望回暖，建议关注普瑞眼科、通策医疗、昊海生科等。

- 风险提示：1) 政策风险：医保控费、药品降价等政策对行业负面影响较大；2) 研发风险：医药研发投入大、难度高，存在研发失败或进度慢的可能；3) 市场风险：市场周期性波动可能会对医药行业产生负面影响。

| 股票名称 | 股票代码 | 股票价格 | | EPS | | | P/E | | | | 评级 |
|------------|-----------|------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|------|
| | | 2024/12/10 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 东诚药业 | 002675.SZ | 13.15 | 0.25 | 0.29 | 0.38 | 0.48 | 51.7 | 45.3 | 34.6 | 27.4 | 强烈推荐 |
| 九典制药 | 300705.SZ | 25.94 | 1.07 | 1.13 | 1.48 | 1.86 | 24.2 | 23.0 | 17.5 | 13.9 | 推荐 |
| 司太立 | 603520.SH | 10.26 | 0.13 | 0.24 | 0.70 | 1.22 | 78.9 | 42.8 | 14.7 | 8.4 | 推荐 |
| 昆药集团 | 600422.SH | 15.36 | 0.59 | 0.73 | 0.93 | 1.17 | 26.0 | 21.0 | 16.5 | 13.1 | 推荐 |
| 科兴制药 | 688136.SH | 17.60 | -0.96 | 0.17 | 0.59 | 1.29 | -18.3 | 103.5 | 29.8 | 13.6 | 推荐 |
| 健友股份 | 603707.SH | 14.11 | -0.12 | 0.54 | 0.71 | 0.93 | -117.6 | 26.1 | 19.9 | 15.2 | 推荐 |
| 苑东生物 | 688513.SH | 33.35 | 1.89 | 1.64 | 2.06 | 2.58 | 17.6 | 20.3 | 16.2 | 12.9 | 推荐 |
| 康辰药业 | 603590.SH | 26.75 | 0.96 | 1.17 | 1.49 | 1.83 | 27.9 | 22.9 | 18.0 | 14.6 | 推荐 |
| 千红制药 | 002550.SZ | 6.48 | 0.14 | 0.29 | 0.31 | 0.36 | 46.3 | 22.3 | 20.9 | 18.0 | 推荐 |
| 中国生物 制药 | 1177.HK | 3.08 | 0.13 | 0.14 | 0.16 | 0.20 | 24.5 | 22.0 | 19.3 | 15.4 | 推荐 |
| 亚盛医药 | 6855.HK | 38.48 | -3.28 | -1.50 | -4.00 | 2.90 | -11.7 | -25.7 | -9.6 | 13.3 | 推荐 |
| 和黄医药 | 0013.HK | 24.61 | 0.12 | -0.12 | 0.02 | 0.11 | 205.1 | -205.1 | 1230.4 | 223.7 | 推荐 |
| 同和药业 | 300636.SZ | 8.83 | 0.28 | 0.33 | 0.47 | 0.61 | 31.7 | 26.8 | 18.8 | 14.5 | 推荐 |
| 药康生物 | 688046.SH | 14.55 | 0.39 | 0.47 | 0.59 | 0.74 | 37.3 | 31.0 | 24.7 | 19.7 | 推荐 |
| 奥浦迈 | 688293.SH | 43.54 | 0.47 | 0.50 | 0.80 | 1.16 | 92.6 | 87.1 | 54.4 | 37.5 | 推荐 |
| 泰格医药 | 300347.SZ | 65.71 | 2.34 | 1.97 | 2.40 | 2.90 | 28.1 | 33.4 | 27.4 | 22.7 | 推荐 |
| 新产业 | 300832.SZ | 68.60 | 2.10 | 2.53 | 3.25 | 4.09 | 32.6 | 27.1 | 21.1 | 16.8 | 推荐 |

来源：WIND，平安证券研究所

正文目录

| | |
|--|-----------|
| 一、 行情回顾 | 8 |
| 1.1 医药指数跑输大盘，板块分化，化学制药板块有所回暖 | 8 |
| 1.2 医药行业估值及溢价率仍处于近 10 年来相对低位 | 10 |
| 1.3 中国规模以上医药工业企业收入和利润端均止跌企稳 | 11 |
| 1.4 国内医疗机构常规诊疗持续改善 | 11 |
| 二、 六大支付端分析未来医药资金来源 | 12 |
| 2.1 医保：基本医保是我国医药行业主要支付方，运行压力较大，“保基本”属性突出 | 12 |
| 2.2 商保：医保数据共享促进商业健康险发展，为医疗行业提供增量资金 | 16 |
| 2.3 自费：居民自费医疗支出预计持续增长 | 21 |
| 2.4 融资：新兴领域发展助推器 | 21 |
| 2.5 财政：中央财政加大医疗支持，地方专项债有望发力 | 24 |
| 2.6 海外：融资多元化、BD 新模式，政策重磅加持等全方位凸显创新药价值 | 26 |
| 三、 主线一：创新药产业链 | 30 |
| 3.1 创新药：国产创新价值凸显，市占率不断提升 | 30 |
| 3.2 核药：MNC 加速布局，行业进入快速发展期 | 32 |
| 3.3 透皮贴膏：技术升级撬动广阔市场 | 35 |
| 3.4 CXO：海外看需求复苏，国内望产业触底+支持政策兑现 | 38 |
| 3.5 生命科学上游：出海是核心增长驱动力 | 40 |
| 四、 主线二：出海 | 41 |
| 4.1 原料药：上下游供需关系持续改善，原料药量价边际好转 | 41 |
| 4.2 化学制剂：美国药品支出水平高，国产高端制剂出海逐步兑现 | 43 |
| 4.3 器械出海：从低端到高端，从新兴市场切入欧美高端市场 | 47 |
| 五、 主线三：财政支持设备更新 | 51 |
| 六、 主线四：消费复苏 | 54 |
| 6.1 消费复苏：消费属性医疗服务业绩有望修复 | 54 |
| 6.2 消费属性医疗服务修复带动上游回暖 | 57 |
| 七、 风险提示 | 58 |

图表目录

| | | |
|-------|---|----|
| 图表 1 | 2024 年医药板块与沪深 300 指数走势对比（截至 2024 年 11 月 29 日） | 8 |
| 图表 2 | 2013-2024 年医药板块、沪深 300 指数、上证综指走势对比（截至 2024 年 11 月 29 日） | 9 |
| 图表 3 | 2016-2024H1 医药板块各基金持仓占比 | 9 |
| 图表 4 | 申万一级行业 2024 年表现水平概况（截至 2024 年 11 月 29 日） | 9 |
| 图表 5 | 医药各子行业 2024 表现排名（截至 2024 年 11 月 29 日） | 10 |
| 图表 6 | 医药各子行业年初至今估值变化（截至 2024 年 11 月 29 日） | 10 |
| 图表 7 | 2024 年医药板块表现最好和最差的 15 支股票（截至 2024 年 11 月 29 日） | 10 |
| 图表 8 | 医药板块估值及溢价率接近 10 年来最低点（截至 2024 年 11 月 29 日） | 11 |
| 图表 9 | 规模以上医药工业企业营收及增速（亿元） | 11 |
| 图表 10 | 规模以上医药工业企业利润及增速（亿元） | 11 |
| 图表 11 | 全国医疗机构总诊疗人次数（单位：万次） | 12 |
| 图表 12 | 中国卫生总费用、增速、占 GDP（现价）比重及与 GDP 增速比较 | 13 |
| 图表 13 | 1978 年以来我国卫生总费用支出构成 | 14 |
| 图表 14 | 2012 到 2020 年我国经常性卫生费用筹资来源 | 14 |
| 图表 15 | 医保：基本医保是我国卫生费用主要支付方 | 15 |
| 图表 16 | 基本医保收入支出与增速情况 | 16 |
| 图表 17 | 我国职工医保累计结余和可支付月数情况 | 16 |
| 图表 18 | 我国居民医保累计结余和可支付月数情况 | 16 |
| 图表 19 | 按主办方性质保险分类 | 17 |
| 图表 20 | 2014-2023 年健康险保费收入（亿元） | 17 |
| 图表 21 | 2014-2023 年人身险大类中各细分险种收入占比（%） | 18 |
| 图表 22 | 惠民保参保人数（千万人）及增速（%） | 18 |
| 图表 23 | 惠民保保费规模（亿元）及增速（%） | 18 |
| 图表 24 | 惠民保累计产品数量（个）及新增产品数量（个） | 18 |
| 图表 25 | 中国及海外国家卫生费用个人支出占比（%） | 19 |
| 图表 26 | 2013-2023 中国与全球平均保险密度（美元/人） | 19 |
| 图表 27 | 2013-2023 中国与全球平均保险深度（%） | 19 |
| 图表 28 | 鼓励支持商业健康险发展相关政策 | 20 |
| 图表 29 | 推进医保商保数据共享相关政策 | 20 |
| 图表 30 | 2013-2023 年居民人均可支配收入（元）及增速（%） | 21 |
| 图表 31 | 城镇居民人均消费支出（元）及医疗保健占比（%） | 21 |
| 图表 32 | 2017-2023 年国内医疗健康领域融资规模及融资额/医药制造业收入 | 22 |
| 图表 33 | 2011-2024 年（截止 11/29）全球医疗健康领域融资金额（亿美元） | 22 |
| 图表 34 | 2011-2024 年（截止 11/29）海外医疗健康领域融资金额（亿美元） | 22 |

| | | |
|-------|---|----|
| 图表 35 | 2011-2024 年（截止 11/29）海外医疗健康领域融资事件数（起） | 22 |
| 图表 36 | 2011-2024 年（截止 11/29）国内医疗健康领域融资金额（亿美元） | 23 |
| 图表 37 | 2024 年发布的部分生物医药创新支持政策 | 23 |
| 图表 38 | 全国卫生健康支出情况（亿元） | 24 |
| 图表 39 | 城乡居民基本医疗保险人均财政补助标准 | 24 |
| 图表 40 | 超长期国债设备更新的最高支持比例 | 25 |
| 图表 41 | 设备更新批复项目资金来源分布（截至 2024 年 9 月底，按项目数统计） | 25 |
| 图表 42 | 地方政府医疗卫生相关专项债发行规模情况（亿元，左为按月统计，右为按年统计） | 26 |
| 图表 43 | 2019-2024 前三季度国内 BD 交易数量及金额统计（左轴单位：个；右轴单位：百万美元） | 27 |
| 图表 44 | 2019-2024H1 国内企业融资金额与 license-out 交易总金额对比 | 27 |
| 图表 45 | 2023 年国内 BD 交易项目临床阶段 | 27 |
| 图表 46 | 2024 前三季度国内 BD 交易项目临床阶段 | 27 |
| 图表 47 | 双抗及 TCE 平台管线 BD 交易 | 28 |
| 图表 48 | 恒瑞医药产品出海风格变化 | 28 |
| 图表 49 | 截至 2024 年 11 月 BD 梳理 | 29 |
| 图表 50 | 跨国药企收购国内 Biotech 企业 | 30 |
| 图表 51 | 国内并购重组事件 | 30 |
| 图表 52 | 全球 BTK 抑制剂竞争格局 | 31 |
| 图表 53 | 国内 BCR-ABL TKI 竞争格局 | 31 |
| 图表 54 | 重点 ADC 产品项目详况 | 31 |
| 图表 55 | IgAN 治疗相关管线进展 | 32 |
| 图表 56 | 部分诊疗一体化 RDC 产品 | 32 |
| 图表 57 | 2013-2026E 全球核医学市场预测 | 33 |
| 图表 58 | Pluvicto 季度销售额及增速 | 33 |
| 图表 59 | Lutathera 历年销售额及增速 | 33 |
| 图表 60 | 2010 年以来 MNC 收购核药企业的重点交易事项和各公司布局的重点核药创新药类型 | 34 |
| 图表 61 | 2017-2030E 中国核药的市场规模（单位：亿元） | 35 |
| 图表 62 | 中国药企在核药领域相关交易或布局 | 35 |
| 图表 63 | 凝胶贴膏市场规模及增速 | 36 |
| 图表 64 | 凝胶贴膏辅料种类众多，制备工艺复杂 | 36 |
| 图表 65 | 截止 2024 年 6 月主要新型贴膏剂情况 | 37 |
| 图表 66 | 洛索洛芬钠凝胶贴膏城市药店销售额及增速 | 37 |
| 图表 67 | 氟比洛芬凝胶贴膏城市药店销售额及增速 | 37 |
| 图表 68 | 洛索洛芬钠贴剂城市药店销售额及增速 | 38 |
| 图表 69 | 2011-2024 年（截止 11/29）海外医疗健康领域融资金额（亿美元） | 39 |
| 图表 70 | 部分外向型 CXO 公司近期订单增长提速 | 39 |

| | | |
|--------|--|----|
| 图表 71 | 生物安全法案单独立法路径 | 40 |
| 图表 72 | 部分生命科学上游公司的海外收入规模（百万元） | 41 |
| 图表 73 | 2012-2024H1 我国化学药品原药出口量及增速（万吨） | 42 |
| 图表 74 | 2014.1-2024.10 我国化学药品原料药制造 PPI 当月 同比变化情况（上年同月=100） | 42 |
| 图表 75 | 2019-2028E 全球面临专利悬崖风险的药品销售额（十亿美元） | 42 |
| 图表 76 | 2022-2027 年部分原研大单品专利到期及销售情况 | 42 |
| 图表 77 | 印度 PLI 计划鼓励开发的原料药重点品种及其数量（个） | 43 |
| 图表 78 | 2012-2024H1 印度原料药和中间体贸易顺差（亿美元） | 43 |
| 图表 79 | 2021 年 OECD33 国人均零售药品支出水平对比（美元） | 44 |
| 图表 80 | 2014-2024Q3 美国持续短缺药品数量（个） | 44 |
| 图表 81 | 2001-2024.9 美国年新发药品短缺及注射剂品种占比（橙色为注射剂；蓝色为其它剂型） | 44 |
| 图表 82 | 2013-2024H1 Hikma 注射剂业务盈利情况 | 45 |
| 图表 83 | 美国注射剂部分制剂厂家注射剂 ANDA 数量对比 | 45 |
| 图表 84 | 2022-2026E 年全球各地区医药市场容量和年化增速（十亿美元） | 45 |
| 图表 85 | 2021 年美国小分子及生物药支出概况 | 46 |
| 图表 86 | 贝伐珠单抗生物类似药美国上市 3 年内销量占比变化情况 | 46 |
| 图表 87 | 2019 年拉美代表性国家进口和本土生产药物销售额占比 | 46 |
| 图表 88 | 2019 年拉美代表性国家曲妥珠单抗原研及生物类似药销售量占比 | 46 |
| 图表 89 | 国内布局高端制剂出海代表性企业概况 | 47 |
| 图表 90 | 2019-2027 年医疗器械出海市场规模（十亿美金）及增速预测 | 48 |
| 图表 91 | 器械产品出海的阶段 | 48 |
| 图表 92 | 联影医疗高举高打持续提升全球品牌影响力（截至 2024Q3） | 49 |
| 图表 93 | 部分耗材公司国际化进展概览（截至 2024Q3） | 50 |
| 图表 94 | 2019-2024 年新产业海外发光仪器销量（台）及中大型机占比 | 51 |
| 图表 95 | 2019-2023 年新产业海外化学发光试剂销售额及 yoy | 51 |
| 图表 96 | 医疗设备更新政策推进时间进展线 | 51 |
| 图表 97 | 广东省设备更新资金投入不同医院的比例 | 52 |
| 图表 98 | 各省份设备更新采购意向产品清单 | 52 |
| 图表 99 | 2023-2024 年 9 月国内医疗设备采购额变化 | 53 |
| 图表 100 | 河南（左）和河北（右）县域医共体产品需求金额占比情况 | 53 |
| 图表 101 | 2024 年国内部分设备产品线招采情况（亿元） | 53 |
| 图表 102 | 消费属性医疗服务公司单季度收入增速（%） | 54 |
| 图表 103 | A 股眼科医疗服务公司利润率变化 | 54 |
| 图表 104 | A 股眼科医疗服务公司屈光、白内障单项毛利率变化 | 55 |
| 图表 105 | 通策医疗各项业务收入（亿元）及占比（%） | 55 |
| 图表 106 | 固生堂新客（人）、就诊人次（千人次）、客单价（元）等数据 | 56 |

| | | |
|--------|-------------------------------------|----|
| 图表 107 | 美年健康客单价变化（元/人） | 56 |
| 图表 108 | 美年健康到检量变化（万人次） | 56 |
| 图表 109 | 美年健康客单价变化（元/人） | 56 |
| 图表 110 | 美年健康客户结构变化（%） | 56 |
| 图表 111 | 欧普康视 2016-2023 年角塑镜销量（片） | 57 |
| 图表 112 | 人工晶体带量采购量及中选价格（元）（仅列举部分厂商和产品） | 57 |
| 图表 113 | 时代天使 2018-2023 年案例数（例） | 57 |
| 图表 114 | 时代天使 2020-2024 年中期案例数（例） | 57 |

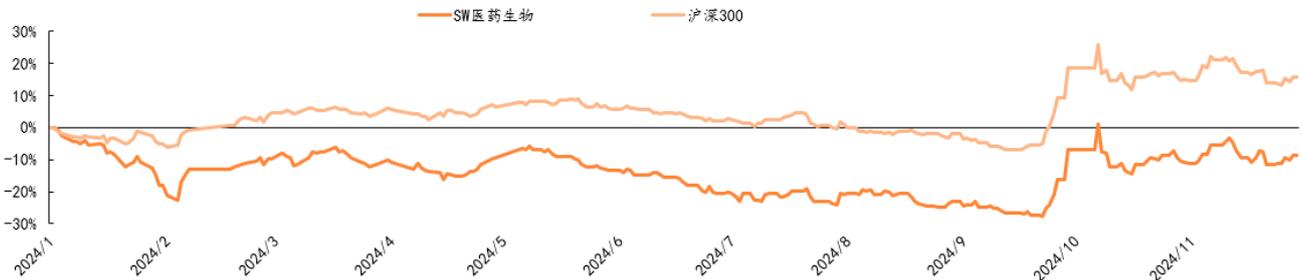
一、行情回顾

1.1 医药指数跑输大盘，板块分化，化学制药板块有所回暖

截至 2024 年 11 月 29 日，医药板块下跌 9.29%，同期沪深 300 指数上涨 14.15%，医药指数跑输 23.43 个百分点。

- 2024Q1：其中 1 月至 2 月初，市场因美国降息节奏慢于预期以及 A 股、H 股流动性问题等因素整体下行，由于美国针对药明系、华大系等中国生物医药公司的生物安全提案等因素，生物医药板块相比沪深 300 出现显著超额跌幅。2 月下旬至 3 月中，医药板块与沪深 300 指数基本维持一致的走势。截至 2024Q1 末，医药跑输大盘 15.18pct。
- 2024Q2：3 月下旬至 4 月，财报季期间医药板块内分化加剧，医疗服务（CXO 及上游、ICL、眼科齿科等）和生物制品中的疫苗板块因需求不足或是竞争加剧导致年报、一季报表现不佳，期间跌幅较大；化学药（原料药、制剂）、中药、商业则取得小幅正收益并跑赢沪深 300。5 月至 6 月，医药板块整体回调，各细分板块跌幅差异不大且均跑输沪深 300。截至 2024Q2 末，跑输大盘 21.98pct。
- 2024Q3：7 月到 9 月中旬，板块内部结构分化持续，原料药业绩亮眼，化学制剂、CXO、医疗设备或已临近拐点。细分赛道中，原料药板块在维生素涨价推动下，Q3 表现出利润弹性。其他取得正增长的板块有化学制剂、血制品、医疗耗材，而 CXO 板块则出现降幅逐季收窄的趋势，医疗设备板块迎来招标恢复以及 2023Q4 低基数因素也有望迎来拐点。9 月下旬，受大盘行情辐射，医药板块涨幅显著。截至 2024Q3 末，跑输大盘 24.28pct。
- 2024 年 10-11 月：受医保基金直接支付以及商保相关重磅政策持续催化，医药板块出现波段上行，行业指数逐步回暖。

图表 1 2024 年医药板块与沪深 300 指数走势对比（截至 2024 年 11 月 29 日）

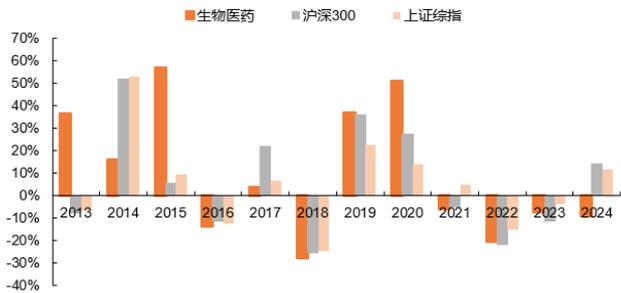


资料来源：WIND，平安证券研究所

2013-2024 年 11 月，生物医药指数分别于 2013、2015、2019、2020 年共 4 次跑赢上证综指，而 2021-2024 年 11 月末，生物医药指数连续 3 年（不包括 2024 年）跑输上证综指，表现较为低迷。

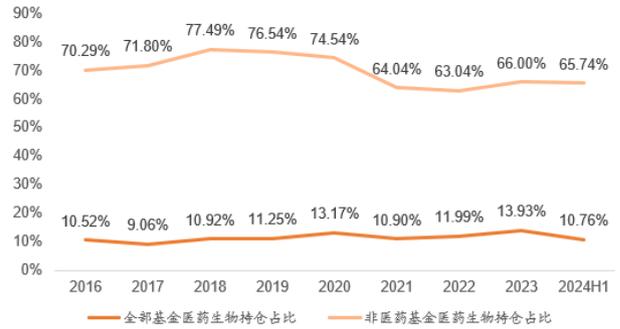
截至 2024 年上半年末，全部基金（包括指数型基金）医药生物股票持仓占比约 10.76%，处于 2016 年以来较低水平，非医药基金（包括指数型基金）在全部基金中医药生物持仓占比 65.76%，亦处于 2016 年以来较低水平。

图表2 2013-2024年医药板块、沪深300指数、上证综指走势对比（截至2024年11月29日）



资料来源: WIND, 平安证券研究所

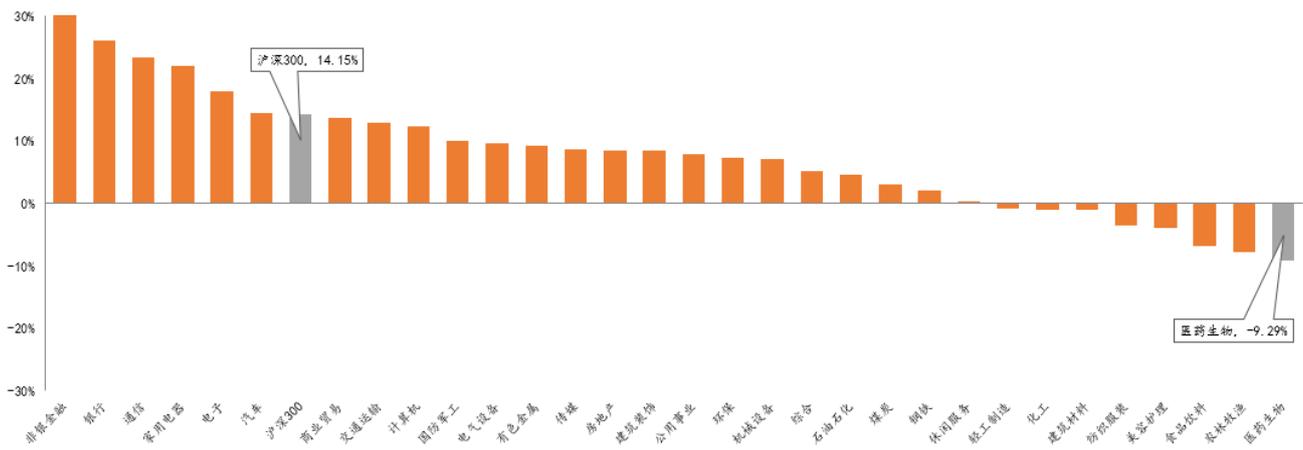
图表3 2016-2024H1医药板块各基金持仓占比



资料来源: WIND, 平安证券研究所

截至2024年11月29日,申万一级行业中23个板块上涨,8个板块下跌,医药行业在31个行业中涨跌幅排名第31位,表现较为低迷。

图表4 申万一级行业2024年表现水平概况（截至2024年11月29日）

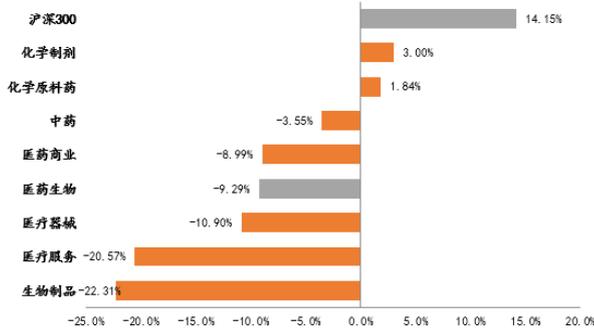


资料来源: WIND, 平安证券研究所

板块分化,化学制药板块有所回暖。从子行业表现来看,截至2024年11月29日,化学制剂板块表现最好,上涨3.00%,其后为化学原料药板块(+1.84%)和中药板块(-3.55%)。生物制品板块表现最差,下跌22.31%。

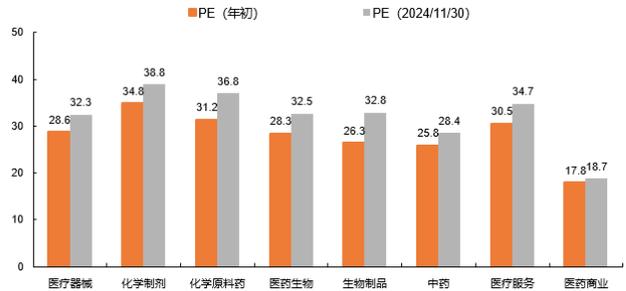
从子行业的估值角度来看,目前估值最高的是化学制剂的38.8倍,估值最低的是医药商业的18.7倍。年初至今,所有板块估值均有所上升,其中生物制品上升幅度最大为25%,主要受医药大环境及生物药集采影响,板块利润短期承压,其它板块估值也均有所升高,主要受板块整体业绩较为低迷影响。

图表5 医药各子行业 2024 表现排名 (截至 2024 年 11 月 29 日)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表6 医药各子行业年初至今估值变化 (截至 2024 年 11 月 29 日)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

个股涨跌幅来看, 涨幅靠前个股受收购预期影响显著, 截至 2024 年 11 月 29 日, 医药板块涨幅 TOP3 个股为浩欧博 (+287.40%), 双成药业 (+205.73%) 和香雪制药 (+140.19%), 主要受收购预期影响。

截至 2024 年 11 月 29 日, 医药板块跌幅 TOP3 个股则为 ST 长康 (-91.13%)、*ST 太安 (-88.61%) 以及 *ST 龙津 (-74.60%)。

图表7 2024 年医药板块表现最好和最差的 15 支股票 (截至 2024 年 11 月 29 日)

| 表现最好的15支股票 | | | | 表现最差的15支股票 | | | |
|------------|-----------|-------|--------|------------|-----------|-------|--------|
| 序号 | 证券代码 | 股票简称 | 涨跌幅% | 序号 | 证券代码 | 股票简称 | 涨跌幅% |
| 1 | 688656.SH | 浩欧博 | 287.40 | 1 | 002435.SZ | ST长康 | -91.13 |
| 2 | 002693.SZ | 双成药业 | 205.73 | 2 | 002433.SZ | *ST太安 | -88.61 |
| 3 | 300147.SZ | 香雪制药 | 140.19 | 3 | 002750.SZ | *ST龙津 | -74.60 |
| 4 | 688253.SH | 英诺特 | 76.95 | 4 | 603963.SH | *ST大药 | -73.40 |
| 5 | 002653.SZ | 海思科 | 71.89 | 5 | 300630.SZ | 普利制药 | -52.52 |
| 6 | 300181.SZ | 佐力药业 | 65.81 | 6 | 688276.SH | 百克生物 | -51.69 |
| 7 | 301301.SZ | 川宁生物 | 59.56 | 7 | 300122.SZ | 智飞生物 | -50.45 |
| 8 | 688506.SH | 百利天恒 | 54.41 | 8 | 002424.SZ | ST百灵 | -50.18 |
| 9 | 600216.SH | 浙江医药 | 49.35 | 9 | 688301.SH | 奕瑞科技 | -49.52 |
| 10 | 688578.SH | 艾力斯 | 48.55 | 10 | 688177.SH | 百奥泰 | -47.50 |
| 11 | 300255.SZ | 常山药业 | 47.81 | 11 | 603882.SH | 金城医学 | -46.96 |
| 12 | 688278.SH | 特宝生物 | 43.34 | 12 | 688202.SH | 美迪西 | -45.36 |
| 13 | 000908.SZ | *ST景峰 | 40.43 | 13 | 605266.SH | 健之佳 | -45.35 |
| 14 | 300529.SZ | 健帆生物 | 39.00 | 14 | 688356.SH | 键凯科技 | -44.53 |
| 15 | 688068.SH | 热景生物 | 37.92 | 15 | 600129.SH | 太极集团 | -44.41 |

资料来源: WIND, 平安证券研究所

1.2 医药行业估值及溢价率仍处于近 10 年来相对低位

截至 2024 年 11 月 29 日, 医药板块估值为 27.82 倍 (TTM, 整体法剔除负值), 对于全部 A 股 (剔除金融) 的估值溢价率为 33.26%, 低于历史均值的 53.10%。无论是绝对估值还是溢价率, 仍处于近 10 年来相对低位。

图表8 医药板块估值及溢价率接近 10 年来最低点（截至 2024 年 11 月 29 日）



资料来源：WIND，平安证券研究所

1.3 中国规模以上医药工业企业收入和利润端均止跌企稳

2024M1-10，全国规模以上医药工业企业实现收入 20409.40 亿元，同比基本持平；利润端为 2785.90 亿元，同比下滑 1%，相较 2023 年收入端和利润端均基本止跌企稳。

2024M1-10，全国规模以上医药工业企业的营收及利润增长逐步改善主要有以下原因：1) 2023 年 2 月后新冠诊断和治疗相关需求显著减少，高基数影响逐步消退；2) 部分因为宏观经济周期等因素需求端有所收缩的原料、原料药等产品在经历 1 年左右去库存后重新开始补库存。3) 2023 年下半年医疗反腐对药品、医疗设备销售和入院节奏产生低基数影响，而 2024 年医疗反腐已趋于常态化。

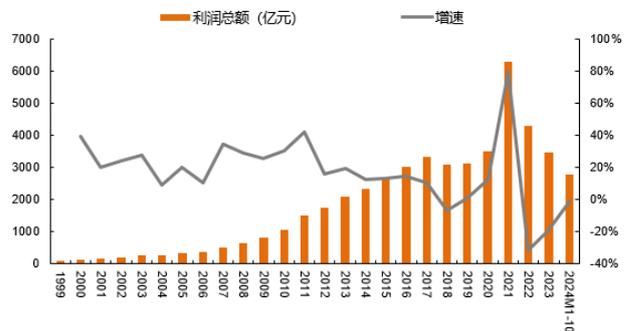
考虑行业集采影响基本出清，创新和出海转型逐步兑现，叠加商保相关重磅增量政策推动，明年医药工业有望实现进一步改善。

图表9 规模以上医药工业企业营收及增速（亿元）



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

图表10 规模以上医药工业企业利润及增速（亿元）

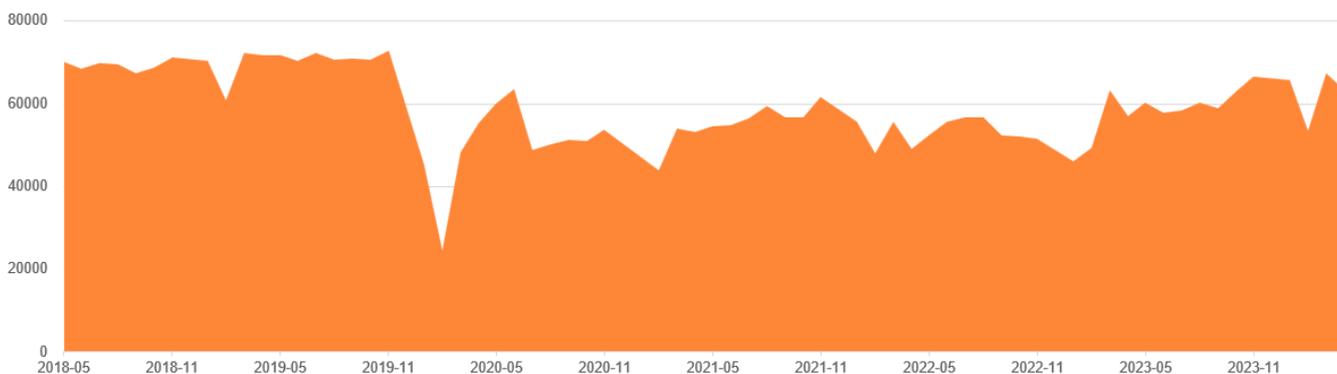


资料来源：国家统计局，平安证券研究所

1.4 国内医疗机构常规诊疗持续改善

2023M1-11 国内医疗机构总就诊人次达 64.1 亿，2023M1 新冠集中感染后常规诊疗迅速恢复；2024M1-4 国内医疗机构总就诊人次为 25.0 亿，同比增长 16%，2024M1-11 期间很少有外部突发因素影响国内常规诊疗秩序，预期改善趋势能够进一步延续。

图表11 全国医疗机构总诊疗人次数（单位：万次）



资料来源：国家卫健委统计信息中心，平安证券研究所

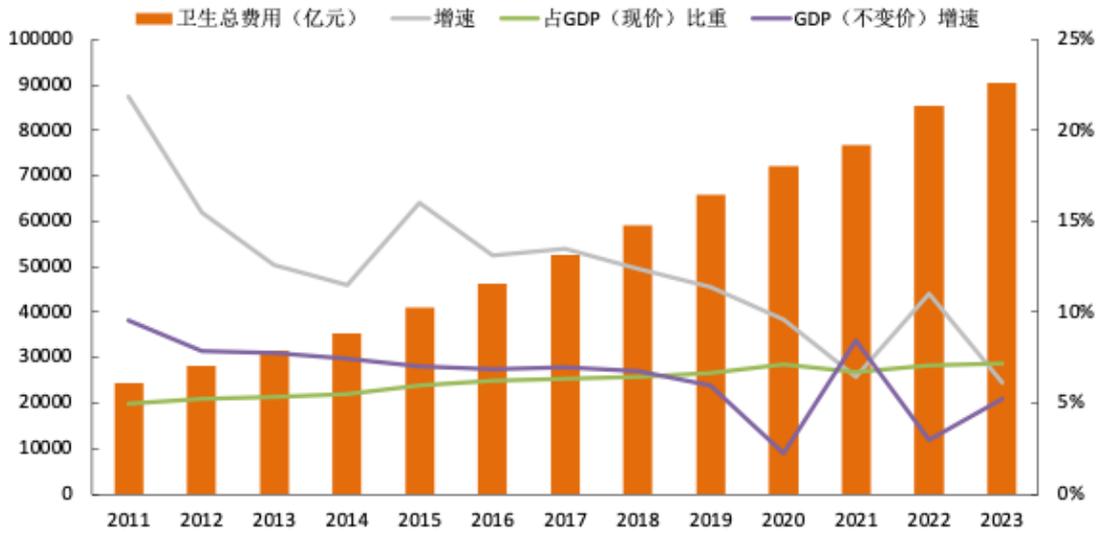
二、 六大支付端分析未来医药资金来源

2.1 医保：基本医保是我国医药行业主要支付方，运行压力较大，“保基本”属性突出

中国卫生总费用 2023 年突破 9 万亿，占 GDP 比重持续提升。中国卫生总费用逐年提升，2023 年达到 9.06 万亿元，占 GDP 比重为 7.2%，占比呈持续提升态势；

卫生费用增速基本高于 GDP 增速。除 2021 年外，2011 年以来我国卫生总费用增速始终高于 GDP 增速。2011-2020 年卫生总费用 CAGR 为 12.8%，2021-2023 年卫生总费用 CAGR 为 8.6%，其中 2023 年增速为 6.2%。

图表12 中国卫生总费用、增速、占GDP（现价）比重及与GDP增速比较

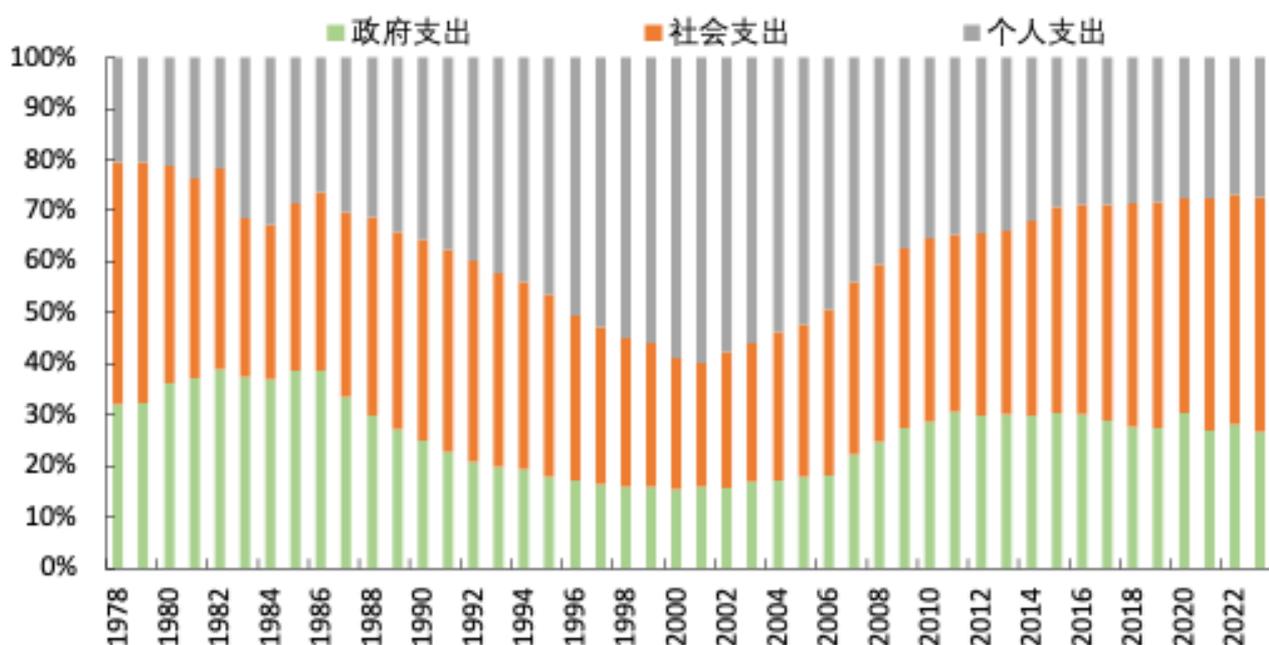


资料来源：国家卫健委，国家统计局，平安证券研究所

基本医保占卫生总费用接近 40%。2000 年之后，伴随着三大医保成立，我国卫生总费用中社会支出占比持续提升，而个人支出占比则大幅降低。近几年三大支出占比相对稳定，2023 年我国卫生费用中政府、社会、个人支出占比分别为 26.7%、46.0%、27.3%。根据中国卫生健康统计年鉴等统计，**社会支出中城乡居民基本医保个人缴费和城镇职工医保收入，以及政府支出中医疗保障支出构成了基本医保的主要来源，2022 年合计占比 39.5%。**

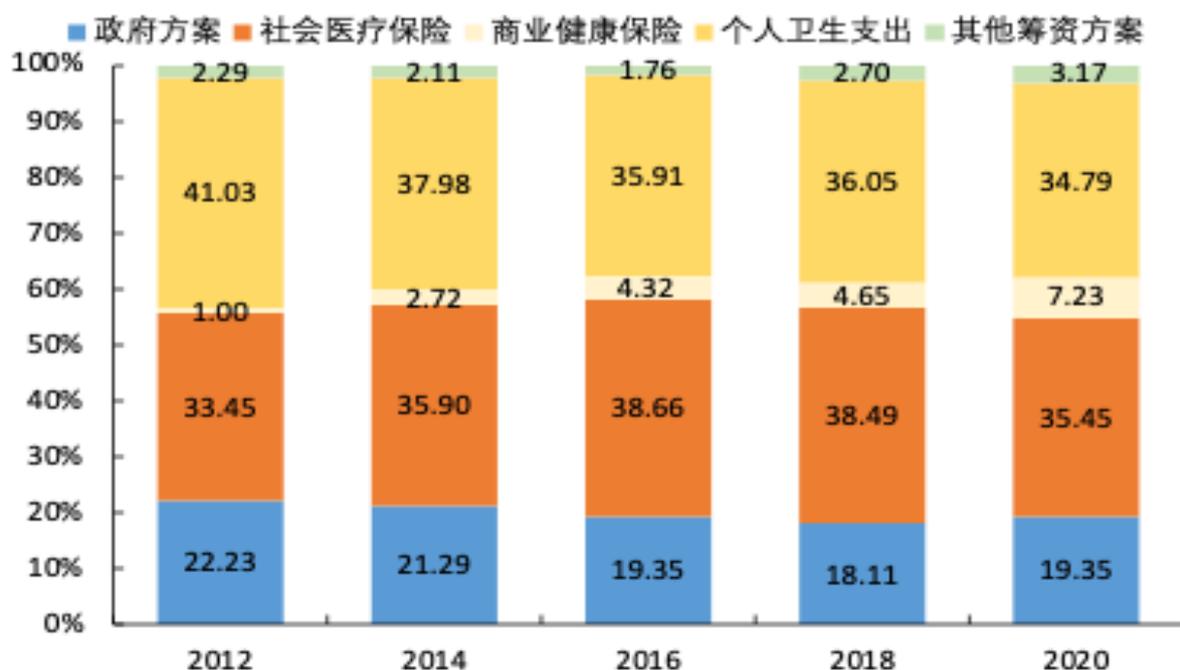
经常性卫生费用筹资同样以基本医保为主。经常性卫生费用是指当年实际使用的医疗卫生服务与产品的全部消费金额，更能反应居民医疗卫生服务费用负担情况。根据国家卫健委卫生发展研究中心测算，2020 年我国经常性卫生费用为 5.74 万亿元，以公共筹资为主，其中社会医疗保险占比 35.45%，个人支出占比 34.79%，政府方案占比 19.35%。整体来看，个人支出占比下降明显，商业健康保险占比提升较快。

图表13 1978年以来我国卫生总费用支出构成



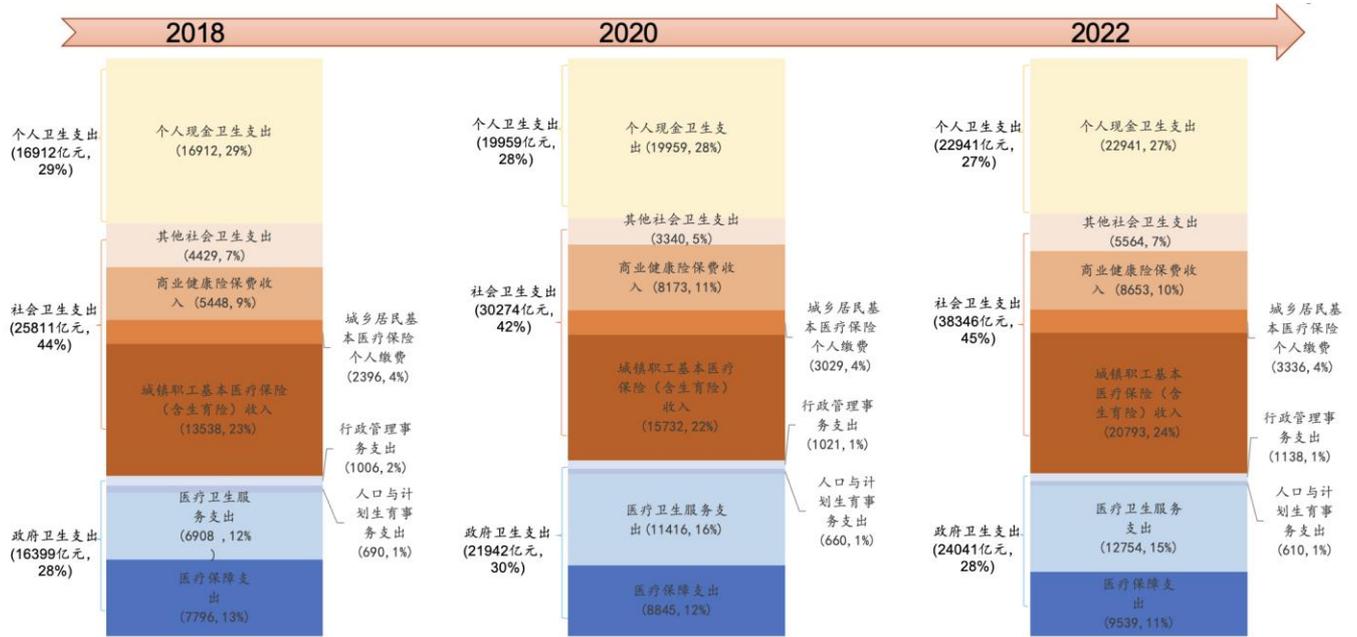
资料来源：国家卫健委，平安证券研究所

图表14 2012到2020年我国经常性卫生费用筹资来源



资料来源：国家卫健委，平安证券研究所

图表15 医保：基本医保是我国卫生费用主要支付方



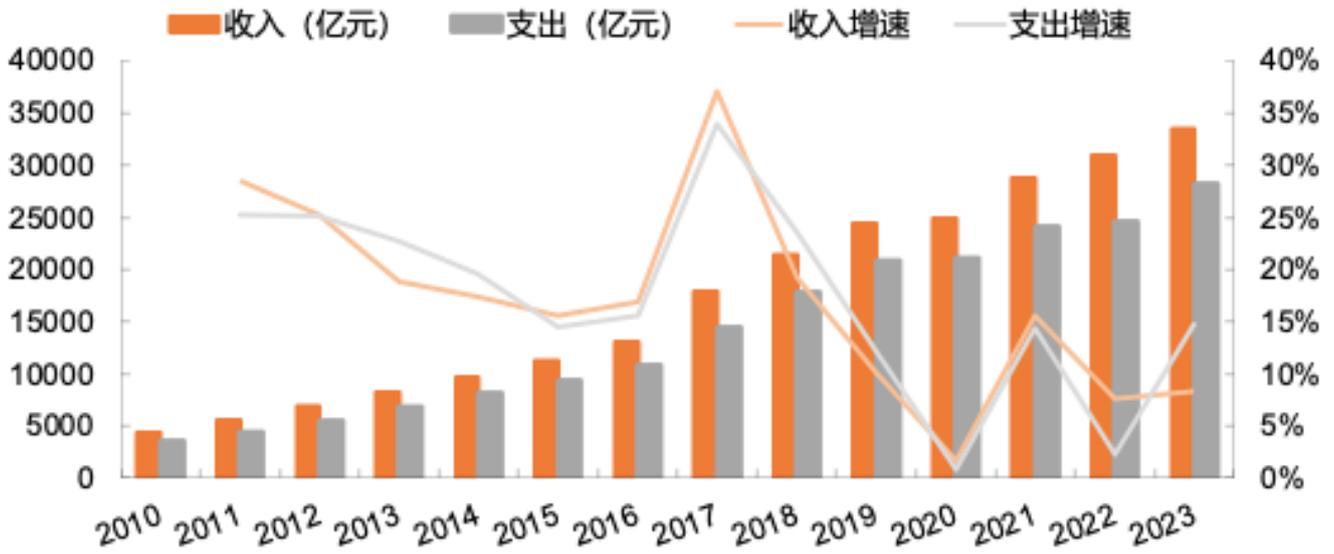
资料来源：中国卫生健康统计年鉴，中国卫生总费用核算结果与分析，全国医疗保障事业发展统计公报，中国医疗保障统计年鉴，财政部，医保局，Wind，平安证券研究所

2023 年医保支出增速高于收入增速。2023 年基本医保收入 3.35 万亿元 (+8.34%)，支出 2.82 万亿 (+14.68%)，支出增速高于收入增速。考虑到老龄化带来的人口结构变化，未来医保运行压力或将持续增加。我们认为医保“保基本”的属性会愈加突出。

居民医保运行压力大于职工医保。从累计结余可支付月数来看，2023 年底职工医保可支付月数为 32 个月，较 2022 年增加 3 个月左右；而居民医保可支付月数仅为 6 个月，较 2022 年略有减少。可以看出老龄化带来的退休人员增加，对居民医保运行压力更大。

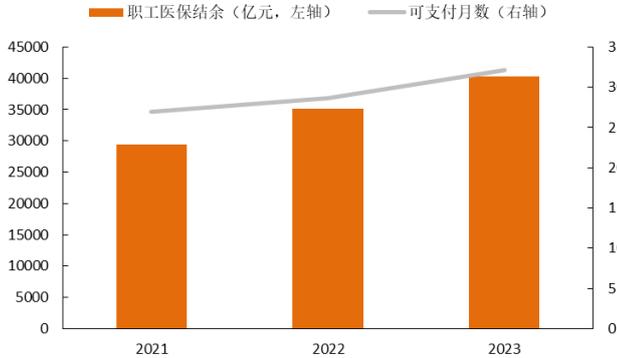
财政和商业健康险发挥空间大。居民医保筹资以财政补助为主，财政或将进一步发力。而其他来源方面，商业健康险目前占比仅 10% 左右，仍有较大空间。

图表16 基本医保收入支出与增速情况



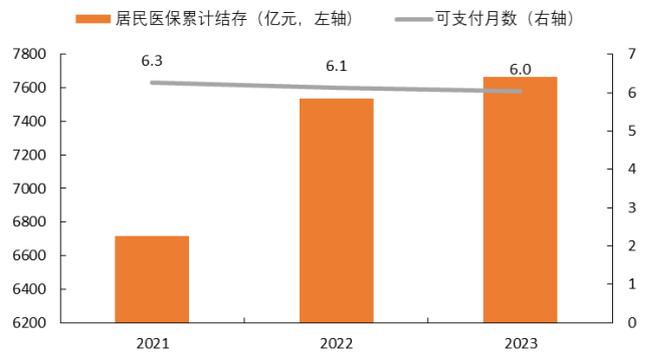
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表17 我国职工医保累计结余和可支付月数情况



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表18 我国居民医保累计结余和可支付月数情况



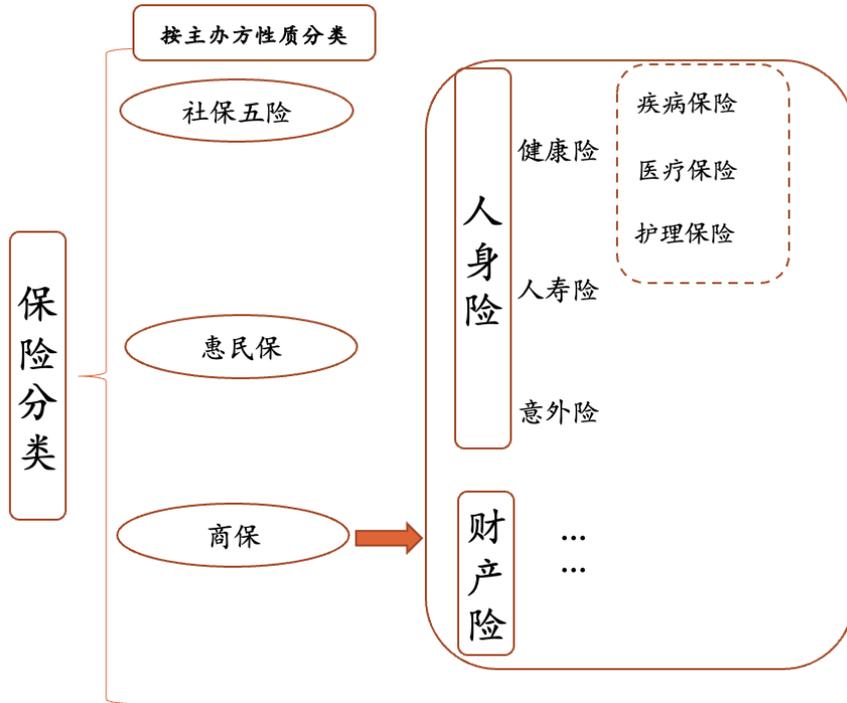
资料来源: WIND, 平安证券研究所

2.2 商保：医保数据共享促进商业健康险发展，为医疗行业提供增量资金

商业健康险经历快速增长期后近年增速放缓。商业健康险是保证被保险人在疾病或者意外事故所致伤害时获得补偿，包括疾病保险、医疗保险、护理保险等。商业健康险保费收入持续增长，从 2014 年的 1587 亿元增长至 2023 年的 9035 亿元，2014-2016 年由于参与新医改，2016-2020 年由于百万医疗产品上市，商业健康险规模快速增长，2020 年后受消费力疲软、代理人流失以及惠民保冲击等因素影响，增速放缓。

近年健康险保费收入占比稳定。健康险保费收入占比不断提升，2014 年占比仅 12.21%，2021 年达峰至 25.44% 后回落，2023 年为 24.1%，基本保持稳定。

图表19 按主办方性质保险分类



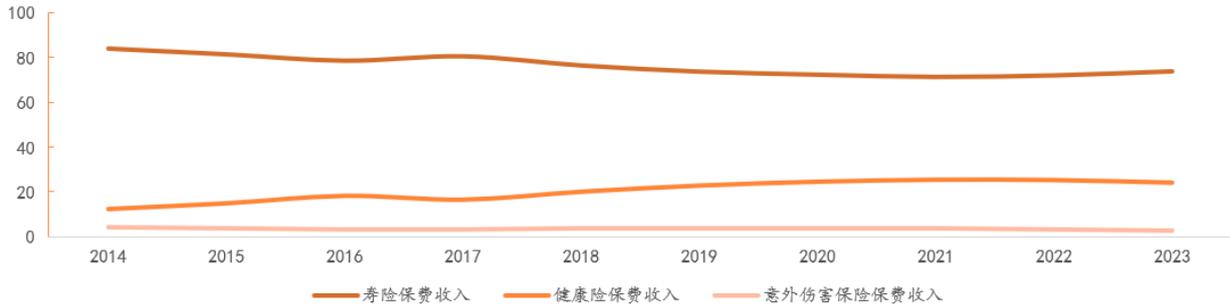
资料来源：2024 中国保险发展报告，平安证券研究所

图表20 2014-2023 年健康险保费收入（亿元）



资料来源：2024 中国保险发展报告，平安证券研究所

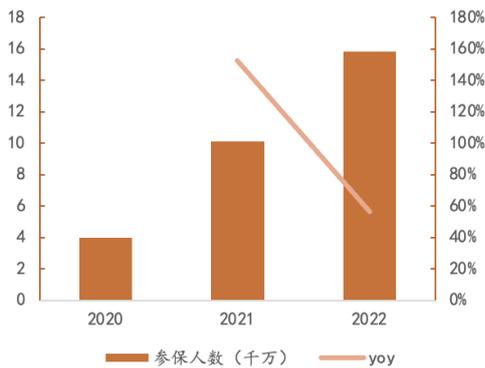
图表21 2014-2023年人身险大类中各细分险种收入占比(%)



资料来源: 2024 中国保险发展报告, 平安证券研究所

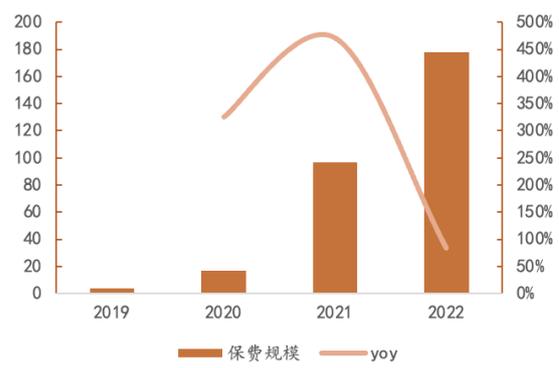
惠民保保费规模具备提升空间。惠民保是各地政府联合保险公司共同推出的产品,2015年第一支惠民保产品上市,2019-2022年进入快速发展期,作为补充医疗保险,与基本医保相互衔接,提供更全面的医疗保障,具备广覆盖、低保费、高保额的特点。至2022年,惠民保参保人数达1.58亿人次,保费规模达178亿元,保费规模提升空间广阔。

图表22 惠民保参保人数(千万人)及增速(%)



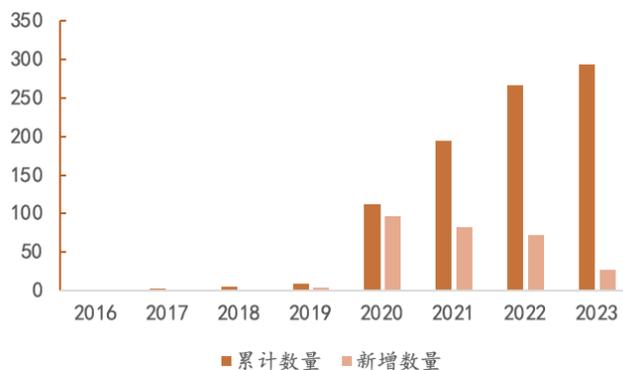
资料来源: 2024 中国保险报告, 平安证券研究所

图表23 惠民保保费规模(亿元)及增速(%)



资料来源: 2024 中国保险报告, 平安证券研究所

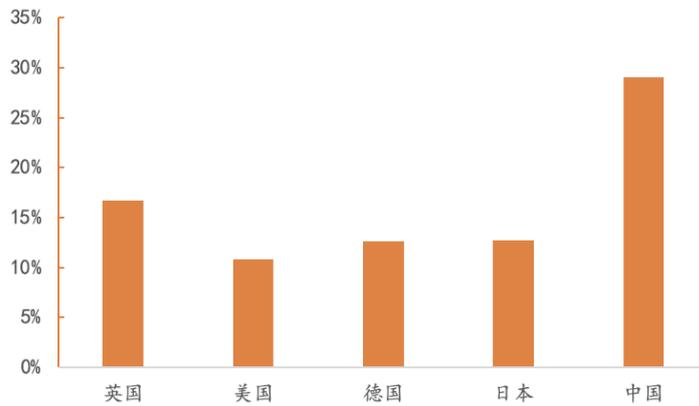
图表24 惠民保累计产品数量(个)及新增产品数量(个)



资料来源: 2024 中国保险报告, 平安证券研究所

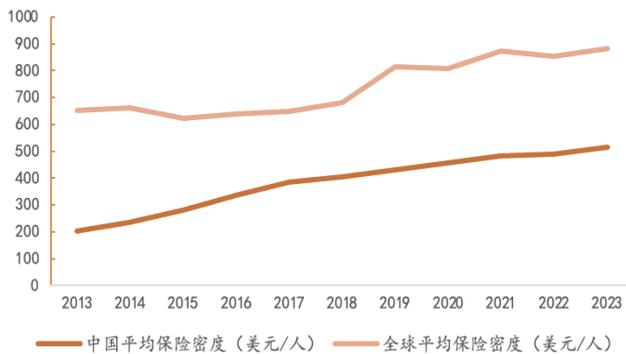
对标全球，我国保险行业及健康险仍有提升空间。对比发达国家，美国医疗保险制度由商业医疗保险和社会医疗保险组成，德国则以社会医疗保障制度为主，商业医疗保险为辅，英国则 NHS 覆盖全体国民，免费享受综合医疗服务，财政占卫生费用比重高。对比海外保险体系，我们认为：1) 我国保险行业处于发展早期，同时商业健康险起步晚，伴随行业发展健康险发展空间广阔。根据 2024 中国保险发展报告，2023 年我国保险密度为 516 美元/人，相较于全球平均保险密度 882 美元/人存在较大差距，保险深度方面，2023 年我国保险深度为 4.07%，与全球平均水平 6.83% 存在差距，我国保险行业处于发展早期，而健康险起步于 1983 年，伴随我国保险行业发展，健康险未来发展空间广阔。2) 完善的保险体系下，个人医疗支付占比较低。根据 2018 年数据，英美德日卫生费用中个人支付占比分别为 16.71%、10.81%、12.65% 和 12.75%，我国个人支付占比为 29%，个人医疗支付具备下降空间。

图表25 中国及海外国家卫生费用个人支出占比 (%)



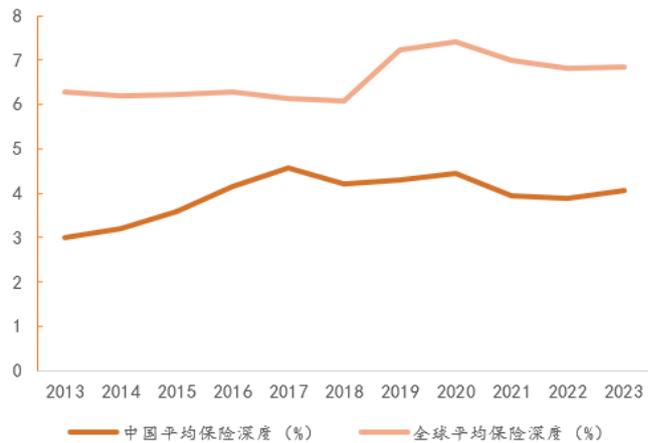
资料来源: WHO, 平安证券研究所

图表26 2013-2023 中国与全球平均保险密度(美元/人)



资料来源: 2024 中国保险发展报告, 平安证券研究所

图表27 2013-2023 中国与全球平均保险深度 (%)



资料来源: 2024 中国保险发展报告, 平安证券研究所

多年政策稳步推进，商业健康险发展迈向新阶段：自 2009 年《中共中央、国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》发布，提出发展商业健康险后，国务院等多部门陆续出台相关政策。从强调健康保险服务完善、鼓励保险产品多样化，到明确商业健康险在卫生总费用中的占比提升目标，再到“十四五”全民医疗保障规划的实施，以及对医疗保障制度改革和商业健康险信息共享机制的推进等，一系列政策不断促进商业健康险发展走向深入。

图表28 鼓励支持商业健康险发展相关政策

- 2009年3月,《中共中央、国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》发布,明确提出**积极发展商业健康保险**,鼓励保险机构开发多种保险产品满足多样化健康需求。
- 2013年9月发布的《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》强调了**健康保险服务的进一步完善**,提出要丰富产品种类、显著增加参保人数,并鼓励扩大覆盖范围,开发更多相关保险产品,同时推广多种形式的医疗执业保险。
- 2014年8月,《国务院关于加快发展现代保险服务业的若干意见》鼓励保险公司发展多样化健康保险服务,**支持保险机构参与健康服务业产业链整合**。
- 2016年,《“健康中国2030”规划纲要》指出,到2030年,现代商业健康保险服务业进一步发展,**商业健康保险赔付支出占卫生总费用比重明显提高**。
- 2020年,《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》中提到力争到2025年,商业健康保险市场规模**超过2万亿元**。
- 2021年《“十四五”全民医疗保障规划》**明确健全多层次医疗保障制度体系,坚持公平适度、稳健运行,持续完善基本医疗保障制度**。
- 2021年9月,国务院发布《关于深化医疗保障制度改革的意见》,明确指出**“2030年,全面建成以基本医疗保险为主体,医疗救助为托底,补充医疗保险、商业健康保险、慈善捐赠、医疗互助共同发展的多层次医疗保障体系”**。
- 2023年6月,金融监管总局与国家医保局下发《关于推进商业健康保险信息平台与国家医疗保障信息平台信息共享的协议(征求意见稿)》,明确提出要在**“十四五”期间分步建成流程规范、制度完善、技术先进的信息共享机制**,并提出了信息共享的五大领域。

资料来源:卫健委、国家医保局等,平安证券研究所

四年顶层设计大力推动,医保、医疗数据与商保共享进入落地阶段:自2020年《深化医疗卫生体制改革的意见》明确商业保险为多层次医疗保障体系的重要组成部分以来,国务院和国家医保局等机构通过发布相关政策文件和工作进展,持续推动医保信息平台建设,并加速医保与商业保险之间的数据共享。目前,医疗数据正逐步开放进行市场交易,医保信息共享项目已进入实际开发阶段;同时,国家医保局积极解决医保数据赋能健康保险产品中的关键问题,推动医保与商业保险之间的数据共享。

数据共享利于健康险规模扩大,为医保基金提供补充。医保、商保数据共享,可在1)产品精算2)核保风控3)理赔控费等方面,为健康险赋能,从而设计出更符合消费者需求、提升服务质量的商业健康保险产品,进而扩大商业健康险保费规模,为参保人医疗消费提供保障。

图表29 推进医保商保数据共享相关政策

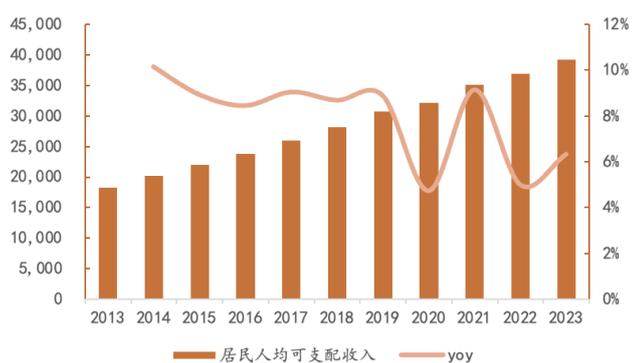
- 2020年2月,国务院发布《关于深化医疗保障制度改革的意见》,提出2030年要全面建成以基本医疗保险为主体,医疗救助为托底,补充医疗保险、商业健康保险、慈善捐赠、医疗互助共同发展的多层次医疗保障体系。
- 2021年4月,医保局发布《关于印发加强网络安全和数据保护工作指导意见的通知》,提出在确保数据安全的基础上,稳步推进数据资源开发和依法共享,通过大数据应用提升医保政策制定与管理水平,助力多层次医疗保障体系建设。
- 2021年9月,国务院发布《关于印发“十四五”全民医疗保障规划的通知》,提出加快医保信息化建设,搭建全国统一的医保信息平台,持续优化全民医疗保障制度体系。
- 2021年9月,医保局发布《对十三届全国人大四次会议第1589号建议的答复》,提出推动医保数据标准化建设,完善医保数据信息,建立规范、高效、安全的数据交换和信息共享机制,加快全国统一医保信息平台建设。
- 2022年,《关于印发深化医药卫生体制改革2022年重点工作任务的通知》中提到鼓励开发结合基本医疗保险的商保产品,推动医保信息平台与商保信息平台信息共享。
- 2023年6月,金融监管总局与国家医保局下发《关于推进商业健康保险信息平台与国家医疗保障信息平台信息共享的协议(征求意见稿)》,明确提出要在**“十四五”期间分步建成流程规范、制度完善、技术先进的信息共享机制**,并提出了信息共享的五大领域。

资料来源:卫健委、国家医保局等,平安证券研究所

2.3 自费：居民自费医疗支出预计持续增长

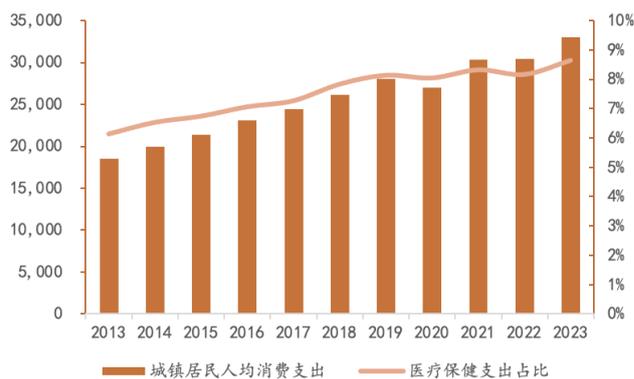
居民自费医疗支出预计持续增长。2013-2023 年我国居民人均可支配收入持续增长，近年受宏观环境影响，增速有所放缓，至 2023 年人均可支配收入为 39218 元，另一方面，城镇居民人均消费支出持续增长，且医疗保健消费在整体消费中占比持续提升，至 2023 年医疗保健消费占比达 8.64%。在经济刺激政策下，预计经济及居民消费将回暖，老龄化趋势加剧叠加居民健康保健意识增强，预计医疗保健消费在整体消费中占比将持续提升。

图表30 2013-2023 年居民人均可支配收入(元)及增速(%)



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

图表31 城镇居民人均消费支出(元)及医疗保健占比(%)



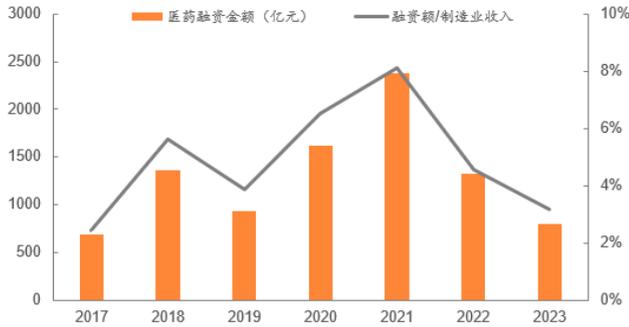
资料来源：国家统计局，平安证券研究所

2.4 融资：新兴领域发展助推器

融资是国内外医药产业重要资金来源。医药产业具有投入期长、早期不确定性大、成功后回报率较高的特点，发展早期的医药（特别是新兴领域）公司借助融资实现项目快速推进在多数发达国家是业内常态。过去二十余年间，众多海外资本进入中国，加上自身投融资体系迅速成长、成熟，融资也逐渐成为国内医药产业发展的重要推手。根据动脉网数据，近几年国内每年医药产业融资规模（从天使轮到 IPO 前，后同）在医药制造业收入规模的 3%-8% 左右徘徊，是医药产业重要资金来源，与创新药产业链、医疗信息化、医疗器械等领域的发展具有密切联系。

整体融资环境仍在低谷，部分市场、领域已有向好征兆。根据动脉网数据，2024 年（截止 11 月 29 日）全球医药健康产业融资规模为 539.53 亿美元，估计全年融资规模能基本与 2023 年的 583.09 亿美元持平。尽管整体规模上医药健康产业融资仍在较低水平，其中部分市场（比如美国）、部分领域（比如 ADC、多肽）呈现出率先向好的征兆。

图表32 2017-2023年国内医疗健康领域融资规模及融资额/医药制造业收入



资料来源：国家统计局、WIND、动脉网、平安证券研究所（注1：统计范围从天使轮到IPO前的公开投资事件，不包括并购及二级市场融资；注2：汇率按当年平均汇率计算，存在一定误差）

图表33 2011-2024年（截止11/29）全球医疗健康领域融资金额（亿美元）

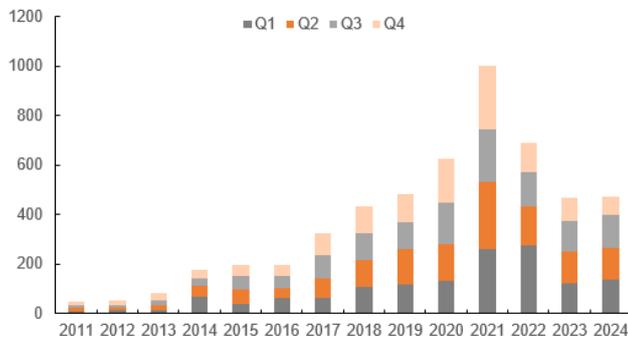


资料来源：国家统计局、WIND、动脉网、平安证券研究所（注1：统计范围从天使轮到IPO前的公开投资事件，不包括并购及二级市场融资；注2：汇率按当年平均汇率计算，存在一定误差）

(1) 海外市场：

医药融资有所好转，融资项目趋于集中。根据动脉网数据，2024年（截止11月29日）海外市场医药健康产业融资规模为473.91亿美元，已超越2023年全年的469.83亿美元，Q1-Q3各季度数据呈现出同比小幅增长的情况。欧美相对更为成熟的biotech和一级市场生态下行业受周期波动冲击影响相对较小。海外融资事件总数仍有明显的减少，融资向头部项目集中、向后期项目集中的倾向仍然延续。

图表34 2011-2024年（截止11/29）海外医疗健康领域融资金额（亿美元）



资料来源：动脉网、平安证券研究所（注1：统计范围从天使轮到IPO前的公开投资事件，不包括并购及二级市场融资；注2：汇率按当年平均汇率计算，存在一定误差）

图表35 2011-2024年（截止11/29）海外医疗健康领域融资事件数（起）



资料来源：动脉网、平安证券研究所（注1：统计范围从天使轮到IPO前的公开投资事件，不包括并购及二级市场融资；注2：汇率按当年平均汇率计算，存在一定误差）

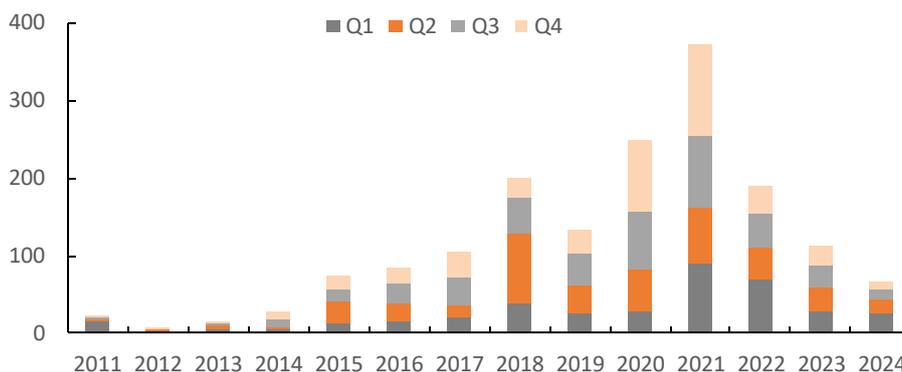
相关因素作用下，融资好转有望成为趋势。展望2025年，在下列两个因素下，海外市场医药健康产业融资有望进一步实现趋势性好转：（1）9月以来美联储两次降息，带动全球进入降息周期。资金成本降低，促进更多资金进入投融资市场；（2）经过数年沉淀，一级市场医药项目估值较为合理，产业资本在2023-2024年期间完成管线梳理后，可能在未来加大外延布局力度。

(2) 国内市场：

医药融资仍在低迷阶段。根据动脉网数据，2024年（截止11月29日）国内市场医药健康产业融资规模为65.62亿美元，相比2023年全年的113.26亿美元仍有一定降幅，市场尚处于低迷阶段。在相对复杂的环境下，业内公司马太效应加大，进入出清环节。产业链中具有较大规模、较强管线、较好服务能力的企业仍能保障自身的可持续发展，经过业务调整阵痛期后逐渐进入稳态，而部分公司则因现金周转不畅面临更大困境。

产业政策连发，改良生态、重塑信心。年内各政府部门持续推出相关产业政策，意在多维度并举，推进生物医药（特别是医药创新领域）的规范和加速发展，医药支付端也有望出现新生力量。随着政策的持续落地和执行，国内医药产业生态环境或将得到进一步优化，资本市场的信心有能够得到重塑，行业整体融资水平有望在2025年触底改善。

图表36 2011-2024年（截止11/29）国内医疗健康领域融资金额（亿美元）



资料来源：动脉网、平安证券研究所

注1：统计范围从天使轮到IPO前的公开投资事件，不包括并购及二级市场融资；注2：汇率按当年平均汇率计算，存在一定误差

图表37 2024年发布的部分生物医药创新支持政策

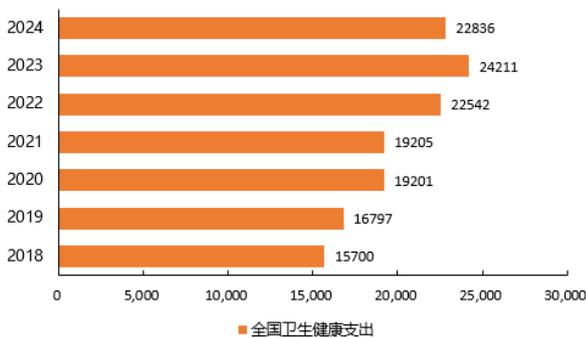
| 发布时间 | 政策名称 | 政策内容 |
|---------|---|---|
| 2024.01 | 《浦东新区综合改革试点实施方案（2023-2027年）》 | 《方案》规定允许生物医药新产品参照国际同类药品定价，支持创新药和医疗器械产业发展。 |
| 2024.02 | 《关于建立新上市化学药品首发价格形成机制，鼓励高质量创新的通知（征求意见稿）》 | 《通知》指出将价格、挂网、采购等关键政策资源重点分配给高水平创新的企业。 |
| 2024.04 | 《珠海市促进生物医药与健康产业高质量发展若干措施（征求意见稿）》 | 《措施》提出对化学药品1-2类、生物制品、中药新药，根据研发各阶段成果给予奖励。 |
| 2024.04 | 《北京市支持创新医药高质量发展若干措施（2024）（征求意见稿）》 | 《措施》提出缩短药品补充申请和临床实验审批时限，完善CHS-DRG付费新药新技术除外支付机制，取消医疗机构药品数量限制等举措，优化新药研发和支付环境。 |
| 2024.04 | 《广州开发区（黄埔区）促进生物医药产业高质量发展办法》 | 《办法》提出对高端创新成果转化、新药和生物类似药的研发给予经费资助。 |
| 2024.07 | 《关于支持生物医药产业全链条创新发展的若干意见》 | 基于研发、临床、审评审批、应用推广、投融资等环节提出全链条的改革、赋能、支持。 |
| 2024.07 | 《优化创新药临床试验审评审批试点工作方案》 | 缩短创新药临床试验申请审评审批所需时间，提升药品审评审批效能。 |
| 2024.10 | 《生物制品分段生产试点工作方案》 | 强化药品上市许可持有人药品质量安全主体责任和地方药品监管部门属地监管责任，调整、规范了生物制品分段生产的监管要求。 |

资料来源：中国政府网，平安证券研究所

2.5 财政：中央财政加大医疗支持，地方专项债有望发力

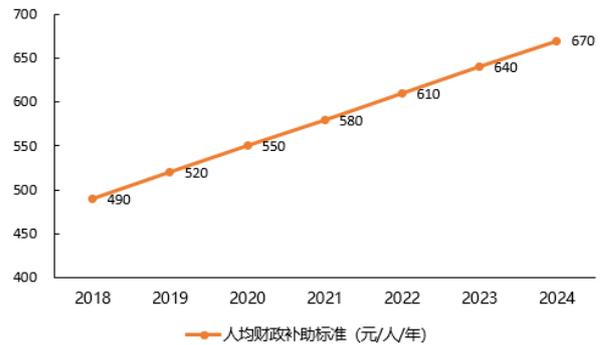
一方面，全国一般公共预算支出中，卫生健康支出持续增加，不断提升卫生医疗服务能力：2024 年全国一般公共预算支出中，卫生健康支出达到 22836 亿元，国家持续推动提升医疗卫生服务能力，城乡居民基本医疗保险人均财政补助标准提高 30 元，达到每人每年 670 元。根据全国人大报告，基本公共卫生服务经费人均财政补助标准提高 5 元，达到每人每年 94 元。其中 2022-2023 年卫生健康支出达到高点，部分由于重大传染病防控投入了较多经费，2024 年逐步进入正常年份，卫生健康支出仍处于高位水平，城乡居民基本医疗保险财政补贴标准达到历史最高水平，不断完善社会保障体系和医疗卫生体系。

图表38 全国卫生健康支出情况（亿元）



资料来源：全国人大报告，平安证券研究所

图表39 城乡居民基本医疗保险人均财政补助标准



资料来源：全国人大报告，平安证券研究所

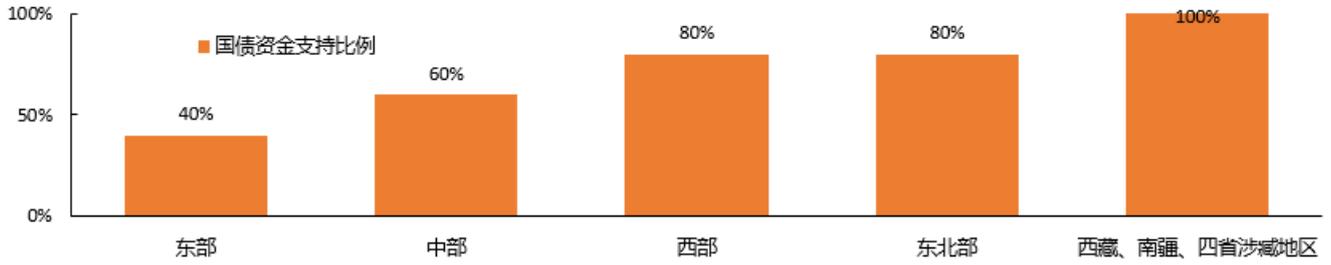
另一方面，医院基础设施建设依赖于财政补贴，尤其是设备采购方面，2024 年国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，针对医疗设备更新方面，国家和地方直接提供本金资金支持，有望激活更多医疗机构采购需求。国家明确中央投资、中央财政资金等对大规模设备更新和消费品以旧换新肯定是有资金支持的，而且支持会是有力度的。同时，当前各地政府也都在认真研究，会结合各自财力的实际情况，拿出一定的资金给予支持。其中江苏提到，在积极争取中央预算内投资、超长期特别国债等国家资金基础上，用好省卫生健康专项资金，对医疗卫生领域设备更新给予补助支持等。

中央财政——推出超长期国债，加大设备更新支持力度：

1) 《关于印发推动医疗卫生领域设备更新实施方案的通知》明确国家推出超长期特别国债提供稳健补充资金，持续补贴至 2027 年，为中短期医疗设备采购提供资金支持。其中方案明确超长期国债支持比例（东、中、西、东北地区支持比例分别不超过核定总投资的 40%、60%、80%、80%，西藏、南疆、四省涉藏州县最高可在支持限额内全额支持），提供充足资金支持。

2) 贴息贷款政策配套，解决地方和医院自筹资金瓶颈。6月25日，财政部、国家发改委、中国人民银行、金融监管总局联合印发《关于实施设备更新贷款财政贴息政策的通知》，明确中央财政会同有关方面实施设备更新贷款财政贴息政策。这将有助于更好发挥财政资金“四两拨千斤”撬动作用，助力投资和消费，推动大规模设备更新。

图表40 超长期国债设备更新的最高支持比例

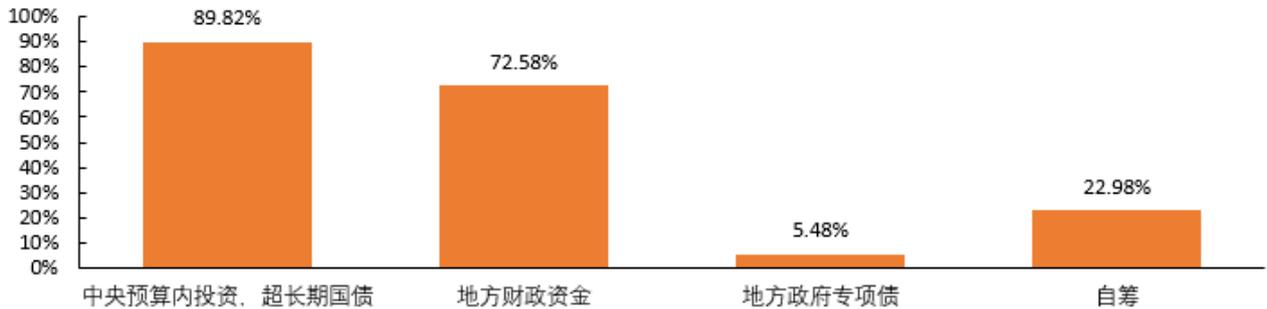


资料来源：政府文件，平安证券研究所

地方财政——通过卫生健康专项资金和医疗卫生专项债等手段加强设备采购支持：

根据医装数胜统计，截至 2024 年 9 月底，设备更新批复项目的资金来源以“中央预算内投资或超长期国债”+“地方财政资金”的方式为主，地方的财政支持力度同样较大，因此医院需要自筹部分资金的项目仅占 22.98%，为设备采购提供有力的资金支持。

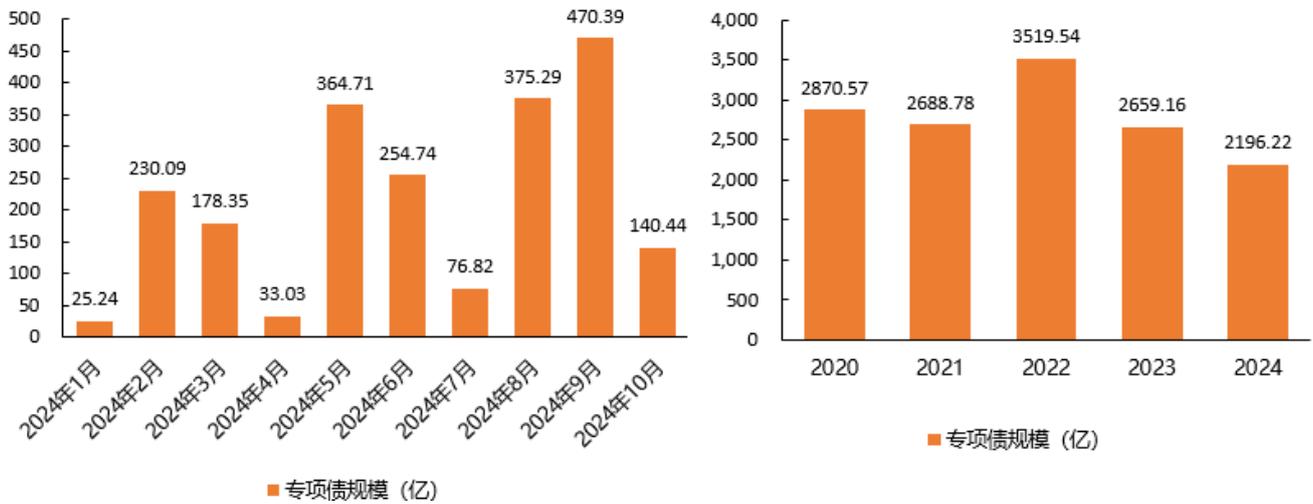
图表41 设备更新批复项目资金来源分布（截至 2024 年 9 月底，按项目数统计）



资料来源：医装数胜，平安证券研究所

地方化债压力减轻，地方政府医疗卫生专项债持续发行，加强医院基础设施建设、设备采购等相关支持。11 月全国人大全委会提出大大减轻地方政府化债压力，地方专项债资源进一步增加，医疗卫生作为民生关键领域，2020 年后随着医疗新基建不断推进、相关专项债发行规模持续处于高位水平，2024 年以来医疗卫生专项债发行规模逐季提升，助力大规模设备更新持续推进。

图表42 地方政府医疗卫生相关专项债发行规模情况（亿元，左为按月统计，右为按年统计）



资料来源：企业预警通，平安证券研究所

2.6 海外：融资多元化、BD 新模式，政策重磅加持等全方位凸显创新药价值

融资多元化，BD/收购/并购重组等成为创新药企补充现金流途径。根据医药魔方统计，2024 年 Q1-Q3 中国 license-out 交易共 73 笔，去年同期 62 笔，披露总交易金额达 336 亿美元，同比增加 100%，总体首付款达 25.9 亿美元。近年来，国内药企 license-out 交易总金额逐年上升，2022 年 license-out 交易总金额首次超过当年在资本市场融资总金额，2023 年差距进一步拉大，2023 年仍然保持较大差距，license-out 交易成为国内企业现金流补充的重要途径。此外 2024 年来发生多起并购事件，如 2024 年 10 月中国生物制药公布通过协议转让和要约收购的方式，收购科创板上市企业浩欧博，收购完成后，浩欧博将成为中国生物制药在 A 股市场的上市附属公司；同月嘉和生物宣布与亿腾医药签订合并协议，此次合并的启示意义，不单单是优化整合双方资源，更为当下资金困境的 Biotech 企业带来现金流支持。

BD 授权点燃新模式，New-Co 交易创新出海。2024 年以来，先后有恒瑞、康诺亚、嘉和生物和岸迈生物利用 NewCo 实现产品出海。与产品整体转让或部分转让+合作开发出海路径不同，NewCo 模式并非一次性买卖，国内创新药企既获得了资金支持，也能获得合作方股权，从而保证在产品后续研发乃至商业化阶段拥有相当比例的权益，且通过引入海外基金，搭建国际化管理团队，吸引更多的投资者，实现公司国际化布局的同时将产品的价值最大化。

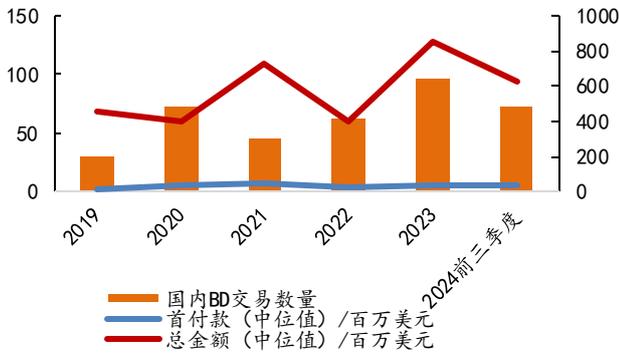
政策加持，全链条支持创新药发展。2024 年版医保目录于 11 月 28 日公布，2025 年 1 月 1 日起正式执行新版医保目录，国家医保局将指导各地医保部门抓紧做好支付政策调整、药品采购平台挂网、信息系统改造、建立完善“医保药品云平台”等工作，指导和督促定点医药机构加强新增药品的配备，让目录调整的利好政策尽快落地见效，让参保群众尽快用上纳入目录的好药新药。相关落地工作安排如下：（1）调出目录的谈判药品可有 6 个月过渡；（2）执行全国统一的医保支付标准；（3）2025 年双通道药店不再接受纸质处方；（4）2024 年 12 月底完成新增药品挂网工作；（5）对于部分药品特例单议或不纳入 DRG/DIP；（6）2025 年 2 月底前召开药事会；（7）惠民保与基本医保衔接，相互补充结合等。

2.6.1 2024 年创新药企 BD 交易数量继续增长，总金额超过资本市场融资金额

2024 年创新药企 BD 交易数量继续增长，总金额超过资本市场融资金额。2024 年 Q1-Q3 中国 license-out 交易共 73 笔，去年同期 62 笔。据医药魔方数据统计，2024 年上半年 BD 总交易金额达 336 亿美元，同比增加 100%。近年来，国内药企 license-out 交易总金额逐年上升，2022 年 license-out 交易总金额首次超过当年在资本市场融资总金额，2023 年差距进一步拉大，2023

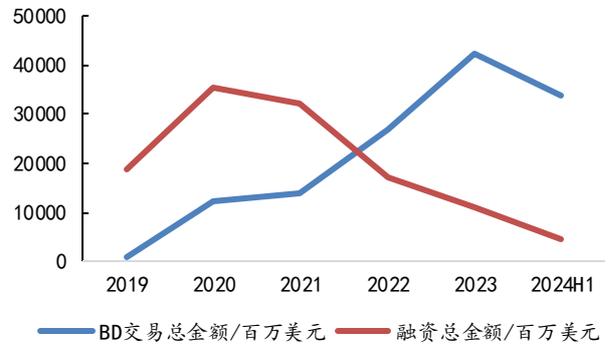
年仍然保持较大差距，license-out 交易成为国内企业现金流补充的重要途径。从交易项目临床进度来看，主要以临床前产品为主，临床阶段产品的占比下降，且转出项目集中在肿瘤领域。

图表43 2019-2024 前三季度国内 BD 交易数量及金额统计 (左轴单位: 个; 右轴单位: 百万美元)



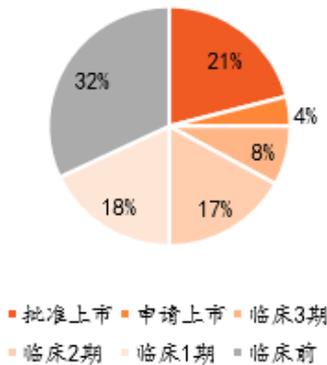
资料来源: 医药魔方, 平安证券研究所

图表44 2019-2024H1 国内企业融资金额与 license-out 交易总金额对比



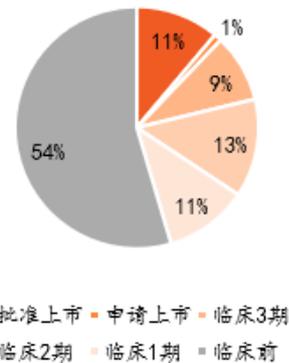
资料来源: 医药魔方, 平安证券研究所

图表45 2023 年国内 BD 交易项目临床阶段



资料来源: 医药魔方, 平安证券研究所

图表46 2024 前三季度国内 BD 交易项目临床阶段



资料来源: 医药魔方, 平安证券研究所

2.6.2 双抗及 TCE 产品管线 BD 浪潮, 国内开启 NewCo 出海新模式

双抗重磅交易频发, TCE 管线研发从肿瘤转向自免。2024 年 4 月 nature medicine 发表了一项 CD3*CD19 双抗贝林妥欧单抗研究结果, 证实该类双抗可以治疗类风湿关节炎等 B 细胞阶段的自身免疫疾病, 带动了 CD3 双抗/三抗的授权交易, 如根据默沙东公众号, 同润生物 CN201 是国内唯一一款已有临床数据的 CD3/CD19 双抗, 2024 年 8 月以首付款 7 亿美元, 总对价 13 亿美元授权给 MSD。

图表47 双抗及 TCE 平台管线 BD 交易

| 双抗交易 | 授权公司 | 引进公司 | 靶点 | 分子种类 | 权益范围 | 首付款 /百万美元 | 里程碑付款 /百万美元 | 总对价 /百万美元 |
|------------|------|----------|-----------------------|------|--------|--------------|----------------|--------------|
| 2022/12/6 | 康方生物 | Summit | PD-1/VEGF | 双抗 | 欧美日 | 500 | 4500 | 5000 |
| 2024/8/1 | 宝明昂科 | SynBioTx | PD-L1/VEGF, CTLA-4 | 双抗 | 大中华区以外 | 50 | 2000 | 2050 |
| 2024/11/14 | 礼新医药 | MSD | PD-1/VEGF | 双抗 | 全球权益 | 588 | 2700 | 3288 |
| 2024/11/13 | 普米斯 | BioNTech | PD-L1/VEGF | 双抗 | 全球权益 | 800 | 150 | 950 |
| 合计 | | | | | | 1938 | 9350 | 11288 |
| TCE交易 | 授权公司 | 引进公司 | 靶点 | 分子种类 | 权益范围 | 首付款 /百万美元 | 里程碑付款 /百万美元 | 总对价 /百万美元 |
| 2024/8/5 | 嘉和生物 | TRC 2004 | CD20/CD3 | 双抗 | 大中华区以外 | 50 | 443 | 493 |
| 2024/8/9 | 同润生物 | MDS | CD19/CD3 | 双抗 | 全球权益 | 700 | 600 | 1300 |
| 2024/9/4 | 岸迈生物 | Vignette | BCMA/CD3 | 双抗 | 大中华区以外 | 60 | 575 | 635 |
| 2024/10/29 | 恩沐生物 | GSK | CD3/CD19/CD20 | 三抗 | 大中华区以外 | 300 | 550 | 850 |
| 2024/11/7 | 维立志博 | Aditum | CD3/CD19/BCMA | 三抗 | 大中华区以外 | 35 | 579 | 614 |
| 合计 | | | | | | 1145 | 2747 | 3892 |

资料来源：医药魔方，平安证券研究所

创新出海新模式 NewCo。将公司产品管线海外权利授予海外公司，获得股权及资金支持，同时引入海外基金，搭建国际化团队，实现产品出海，这种被称为 NewCo 的出海模式，获得越来越多国内创新药企的青睐。2024 年以来，先后有恒瑞、康诺亚、嘉和生物和岸迈生物利用 NewCo 实现产品出海。与产品整体转让或部分转让+合作开发出海路径不同，NewCo 模式并非一次性买卖，国内创新药企既获得了资金支持，也能获得合作方股权，从而保证在产品后续研发乃至商业化阶段拥有相当比例的权益，且通过引入海外基金，搭建国际化管理团队，吸引更多的投资者，实现公司国际化布局的同时将产品的价值最大化。

图表48 恒瑞医药产品出海风格变化

| 类型 | 传统型BD | NewCo型ND |
|-----------------|----------------------------|--|
| 转让/受让方 | 恒瑞医药/Aiolos Bio (被GSK收购) | 恒瑞医药/Kailera |
| 时间 | 2023年8月 | 2024年5月 |
| 项目 | SHR-1905 (TSLP单抗) | HRS-7535; HRS9531; HRS-4729 GLP-1产品组合 |
| 权益 | 除大中华区以外的全球范围内开发、生产和商业化独家权利 | 除大中华区以外的全球范围内开发、生产和商业化独家权利 |
| 股权 | - | 19.90% |
| 首付/里程碑/ 百万美元 | 21.5/1028.5 | 100/5935 |
| 销售分成 | 两位数比例 | 低个位数-低两位数比例 |

资料来源：医药魔方，平安证券研究所

2.6.3 BD/并购演变为主流的融资渠道

图表49 截至2024年11月BD梳理

| 日期 | 受让方 | 转让方 | 交易项目/平台 | 药物类型 | 靶点 | 最高进展 | 首付款/亿美元 | 总金额/亿美元 |
|------------|-----------------------|--------------|---------------------------|-------|-------------------------------|-------------|---------|-----------|
| 2024/1/2 | 罗氏 | 宜联生物 | YL211 | ADC | c-MET | 临床前 | 0.5 | 10.5 |
| 2024/1/2 | 阿斯利康 | 安锐生物 | L858R | 小分子 | EGFR | 临床前 | 0.4 | 5.4 |
| 2024/1/3 | BI | 瑞博生物 | 小核酸创新疗法 | - | - | - | - | 20 |
| 2024/1/4 | Avenzo | 安锐生物 | ARTS-201 | 小分子 | ODK2 | 临床1期 | 0.4 | 10 |
| 2024/1/5 | Menarini | 英矽智能 | ISM5043 | 小分子 | KAT6 | 临床前 | 0.12 | 5 |
| 2024/1/7 | 拜耳、RTW | 莱茵药业 | 心血管和眼科领域产品线 | - | - | - | - | 0.35、1.27 |
| 2024/1/8 | 诺华 | 柏盟制药 | RNAi技术及疗法 | - | - | 临床1/2期 | 1.85 | 41.65 |
| 2024/1/9 | Radiance | 百奥赛因 | 双抗ADC | 双抗ADC | HER2/Trop2 | - | - | - |
| 2024/1/11 | HilleVax | 康华生物 | 六价重组诺如病毒疫苗及其衍生物 | - | - | - | 0.15 | 2.555 |
| 2024/1/19 | 吉利德 | 百奥赛因 | 全人抗体库-RenMice系列 | - | - | - | - | - |
| 2024/1/23 | SPIMACO | 瑞科生物 | REC603 | - | - | - | - | - |
| 2024/1/25 | GLENMARK | 康宁杰瑞/恩路迪 | 恩沃利单抗 | 单抗 | PD-L1 | 上市 | - | 7.08 |
| 2024/3/15 | 翰森制药 | 普米斯 | HS-20117/PM1080用于开发ADC产品 | 双抗ADC | EGFR/cMet | 临床1期 | - | 6.91 |
| 2024/3/18 | SteinCares | 百奥泰 | 两款生物类似药BAT2506和BAT2606 | - | - | 临床3期/1期 | 0.012 | 0.06 |
| 2024/3/25 | 葆元医药 | Nuvation Bio | Taletrectinib、Safusidenib | 小分子 | ROS1抑制剂、IDH1抑制剂 | 临床2期 | - | - |
| 2024/3/26 | 印度制药公司 | 迈威生物 | 9MW0813 | 生物类似药 | - | 临床3期 | - | - |
| 2024/3/28 | Rxilient Biotech | 君实生物 | 特瑞普利单抗 | 单抗 | PD-1 | 上市 | - | 0.05 |
| 2024/5/7 | HK inno.N corporation | 先为达生物 | 伊洛福鲁单抗注射液 | 小分子 | 长效GLP-1 | 临床3期 | 0.56 | 0.56 |
| 2024/5/16 | Heracles | 恒瑞医药 | HRS-7535、HRS9531、HRS-4729 | 小分子 | GLP-1 | 临床2期/2期/临床前 | 1.1 | 60 |
| 2024/5/17 | Erasca | 嘉越医药 | JYP0015 | 小分子 | Pan-RAS抑制剂 | 临床前 | 0.2 | 3.45 |
| 2024/5/23 | AZ | 和铂医药 | - | 单抗 | - | 临床前 | 0.19 | 6.04 |
| 2024/5/27 | BioNTech SE | 宜联生物 | TMALIN ADC技术平台 | ADC | - | - | - | 18.25 |
| 2024/5/27 | Ewopharm | 基石药业 | 舒福利单抗 | 单抗 | PD-L1 | 上市 | - | 0.513 |
| 2024/5/29 | STADA | 百奥泰 | 艾利木单抗生物类似药 | 单抗 | TNF-α | 临床3期 | 0.1 | 1.575 |
| 2024/6/5 | ArriVent | 康宁杰瑞 | ADC技术平台 | ADC | - | - | - | 6.2 |
| 2024/6/13 | 艾伯维 | 明济生物 | FG-M701 | 单抗 | TL1A | 临床前 | 1.5 | 15.6 |
| 2024/6/14 | Takeda | 亚盛医药 | 奥雷巴替尼 | 小分子 | BCR-ABL | 商业化 | 1.0 | 13.0 |
| 2024/6/18 | Day One | 上海麦科恩生物 | MTX-13 | ADC | PTK7 | 临床前 | 0.6 | 12.1 |
| 2024/7/9 | Belenos Biosciences | 康诺亚/乐普生物 | CM512、CM536 | 双抗 | CM512 (IL-12/TSLP双抗)、CM536未披露 | 临床前 | 0.2 | 1.9 |
| 2024/7/11 | Ipsen | 星百科技 | FS001 | ADC | - | 临床前 | 0.0 | 10.3 |
| 2024/7/17 | SK Biopharmaceuticals | 福联科技 | FL-091 | 核药 | NTSR1 | 临床前 | 0.0 | 5.7 |
| 2024/7/23 | BioNTech | 三迭纪医药 | 制剂平台 | 其他 | 3D打印口服RNA药物 | - | 0.1 | 12.1 |
| 2024/8/1 | SynBioTx | 宣明药科 | IMM2510、IMM27M | 双抗 | PD-L1/VEGF, CTLA-4 | I b/II期临床 | 0.5 | 20.5 |
| 2024/8/5 | TRC 2004 | 嘉和生物 | GB261 | 双抗 | CD20/CD3 | I/II期临床 | 0.5 | 4.9 |
| 2024/8/9 | MDS | 同润生物 | CN201 | 双抗 | CD19/CD3 | I b期临床 | 7.0 | 13.0 |
| 2024/8/20 | Acendo | 普众发现 | AMT-754 | ADC | TF-ADC | IND | 0.0 | 10.0 |
| 2024/9/4 | Vignette | 岸迈生物 | EMB-06 | 双抗 | BCMA/CD3 | I/II期临床 | 0.6 | 6.4 |
| 2024/9/25 | Sanofi | 天境生物 | 尤塞利单抗 | 单抗 | CD73 | II期临床 | 0.4 | 2.7 |
| 2024/9/30 | Roche | 齐鲁锐格 | RGT-419B、QR-6401 | 小分子 | CDK2/4/6、CDK2 | I期临床 | 8.5 | 8.5 |
| 2024/10/7 | AZ | 石药集团 | YS2302018 | 小分子 | Lp (a) | 临床前 | 1.0 | 20.2 |
| 2024/10/9 | Gedeon Richter | 百奥泰 | BAT2206乌司奴单抗 | 单抗 | IL-23/IL-12 | BLA | 0.1 | 1.1 |
| 2024/10/17 | Novartis | 百裕制药 | - | 小分子 | - | - | 0.7 | 11.7 |
| 2024/10/29 | GSK | 恩沐生物 | CMG1A46 | 三抗 | CD3/CD19/CD20 | I期临床 | 3.0 | 8.5 |
| 2024/11/7 | Aditum | 维立忠博 | LBL-051 | 三抗 | CD3/CD19/BCMA | 临床前 | 0.4 | 6.1 |
| 2024/11/12 | Apollo | 东阳光药 | APL-18881 | 多肽药 | GLP-1/FGF21 | II期临床 | 0.1 | 9.4 |
| 2024/11/14 | MSD | 礼新医药 | LM-299 | 双抗 | PD-1/VEGF | I期临床 | 5.9 | 32.9 |

资料来源：医药魔方，平安证券研究所

在2024年医药行业并购事件中，我们观察到以下几个特点：（1）大型药企占据了主导地位，凭借强大的资金实力和资源优势，通过并购扩大市场份额，提升竞争力；（2）创新技术和产品成为各方争夺的焦点，拥有创新技术和产品的企业往往获得更高的估值；（3）2024年医药行业并购事件中出现了更多的跨领域并购，帮助企业实现业务多元化和产业链衍生，降低经营风险。

跨国药企并购国内企业：2023年12月AZ以总价12亿美元收购巨喜生物，成为首个跨国药企整体收购国内Biotech的事件；2024年1月诺华宣布收购信瑞诺医药；3月Nuvation Bio收购葆元医药；4月Genmab以总价18亿美元收购普方生物，成为中国如同润生物CN201是国内唯一一家被收购的ADC公司；11月BioNTech以总价9.5亿美元收购普米斯，被收购方核心资产为PD-L1/VEGF双抗PM8002。

国内企业并购重组：2024年9月证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，自“并购六条”政策公布以来，国内市场也迎来了一波并购重组潮，如2024年10月中国生物制药公布通过协议转让和要约收购的方式，收购科创板上市企业浩欧博，收购完成后，浩欧博将成为中国生物制药在A股市场的上市附属公司；同月嘉和生物宣布与亿腾医药签订合并协议，此次合并的启示意义，不单单是优化整合双方资源，更为当下资金困境的Biotech企业带来现金流支持。

图表50 跨国药企收购国内Biotech企业

| 被收购方 | 收购方 | 重点项目 | 宣布拟收购时点 | 收购金额 |
|------|--------------|---|----------|-------------------------------|
| 普米斯 | BioNTech | PM8002 (PD-L1/VEGF双抗, 临床3期) | 2024年11月 | 总金额9.5亿美元, 首付款8亿美元, 里程碑1.5亿美元 |
| 普方生物 | Genmab | rinatabart sesutecan (临床1/2期) 等项目及ADC平台 | 2024年4月 | 总金额18亿美元 |
| 葆元医药 | Nuvation Bio | taletrectinib (下一代ROS1抑制剂, 临床2期); safusidenib (mIDH1抑制剂, 治疗神经胶质瘤, 临床2期) | 2024年3月 | 以全股票方式收购 |
| 信瑞诺 | 诺华 | Atrasentan及Zigakibart, 治疗IgA肾病 | 2024年1月 | — |
| 亘喜生物 | AZ | CAR-T GC012F (临床1/2期) | 2023年12月 | 总交易额12亿美元 |

资料来源：医药魔方，平安证券研究所

图表51 国内并购重组事件

| 被收购方 | 收购方 | 交易内容 | 时间 |
|------|--------|---|----------|
| 鼎晟肽源 | 东北制药 | 总交易价值1.87亿元, 东北制药收购鼎晟肽源70%的股权 | 2024年11月 |
| 中新医药 | 康缘药业 | 康缘药业2.7亿元收购中新医药100%股权 | 2024年11月 |
| 方圆制药 | 千红制药 | 千红制药3.9亿元收购方圆制药全部股权 | 2024年10月 |
| 石药百克 | 新诺威 | 新诺威发行股份及支付现金购买石药百克100%股权 | 2024年10月 |
| 浩欧博 | 中国生物制药 | 通过协议转让和要约收购的方式, 收购浩欧博55%的股份 | 2024年10月 |
| 亿腾医药 | 嘉和生物 | 配发18.21亿新股完成合并, 合并后命名为亿腾嘉和, 亿腾持有新公司77.43%股份, 嘉和持有22.57% | 2024年10月 |

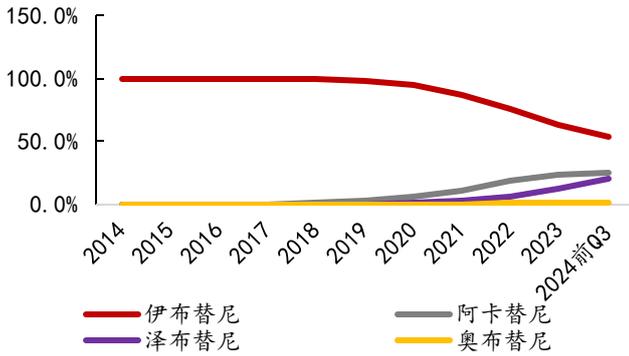
资料来源：医药魔方，平安证券研究所

三、 主线一：创新药产业链

3.1 创新药：国产创新价值凸显，市占率不断提升

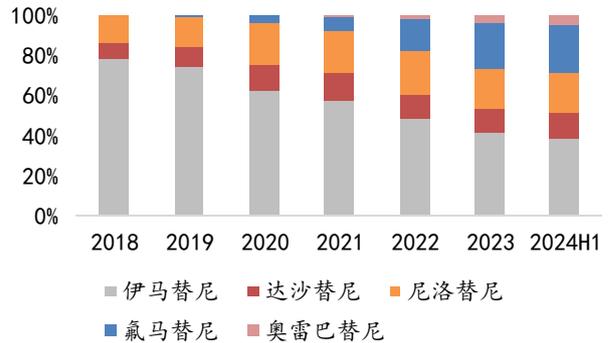
从国内创新药企创新平台不断迭代、海外BD授权合作、国内商业化放量等多个维度，国内药企的创新属性和价值的彰显。凭借产品本身的疗效和安全性优势，国产创新药在各自细分病种领域的市占率不断提升。如在CLL/SLL，百济神州泽布替尼全球放量迅速；诺诚健华奥布替尼国内三项适应症纳入医保，2024年前三季度奥布替尼国内实现销售6.93亿元，同比增长45%，单Q3奥布替尼实现收入2.76亿元，同比增长75.5%；在CML，江苏豪森氟马替尼作为二代BCR-ABL TKI，亚盛医药奥雷巴替尼第三代BCR-ABL TKI上市后销售放量，在国内BCR-ABL TKI药物市场中，国产创新药的份额不断提升。建议关注百济神州、亚盛医药、诺诚健华等。

图表52 全球 BTK 抑制剂竞争格局



资料来源: 艾伯维公司财报, 百济神州公司财报, 诺诚健华公司财报, 平安证券研究所

图表53 国内 BCR-ABL TKI 竞争格局



资料来源: 艾伯维公司财报, 百济神州公司财报, 诺诚健华公司财报, 平安证券研究所

ADC 精准靶向治疗, 国产 TROP2 ADC 获批上市。德曲妥珠单抗(DS-8201)纳入 2024 年医保目录, 科伦博泰 TROP2 ADC 芦康沙妥珠单抗获批上市。2024 年新版国家医保目录公布, 相较于 2023 年, 今年有两款 ADC 药物纳入国家医保, 分别为罗氏的注射用维泊妥珠单抗、第一三共/AZ 的注射用德曲妥珠单抗。截至 2024 年 11 月, 德曲妥珠单抗国内已获批 4 项适应症, 纳入 2024 版医保目录内的为 2L HER2 阳性乳腺癌和 HER2 低表达乳腺癌, 纳入医保后有望降低乳腺癌患者的用药负担, 也有利于打开德曲妥珠单抗此前因价格受限的市场。2024 年 11 月科伦博泰 TROP2 ADC 芦康沙妥珠单抗获批上市治疗三阴性乳腺癌, 打破了该领域被进口垄断的局面, 公司针对芦康沙妥珠单抗已搭建超 400 人营销团队, 且后续围绕肺癌和乳腺癌多维度布局, 深度挖掘产品价值。

图表54 重点 ADC 产品项目详况

| 商品名 | 企业 | Antibody | linker | payload | DAR | 国内阶段 | 适应症 (中) |
|---------------------------------|-----------------|-----------|-------------------------|--------------------------|-----|---|---------|
| 恩美西妥珠单抗 Kadcyla/赫赛莱/T-DM1 | 罗氏 | HER2 | 不可裂解硫醚键 | DM1 美登素衍生物 | 3.5 | 2020年1月上市早期HER2+乳腺癌non-PoR患者 2021年6月上市2L HER2+乳腺癌 | |
| 德曲妥珠单抗 EnhertuTM/DS-8201/优赫停 | AZ/第一三共 | HER2 | 可裂解四肽链 | 拓扑异构酶1 (TOP1) 抑制剂Dxd | 8 | 2023年2月上市2L HER2阳性乳腺癌 2023年7月上市HER2低表达乳腺癌 (IHC1+和IHC2+/ISH-) 2024年8月上市2L 晚期胃癌/胃食管交界区癌 2024年10月上市2L NSCLC | |
| 维迪西妥单抗 爱地希/RC48 | 荣昌生物 | HER2 | 可裂解半胱氨酸偶联 | MMAE | 4 | 2021年6月上市3L HER2过表达胃癌 2021年12月上市2L mUC | |
| 戈沙妥珠单抗/Trodelvy/拓 达维 | Gilead | Trop2 | 可水解的CL2A连接器 | 伊立替康的活性代谢物 SN-38 | 7.6 | 2022年6月3L TNBC 2024年2月申请上市3L HR+/HER2- BC | |
| 德达博妥单抗 DS-1062/Dato-Dxd | AZ/第一三共 | Trop2 | 可裂解四肽链 | 拓扑异构酶1 (TOP1) 抑 制剂Dxd | 4 | 2024年3月申请上市3L HR+/HER2- mBC | |
| SKB264/MK-2870 | 科伦博泰/MSD | Trop2 | 2-甲基磺酰基噻唑 | 贝洛替康衍生物KL610023 | 7.4 | 2024年11月上市3L TNBC | |
| Padcev/EV | 安斯泰来 /Seagen | Nectin4 | 巯基酸-瓜氨酸连接器 | MMAE | 4 | 2024年8月上市用于PD-1/L1耐药并接受过含铂化疗1a/mUC 2024年3月申请上市联合PD-1一线治疗尿路上皮癌 | |
| 9MW2821 | 迈威生物 | Nectin4 | 可裂解valine-citrulline二肽键 | MMAE | 4 | 临床3期 与研究者选择的化疗相比对既往接受过PD-1/L1抑制剂和含铂化疗的mUC | |
| Patritumab deruxtecan | MSD/第一三共 | HER3 | 可裂解四肽链 | Dxd | 8 | 国内3期3L EGFR突变NSCLC | |
| BL-B01D1 | 百利天恒 | EGFR&HER3 | AC连接器 | 喜树碱类衍生物ED04 | 8 | 国内3期 鼻咽癌、食管鳞状细胞癌、HR阳性乳腺癌、非小细胞肺癌、三阴性乳腺癌 | |

资料来源: 医药魔方, 平安证券研究所

IgA 肾病国内存量患者百万级别, 每年新增患者 10 万左右。IgA 肾病主要特征为免疫球蛋白 A (IgA) 在肾脏中的积聚, 无症状血尿伴不同程度的蛋白尿是最常见的临床表现, 疾病多始发于青壮年。从患者数来看, 据沙利文报告数据全球 IgA 肾病患者人数由 2015 年的 880 万人增加至 2020 年的 930 万人, 其中我国约占 220 万人; 预计 2030 年全球患病人数达到 1020 万人, 中国约达 240 万人。在美国 IgA 肾病属于罕见病, 患者基数不大, 仅约 13 万-15 万患者数, 相比之下, 我国确诊为

IgA 肾病的存量患者数百万级别，群体基数庞大。建议关注云顶新耀，公司治疗 IgA 肾病创新药物耐赋康于 2023 年 11 月国内获批上市，且已纳入 2024 版医保目录，2025 年 1 月 1 日正式执行，有望纳入医保后带动产品放量。

图表55 IgAN 治疗相关管线进展

| 药品 | 靶点 | 企业 | 临床阶段 |
|--------------------|--------------|----------------------------------|---------------------------|
| Nefecon | 靶向回肠末端黏膜B细胞 | Calliditas&云顶新耀 | 2023.11大陆地区上市，纳入2024版医保目录 |
| 泰它西普 | BAFF&APRIL | 荣昌生物 | 临床3期 |
| 阿基西普 | BAFF&APRIL | Vera | 临床3期 |
| zigakibart | APRIL | Chinook (诺华35亿美元收购) | 临床3期 |
| sibeprenlimab | APRIL | Visterra (Otsuka) | 临床3期 |
| povetacicept | BAFF&APRIL | Vertex Pharmaceuticals (49亿美元收购) | 临床1/2期已完成，24H2开展注册性3期 |
| Sparsentan (司帕生坦) | ETA&Ang II | Traverse Therapeutics | 2023.2在美获批 |
| Atrasentan (阿曲生坦) | ETA | Chinook (诺华) | 2024年11月国内申请上市 |
| Ambrisentan (安立生坦) | ETA | Gilead; GSK | 2024.1获批3期临床 |
| SC0062 | ETA | 智康弘义; 解放军总医院 | 临床2期 |
| iptacopan | CFB | 诺华 | 临床3期 |
| IONIS-FB-LRx | CFB反义疗法 | 罗氏; Ionis | 临床3期 |
| HRS-5965 | CFB | 恒瑞医药 | 临床2期 |
| ravulizumab | C5 | AZ | 临床3期 |
| avacopan | C5R | Amgen | 临床2期 |
| cemdisiran | 靶向C5蛋白RNAi疗法 | Alnylan; 再生元 | 临床2期 |
| KP104 | C5&CFH | Kira Pharmaceuticals | 临床2期 |
| pegoctacoplan | C3 | Swedish Orphan Biovitrum | 临床2期 |
| narsoplimab | MASP2 | Omeros | 临床3期 |
| CM338 | MASP2 | 康诺亚 | 临床2期 |
| SHR-2010 | MASP2 | 恒瑞医药 | 临床2期 |
| vermicoopan | CFD | AZ | 临床2期 |

资料来源：医药魔方，平安证券研究所

3.2 核药：MNC 加速布局，行业进入快速发展期

RDC 是临床实操中唯一能够实现诊疗一体化的药物。放射性核素偶联药物 (RDC) 结构类似于 ADC，相同的靶向配体和连接子的 RDC 分子既可以与释放 γ 射线的诊断核素结合，也可以与释放 α 和 β 射线的治疗核素相结合。核药相较于常规药物更不易造成耐药。由于核药通过辐射对细胞 DNA 或者其他分子结构导致细胞死亡，过程并不涉及靶点和通路，所以相较传常规小分子和大分子药物不易产生耐药。

图表56 部分诊疗一体化 RDC 产品

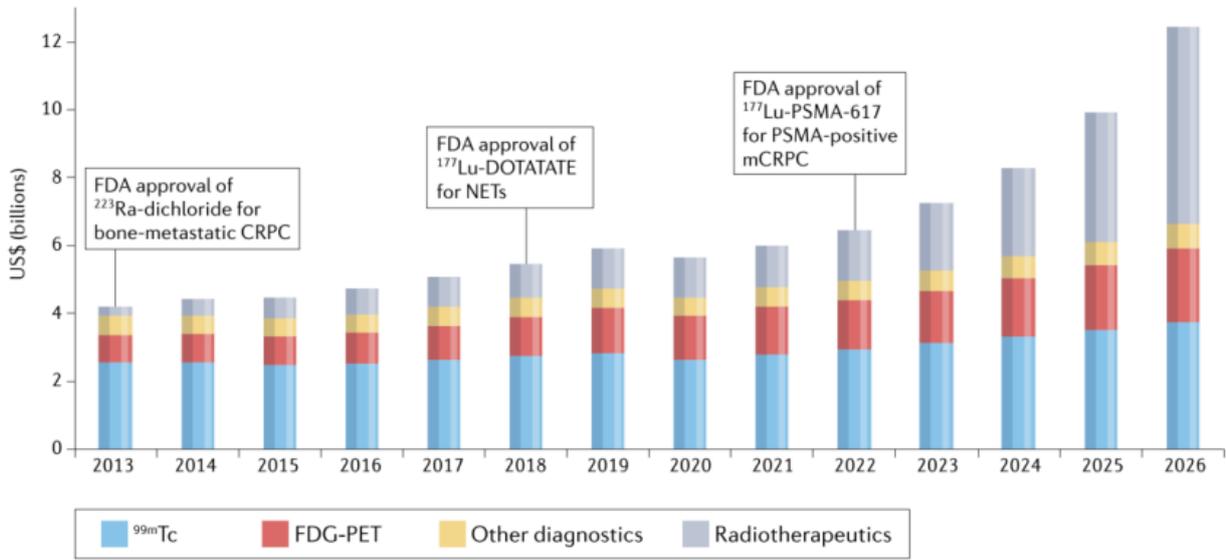
| 药物名称 | 公司 | 靶点 | 适应症 | 核素 | 用途 | 最新进展 |
|--|-------|-------|----------|-------------------|----|----------|
| ^{68}Ga -PSMA-11 | 诺华 | PSMA | 前列腺癌 | ^{68}Ga | 诊断 | 批准上市 |
| 镥 ^{177}Lu -vipivotide tetraxetan | | | | ^{177}Lu | 治疗 | 批准上市 |
| 镓 ^{68}Ga -氧奥曲肽 | 诺华 | SSTR2 | 神经内分泌肿瘤 | ^{68}Ga | 诊断 | 批准上市 |
| 镥 ^{177}Lu -氧奥曲肽 | | | | ^{177}Lu | 治疗 | 批准上市 |
| TLX250-CDx | Telix | CA9 | 透明细胞肾细胞癌 | ^{89}Zr | 诊断 | 完成临床III期 |
| TLX250 | | | | ^{177}Lu | 治疗 | 临床II期 |
| TLX101-CDx | Telix | LAT1 | 胶质瘤 | ^{18}F | 诊断 | 临床III期 |
| TLX101 | | | | ^{131}I | 治疗 | 临床II期 |

资料来源：clinicaltrials.gov，平安证券研究所

治疗性核药带动全球核药市场未来 5 年保持高速增长。根据医药魔方，截止 2024 年 7 月 4 日，全球有 88 款放射性新药获批上市，仅有 18 款用于治疗。与之对应，根据东诚药业 2022 年年报，2022 年全球核药市场规模约为 60 亿美元，治疗性核药 CAGR 高达 39.1%，而诊断类核药 CAGR 为 7.0%，治疗性核药将带动全球核药市场快速扩容。

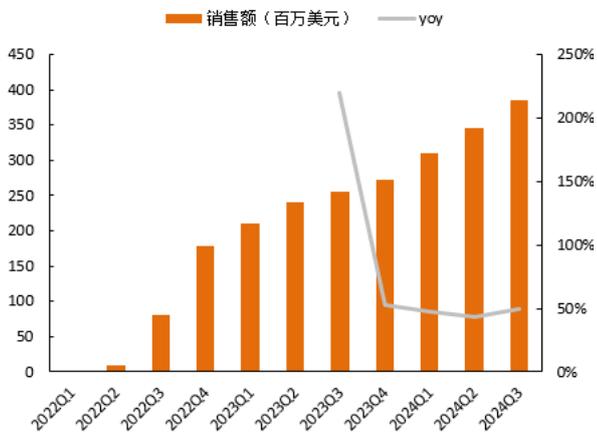
重磅单品驱动核药市场快速扩容。以 Novartis 的 177Lu-Pluvicto 和 177Lu-Lutathera 为例。Pluvicto 2022 年上市，2023 年销售额即达到 9.8 亿美元 (+261%)，24Q3 单季度收入 3.86 亿美元 (+50%)；Lutathera 2023 年销售额 6.05 亿美元 (+28%)，2024 年前三季度收入 5.34 亿美元 (+17%)，同样保持快速增长。

图表57 2013-2026E 全球核医学市场预测



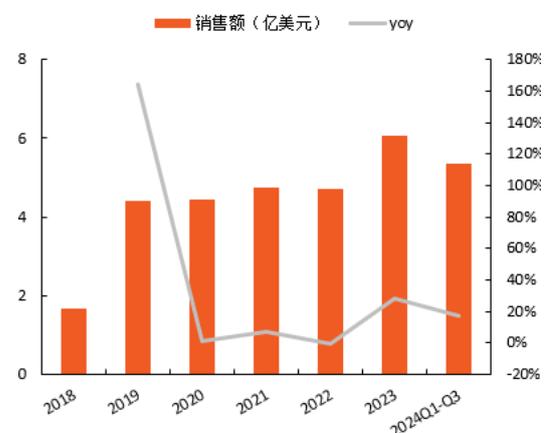
资料来源：东诚药业 2022 年年报，平安证券研究所

图表58 Pluvicto 季度销售额及增速



资料来源：诺华，平安证券研究所

图表59 Lutathera 历年销售额及增速



资料来源：诺华，平安证券研究所

MNC 频先大额交易搭建核药平台, 2023年下半年以来尤其火热。放射性药物具有的独特诊疗优势, 叠加 Lutathera 和 Pluvicto 优异的临床数据及销售表现, 点燃了全球各大 MNC 对核药领域的布局热情。核药产业链各个环节均具有极高的资金和监管壁垒, MNC 相较 biotech 更具搭建完整业务链条的能力。因此, 近年来频现 MNC 通过出手收购核药 biotech、引入管线权益或合作开发来搭建自己的核药平台。

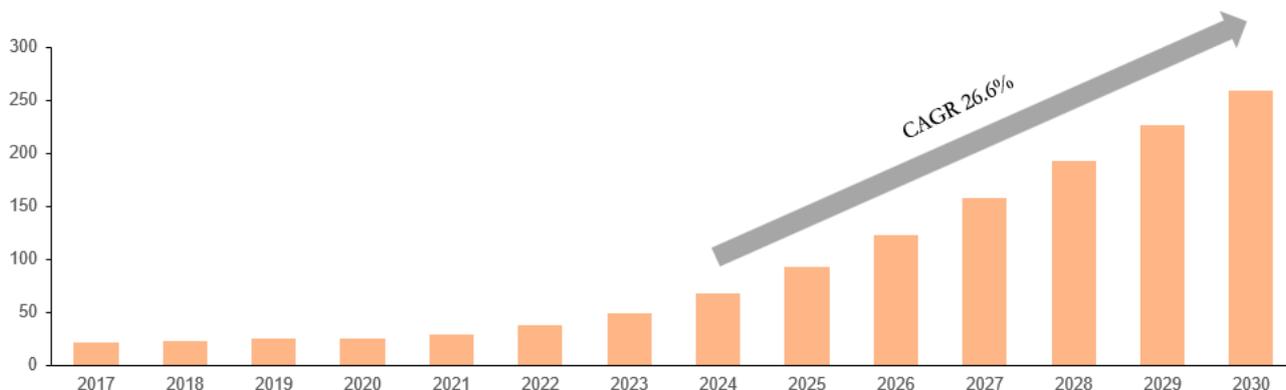
图表60 2010年以来MNC收购核药企业的重点交易事项和各公司布局的重点核药创新药类型

| 买方MNC公司 | 被收购公司 | 收购时间 | 收购金额(亿美元) | 重点布局核药类型 |
|---------|------------------------|---------|-----------|--|
| 拜耳 | ALGETA | 2014-02 | 26 | <ul style="list-style-type: none"> α核素233Ra、225Ac 18F的PET显像靶向药 |
| | Noria | 2021-06 | -- | |
| 诺华 | AAA | 2017-10 | 39 | <ul style="list-style-type: none"> GRPR、FAP靶点 α核素225Ac 诊疗一体化产品 |
| | Endocyte | 2018-10 | 21 | |
| | Mariana Oncology | 2024-05 | 17.5 | |
| 礼来 | Point Biopharma | 2023-10 | 14 | <ul style="list-style-type: none"> FAP靶点 精神分裂症、认知障碍PET显像 |
| BMS | RayzeBio | 2023-12 | 41 | <ul style="list-style-type: none"> α核素225Ac SSTR、Tau蛋白靶点 阿尔茨海默病性痴呆PET显像产品 |
| 阿斯利康 | Fusion Pharmaceuticals | 2024-03 | 20 | <ul style="list-style-type: none"> α核素225Ac EGFR/c-Met靶点双抗核药 诊疗一体化产品 |
| 罗氏 | PeptiDream | 2023-9 | 10 | <ul style="list-style-type: none"> 大环肽偶联药物 |
| 强生 | Nanobiotix | 2023-7 | 18.6 | <ul style="list-style-type: none"> α核素225Ac Tau蛋白靶点 针对轻度认知障碍的PET显像 放射增强剂NBTXR3 |

资料来源: 各公司官网, 平安证券研究所

政策或将推动我国核药行业进入加速发展期。根据沙利文, 2021年之前中国核药市场规模较小且增长缓慢, 主要因为核药产业链和相关法规的建设仍处于初期。根据2021年《医用同位素中长期发展规划(2021-2035年)》, 1)在供给端, 我国已有的5座医用同位素研究堆由于能力条件、术流孔道和术流时间等因素, 只能自主生产碘-131以及小批量的镭-188和铯-89。碘-131和铯-89仅能满足国内20%的需求, 镭-188仅能满足5%, 其他常用堆照医用同位素均依赖进口。此外, 医用同位素生产的加速器大部分依靠进口, 其他生产技术仍处于验证阶段; 2)在需求端, 我国ECT设备的安装受到配置证限制, 检查价格昂贵但部分地区仍未医保覆盖, 一定程度抑制了核医学诊疗需求的释放。从具体数据看, 我国每万人开展核医学检查的人数约为19人, 仅为全球平均水平的30%左右; 3)在政策端, 我国缺乏对核药研产用一体化发展的顶层设计和统筹规划, 核素生产、运输和储存监管体系的有待健全限制了核药的发展。**2021年至今, 我国政策从同位素保障、新药审评审批、核医学科建设等各个方面给予大力支持, 有望从供给、需求和政策三方面共同促进核药行业发展。**预计2023-2030年, 我国核药市场规模将以CAGR 26.6%从50亿元增长至260亿元。

图表61 2017-2030E 中国核药的市场规模（单位：亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，平安证券研究所

中国多家企业看好核药赛道，已经有数家公司通过收购和合作入局。中国同辐和东诚药业入局核药行业的时间最早，目前已经有数款上市的非靶向核药。此外，远大医药、恒瑞、科伦博泰、百洋医药、云南白药和东曜药业也在核药靶向创新药方面有布局。

图表62 中国药企在核药领域相关交易或布局

| 买方 | 事件 | 相关公司/单位 | 时间 | 公司核药领域布局 |
|------|-----------------|---------|-------|---|
| 中国同辐 | | | | • 生产核素-非靶向核药-靶向创新药-核医疗设备-核药生产配送全流程 |
| 东诚药业 | 7.5亿元收购52%股份 | 云克药业 | 2015年 | • 非靶向核药、核药创新药、核药CXO、核药生产/配送网络 • 布局Tau蛋白/PSMA/FAP/SSTR2靶向的诊断/治疗产品 |
| | 6513万元收购83.5%股权 | 益泰医药 | 2016年 | |
| 远大医药 | 16亿元收购 | 安迪科 | 2016年 | • 核药微球已上市 • 诊疗一体化等RDC在研 |
| | 14亿美元收购收购 | Sirtex | 2018年 | |
| | 2.5亿美元签订协议 | Telix | 2020年 | |
| | 合作 | ITM | 2021年 | |
| 百洋医药 | 战略合作 | 瑞迪奥 | 2022年 | • 铈标记的靶向性诊断药、双环肽、SPECT肿瘤诊断 |
| 恒瑞医药 | 成立子公司 | 天津恒瑞 | 2020年 | • 诊疗一体化 • PSMA/SSTR靶点的诊断/治疗产品 |
| 云南白药 | 成立子公司 | 云核医药 | 2023年 | • 靶向核药RDC • PSMA靶点的诊断/治疗产品 |
| 科伦博泰 | 引入项目TBM-001 | 西南医科大学 | 2023年 | • 诊疗一体化、癌症骨转移、α核素 |
| 东曜药业 | 发展CXO服务 | -- | -- | • 核药CXO、偶联技术 |

资料来源：各公司官网，平安证券研究所

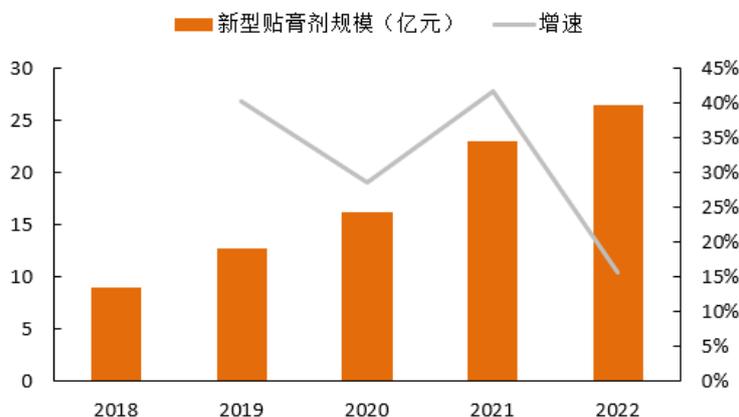
3.3 透皮贴膏：技术升级撬动广阔市场

凝胶贴膏等新剂型保持快速放量。贴膏剂分为传统橡胶膏，和新型凝胶贴膏、贴剂等，凝胶贴膏具备以下优势：1) 含水量高、透气性好，皮肤刺激性小，不易发生过敏反应；2) 载药量大，透皮吸收效率高，临床效果好；3) 锁水性强，可反复粘贴；4) 敷贴舒适性强，无撕揭痛感，没有皮肤贴痕，无异味；5) 活性成分以化药为主，更容易被临床医生所接受。因此以凝胶贴膏为代表的新型贴膏剂近几年保持快速放量。根据米内网数据，城市公立医院新型贴膏剂规模 2018-2022 年 CAGR

高达 31%。

凝胶贴膏壁垒高，主要体现在技术工艺和审评审批体系两方面。目前 CDE 鼓励企业以大临床的方式申报新品种。

图表63 凝胶贴膏市场规模及增速



资料来源：米内网，《亲水性凝胶贴膏剂的研究进展》，平安证券研究所

图表64 凝胶贴膏辅料种类众多，制备工艺复杂

| 种类 | 用量 |
|------------------------------|---------|
| 水 | 30%~60% |
| 骨架材料 | 3%~10% |
| 明胶、阿拉伯胶、海藻酸钠、卡波姆、聚丙烯酸钠、聚乙烯醇等 | |
| 交联剂 | 适量 |
| 乳酸、柠檬酸、高价金属盐、氧化铝、甘羟铝 | |
| 保湿剂 | 30%~50% |
| 甘油、聚乙二醇、山梨醇、丙二醇 | |
| 填充剂 | ~20% |
| 白陶土、微粉硅胶、碳酸钙、皂土、二氧化钛、氧化锌、高岭土 | |
| 透皮促渗剂 | ~6% |
| 丙二醇、氮酮 (Azone)、薄荷油、冰片、桉叶油 | |
| 其它附加剂 | 适量 |
| 抑菌剂、表面活性剂、精制油、蓖麻油、PH调节剂 | |

资料来源：米内网，《亲水性凝胶贴膏剂的研究进展》，平安证券研究所

目前国内主要是九典制药和北京泰德占领新型贴膏剂市场。目前新型贴膏剂主要有氟比洛芬凝胶贴膏、洛索洛芬钠凝胶贴膏、洛索洛芬钠贴剂、吲哚美辛凝胶贴膏几种，且基本都是独家品种。在 2023 年城市公立医院市场新型贴膏剂市场中，北京泰德和九典制药市占率分别为 56%和 29%。

图表65 截止 2024 年 6 月主要新型贴膏剂情况

| 品种 | 申报类别 | 获批时间 | 2023销售额 (亿元) | 增速 | 已上市企业 | 已报产企业 | 2023样本医院竞争格局 (%) |
|-----------|------|------|--------------|-----|-----------|--|-------------------|
| 洛索洛芬钠凝胶贴膏 | 化药4类 | 2017 | 8.7 | 21% | 九典制药 | 北京泰德、南京海纳、乐明药业、力强药业、法玛星、浙江赛默、华润三九、阳光诺和、百奥药业、延安药业 | 九典制药 (100) |
| 酮洛芬凝胶贴膏 | 化药3类 | 2023 | - | - | 九典制药 | - | - |
| 氟比洛芬凝胶贴膏 | 化药4类 | 2011 | 17.1 | 15% | 北京泰德、三笠制药 | 湖南金圃、乐明药业、法玛星、安必生、九典制药、华润三九 | 北京泰德 (100) |
| 吲哚美辛凝胶贴膏 | 化药3类 | 2011 | 1.2 | 1% | 尼普洛、武汉兵兵 | 九典制药 | 尼普洛 (96)、武汉兵兵 (4) |
| 洛索洛芬钠贴剂 | 化药2类 | 2014 | 3.4 | 11% | 第一三共 | 赛默制药、九典制药、福元医药 | 第一三共 (100) |

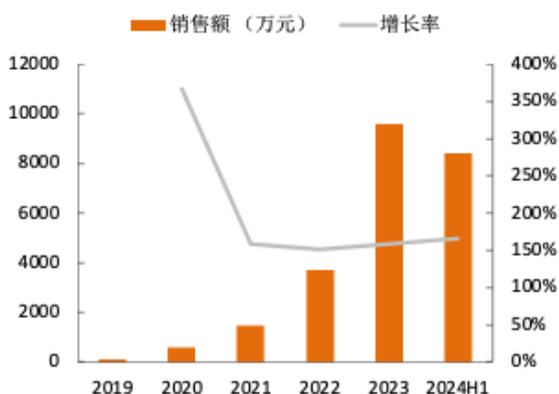
资料来源：米内网，CDE，药智网，平安证券研究所

注：销售额为样本医院城市公立医院渠道金额

化药贴膏剂是传统中药橡胶膏的升级品种，具备消费属性。以氟比洛芬凝胶贴膏、洛索洛芬钠凝胶贴膏等为代表的化药贴膏产品具备临床效果确切、粘贴舒适性强、不容易过敏等优势，是中药传统橡胶膏的升级品种。贴膏剂具备明显消费属性，一方面：化药贴膏剂单价普遍较高，与消费能力息息相关，且当前渗透率较低；另一方面：透皮贴剂仍以中药橡胶膏为主，其具备明显的品牌效应，而化药贴膏剂品牌有望逐步建立。

化药贴膏剂 OTC 渠道放量迅速。洛索洛芬钠凝胶贴膏 2023 年城市药店渠道收入 9587 万元 (+158%)，院外渠道占比 10%；氟比洛芬凝胶贴膏 2023 年院外收入 2.68 亿元 (-2%)，院外占比 14%；洛索洛芬钠贴剂 2023 年院外收入 1390 万元 (+115%)，院外占比 4%。参考中药橡胶膏院外约一半的占比，化药贴膏剂院外渠道提升空间大。

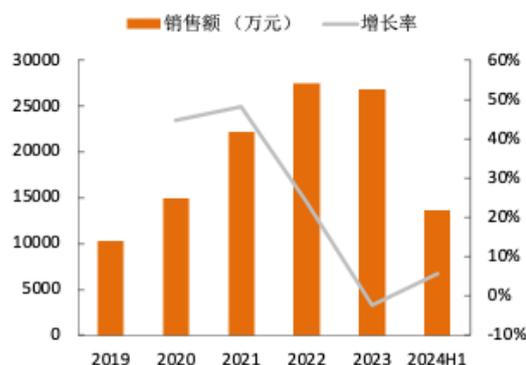
图表66 洛索洛芬钠凝胶贴膏城市药店销售额及增速



资料来源：米内网，平安证券研究所

注：院外渠道占比=城市药店渠道收入 / (城市药店渠道收入+城市公立渠道收入)

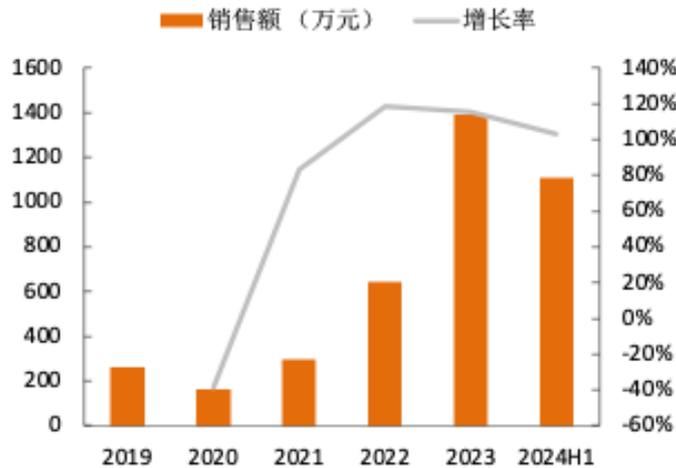
图表67 氟比洛芬凝胶贴膏城市药店销售额及增速



资料来源：米内网，平安证券研究所

注：院外渠道占比=城市药店渠道收入 / (城市药店渠道收入+城市公立渠道收入)

图表68 洛索洛芬钠贴剂城市药店销售额及增速



资料来源：米内网，平安证券研究所

注：院外渠道占比=城市药店渠道收入/(城市药店渠道收入+城市公立渠道收入)

3.4 CXO：海外看需求复苏，国内望产业触底+支持政策兑现

基于国内外医药健康产业融资环境的不同步，CXO 产业在 2025 年的投资逻辑也将维持分化状态。认清核心驱动因素有助于把握投资节奏。

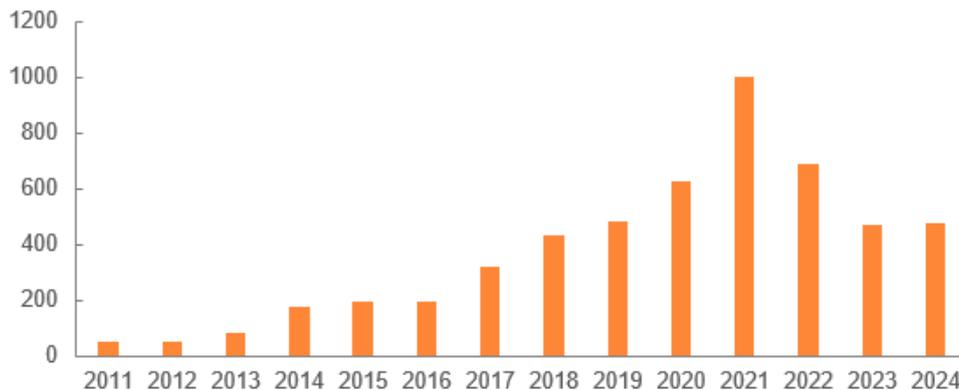
3.4.1 海外市场率先复苏，趋势已在外向型 CXO 订单端初步反应。

- (1) 美国进入降息通道，资金成本下降后投融资转向活跃，biotech 类公司现金流改善后，研发、生产需求回暖；
- (2) 疫情后各 MNC 药企主动进行了管线的调整，目前调整阵痛期已基本告一段落，新管线推进需求释放。

在上述两个因素作用下，我国外向型 CXO 头部公司的订单增长已在 Q2-Q3 期间迎来了初步的恢复，例如：药明康德前三季度在手订单（剔除新冠商业化项目）共计 438.2 亿元，同比+35.2%，而 23 年全年在手订单增长 18%。其他如药明生物、凯莱英、康龙化成等也呈现出新签订单金额、项目数逐步改善的状况。

我们认为上述两大因素产生的积极变化才得到初步反应，更多积极变化会在 2025 年展现

图表69 2011-2024年（截止11/29）海外医疗健康领域融资金额（亿美元）



资料来源：动脉网、平安证券研究所（注：统计范围从天使轮到IPO前的公开投资事件，不包括并购及二级市场融资）

图表70 部分外向型CXO公司近期订单增长提速

| 公司 | 口径 | 24年 | 此前数据 |
|------|-----------------|------------|--------------|
| 药明康德 | 在手订单, 剔除新冠商业化项目 | 前三季度+35.2% | 23年全年+18% |
| 药明生物 | 新签项目数量 | 上半年+61个 | 23H1新增46个 |
| 凯莱英 | 新签订单金额 | 上半年+20%以上 | 较Q1环比有较大幅度增长 |
| 康龙化成 | 新签订单金额 | 前三季度+18%以上 | 上半年+15%以上 |

资料来源：各公司财报、平安证券研究所

3.4.2 国内市场趋于平稳，大浪淘沙头部公司强者恒强。

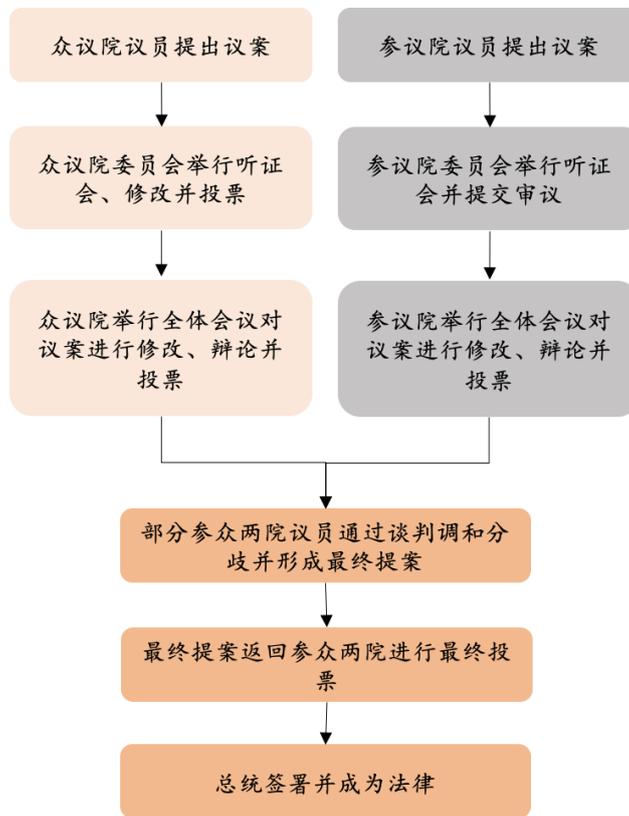
产业周期触底：国内医药产业融资下降的影响自2022年开始传导至CXO，并在2023年（尤其是下半年）愈演愈烈，行业整体服务价格逐季下降。回顾2024年，国内CXO市场因供给失衡继续存在，但在严酷的市场环境下一部分规模、技术、口碑以及现金流不占优势的CXO公司业务加速萎缩，进而导致：（1）头部企业市场份额加速提升；（2）价格竞争趋缓，部分领域服务价格已连续2个季度保持稳定。展望2025年，国内CXO产业的客户需求、价格体系下行空间已非常有限，行业有望触底，而其中的头部企业在份额提升、运营优化后收入、利润将重回增长。

支持政策加码：2024年各政府部门持续推出相关政策，推进生物医药产业发展，其中CXO行业的下游——创新药是政策支持的核心方向之一。尤其是7月推出的《关于支持生物医药产业全链条创新发展的若干意见》，涉及研发、临床、审评审批、投融资等众多环节。此外，11月国家医保局召开医保平台数据赋能商业健康保险发展座谈会，推动商业健康险的发展，构建多层次医疗支付体系。我们预期上述政策将在2025年迎来落地期，对未来数年国内创新药的研发、上市及放量带来积极影响，处于上游的CXO产业也将因此受益。

地缘波折不改产业趋势，理性看待生物安全法案影响。

截止 11 月 30 日，美国生物安全法案单独立法程序仍未完成两院商议形成最终提案的环节，年内完成立法流程的概率较低。尽管该法案可能在 2025 年重新提出并再次进入立法流程，我们认为无论结果如何，基于美国的人才结构以及全球其他地方的新药研发服务供应能力，中美几乎不可能在 CXO 上真正实现脱钩。

图表71 生物安全法案单独立法路径



资料来源：Congress 官网、平安证券研究所

3.5 生命科学上游：出海是核心增长驱动力

生命科学上游:出海是核心增长驱动力。展望 2025 年，海外市场是国内生命科学上游产业的增长核心，一方面源自疫情后众多上游公司加码布局海外市场，经过了 2023 年的尝试、2024 年的调整后，业内开始涌现出一批海外开拓较为成功的典范；另一方面，与 CXO 类似的，海外医药融资的改善促进了工业端对上游产品的需求，2025 年海外市场开拓有望收获更多成效。由于国内产业复苏在节奏上慢于海外，再加上药物开发到生命科学上游的产业链较长，积极变化的传导仍需一段时间，我们认为当前时点国内市场边际变化相对海外会偏少一些。

建议关注下列海外业务占比较高或海外开拓速度较快的细分领域：

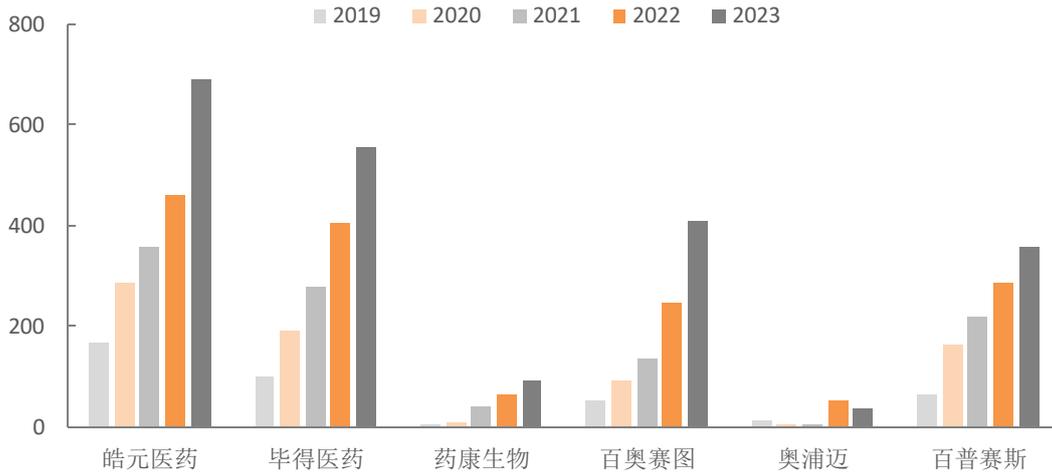
(1) 化学特种试剂：包括分子砌块、工具化合物等产品。国内相关头部企业天然受益于供应链与人才优势，在成本、新品迭代速度等方面超越了国际竞争对手，近 2 年部分企业加码海外市场的营销与物流建设，弥补了短板，即将进入加速扩张期；

(2) 模式动物：国内模式动物企业具有 3 大优势：1) 价格优势：成本、规模效应等综合因素下，国内外部分模式动物产品价格差高达数倍；2) 品类更新优势：国内企业新品开拓效率更高，提供货架式的现货服务且高附加值品系更新快；3) 服务优

质：国内公司的附加服务优于海外同行，包括交付小鼠稳定性、响应速度等方面。加上国内模式动物企业的创始人大多具有海外留学、工作背景，对海外市场有一定熟悉度，看好其海外市场开拓前景；

(3) 培养基&蛋白：不逊于进口产品的性能、高性价比、高度定制化服务以及货期等多重优势让这些应用于大分子领域的国产上游产品具备了出海竞争的實力。海外开拓初见成效，得以进入更多在研药物的供应链中，部分推进进度快的产品向临床后期、上市阶段延伸也带动上游产品放量。随着海外业务逐渐展现出规模效应，盈利水平有望在接下来几年中持续提升；

图表72 部分生命科学上游公司的海外收入规模（百万元）



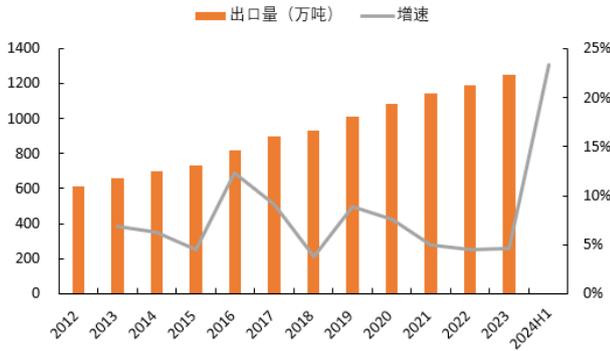
资料来源：各公司财报、平安证券研究所

四、 主线二：出海

4.1 原料药：上下游供需关系持续改善，原料药量价边际好转

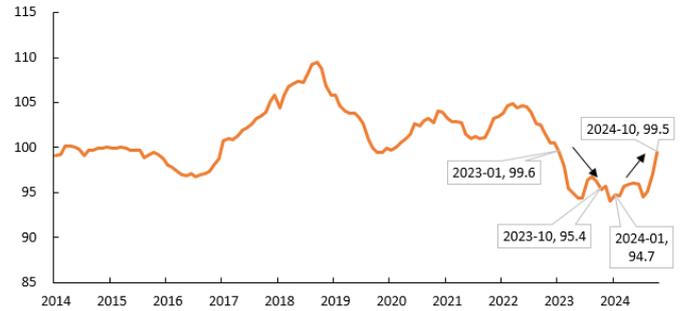
我国原料药出口量价齐升，有望在 2024-2025 年迎来发展窗口期。根据中国医药保健品进出口商会数据，2023 年国内原料药出口量为 1248.9 万吨，同比增长 5.4%。2024H1，国内原料药出口量增幅高达 23.4%，并拉动价格持续修复。根据国家统计局数据，2023 年 1-10 月我国化学药品原料药制造 PPI 当月数值同比从 99.6 下滑至 95.4，虽然出口量有所增加，但呈现量增价减、以价换量的态势。而 2024 年 1-10 月该数值从 94.7 增加至 99.5，并已连续 3 个月环比提升，伴随出口量的持续提升，我国原料药价格呈现边际好转趋势，整体价格水平已接近 2014 年以来历史平均。受维生素、抗生素等大宗原料药需求持续、原料药新品逐步上量，国产原料药价格进一步提升空间有望打开，我们预计原料药板块有望在 2025 年持续回暖。

图表73 2012-2024H1 我国化学药品原药出口量及增速 (万吨)



资料来源: WIND、中国医药保健品进出口商会, 平安证券研究所
注: 2024H1 销量数据缺失

图表74 2014.1-2024.10 我国化学药品原料药制造 PPI 当月 同比变化情况 (上年同月=100)



资料来源: 国家统计局, 平安证券研究所

4.1.1 专利悬崖密集到来, 国内特色原料药企业出海迎来窗口期

原研专利悬崖密集到来, 特色原料药需求量有望大幅提升。根据 IQVIA 数据, 2024-2028 年, 全球面临专利悬崖而损失的药品销售额约 1920 亿美元, 相比 2019-2023 年的 810 亿美元, 损失大幅增加。其中小分子药物损失约为 1330 亿美元, 平均每年约 266 亿美元, 为仿制药企业带来替代机会。从全球范围来看, 支付能力普遍受制约, 价格更低的仿制药替代原研是大势所趋。仿制药制剂占比提升, 带动仿制药特色原料药用量提升。同时, 药品价格下降对提升相关品种的市场渗透率作用明显, 进一步带动原料药需求量提升。

2022-2027 法规市场多款重磅大单品专利到期, 国内原料药企业迎来发展机遇。根据医药魔方和同和药业公告, 阿哌沙班、恩格列净等销售峰值过百亿美元重磅品种法规市场核心专利将分别于 2022 和 2026 年左右到期, 利伐沙班、达比加群酯、维格列汀、替格瑞洛、米拉贝隆、依度沙班、卡格列净等销售额峰值过十亿美元品种的法规市场核心专利也将陆续在 2022-2027 年间到期, 9 个品种合计销售额峰值超 477 亿美元, 在 2022-2027 年专利到期品种中占据重要地位。建议关注国内具备相关产品产能的原料药企业如同和药业、美诺华等。

图表75 2019-2028E 全球面临专利悬崖风险的药品销售额 (十亿美元)



资料来源: IQVIA, 平安证券研究所

图表76 2022-2027 年部分原研大单品专利到期及销售情况

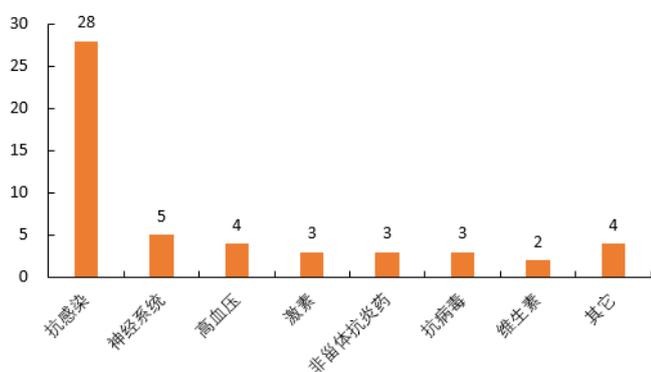
| 产品名称 | 主要适应症 | 原研厂家 | 法规市场核心专利到期时间 | 原研全球销售额峰值 (亿美元) | 原研销售达峰时间 |
|-------|---------|---------------|--------------|-----------------|-----------|
| 利伐沙班 | 抗血栓 | Bayer/Johnson | 2024 | 79.59 | 2021 |
| 阿哌沙班 | 抗血栓 | BMS/Pfizer | 2022 | 189.53 | 2023 (预计) |
| 达比加群酯 | 抗血栓 | BI | 2023 | 17.13 | 2019 |
| 维格列汀 | 糖尿病 | Novartis | 2022 | 12.97 | 2019 |
| 替格瑞洛 | 抗血小板 | AstraZeneca | 2023 | 15.93 | 2020 |
| 米拉贝隆 | 膀胱过度活动症 | Astellas | 2022 | 16.25 | 2021 |
| 恩格列净 | 糖尿病 | BI/EliLilly | 2026 | 111.82 | / |
| 依度沙班 | 抗血栓 | DaiichiSankyo | 2022 | 20.03 | 2022 |
| 卡格列净 | 糖尿病 | Johnson | 2027 | 14.07 | 2016 |
| 合计 | / | / | / | 477.32 | / |

资料来源: 医药魔方, 同和药业公告, 平安证券研究所

4.1.2 印度 PLI 计划对我国特色原料药产业短期冲击有限

印度 PLI 计划对我国特色原料药产业短期冲击有限。根据中国医药保健品进出口商会数据，中国是印度原料药中间体第一大进口来源国，2023 年占印度进口原料药份额的 68.8%。自 2020 年 3 月印度政府开始实施的制造业激励 PLI 计划 (Production-Linked Incentive)，计划在 2021-2026 年 5 年内投入超过 270 亿美元，用于支持包括半导体、光伏设备、家电、汽车、钢铁、医药在内的 14 个关键制造业部门和领域的发展。制药领域激励包括起始材料/关键中间体和药物活性成分等 53 个品种的国内自主生产，降低对中国原料药依赖，其中抗感染类原料药占 28 个，以青霉素类、头孢类、沙星类等大宗原料药为主，主要包括青霉素、7-ACA、硫氰酸红霉素、克拉维酸等。2020 年政策执行后，短期对印度原料药进出口贸易情况影响并不显著，2024H1，印度原料药贸易顺差 0.02 亿美元，PLI 政策对印度原料药扶持效果有待进一步观察。

图表 77 印度 PLI 计划鼓励开发的原料药重点品种及其数量 (个)



资料来源：印度化学品和肥料部，平安证券研究所

图表 78 2012-2024H1 印度原料药和中间体贸易顺差 (亿美元)



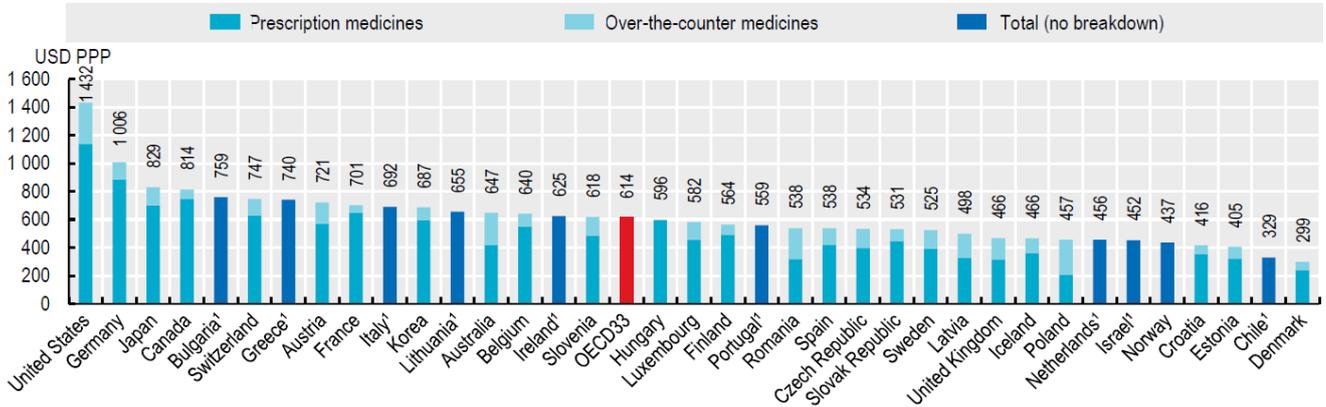
资料来源：印度商工部，平安证券研究所

注：每年数据为当年 4 月-次年 3 月

4.2 化学制剂：美国药品支出水平高，国产高端制剂出海逐步兑现

美国药品支出水平较高，医药市场空间广阔。根据经济合作组织 (OECD) 的统计数据，2021 年 OECD33 国人均零售药品支出 614 美元，其中美国人均零售药品支出高达 1432 美元，位居首位，远超德英意法西等欧洲国家。根据 WHO 数据，2023 年美国人口数量 3.36 亿，叠加较高的药品支出水平，美国药品市场空间广阔。

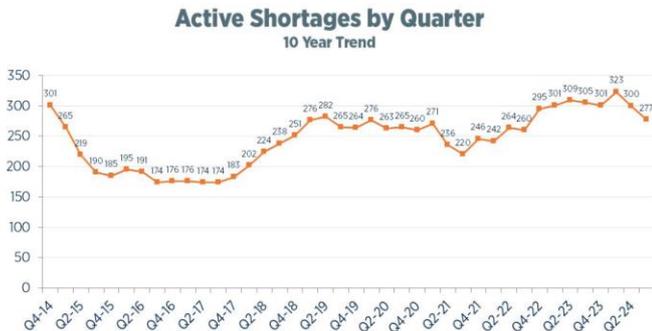
图表79 2021年 OECD33 国人均零售药品支出水平对比（美元）



资料来源：OECD，平安证券研究所

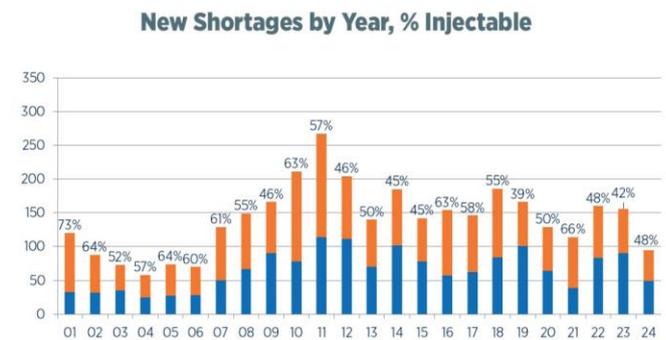
美国等法规市场药品短缺水平仍处高位，短缺药品以注射剂为主。根据美国医院药师协会（ASHP）数据，2018年后美国药品持续短缺数量持续提升，2024Q3美国持续短缺的药品数量为277个，仍处高位。根据FDA分析，美国药品短缺主要归因于FDA严格的GMP要求和原材料外部依赖。根据ASHP数据，美国药品短缺以注射剂品种为主，每年新发药品短缺中注射剂占比基本在50%左右，2024Q1-3新发短缺95种，其中注射剂占比48%。

图表80 2014-2024Q3 美国持续短缺药品数量（个）



资料来源：ASHP，平安证券研究所

图表81 2001-2024.9 美国年新发药品短缺及注射剂品种占比（橙色为注射剂；蓝色为其它剂型）



资料来源：ASHP，平安证券研究所

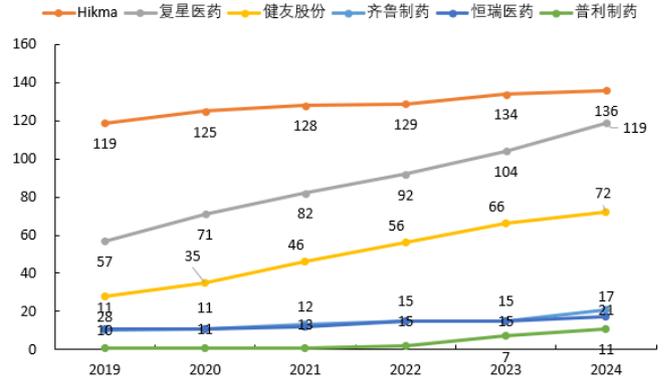
美国注射剂盈利能力较强，国内头部企业积极布局注射剂出海。根据Hikma2024H1公开演示材料，2024H1公司注射剂业务核心净利率水平高达36.3%，预计24年全年将维持36-37%的较高水平，且过去5年间公司注射剂业务盈利能力基本维持稳定。截至2024年11月，美国注射剂代表性企业Hikma拥有136个注射剂ANDA品种，复星医药拥有119个注射剂ANDA品种，健友拥有72个ANDA注射剂品种，两家国内注射剂领先企业ANDA数量快速增长，且均在美国拥有子公司。齐鲁制药、恒瑞医药、普利制药等也在逐步扩容，分别拥有21、17、11个注射剂ANDA品种，国内头部企业积极布局注射剂出海。

图表82 2013-2024H1 Hikma 注射剂业务盈利情况



资料来源: Hikma 公司2024H1 公开演示材料, 平安证券研究所

图表83 美国注射剂部分制剂厂家注射剂 ANDA 数量对比

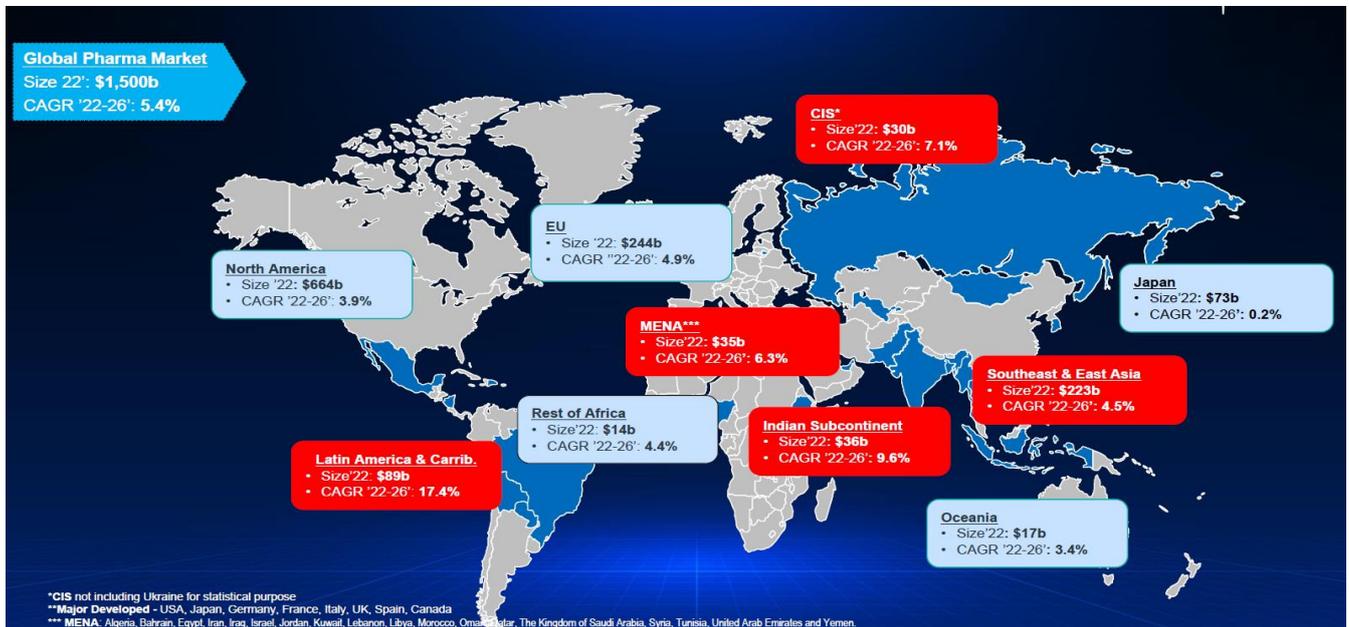


资料来源: 医药魔方, 平安证券研究所

4.2.1 新兴市场快速扩容, 国产生物类似药出海空间广阔

新兴市场国家用药需求快速增长, 拉美地区增速显著。根据 IQVIA 的测算, 2022-2026 年, 全球医药市场规模 CAGR 为 5.4%。其中, 美国、欧盟、日本等发达国家 CAGR 分别为 3.9%、4.9%、0.2%, 而南美、中东、东南亚 (包括中国) 等新兴市场国家 CAGR 分别为 17.4%、6.3%、4.5%, 整体增速相对较快, 其中拉美地区增速尤其显著。

图表84 2022-2026E 年全球各地区医药市场容量和年化增速 (十亿美元)



资料来源: IQVIA, 平安证券研究所

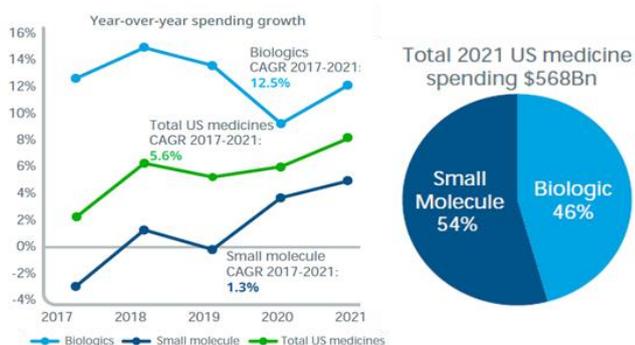
生物药占据美国药品市场重要地位。根据 IQVIA 数据测算, 2021 年, 美国药品支出约 5680 亿美元, 其中生物药和小分子药物销售额占比分别为 46%和 54%。2017-2021 年, 美国生物药销售额 CAGR 为 12.5%, 远超小分子药物的 1.2%, 生物药在美国等成熟市场中占据重要地位。

抗肿瘤生物类似药美国上市 3 年后销量占比近 8 成。根据 IQVIA 数据测算，以抗肿瘤生物药大单品贝伐珠单抗为例，2019 年原研专利到期后。生物类似药销量占比快速提升，上市 3 年后销售量占比已提升至 79%，美国贝伐珠单抗生物类似药使用人数迅速提升。

拉美等新兴市场国家进口药物需求迫切。根据《Technical Report》文献测算，2019 年，拉美代表性国家巴西、墨西哥、阿根廷等 7 国，其本土药物销售额平均占比不足 4 成，超 6 成药品市场为进口药物所占据，受限于拉丁美洲国家整体医药制造业水平，进口药物市场空间有望维持。

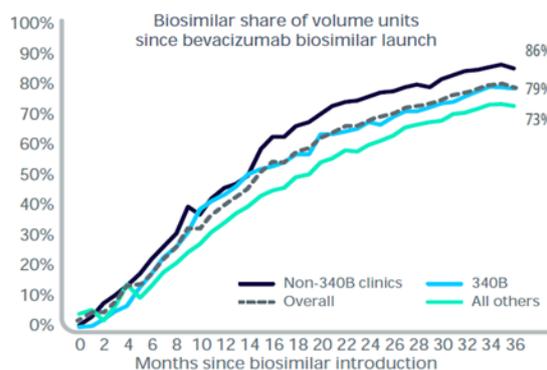
拉美新兴市场国家生物类似药原研替代空间广阔。根据《Technical Report》文献测算，2019 年，巴西、墨西哥、秘鲁、阿根廷、智利、哥伦比亚等 9 个拉美代表性国家，抗肿瘤生物类似药大单品曲妥珠单抗销售量平均占比不足 1 成，超 9 成生物药市场为原研产品所占据，相较美国等发达国家，拉美新兴市场生物类似药原研替代空间广阔，科兴制药等国产生物类似药厂家新兴市场出海业务有望迎来发展机遇。

图表 85 2021 年美国小分子及生物药支出概况



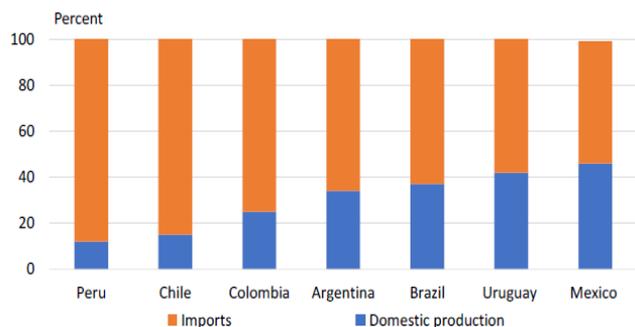
资料来源: IQVIA 2022, 平安证券研究所

图表 86 贝伐珠单抗生物类似药美国上市 3 年内销量占比变化情况



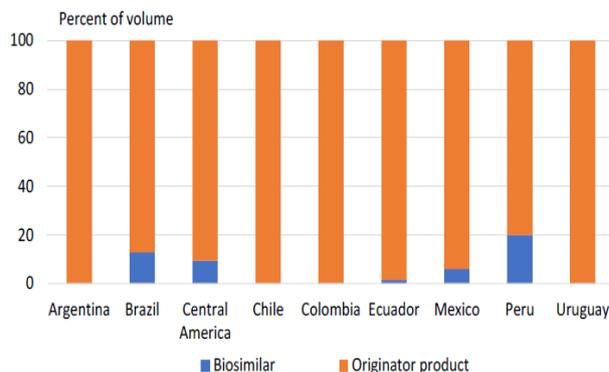
资料来源: IQVIA 2022, 平安证券研究所

图表 87 2019 年拉美代表性国家进口和本土生产药物销售额占比



资料来源:《Technical Report》2022, 平安证券研究所

图表 88 2019 年拉美代表性国家曲妥珠单抗原研及生物类似药销售量占比



资料来源:《Technical Report》2022, 平安证券研究所

4.2.2 国内制剂出口代表性企业概况

国内实力企业积极布局高端制剂出口，有望渐成燎原之势。根据各公司公告，健友股份通过收购 Meitheal 重点布局美国市场无菌注射剂业务，产品品类全，美国销售渠道成熟，正在积极布局生物类似药，有望于 2025 年加速放量。苑东生物专注

纳洛酮鼻喷、纳美芬注射剂等高端制剂出海美国，深耕精神类产品管线，纳洛酮鼻喷有望于 2025 年上市销售。长风药业阿福特罗雾化溶液已于 2024 年 5 月获美国 FDA 批准上市，公司深耕呼吸类产品管线。汇宇制药重点布局欧洲市场，根据公司官网，羧基麦芽糖铁高端复杂制剂注射剂有望成为出海欧洲首家国产企业，竞争格局好。科兴制药重点布局欧洲和新兴市场国家，白蛋白紫杉醇已于 2024 年 7 月在欧洲获批上市，根据公司官网，是进入欧洲的国产首家仿制药企业，公司贝伐珠单抗、英夫利西单抗、阿达木单抗等生物类似药正在新兴市场国家逐步放量。

图表 89 国内布局高端制剂出海代表性企业概况

| 公司名称 | 主要目标市场 | 销售模式 | 重点品种 | 优势 |
|------|---------|------|---------------|-------------------------|
| 健友股份 | 美国 | 直销 | 肝素类注射剂等产品矩阵 | 品类全，美国销售渠道成熟，积极布局生物类似药 |
| 苑东生物 | 美国 | 经销 | 纳洛酮鼻喷、纳美芬注射剂等 | 专注精神类产品 |
| 长风药业 | 美国 | 经销 | 阿福特罗雾化溶液等吸入制剂 | 专注呼吸类产品 |
| 汇宇制药 | 欧洲 | 经销 | 羧基麦芽糖铁注射剂等 | 竞争格局好，技术门槛较高 |
| 科兴制药 | 欧洲+新兴市场 | 经销 | 白蛋白紫杉醇、贝伐珠单抗等 | 白紫竞争格局良好，新兴市场对生物类似药需求旺盛 |

资料来源：各公司公告，平安证券研究所

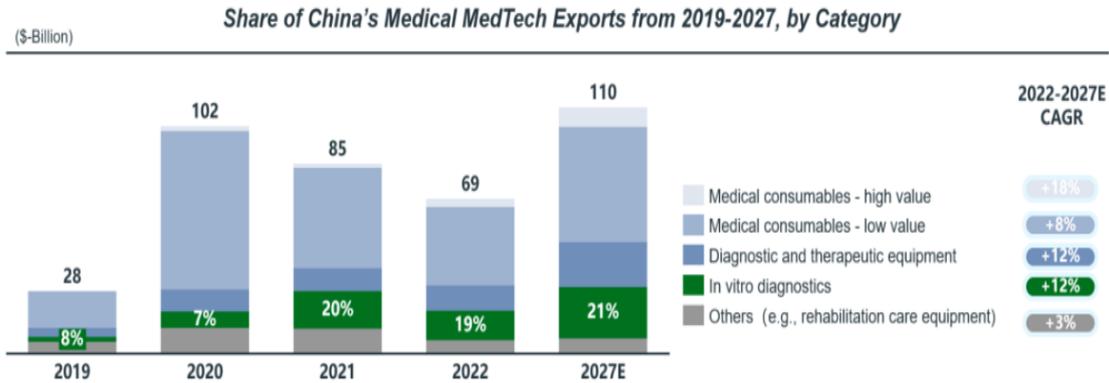
4.3 器械出海：从低端到高端，从新兴市场切入欧美高端市场

随着国产医疗器械技术水平和产品力不断提升，为了寻求更大增长空间和应对国内集采、市场降速等，头部企业纷纷加入出海队伍。

从品类上来看，目前出海进度低值耗材>设备>IVD>高值耗材，其中，新冠疫情显著加快了 IVD 产品与诊疗设备的出海脚步，高值耗材出海难度最大，近年来逐步取得一定突破，出海产品逐步从低端走向高端，仍有巨大提升空间。展望未来，越来越多高附加值医械产品（高值耗材、高端诊疗设备、常规 IVD 产品等）有望进入国际市场。根据 IQVIA 统计及预测，未来医疗器械出海市场规模中，高值耗材有望保持快速增长趋势，2022-2027 年 CAGR 达 18%，其次为诊疗设备和 IVD 领域，2022-2027 年复合增速都有望保持在 12%左右。

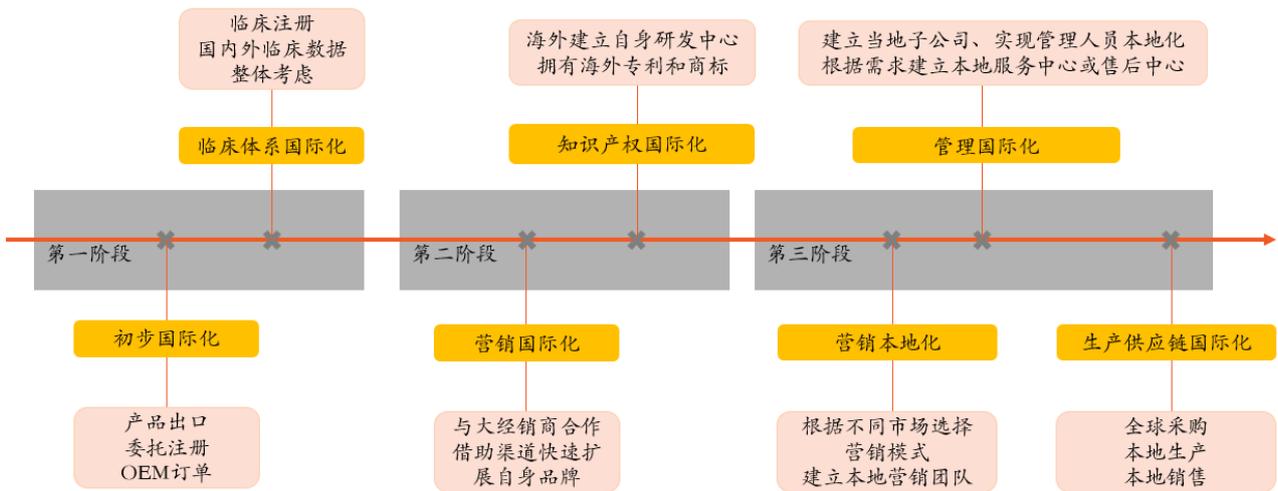
从出海区域和路径来看，器械出海逐步从新兴市场切入欧美高端市场，逐步从 OEM、经销走向建立本地营销团队、子公司，最后可能进一步建立属地化生产工厂。欧美市场规模更大但进入壁垒极高，新兴市场更容易进入且与国内经销推广模式类似。国内企业往往从新兴国家开始试水，不断积累经验，逐步切入欧美等高端市场。从出海路径来看，企业往往先通过 OEM 或经销商推广，但单纯依靠经销商很难做大做全，需要企业加强对医生培训，增加临床终端联系，不断积累临床数据，持续迭代为当地市场提供更契合产品。并加强售后服务，建立当地子公司、或并购合作等，最后可能需要进一步建立生产工厂。因此，国产头部企业有望凭借产品和资源优势率先破局。

图表90 2019-2027年医疗器械出海市场规模（十亿美金）及增速预测



资料来源：IQVIA，平安证券研究所

图表91 器械产品出海的不同阶段



资料来源：动脉网，平安证券研究所

4.3.1 医疗设备：高端设备出口有望加速

医疗设备领域，国内前期主要以低端设备出口为主，随着国内产品高端化突破及核心零部件自给，高端设备出口有望加速。
生命信息支持设备：以监护仪、呼吸机、除颤仪等为主的生命信息床旁支持设备，疫情期间相关设备出口激增，国产品牌在全球影响力逐步提升，未来有望输出更多高端产品，在全球占据一定份额。如迈瑞医疗相关产品线竞争力已经全面达到世界一流水平，在欧美和发展中国家全面进入高端医院和大型医疗集团，并逐步向全球输出整体解决方案，极大提升品牌影响力和市场地位。

医学影像设备：以CT、MRI、超声等为主的医学影像设备，临床需求大、产品要求高，国产化率处于逐步提升过程中，部分国产企业经过多年积累已实现高端乃至超高端产品突破，具备出海实力。如联影医疗采取高举高打的海外营销策略，以尖

端大影像设备产品开拓欧美头部医院，以主流产品抢占新兴市场，2024H1 海外收入实现 30% 增长，订单量和收入保持同比高速增长态势，值得一提的是，根据公司公众号，公司世界首创全身临床超高场 5T 磁共振获得 NMPA、FDA、CE 全部认证，超高端产品出海有望加速。根据公司财报，迈瑞医疗 2024 年推出超高端全身超声新品、超高端妇科超声新品，产品力跻身世界前列水平，2024 年持续加大海外高端市场覆盖投入力度，加速高端客户突破进程，进一步巩固了超声业务全球第三的行业地位。

CGM 领域：全球糖尿病患者基数庞大，以三诺生物、鱼跃医疗、硅基仿生、微泰医疗等为主的 CGM 领先企业已经将目光投向国际市场，希望跟随医疗器械出海大潮，将国产 CGM 销往全球。其中欧洲由于较好的医保覆盖体系成为最热门的选择，2023 年 10 月，三诺生物的 CGM 产品获得了欧盟 MDR 认证证书，同时三诺生物美国临床进展顺利，出海进展可期。

图表92 联影医疗高举高打持续提升全球品牌影响力（截至 2024Q3）



资料来源：联影医疗，平安证券研究所

4.3.2 高值耗材：出海转机将至

高值耗材领域出海节奏相对较慢，集采常态化后倒逼加速国际化进度，随着国产器械技术水平提高，临床价值提升，品质逐步达到发达国家要求，高值耗材出海转机将至。

骨科赛道：近年来骨科集采覆盖广泛，企业纷纷寻找国际化增长曲线，而国产头部企业经过技术积累，近几年通过集采快速获取国内份额，正逐步走向海外市场。**威高骨科**管理层大换血，引入前强生高管陈敏总，跨国巨头履历、全球化发展经验，助力威高骨科持续开拓国际市场。关节领域公司**爱康医疗**、**春立医疗** 2023 年开始海外收入开始加速，尤其是在发展中国家等市场，国产企业抓住机遇快速获取份额。脊柱领域专注于疗法创新的**三友医疗**，公司 **Zeus** 脊柱系统产品在法国、美国等已开展了商业化手术，反馈良好，全面进军欧美市场。

血管介入：国内企业经过长期研发投入推出多款具备较强临床实力的创新器械产品，如主动脉介入的分支型一体化支架、神经介入领域的密网支架、取栓支架等，海外发展潜力较大。心脉医疗近两年 **Minos** 等核心产品在多个欧洲国家实现植入和销

售，打通以创新进入主流市场的道路 2024 年前三季度海外收入 yoy+75%，并全资收购 OMD 公司，进一步加强对欧洲市场的全面深度覆盖。

消化内镜诊疗耗材：以南微医学、安杰思等为首的消化诊疗耗材领先企业，依靠设计领先的止血夹等产品，以 ODM 模式切入全球市场，目前自有品牌销售逐渐开始放量。

图表93 部分耗材公司国际化进展概览（截至 2024Q3）

| 公司 | 国际化进展 |
|------|--|
| 威高骨科 | 以区域策略为核心，通过深耕细作重点国家，拓展周边国家进行区域内国家覆盖，实现学术交流，打造医生教育中心，以点带面，提升产品覆盖国家的数量，海外业务增长迅速，2024年前三季度海外收入yoy+52%。 |
| 爱康医疗 | 2022年开始海外收入开始加速，尤其是在发展中国家等市场，迅速提升份额。双品牌战略及学术资源为牵引，以全产品线解决方案探索海外巨大市场规模。 |
| 三友医疗 | 公司Zeus脊柱系统产品在法国、美国等已开展了商业化手术，目前经欧洲十几家医院数月的临床应用，显示了其系统的优越性和稳定性，而美国团队已经完成了该系统在美国超过40家医院的入院程序，欧美市场销售有望全面展开。 |
| 心脉医疗 | 近两年Minos等核心产品在多个欧洲国家实现植入和销售，打通以创新进入主流市场的道路。2024年前三季度海外收入yoy+75%，并全资收购OMD公司，进一步加强对欧洲市场的全面深度覆盖。 |
| 南微医学 | 公司早期即确立了国际化战略，国内国际两个市场双轮驱动，海内外相关资源联动互补，既有效开拓市场，又利于防御风险。近年来，随着公司产品线丰富、市场准入推进，国际国内两个市场大体均衡发展，国际市场由OEM逐步转向自有品牌经销，再到目前的自有品牌直销。目前，海外市场已拓展至90多个国家和地区，其中美国市场和其他一些新兴国家市场发展较快，较好地起到了优势互补、相得益彰的作用。 |

资料来源：公司公告、WIND，平安证券研究所

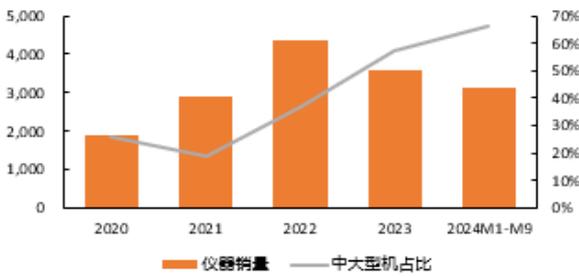
4.3.3 体外诊断：逐步切入中大样本量高端客户

体外诊断（IVD）领域，由于多数海外国家缺少本土 IVD 厂家，国内 IVD 企业出海便需直面罗氏、雅培、贝克曼以及西门子的竞争。出海初期，国产 IVD 公司主要将印度、巴基斯坦以及伊朗等发展中国家的低等级医院作为突破口，凭借高性价比推进装机；随着技术打磨，国产 IVD 厂商设备性能、试剂多样性提升，与进口品牌产品差距逐步缩小。品牌力的积累以及本地化建设使国产 IVD 厂商开始突破发展中国家的高端客户并开始向欧洲、中东等发达国家市场进军；展望未来，以迈瑞医疗、新产业为代表的国内体外诊断企业的设备已不输进口品牌，试剂种类和质量也持续优化，预期他们将凭借性能优异的高速机、丰富的试剂种类以及高性价比自研流水线叩开海外中大样本量高端客户的大门。

迈瑞医疗：根据公司财报，公司 2022、2023 年海外体外诊断营收增速均超过 30%，2023 年开始公司通过并购和自建的方式加快了对海外体外诊断市场生产制造、物流配送、临床支持、IT 服务等本地平台化能力的建设进度，DiaSys 的并购整合进展顺利，海外中大样本量客户的渗透速度仍在持续加快，根据公司财报，2024 年 H1 成功突破了超过 60 家海外第三方连锁实验室，并完成了首条 MT 8000 流水线的装机，推动国际体外诊断业务同比增长超过了 30%。

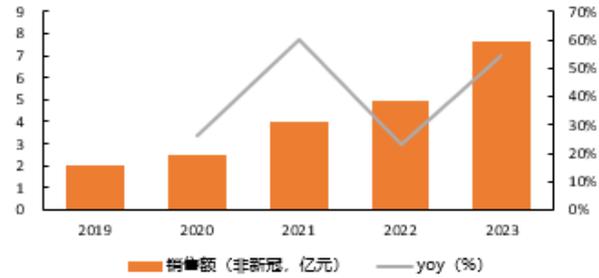
新产业：公司 2019 后推出的高性能 X 系列发光仪推动仪器销售强劲、中大型机销售占比不断攀升，带动 2024 年海外试剂销售持续放量，根据公司财报，2024 年前三季度海外试剂类收入同比增长 32%。公司将海外市场逐步细分，实施区域化管理模式，每个区域采用营销、售后、市场及商务四位一体管理模式，强化产品销售与售后人员的联动，全面提升区域服务质量。此外公司继续加大对重点国家的本地化建设，截至 2024 年中报，公司已设立 10 家海外全资子公司，本地化运营将加快推动海外重点区域业务的增长。

图表94 2019-2024年新产业海外发光仪器销量(台)及中大型机占比



资料来源: 新产业财报, 平安证券研究所

图表95 2019-2023年新产业海外化学发光试剂销售额及yoy



资料来源: 新产业财报, 平安证券研究所

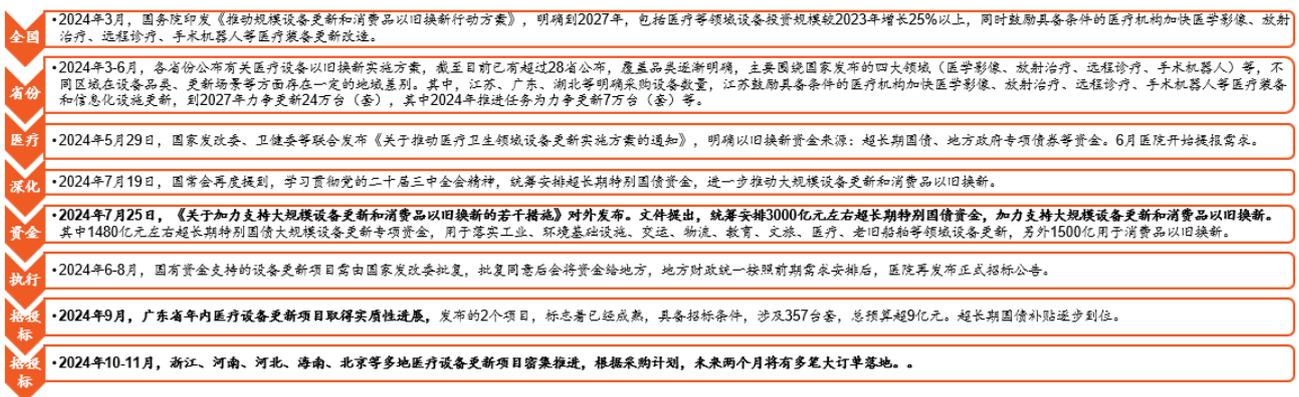
注: 已剔除2020、2021年的3.2、0.66亿新冠相关试剂收入

五、 主线三：财政支持设备更新

医疗领域设备更新持续推进，有望在中短期持续落地拉动招投标放量增长：

2024年3月7日国务院印发《推动规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，明确到2027年，包括医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上，同时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。国家版文件发布以来，较多省份公布医疗领域设备更新实施重点和方案，医疗端具体政策不断推进，市场期待较高，行业公司普遍认为本次更新换代政策为本金直接支持采购，力度和规模比2022年底贴息采购政策更大，有望引发新一轮医疗设备采购热潮，助力复苏。

图表96 医疗设备更新政策推进时间进展线



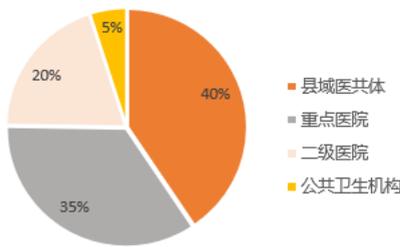
资料来源: 政府官网文件等, 平安证券研究所

2024 年 5 月底，国家发改委、卫健委等联合发布《关于推动医疗卫生领域设备更新实施方案的通知》，方案指出，到 2027 年医疗卫生领域设备投资规模较 2023 年增长 25% 以上，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，高端医疗设备短板加快补齐，县域基层医疗设备条件持续改善，提升整体医疗设备保障能力和医疗服务水平。

根据已披露省份更新细则，从支持资金投向不同等级医院的结构来看，本次设备更新主要集中于重点医院的设备升级和县域医共体的设备更新，以广东为例，这两部分占到所有设备更新项目的 75% 左右，其中高等级医院对标国际一流水平，可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等；县级医院及基层医疗机构根据人口需求等配全相关医疗设备，包括但不限于 CT、DR、彩超（台式和便捷式）、除颤仪、呼吸机、转运监护仪等，县级医院加强专科能力建设、不断提升重大疾病诊疗能力。

从各省份设备更新采购意向具体披露情况来看，超声、CT、消化道内镜、DR、MR 是各省份采购的重点产品，麻醉机、监护仪等产品招标公告也逐渐增加。

图表 97 广东省设备更新资金投入不同医院的比例



资料来源：政府官网文件，平安证券研究所

图表 98 各省份设备更新采购意向产品清单

| 产品类别 | 浙江 | 福建 | 广东 | 湖北 | 福建 | 江西 | 安徽 | 湖北 | 北京 | 海南 | 江苏 | 贵州 | 河南 | 陕西 | 宁夏 |
|-----------------|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|
| 超声影像诊断设备 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 计算机断层扫描装置 (CT) | | | | | | | | | | | | | | | |
| 磁共振成像 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 数字化X射线诊断系统 (DR) | | | | | | | | | | | | | | | |
| 磁共振成像设备 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 生化分析仪 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 质谱仪 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 实验室信息管理系统 (LIS) | | | | | | | | | | | | | | | |
| 麻醉机 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 医用影像 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 手术显微镜 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 放射治疗设备 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 内镜系统 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 内镜清洗消毒设备 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 医用电子直线加速器 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 医用电子直线加速器 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 医用直线加速器 | | | | | | | | | | | | | | | |

资料来源：众城数科，平安证券研究所

国家和地方财政明确提供资金支持，有望从本金端解决医疗设备资金采购问题，带动设备招投标不断恢复。2024 年 5 月底，国家发改委、卫健委等联合发布《关于推动医疗卫生领域设备更新实施方案的通知》，并明确资金来源，超长期国债对地方以旧换新设备提供 40-80% 不等的资金支持比例，其余由地方财政资金、地方政府专项债资金等补充。

从整体国内医疗设备投资周期来看，财政支持设备更新政策，助力招投标恢复，设备有望在 2025 年迎来高景气投资周期。

- 1) 2020-2022 年疫情伴随着医疗新基建不断推进，医疗设备需求旺盛，国内人均床位数和设备数量有所提升，叠加 2022 年底设备贴息政策，设备招投标达到高峰；
- 2) 2023 年 7 月医疗领域专项整治行动开始在全国推进，医疗机构的设备招标采购积极性受到大幅影响，尤其是基层领域；
- 3) 2024 年以来医疗领域专项整治行动有所缓解，仅部分区域较为严格，但设备端持续等待增量资金落地，需求有所压制；
- 4) 2024Q2 以来医疗设备更新政策持续推进，资金面保障充足，设备招投标开始逐步恢复，压制的需求集中释放，也有望刺激新的需求，下半年招投标逐步反弹，但由于政策推进进度晚于预期，需求集中释放有望反应在 2024Q4 甚至 2025 年，2025 年有望迎来设备高景气周期。

图表99 2023-2024年9月国内医疗设备采购额变化

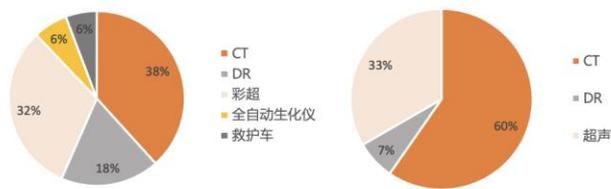


资料来源：医装数胜，平安证券研究所

2024年是设备更新政策元年，相关审批时间和进度晚于预期，招投标需求释放集中在今年Q3末和Q4，进入Q4后大批医疗设备更新项目密集推进，尤其是县域医共体项目集中释放，例如11月河北预计开始采购，集中在CT\DR\超声等产品；河南县域医共体项目11月发布需求公告，预算5.83亿元，采购设备主要包括CT、DR、彩超、全自动生化分析仪、救护车（包含车载设备）等。

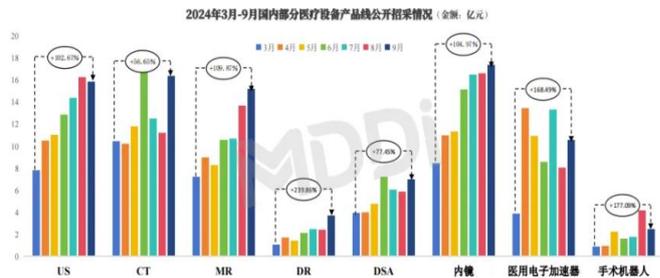
从第三方招投标数据来看，2023年初随着疫情管控放开医疗机构补短板需求爆发，2023H1招投标采购需求较为旺盛，进入下半年后由于医疗专项整治行动影响了招投标进展，进入2024年以来淡季更淡，Q2由于设备更新压制了常规需求，下半年随着政策落地加上采购旺季到来，国内招投标数据有望呈逐季改善趋势。2025年新一轮设备更新政策有望更快落地，带动招投标持续恢复，对相关设备企业业绩带来正向影响。

图表100 河南（左）和河北（右）县域医共体产品需求金额占比情况



资料来源：各省份卫健委，平安证券研究所

图表101 2024年国内部分设备产品线招采情况（亿元）



资料来源：医装数胜，平安证券研究所

六、 主线四：消费复苏

6.1 消费复苏：消费属性医疗服务业绩有望修复

2023年Q2开始，受消费乏力等因素影响，消费属性医疗服务业绩增速放缓，且趋势延续至2024年。眼科、口腔、体检等偏消费属性医疗服务赛道业绩在2024年前三季度，呈现低个位数增长或负增长趋势。2024年9月24日，国新办会议宣布包括降低存款准备金率、降低房贷利率等一系列货币政策，9月26日政治局会议对当前经济形势强调加大财政政策调节力度，提振资本市场信心，10月继续出台一揽子增量政策刺激经济，2025年经济有望复苏，消费属性医疗服务赛道有望迎来拐点。

图表102 消费属性医疗服务公司单季度收入增速(%)

| | 23Q2 | 23Q3 | 23Q4 | 24Q1 | 24Q2 | 24Q3 |
|------|--------|--------|--------|---------|--------|---------|
| 爱尔眼科 | 32.81% | 17.22% | 41.25% | 3.50% | 2.25% | -0.68% |
| 华厦眼科 | 38.06% | 17.44% | 28.17% | 5.09% | 0.89% | 2% |
| 普瑞眼科 | 72.85% | 45.13% | 88.39% | 4.01% | 2.24% | -9.11% |
| 何氏眼科 | 38.80% | 6.51% | 31.17% | -7.18% | -4.53% | -13.32% |
| 通策医疗 | 3.71% | 0.11% | 14.24% | 5.03% | 2.04% | 0.05% |
| 美年健康 | 46.46% | -1.11% | 29.77% | -14.91% | 2.98% | 3.63% |

资料来源：wind，平安证券研究所

(1) 眼科赛道：屈光项目客单价企稳，白内障项目受集采降价影响出清。1) 屈光：2023Q2开始，屈光受消费乏力、竞争格局加剧等因素影响，眼科行业屈光项目出现降价，屈光全飞秒术式价格下降，眼科医疗服务公司收入、利润率受到影响，并且趋势延续至2024年。目前屈光全飞秒价格已企稳，同时屈光全光塑、全飞秒4.0等新术式上市并且在推广过程中，作为原先屈光全飞秒价格带替代术式，预计眼科屈光项目客单价在2025年将企稳。我国屈光手术渗透率相较于发达国家仍处于低位，伴随经济刺激政策持续发力，2025年屈光手术量或有望回升，客单价企稳叠加手术量回升，2025年或可见屈光项目增速拐点。2) 白内障：2023年底白内障手术主要耗材人工晶体开始集采，2024Q2集采后价格逐步落地，眼科医疗服务公司执行晶体集采后新价格，与此同时DRG在全国全面推进，共同影响白内障手术客单价，进而影响白内障项目收入增速及利润率。2025年Q2开始，价格基数效应对收入的影响逐渐减弱，我国老龄化趋势持续，预计白内障项目仍可为眼科医疗服务公司贡献长期业绩增量。

图表103 A股眼科医疗服务公司利润率变化

| | 2022年毛利率 | 2023年毛利率 | 2024Q1-Q3毛利率 | 2023Q1-Q3毛利率 | 同比变动(pp) | 2022年净利率 | 2023年净利率 | 2024Q1-Q3净利率 | 2023Q1-Q3净利率 | 同比变动(pp) |
|------|----------|----------|--------------|--------------|----------|----------|----------|--------------|--------------|----------|
| 爱尔眼科 | 50.46% | 50.79% | 51.02% | 51.93% | -0.91 | 16.69% | 17.95% | 22.50% | 21.94% | 0.56 |
| 华厦眼科 | 48.05% | 49.03% | 46.03% | 50.62% | -4.59 | 15.71% | 16.88% | 13.90% | 18.35% | -4.45 |
| 普瑞眼科 | 41.67% | 44.00% | 39.50% | 45.55% | -6.05 | 1.19% | 10.23% | 1.07% | 15.04% | -13.97 |
| 何氏眼科 | 38.40% | 41.76% | 40.92% | 44.43% | -3.51 | 3.43% | 4.88% | 1.22% | 10.18% | -8.96 |

资料来源：wind，平安证券研究所

图表104 A股眼科医疗服务公司屈光、白内障单项毛利率变化

| | 23H1屈光毛利率 | 24H1屈光毛利率 | 23H1白内障毛利率 | 24H1白内障毛利率 |
|------|-----------|-----------|------------|------------|
| 爱尔眼科 | 57.72% | 57.19% | 37.48% | 37.50% |
| 华厦眼科 | 56.86% | 54.98% | 44.16% | 37.03% |
| 普瑞眼科 | 53.00% | 48.96% | 43.37% | 42.31% |
| 何氏眼科 | 50.53% | 49.41% | 45.11% | 44.56% |

资料来源：wind，平安证券研究所

(2) 口腔赛道：种植牙持续快速放量，正畸项目有望受益于消费修复。1) 种植：2022年10月开始，种植项目价格调整，此后种植项目价格构成分为服务费用、植体费用及牙冠费用，并对服务费用做限价规定，2023年1月植体集采落地，进口植体与国产植体均有产品中选，种植牙集采落地，并且价格于2023年Q2逐步开始执行，种植牙进入快速放量期。2024年价格基数效应对种植收入影响逐步减弱，同时植体快速放量，口腔医疗行业种植收入增速在消费乏力情况下增速最快。根据公司公告，2024年前三季度通策医疗种植牙达到4.8万颗，同比+30%，其中集采的占比78.6%。Q3种植牙1.6万颗（同比+12%，因此收入也增长12%），集采占比77%左右。种植项目作为牙列缺失的治疗手段，相较于传统的牙齿修复、假牙等手段，具备一定消费升级属性，目前价格调整已到位，伴随经济刺激政策落地，若2025年消费修复，则种植项目有望维持快速增长趋势，此外，我国已进入中度老龄化社会，且种植牙渗透率仍较发达国家有一定差距，故认为种植项目可持续为口腔医疗服务公司贡献收入增量。2) 正畸：正畸项目客单价较高，且出于美观需求，为纯消费属性项目，2023-2024年以通策医疗数据为例，正畸需求受消费力不足因素影响增长乏力，国家已出台经济修复政策，2025年有望实现消费修复，提振消费者信心，正畸项目或可受益。

图表105 通策医疗各项业务收入（亿元）及占比（%）

| | 2022 | | 2023 | | | 2023年1-6月 | | 2024年1-6月 | | |
|-----|------|--------|------|--------|--------|-----------|--------|-----------|--------|--------|
| | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 同比增速 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 同比增速 |
| 种植 | 4.48 | 17.40% | 4.79 | 17.81% | 6.92% | 2.29 | 17.90% | 2.55 | 19.40% | 11.35% |
| 正畸 | 5.15 | 20.02% | 4.99 | 18.56% | -3.11% | 2.23 | 17.40% | 2.13 | 16.20% | -4.48% |
| 儿科 | 4.85 | 18.87% | 4.99 | 18.58% | 2.89% | 2.43 | 19% | 2.4 | 18.30% | -1.23% |
| 修复 | 4.27 | 16.59% | 4.56 | 16.94% | 6.79% | 2.16 | 16.90% | 2.22 | 16.90% | 2.78% |
| 大综合 | 6.98 | 27.11% | 7.56 | 28.11% | 8.31% | 3.69 | 28.90% | 3.85 | 29.30% | 4.34% |

资料来源：通策医疗2023年报，通策医疗2024中报，通策医疗10月29日投资者调研公告，平安证券研究所

(3) 中医赛道：行业具备韧性。随着居民保健意识的增强以及政策利好，中医赛道为近年热门赛道，固生堂业绩高歌猛进，持续快速增长。1) 客流量：2024H1新客户、就诊人次等持续快速增加，增速较2023H1放缓，2) 客单价，2024H1次均消费同比增长，且增速高于去年同期，预计随着经济修复，新客户、就诊人次以及次均消费将持续提升。

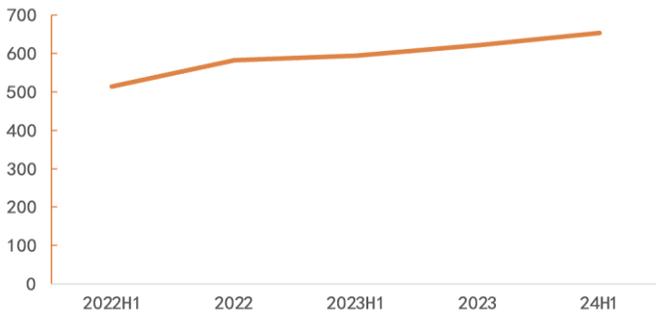
图表106 固生堂新客(人)、就诊人次(千人次)、客单价(元)等数据

| | 2022H1 | 2023H1 | 2024H1 |
|-----------|--------|--------|--------|
| 新客(人) | 246325 | 346679 | 419963 |
| yoy | | 40.74% | 21.14% |
| 就诊人次(千人次) | 1323 | 1806 | 2383 |
| yoy | | 36.51% | 31.95% |
| 复购率(%) | 66.9 | 67.3 | 69.5 |
| 次均消费(元) | 531 | 546 | 573 |
| yoy | | 2.82% | 4.95% |

资料来源: 固生堂 2022-2024 年中报, 平安证券研究所

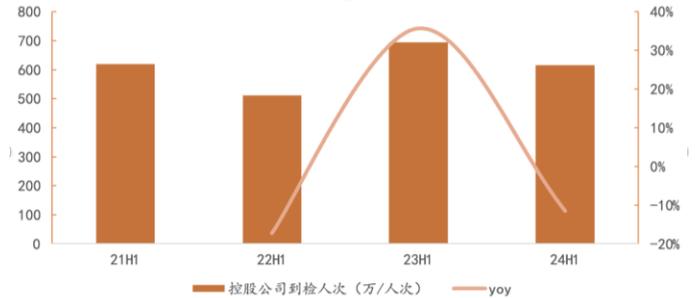
(4) 体检赛道: 经济修复有利于客单价提升及到检量增长。以美年健康为例, 1) 客单价: 公司近年客单价持续提升, 2023 年客单价增速放缓, 2024H1 持续升温, 主要由于公司客户结构优化, 以及产品优化所致, 经济修复有望助力公司高客单体检产品放量, 促进客单价持续提升。2) 客流量: 受宏观环境影响, 2024H1 控股公司到检量负增长, 经济修复有利中小企业业绩增长, 带动员工人数、员工福利增长, 有利于公司到检量提升。3) 客户结构: 公司个人客户占比持续提升, 个人客户客单价通常高于团体客户客单价, 客户结构优化利于平均客单价提升, 体检为健康消费类项目, 依靠居民自费支付, 经济修复有利居民增加健康消费支出, 利于公司客户结构优化以及客单价提升。

图表107 美年健康客单价变化(元/人)



资料来源: 美年健康 2022-2024 年中报, 平安证券研究所

图表108 美年健康到检量变化(万人次)



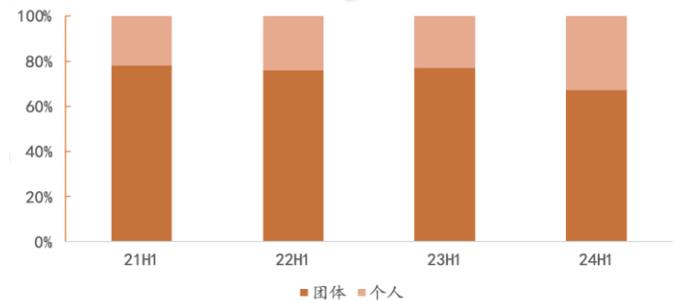
资料来源: 美年健康 2022-2024 年中报, 平安证券研究所

图表109 美年健康客单价变化(元/人)

| | 2022H1 | 2022 | 2023H1 | 2023 | 24H1 |
|----------|--------|------|--------|-------|-------|
| 客单价(元/人) | 514 | 583 | 594 | 620.8 | 653 |
| yoy | | | 15.56% | 6.48% | 9.93% |

资料来源: 美年健康 2022-2024 年中报, 平安证券研究所

图表110 美年健康客户结构变化(%)

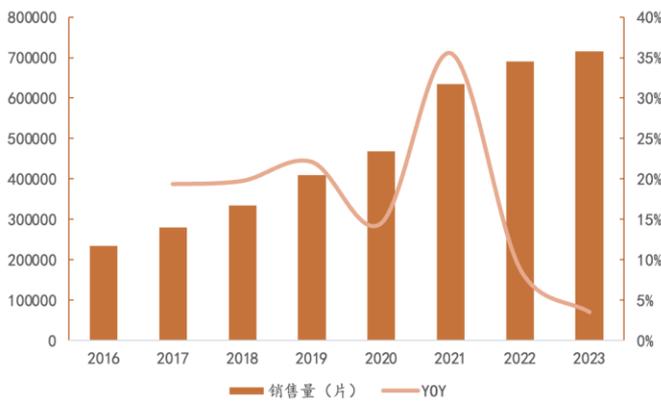


资料来源: 美年健康 2022-2024 年中报, 平安证券研究所

6.2 消费属性医疗服务修复带动上游回暖

(1) 眼科器械：角塑镜及中高端人工晶体有望受益于经济修复。1) 角膜塑形镜：2022 年中旬离焦镜上市，由于其客单价远低于角膜塑形镜，且可以在眼镜店等渠道验配，故迅速放量，由于其和角塑镜具备替代效应，在消费乏力趋势下，2023-2024 年离焦镜使用率提升，角塑镜销量增速放缓；2023 年 3 月，兴齐眼药阿托品获批上市，目前在医院、药店等渠道均有销售，阿托品可与角塑镜或离焦镜联用，近视防控效果更好，但受消费乏力影响，也可对角塑镜起替代作用，消费修复利于消费者选择角塑镜与阿托品联用方式，从而提升角塑镜销量。2) 中高端人工晶体：24Q2 人工晶体执行国采价格，此次国采中外品牌，高端、中端、普通晶体均有涉及，带量采购后人工晶体耗材降价，预计中高端晶体在部分省市可以快速放量。

图表111 欧普康视 2016-2023 年角塑镜销量 (片)



资料来源：欧普康视 2016-2023 年报，医保局，平安证券研究所

图表112 人工晶体带量采购量及中选价格 (元) (仅列举部分厂商和产品)

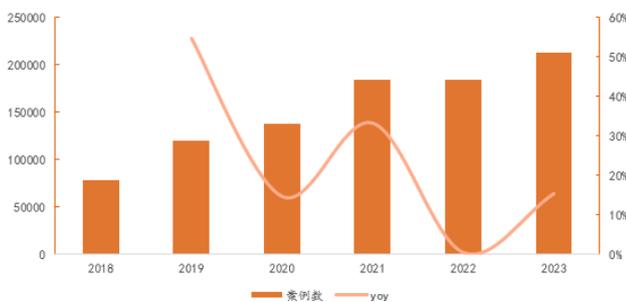
| 中报产品分类 | 企业名称 | 中报企业 | 竞价单元 | 采购需求量 (月) | 中报产品类别中选价格 (元) |
|---------------------|---------|----------------------|------|-----------|----------------|
| 非球面-单焦点-非散光 (球镜) | 豪雅 | 豪雅株式会社 (宁波) 医疗器械有限公司 | A | 129,065 | 950 |
| 非球面-单焦点-非散光 (非球镜) | 普明视康 | 无锡普明视康科技有限公司 | A | 78,536 | 790 |
| 非球面-单焦点-非散光 (非球镜) | 爱博医疗 | 爱博医疗 (北京) 医疗科技股份有限公司 | A | 282,854 | 797 |
| 非球面-单焦点-非散光 (非球镜) | 河南宇宙 | 河南宇宙人工晶状体股份有限公司 | A | 86,651 | 811 |
| 非球面-单焦点-非散光 (非球镜) | 强生 | 苏州强生医疗器械有限公司 | A | 204,651 | 812 |
| 非球面-单焦点-非散光 (非球镜) | 爱尔康 | 爱尔康 (中国) 眼科产品有限公司 | A | 75,159 | 825 |
| 非球面-单焦点-非散光 (非球镜) | 博士伦 | 博士伦 (上海) 贸易有限公司 | A | 99,682 | 830 |
| 非球面-单焦点-非散光 (球镜) | 蔡司 | 上海蔡司有限公司 | A | 164,371 | 1034 |
| 非球面-单焦点-非散光 (非球镜) | 河南赛美视 | 河南赛美视生物科技有限公司 | B | 7,115 | 831 |
| 非球面-单焦点-非散光 (非球镜) | 视光东联实验室 | 杭州协合医疗用品有限公司 | B | 15,976 | 833 |
| 非球面-单焦点-散光 (非球镜) | 爱尔康 | 爱尔康 (中国) 眼科产品有限公司 | A | 11,256 | 1496 |
| 非球面-单焦点-散光 (非球镜) | 普明视康 | 无锡普明视康科技有限公司 | A | 1,556 | 1850 |
| 非球面-单焦点-散光 (非球镜) | 强生 | 苏州强生医疗器械有限公司 | A | 13,479 | 1885 |
| 非球面-单焦点-散光 (非球镜) | 爱博医疗 | 爱博医疗 (北京) 医疗科技股份有限公司 | A | 8,150 | 1886 |
| 非球面-单焦点-散光 (非球镜) | 蔡司 | 上海蔡司有限公司 | A | 19,026 | 1897 |
| 双焦点-非散光 (非球镜) | 爱尔康 | 爱尔康 (中国) 眼科产品有限公司 | A | 12,583 | 1796 |
| 双焦点-非散光 (非球镜, 视力改善) | 爱博医疗 | 爱博医疗 (北京) 医疗科技股份有限公司 | A | 25,790 | 2880 |

资料来源：欧普康视 2016-2023 年报，医保局，平安证券研究所

(2) 口腔器械：国内正畸案例数增速有望回暖。受宏观环境影响，国内正畸行业案例数增速放缓，以上市公司时代天使披露的数，2023 年国内案例数达成 212000 例，在 2022 年低基数的情况下同比增长 15.20%，增速放缓，2024H1 国内案例数达成 95300，同比增长 10.81%，受消费乏力影响，国内正畸案例数增速放缓，在目前经济刺激政策的影响下，国内消费有望修复，正畸行业案例数有望回暖。

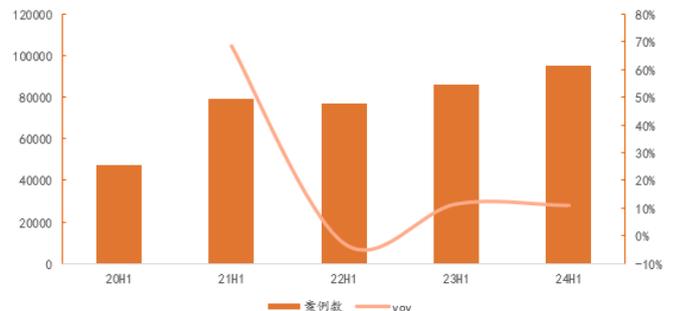
(3) 医美器械：医美用注射透明质酸/再生材料等产品属 III 类医疗器械，注射用透明质酸/再生材料等产品多用于水光、面部填充等领域，具备中高端消费属性，经济修复利于产品放量。

图表113 时代天使 2018-2023 年案例数 (例)



资料来源：时代天使 2018-2023 年年报，时代天使 20202-2024 年中报，时代天使招股书，平安证券研究所

图表114 时代天使 2020-2024 年中期案例数 (例)



资料来源：时代天使 2018-2023 年年报，时代天使 20202-2024 年中报，时代天使招股书，平安证券研究所

七、 风险提示

- 1.政策风险-医药行业受政策影响较大，不排除带量采购等医保控费政策推出节奏超预期；
- 2.研发风险-医药研发投入大、风险高，同时药物研发周期较长，相关企业存在研发失败风险；
- 3.市场风险-市场周期性波动可能会对医药行业产生负面影响。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层