

医药行业2025年投资策略

看好创新+出海、主题投资、红利三大主线

西南证券研究发展中心

医药杜向阳团队

2024年12月

核心观点

□ **2024年医药进入“进阶之选”，2025年医药仍存在机会。**2024年初以来（截止20241208），A股医药行业下跌7.8%，跑输沪深300指数23.6个百分点，行业涨跌幅排名第31。对比美股纳斯达克医疗保健指数和纳斯达克生物科技指数、港股恒生医疗保健指数，整体二级市场表现都弱于相应指数。从个股表现来看，A股医药股476家中有近三分之一实现上涨，跑赢医药指数超过30pp的有46家（占比2.7%），且多数在9月24日之后快速上涨。目前医药板块涨幅和估值经过2019和2020年达峰后，经过了近4年的调整，2021~2024年涨跌幅皆处于全行业排名中位数偏下，目前板块配置回到估值PE-TTM 28倍。24Q3剔除主动医药基金医药配置占比6.62%，略低于标配水平。**展望2025年，我们判断，医药仍存在机会，主要逻辑有三：**

- 1) 中共中央政治局12月9日召开会议提到，明年2025年实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，这将有望带来估值提升；
- 2) 随着人口老龄化和卫生费用持续增加，医药需求有望持续增加；
- 3) 医药板块相较其他行业，长期需求稳定。

核心观点

- 2025年围绕新质生产力和高质量发展大背景，看好医药创新+出海、主题投资、红利三大主线。
- ✓ **创新+出海主线**——创新药：政策端，2024年7月国常会审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》，创新药作为新质生产力之一，顶层设计方案有望助推创新药快速发展。2024年11月末，创新药医保谈判成功率达90%以上，医保强调支持“真创新”药物的政策导向。2024年11月，国家医保局发文提到引导商保更多支持包容创新药耗和器械，未来支付端商保发展空间值得关注。研发端，SKB264、AK112等于WCLC/ASCO会议发布肺癌适应症出色临床数据，国产创新持续亮相；出海方面，2024年国产新药授权出海百花齐放，二代IO、减肥药、自免TCE、ADC、新机制、新适应症等热点频出。恒瑞医药以NewCo模式实现GLP-1产品组合授权出海，交易总金额超60亿美元。医疗器械：随着第五批国采（人工耳蜗、外周血管支架类）和重点省际联盟集采开始，关注常态化医疗刚需下的国产替代，包括自主可控创新器械等。器械出海方向仍看好，但需关注后续地缘政治对企业出海进度的影响。此外，以旧换新政策对医疗设备行业业绩尚需观察。
 - ✓ **主题投资主线**——药品关注国产减肥药等临床数据进展；器械关注设备更新相关政策，低耗关注关税相关变化，关注AI医疗影像和AI信息化、银发经济、呼吸道检测等主题；消费医疗方向关注相关政策刺激；中药关注基药目录相关进展；CXO关注生物安全法案相关进展。此外，关注并购重组预期。
 - ✓ **红利主线**——随着10年期国债收益率下降至2%以下，具备长期稳定增长、有较好且可持续现金流、较高且持续分红比例的红利资产，仍是不错的防御选择，和进攻性配置具备一定跷跷板效应。红利板块包括高股息OTC个股；国企改革预期相关板块值得关注。

核心观点

2025年组合推荐：

- **推荐组合**：恒瑞医药（600276）、荣昌生物（688331）、恩华药业(002262)、亿帆医药（002019）、甘李药业（603087）、上海医药（601607）、长春高新（000661）、济川药业（600566）、英科医疗（300677）、怡和嘉业（301367）。
- **稳健组合**：上海莱士（002252）、华东医药（000963）、贝达药业（300558）、科伦药业（002422）、新产业（300832）、云南白药（000538）、太极集团（600129）、马应龙（600993）、美好医疗（301363）。
- **科创板组合**：首药控股-U（688197）、赛诺医疗（688108）、心脉医疗（688016）、圣湘生物（688289）、泽璟制药-U（688266）、博瑞医药（688166）。
- **港股组合**：和黄医药（0013）、荣昌生物（9995）、科伦博泰生物-B（6990）、先声药业（2096）、康方生物（9926）、亚盛医药-B（6855）、微创机器人-B（2252）、康希诺生物（6185）、爱康医疗（1789）。

风险提示：医药行业政策风险超预期；业绩不及预期风险。

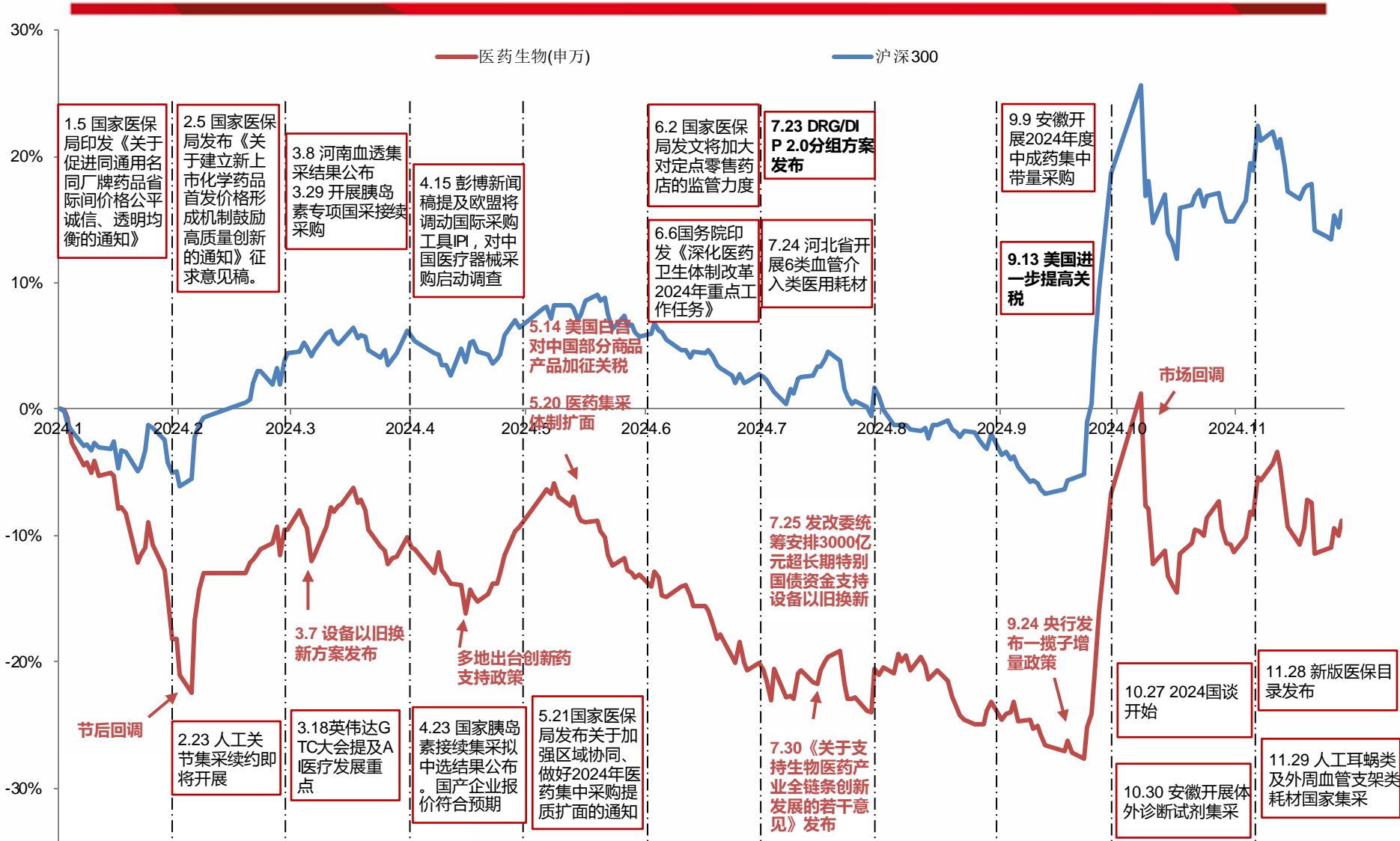
目 录

◆ **医药行业2024年二级市场表现回顾**

◆ **医药子行业2025年投资逻辑**

◆ **医药全行业2025年投资策略及标的**

2024医药行业政策和事件复盘



www.swsc.com.cn

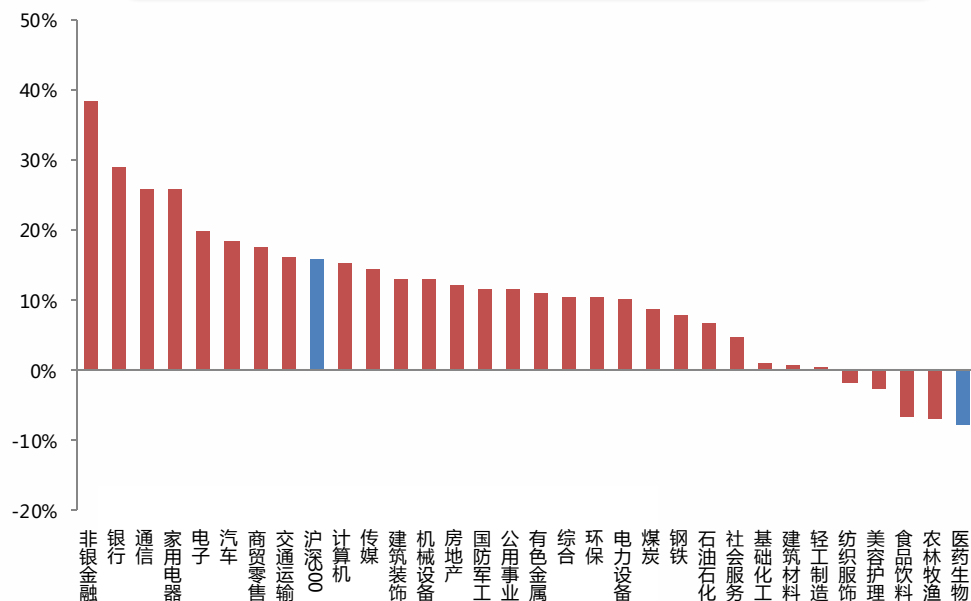
数据来源: wind, 医保局, 卫健委等, 西南证券整理

2024年医药行业复盘

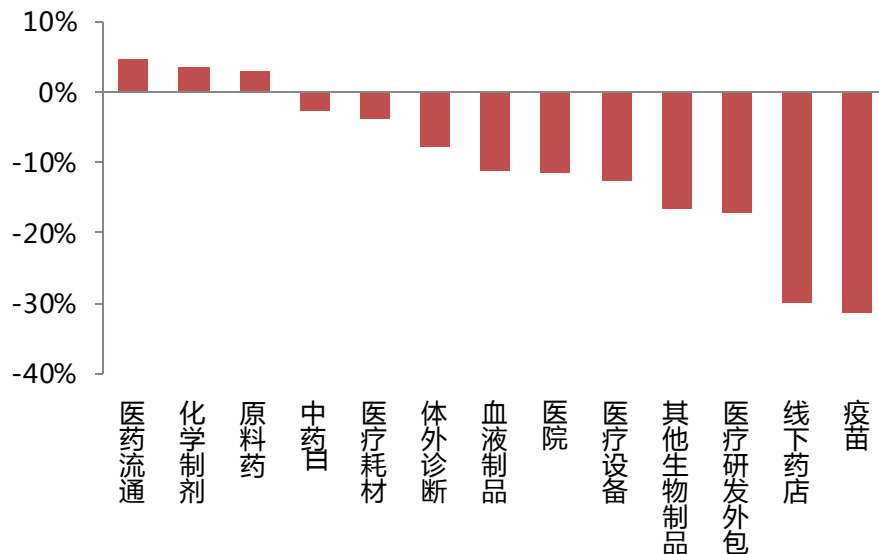
2024年医药行业复盘：从涨跌幅排名来看

- ❑ 2024年初以来（截止20241208），医药行业下跌7.8%，跑输沪深300指数23.6个百分点，行业涨跌幅排名第31；
- ❑ 2024年初以来（截止20241208），涨幅最大前三板块分别是医药流通、化学制剂和原料药，涨幅分别为4.8%、3.5%和2.9%。

2024年初以来全行业行情 (截止20241208)



2024年初以来医药子行业行情 (截止20241208)



2024年医药行业复盘

2024年医药行业复盘：从医药行业股价走势来看（2015-2024年）

□ 医药行业股价涨跌幅处于历年较低位置。2015~2020年医药生物（申万）在申万一级行业的涨跌幅排名多位于中等偏上水平，尤其是2020年涨跌幅排名位于5/28。2021年起医药生物行业进入回调期，近4年涨跌幅均处于中偏下水平，2024年（截至2024.12.8）涨跌幅排名31/31。

申万医药行业涨跌幅及排名

涨跌幅%	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
上证指数	9.4%	-12.3%	6.6%	-24.6%	22.3%	13.9%	4.8%	-15.1%	-3.7%	14.4%
上证50	-6.2%	-5.5%	25.1%	-19.8%	33.6%	18.9%	-10.1%	-19.5%	-11.7%	14.6%
沪深300	5.6%	-11.3%	21.8%	-25.3%	36.1%	27.2%	-5.2%	-21.6%	-11.4%	15.8%
医药生物（申万）	56.7%	-13.5%	3.6%	-27.7%	36.8%	51.1%	-5.7%	-20.3%	-7.0%	-7.8%
医药生物在申万一级行业中的涨跌幅排名	11	14	10	7	8	5	26	20	16	31
申万子行业数量	28						31			

2024年医药行业复盘

2024年医药行业复盘：从子行业股价走势来看（2015-2024年）

□ 2024年初至今（截止20241208），涨幅前三板块分别是医药流通、化学制剂和原料药，跌幅前三板块分别为疫苗、线下药店和医疗研发外包。

医药子行业股价年涨跌幅（2015-2024年）

子行业	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024.1.1~ 2024.9.23	2024.9.24~ 2024.12.8	2024 (1.1~12.8)
医药流通	52%	-10%	-11%	-35%	5%	2%	-10%	-5%	-2%	-17%	27%	5%
化学制剂	60%	-9%	14%	-26%	54%	28%	-20%	-13%	4%	-18%	27%	4%
原料药	56%	-13%	3%	-32%	49%	50%	34%	-22%	-9%	-19%	26%	3%
中药Ⅲ	46%	-14%	-4%	-31%	5%	15%	32%	-16%	-1%	-21%	24%	-3%
医疗耗材	92%	-16%	-2%	-13%	65%	59%	-18%	-32%	-16%	-25%	28%	-4%
体外诊断	101%	-33%	3%	-41%	36%	81%	-18%	-19%	-8%	-26%	24%	-8%
血液制品	57%	18%	-15%	-25%	35%	47%	-23%	-11%	21%	-20%	11%	-11%
医院	100%	-14%	4%	-19%	42%	87%	-24%	-9%	-30%	-40%	48%	-12%
医疗设备	56%	-28%	-23%	-27%	26%	92%	10%	-15%	-2%	-32%	28%	-12%
其他生物制品	86%	-9%	15%	-29%	48%	62%	-27%	-32%	-2%	-36%	30%	-17%
医疗研发外包	128%	-8%	-5%	10%	93%	115%	12%	-33%	-23%	-38%	34%	-17%
线下药店	111%	-25%	14%	-17%	49%	56%	-19%	7%	-19%	-47%	32%	-30%
疫苗	27%	-18%	33%	-3%	65%	92%	-11%	-31%	-16%	-48%	33%	-31%
医药生物(申万)	57%	-13%	4%	-28%	37%	51%	-6%	-20%	-7%	-28%	28%	-8%

2024年医药行业复盘

比较美、港和A股医药指数年度涨跌幅：2024年(2024.1.1~2024.12.8)美股纳指上涨32.3%，两大美股医药指数相较增长5.7%、6.0%。港股恒生指数上涨16.5%，两大港股医药指数相较下跌15.8%和12.4%。

美、港、A股医药行业指数年度涨跌幅

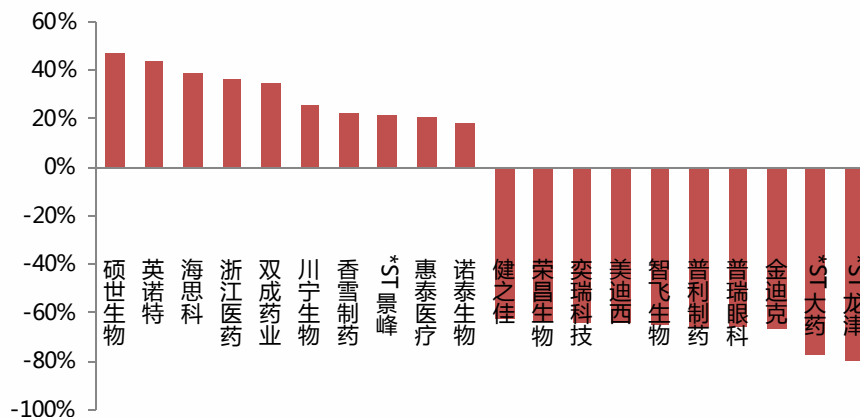
		2019	2020	2021	2022	2023	2024.1-12
美股	纳斯达克综指	35.2%	43.6%	21.4%	-33.1%	43.4%	32.3%
	SP500	28.9%	16.3%	26.9%	-19.4%	24.2%	27.7%
	道琼斯工业平均指数	22.3%	7.2%	18.7%	-8.8%	13.7%	18.4%
	纳斯达克医疗保健指数	25.8%	30.0%	-3.5%	-20.4%	6.5%	5.7%
	纳斯达克生物科技指数	24.4%	25.7%	-0.6%	-10.9%	3.7%	6.0%
港股	恒生指数	9.1%	-3.4%	-14.1%	-15.5%	-13.8%	16.5%
	恒生医疗保健	34.2%	41.8%	-29.6%	-19.3%	-24.5%	-15.8%
	恒生香港上市生物科技	2.0%	51.6%	-27.8%	-18.7%	-24.0%	-12.4%
A股	上证指数	22.3%	13.9%	4.8%	-15.1%	-3.7%	14.4%
	沪深300	36.1%	27.2%	-5.2%	-21.6%	-11.4%	15.8%
	上证50	33.6%	18.9%	-10.1%	-19.5%	-11.7%	14.6%
	申万医药生物	36.8%	51.1%	-5.7%	-20.3%	-7.0%	-7.8%

2024年医药行业复盘

2024年医药行业复盘：从个股涨跌幅来看 (2024/9/23)

- 2024年初至9月23日，A股医药公司合计476家。
- 跑赢医药指数超过50pp的有7家，占比A股上市医药公司1.5%。分别为硕世生物、英诺特、海思科、浙江医药、双成药业、川宁生物、香雪制药。

年初以来医药个股绝对涨跌幅排名



年初至9月23日个股涨跌幅区间数量/个

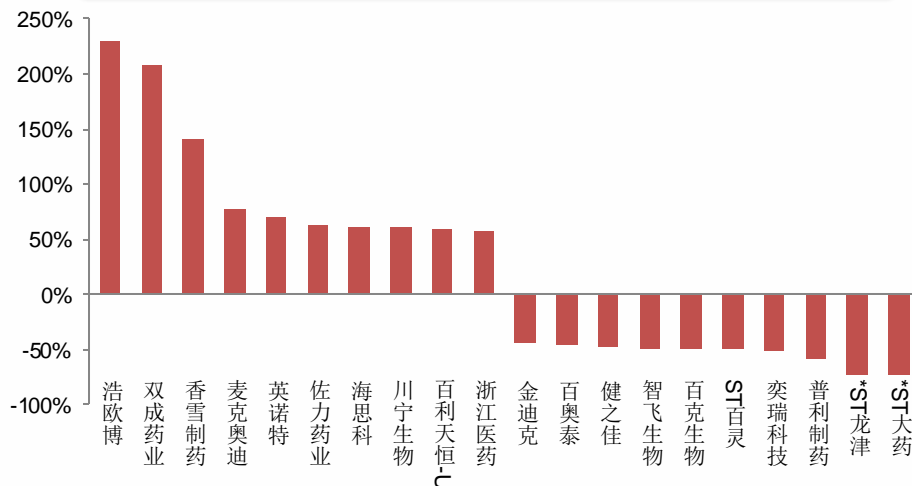
涨跌幅	绝对涨幅在区间内公司数量/个	绝对涨幅在区间内公司数量/A股上市医药公司总数	相对涨幅在区间内公司数量/个	相对涨幅在区间内公司数量/A股上市医药公司总数
超过100%	0	0%	0	0%
50%~100%	0	0%	7	1.5%
30%~50%	5	1.1%	20	4.2%
0%~30%	25	5.3%	161	33.8%
下跌	446	93.7%	288	60.5%

2024年医药行业复盘

2024年医药行业复盘：从个股涨跌幅来看 (2024/12/8)

- 2024年初至12月8日，医药行业绝对涨幅翻倍的有3支个股：浩欧博（并购重组概念）、双成药业（并购重组概念）、香雪制药（TCR-T细胞治疗产品纳入突破性治疗品种）。
- A股医药公司合计476家，跑赢医药指数超过50pp的有18家，占比A股上市医药公司3.8%。分别为浩欧博、双成药业、香雪制药、麦克奥迪、英诺特、佐力药业、海思科、川宁生物、百利天恒、浙江医药、ST景峰、莱美药业、热景生物、益诺思、常山药业。

年初以来医药个股绝对涨跌幅排名



年初以来个股涨跌幅区间数量/个

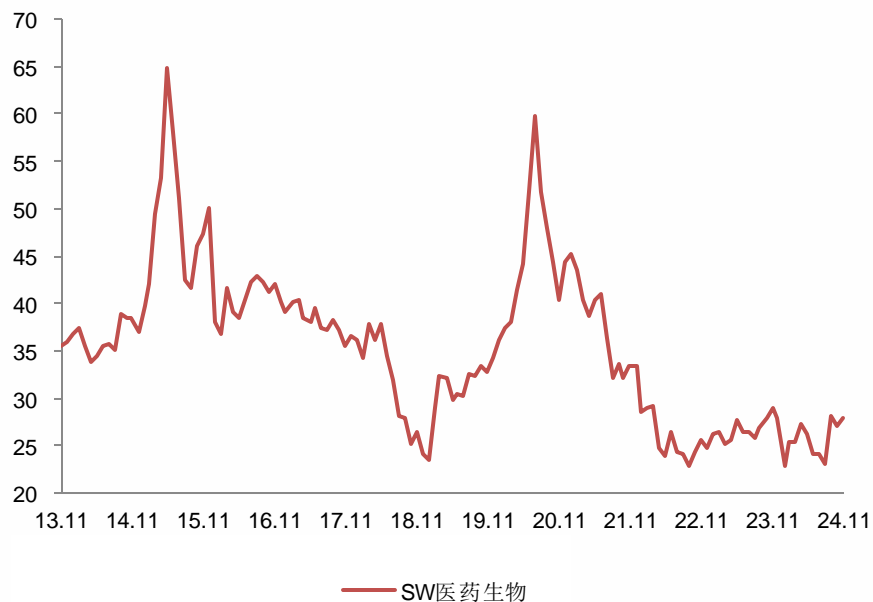
涨跌幅	绝对涨幅在区间内公司数量/个	绝对涨幅在区间内公司数量/A股上市医药公司总数	相对涨幅在区间内公司数量/个	相对涨幅在区间内公司数量/A股上市医药公司总数
超过100%	3	0.6%	3	0.6%
50%~100%	12	2.5%	15	3.2%
30%~50%	14	2.9%	31	6.5%
0%~30%	121	25.4%	190	39.9%
下跌	326	68.5%	237	49.8%

2024年医药行业复盘

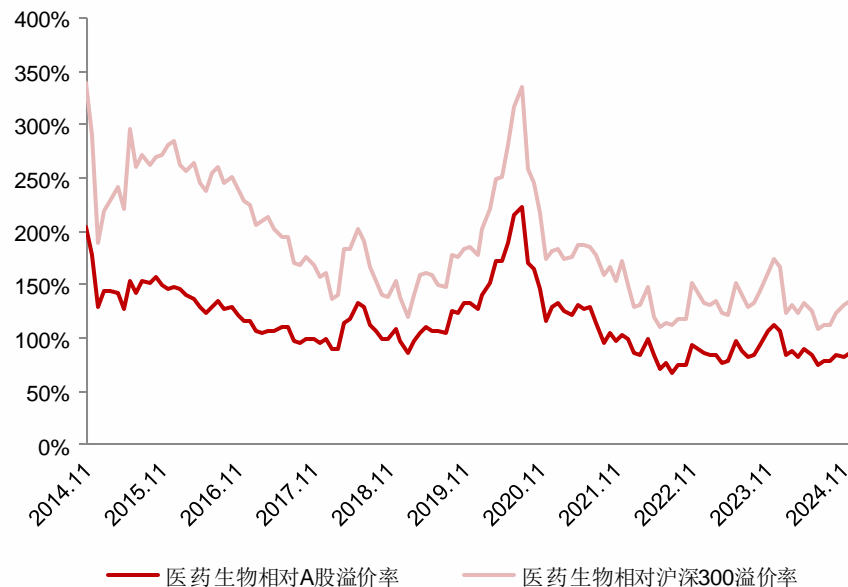
2024年医药行业复盘：从估值来看

- 纵向看：当前医药行业PE(TTM)为28倍，处于历史估值中枢以下。
- 溢价率看：当前医药行业相对于全部A股估值溢价率为86%，相对沪深300指数溢价率为135%，年初以来溢价率处于调整状态。目前医药行业溢价率水平处于过去十年中位数水平以下。

过去十年医药行业估值水平PE



医药行业相对A股和沪深300指数的溢价率



2024年医药行业复盘

2024年医药行业复盘：从子行业估值走势来看（2015-2024年）

□ 医药子行业估值处于历年较低位置。回顾2015-2024年，医药子行业市盈率整体呈“下降-上升-下降”的波动变化，但整体表现出下行的趋势。其中2015、2020年医药子行业市盈率处于相对高位水平，自2021年下半年开始进入调整阶段。截至2024.12.8，医药各子行业整体仍处于历史较低水平。

医药子行业市盈率（2015-2024年）

子行业	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 (截至2024.12)
医院	124	58	65	32	84	185	84	82	51	44
医疗耗材	75	61	46	33	41	25	14	27	36	36
原料药	70	45	43	19	30	35	33	26	30	33
医疗设备	75	56	48	36	42	58	51	38	33	32
化学制剂	53	42	34	29	38	47	33	32	31	31
血液制品	72	71	45	34	46	60	37	37	33	30
医疗研发外包	91	81	63	44	70	106	76	28	24	28
疫苗	42	603	57	39	44	67	29	26	27	27
中药Ⅲ	37	33	31	18	23	30	34	24	23	25
其他生物制品	70	59	44	31	35	57	31	24	28	25
体外诊断	109	65	79	32	42	44	29	6	28	22
线下药店	69	42	45	30	38	46	33	36	22	21
医药流通	41	32	24	15	16	16	13	15	15	17
生物医药（申万）	50	41	37	24	34	44	33	24	28	28

2024年医药行业复盘

2024年医药行业复盘：从子行业估值走势来看（2024年）

- 2024年医药子行业市盈率，从横向看：医院（44倍）和医疗耗材（36倍）最高，线下药店（21倍）和医药流通（17倍）最低。
- 纵向来看，2024年初至今估值水平呈上升趋势，其中医疗耗材、原料药、医疗设备、化学制剂、医疗研发外包、疫苗、中药、其他生物制品、医药流通估值水平增速较为明显；医院、血液制品、体外诊断、线下药店、估值水平相对维稳。

医药子行业月度市盈率（2024年）

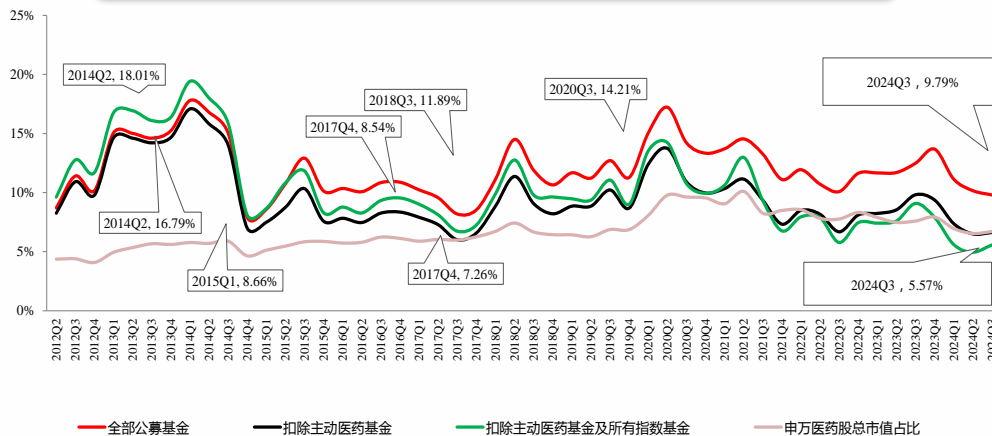
子行业	2024/1	2024/2	2024/3	2024/4	2024/5	2024/6	2024/7	2024/8	2024/9	2024/10	2024/11	2024/12
医院	41	46	41	40	37	32	34	31	46	42	43	44
医疗耗材	29	32	31	37	36	32	32	31	37	34	35	36
原料药	24	27	26	29	29	27	29	29	34	32	32	33
医疗设备	28	31	30	32	31	30	28	27	32	32	32	32
化学制剂	26	29	30	30	29	27	28	27	31	29	31	31
血液制品	28	31	32	34	34	35	34	32	34	30	30	30
医疗研发外包	18	19	19	19	18	17	19	19	26	26	26	28
疫苗	21	24	24	26	24	22	22	16	21	26	26	27
中药Ⅲ	20	22	22	26	25	23	22	22	26	25	25	25
其他生物制品	21	24	23	22	21	19	19	18	24	25	25	25
体外诊断	23	28	26	24	24	21	20	20	24	21	22	22
线下药店	20	20	22	25	25	18	15	15	21	19	21	21
医药流通	14	15	16	16	16	14	14	14	17	16	17	17
SW生物医药	23	25	25	27	26	24	24	23	28	27	28	28

2024年医药行业复盘

医药行业复盘：从公募基金持仓来看

- 24Q3全部公募基金占比9.79%，环比-0.37pp；剔除主动医药基金占比6.62%，环比+0.12pp；再剔除指数基金医药持仓占比5.57%，环比+0.62pp；申万医药板块市值占比为6.7%，环比+0.36pp；
- 24Q3外资持有医药生物板块的总市值占比为2.81%，环比+0.07pp，持股总市值为1832亿元，环比+305亿元。

公募基金A股重仓医药占比概况



24Q3持股基金数量Top10

代码	名称	持股基金数量		持股总市值(亿元)		流通股本占比		总股本占比		季度涨跌幅	截至24Q3市值(亿元)	
		截至24Q3	季度变化	截至24Q3	季度变化	截至24Q3	季度变化	截至24Q3	季度变化		流通市值	总市值
600276.SH	恒瑞医药	573	172	373.7	113.4	11.2%	0.5pp	11.2%	0.6pp	14%	3336	3336
300760.SZ	迈瑞医疗	453	-81	365.6	-49.3	10.3%	-1.7pp	10.3%	-1.5pp	4%	3552	3552
002422.SZ	科伦药业	204	13	83.3	6.8	20.0%	0.6pp	16.2%	0.5pp	5%	415	513
603259.SH	药明康德	190	83	193.6	71.0	12.7%	2.0pp	12.7%	2.0pp	17%	1525	1525
300015.SZ	爱尔眼科	156	50	124.7	48.2	9.9%	0.5pp	8.4%	0.5pp	24%	1258	1484
300347.SZ	泰格医药	140	61	109.3	35.9	23.0%	0.8pp	18.3%	0.9pp	38%	476	597
688235.SH	百济神州-U	137	64	59.2	32.0	2.4%	0.7pp	2.4%	0.7pp	104%	2491	2489
600079.SH	人福医药	121	55	32.0	7.8	9.9%	0.7pp	9.3%	0.7pp	9%	323	344
688617.SH	惠泰医疗	105	-16	68.4	3.0	17.2%	-14pp	17.2%	-4.3pp	39%	398	398
688271.SH	联影医疗	98	18	105.0	20.8	13.8%	0.8pp	9.9%	0.6pp	-1%	759	1055

2024年医药行业复盘

2024年医药行业复盘：从24Q3医药基金持仓数据看

子行业重仓市值占比变化环比增加前三：化学制剂占比19.4%，环比增加最大，+2.3pp；医疗研发外包占比8.7%，环比+2.2pp，其他生物制品占比4%，环比+0.8pp。

子行业重仓市值占比变化环比下降前三：中药占比5.1%，环比下降最大，-2.2pp；医疗设备占比5.2%，环比-1.2pp；血液制品占比0.7%，环比-0.6pp。

24Q3医药基金医药子行业重仓市值占比概况

	24Q3	24Q2	24Q1	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1
化学制剂	19.37%	17.07%	14.97%	14.39%	9.29%	9.21%	6.70%	4.4%	2.8%	1.5%	1.0%
医疗研发外包	8.66%	6.46%	6.11%	10.92%	15.90%	8.11%	12.47%	16.2%	14.2%	26.3%	29.8%
医疗设备	5.19%	6.39%	5.65%	6.50%	4.01%	5.29%	5.63%	5.6%	5.8%	5.0%	5.1%
中药Ⅲ	5.11%	7.34%	6.96%	6.93%	10.18%	13.20%	8.41%	6.6%	5.1%	6.3%	4.5%
其他生物制品	3.97%	3.21%	3.80%	4.61%	0.77%	0.92%	1.16%	1.1%	0.5%	0.5%	0.1%
医疗耗材	2.69%	2.59%	2.55%	3.25%	0.84%	1.18%	1.56%	2.6%	2.3%	2.5%	1.2%
体外诊断	1.78%	1.38%	1.63%	1.58%	0.18%	0.37%	0.40%	0.1%	0.0%	0.8%	1.2%
医院	1.59%	1.43%	2.64%	4.34%	5.24%	5.24%	6.67%	9.0%	7.7%	9.5%	5.4%
血液制品	0.67%	1.27%	0.88%	1.06%	0.24%	0.06%	0.02%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
医药流通	0.58%	0.76%	0.95%	0.66%	0.61%	0.73%	0.38%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%
原料药	0.52%	0.61%	0.37%	0.47%	0.72%	1.65%	2.22%	2.7%	2.8%	0.7%	1.1%
线下药店	0.45%	0.64%	1.11%	1.33%	1.22%	1.82%	2.50%	2.0%	1.3%	0.9%	0.5%
疫苗	0.28%	0.34%	0.87%	2.01%	1.01%	0.45%	0.69%	1.3%	1.2%	1.3%	2.6%

2024年医药行业复盘

2024年医药行业复盘：从24Q3非药基金持仓数据看

子行业重仓市值占比环比增加前三：医疗研发外包占比0.21%，环比增加最大，+0.06pp；医疗耗材占比0.23%，环比+0.02pp；医院占比0.09%，环比+0.01pp。

子行业重仓市值占比环比下降前三：医疗设备占比0.56%，环比下降最大，环比-0.13pp；其他生物制品占比0.05%，环比-0.07pp；中药占比0.23%，环比-0.04pp。

24Q3非医药基金医药子行业重仓市值占比概况

	24Q3	24Q2	24Q1	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1
化学制剂	0.59%	0.61%	0.69%	1.37%	0.77%	0.71%	0.44%	0.18%	0.25%	0.25%	0.25%
医疗设备	0.56%	0.69%	0.64%	0.99%	0.63%	0.58%	0.55%	0.20%	0.65%	0.44%	0.57%
医疗耗材	0.23%	0.22%	0.23%	0.37%	0.28%	0.22%	0.13%	0.09%	0.33%	0.32%	0.23%
中药Ⅲ	0.23%	0.27%	0.23%	0.62%	0.38%	0.39%	0.34%	0.10%	0.12%	0.16%	0.20%
医疗研发外包	0.21%	0.15%	0.15%	0.98%	0.64%	0.27%	0.47%	0.22%	0.40%	0.72%	1.07%
医院	0.09%	0.09%	0.11%	0.33%	0.23%	0.21%	0.31%	0.14%	0.23%	0.30%	0.11%
体外诊断	0.08%	0.10%	0.12%	0.24%	0.08%	0.07%	0.03%	0.01%	0.00%	0.04%	0.08%
血液制品	0.06%	0.08%	0.08%	0.11%	0.03%	0.04%	0.03%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
其他生物制品	0.05%	0.12%	0.23%	0.24%	0.15%	0.10%	0.10%	0.04%	0.10%	0.14%	0.05%
原料药	0.05%	0.05%	0.03%	0.07%	0.02%	0.06%	0.09%	0.05%	0.08%	0.07%	0.22%
医药流通	0.05%	0.07%	0.05%	0.07%	0.05%	0.08%	0.06%	0.01%	0.02%	0.01%	0.02%
线下药店	0.03%	0.03%	0.05%	0.12%	0.05%	0.04%	0.05%	0.18%	0.04%	0.02%	0.02%
疫苗	0.02%	0.01%	0.04%	0.22%	0.09%	0.07%	0.11%	0.06%	0.12%	0.16%	0.33%

2024年医药行业复盘：申万一级行业收入同比增速

申万一级子行业	营业收入同比增速										
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24Q1-3
电子	25%	21%	30%	36%	16%	8%	9%	13%	-3%	-2%	17%
非银金融	0%	30%	1%	18%	2%	17%	9%	4%	-5%	1%	16%
社会服务	11%	14%	20%	22%	22%	1%	-31%	17%	-12%	33%	7%
计算机	0%	12%	15%	1%	17%	9%	6%	14%	0%	2%	6%
汽车	0%	6%	18%	16%	2%	-3%	-2%	9%	4%	16%	5%
机械设备	-3%	-6%	2%	20%	16%	8%	11%	16%	-3%	2%	5%
家用电器	11%	-6%	13%	30%	13%	4%	1%	16%	0%	6%	4%
通信	0%	6%	5%	6%	4%	-1%	3%	12%	8%	5%	4%
有色金属	5%	-3%	9%	16%	8%	11%	15%	36%	13%	1%	3%
美容护理	13%	19%	18%	24%	11%	7%	-12%	-2%	6%	2%	2%
食品饮料	1%	4%	7%	15%	14%	15%	7%	10%	8%	7%	2%
基础化工	-1%	-22%	1%	25%	19%	2%	-16%	33%	14%	-6%	2%
轻工制造	1%	6%	10%	23%	12%	2%	3%	25%	3%	-3%	1%
环保	18%	18%	28%	24%	8%	14%	7%	16%	-2%	1%	1%
纺织服饰	2%	7%	15%	15%	7%	2%	-16%	12%	-3%	7%	0%
传媒	15%	35%	25%	12%	11%	4%	-13%	7%	-6%	6%	0%
医药生物	13%	11%	15%	15%	19%	13%	6%	12%	10%	2%	0%
综合	-3%	-2%	29%	22%	9%	-2%	5%	-1%	-9%	-7%	-1%
公用事业	0%	-5%	-2%	15%	11%	8%	0%	18%	16%	3%	-1%
银行	0%	9%	1%	3%	8%	10%	5%	8%	1%	-1%	-1%
石油石化	-1%	-26%	-5%	25%	20%	4%	-23%	32%	22%	-2%	-2%
交通运输	8%	2%	14%	48%	15%	9%	0%	37%	8%	-2%	-3%
农林牧渔	2%	-1%	21%	12%	9%	16%	27%	17%	13%	4%	-4%
建筑装饰	9%	5%	6%	9%	10%	16%	12%	15%	7%	7%	-5%
国防军工	0%	1%	-2%	-2%	5%	4%	1%	12%	7%	5%	-5%
商贸零售	-7%	-4%	1%	19%	7%	4%	0%	4%	-9%	-1%	-6%
煤炭	-15%	-24%	11%	36%	10%	6%	0%	32%	8%	-12%	-7%
钢铁	-8%	-26%	6%	32%	12%	2%	2%	40%	-6%	-5%	-9%
电力设备	0%	11%	10%	11%	9%	12%	15%	28%	40%	8%	-10%
建筑材料	3%	-10%	10%	34%	26%	15%	9%	9%	-13%	-2%	-12%
房地产	13%	5%	30%	7%	19%	19%	11%	8%	-8%	-1%	-23%
上证指数	4%	-4%	4%	16%	11%	9%	1%	18%	6%	1%	-1%
上证50	6%	-7%	1%	13%	12%	9%	-5%	16%	9%	0%	-1%
沪深300	6%	-3%	4%	14%	12%	10%	2%	17%	8%	3%	0%

数据来源：Wind，西南证券整理(按照24Q1-3收入增速排序)

2024年医药行业复盘：申万一级行业扣非归母净利润同比增速

申万一级子行业	扣非归母净利润同比增速										
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24Q1-3
农林牧渔	38%	137%	171%	-30%	-54%	379%	77%	-146%	143%	-285%	327%
社会服务	-3%	51%	60%	22%	-4%	-4%	-142%	-235%	-21%	123%	176%
电子	29%	12%	62%	63%	6%	10%	43%	59%	-43%	-4%	63%
综合	-40%	-98%	18906%	69%	-78%	-65%	-537%	-74%	-55%	-8%	57%
非银金融		103%	-33%	30%	-5%	57%	5%	13%	-27%	0%	50%
环保	17%	39%	22%	37%	-37%	14%	0%	16%	-7%	8%	15%
交通运输	32%	11%	-1%	63%	-12%	9%	-109%	1889%	-43%	69%	15%
汽车		14%	25%	5%	-45%	-41%	4%	59%	-5%	88%	13%
公用事业	15%	13%	-2%	-22%	-6%	32%	34%	-75%	185%	78%	11%
食品饮料	-4%	9%	13%	32%	33%	15%	17%	17%	14%	16%	9%
有色金属	-422%	-61%	211%	230%	-52%	-105%	3309%	233%	81%	-32%	8%
家用电器	45%	-3%	32%	18%	0%	5%	4%	19%	21%	16%	8%
通信		1%	-3%	-32%	-22%	-442%	140%	172%	618%	4%	6%
石油石化	-18%	-68%	-62%	322%	78%	-8%	-88%	1312%	75%	2%	3%
银行		2%	3%	6%	7%	13%	1%	14%	8%	1%	2%
美容护理	-6%	-4%	-28%	122%	53%	13%	9%	99%	11%	49%	1%
基础化工	-34%	4%	33%	70%	26%	-9%	-30%	92%	-4%	-47%	0%
医药生物	27%	25%	25%	20%	-1%	-15%	35%	51%	21%	-23%	-1%
机械设备	5%	-45%	-20%	249%	-37%	15%	104%	23%	-2%	27%	-2%
轻工制造	24%	74%	88%	51%	-45%	4%	49%	25%	-31%	23%	-2%
纺织服饰	14%	8%	11%	-8%	-32%	-26%	-47%	445%	-40%	87%	-5%
建筑装饰	13%	13%	15%	19%	10%	2%	3%	-1%	8%	9%	-15%
商贸零售	-34%	-58%	227%	46%	-28%	-25%	-94%	-3348%	36%	156%	-16%
煤炭	-37%	-127%	340%	244%	13%	-6%	-9%	104%	47%	-21%	-21%
国防军工		-487%	105%	824%	-40%	-53%	673%	152%	-10%	24%	-22%
计算机		36%	2%	-21%	-77%	-73%	792%	182%	-43%	-34%	-26%
传媒	94%	40%	70%	-35%	-256%	52%	5%	216%	-69%	277%	-33%
电力设备		7%	24%	38%	-60%	80%	104%	77%	99%	9%	-59%
建筑材料	2%	-69%	207%	68%	77%	26%	7%	12%	-50%	-31%	-64%
钢铁	-39%	-4232%	117%	531%	36%	-44%	6%	113%	-78%	-33%	-135%
房地产	0%	-8%	61%	34%	20%	17%	-18%	-90%	-657%	58%	-197%
上证指数	7%	-3%	5%	23%	8%	11%	-4%	28%	4%	8%	3%
上证50	8%	14%	-6%	18%	26%	6%	-31%	25%	1%	11%	38%
沪深300	7%	1%	-1%	19%	11%	10%	2%	19%	10%	4%	8%

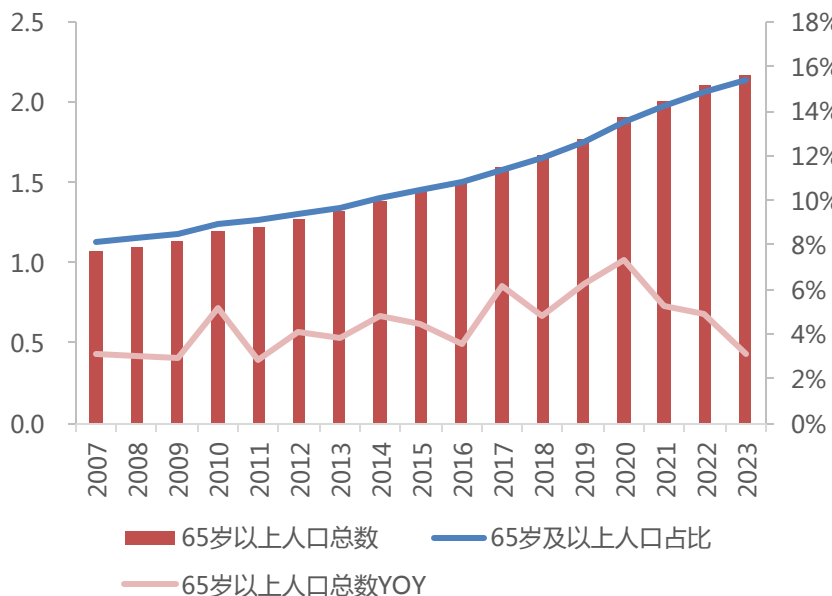
数据来源：Wind，西南证券整理(按照24Q1-3扣非归母净利润增速排序)

医药行业数据回顾

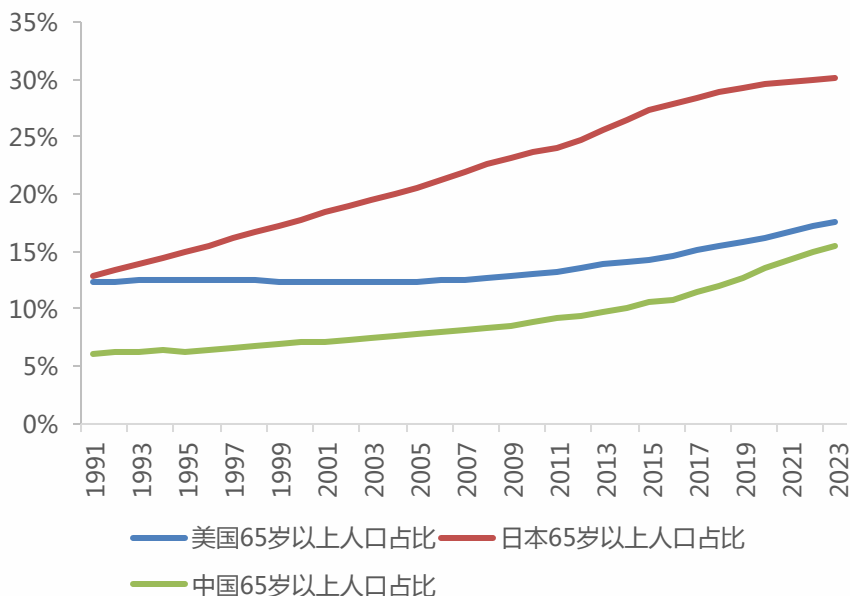
医药行业数据回顾：从人口老龄化趋势来看

- **我国人口老龄化现状呈现出老年人口基数大、增速快、高龄化等特点。**国际上通常将65岁及以上的人口占总人口的比重达到7%，作为一个国家进入老龄化社会的标准。2023年我国总人口数14.1亿人（-0.2%），65岁以上人口数2.2亿人（+3.1%），65岁以上人口占总人口的15.4%（+0.5pp）。预计到本世纪中叶，我国老年人口规模、老龄化率将相继达到峰值。
- **横向来看，发达国家老龄化问题更加严峻。**以美国、日本为例，2023年美国65岁及以上人口占比为17.6%，已迈入老龄化社会，日本65岁及以上人口占比甚至高达30.1%，已经属于超级老龄化社会。

中国65岁及以上人口变化趋势（亿人）



中日美老龄化率



医药行业数据回顾

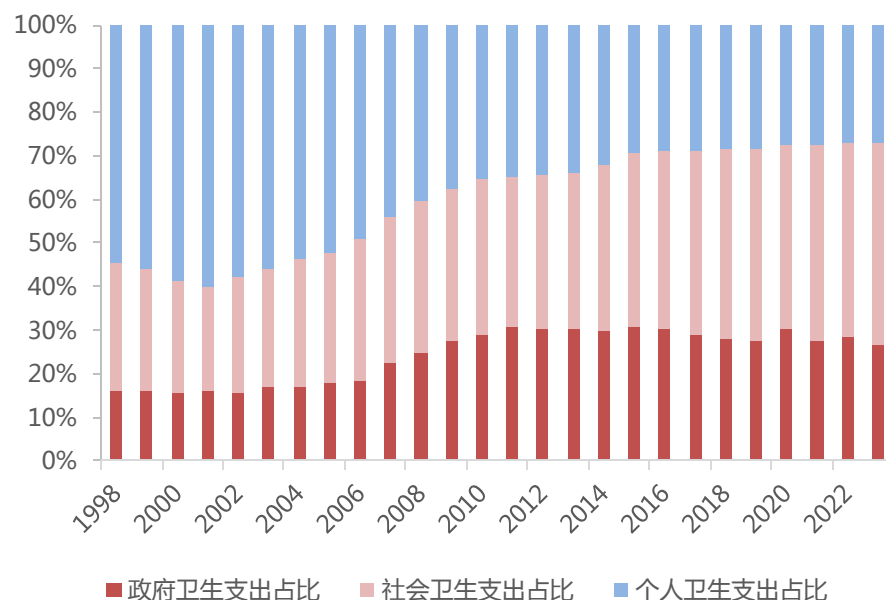
医药行业数据回顾：从卫生费用来看

- **中国卫生总费用稳健增长，政府支出放缓，社会和个人支出加快。**根据卫健委统计，2023年全国卫生总费用初步推算为90578.8亿元（+6.2%），其中：政府卫生支出亿元24148（+0.5%），占26.7%；社会卫生支出41677亿元（+8.7%），占46.0%；个人卫生支出24751亿元（+7.9%），占27.3%。
- **卫生费用结构持续优化，个人卫生支出比例下滑明显。**深化审评审批制度改革，加快新药好药上市，推进药品一致性评价，减轻群众用药负担。在全国基本实现基本医保地市级统筹，住院和门诊费用跨省直接结算。居民个人卫生支出所占比重由2012年的34.3%，下降到2023年的27.3%。

中国卫生费用总计及增速



政府、社会、个人卫生支出占卫生总费用的比例

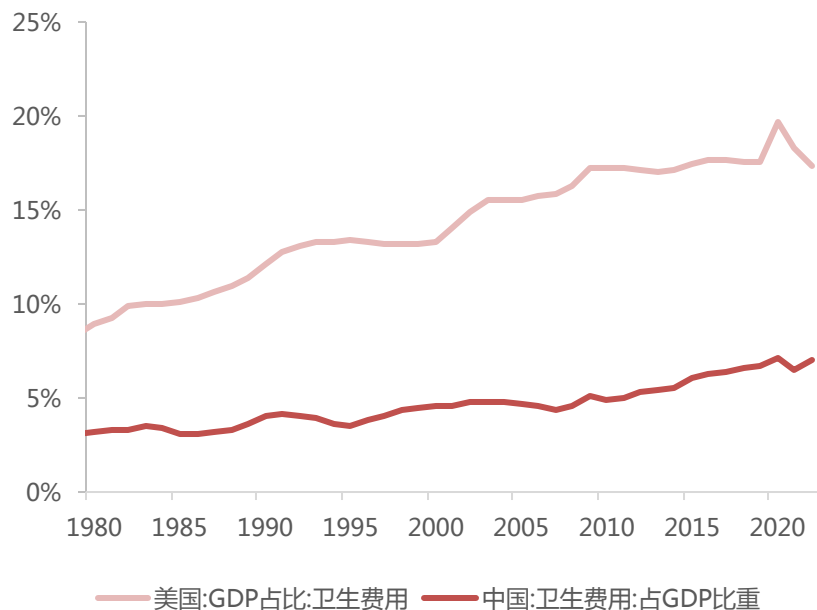


医药行业数据回顾

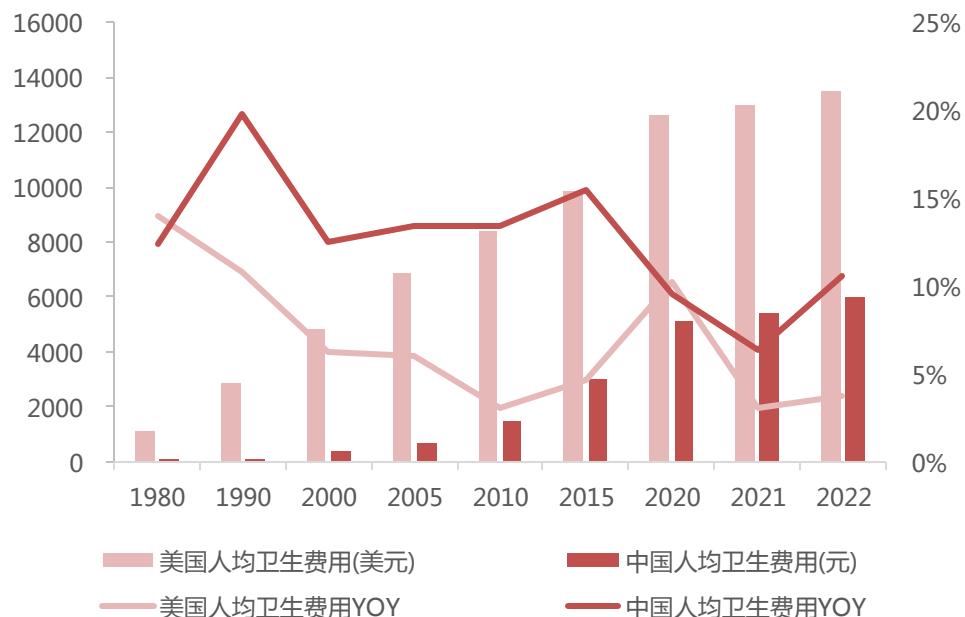
医药行业数据回顾：从人均卫生费用来看

- **美国卫生费用/GDP比重和人均卫生费用均居世界首位。** 2022年美国卫生总费用支出约4.5万亿美元，占美国当年GDP的17.3%，而经合组织OECD平均占比为9%~10%，中国为7%。2022年美国人均卫生费用达13493美元（+3.7%），中国人均费用为6010元（+10.5%），仅为美国的1/16。

中美卫生费用/总GDP占比



中美人均卫生费用

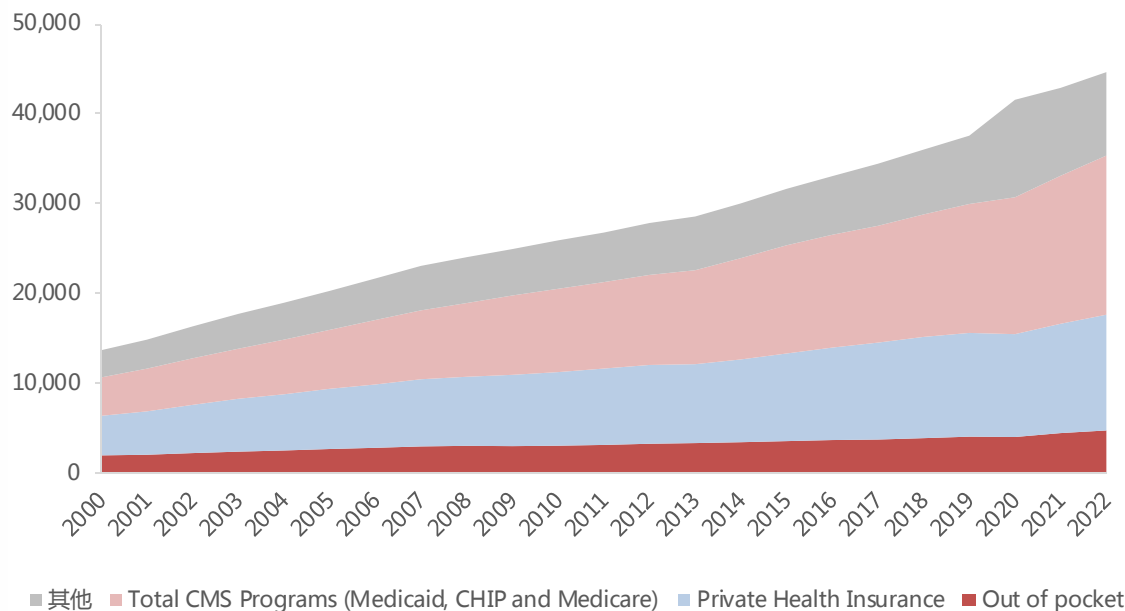


医药行业数据回顾

医药行业数据回顾：从美国卫生费用支出类别来看

- **美国卫生费用昂贵，个人支付和保险体系承担主要费用压力。** 2022年美国卫生总费用支出约4.5万亿美元，占美国当年GDP的17.3%。美国卫生费用主要来源于个人支付（OTC，10.6%）和保险（71.9%），其中商保占28.9%、政府保险（Medicare、Medicaid和CHIP，合称CMS）占比39.8%，居民和政府均承受较大的医疗费用负担。考虑到特朗普新提名的财政部长斯科特·贝森特主张到2028年将预算赤字率降至3%，财政紧缩将成为特朗普2.0时期的重要政策。

美国卫生医疗费用增长（亿美元）



美国各类医疗费用支出（2022）

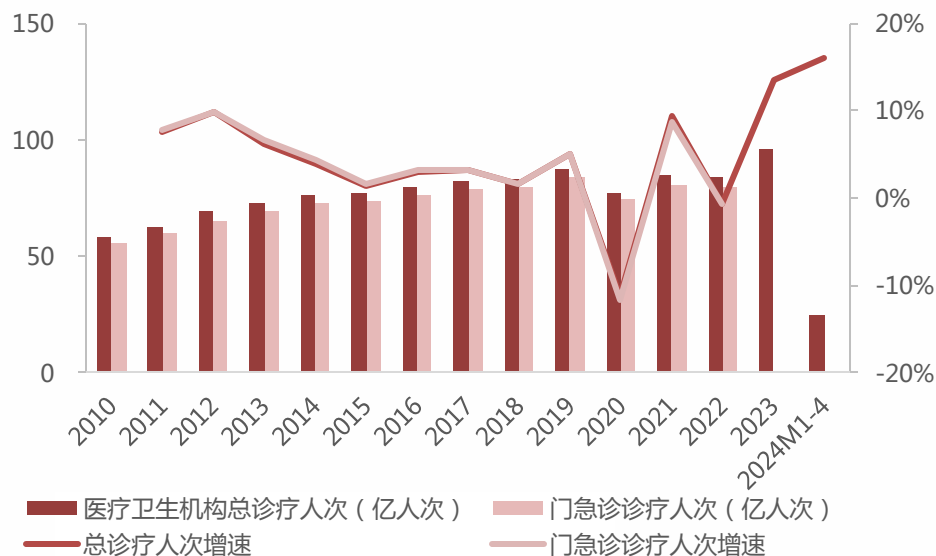
支出类别	支出费用 (亿美元)	占比	
个人支付 (out of pocket)	4714	10.6%	
保险	商保	12898	28.9%
	Medicare	9443	21.2%
	Medicaid	8057	18.0%
	CHIP	235	0.5%
	其他	1481	3.3%
其他费用 (第三方支付、公共卫生活动、投资等)	7817	17.5%	
合计	44646	-	

医药行业数据回顾

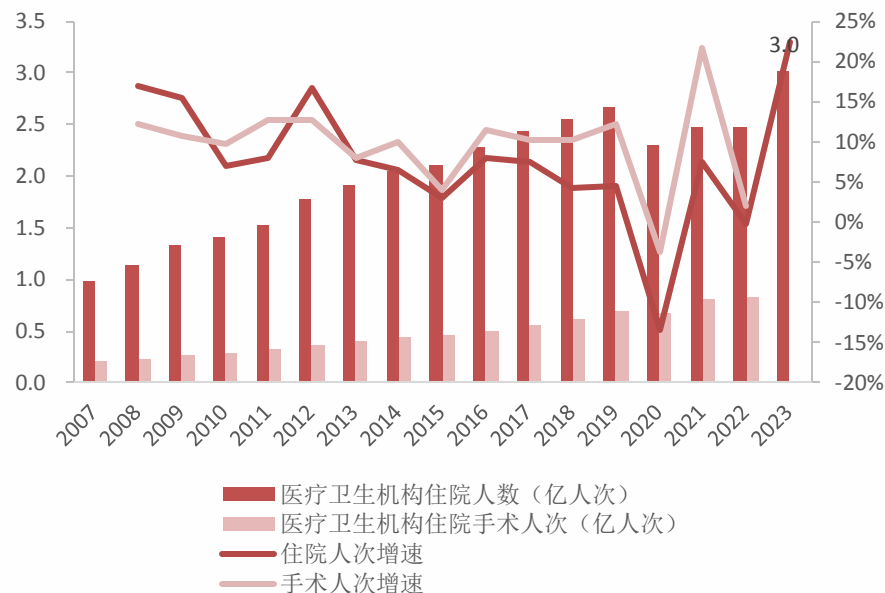
医药行业数据回顾：从诊疗人次看，医疗机构诊疗需求旺盛，诊疗量和住院人次高走

- **2023年诊疗总人次恢复性高增长13.5%**：2023年我国医疗卫生机构总诊疗人次95.5亿（+13.5%），2024年1-4月总诊疗人次25.0亿（+15.9%）。其中2022年门急诊诊疗人次为79.8亿（-0.8%）。
- **2023年住院人次恢复性高增长22.3%**：2023年我国医疗卫生机构住院人次3.0亿（+22.3%）。其中2022年住院手术人次为0.83亿（+2.1%）。

2010-2024年医疗机构总诊疗人次和门急诊诊疗人次



2007-2023年医疗机构住院和手术人次

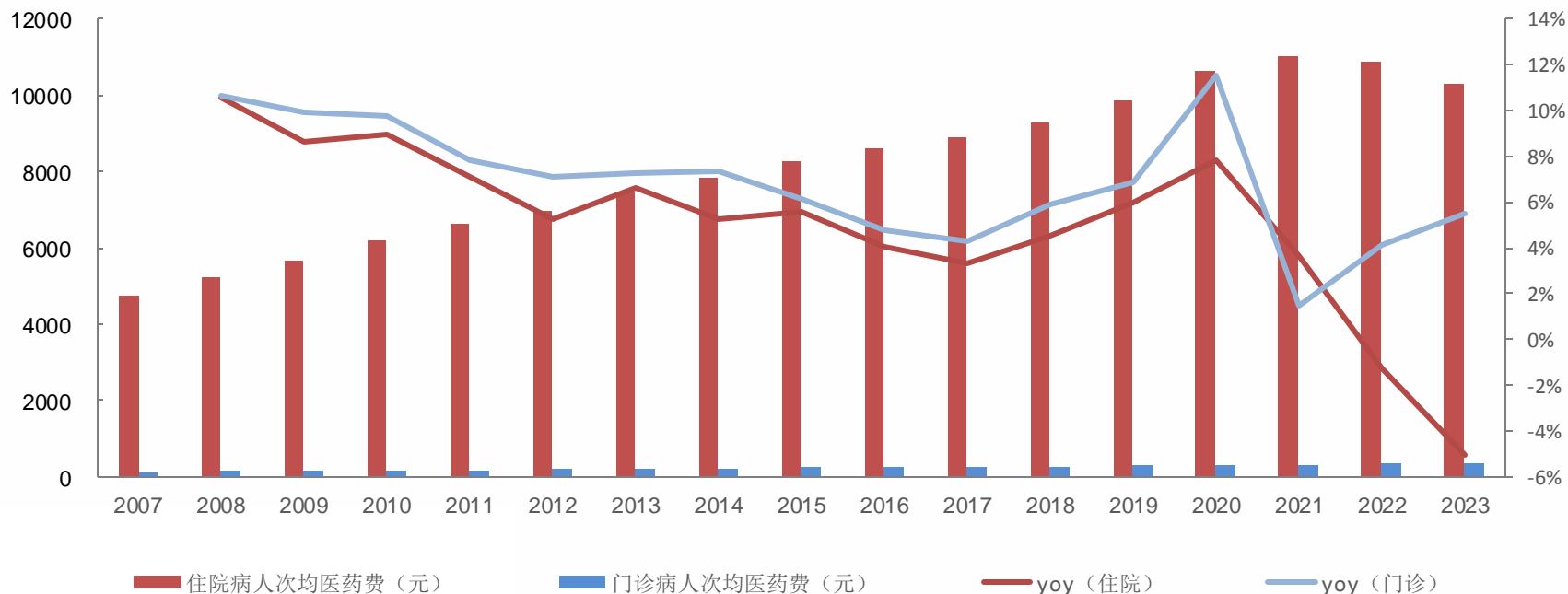


医药行业数据回顾

医药行业数据回顾：从住院/门诊费用来看，门诊费用持续提高，住院费用下滑

- **住院/门诊费用**：2007-2011年，门诊/住院费用快速提高，2012-2016年增速放缓，而后随着医保控费政策加紧，医疗费用增速进一步放缓，2020年由于疫情医疗费用快速提高。2021-2023年住院次均费用和门诊次均费用表现分化，门诊费用连续3年上涨，2023年门诊病人次均医药费为362元（+5.5%）。住院病人次均费用下降主要系集采降价、DRG政策等导致费用下降，2023年住院病人次均医药费为10316元（-5.0%）。

2007-2023年住院/门诊费用



医药行业数据回顾

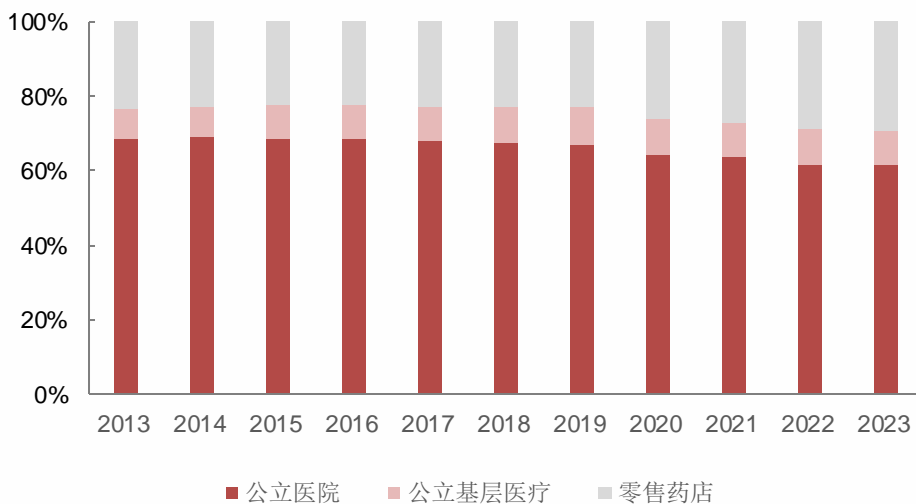
医药行业数据回顾：从药品流通来看

- **全国药品销售规模稳步增长。**据商务部药品流通统计系统数据显示，2023年全国药品流通市场销售规模稳步增长，增速逐渐恢复至疫情前水平。统计显示，全国七大类医药商品销售总额29304亿元(+6.5%)，扣除不可比因素同比增长7.5%，增速提高1.5个百分点。其中，药品零售市场销售额为6402亿元，扣除不可比因素同比增长7.6%。
- **从药品终端渠道看，零售渠道增速高于整体增速。**2023年，全国药品销售额为18865亿元，行业整体增速为5.2%。分渠道看，公立医院药品终端销售额为11554亿元(+4.2%)，公立医院药品渠道占比下降至61.3%；零售药店药品终端销售额为5533亿元(+6.2%)，2023年药品零售渠道占比上升至29.3%；公立基层医疗药品终端销售额为1778亿元(+8.2%)，渠道占比上升至9.4%。

2010-2023年药品流通企业销售规模及增速



2013-2023年国内药品销售渠道占比

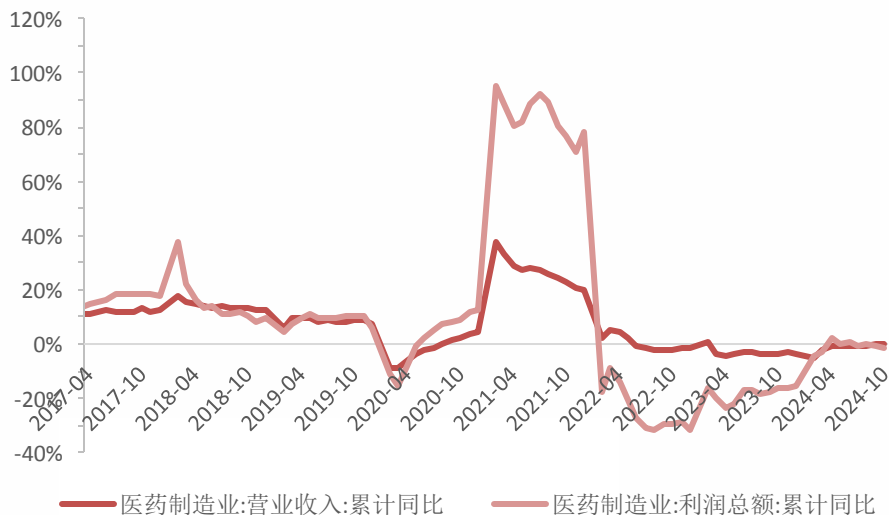


医药行业数据回顾

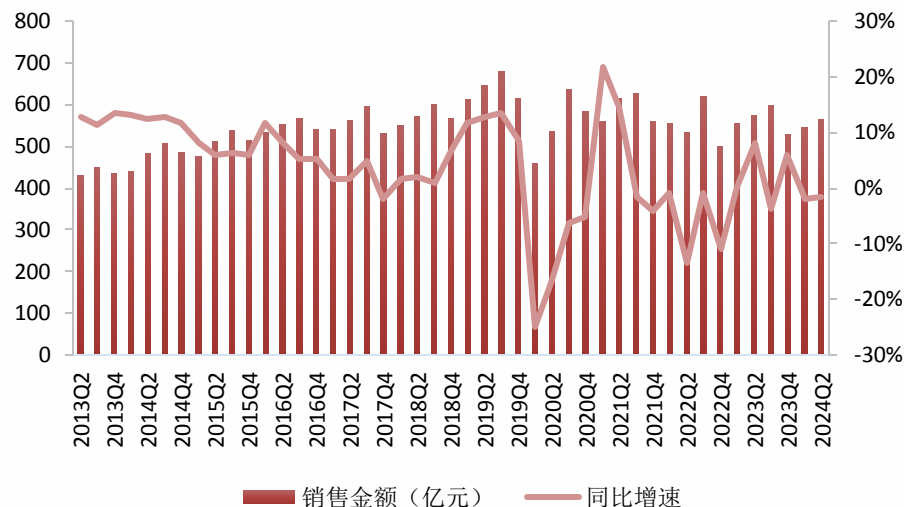
医药行业数据回顾：从制造业数据来看

- **国家统计局全国规模以上医药制造业数据：2024年1-10月，全国规模以上医药制造业实现营业收入20409亿元（+0.1%），实现利润收入2786亿元（-1.3%）。**受集采、国谈、疫情防控产品销量锐减、医药出口下降和原材料价格波动等影响，2024年初起医药制造业收入持续负增长，9月增速转正，后续有望恢复正常增长。
- **PDB样本医院药品销售额数据：24Q1/Q2 PDB样本医院药品销售额分别为544/564亿元，同比-1.8%/-1.7%，**我们认为，样本医院药品销售额的同比下降主要受反腐和国谈集采政策影响。

医药工业收入和利润增速



样本医院药品销售额及增速 (PDB)



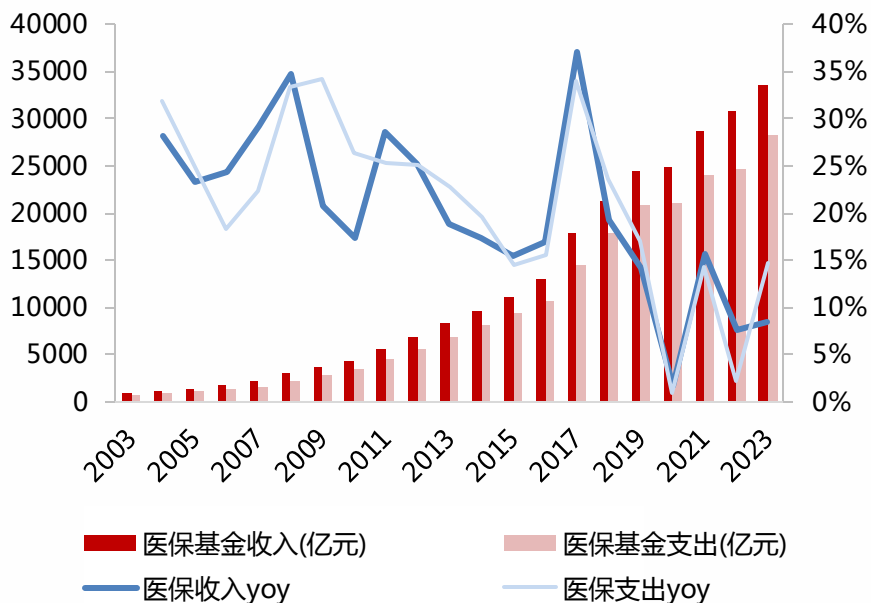
医药行业数据回顾

医药行业数据回顾：从医保基金来看

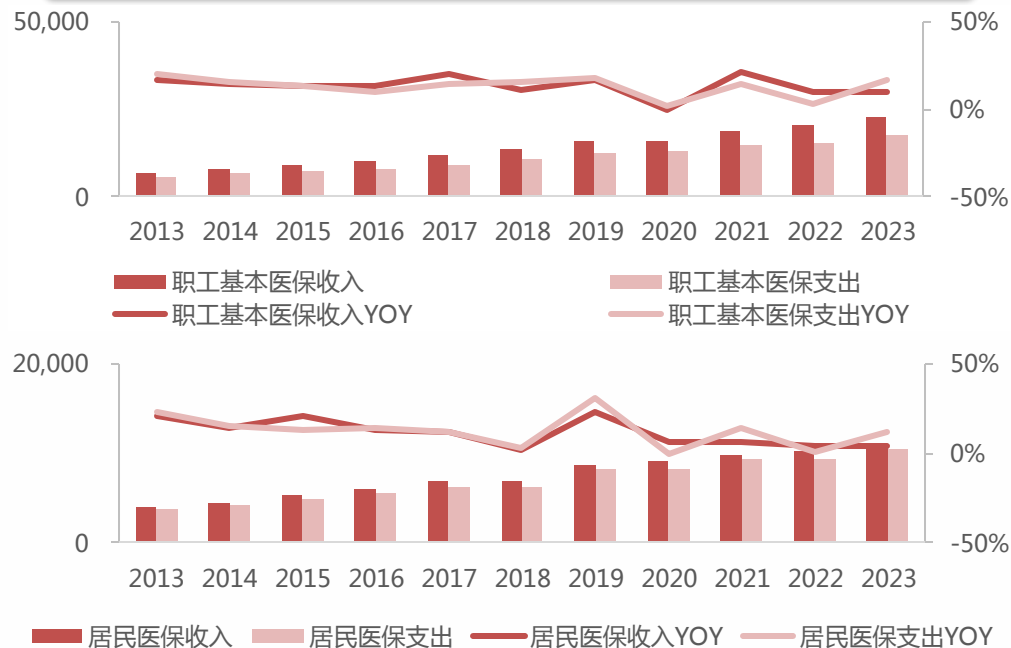
医保基金收支与医药工业行业收入具有相关性，医疗费用的增长使医保基金支出端面临压力

- **医保基金收支数据**：医保基金收入从2003年的890亿元增长至2023年的33501亿元，CAGR达19.9%；医保基金支出从2003年的654亿元增长至2023年的28208亿元，CAGR达20.7%，医保基金支出增速高于收入增速。2024年1-10月，医保统筹基金收入23065亿元（+8.9%），医保统筹基金支出19166亿元（+8.9%）。其中职工医保基金收入14320亿元，职工医保基金支出10670亿元。城乡居民医保基金收入8745亿元，城乡居民医保基金支出8466亿元。
- **2025年控费和改革仍是主基调**。2024年12月14日全国医疗保障工作会议在北京召开，会议强调2025年是十四五的收官之年，将大力推广三明医改经验，深化医保改革。

2003-2023年医保收支及增速



2013-2023年职工/城乡居民医保收支（亿元）及增速

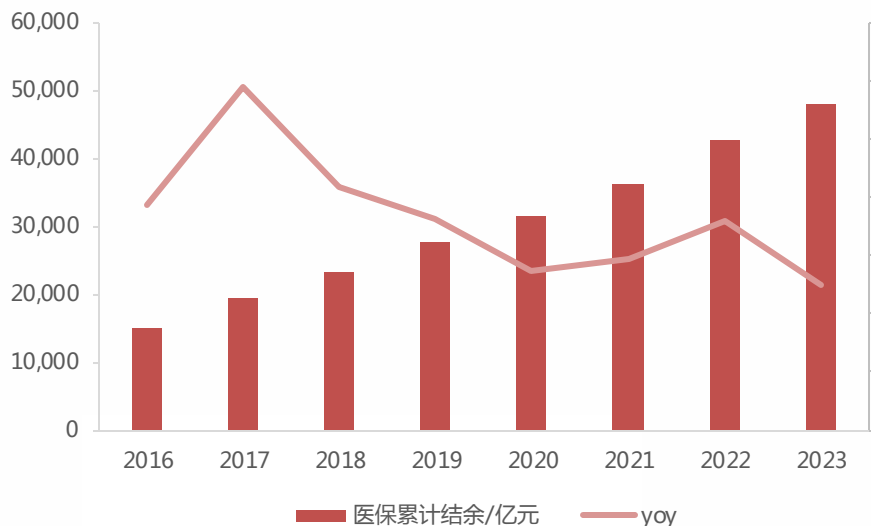


医药行业数据回顾

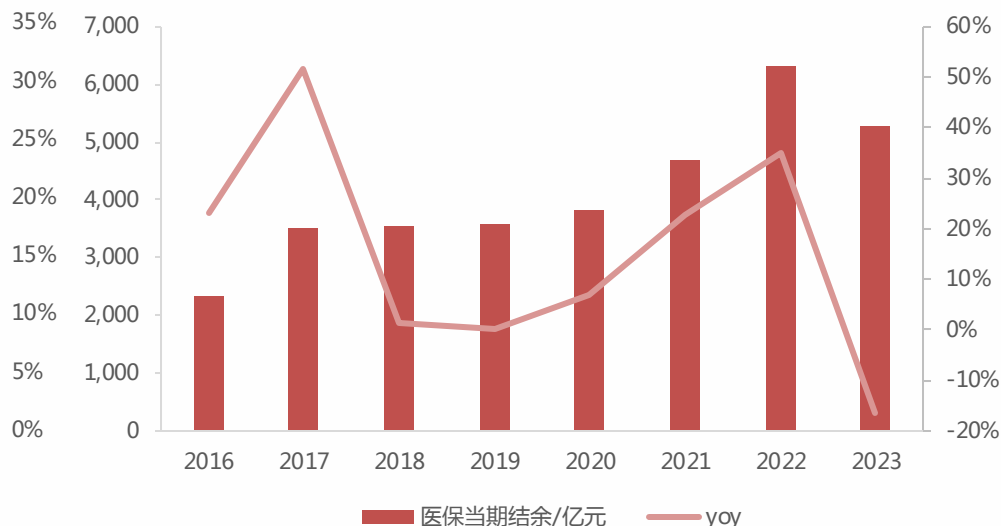
医药行业数据回顾：从医保基金结余来看

- **累计结余增速放缓，医保基金承压。** 2009年以来医保基金结余持续增长，2023年医保基金累计结余47933亿元（+12.4%）。2017年后医保并轨，新农合与城镇居民医保进行整合，医保基金收入、支出、累计结余增速均提升。2018-2020年医保基金累计结余增速下滑，2018、2019两年当期结余增速几乎为0，2023年累计结余增速下滑至2009年以来最低点，我们认为仍与老龄化趋势加剧、医保覆盖范围扩大相关。
- **2023年当期结余增速是2011年以来首次告负，医保控费刻不容缓。** 2018-2019年，我国医保当期结余增速下滑至接近于0，医保控费问题成为首要解决的问题之一。自医保局成立，“带量采购”等政策成功推行为医保基金创造更多结余，2020-2022年当期结余增速逐年提高至超30%。2023年当期结余5293亿元，同比2022年下滑16.3%，当期结余增速是2011年以来首次告负，基金总收入增速8.3%，而总支出增速达14.7%，主要原因可能是疫后医疗需求明显复苏。

2008-2023年医保基金累计结余及增速



2008-2023年医保基金当期结余及增速

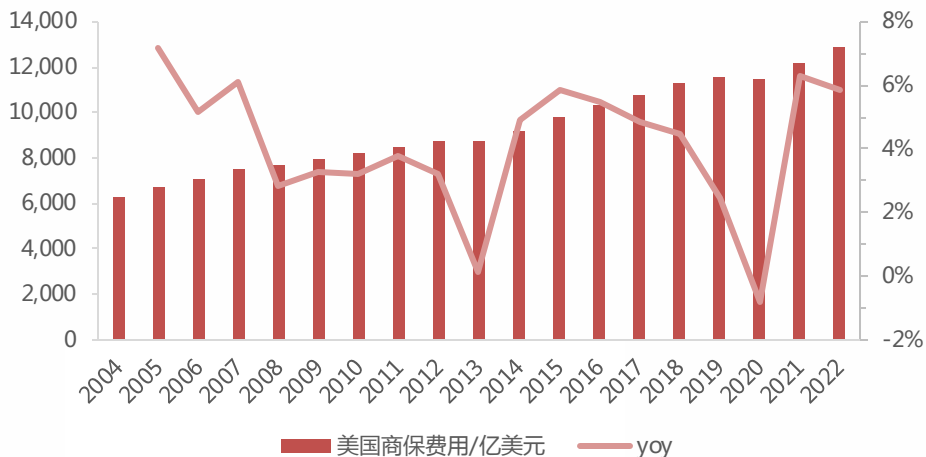


医药行业数据回顾

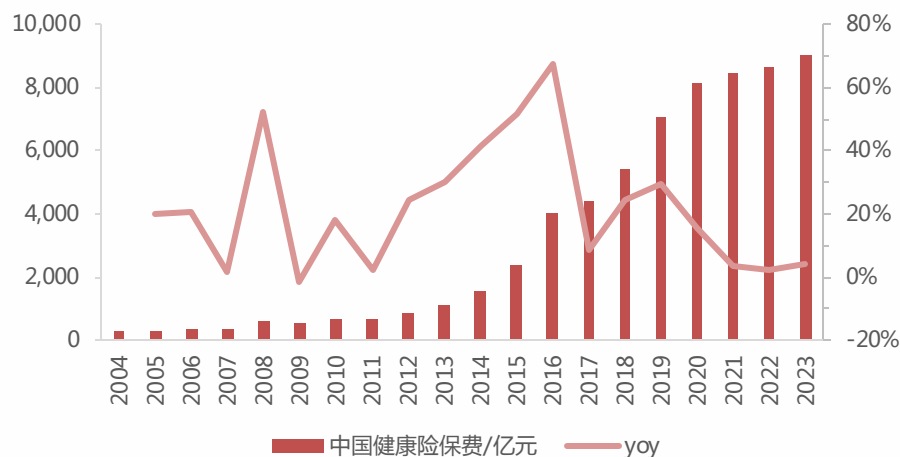
医药行业数据回顾：从中美商保来看

- **美国医保制度：以商保为主，社保主要保障特殊人群。**美国卫生费用支出主要来源于个人支付（OTC，10.6%）、商保（28.9%）、政府保险（Medicare、Medicaid和CHIP，合称CMS，39.8%），商保是卫生费用的重要组成部分。2022年美国商保支出1.29万亿美元，共计覆盖2.26亿人，覆盖率为68%。社保主要由联邦医保医补中心CMS管理，包括医疗保险（Medicare）、医疗补助（Medicaid）等计划，主要覆盖老年人、残疾人、妇女儿童、军人等特殊群体。
- **中国商保：以社保为主，商保作为补充。**中国的健康医疗保障体系是社会保障型，实行基本医疗保险制度，2023年基本医保已覆盖13.3亿人，参保率稳定在95%，商业保险作为补充，主要覆盖基本医保范围外的医疗费用。根据国家金融监督管理总局统计，2023年中国商业健康险原保费收入为9035亿元（+4.4%）。
- **2025年医保工作重点之一：引导支持商保模式，探索形成丙类目录。**2024年12月，全国医疗保障工作会议中提及2025年医保工作要探索商保、慈善互助等与基本医保同步结算，支持引导普惠型商业健康保险将创新药品纳入报销范围，研究探索形成丙类药品目录，并逐步扩大至其他符合条件的商业健康保险。

美国商保费用



中国健康险原保费收入



党中央关于医改决策部署的政策解读

政策解读：十八大以来，党中央就推进健康中国建设和深化医药卫生体制改革作出了一系列决策部署，对比历次会议报告，在以下五点政策的表述上作出了更新：**1）三医改革**从分立到联动，再转向协同发展和治理。**2）公立医院改革**更加以公益性为导向，并补充了具体机制。**3）党中央高度重视中医药工作**，二十届三中全会对中医药全面深化改革提出明确要求。**4）明确了要健全公共卫生体系**，在重大疫情预防、救治和应急等能力建设方面提出了新要求。5）二十届三中全会首次提出要**健全支持创新药和医疗器械发展机制**。

		十八大	十九大	二十大	二十届三中全会
会议时间		2012.11.8	2017.10.18	2022.10.16	2024.7.18
内容	三医	重点推进医疗保障、医疗服务、公共卫生、药品供应、监管体制综合改革	深化医药卫生体制改革， 全面建立 中国特色基本医疗卫生制度、医疗保障制度和优质高效的医疗卫生服务体系	深化医药卫生体制改革，促进 医保、医疗、医药协同发展和治理	深化医药卫生体制改革。促进 医疗、医保、医药协同发展和治理
	公立医院改革	健全农村三级医疗卫生服务网络和城市社区卫生服务体系， 深化公立医院改革	加强基层医疗卫生服务体系和全科医生队伍建设。	深化以 公益性为导向 的公立医院改革，规范民营医院发展。	深化以 公益性为导向 的公立医院改革，建立以医疗服务为主导的收费机制，完善薪酬制度，建立编制动态调整机制。
	中医药发展	扶持 中医药和民族医药事业发展。	坚持中西医并重， 传承 发展中医药事业。	促进中医药 传承创新发展	完善中医药 传承创新发展 机制
	公共卫生体系建设	健全全民医保体系，建立重特大疾病保障和救助机制， 完善突发公共卫生事件应急和重大疾病防控机制 。	坚持预防为主，深入开展爱国卫生运动，倡导健康文明生活方式， 预防控制重大疾病	创新医防协同、医防融合机制， 健全公共卫生体系 ，提高重大疫情 早发现 能力，加强重大疫情 防控救治 体系和 应急 能力建设，有效遏制重大传染性疾病传播。	实施健康优先发展战略，健全公共卫生体系，促进社会共治，医防协同、医防融合，强化监测预警、风险评估、流行病学调查、检验检测、应急处置、医疗救治等能力。
	首次提出				健全支持创新药和医疗器械发展机制

目 录

医药行业2024年二级市场表现回顾

医药子行业2025年投资逻辑

2.1 创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成绩单

2.2 医疗器械：看好三个方向

2.3 血制品：并购风起，供需边际变化值得跟踪

2.4 中药：政策趋于缓和，高基数影响消除

2.5 医药分销：内部稳中求变，外部政策利好

2.6 药店：收入端动力充足，利润端持续承压

2.7 医疗服务：收入增速放缓，静待需求拉升

2.8 CXO：地缘博弈落地，常规业务恢复有望重塑估值

2.9 原料药：扰动因素持续缓和，行业即将迎来新拐点

2.10 生命科学试剂及制药装备：期待国内需求端复苏，国产替代大趋势未改变

2.11 疫苗：期待独家产品及新产品放量

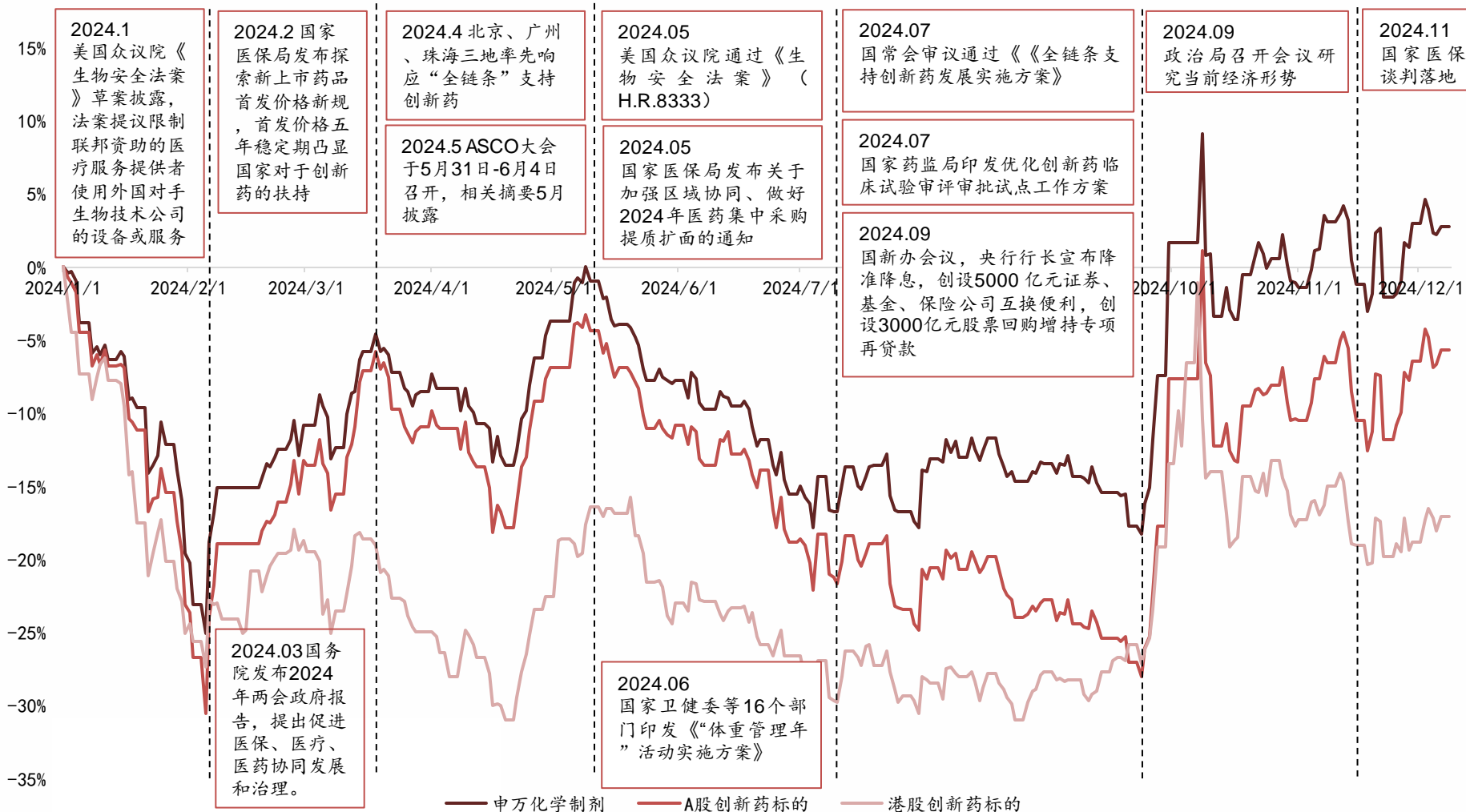
医药全行业2025年投资策略及标的

创新药及制剂：国内全链条支持，美国出海候佳音

- **2024年前三季度药品板块利润增长9.6%，行业销售费用率下行。**药品板块2024年前三季度收入2968亿元(+2.5%)，归母净利润370.9亿元(+9.6%)，扣非归母净利润350.5亿元(+14.7%)。从盈利能力看，2024年前三季度板块毛利率为55%(+0.7pp)，净利率为13.8%(+1pp)，四费率为39.1%(-1pp)。2024年前三季度，申万医药化学制剂+生物药上市公司整体销售费用率为23.5%，较23年全年下降2pp，医疗反腐持续推进，行业销售逐步合规。
- **全链条支持创新药，政策趋势已经确立，后续落地可期。**2024年7月国常会审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》，要求统筹用好价格管理、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。2024年11月末，创新药医保谈判落地。本次目录调整谈判竞价环节，117种目录外药品中89个成功纳入，成功率76%，平均降幅63%，其中创新药谈判成功率达90%以上。**本次国谈强调创新支持，“真创新”药物经济价值有望体现。**2024年11月，国家医保局发文称正在谋划探索推进医保数据赋能商业保险公司，引导商保更多支持包容创新药耗和器械。2021年美国私人商保医疗支出资金占比约为29%，我国商保发展空间大，**未来商保发展或提速，相关政策进展值得关注。**
- **创新药投资逻辑一：把握临床数据读出和商业化准入关键节点。**2024年多个国产创新药大品种核心适应症临床数据读出，康方生物AK112/科伦博泰SKB264分别于WCLC/ASCO会议发布肺癌适应症出色临床数据，市场对相应管线的价值预期产生重大变化从而推动股价上涨。展望2025年，相关品种的临床/准入进展值得关注。
- **创新药投资逻辑二：商业化成绩单。**中国市场来看，卡度尼单抗/伏美替尼2023年实现收入13.6/19.8亿元，同比增速分别超过140%/150%，上述药品2024年上半年分别实现收入7.1/15.5亿元，同比增长超过16%/100%；出海品种方面，泽布替尼/西达基奥仑赛2023年全球销售收入12.9/5亿美元，同比增长129%/276%，上述药品2024年前三季度分别实现收入18.2/6.3亿美元，同比增长107%/84.2%。商业化验证后的创新药企业将获得更广泛市场资金青睐。展望2025年，23-24年新获批/新纳入医保品种的商业化成绩值得关注。
- **创新药投资逻辑三：国产创新药出海。**2024年国产新药授权出海蒸蒸日上，二代IO、减肥药、自免TCE、ADC、新机制、新适应症等热点频出。礼新医药-默沙东就PD-1/VEGF双抗达成5.9亿美元首付款重磅交易，恒瑞医药以NewCo模式实现GLP-1产品组合授权出海，交易总金额超60亿美元，此外同润生物、恩沐生物等六家中国公司就自免TCE双抗达成出海授权，交易合计总金额超过40亿美元。
- **投资建议：结合临床价值为导向、以患者为中心的药物治疗，把握“研发进展、商业化放量、国际化/license out”三方面**
 - 1) **创新药龙头**：恒瑞医药，和黄医药，荣昌生物，华东医药，科伦药业，科伦博泰，康方生物，长春高新，信达生物等；
 - 2) **转型创新**：亿帆医药，恩华药业，贝达药业，泽璟制药，亚盛医药，先声药业，甘李药业，康弘药业，博瑞医药，通化东宝，京新药业，康辰药业等；
 - 3) **Biotech**：首药控股，智翔金泰，再鼎医药，诺诚健华，康哲药业，海创药业，亚虹医药，基石药业，艾迪药业，前沿生物，科济药业，盟科药业，君实生物等。

创新药及制剂：国内全链条支持，美国出海候佳音

2024年全链条等政策强化市场信心，医学学术会议、国谈是重要催化剂



www.swsc.com.cn

数据来源：wind，西南证券整理。注：A股创新药标的的指数和港股创新药标的的指数分别包含了57家和51家创新药公司，数据截至2024.12.08

A/港股创新药指数年度涨跌幅

2019-2024年间，A股创新药指数有4年跑赢大盘，港股创新药指数有3年跑赢大盘。

- 2019年，A/港股创新药指数分别上涨56.5%/23.6%，跑赢大盘指数20.4/14.5pp。
- 2020年，A/港股创新药指数分别上涨25.2%/20.2%，分别跑输/跑赢大盘指数2.0/23.6pp。
- 2021年，A/港股创新药指数分别下跌2.9%/7.4%，跑赢大盘指数2.3/6.7pp。
- 2022年，A/港股创新药指数分别下跌9.9%/29%，分别跑赢/跑输大盘指数11.7/13.5pp。
- 2023年，A股创新药指数上涨22.3%，跑赢大盘指数33.7pp，港股创新药跑输大盘及医药指数。
- 2024年，截至12月8日，A/港股创新药指数分别下跌5.7%/17.1%，跑输大盘21.5/33.6pp。

A/港股创新药指数年度涨跌幅

(亿元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024.1-12
沪深300	36.1%	27.2%	-5.2%	-21.6%	-11.4%	15.8%
申万医药	36.8%	51.1%	-5.7%	-20.3%	-7.0%	-7.8%
A股创新药指数	56.5%	25.2%	-2.9%	-9.9%	22.3%	-5.7%
恒生指数	9.1%	-3.4%	-14.1%	-15.5%	-13.8%	16.5%
恒生医疗保健	34.2%	41.8%	-29.6%	-19.3%	-24.5%	-15.8%
港股创新药指数	23.6%	20.2%	-7.4%	-29%	-25.2%	-17.1%

A股创新药及制剂板块：2024年前三季度业绩稳健增长

- 药品板块2024年前三季度收入2968亿元(+2.5%)，归母净利润370.9亿元(+9.6%)，扣非归母净利润350.5亿元(+14.7%)。分季度看，板块24Q1/24Q2/24Q3收入分别为997/1006.2/965亿元(+1.6%/+2.7%/+3.3%)，归母净利润分别为127/128.1/115.7亿元(+9.1%/+13%/+6.5%)。
- 从盈利能力看，2024年前三季度板块毛利率为55%(+0.7pp)，净利率为13.8%(+1pp)，四费率为39.1%(-1pp)。2024Q3板块毛利率55%(+0.9pp)，归母净利率12%(+0.4pp)。随着集采、国谈等“政策底”显现，外部环境变化导致销售费用下降，降本增效成为企业经营主旋律，2024年板块净利率整体呈上升趋势。

药品板块23Q1-24Q3业绩速览

(亿元)	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营收	981.7	980.2	934.2	982.5	997.0	1006.2	965
同比增速	7.7%	10.0%	-2.1%	-0.6%	1.6%	2.7%	3.3%
归母净利润	116.4	113.3	108.7	50.9	127.0	128.1	115.7
同比增速	5.1%	13.9%	6.0%	-33.1%	9.1%	13.0%	6.5%

药品板块23Q1-24Q3盈利能力指标概览

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
毛利率	54.3%	54.5%	54.1%	54.7%	54.3%	55.7%	55.0%
归母净利率	11.9%	11.6%	11.6%	5.2%	12.7%	12.7%	12.0%
销售费用率	24.6%	25.3%	23.8%	25.8%	23.1%	23.1%	23.3%
管理费用率	6.9%	7.2%	7.8%	8.6%	7.3%	7.4%	8.1%
财务费用率	0.6%	-0.3%	0.0%	0.2%	0.1%	0.0%	0.7%
研发费用率	7.3%	8.2%	8.9%	10.0%	7.3%	8.6%	8.4%

2024年前三季度药企销售费用率持续下降

- **2024年前三季度药企销售费用率持续下降。** 2024年前三季度，A股创新药和制剂板块139家上市公司整体销售费用率为23.4%，较23年全年下降2.1pp。随着行业销售合规要求趋于严格，企业销售费用率目前有所调整，后续长期发展需跟踪。

A股前二十大药企销售费用（亿元）/销售费用率

公司名称	2022		2023		2024Q3YTD	
	销售费用	销售费用率	销售费用	销售费用率	销售费用	销售费用率
复星医药	91.7	20.9%	97.1	23.5%	65.9	21.3%
百济神州-U	60.0	62.7%	73.0	41.9%	63.5	33.2%
恒瑞医药	73.5	34.5%	75.8	33.2%	61.1	30.3%
华东医药	63.3	16.8%	66.5	16.4%	47.3	15.0%
人福医药	42.7	19.1%	44.0	17.9%	34.8	18.2%
长春高新	38.1	30.1%	39.7	27.3%	31.4	30.3%
健康元	49.5	28.9%	44.3	26.6%	29.5	24.8%
科伦药业	46.9	24.8%	44.5	20.7%	26.1	15.6%
丽珠集团	38.9	30.8%	36.0	28.9%	24.6	27.0%
华润双鹤	26.6	28.1%	26.8	26.3%	22.9	26.8%
哈药股份	17.5	12.7%	23.1	15.0%	19.7	16.0%
海正药业	24.1	20.0%	23.7	22.8%	15.8	20.1%
华海药业	12.4	15.1%	12.9	15.6%	13.5	18.6%
康弘药业	13.2	39.0%	14.7	37.2%	12.9	37.8%
恩华药业	16.5	38.5%	17.4	34.5%	12.5	30.2%
西藏药业	14.1	55.2%	17.6	56.1%	12.1	55.7%
信立泰	10.9	31.4%	10.2	30.2%	11.0	36.6%
悦康药业	19.8	43.6%	17.7	42.1%	10.8	36.0%
华北制药	18.4	17.6%	16.6	16.4%	10.5	13.9%
东北制药	20.5	23.3%	18.1	22.0%	10.5	17.1%
A股药品板块	1,243.9	26.8%	1,223.9	25.4%	886.7	23.4%

2024年前三季度A股药企研发费用率稳中略降

- **2024年前三季度药企整体研发费用率稳中略降。** 2024年前三季度，A股创新药和制剂板块139家上市公司整体研发费用率为12%，较23年全年下降0.9pp。

A股前二十大药企研发费用（亿元）/ 研发费用率

公司名称	2022		2023		2024Q3YTD	
	研发费用	研发费用率	研发费用	研发费用率	研发费用	研发费用率
百济神州-U	111.5	116.6%	128.1	73.5%	101.7	53.1%
恒瑞医药	48.9	23.0%	49.5	21.7%	45.5	22.5%
复星医药	43.0	9.8%	43.5	10.5%	26.5	8.6%
科伦药业	18.0	9.5%	19.4	9.1%	15.8	9.4%
长春高新	13.6	10.8%	17.2	11.8%	14.1	13.6%
荣昌生物	9.8	127.2%	13.1	120.6%	11.5	95.4%
人福医药	9.7	4.3%	14.6	6.0%	10.9	5.7%
健康元	17.4	10.2%	16.6	10.0%	10.4	8.7%
华东医药	10.2	2.7%	12.7	3.1%	9.5	3.0%
百利天恒-U	3.8	53.3%	7.5	132.8%	9.3	16.5%
君实生物-U	23.8	164.0%	19.4	128.9%	8.7	68.8%
丽珠集团	14.3	11.3%	13.3	10.7%	7.3	8.1%
华海药业	9.3	11.2%	9.8	11.8%	6.9	9.5%
神州细胞-U	8.9	86.6%	11.5	60.8%	6.7	34.7%
诺诚健华-U	6.5	103.7%	7.6	102.5%	6.1	88.1%
百奥泰	6.2	135.4%	7.7	109.1%	6.0	103.1%
迪哲医药-U	6.6	0.0%	8.1	882.5%	5.7	167.7%
迈威生物-U	7.6	2735.9%	8.4	653.8%	4.8	340.9%
华润双鹤	4.7	5.0%	5.6	5.5%	4.7	5.5%
智翔金泰-U	4.5	-	6.2	-	4.4	-
A股药品板块	563.0	12.1%	621.0	12.9%	454.7	12.0%

2024年上半年港股药企研发费用率稳中略降

- **2024年上半年港股药企整体研发费用投入保持平稳。**2024年上半年，港股51家创新药企业合计研发费用263亿人民币，对应研发费用率为27.3%；其中前20大药企投入研发费用228亿元，对应研发费用率为22.8%。随着企业产品放量，研发费用率稳中有降。

港股前二十大创新药企研发费用（亿元）/ 研发费用率

公司名称	2022		2023		2024H1	
	研发费用	研发费用率	研发费用	研发费用率	研发费用	研发费用率
百济神州	114.3	115.9%	126.0	72.3%	65.2	54.4%
石药集团	39.9	12.8%	48.3	15.2%	25.4	15.3%
复星医药	39.2	8.9%	38.2	9.3%	18.6	9.1%
金斯瑞生物科技	27.2	62.1%	30.7	51.4%	16.8	42.0%
信达生物	28.7	63.0%	22.3	35.9%	14.0	32.9%
翰森制药	16.9	18.0%	21.0	20.8%	12.0	18.4%
再鼎医药	19.9	133.2%	18.8	99.7%	8.3	62.0%
荣昌生物	9.8	127.2%	13.1	120.6%	8.1	101.5%
和黄医药	26.9	90.7%	21.4	36.0%	6.8	31.2%
科伦博泰生物-B	8.5	-	10.3	-	6.5	-
康方生物	13.2	157.6%	12.5	27.6%	5.9	55.8%
先声药业	17.3	27.1%	15.6	23.5%	5.7	18.1%
君实生物	23.8	162.2%	19.4	126.3%	5.5	68.3%
丽珠医药	14.3	11.3%	13.3	10.7%	4.9	7.8%
复宏汉霖	14	21.9%	11	16.8%	5	15.5%
三生制药	7	89.8%	8	73.4%	5	60.0%
亚盛医药-B	7	1048.4%	7	417.6%	4	147.1%
诺诚健华	6	9.3%	8	9.6%	4	9.6%
康诺亚-B	5	81.1%	6	80.7%	3	78.1%
云顶新耀-B	8	382.2%	5	239.9%	3	30.7%
港股创新药板块	572	36.9%	561	31.8%	263	27.3%

海外全球Top20药企研发费用

➤ 从海外前二十大药企来看，欧美成熟药企持续大力投入研发

全球Top20药企研发费用（亿美元）

公司	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3YTD
礼来	47.3	48.0	52.4	52.8	53.1	56.0	60.9	70.3	71.9	93.1	79.7
诺和诺德	22.8	19.9	20.6	22.5	22.7	21.3	25.6	27.1	34.5	48.3	51.3
强生	84.9	90.5	91.0	105.5	107.8	113.6	121.6	147.1	146.0	150.9	119.3
艾伯维	33.0	42.9	43.7	49.8	103.3	64.1	65.6	70.8	65.1	76.8	60.2
默沙东	71.8	67.0	101.2	102.1	97.5	98.7	135.6	122.5	135.5	305.3	133.5
阿斯利康	55.8	60.0	58.9	57.6	59.3	60.6	59.9	97.4	97.6	109.4	89.1
诺华制药	90.9	89.4	90.4	89.7	90.7	94.0	89.8	95.4	100.0	113.7	71.8
安进	43.0	40.7	38.4	35.6	37.4	41.2	42.1	48.2	44.3	47.8	42.4
辉瑞	83.9	76.9	78.7	76.6	80.1	86.5	94.1	138.3	114.3	106.8	77.9
赛诺菲	58.8	55.5	54.5	65.3	67.4	67.4	68.0	64.5	71.5	74.7	57.5

海外全球Top20药企研发费用率

➤ 从海外前二十大药企来看，欧美成熟药企的常规年份的研发费用率在15%-25%之间。

全球Top20药企研发费用率

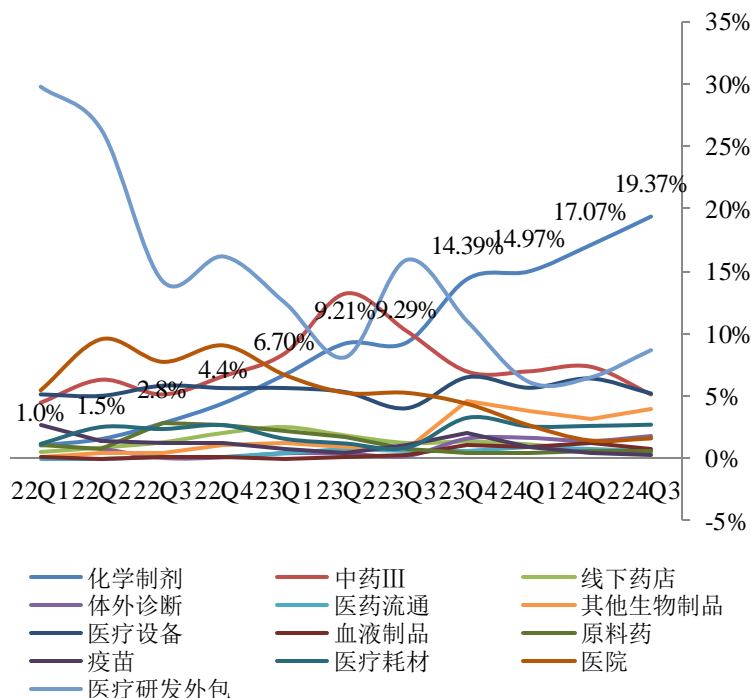
公司	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3YTD
礼来	24.1%	24.0%	24.7%	23.1%	21.6%	25.1%	24.8%	24.8%	25.2%	27.3%	25.3%
诺和诺德	15.5%	12.6%	13.0%	12.5%	13.2%	11.7%	12.2%	12.6%	13.6%	14.0%	16.7%
强生	11.4%	12.9%	12.7%	13.8%	13.2%	13.8%	14.7%	15.7%	15.4%	17.7%	18.0%
艾伯维	16.5%	18.7%	17.0%	17.7%	31.5%	19.3%	14.3%	12.6%	11.2%	14.1%	14.6%
默沙东	17.0%	17.0%	25.4%	25.4%	23.1%	21.1%	28.2%	25.1%	22.9%	50.8%	27.5%
阿斯利康	21.4%	24.3%	25.6%	25.6%	26.9%	24.8%	22.5%	26.0%	22.0%	23.9%	22.7%
诺华制药	16.9%	17.7%	18.3%	17.9%	17.1%	19.3%	18.0%	18.0%	19.3%	24.4%	18.8%
安进	21.4%	18.8%	16.7%	15.6%	15.7%	17.6%	16.5%	18.5%	16.8%	17.0%	17.4%
辉瑞	16.9%	15.7%	14.9%	14.6%	14.9%	16.7%	22.4%	17.0%	11.4%	18.3%	17.0%
赛诺菲	14.1%	14.6%	14.9%	15.1%	16.5%	16.0%	14.8%	14.5%	14.8%	14.5%	14.7%

公募医药基金化学制剂持仓比例持续提升

化学制剂板块是2024Q3公募医药基金重仓股第一大板块。2024年三季度末，公募医药基金重仓的化学制剂板块占基金总市值的比例为19.4%，在医药各子板块中排名第一。

近年公募医药基金重仓股中化学制剂板块占比持续提升：自2022年一季度至2024年三季度，公募医药基金重仓的化学制剂板块占基金总市值的比例从1%持续提升至19.4%。

2024Q3医药基金医药子行业重仓市值占比概况



24Q3	医药基金重仓总市值占比	环比变化	持股总市值 (亿元)	板块总市值 (亿元)	占申万医药成分股总市值比重
化学制剂	19.37%	2.30pp	405.18	14833.67	22.80%
医疗研发外包	8.66%	2.20pp	181.22	3952.52	6.08%
医疗设备	5.19%	-1.20pp	108.55	7256.44	11.15%
中药III	5.11%	-2.23pp	106.88	9862.79	15.16%
其他生物制品	3.97%	0.76pp	83.09	3516.90	5.41%
医疗耗材	2.69%	0.10pp	56.22	3867.79	5.94%
体外诊断	1.78%	0.40pp	37.18	3029.75	4.66%
医院	1.59%	0.16pp	33.20	2698.31	4.15%
血液制品	0.67%	-0.60pp	14.01	1500.14	2.31%
医药流通	0.58%	-0.18pp	12.10	2416.49	3.71%
原料药	0.52%	-0.09pp	10.81	3021.23	4.64%
线下药店	0.45%	-0.19pp	9.32	881.26	1.35%
疫苗	0.28%	-0.06pp	5.80	3375.67	5.19%

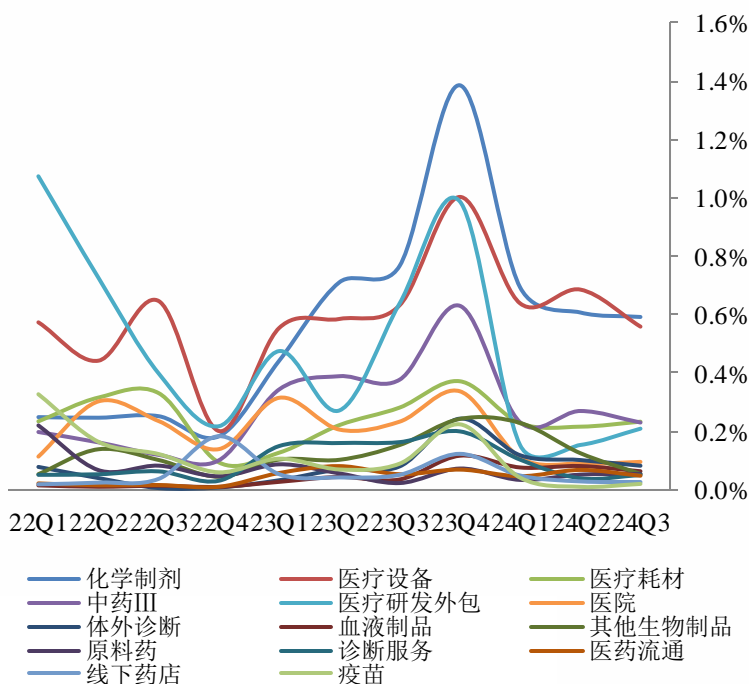
www.swsc.com.cn

注：仅纳入主动型基金 数据来源：Wind，西南证券整理

非医药公募基金化学制剂持仓比例略有下降

化学制剂板块是2024Q3非医药公募基金重仓股第一大板块。2024年三季度末，非医药公募基金重仓的化学制剂板块占基金总市值的比例为0.59%，在医药各子板块中排名第一。

2024Q3非医药基金医药子行业重仓市值占比概况



24Q3	非医药基金重仓总市值占比	环比变化	持股总市值 (亿元)	板块总市值 (亿元)	占申万医药成分股总市值比重
化学制剂	0.59%	-0.02pp	211.29	14833.67	22.80%
医疗设备	0.56%	-0.13pp	199.42	7256.44	11.15%
医疗耗材	0.23%	0.02pp	83.05	3867.79	5.94%
中药III	0.23%	-0.04pp	82.00	9862.79	15.16%
医疗研发外包	0.21%	0.06pp	74.47	3952.52	6.08%
医院	0.09%	0.01pp	33.83	2698.31	4.15%
体外诊断	0.08%	-0.02pp	29.10	3029.75	4.66%
血液制品	0.06%	-0.02pp	22.34	1500.14	2.31%
其他生物制品	0.05%	-0.07pp	19.13	3516.90	5.41%
原料药	0.05%	0.00pp	19.09	3021.23	4.64%
医药流通	0.05%	-0.02pp	16.84	2416.49	3.71%
线下药店	0.03%	0.00pp	9.14	881.26	1.35%
疫苗	0.02%	0.01pp	6.87	3375.67	5.19%

多个创新药标的成为公募基金重仓股

2024年前三季度，从公募医药持仓基金数量前20大个股来看，创新药标的占据六席

24Q3持股基金数量TOP20

代码	名称	持股基金数量		持股总市值(亿元)		流通股本占比		总股本占比		季度涨跌幅	最新市值(亿元)	
		最新	季度变化	最新	季度变化	最新	季度变化	最新	季度变化		流通市值	总市值
600276.SH	恒瑞医药	573	172	373.7	113.4	11.2%	0.5pp	11.2%	0.6pp	14%	3336	3336
300760.SZ	迈瑞医疗	453	-81	365.6	-49.3	10.3%	-1.7pp	10.3%	-1.5pp	4%	3552	3552
002422.SZ	科伦药业	204	13	83.3	6.8	20.0%	0.6pp	16.2%	0.5pp	5%	415	513
603259.SH	药明康德	190	83	193.6	71.0	12.7%	2.0pp	12.7%	2.0pp	17%	1525	1525
300015.SZ	爱尔眼科	156	50	124.7	48.2	9.9%	0.5pp	8.4%	0.5pp	24%	1258	1484
300347.SZ	泰格医药	140	61	109.3	35.9	23.0%	0.8pp	18.3%	0.9pp	38%	476	597
688235.SH	百济神州-U	137	64	59.2	32.0	2.4%	0.7pp	2.4%	0.7pp	104%	2491	2489
600079.SH	人福医药	121	55	32.0	7.8	9.9%	0.7pp	9.3%	0.7pp	9%	323	344
688617.SH	惠泰医疗	105	-16	68.4	3.0	17.2%	-14pp	17.2%	-4.3pp	39%	398	398
688271.SH	联影医疗	98	18	105.0	20.8	13.8%	0.8pp	9.9%	0.6pp	-1%	759	1055
688266.SH	泽璟制药-U	95	24	36.1	16.8	19.9%	6.4pp	19.9%	6.4pp	27%	182	182
000423.SZ	东阿阿胶	89	-5	55.5	-6.0	14.0%	-1.7pp	14.0%	-1.3pp	0%	397	397
300832.SZ	新产业	85	6	44.3	11.7	7.9%	0.8pp	6.9%	0.7pp	24%	557	644
300122.SZ	智飞生物	81	5	37.6	6.4	8.0%	-0.1pp	4.7%	0.1pp	-26%	472	799
002223.SZ	鱼跃医疗	76	-28	46.8	-8.0	13.2%	-2.5pp	12.2%	-2.3pp	12%	355	384
000661.SZ	长春高新	74	13	27.9	8.0	6.4%	0.9pp	6.3%	0.9pp	-9%	438	442
000538.SZ	云南白药	66	17	24.5	7.2	2.3%	0.4pp	2.3%	0.4pp	19%	1079	1088
688506.SH	百利天恒-U	64	8	40.8	13.9	23.0%	6.6pp	5.2%	1.5pp	56%	177	785
300705.SZ	九典制药	62	-4	16.9	-2.3	19.1%	-5.3pp	14.1%	-0.6pp	-8%	89	120
688050.SH	爱博医疗	61	31	34.3	17.7	18.2%	6.3pp	18.2%	6.3pp	39%	188	188

www.swsc.com.cn

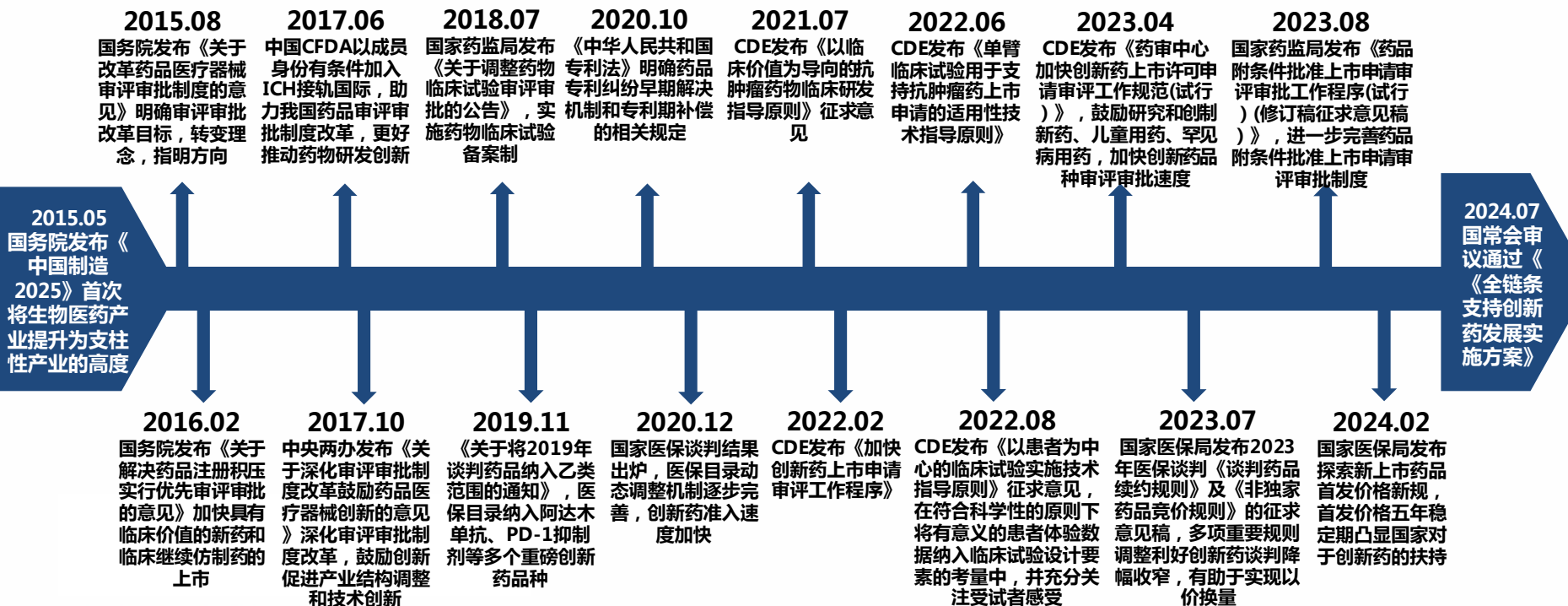
数据来源：Wind，西南证券整理，市值数据截至2024.9.30

国内全链条支持：支付/药审领域政策持续落地

国务院常务会议审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》，强化市场信心

➢ 2024年，国家从政策层面“全链条”支持创新药，从研发、审评审批、准入、支付、投融资等全方位支持新药研发，持续强调以临床价值为导向、以患者获益为核心的药物研发。2024年2月国家医保局发布《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）》，首发价格五年稳定期凸显国家对于创新药的扶持。继北京、广州、珠海、上海四地出台全链条支持医药高质量发展措施后，7月5日，国常会原则同意《关于支持生物医药产业全链条创新发展的若干意见》，指出强化源头创新，瞄准基础前沿领域和新赛道，大力开展技术和产品研发攻关，力争取得更多原创成果、推出更多创新产品。

创新药行业相关政策汇总



www.swsc.com.cn

数据来源：国家医保局，国家药监局，政府官网，西南证券整理

国内全链条支持：支付/药审领域政策持续落地

全链条支持创新药，政策趋势已经确立，后续落地可期

- 2024年7月国务院常务会议审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》。方案指出，要全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制，合力助推创新药突破发展。
- **全方位支持**：目前包括上海、北京、广州、珠海、中山、济南等多地已出台具体落地政策。
- **多领域支持**：在“全链条”政策指引下，2024年我国药审、支付、商保等政策领域均出现突破。

2024年创新药行业支持政策梳理

时间	文件	政府机构	主要/重点内容
2024.2.5	《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）》	国家医保局	企业根据医保部门评价量表，从药学、临床价值和循证证据三方面自我打分，自评点数越高，表明药品创新价值含量越高，新上市药品首发价格的自由度越高
2024.7.5	《全链条支持创新药发展实施方案》	国务院	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
2024.7.23	《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》	国家医保局	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
2024.7.31	《优化创新药临床试验审评审批试点工作方案》	国家药监局	探索建立全面提升药物临床试验质量和效率的工作制度和机制，实现30个工作日内完成创新药临床试验申请审评审批，缩短药物临床试验启动用时
2024.9.11	《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》	国务院	提升健康保险服务保障水平。扩大健康保险覆盖面。丰富商业医疗保险产品形式，推动就医费用快速结算。将医疗新技术、新药品、新器械应用纳入保障范围。
2024.11.11	《国家医保局办公室财政部办公厅关于做好医保基金预付工作的通知》	国家医保局、财政部	各统筹地区医保部门根据基本医疗保险基金结余情况，商同级财政部门研究建立相关预付金制度，用于药品和医用耗材采购等医疗费用周转支出，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。
2024.11.27	《医保带来的发展新增量》	国家医保局	国家医保局正在谋划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等政策，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，促进更多新的高端医药技术和产品投入应用。

www.swsc.com.cn

数据来源：国务院，国家医保局，国家药监局，西南证券整理

国内全链条支持：支付/药审领域政策持续落地

- **7月5日，国务院常务会议审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》。**国常会指出，发展创新药关系医药产业发展，关系人民健康福祉。要全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制，合力助推创新药突破发展。要调动各方面科技创新资源，强化新药创制基础研究，夯实我国创新药发展根基。四地率先响应：
 - **4月7日，北京市支持创新医药高质量发展若干措施（2024）（征求意见稿）发布**，涵盖创新医药临床研究、审评审批、贸易、临床应用、医保支付、数据赋能、投融资等，“全链条”支持创新。
 - **4月7日，广州市黄埔区人民政府关于印发促进生物医药产业高质量发展办法的通知**，以现金资助为主，从全球顶尖项目、国家级平台成果转化和产业化、加速科技创新突破、支持开展临床试验、支持药械成果转化、支持拓展海外市场、培育中药大品种、推动CRO集聚发展、推动国谈产品落地等16个方面全方位促进生物医药产业高质量发展。
 - **4月7日，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）发布**，与广州政策相近，从支持研发及产业化、支持公共服务平台建设、完善产业发展环境方面提出20条措施，包括：对化学药品1-2类、生物制品(按药品管理的诊断试剂除外)、中药(中药创新药、中药改良型新药)，完成 I、II、III 期临床试验的，分别给予最高300/500/1000万元一次性奖励；获得药品注册证书并实现销售的，按药品注册分类标准给予最高1000万元奖励；对创新型高端制剂(包括纳米粒、微球、脂质体、控释、缓释剂型以及微针等创新剂型)单品种首个注册证书再给予100万元奖励；对创新药研发期间获得突破性疗法和附条件批准的，再给予100万元奖励；单个企业每年新药研发相关奖励最高不超过2000万元。
 - **7月2日，上海市政府常务会议原则同意《关于支持生物医药产业全链条创新发展的若干意见》**，指出强化源头创新，瞄准基础前沿领域和新赛道，大力开展技术和产品研发攻关，力争取得更多原创成果、推出更多创新产品。

支付政策向创新药倾斜

- 2024年2月5日，国家医保局发布《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。
- 征求意见稿的主旨是坚持药品价格由市场决定，更好发挥政府作用，整体提高新药挂网效率，支持高质量创新药品获得“与高投入、高风险相符的收益回报”。
- 新上市的化学药品首次在全省药品采购平台申报挂网时，企业可以选择按医保部门公布的评价量表，从药学、临床价值和循证证据三方面对号入座、自我测评，按分值进入高、中、低三个组别。自评点数越高，表明药品创新价值含量越高，新上市药品首发价格的自由度就可以越高，在挂网服务方面提供绿色通道挂网、稳定期保护等政策扶持。首发价格五年稳定期凸显国家对于创新药的扶持。

药品创新价值评价方法

企业自评点数=药学点数+临床价值点数+循证证据点数

自评分类部分	分组	分值
药学 (最高60)	-	60
	突破性治疗	25
临床价值 (最高60)	优先审评审批	15
	国家级政策支持	10
	儿童用药	10
循证证据 (最高30)	验证内容	10
	方案设计	10
	重现性	10

最高可获得的点数为150点(60+60+30)

高

企业自评点数∈[90,150]，
属于自评点数高的一档，适用**宽松的**市场调节价政策，最大限度给予支持。

中

企业自评点数∈[50,90]，
属于自评点数居中的一档，适用**积极的**市场调节价政策，接受企业自主定价结果的同时，关注首发价格的透明度和公允性。

低

企业自评点数∈[0,50]，
属于自评点数低的一档，适用**稳慎的**市场调节价政策，引导企业降低偏高的价格预期。

药品首发价格稳定期保护规则

自评点数等级	常规批准	附条件批准 或者 授权紧急使用	稳定期内完成确证性研究或转常规批准的
高	5年	3年	可顺延至总共5年
中	3年	1年	可顺延至总共3年
低	不设置首发价格稳定期，自正式的首发价格挂网之日起，即实行常态化管理。		
其他	属于麻醉药品和第一类精神药品的，首发价格稳定期1年，不按自评点数高低区别设置价格稳定期。		

稳定期结束后的价格动态调整

除已经谈判纳入医保药品目录的情况外，
首发价格申报企业在稳定期**截至日期的1个月**前向首发价格受理单位提交再评估报告。

受理单位应在稳定期满后**第1个工作日**起下调
原首发价格并挂网，同时将办理结果通报其他省份
医保部门，**作其他省份药品集采平台挂网的参考。**

首发价格再评估 → 稳定期满动态调整 → 省域间协同联动

原则上按照申报企业再评估报告中的调价计划
下调挂网价格；企业未提供再评估报告或再评估报
告未涉及调价计划的，**按照首发价格降15%挂网。**

稳定期保持首发价格基本稳定

稳定期内不纳入集中带量
采购范围，不实施政府定价或
政府指导价，**暂不以当地挂网
规则要求降价，不与国外价格
作比较；**

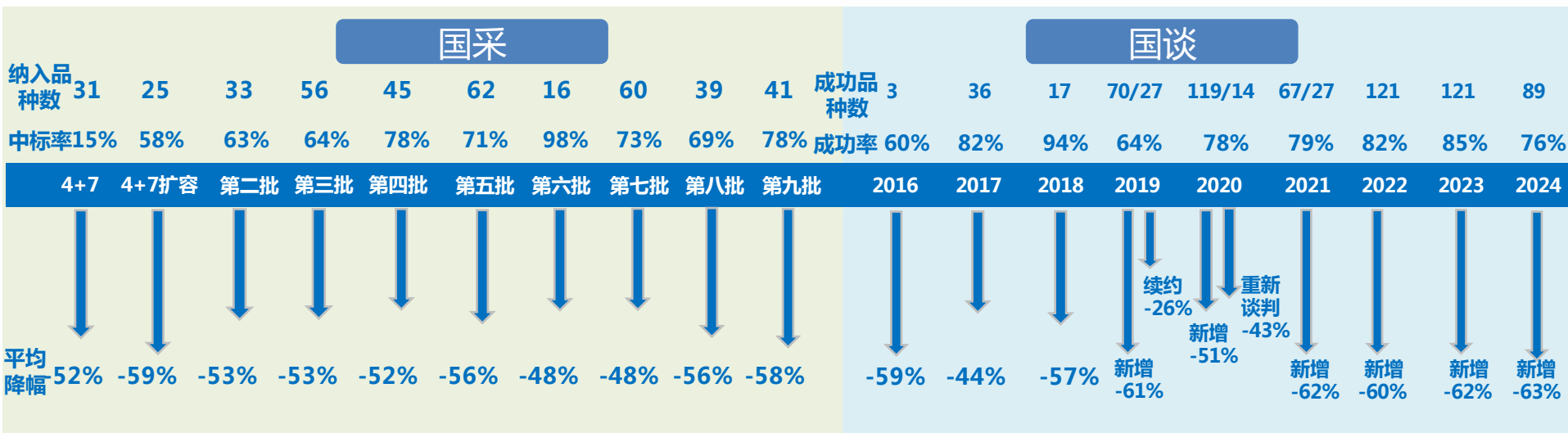
医药企业主动参与医保目
录准入谈判等自行降价，或因
严重、特别严重的价格失信行
为按规定必须剔除虚高价格空
间等情形除外。

2024年医保谈判落地，“真创新”药物经济价值有望体现

医保基金兼顾安全与支持创新：多款“真创新”药物经济价值有望体现

- **2024年11月末，创新药医保谈判落地。**本次目录调整谈判竞价环节，117种目录外药品中89个成功纳入，成功率76%，平均降幅63%，其中创新药谈判成功率达90%以上。
- **重点创新品种悉数进医保：**康方AK104、AK112，迪哲舒沃替尼、戈利昔替尼，泽璟重组人凝血酶，恒瑞泰吉利定，信达托莱西单抗均获纳入医保目录。其中泽璟制药的重组人凝血酶披露价格，相对纳入医保前的降幅约67%。从外资重点品种来看，阿斯利康/第一三共的德曲妥珠单抗、罗氏的眼科新药法瑞西单抗、诺和诺德的胰岛素周制剂均获纳入，凸显了医保支付对创新的支持。

仿制药集采和医保谈判发展历程



2024年医保谈判落地，“真创新”药物经济价值有望体现

纵向来看，2024年国谈成功率大体与往年相当

- 2024年国谈有574个品种申报，445个品种通过了形式审查，通过率为78%。
- 在谈判/竞价环节中，共有117个目录外品种参与，89个品种纳入医保。

近年国谈成功率统计				
	流程	2022年	2023年	2024年
形式审查	企业向医保局申请，专家进行形式审查并披露名单	490个药品申报 344个药品通过 通过率：70% 其中包括145款续约品种	570个药品申报 390个药品通过 通过率：68% 其中包括164款续约品种	574个药品申报 445个药品通过 通过率：78% 其中包括196款续约品种
专家评审	专家评审后按拟调入、拟谈判/竞价、拟调出、拟续约名单反馈企业			
现场谈判	开展现场谈判/竞价确定支付标准	147个药品申报 121个药品通过 通过率：82% (注：含续约品种)	143个药品申报 121个药品通过 通过率：85% (注：不含续约品种)	117个药品申报 89个药品通过 通过率：76% (注：不含续约品种)

2024年医保谈判落地，“真创新”药物经济价值有望体现

国家医保目录坚持有进有出，2024年调出部分临床疗效不确切、易被滥用的药品为创新药拓展空间

2024年国家医保谈判部分调出目录品种

序号	药物名称
1	氨酚美伪
2	茶碱
3	蟾酥
4	肠舒通
5	穿心莲
6	对乙酰氨基酚+马来酸氯苯那敏+氢溴酸右美沙芬+盐酸伪麻黄碱
7	对乙酰氨基酚+马来酸氯苯那敏+盐酸伪麻黄碱
8	对乙酰氨基酚+氢溴酸右美沙芬+盐酸伪麻黄碱+盐酸苯海拉明
9	对乙酰氨基酚+盐酸伪麻黄碱
10	富马酸亚铁
11	高锰酸钾
12	固经
13	桂芍镇痫
14	过氧苯甲酰
15	环孢素
16	活血解毒
17	磷酸丙吡胺
18	铝镁
19	氢溴酸右美沙芬+愈创木酚甘油醚+盐酸伪麻黄碱
20	炔诺酮
21	鞣酸小檗碱
22	山梨醇铁
23	双羟萘酸噻嘧啶
24	碳酸钙+重质碳酸镁
25	头孢托仑匹酯
26	香连止泻
27	香砂六君
28	香砂枳术
29	逍遥
30	盐酸胍屈嗪
31	盐酸去氧羟嗪
32	盐酸伪麻黄碱+布洛芬
33	依替磷酸钠
34	重组赖脯胰岛素（1000单位）
35	甘精胰岛素（1000单位）
36	对乙酰氨基酚+氢溴酸右美沙芬+愈创木酚甘油醚+盐酸伪麻黄碱
37	阿司匹林+咖啡因+非那西丁
38	樟脑

2024年医保谈判落地，“真创新”药物经济价值有望体现

医保支付力度与药物创新性的正相关关系初步体现：以年治疗费用衡量支付端支持力度，以竞争格局、临床数据衡量药物创新程度，近年来医保谈判中二者的相关性有所提升。

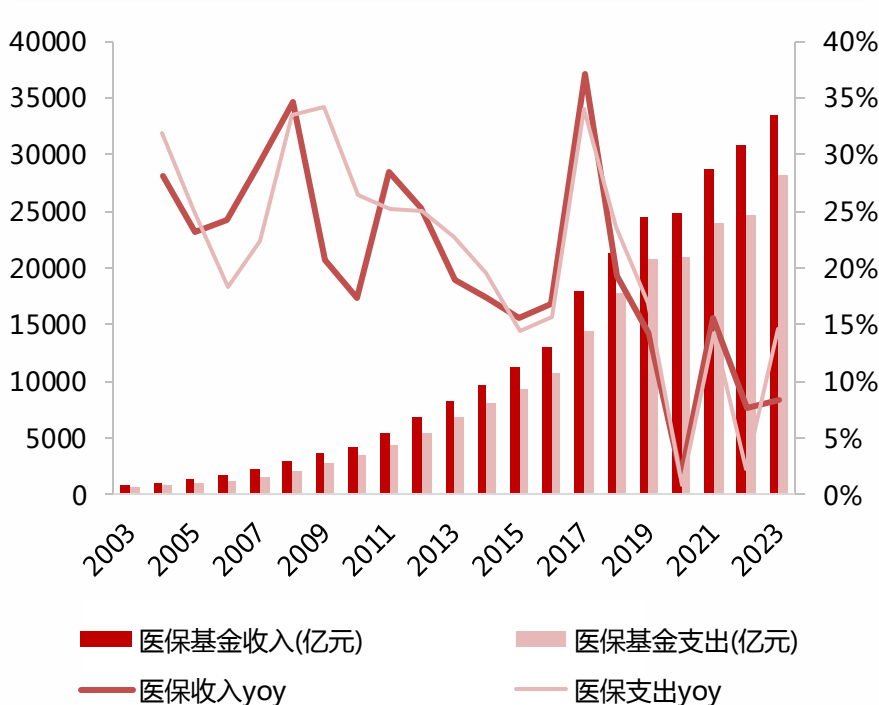
部分创新药医保内年治疗费用对比

	国产PD-1单抗	维迪西妥单抗	恩美曲妥珠单抗	艾加莫德	德曲妥珠单抗
公司	/	荣昌生物	罗氏	再鼎医药	阿斯利康
首次医保谈判	2019-2020年国谈	2021年国谈	2022年国谈	2023年国谈	2024年国谈
谈判年份的格局	激烈	独家	独家	独家	独家
临床效果	较好	较好	较好	好	极强
适应症	晚期一线NSCLC	晚期三线胃癌 晚期二线尿路上皮癌	晚期二线乳腺癌	重症肌无力	晚期二线乳腺癌
估计治疗时长	10-30个月	胃癌：4.7个月 尿路上皮癌：7.3个月	12.6个月	5个周期	30个月
2024年治疗费用	4-5万元	10-13万元	约14万元	约20万元	?

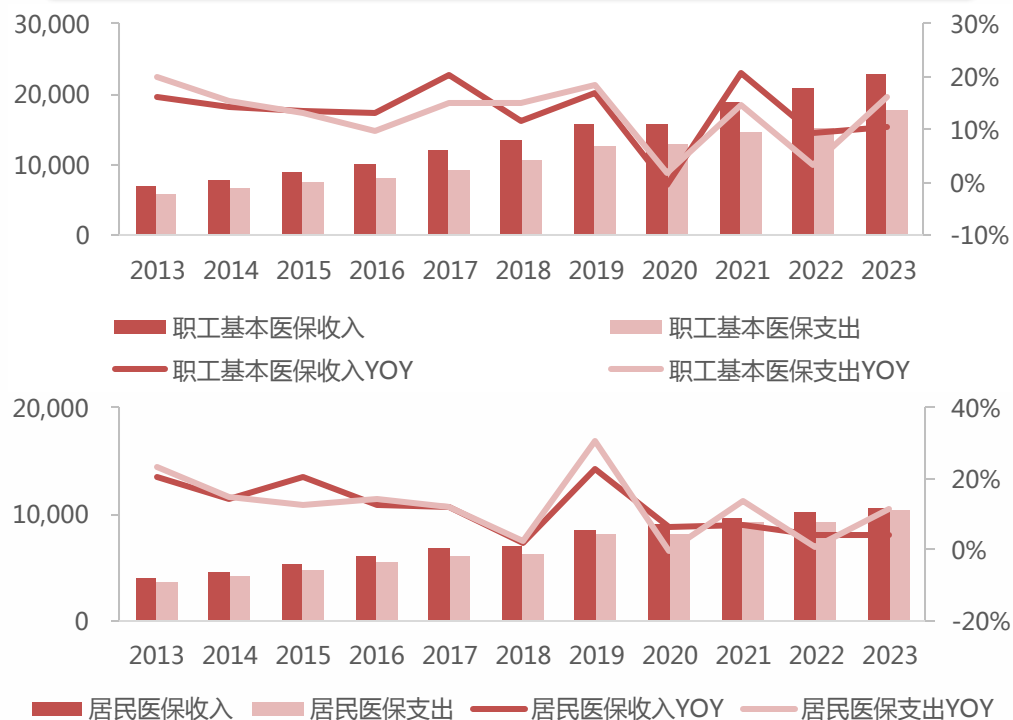
医保基金承压，加速腾笼换鸟释放新动能

- **医保基金收支数据**：医保基金收入从2003年的890亿元增长至2023年的33501亿元，CAGR达19.9%；医保基金支出从2003年的654亿元增长至2023年的28208亿元，CAGR达20.7%，医保基金支出增速高于收入增速。
- **2024年1-10月医保统筹基金支出增速与收入增速相当**：2024年1-10月，医保统筹基金收入23065亿元（+8.9%），医保统筹基金支出19166亿元（+8.9%），其中，职工医保基金收入14321亿元，支出10699亿元。城乡居民医保基金收入8745亿元，城乡居民医保基金支出8466亿元。

2003-2023年医保收支及增速



2013-2023年职工/城乡居民医保收支（亿元）及增速



2024年4月胰岛素接续集采中标结果

胰岛素接续集采落地，集采后各企业同通用名品种价格拉平。2024年4月23日，胰岛素集采接续采购在上海开标，此次续标共有13家企业的53个产品参与续标，全部企业的49个产品中标，中选率92%。部分前次集采中标价过低的品种在接续集采中涨价中标，集采后各企业同通用名品种价格拉平。

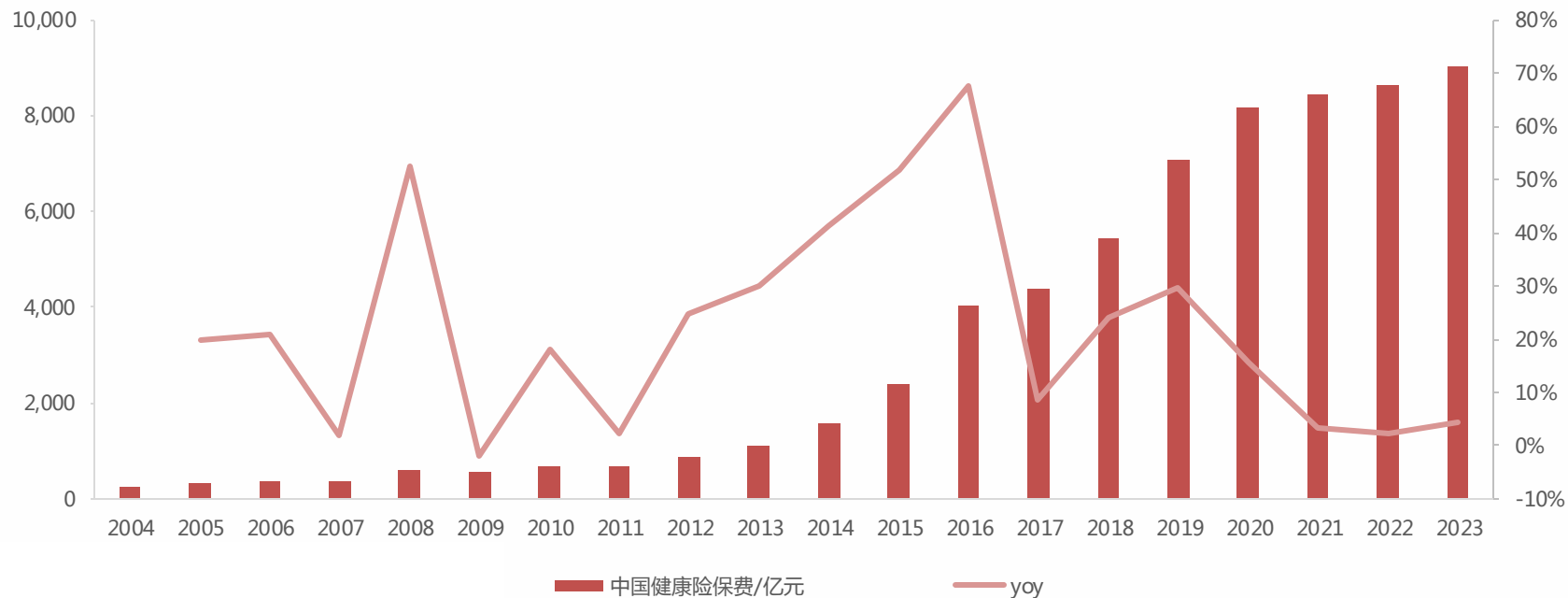
2024年4月胰岛素接续集采中标结果

单位：元	中选企业	进口			国产												
		诺和诺德	礼来	赛诺菲	甘李药业	通化东宝	江苏万邦	珠海联邦	亿帆生物	天麦生物	东阳光	惠升制药	辽宁博鳌	山东新时代	海正药业		
	中标品种数量	6	4	2	6	6	4	6	3	3	5	2	1	1	0		
二代	餐时	人胰岛素	29.56	未中标			25.93	25.93	25.91	25.92	25.90	25.87					
		C					A	A	A	A	A						
	基础	精蛋白人胰岛素	-1.47%				-10.46%	-11.68%	-9.94%	16.33%	4.44%	-13.48%					
		C					A	A	A	A	A						
	预混	精蛋白人胰岛素(30R/40R/50R)	29.56	29.56		25.90	25.93	25.93	25.92	25.79	25.90	25.87					
		C	C		A	A	A	A	A	A	A						
	三代	餐时	门冬胰岛素	35.55			25.90	23.98		25.91		18.87	25.92			未中标	
			B			A	A		A		A	A					
		预混	精蛋白门冬胰岛素	-17.71%			29.83%	-43.35%		-37.22%			首次中标	首次中标			/
			C		38.42		35.55		35.55								
谷		赖脯胰岛素		63.90%		48.85%		首次中标									
		C			38.42												
甘		精胰岛素			77.11	65.32	65.20	63.33	65.33	65.31		63.37		63.88	75.53		
		C		A	A	A	A	A	A		A		A	B			
基础		地特胰岛素		首次中标	1.05	33.85%	-18.79%	首次中标	-2.48%			-18.94%		首次中标	首次中标		
		未中标															
预混	门冬30	35.55			25.87	23.98		25.91			25.87	25.92					
	B				A	A		A		A	A						
精蛋白门冬胰岛素注射液(25R)	精蛋白门冬胰岛素注射液(25R)	-17.71%			5.38%	首次中标		-37.22%			首次中标	首次中标					
	C		38.42		35.55												
精蛋白门冬胰岛素注射液(25R)	精蛋白门冬胰岛素注射液(25R)																
	C				B												
精蛋白门冬胰岛素注射液(25R)	精蛋白门冬胰岛素注射液(25R)		103.39%		23.10%												
	C																

医保局宣布谋划探索数据赋能商保，引导商保支持创新药耗

我国商业健康保险规模尚小，筹付能力有限：根据国家金融监督管理总局，2022年我国商业健康保险基金保费8653亿元，相应保险赔付支出3600亿元，2023年中国商业健康险原保费收入为9035亿元（+4.4%）。

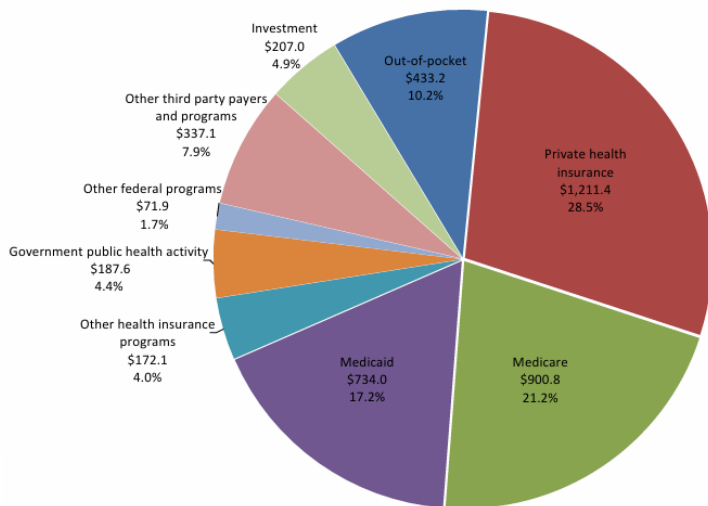
中国健康险原保费收入



医保局宣布谋划探索数据赋能商保，引导商保支持创新药耗

- **医保基金筹划分享数据，拟促进商保支持创新疗法**：2024年11月，国家医保局发文称正在谋划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等政策，引导商保更多支持包容创新药耗和器械。
- **我国商保支付占比低，未来提升空间大**。以肿瘤药为例，我国医保+个人负担的支付贡献占比约90%。从美国来看，2021年美国私人商业保险医疗支出资金占比约为29%。

2021年美国医疗支出资金来源



中国肿瘤药物支付资金来源

肿瘤特药的多层次支付体系初见雏形，但目前仍然以医保和个人自付为主

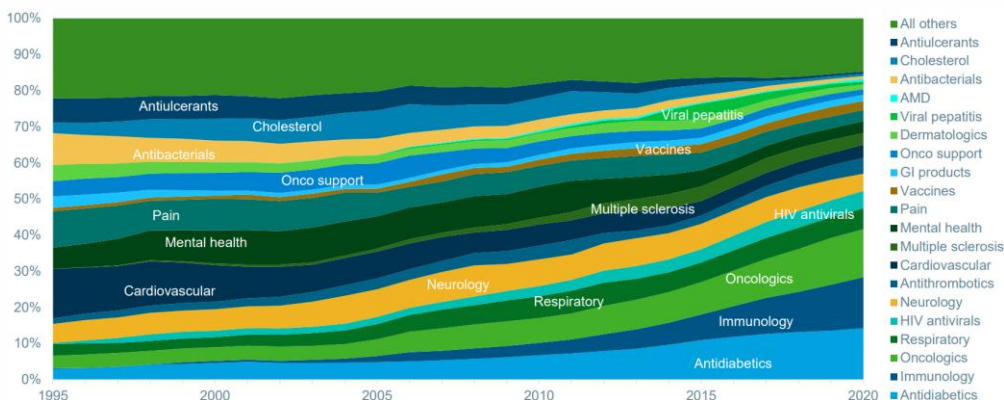


来源：链信数据；中再寿险数据；BCG分析。

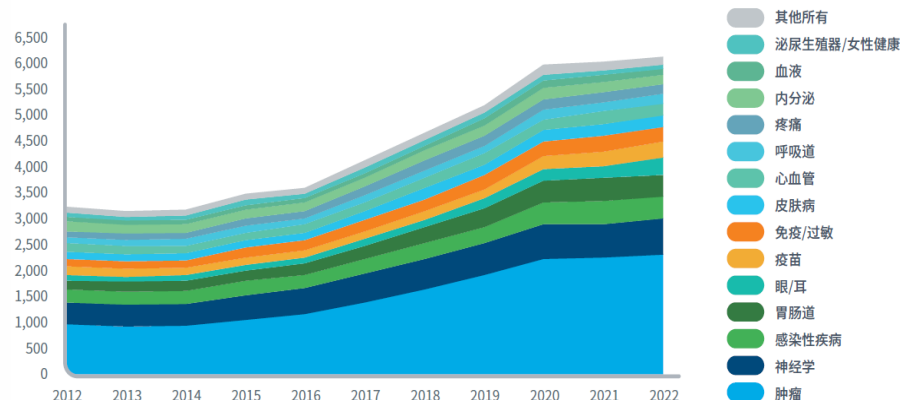
从疾病领域看创新药市场需求

- **美国药物市场二十余年结构变化沧海桑田。**从1995年到2020年，美国药物支出最大的疾病领域从心血管、疼痛管理、抗细菌感染等转变为糖尿病、自免疾病、肿瘤。
- **肿瘤药物市场未来5年仍为增长最强劲的药物市场。**根据IQVIA预测，全球肿瘤药物市场规模有望于2027年增长至3770亿美元，2023-2027年市场规模复合增速为13%-16%。其市场规模及未来5年增长潜力居首。根据EvaluatePharma预测，未来5年肿瘤药物市场增长动力主要来自单抗、小分子抑制剂和ADC等多款重磅药物。
- **糖尿病、心血管疾病等慢病领域药物以结构性增长为主。**上述领域目前市场规模庞大，但预计未来几年增速将有所放缓。根据IQVIA预测，上述药物市场2023-2027年复合增速分别为3%-6%、1%-4%。
- **减重领域、脂质代谢类药物市场增速较快。**根据IQVIA预测，除肿瘤外，未来5年全球增长最快的药物市场为减重领域，预计2027年该药物市场规模有望达到170亿美元，2023-2027年复合增速为10%-13%。脂质代谢类疾病2023-2027年复合增速为5%-8%

美国各疾病领域药物支出占比



全球各疾病领域药物在研管线数量



从全球“药王”变迁看创新药热门领域

➤ 美国药物市场二十余年结构变化沧海桑田。从全球新老药王变迁来看，药王诞生领域逐步从心血管、抗感染领域向肿瘤免疫、自免疾病和减重药物变迁。

全球前20大药物销售金额（百万美元）

排名	2010		2015		2020		2023	
	药品通用名	销售金额	药品通用名	销售金额	药品通用名	销售金额	药品通用名	销售金额
1	阿托伐他汀	11924	阿达木单抗	14353.13	阿达木单抗	20383	帕博利珠单抗	25011
2	氯吡格雷	9428	索磷布韦+雷迪帕韦， 复方	13864	帕博利珠单抗	14380	司美格鲁肽	21171.38
3	英夫利西单抗	8064	依那西普	9043.11	阿哌沙班	14117	阿达木单抗	14404
4	沙美特罗+氟替卡松， 复方	7941	英夫利西单抗	8934.44	来那度胺	12106	阿哌沙班	12206
5	依那西普	7278	利妥昔单抗	7332.44	伊布替尼	9442	比克替拉韦+恩曲他滨+ 丙酚替诺福韦，复方	11850
6	阿达木单抗	6711	贝伐珠单抗	6956.71	乌司奴单抗	8000	度普利尤单抗	11589.34
7	贝伐珠单抗	6193	曲妥珠单抗	6804.75	纳武利尤单抗	7892	托兹奈米瑞	11220
8	利妥昔单抗	6093	甘精胰岛素	6606.87	利伐沙班	7699	乌司奴单抗	10858
9	缬沙坦/缬沙坦+氢氯噻 嗪，复方	6053	肺炎球菌结合疫苗	6245	比克替拉韦+恩曲他滨 +丙酚替诺福韦，复方	7259	达雷妥尤单抗	9744
10	瑞舒伐他汀	6046	来那度胺	5801.1	依那西普	6345	纳武利尤单抗	9009
11	喹硫平	5625	沙美特罗+氟替卡松， 复方	5667.33	贝伐珠单抗	6251	依伐卡托+替扎卡托+依 来卡托，复方	8944.7
12	曲妥珠单抗	5204	瑞舒伐他汀	5390.5	肺炎球菌结合疫苗	5850	人乳头瘤病毒疫苗	8886
13	吡格列酮	5064	索磷布韦	5276	哌柏西利	5392	恩格列净	7984.37
14	奥氮平	5026	培非格司亭	4868.49	度拉糖肽	5377	利生奇珠单抗	7763
15	孟鲁司特	4987	利伐沙班	4861.25	地舒单抗	5153	度拉糖肽	7132.6
16	艾司奥美拉唑	4969	普瑞巴林	4839	奥瑞珠单抗	4773	奥瑞珠单抗	7113
17	甘精胰岛素	4655	门冬胰岛素	4741.37	利妥昔单抗	4726	阿哌沙班	6747
18	阿立哌唑	4480	阿柏西普	4687.08	帕妥珠单抗	4589	艾拉索米瑞	6671
19	伊马替尼	4265	伊马替尼	4658	英夫利西单抗	4401	肺炎球菌结合疫苗	6440
20	坎地沙坦	4153	西格列汀	4122.79	奥希替尼	4328	地舒单抗	6160

从中国“药王”变迁看创新药热门领域

- **中国院内用药趋势：疾病变迁与品种升级。**从十余年PDB样本医院同通用名品种销售额来看，治疗领域变迁和用药升级是两大变化趋势。
- 2012年院内前20大品种主要聚焦于心血管、辅助用药、抗感染、抗肿瘤-化疗药、质子泵抑制剂等领域；
- 2023年院内前20大品种主要聚焦于抗肿瘤-靶向药、抗感染-高端抗生素、麻醉药等领域。

PDB样本医院前20大药物销售金额（百万元）

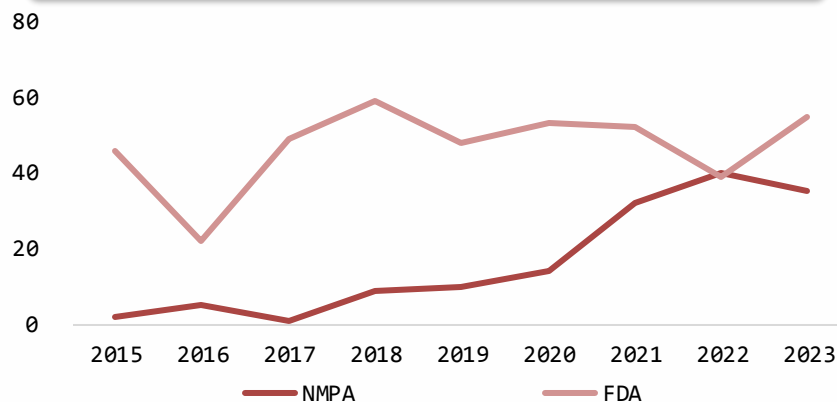
排名	2012		2018		2023	
	药品通用名	销售金额	药品通用名	销售金额	药品通用名	销售金额
1	氯化钠	2,200.64	氯化钠	3,207.51	人血白蛋白	4,433.56
2	单唾液酸四己糖神经节苷脂	1,980.93	人血白蛋白	3,065.82	氯化钠	2,388.83
3	人血白蛋白	1,703.40	阿托伐他汀	2,411.28	贝伐珠单抗	2,120.98
4	氯吡格雷	1,583.71	氯吡格雷	2,392.40	静注人免疫球蛋白	1,995.61
5	前列地尔	1,566.28	紫杉醇	2,167.65	头孢哌酮+舒巴坦，复方	1,725.44
6	泮托拉唑	1,453.24	美罗培南	1,871.01	哌拉西林+他唑巴坦，复方	1,310.41
7	奥拉西坦	1,431.57	地佐辛	1,862.72	曲妥珠单抗	1,276.32
8	紫杉醇	1,407.50	恩替卡韦	1,824.89	聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子	1,234.66
9	磷酸肌酸	1,376.23	伏立康唑	1,717.20	重组人血小板生成素	1,176.98
10	胸腺五肽	1,316.38	泮托拉唑	1,689.23	他克莫司	1,150.26
11	奥美拉唑	1,287.01	莫西沙星	1,623.92	地佐辛	1,146.57
12	多西他赛	1,213.15	培美曲塞	1,614.56	肠内营养剂	1,091.89
13	氨溴索	1,153.82	头孢哌酮+舒巴坦，复方	1,513.04	亮丙瑞林	1,031.50
14	辅酶A+辅酶I，复方	1,152.58	哌拉西林+他唑巴坦，复方	1,505.14	利妥昔单抗	952.34
15	阿托伐他汀	1,147.13	人免疫球蛋白	1,486.09	紫杉醇	947.29
16	兰索拉唑	1,092.14	奥拉西坦	1,486.07	丁苯酞	943.55
17	胸腺法新	1,009.43	艾司奥美拉唑	1,385.87	奥希替尼	898.85
18	左氧氟沙星	1,009.00	多西他赛	1,379.32	瑞芬太尼	889.00
19	哌拉西林+他唑巴坦，复方	963.80	丙泊酚	1,358.10	伏立康唑	855.74
20	葡萄糖	907.41	氟比洛芬	1,343.32	多柔比星	840.31

创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成绩单

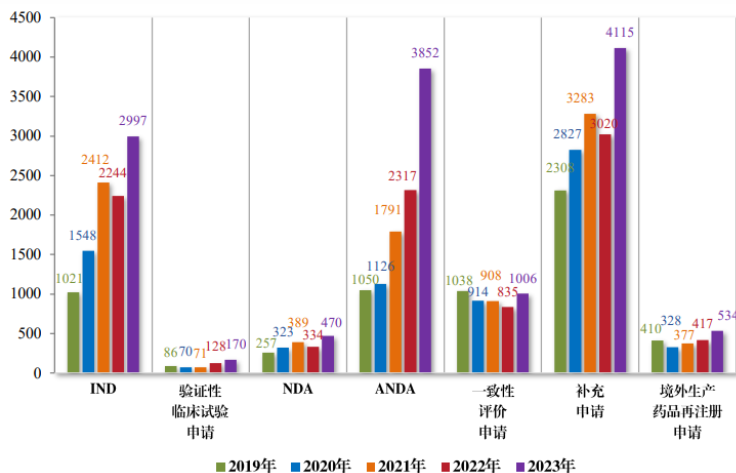
国产新药研发倍道而进，持续关注优异临床数据和里程碑进展

- **创新药加速落地，企业迎来收获季。**随着我国新药审评审批的提速，我国创新药正加速落地。2023年我国批准上市创新药（化药及治疗用生物制品，未纳入中药和其他生物制品）数量为35个。**2024年，国产创新药持续加速落地，超30个国产品种有望获批上市，部分重磅单品的上市有望为公司带来重要催化剂，为公司业绩赋能。**
- **首次申请上市项目数量和IND受理数量是上市新药数量的先行指标，**2020年起我国两项先行指标均有显著增长，标志着我国创新药步入密集收获期，并且未来上市创新药数量将迎来更快速的增长。

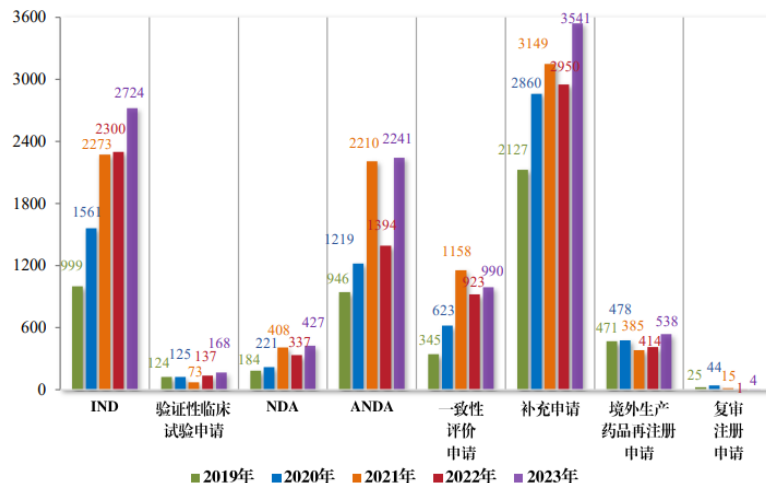
2015-2023年中美创新药批准数量（个）



2019-2023年需技术审评的各类注册申请受理量



2019-2023年需技术审评的各类注册申请审结量



创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成绩单

国产新药研发倍道而进，持续关注优异临床数据和里程碑进展

- 四大“加速通道”获批的药物中国产药物数量和比例快速提升，反映了国产药物的创新提质。新修订《药品注册管理办法》(以下简称新《办法》)为新药上市开辟了四大“加速通道”：突破性治疗药物程序、附条件批准上市程序、优先审评审批程序和特别审批程序。2021-2023年通过上述四大“加速通道”获批的国产药物占比分别从2021年的56%、67%、46%、100%提升至2023年的67%、74%、65%、100%。

2021-2023年CDE通过四大“加速通道”获批的药物数量（包括新增适应症）

		2021年	国产占比	2022年	国产占比	2023年	国产占比
突破性疗法	国产	23	56%	31	84%	31	67%
	进口	18	44%	6	16%	15	33%
优先审评审批	国产	25	46%	22	50%	50	65%
	进口	29	54%	22	50%	27	35%
附条件获批	国产	14	67%	16	53%	25	74%
	进口	7	33%	14	47%	9	26%
特别审批	国产	5	100%	3	100%	4	100%
	进口	0	0%	0	0%	0	0%

密切跟踪临床数据披露

- **康方生物依沃西单抗HARMONi-2研究重磅数据于2024年WCLC披露。** HARMONi-2系依沃西单抗首个头对头K药的三期临床数据。在无驱动基因突变的一线NSCLC患者中，依沃西单抗 vs K药的mPFS为11.1 vs 5.8个月（HR=0.51）。
- 2023年K药全球销售额超过200亿美元，我们估计其中肺癌适应症贡献的销售额占比约50%，因此HARMONi-2研究数据对依沃西单抗的价值支撑意义重大。

2024年AK112肺癌三期临床试验结果

临床研究	AK112-301/HARMONi-A	AK112-303/HARMONi-2
发布会议	2024 ASCO	2024 WCLC
适应症	EGFR突变NSCLC, 2L	无驱动基因突变NSCLC, 1L, TPS>=1%
实验组	依沃西单抗+化疗	依沃西单抗
对照组	化疗	帕博利珠单抗
mPFS	7.1 vs 4.8	11.1 vs 5.8
HR	0.46	0.51

康方生物股价走势



密切跟踪临床数据披露

- **科伦博泰SKB264+IO的一线肺癌数据于2024年ASCO首次披露。**科伦博泰于2024年ASCO大会首次披露SKB264+IO的一线肺癌二期研究数据。在无驱动基因突变的一线NSCLC患者中，SKB264+PD-L1单抗的mPFS为15.1（低剂量组）。
- 2023-2024年，Dato-DXd和戈沙妥珠单抗披露的肺癌三期临床数据不佳，SKB264此次披露的研究数据对其价值支撑意义重大。

SKB264肺癌一线临床数据

临床代码	OptiTROP-Lung01	
试验阶段	2期	
发布会以	2024 ASCO	
治疗方案	SKB264+A167	
ADC给药剂量	5mg/kg,Q3W	5mg/kg,Q2W
患者群体	驱动基因阴性	
治疗线数	1L或前线仅接受一线化疗	
患者人数	40	63
ORR	48.6%	77.6%
mPFS (月)	15.4	/
6个月PFS率	69.20%	84.60%

康方生物股价走势



关注创新药重大研发进展

➤ 多款创新药目前处于NDA评审阶段，未来部分重磅单品的上市有望为公司带来重要催化剂。

2024年12月-2025年有望获批上市的药物

公司名称	药品名称	靶点	适应症	研发状态	状态开始时间
恒瑞医药	瑞康曲妥珠单抗	HER2	非小细胞肺癌	NDA	2024/9/14
	SHR2554	EZH2	外周T细胞淋巴瘤	NDA	2024-10-11
	SHR0302	JAK1	强直性脊柱炎、中重度类风湿性关节炎、中重度特应性皮炎	NDA	2023/6/9
	SHR1209	PCSK9	高胆固醇血症等	NDA	2023/6/21
	SHR8058	/	睑板腺功能障碍相关干眼病	NDA	2023/2/1
	SHR8028	NTCP:Cyp;CaN	干眼病(角结膜干燥症)	NDA	2023/3/18
	HR20031	DPP4/二甲双胍/SGLT2	2型糖尿病	NDA	2023/11/10
	苹果酸法米替尼	VEGFR/FGFR/c-kit等	复发转移性宫颈癌(联合PD-1)	NDA	2023/12/6
	HR20013	NK-1RA/5-HT3RA	预防化疗后恶心呕吐	NDA	2023/12/14
信达生物	替妥尤单抗	IGF-1R	甲状腺眼病	NDA	2024-05-20
	玛仕度肽	GLP-1R;GCGR	减重、2型糖尿病	NDA	2024-02-07
	匹康奇拜单抗	IL-23p19	斑块状银屑病	NDA	2024-09-26
	泰莱替尼	ROS1	二线ROS1+非小细胞肺癌	NDA	2023/11/22
华东医药	迈华替尼	EGFR	非小细胞肺癌	NDA	2024-05-11
	注射用利纳西普	重组二聚体融合蛋白	复发性心包炎(RP)	NDA	2024/3/2
	塞纳帕利 Senaparib	PARP1/2	晚期卵巢上皮癌、输卵管癌或原发性腹膜癌 1L含铂化疗完全缓解/部分缓解后维持治疗	NDA	2023/8/26
科伦博泰生物-B	A166	HER2 ADC	3L晚期HER2+BC	NDA	2023/5/11
和黄医药	吠喹替尼	VEGFR	二线胃癌	NDA	2023/4/18
	索乐匹尼布	Syk	血小板减少症	NDA	2024/1/11
泽璟制药	杰克替尼	JAK	1L骨髓纤维化	NDA	2022/10/17
奥赛康	ASK120067	三代EGFR	1L EGFRm NSCLC	NDA	2021/11/16
康辰药业	苏灵	/	犬用	NDA	2023Q2

GLP-1R大靶点研发千帆竞流，持续关注临床数据和里程碑进展

- 2023年，司美格鲁肽减肥适应症全球销售额313亿丹麦克朗（+407%），替尔泊肽全年销售额51.63亿美元（+970%），2023年11月获批的减重版替尔泊肽全年销售额1.76亿美元。
- 中国市场方面，司美格鲁肽、替尔泊肽分别于2024年6月、7月获批减重适应症，信达生物玛仕度肽已于2024年2月提交上市申请，展望2025年，GLP-1R减肥药有望迎来爆发期。
- 靶向GLP-1R药物是中国研发热点，截止目前国内已有不少于27款在研药物进入2期以上临床研究阶段的，14款在研药物进入3期以上临床研究阶段的。

国内减重适应症进展前列的GLP-1RA创新药（减重适应症进入二期临床以上阶段）

药品名称	药品类型	靶点	研发机构	适应症	最高研发阶段(全球)	最高研发阶段(中国)	给药方式	给药频率
贝那鲁肽	生物药	GLP-1R	仁会生物	肥胖	批准上市	批准上市(2023-07)	注射	一天三次
司美格鲁肽	生物药	GLP-1R	Novo Nordisk	肥胖	批准上市(2021-06)	批准上市(2024-06)	注射	一周一次
替尔泊肽	化药	GLP-1R;GIPR	Eli Lilly	肥胖	批准上市(2023-11)	批准上市(2024-07)	注射	一周一次
玛仕度肽	化药	OXM;GLP-1R;GCGR	信达生物;Eli Lilly	肥胖	申报上市(2024.2 NDA)	申报上市(2024.2 NDA)	注射	一周一次
orforglipron	化药	GLP-1R	Eli Lilly;Chugai Pharmaceutical	肥胖	III期临床	III期临床	口服	一天一次
伊诺格鲁肽	生物药	GLP-1R	先为达生物;凯因科技	肥胖	III期临床	III期临床	注射	一周一次
cagrilintide+semaglutide	生物药	amylin;GLP-1R	Novo Nordisk	肥胖	III期临床	III期临床	注射	一周一次
HS-20094	化药	GLP-1R;GIPR	翰森制药	肥胖	III期临床	III期临床	注射	一周一次
GX-G6	生物药	GLP-1R	石药集团;天境生物;天士力;Genexine	肥胖	III期临床	III期临床	注射	一周一次
BGM0504	化药	GLP-1R;GIPR	博瑞医药	肥胖	III期临床	III期临床	注射	一周一次
VCT220	化药	GLP-1R	闻泰医药	肥胖	III期临床	III期临床	口服	一天一次
survodutide	化药	GLP-1R;GCGR	Bi;Zealand Pharma	肥胖	III期临床	III期临床	注射	一周一次
HRS-9531	化药	GLP-1R;GIPR	恒瑞医药	肥胖	III期临床	III期临床	注射	一周一次

GLP-1R大靶点研发千帆竞流，持续关注临床数据和里程碑进展

- 2023年，司美格鲁肽减肥适应症全球销售额313亿丹麦克朗（+407%），替尔泊肽全年销售额51.63亿美元（+970%），2023年11月获批的减重版替尔泊肽全年销售额1.76亿美元。
- 中国市场方面，司美格鲁肽、替尔泊肽分别于2024年6月、7月获批减重适应症，信达生物玛仕度肽已于2024年2月提交上市申请，展望2025年，GLP-1R减肥药有望迎来爆发期。
- 靶向GLP-1R药物是中国研发热点，截止目前国内已有不少于27款在研药物进入2期以上临床研究阶段的，14款在研药物进入3期以上临床研究阶段的。

国内减重适应症进展前列的GLP-1RA创新药（减重适应症进入二期临床以上阶段）-续表

药品名称	药品类型	靶点	研发机构	适应症	最高研发阶段(全球)	最高研发阶段(中国)	给药方式	给药频率
HRS-7535	化药	GLP-1R	恒瑞医药, Kailera	肥胖	III期临床	III期临床	口服	一天一次
GZR18	生物药	GLP-1R	甘李药业	肥胖	II期临床	II期临床	注射	一周一次/两周一次
诺利糖肽	化药	GLP-1R	豪森药业;恒瑞医药	肥胖	II期临床	II期临床	注射	一天一次
苏帕鲁肽	生物药	GLP-1R	银诺医药	肥胖	II期临床	II期临床	注射	一周一次/两次
cotadutide	化药	GLP-1R;GCGR	阿斯利康	肥胖	II期临床	II期临床	注射	一天一次
MDR-001	化药	GLP-1R	德睿智药	肥胖	II期临床	II期临床	口服	一天两次
RAY1225	化药	GLP-1R;GIPR	众生睿创	肥胖	II期临床	II期临床	注射	两周一次
ZT002	生物药	GLP-1R	质肽生物	肥胖	II期临床	II期临床	注射	两周/四周一次
HDM1002	化药	GLP-1R	华东医药	肥胖	II期临床	II期临床	口服	一周一次
MWN101	生物药	GLP-1R;GIPR	民为生物	肥胖	II期临床	II期临床	注射	一周一次
HEC88473	生物药	GLP-1R;FGF21	东阳光药;Apollo	肥胖	II期临床	II期临床	注射	一周一次
格鲁塔株单抗	生物药	GLP-1R	鸿运华宁	肥胖	III期临床	III期临床	注射	一周一次
维派那肽	化药	GLP-1R	派格生物	肥胖	III期临床	III期临床	注射	一周一次
PB-718	化药	GLP-1R;GCGR	派格生物	肥胖	III期临床	III期临床	注射	一周一次

2024年部分获批重磅创新药品种

- 2024年1-11月，32款国产创新药（不包括中药）获国家药监局批准上市，部分重磅单品的上市有望为公司带来重要催化剂。

部分2024年获批国产上市药物

公司名称	药品名称	靶点	适应症	研发状态	状态开始时间
恒瑞医药	泰吉利定	μ opioid receptor	术后疼痛	获批上市	2024/1/31
	SHR1314	IL-17A	斑块状银屑病	获批上市	2024/8/27
信达生物	福泽雷塞	KRAS G12C	二线KRAS+非小细胞肺癌	获批上市	2024/8/21
华东医药	索米妥昔单抗	FRa ADC	2-4LFRa+铂类耐药卵巢上皮癌、输卵管癌或原发性腹膜癌	获批上市	2024/11/22
	注射用利纳西普	重组二聚体融合蛋白	冷吡啉相关周期性综合征(CAPS)	获批上市	2024/11/22
海思科	HSK16149	GABA _A 2δ	糖尿病周围神经痛, 带状疱疹后遗神经痛	获批上市	2024/5/20
	HSK7653	DPP4	2型糖尿病	获批上市	2024/6/24
科伦博泰生物-B	SKB264/MK-2870	Trop2 ADC	2-3L TNBC	获批上市	2024/11/22
康方生物	依沃西单抗	PD-1/VEGF	EGFR-TKI治疗失败的EGFR阳性非鳞NSCLC	获批上市	2024/5/21
迪哲医药-U	戈利昔替尼	JAK	2L外周T细胞淋巴瘤	获批上市	2024/6/19
金斯瑞生物科技	西达基奥仑赛	BCMA CAR-T	r/r多发性骨髓瘤	获批上市	2024/8/20
荣昌生物	泰它西普	BLyS/APRIL	类风湿性关节炎	获批上市	2024/7/16
先声药业	先必新舌下片		脑卒中	获批上市	2024/12/1
	CMAB009	EGFR单抗	二线转移性结直肠癌	获批上市	2024/6/25
智翔金泰	GR1501	IL-17	中重度银屑病	获批上市	2024/8/27
康诺亚-B	CM310	IL-4R	中重度特应性皮炎	获批上市	2024/9/12
益方生物-U	D1553	KRAS G12C	2L KRAS G12C突变NSCLC	获批上市	2024/11/8
科济药业-B	CT053	BCMA CAR-T	四线多发性骨髓瘤	获批上市	2024/2/23

2024年获批创新药品种

➤ 2024年1-11月，53款进口创新药获国家药监局批准上市，后续相关品种的销售放量，将对部分国内企业核心品种价值判断、竞争格局产生重要影响

2024年获批进口上市药物

药品通用名	厂家	上市时间	适应症
阿那白滞素	Swedish Orphan Biovitrum AB	2024-01-02	新生儿发病的多系统炎症性疾病; 类风湿性关节炎; 细胞因子释放综合征; 痛风性关节炎; 化疗引起的中性粒细胞减少症; 放疗引起的腹泻; IL-1受体拮抗剂缺陷; 多器官功能障碍综合征; 新型冠状病毒感染; 结直肠癌(原研)
法瑞西单抗	罗氏	2024-01-02	年龄相关性黄斑变性
美泊利珠单抗	GSK	2024-01-02	嗜酸性粒细胞性哮喘
尼塞韦单抗	阿斯利康	2024-01-02	下呼吸道感染; RSV感染
帕妥珠单抗+曲妥珠单抗+重组人玻璃酸酶	罗氏	2024-01-02	HER2阳性乳腺癌
恩曲他滨+富马酸丙酚替诺福韦	吉列德	2024-01-05	HIV-1感染(原研)
玛巴洛沙韦	罗氏	2024-01-05	乙型流感
盐酸曲恩汀	Orphalan	2024-01-05	威尔逊病(原研)
Galcanezumab	礼来	2024/1/9	偏头痛
仑卡奈单抗	卫材, Biogen	2024-01-09	阿尔茨海默病
司库奇尤单抗	诺华	2024-01-09	银屑病关节炎
硫酸瑞美吉泮	Biohaven Pharmaceutical	2024/1/26	偏头痛
司美格鲁肽	诺和诺德	2024/1/26	II型糖尿病
susoctocog alfa	武田	2024/2/23	获得性A型血友病; A型血友病
替度鲁肽	武田	2024/2/23	短肠综合征; 血脂异常; 克罗恩病; 肠外瘘; 严重急性营养不良; 肠道疾病; 移植抗宿主病; 肠衰竭
阿布昔替尼	辉瑞	2024/3/1	特应性皮炎
佩索利单抗	勃林格殷格翰	2023/3/6	泛发性脓疱型银屑病
阿那白滞素	Swedish Orphan Biovitrum AB	2024/3/15	新生儿发病的多系统炎症性疾病; 类风湿性关节炎; 化疗引起的腹泻; IL-1受体拮抗剂缺陷; 痛风性关节炎; 多器官功能障碍综合征; 化疗引起的中性粒细胞减少症; 结直肠癌; 细胞因子释放综合征; 周期性发热综合征; 家族性地中海热; 新型冠状病毒感染
醋酸兰瑞肽缓释注射液(预充式)	IPSEN	2024/4/3	胃肠胰神经内分泌肿瘤
盐酸曲唑酮	Angelini S.P.A.	2024/4/26	抑郁症; 焦虑症; 睡眠障碍; 阿尔茨海默病
尼可地尔	中外制药; 罗氏	2024/4/30	心绞痛(原研)
盐酸伊普可泮	诺华	2024/4/30	阵发性睡眠性血红蛋白尿症
卡替拉韦	GSK	2024/5/9	HIV-1感染(原研)
卡替拉韦钠	GSK	2024/5/9	HIV-1感染(原研)
吡仑帕奈	卫材	2024/5/9	癫痫全身强直-阵挛发作
瑞替替尼	百时美施贵宝	2024/5/11	非小细胞肺癌
利多卡因	Teikoku Pharma	2024/5/13	带状疱疹后遗神经痛; 局部麻醉; 皮肤填充物注射; 面部激光修复; 脉冲染料激光治疗; 激光辅助纹身祛除(原研)
度洛巴坦+舒巴坦	Entasis Therapeutics	2024/5/20	鲍曼不动杆菌-醋酸钙不动杆菌复合体感染; 医院获得性细菌性肺炎; 呼吸机相关性细菌性肺炎
替尔泊肽	礼来	2024/5/21	II型糖尿病
醋酸氢化可的松	Aspen Pharma	2024/5/27	艾迪生病; 先天性肾上腺皮质增生症
布瑞哌啶	Otsuka Pharmaceutical	2024/6/28	精神分裂症
恩扎卢胺	Astellas Pharma	2024/6/28	-

www.swsc.com.cn

数据来源：医药魔方，西南证券整理

2024年获批创新药品种

- 2024年1-11月，53款进口创新药获国家药监局批准上市，后续相关品种的销售放量，将对部分国内企业核心品种价值判断、竞争格局产生重要影响

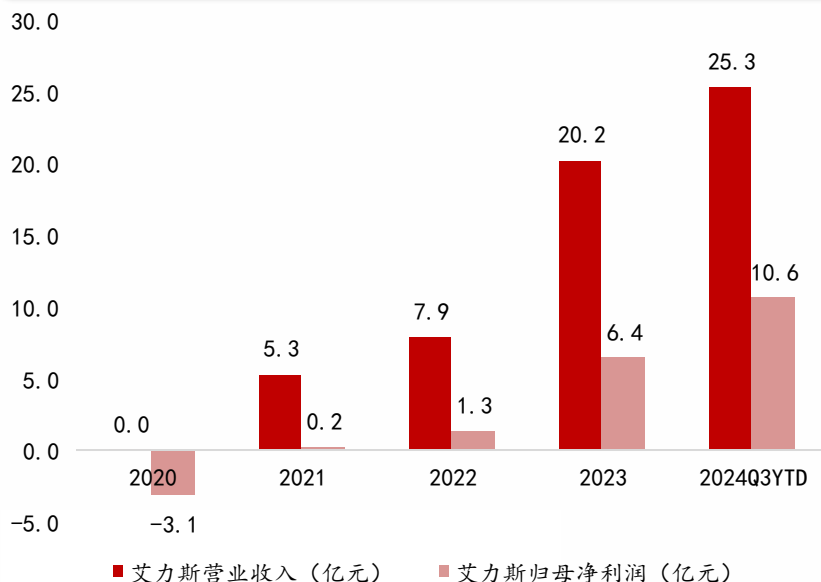
2024年获批进口上市药物（续表）

药品通用名	厂家	上市时间	适应症
甲磺酸奥希替尼	阿斯利康	2024/6/25	不可切除(III期)非小细胞肺癌(NSCLC)
帕博利珠单抗	MSD	2024/6/25	胃癌; 食管交界处癌
司美格鲁肽	诺和诺德	2024/6/25	非酒精性脂肪性肝炎
特立妥单抗	强生	2024/6/25	复发性或难治性多发性骨髓瘤
依柯胰岛素	诺和诺德	2024/6/24	成人2型糖尿病
马来酸阿伐曲泊帕	AkaRx, Inc.	2024/6/25	免疫性血小板减少症
苯磺酸美洛加巴林	第一三共	2024/7/5	糖尿病周围神经痛
布地奈德+富马酸福莫特罗	阿斯利康	2024/7/5	哮喘; 慢性阻塞性肺病
二十碳五烯酸乙酯	Amarin Pharmaceuticals	2024/7/5	高甘油三酯血症
培妥罗凝血素α	诺和诺德	2024/7/5	A型血友病
塞利尼索	Karyopharm Therapeutics, Inc.	2024/7/5	弥漫性大B细胞淋巴瘤; 滤泡性淋巴瘤
盐酸阿来替尼	罗氏	2024/7/5	非小细胞肺癌
比奇珠单抗	UCB	2024/7/19	斑块状银屑病; 中轴型脊柱关节炎
加那索龙	Marinus Pharmaceuticals, Inc	2024/7/16	癫痫; CDKL5缺乏症; 结节性硬化症相关癫痫发作
伏尼凝血素α	武田	2024/8/5	血管性血友病
氢溴酸吡西替尼	Astellas Pharma	2024/8/5	类风湿性关节炎
阿地溴铵	阿斯利康	2024/8/13	慢性阻塞性肺病
雌二醇+地屈孕酮	Solvay Biologicals B.V	2024/8/13	更年期综合征; 血管舒缩症状
德曲妥珠单抗	第一三共; 阿斯利康	2024/8/13	食管腺癌; HR阳性乳腺癌; 子宫内膜癌; 实体瘤; HER2低表达乳腺癌; 非小细胞肺癌; 胃癌; 乳腺癌; HER2阳性乳腺癌; 食管交界处癌
本瑞利珠单抗	阿斯利康	2024/8/19	嗜酸性粒细胞性哮喘
塞莫凝血素α	Octapharma	2024/8/19	A型血友病

关注创新药商业化放量

- 随着越来越多国产创新药获批上市销售，重点关注大品种的销售成绩单以及扭亏为盈时点。以艾力斯为例，2023年中报开始持续超预期，2023上半年实现净利润2.08亿元（+678.7%），2023前三季度实现净利润4.1亿元（+661%），2023年实现净利润6.45亿元（+394%），2024一季度实现净利润3.06亿元（+777.5%），2024上半年实现净利润6.6利润（214.8%），2024年前三季度实现净利润10.6亿元（+159%），主要系伏美替尼销售超预期。

2020-2024Q3艾力斯营业收入和归母净利润



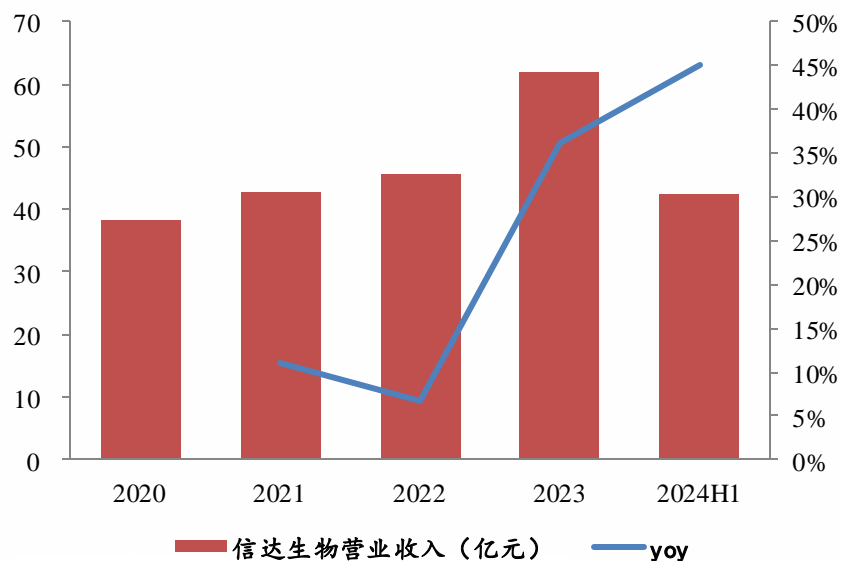
艾力斯股价走势



关注创新药商业化放量

- 随着越来越多国产创新药获批上市销售，重点关注大品种的销售成绩单以及扭亏为盈时点。以信达生物为例，2024H1公司实现收入42.5亿元，同比增速45%，销售收入增长较2023年明显提速。

2020-2024H1信达生物营业收入



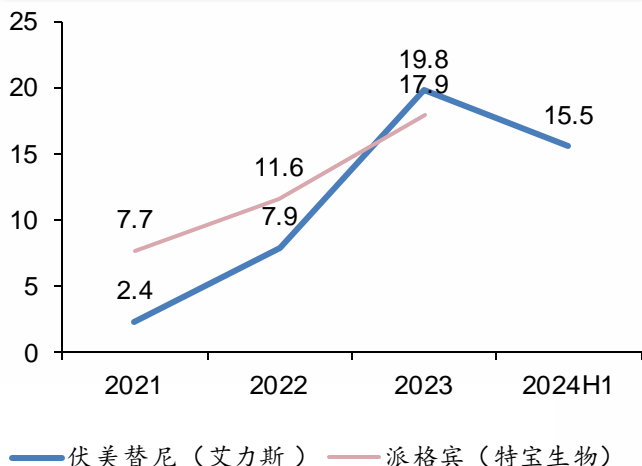
信达生物股价走势



关注创新药商业化放量

- 2023年上市的由国内企业销售的新药中，迪哲医药的舒沃替尼2023年8月上市，预计2024年前三季度销售额约3亿元，产品销售放量迅速。
- 2022年上市的由国内企业销售的新药中，恒瑞的瑞维鲁胺、康方的卡度尼利单抗、罗欣的替戈拉生片、基石/辉瑞的洛拉替尼销售表现亮眼，销售爬坡速度快。其中卡度尼利单抗2024年上半年销售额7.1亿元，同比+16.5%。
- 艾力斯的伏美替尼、特宝生物的派格宾等2024年销售额仍保持高速增长，伏美替尼2024H1实现收入超过15亿元。

伏美替尼、派格宾销售收入（亿元）



2022年上市创新药（由国内企业销售）PDB样本医院季度销售额（万元）

通用名	企业	适应症	靶点	获批上市时间	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
林普利赛	恒瑞医药/瓊黎药业	滤泡性淋巴瘤	PI3Kδ	2022/11/9	-	-	-	-
瑞维鲁胺	恒瑞医药	激素敏感性前列腺癌	AR	2022/6/29	2335.1	2978.2	3750.4	4139.3
塞普替尼	信达/礼来	RET驱动型肺癌和甲状腺癌	RET	2022/10/8	164.8	264.4	392.2	476.1
佩米替尼	信达生物	胆管癌	FGFR1/2/3	2022/4/6	26.7	73.2	115.6	120.4
度维利塞	石药/康泰伦特药业	滤泡性淋巴瘤	PI3K	2022/3/18	4.0	7.0	21.0	10.0
卡度尼利单抗	康方生物	宫颈癌	PD-1/CTLA4	2022/6/29	1671.1	1688.8	2797.8	2108.6
斯鲁利单抗	复星医药, 复宏汉霖	MSI-H或dMMR实体瘤	PD-1	2022/3/24	1633.7	1376.3	1836.7	2097.2
曲拉西利	先声药业	既往未接受过系统性化疗的广泛期小细胞肺癌	CDK4/6	2022/7/13	116.5	110.5	147.4	165.6
替戈拉生片	罗欣药业	反流性食管炎	proton pump	2022/4/13	1291.7	1745.9	586.7	908.5
奥木替韦单抗	华北制药	狂犬病	rabies virus	2022/1/26	194.2	118.7	284.2	141.6
瑞帕妥单抗	神州细胞	弥漫性大B细胞淋巴瘤	CD20	2022/8/30	2.4	4.1	6.5	34.4
普特利单抗	乐普生物	MSI-H或dMMR实体瘤	PD-1	2022/7/22	-	2.0	1.5	7.7
艾伏尼布	基石药业/施维雅	透析中低血压, 急性髓系白血病	IDH1	2022/2/9	21.0	48.9	25.6	40.1
洛拉替尼	基石药业/辉瑞	ALK阳性局部晚期或转移性NSCLC	ALK	2022/4/29	5548.2	5569.1	4129.2	4744.8
多格列艾汀	华领医药	二型糖尿病	glucokinase	2022/10/8	18.9	10.6	8.0	23.1

2023年上市创新药（由国内企业销售）PDB样本医院季度销售额（万元）

通用名	企业	适应症	靶点	获批上市时间	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
阿得贝利单抗	恒瑞医药	小细胞肺癌	PDL1	2023/3/3	156.4	186.2	210.8	329.4
磷酸瑞格列汀	恒瑞医药	II型糖尿病	DPP-4	2023/6/28	-	-	3.9	21.9
奥特康唑效囊	恒瑞医药	重度外阴阴道假丝酵母菌病	fungus CYP51	2023/6/28	-	-	-	-
培莫沙肽	豪森药业	慢性肾性贫血	EPO receptor	2023/6/30	-	-	4.6	14.8
伊基奥仑赛	信达生物/驯鹿生物	多发性骨髓瘤	BCMA	2023/7/1	-	349.8	416.1	439.0
托莱西单抗	信达生物	杂合子型家族性高胆固醇血症; 高胆固醇血症; 混合型高脂血症	PCSK9	2023/8/16	-	-	-	-
谷美替尼	石药/海和药业	MET14突变NSCLC	c-Met	2023/3/8	-	11.5	34.5	83.8
恩那度司他片	信立泰	非透析的成人慢性肾脏病患者的贫血治疗	HIF-PH	2023/6/10	-	0.3	1.0	3.2
氯溴酸瑞米德韦	君实生物	新型冠状病毒感染	RdRp	2023/1/29	959.8	142.6	0.6	1.9
富马酸奥赛利定	恩华药业	成人患者严重到需要静脉注射阿片类药物的急性疼痛	μ opioid receptor	2023/5/8	-	0.9	1.0	1.8
替瑞奇珠单抗	康哲/Sun Pharma	中重度斑块状银屑病	IL-23p19	2023/5/30	-	-	17.4	51.0
拓培非格司亭	特宝生物	化疗引起的中性粒细胞减少性发热	not available	2023/6/30	-	0.6	0.7	3.3
甲磺酸贝福替尼	贝达药业	非小细胞肺癌	EGFR T790M	2023/5/31	-	-	-	-
伏罗尼布	贝达药业	肾细胞癌	PDGFR; VEGFR	2023/6/8	-	1.5	1.8	2.8
舒沃替尼	迪哲医药	非小细胞肺癌	EGFR exon 20; HER2 exon 20	2023/8/24	-	44.3	65.6	131.3
先诺特韦+利托那韦	先声药业	新型冠状病毒感染	SARS-CoV-2 3CLpro	2023/1/29	3713.9	1259.3	16.2	30.6
艾贝格司亭α	亿一生物	化疗引起的中性粒细胞减少症	G-CSF	2023/5/9	6.6	19.8	59.7	199.7
来瑞特韦	众生睿创	新型冠状病毒感染	SARS-CoV-2 3CLpro	2023/3/23	411.4	263.4	571.3	647.8
重组人凝血酶	泽璟制药	止血	thrombin	2023/12/26	-	-	-	-
地达西尼	京新药业	失眠症	GABAA receptor	2023/11/29	-	-	-	0.1
艾诺米替	艾迪药业	HIV-1感染	HBV polymerase; HIV-1 RT; LINE-1	2023/1/4	-	-	-	-

关注创新药商业化放量

- **关注商业化成绩单。** 中国市场来看，卡度尼利单抗/伏美替尼2023年实现收入13.6/19.8亿元，同比增速分别超过140%/150%，上述药品2024年上半年分别实现收入7.1/15.5亿元，同比增长超过16%/100%。
- 出海品种方面，泽布替尼/西达基奥仑赛2023年全球销售收入12.9/5亿美元，同比增长129%/276%，上述药品2024年前三季度分别实现收入18.2/6.3亿美元，同比增长107%/84.2%。

部分创新药品种中国销售额（百万元人民币）

企业名称	品种名	2021	2022	2023	2024H1
康方生物	卡度尼利单抗		564	1358	706
	yoy			140.6%	16.50%
泽璟制药	多纳非尼	163	302	384	240
	yoy		85.1%	27.1%	9.4%
荣昌生物	维迪西妥单抗	84	412	超过500	约350
	yoy		390.5%	25%~30%	40%~50%
诺诚健华	奥布替尼	241	566	672	417
	yoy		134.8%	18.7%	30%
艾力斯	伏美替尼	236	790	1978	1555
	yoy		235.3%	150.2%	超过100%

部分创新药品种全球销售额（百万美元）

	2020	2021	2022	2023	2024Q3YTD	
泽布替尼	42	218	565	1290	18.2	
yoy		3909.6%	422.8%	159.0%	128.5%	107%
西达基奥仑赛			133	500	6.3	
yoy				275.9%	84.2%	

关注创新药商业化放量

- **国内创新药企业销售能力逐步验证。**随着相关公司的核心品种上市后放量，部分Biotech公司的商业化能力获得验证。
- 从头部成熟的Pharma公司来看，2023年恒瑞医药、百济神州的销售代表人均贡献收入分别约250、373万元。
- 从产品处于商业化初期的公司来看，2023年艾力斯、诺诚健华、康方生物的销售代表人均贡献收入分别约278、221、203万元。

部分药企销售人员数量（人）

销售人数	2020	2021	2022	2023
恒瑞医药	17138	13208	10392	9134
百济神州	1929	3383	3812	4158
荣昌生物	104	312	1167	1185
康方生物		512	652	788
艾力斯	267	323	576	712
泽璟制药	54	175	303	330
诺诚健华		234	261	304

部分药企销售人员人均销售额（万元）

人均单产	2020	2021	2022	2023
百济神州	110	121	222	373
艾力斯		73	137	278
恒瑞医药	162	196	205	250
诺诚健华		92	217	221
康方生物		19	128	203
泽璟制药		93	100	116
荣昌生物		42	63	89

美国出海候佳音：研发合作层出不穷，商业化成果指日可待

2024年国产新药出海屡获佳绩，出海品种呈现六大热点

2024年国产新药出海案例，主要聚焦于二代IO、减肥药、自免TCE、ADC、新技术机制、治疗空白疾病等六大领域。

1) 二代IO：随着依沃西单抗HARMONi-2研究读出数据，PD-1/VEGF双抗成为率先验证的二代IO药物，礼新医药-默沙东随即达成重磅交易，全球IO巨头默沙东的入局一方面彰显这一靶点深厚价值，另一方面也对未来该二代IO竞争格局产生深远影响。

2) 恒瑞医药探索出海新模式，GLP-1产品组合授权出海交易总额高达60亿美元。上半年交易规模最大的BD为恒瑞医药GLP-1产品组合授权出海，交易总额高达60亿美元，买方Hercules是一家新公司，恒瑞将取得Hercules 19.9%的股权，探索出海新模式。

2024年License out超5亿美元品种一览

序号	时间	转让方	受让方	药品汇总	靶点	治疗领域	药物机制	交易总金额 (百万美元)	首付款 (百万美元)
1	2024.5	恒瑞医药	Hercules	HRS7535、HRS9531、 HRS-4729	GLP-1、GLP-1/GIP、 肠促胰素	减重、糖尿病	多肽	6035	110
2	2024.1	舶望制药	诺华	-	-	心血管疾病	RNAi	4165	185
3	2024.11	礼新医药	默沙东	LM-299	PD1/VEGF	实体瘤	双抗	3288	588
4	2024.1	瑞博生物	勃林格殷格翰	-	-	NASH	siRNA	2000	-
5	2024.6	明济生物	艾伯维	FG-M701	TL1A	IBD	单抗	1710	150
6	2024.8	同润生物	默沙东	CN201	CD19/CD3	血液瘤、自免	双抗	1300	700
7	2024.6	亚盛医药	武田	奥雷巴替尼(选择权)	BCR-ABL	血液瘤	小分子	1300	100
8	2024.1	宜联生物	罗氏	YL211	C-MET ADC	实体瘤	ADC	1050	50
9	2024.1	安瑞生物	Avenzo	ARTS-021等	CDK2	实体瘤	小分子	1040	40
10	2024.7	昱言科技	Ipsen	FS001	-	实体瘤	ADC	1030	-
11	2024.11	博奥信	Aclaris	Bosakitug、BSI-502	TLSP、TSLP/IL-4	自免	单抗、双抗	940	40
12	2024.11	东阳光药	Apollo	HEC88473	FGF21/GLP-1	减重、糖尿病、NASH	融合蛋白	938	12
13	2024.10	恩沐生物	GSK	CMG1A46	CD19/CD20/CD3	血液瘤、自免	三抗	850	300
14	2024.11	橙帆医药	Avenzo	VBC103	Trop2/Nectin-4	实体瘤	双抗ADC	800	50
15	2024.9	岸迈生物	Vignette Bio	EMB-06	BCMA/CD3	血液瘤、自免	双抗	635	60
16	2024.11	康诺亚	Platina Medicines	CM336	BCMA/CD3	血液瘤、自免	双抗	626	16
17	2024.6	康宁杰瑞	Arrivent	ARR-421	-	-	ADC	616	-
18	2024.11	维立志博	Oblenio Bio	LBL-051	CD19xBCMAxCD3	自免	三抗	579	35
19	2024.7	辐联科技	SK Biopharma	177Lu-FL-091	NTSR1	肿瘤	RDC	572	-
20	2024.1	安锐生物	阿斯利康	-	EGFR L858R	肺癌	小分子	540	40

美国出海候佳音：研发合作层出不穷，商业化成果指日可待

- **2024年自免TCE集中出海**：2024年，多款国产TCE实现出海授权，如同润生物和恩沐生物分别以7亿和3亿美元的高首付款将各自的TCE产品授予默沙东和GSK，对手方均计划探索自免适应症。
- **机制优势**：TCE通过CD3和疾病目标靶点的双抗设计，将CD3+T细胞招募至靶细胞并实现杀伤。相较于利妥昔单抗等B细胞耗竭疗法，TCE具备多种优势：B细胞和T细胞共定位于淋巴组织和炎症部位，因此具备T细胞招募活性的TCE比依赖NK细胞等的单抗对靶细胞的杀伤效果更佳。因此CD19、BCMA等TCE有望拓宽B细胞类型覆盖谱。
- **临床验证**：2023年底至2024年初，贝林妥欧单抗、teclistamab等TCE初步验证了自免疾病中的疗效和安全性。

2024年国产自免TCE出海产品

序号	时间	转让方	受让方	药品汇总	靶点	治疗领域	药物机制	交易总金额 (百万美元)	首付款 (百万美元)
1	2024.8	嘉和生物	TRC 2004	GB261	CD3/CD20	血液瘤、自免	双抗	400-600	数千万美元
2	2024.8	同润生物	默沙东	CN201	CD19/CD3	血液瘤、自免	双抗	1300	700
3	2024.9	岸迈生物	Vignette Bio	EMB-06	BCMA/CD3	血液瘤、自免	双抗	635	60
4	2024.10	恩沐生物	GSK	CMG1A46	CD19/CD20/CD3	血液瘤、自免	三抗	850	300
5	2024.11	康诺亚	Platina Medicines	CM336	BCMA/CD3	血液瘤、自免	双抗	626	16
6	2024.11	维立志博	Oblenio Bio	LBL-051	CD19xBCMAxCD3	自免	三抗	579	35

与资本合作出海，License out新趋势——NewCo

- 这种模式跟传统License out不同，在新模式下，国内创新药企业通过技术入股，与海外资本合作。既能通过早期管线创造一定价值，又能通过股权，降低自身风险、参与公司决策，并锁定更多远期收益。

2024年NewCo出海案例

时间	转让方	受让方	资本方	药品汇总	靶点	总交易总金额 (百万美元)	首付款 (百万美元)	股权
2024.5	恒瑞医药	Hercules	贝恩资本生命科学基金联合Atlas Ventures、RTW资本、Lyra资本联合出资4亿美元	GLP-1类药物：HRS-7535、HRS9531	GLP-1类药物	6035	110	恒瑞获得Hercules公司19.9%股权
2024.7	康诺亚	Belenos	OrbiMed (奥博资本)	CM512、CM536	自身免疫病双抗	185	15	获得Belenos约30.1%的股权；陈博博士已获提名为Belenos的四位董事会成员之一。
2024.8	嘉和生物	TRC 2004	Two River、Third Rock Ventures	GB261	CD3/CD20双抗	~500	数千万美元	数量可观的股权
2024.9	岸迈生物	Vignette Bio	Foresite Labs	EMB-06	BCMA/CD3双抗	635	60 (包括股权)	-
2024.10	领康医药	PT Leadermed Combiphar	Combiphar、领康医药	LM-008	GLP-1/GCCR	/	/	联合出资
2024.11	维立志博	Oblenio Bio	风险投资公司Aditum Bio	LBL-051	CD19xBCMAxCD3	614	35	有权获得Oblenio股权
2024.11	康诺亚	Ouro Medicines	Monograph Capital	CM336	BCMAxCD3	626	16	获得少数股权

创新药及制剂：关注优质创新重要催化

国产新药自主出海成果丰硕：

- 百济神州的泽布替尼（2019.11）、绿叶制药的利斯的明透皮贴剂（2021.5）和传奇生物的西达基奥仑赛（2022.2）是首批成功自主出海的国产创新药。
- 2023年五款国产药物成功在欧美上市，分别为绿叶制药的利培酮缓释微球注射制剂（2023.01）、君实生物的特瑞普利单抗（2023.10），替雷利珠单抗获得欧盟批准上市（2023.09）、和黄医药的咪喹替尼（2023.11）、亿帆医药的艾贝格司亭 α 注射液（2023.11）。
- 2024年百济神州替雷利珠单抗（2024.03）在美国获批，基石药业舒格利单抗（2024.06）在欧盟获批，贝达药业恩莎替尼（2024.12）在美国获批，

海外上市品种一览

企业	药物	靶点	适应症	地区	上市时间
百济神州	泽布替尼	BTK	套细胞淋巴瘤	US	2019.11
			华氏巨球蛋白血症	US	2021.8
			边缘区淋巴瘤	US	2021.9
			华氏巨球蛋白血症	EU	2021.11
			一线CLL/SLL	US	2023.1
			滤泡性淋巴瘤	US	2024.3
	替雷利珠单抗	PD-1	2L食管鳞状细胞癌	EU/US	2023.9/2024.3
绿叶制药	利斯的明透皮贴剂	-	阿尔茨海默病	EU	2021.5
	利培酮缓释微球	-	精神分裂症	US	2023.1
金斯瑞生物 (传奇生物)	西达基奥仑赛	BCMA	四线多发性骨髓瘤	US	2022.2
			四线多发性骨髓瘤	EU	2022.5
			二线多发性骨髓瘤	US/EU	2024.4
君实生物	特瑞普利单抗	PD-1	全线鼻咽癌	US	2023.10
和黄医药	咪喹替尼	VEGF	三线结直肠癌	US	2023.11
亿帆医药	艾贝格司亭 α	G-CSF	肿瘤治疗后的中性粒细胞减少症	US	2023.11
基石药业	舒格利单抗	PD-L1	1L NSCLC	EU	2024.6
贝达药业	恩莎替尼	ALK	1L ALK阳性 NSCLC	US	2024.12

创新药及制剂：关注优质创新重要催化

持续关注出海里程碑预期

- **多个国产创新药有望在2024年12月-2025年迎来出海重要催化。**百济神州替雷利珠单抗（1L 食管癌）有望在美获批，和黄医药赛沃替尼有望于24年12月在美提交上市申请。展望2025年，恒瑞医药双艾方案肝癌适应症、迪哲医药舒沃替尼均有望在美获批，康方生物依沃西单抗亦有望于2025年在美国提交上市申请。

自主出海美国重点品种进展预期

百济神州	2024年	12月 替雷利珠单抗 1L食管鳞状细胞癌（PDUFA）	和黄医药	2024年	12月 赛沃替尼 非小细胞肺癌（提交NDA）
康方生物	2025年	AK112（提交NDA）	恒瑞医药	2025年	“双艾方案” 晚期肝细胞癌（PDUFA）
艾力斯	2025年	伏美替尼 EGFR exon20ins NSCLC（三期完成）	迪哲医药	2025年	舒沃替尼 EGFR exon20ins NSCLC（PDUFA）
绿叶制药	2025年	LY03005（已提交NDA）			

创新药及制剂：关注创新药海外商业化成绩单

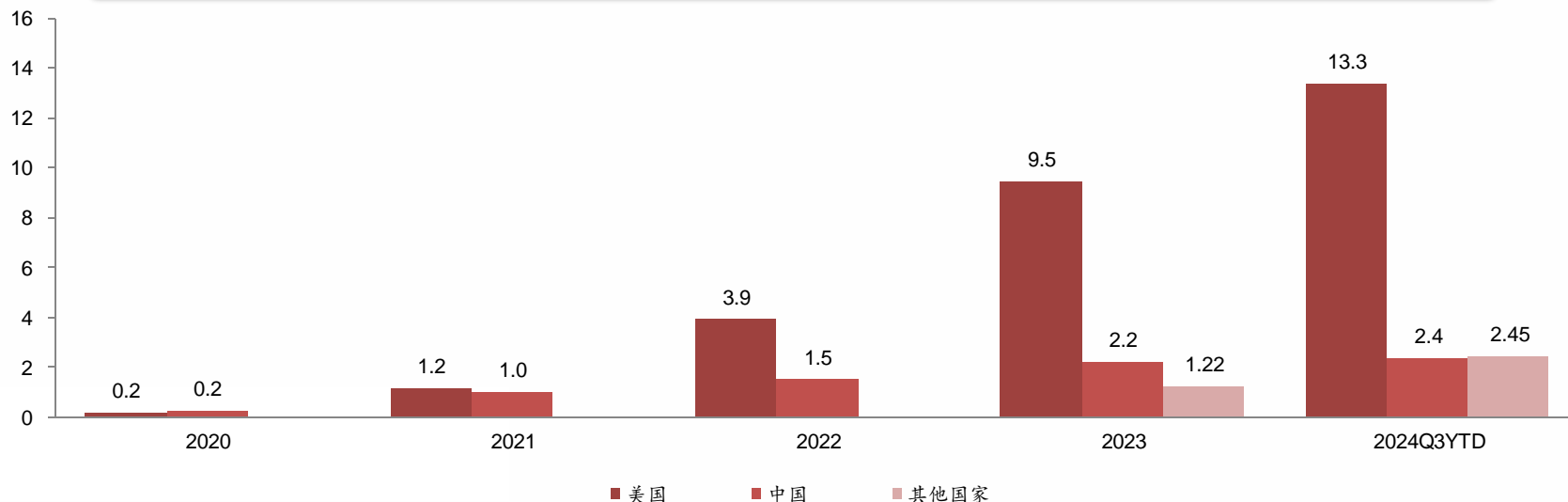
关注海外商业化成绩单催化

➤ 独立出海品种国际市场销售爆发力突出

1) 泽布替尼：2023年全球销售额12.9亿美元（+138%），2024年前三季度销售额18.2亿美元（+107%），期间美国市场实现13亿美元销售额，国内市场实现超过2亿美元销售额，美国市场销售额远超国内市场。

2) 传奇生物西达基奥仑赛：2022年获得美国FDA批准上市，用于既往接受过四线或以上治疗（包括蛋白酶体抑制剂、免疫调节剂和抗CD38单克隆抗体）的多发性骨髓瘤。2024年4月其二线适应症先后于美国和欧盟获批上市。西达基奥仑赛上市首年累计销售额共计1.34亿美元，2023年的销售额约为5亿美元，2024年前三季度销售额约6.3亿美元（+84.2%）。

2020-2024Q3泽布替尼中美销售额（亿美元）



创新药及制剂：关注生物类似物出海催化

- **2023年美国市场生物类似药销售收入约72.5亿美元，是全球最大的生物类似药市场。**截至2024年11月，美国以351(K)途径申报的生物类似药获批总数量和上市数量已经分别达到了64个和51个。从产品类型看，共涉及维持治疗、抗肿瘤、自体免疫、胰岛素和眼科五大领域的14个分子，其中数量最多的阿达木单抗共有10个生物类似药获批，其中9个已经上市，成为当下竞争最为激烈的产品，数量最少的阿法依泊汀只有1个生物类似药获批并上市。
- **中国生物类似药抢滩美国市场，在美国获批上市、申报上市的国产生物类似药已有7款，均有2023年后获批/申报。**拥有生物类似药在市销售三年以上的7个分子的生物类似药2023年整体销量份额均在40%以上，其中贝伐珠单抗和非格司亭两个分子的生物类似药的占比已经逼近85%，广阔的出海空间值得重视。百奥泰、甘李药业等是我国生物类似药出海先锋，百奥泰已有2款类似药在美国获批上市、还有3款类似药处于国际3期临床阶段/接近申报上市，甘李药业两款三代胰岛素也已于2023年在美国申报上市，市场前景广阔。

在美国获批上市、申报上市的国产生物类似药

企业	药品名称	靶点	美国研发阶段	适应症
百奥泰;Biogen	托珠单抗	IL-6R	批准上市2023-09	参考原研，用于类风湿关节炎、全身型幼年特发性关节炎和细胞因子释放综合征等
百奥泰;Cipla;Sandoz;Biommm;百济神州	贝伐珠单抗	VEGF-A	批准上市2023-12	参考原研，结直肠癌;非小细胞肺癌;乳腺癌;肾细胞癌;胶质母细胞瘤等
复宏汉霖; Accord; mAbxience (Fresenius);Eurofarma;Cipla;Abbot t	曲妥珠单抗	HER2	批准上市2024-04	参考原研，HER2阳性乳腺癌;胃癌;胃食管交界处癌;结直肠癌;乳腺癌等
翰宇药业;Hikma	利拉鲁肽	GLP-1R	批准上市2024-06	参考原研，II型糖尿病;肥胖;心血管风险;妊娠糖尿病;阻塞性睡眠呼吸暂停等
甘李药业;Sandoz	甘精胰岛素	insulin	申请上市2023-02	参考原研，II型糖尿病等
甘李药业;Sandoz	门冬胰岛素	insulin	申请上市2023-06	参考原研，II型糖尿病等
甘李药业;Sandoz	赖脯胰岛素	insulin	申请上市2023-06	参考原研，II型糖尿病等

医疗器械：常态化背景下，瞄准刚需替代、出海、主题投资三大方向

- **回顾2024年前三季度，医疗器械板块样本公司收入1265亿元(+2.5%)**，归母净利润280亿元(-1.7%)，主要受到宏观环境趋严、地缘政治紧张及市场竞争加剧的影响，前三季度业绩承压，**2025年预计环比有所改善**。在集采控费、医疗反腐和地缘政治影响下，2024年器械板块(申万)股价下跌10.7%，跑输医药板块1.4pp。医药厂商经营逐步合规化，费用端有所控制，2024年前三季度器械板块销售费用261亿元(-0.2%)，销售费用率14.2%(-0.2pp)，研发费用168亿元(+2.9%)，研发费用率9.5%(+0.1pp)。
- **回顾2024年政策面：政策多发，强力牵引行业走向。**1) **以旧换新政策提振医疗设备行业需求**。以旧换新政策目标是到2027年医疗设备投资规模较2023年增长25%以上，即约6%年增速由政策托底，预计第一批3000亿国债落地到医疗设备领域的支持在300~400亿左右。12月5日财政部就政府采购征求意见，拟给予本国产品相对于非本国产品20%价格评审优惠，此外部分省份有搭配进行设备集采试点，多政策叠加有望提振国产设备入院需求；2) **高耗、IVD加速集采，国产替代持续提升**。2024年发生了多轮省联盟和国家集采事件，整体来看有兜底的器械集采趋势已成，供给侧加速出清，竞争格局将趋于稳定，头部企业市占率将逐步提高，随着行业的自然需求扩容享受带来的持续性量增。其中国采方面：第四批国采(人工晶体、运动医学)全部落地，第五批国采(人工耳蜗、外周血管支架类)即将开始，报量以外资品牌为主。重点省际联盟集采：河北省牵头血管介入类医用耗材、安徽省牵头免疫类检测试剂、江西省牵头生化类检测试剂等。集采续约方面：关节集采续标落地，国产份额有望扩大。3) **关于地缘政治方面**，2024年欧美国家接连出台两大对华政策：欧盟启动IPI调查、美国对部分医用低值耗材加征关税(注射器针头、防护面罩(带呼吸阀)和口罩、橡胶医用和手术用手套)，特朗普上台后或将加速推进实施，需关注后续地缘政治对企业出海进度的影响。
- **2025年策略看好三个方向**。由于医疗器械板块整体较大，各个细分赛道的产业趋势和投资逻辑各有不同，我们梳理了国内政策面及市场空间、国际出海、创新自主可控、AIGC赋能相关方面，重点总结了以下三个方向的投资机会：
 - 1) **“常态化”(反腐+控费)医疗刚需下的国产替代**：神经介入(赛诺医疗)、主动脉及外周介入(心脉医疗)、骨科(爱康医疗、春立医疗)、以旧换新(联影医疗、迈瑞医疗、开立医疗、澳华内镜)、电生理(微电生理)、TAVR(佰仁医疗)、内镜耗材(开立医疗、澳华内镜、南微医学)、神经外科、人工晶体等。
 - 2) **出海**：神经介入(赛诺医疗)、家用呼吸机(怡和嘉业、美好医疗、鱼跃医疗)、低值耗材(英科医疗、山东药玻、振德医疗)、IVD(新产业、普门科技、迈瑞医疗、万孚生物)、CGM(三诺生物)、设备(迈瑞医疗、祥生医疗、联影医疗、理邦仪器)、NASH检测(福瑞股份)。
 - 3) **主题投资(AI+银发经济+呼吸道+并购重组)**：AI医疗影像(祥生医疗、安必平、迪安诊断)、AI信息化(金域医学、润达医疗)、银发经济、呼吸道检测(圣湘生物、英诺特、九安医疗)、并购重组。
- **风险提示**：降价超预期风险、竞争加剧风险、渗透率提升不及预期、出海合规风险。

医疗器械：常态化背景下，瞄准刚需替代、出海、主题投资三大方向

2000-2024年复盘：从“国产歧视” - “自主创新” 演变为“国产替代” - “控费常态” (集采、技耗分离、DRG/DIP)

2000-2024年医疗器械板块复盘和背后的政策背景分析



www.swsc.com.cn

数据来源：wind，西南证券整理

— SW医疗器械

医疗器械：行业调整期，短期指数表现疲弱

2024年，器械板块（申万）股价下跌9.6%，其中医疗设备受招标滞后影响股价跌幅最大（-12.5%），其次为体外诊断（-7.7%），主要受DRG 2.0和集采落地影响，医疗耗材(高值+低值耗材)因集采共识已成，控费影响相对较小，年初至今下跌3.9%。

医疗器械各子板块涨跌幅

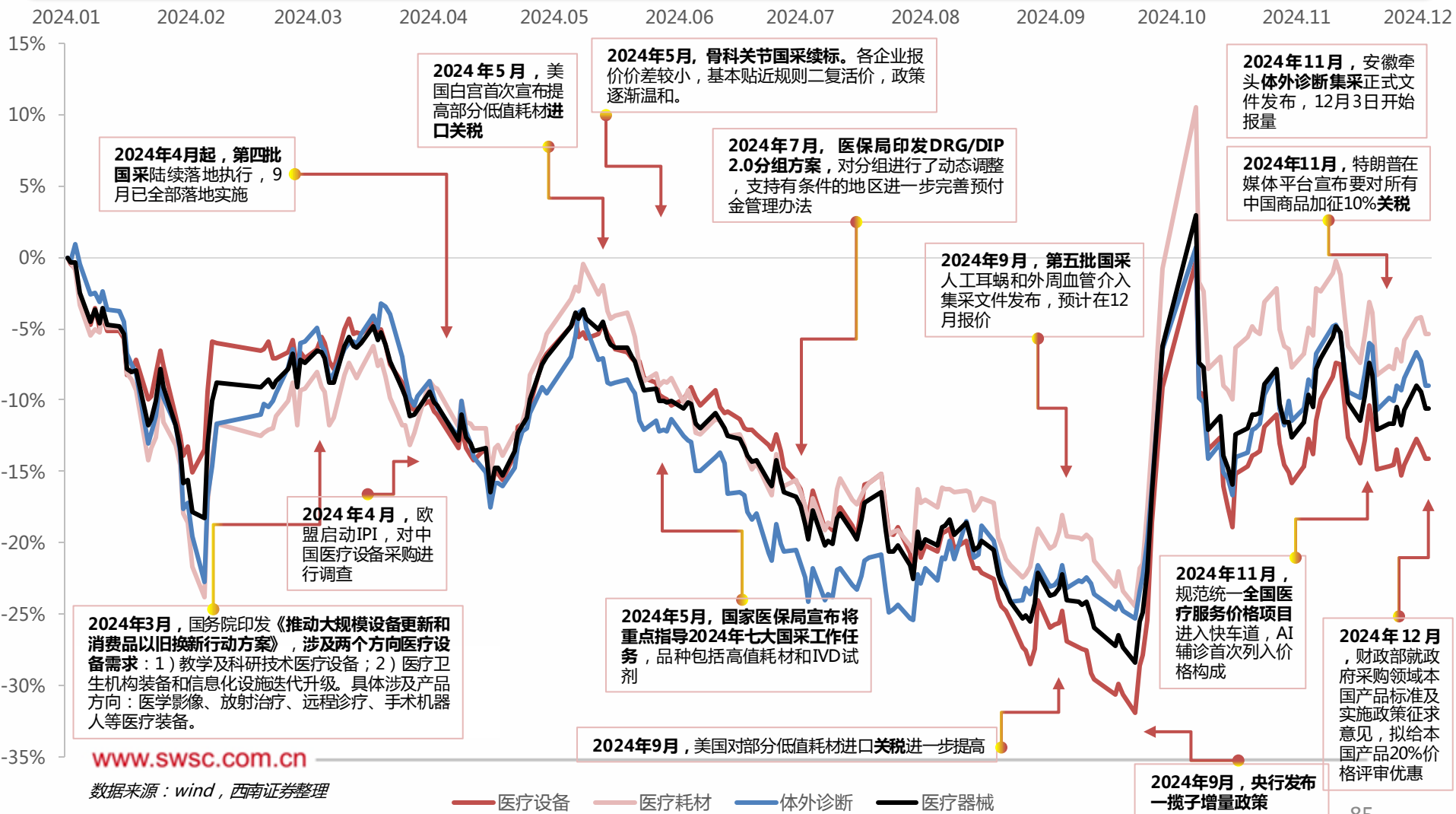
申万分类	子行业	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 (截至2024.12.8)
一级	医药生物	56.7%	-13.5%	3.6%	-27.7%	36.8%	51.1%	-5.7%	-20.3%	-7.0%	-7.8%
二级	医疗器械	73.5%	-23.8%	-9.7%	-28.6%	43.4%	83.8%	-7.2%	-21.2%	-7.6%	-9.0%
三级	医疗设备	55.8%	-27.7%	-23.3%	-26.6%	26.3%	92.2%	10.4%	-15.3%	-2.3%	-12.5%
	体外诊断	100.7%	-33.2%	3.1%	-40.8%	36.1%	81.0%	-17.8%	-19.2%	-7.9%	-7.7%
	医疗耗材	91.8%	-16.0%	-1.9%	-13.3%	64.9%	59.1%	-18.4%	-32.3%	-16.0%	-3.9%

申万分类	子行业	2024/1	2024/2	2024/3	2024/4	2024/5	2024/6	2024/7	2024/8	2024/9	2024/10	2024/11	2024/12
一级	医药生物	-18.6%	10.5%	-2.3%	2.6%	-4.2%	-8.7%	0.2%	-3.3%	21.3%	-4.3%	2.1%	-7.8%
二级	医疗器械	-16.0%	10.3%	-3.7%	4.1%	-3.3%	-7.0%	-3.4%	-3.6%	20.4%	-5.7%	0.9%	-9.0%
三级	医疗设备	-13.7%	8.5%	-4.2%	4.2%	-3.9%	-4.8%	-5.7%	-5.5%	19.6%	-6.6%	0.7%	-12.5%
	体外诊断	-17.9%	14.2%	-4.1%	0.3%	-2.0%	-10.5%	-2.0%	0.7%	19.4%	-3.9%	1.7%	-7.7%
	医疗耗材	-18.7%	10.5%	-2.5%	7.1%	-3.3%	-8.3%	-0.2%	-3.4%	22.6%	-5.7%	0.7%	-3.9%

医疗器械：一揽子控费政策落地，板块整体承压

产业政策总览：2024年一揽子控费政策落地，叠加海外地缘政治影响，医疗器械板块整体承压

2024年器械指数及产业政策复盘



医疗器械：2024年前三季度业绩略有承压

2024三季报器械板块关键财务数据：

- **2024Q1-Q3器械板块总结：**器械板块(72家样本公司，剔除新冠相关标的)，2024Q1-Q3收入1265亿元(+2.5%)，归母净利润280亿元(-1.7%)，主要受到宏观环境趋严、地缘政治紧张及市场竞争加剧的影响，前三季度业绩承压。**不剔除新冠标的的数据**，2024Q1-Q3器械板块收入1485亿元(+4.0%)，归母净利润309亿元(+0.1%)，新冠相关标的在2023年已基本完成进行基数消化、商誉计提和减值，2024Q1-Q3收入和利润均实现正增长，相关企业的常规业务发展步入正轨。
- **单季度看**，24Q1/Q2/Q3单季度收入同比增速分别为+3.0%/+3.6%/+0.6%，归母净利润同比增速分别为+6.1%/+1.8%/-14.1%。**不剔除新冠相关标的的数据**，24Q1/Q2/Q3单季度收入同比增速分别为+2.4%/+5.3%/+4.4%，归母净利润同比增速分别为+5.8%/+3.0%/-9.4%。

医疗器械板块2019-24Q3关键财务数据(累计)

(亿元)	19A	20A	21A	22A	23A	2024Q1-Q3
营收	991	1214	1,434	1613	1,646	1,265
yoy	16.3%	22.6%	18.1%	12.4%	2.1%	2.5%
归母净利润	178	267	313	355	341	280
yoy	26.1%	50.3%	17.1%	13.5%	-3.8%	-1.7%
毛利率	56%	57%	56%	55%	57%	57%
净利率	18%	22%	22%	22%	21%	22%
销售费用率	19%	16%	16%	16%	17%	16%
管理费用率	7%	7%	7%	6%	7%	7%
财务费用率	0%	1%	0%	-1%	-1%	-1%
研发费用率	8%	8%	9%	9%	10%	10%
包括新冠标的的营收	1102	1682	1,901	2298	1,903	1,485
yoy	17.1%	52.7%	13.0%	20.9%	-17.2%	4.0%
包括新冠标的的归母净利润	191	442	473	602	367	309
yoy	27.0%	130.7%	7.0%	27.3%	-39.0%	0.1%

医疗器械板块23Q1-24Q3关键财务数据(单季度)

(亿元)	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营收	407	434	393	411	419	450	396
yoy	5.6%	4.3%	1.2%	-2.6%	3.0%	3.6%	0.6%
归母净利润	91	106	88	56	96	108	76
yoy	1.3%	9.5%	-14.1%	-14.4%	6.1%	1.8%	-14.1%
毛利率	57%	56%	58%	56%	57%	58%	56%
净利率	22%	24%	22%	14%	23%	24%	19%
销售费用率	16%	17%	17%	20%	16%	17%	17%
管理费用率	7%	6%	7%	8%	7%	6%	7%
财务费用率	0%	-3%	0%	-1%	-1%	-1%	0%
研发费用率	10%	10%	10%	11%	10%	9%	11%
包括新冠标的的营收	480	496	452	476	491	522	472
yoy	-34.8%	-6.6%	-7.7%	-12.2%	2.4%	5.3%	4.4%
包括新冠标的的归母净利润	99	115	94	59	105	118	85
yoy	-63.2%	-11.1%	-28.2%	-18.2%	5.8%	3.0%	-9.4%

医疗器械：细分板块业绩分化

医疗器械四大领域

- **细分业务有所分化。**细分业务来看，24Q3影像设备、生命信息支持、内窥镜、康复设备、生化检测、心脑血管高值耗材、药用玻璃瓶、穿刺类耗材有所承压，主要因医疗控费政策加紧、地缘政治紧张和竞争加剧。家用设备、免疫诊断、分子诊断、POCT、眼科、骨科、肾科、医用导管敷料耗材表现较好。

医疗器械板块2024年前三季度关键财务数据(按细分领域)

主营业务	2024Q3						2024Q1-3					
	营业收入(百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润(百万元)	YOY	营业收入(百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润(百万元)	YOY
医疗设备(迈瑞生命信息及影像单拆)	17284	-6.0%	-	-	-	-	59198	-3.5%	-	-	-	-
影像设备	6399	-5.7%	-	-	-	-	22784	2.4%	-	-	-	-
家用设备	4387	8.9%	50.3%	15.3%	673	-30.9%	13974	-3.1%	50.1%	17.7%	2472	-25.9%
生命信息与支持	3338	-18.5%	-	-	-	-	12269	-11.4%	-	-	-	-
内窥镜	631	-6.2%	65.1%	-0.5%	-3	-103.7%	2217	-2.4%	67.1%	11.0%	244	-49.7%
康复	371	-8.4%	68.1%	18.5%	69	-46.5%	1129	-3.0%	69.6%	21.9%	248	-32.3%
自动化药房	131	-21.0%	45.6%	-5.0%	-7	-118.5%	419	-17.1%	51.3%	1.0%	4	-96.5%
其他	2027	-9.8%	52.3%	2.7%	54	-66.8%	6406	-7.3%	53.1%	6.6%	422	-49.5%
IVD(包括迈瑞IVD业务)	10217	4.3%	-	-	-	-	31164	9.8%	-	-	-	-
免疫	7278	6.1%	-	-	-	-	21651	13.1%	-	-	-	-
生化	873	-4.2%	60.7%	19.3%	169	-8.6%	2644	-2.2%	60.8%	22.6%	598	-0.6%
poct	868	6.7%	63.7%	15.6%	136	7.9%	3061	1.9%	65.2%	20.8%	638	1.5%
分子	709	8.5%	76.8%	18.6%	132	36.1%	2054	7.5%	76.0%	17.6%	361	17.8%
其他	489	-12.6%	51.5%	12.6%	62	-48.5%	1755	9.2%	50.9%	17.4%	306	-15.0%
高值耗材	7581	1.4%	67.4%	22.3%	1689	-1.9%	23429	4.0%	68.0%	24.3%	5685	6.1%
心脑血管	2564	-16.6%	65.3%	19.6%	503	-27.6%	8651	-9.5%	67.5%	23.8%	2058	-8.6%
眼科	1608	9.4%	70.8%	25.7%	413	-5.6%	4581	15.4%	71.1%	25.8%	1181	5.8%
骨科	1113	14.0%	69.4%	16.4%	183	94.2%	3361	4.8%	68.2%	16.1%	542	16.6%
肾科	1236	23.3%	63.7%	25.6%	317	29.1%	3696	23.5%	63.9%	27.6%	1021	36.8%
其他	1060	10.9%	69.6%	25.8%	274	9.2%	3140	11.8%	69.7%	28.1%	882	13.7%
低值耗材	3852	6.8%	31.9%	13.3%	513	33.9%	11512	4.5%	32.1%	13.7%	1573	19.4%
药用玻璃瓶	1388	-5.7%	30.7%	18.2%	253	8.1%	4435	2.1%	30.7%	17.4%	772	18.8%
医用导管及敷料	1253	36.6%	32.0%	11.1%	139	207.2%	3511	17.2%	33.1%	12.3%	432	46.7%
注射穿刺类	930	-3.8%	32.9%	8.1%	75	-1.7%	2730	-8.0%	32.5%	8.3%	228	-20.3%
其他	282	10.9%	33.6%	16.3%	46	68.9%	836	17.3%	33.4%	16.9%	141	60.2%

数据来源：Wind，西南证券整理（注：迈瑞医疗拆分为生命信息支持、影像和IVD三大业务线，季度收入为测算数据）

2024年前三季度器械厂商销售费用率稳中有降

医疗控费政策下，厂商持续推进降本增效，器械板块前三季度销售费用（-0.2%）和销售费用率均有（-0.2pp）下降。考虑到器械厂商正积极拓展海外市场，整体来看销售费用端下降幅度不大，部分公司加大了销售投入力度。

器械公司	销售费用/亿元			销售费用率		
	24Q1-3	23Q1-3	yoy	24Q1-3	23Q1-3	同比变化
迈瑞医疗	36.6	39.9	-8.1%	12.4%	14.6%	-2.2pp
联影医疗	13.9	12.5	10.5%	19.9%	16.9%	3.1pp
乐普医疗	9.7	11.9	-18.4%	20.3%	19.1%	1.3pp
鱼跃医疗	9.3	8.6	8.8%	15.4%	12.8%	2.6pp
三诺生物	8.4	7.2	17.6%	26.5%	23.6%	2.9pp
可孚医疗	7.1	5.3	35.5%	31.6%	24.7%	6.9pp
新华医疗	6.4	6.8	-5.1%	8.6%	9.2%	-0.6pp
华大智造	6.3	5.6	12.8%	33.8%	25.4%	8.4pp
昊海生科	5.9	6.3	-5.0%	28.7%	31.6%	-2.9pp
安图生物	5.5	5.4	1.8%	16.3%	16.7%	-0.4pp
新产业	5.2	4.8	8.0%	15.3%	16.6%	-1.3pp
健帆生物	5.1	4.4	15.7%	23.2%	29.7%	-6.4pp
万孚生物	4.7	4.7	1.3%	21.6%	23.2%	-1.6pp
大博医疗	4.7	4.1	14.2%	30.6%	36.3%	-5.8pp
南微医学	4.7	3.8	21.5%	23.1%	21.9%	1.2pp
开立医疗	4.6	3.5	30.1%	32.8%	24.0%	8.8pp
楚天科技	4.5	5.1	-11.6%	10.7%	9.9%	0.9pp
迈克生物	4.4	4.3	2.1%	22.5%	20.3%	2.2pp
威高骨科	3.7	4.7	-20.6%	34.3%	43.2%	-8.9pp
圣湘生物	3.4	2.3	48.0%	33.1%	36.5%	-3.4pp
医药生物(申万)	2,337	2,519	-7.2%	12.7%	13.5%	-0.7pp
医疗器械(申万)	261	262	-0.2%	14.7%	14.9%	-0.2pp

2024年前三季度器械公司研发费用率提高

器械板块前三季度研发费用 (+16.6%) 和研发费用率 (+1.3pp) 均有所提升。器械厂商通过产品创新优化和出海保持自身竞争优势。

器械公司	研发费用/亿元			研发费用率		
	24Q1-3	23Q1-3	yoy	24Q1-3	23Q1-3	同比变化
迈瑞医疗	25.9	25.1	3.3%	8.8%	9.2%	-0.4pp
联影医疗	13.2	13.7	-3.8%	18.9%	18.4%	0.5pp
乐普医疗	5.6	6.7	-17.5%	11.6%	10.8%	0.9pp
华大智造	5.5	6.4	-13.8%	29.6%	29.1%	0.5pp
安图生物	5.1	4.6	10.8%	15.1%	14.2%	0.9pp
楚天科技	4.6	3.8	21.5%	11.1%	7.4%	3.7pp
鱼跃医疗	4.1	4.0	2.0%	6.7%	6.0%	0.8pp
开立医疗	3.4	2.6	28.3%	24.2%	18.0%	6.2pp
新产业	3.3	2.7	20.7%	9.6%	9.3%	0.3pp
新华医疗	3.0	2.9	2.0%	4.0%	4.0%	0.0pp
英科医疗	2.9	2.0	45.7%	4.1%	4.0%	0.1pp
三诺生物	2.8	2.5	13.5%	8.8%	8.1%	0.7pp
万孚生物	2.7	2.6	4.5%	12.4%	12.9%	-0.5pp
奕瑞科技	2.5	1.8	34.6%	18.3%	13.2%	5.1pp
东富龙	2.5	2.7	-8.5%	7.1%	6.2%	0.8pp
蓝帆医疗	2.5	2.3	8.1%	5.3%	6.3%	-1.1pp
理邦仪器	2.4	2.4	1.0%	17.6%	15.8%	1.8pp
亚辉龙	2.3	2.1	7.1%	16.5%	13.9%	2.6pp
海尔生物	2.2	2.4	-7.9%	12.5%	13.3%	-0.7pp
迈克生物	2.2	2.2	2.7%	11.5%	10.3%	1.2pp
医药生物(申万)	834	836	-0.2%	4.5%	4.5%	0.1pp
医疗器械(申万)	183	163	16.6%	10.3%	9.3%	1.3pp

医疗器械：国产研发费用率已高于海外龙头

横向比较海外器械龙头，国产器械公司研发费用率已高于海外龙头。海外龙头平均三费率（销售、管理和一般费用率）约31%，研发费用率8%，A股医疗器械（申万）研发费用率为10.3%，高于海外龙头2.3pp。

海外龙头器械公司三费率和研发费用率（FY2023）

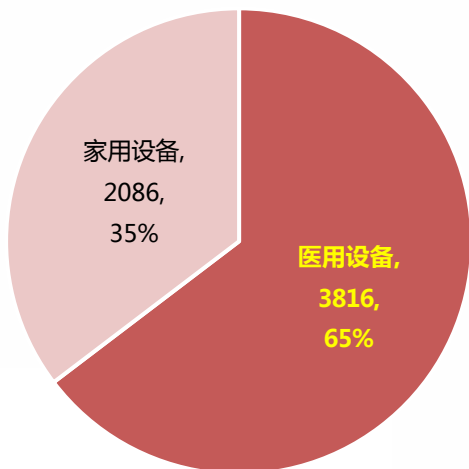
器械公司	总市值 (亿美元)	FY23收入 (亿美元)	SG&A (亿美元)	三费率	研发费用 (亿美元)	研发费用率	国际化率	主营业务
美敦力	1,079	324	121	37.4%	27.0	8.3%	49%	心脏起搏器、心血管
丹纳赫	1,646	239	73	30.7%	15.0	6.3%	4%	IVD、生命科学
西门子	616	234	38	16.3%	19.7	8.4%	59%	影像、IVD
史赛克	1,458	205	78	37.9%	13.9	6.8%	26%	骨科耗材
飞利浦	238	196	57	29.0%	21.0	10.7%	60%	影像诊断、互联网护理、个人健康
GE医疗	373	196	43	21.9%	12.1	6.2%	58%	影像、超声、病人护理、药物诊断
BD	643	194	47	24.4%	12.4	6.4%	43%	麻醉耗材、糖尿病护理、IVD
百特	163	148	39	26.6%	6.7	4.5%	53%	血透、慢病和危重治疗
波士顿科学	1,334	142	61	42.6%	14.1	9.9%	41%	心血管耗材、内窥镜、心律管理
捷迈邦美	217	74	34	46.0%	4.6	6.2%	42%	骨科耗材
直觉外科	1,951	71	20	27.6%	10.0	14.0%	34%	手术机器人
平均				30.9%		8.0%	43%	

回顾2024年政策面：政策多发，强力牵引行业走向

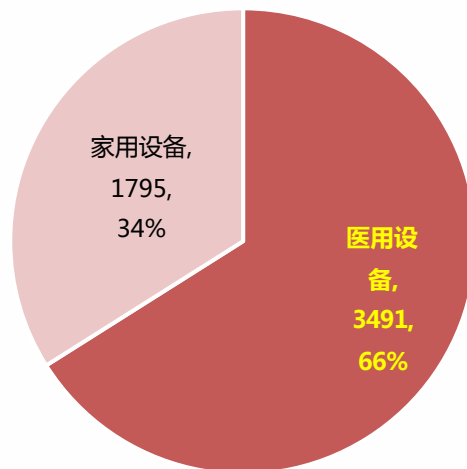
以旧换新政策：2024年万亿国债全部落地，25年进一步提质扩围

- 2024年中央安排1万亿超长期国债用于“两重两新”工作，其中两重建设（国家重大战略实施和重点领域安全能力建设）安排7000亿，两新工作（大规模设备更新、消费品以旧换新）安排3000亿，截止2024年12月，万亿国债已全部安排完毕。其中涉及医疗设备的只有中央财政拨款的1480亿中的一小部分。
- 中央转移支付给地方的1500亿不涉及医疗设备
- 不再设置“项目总投资不低于1亿元”要求，支持中小企业设备更新
- 预计医疗设备较难享受到财政贴息贷款，因为贴息总规模仅200亿元且涉及多个行业
- 医疗设备的中央出资比例不如其他行业大。其他行业的中央出资比例最高可以高达中央90%，地方10%；医疗设备的出资比例里中央大概占40%~80%，地方补齐剩余的。
- 2025年，以旧换新将迎来新一轮增量政策：2024年12月，中央经济会议明确将在2025年增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施，医疗设备和消费医疗产品迎来增量政策。

2022年设备行业规模为5902亿元（终端价）



2021年设备行业规模为5286亿元（终端价）



回顾2024年政策面：政策多发，强力牵引行业走向

以旧换新政策：从产品维度来看，医学影像类设备为现阶段主要采购品类

□ 产品品类：医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人、教学及科研技术等医疗设备

□ 大规模以旧换新政策落地对需求提振及产业结构化升级具有重要意义

- 涉及两个方向医疗设备需求：1) 教学及科研技术医疗设备；2) 医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级。具体涉及产品方向：医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备。
- 例如，6月福建省发改委发布《福建省发展和改革委员会关于同意福建省省级高水平医院医疗设备更新项目可行性研究报告暨初步设计的函》，项目包括福建省立医院等10家医院设备更新项目，总投资金额为7.59亿，其中医学影像为主要采购产品品类。

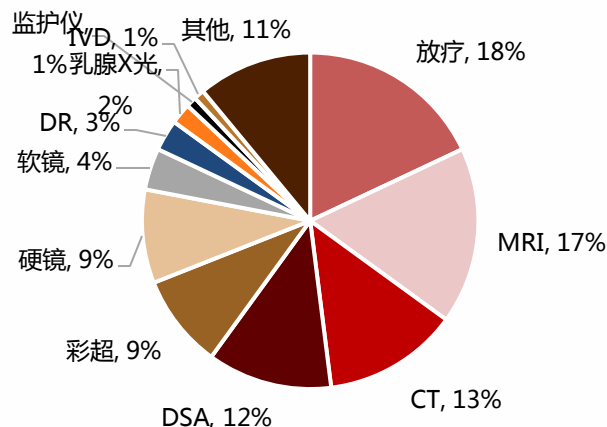
□ 医疗设备具有固定更新周期、技术迭代和功能升级需求等特点，在政策支持下医疗设备，尤其是低国产化率赛道有望能加速国产升级，医疗设备或迎来继医疗新基建、贴息政策后的新一波需求释放高峰。

- 以旧换新政策自2024Q4起开始大规模落地，对相关器械公司业绩端的利好预计持续到2027年
- 从设备更新换代的角度上来看，现阶段医学影像类设备更新需求加快
- 从区域角度来看，基层县域市场是医疗设备以旧换新的焦点

医疗设备更新周期

设备类型	折旧时间/年	具体品种
高压氧舱	10	-
病房护理设备	10	病床、推车、婴儿暖箱、通讯设备
高能射线设备	8	直线、感应、回旋、正电子加速器
光学仪器及窥镜	6	验光仪、裂隙灯、手术显微镜、内窥镜
医用超声仪器	6	A超、B超、M超、UCT、超声净化设备
医用磁共振设备	6	永磁型、超导型、常导型
医用X线设备	6	普通X线机、CT、造影机、数字减影机、X光刀
医用核素设备	6	核素扫面仪、SPECT、钴60机
消毒设备	6	各类消毒柜、洗刷机、冲洗机
医用电子仪器	5	心、脑、肌电图、监护仪器、起搏器等
物理治疗及体疗设备	5	电疗、水疗、光疗、体疗、蜡疗、热疗等
生化分析仪	5	电泳仪、色谱仪、自动生化分析仪
体外循环设备	5	人工心肺机、透析机
手术急救设备	5	手术台、麻醉机、呼吸机、吸引器

福建省立医院等10家医院设备更新项目



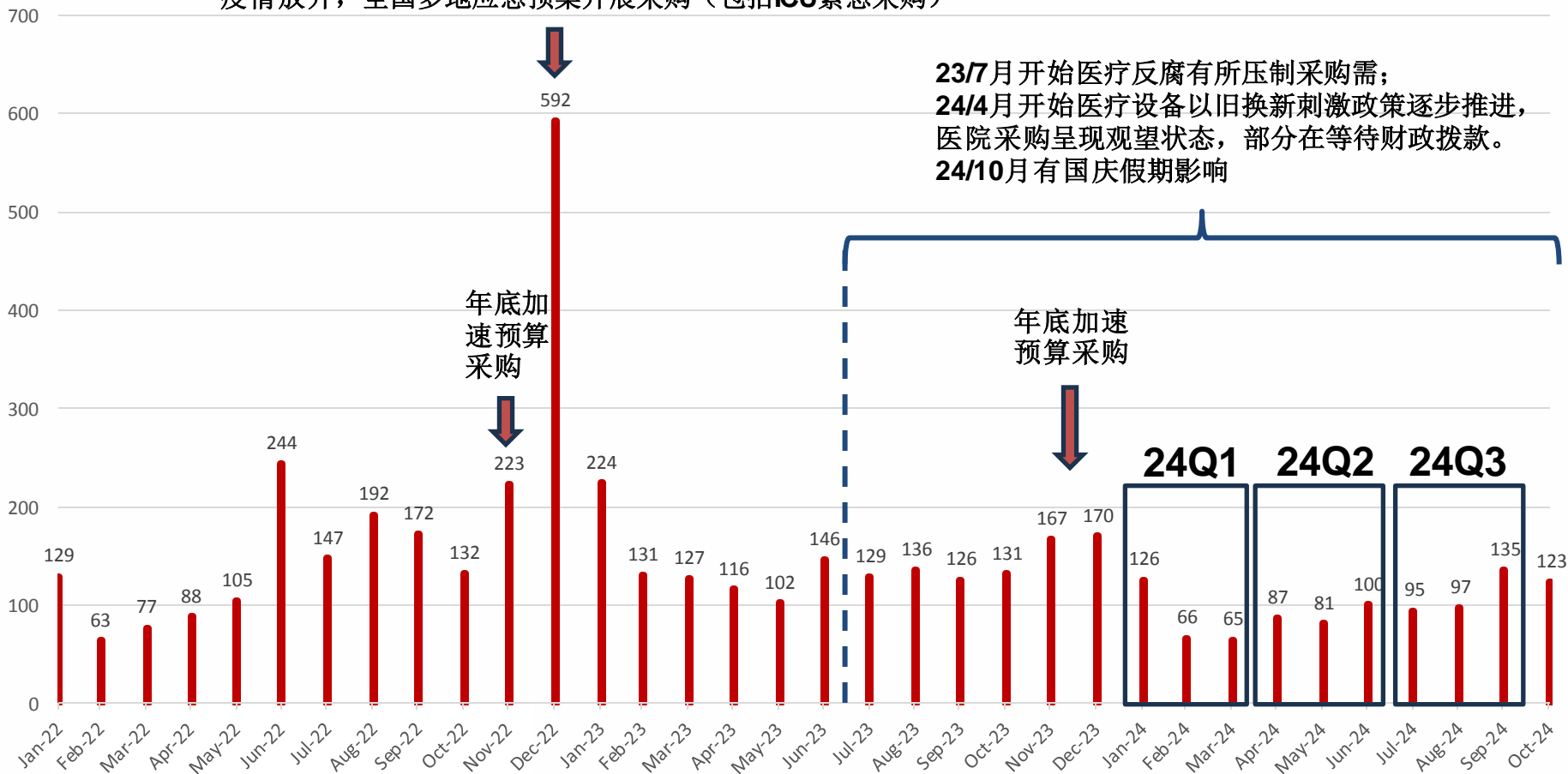
www.swsc.com.cn

数据来源：医械汇，国务院，福建省发展和改革委员会官网，西南证券整理

回顾2024年政策面：政策多发，强力牵引行业走向

2022-2024年医用医疗设备月度招投标数据（亿元）

疫情放开，全国多地应急预案开展采购（包括ICU紧急采购）



回顾2024年政策面：政策多发，强力牵引行业走向

以旧换新资金来源：中央财政+地方财政+院端自筹资金，共同保障政策落地推行

□ 24Q1第一轮设备需求摸排工作已完成

- 对于各地方医疗设备以旧换新项目的资金来源，预计中央来源资金约占40-80%，对地方资金较少的，会适当加大中央资金配套力度

1) 中央财政配套资金来源：来自超长期万亿国债

- 1998年的特别国债主要用于补充四大国有独资商业银行的资本金，以应对亚洲金融危机带来的影响（30年期）
- 2007年的特别国债主要用于购买外汇，作为国家外汇投资公司的资本金来源
- 2020年的万亿特别国债是在新冠肺炎疫情背景下发行的，主要用于疫情防控和经济社会发展（10年期）
 - 7000亿用于地方基础设施建设和抗疫相关支出（通过中央政府性基金转移支付下达地方，本金由地方财政偿还，但利息由中央财政负担）
 - 3000亿用于补助地方疫情防控支出（列入特殊转移支付，本金利息均由中央财政承担）
- 2024年本次万亿特别国债专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，统筹安排3000亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新
 - 政府工作报告提出，从24年开始拟连续几年发行超长期特别国债，24年先发行1万亿元。
 - 根据《关于公布2024年一般国债、超长期特别国债发行有关安排的通知》的发行安排，国债发行期限分别为20年、30年和50年，发行次数分别为7次、12次和3次（共计22次）。
 - 特别国债投向领域：粮食安全、能源安全、产业链安全、新型城镇化、乡村振兴等关系到强国建设和民族复兴
 - 特别国债在预算管理方面也明显有别于普通国债：与普通国债被纳入一般公共预算账本，计入财政赤字不同，特别国债是纳入政府性基金账本，不计入财政赤字。
 - 财政部发布的《关于2024年中央和地方预算草案的报告》，中央政府性基金预算收入4474.52亿元，加上上年结转收入391.87亿元、超长期特别国债收入10000亿元，收入总量为14866.39亿元。中央政府性基金预算支出14866.39亿元——其中本级支出8712.91亿元，对地方转移支付6153.48亿元（远高于2023年893亿元）
 - 通过将资金转移支付给地方政府使用，也有利于调动地方政府的积极性。具体路径以及还本付息方式可能会参考抗疫特别国债，依资金具体用途而定。

2) 地方财政配套资金来源：中央转移支付+地方政府专项债券

3) 院端自筹资金

www.swsc.com.cn

数据来源：中国人民政府网，《超长期特别国债投向领域》，《关于2024年中央和地方预算草案的报告》，《关于公布2024年一般国债、超长期特别国债发行有关安排的通知》，西南证券整理

回顾2024年政策面：政策多发，强力牵引行业走向

国采政策：2024年11月第五批国采开启，人工耳蜗类及外周血管支架类集采文件正式公布

- 2024年5月，第四批国采陆续在各省落地执行。第四批国采涉及品类相对简单，11月30日披露中选结果，平均降幅-70%，进一步释放集采改革的制度性红利，减轻群众负担，集采价格于2024.5陆续在各省落地执行。
- 截止2024年底，已进行五批国采：五批国采分别为2020年冠脉支架、2021年人工关节、2022年9月脊柱、2023年11月人工晶体和运动医学和2024年11月即将进行的人工耳蜗及外周血管类，规则逐渐完善，降价趋于温和。

国家组织高值耗材带量采购方案

国采方案					
启动日	2020.10.16	2021.6.21	2022.7.11	2023.5.18	2024.11.29
拟中选结果公示时间	2020.11.5	2021.9.14	2022.9.27	2023.11.30	预计2024.12.19
品种	冠脉药物洗脱支架（钴铬或铂铬合金）	初次置换人工全髋关节、初次置换人工全膝关节	骨科脊柱类耗材	人工晶体植入术（人工晶体、晶体植入器，眼用粘弹剂）；运动医学类（钉、线、板、人工韧带系统、关节镜配套系统等）	人工耳蜗（植入体、言语处理器）外周血管支架（下肢动脉支架、非下肢动脉支架、静脉支架）
占上年度采购量比重	80%	90%	100%	-	90%
中选规则	申报价从低到高入围前10名，有等量增补原则在入围产品中按1.8倍或限价2850确定拟中选资格	根据采购需求、供应能力、产品材质分为A、B组，根据竞价比价格从低到高差额中选有1.5倍或在最高有效申报价降幅50%以上的限制，A组有复活机制	根据采购需求、部件材料分为A、B组，根据竞价比价格从低到高差额中选，有1.3倍或在最高有效申报价降幅50%以上的限制，A组有复活机制，有在有效申报价降幅60%即以规则三中选兜底机制	1) A、B竞价单元内，按有效申报企业竞价比价格由低到高排序，确定入围企业，根据排名先后梯度分配基础量；2) 复活机制：人工晶体降40%运动医学降60%可获得拟中选资格；3) 有效申报企业不超过2家、竞争不充分的竞价单元	1) A、B竞价单元内，按竞价比价格由低到高排序，确定入围企业，根据排名先后梯度分配基础量；2) 复合机制：人工耳蜗低于最高有效申报价80%，外周血管低于最高有效申报价70%；3) 有2次报价机会
采购量分配	意向采购量计入中选产品协议采购量，剩余量10%分配给最低价产品，其余医疗机构选择	根据价格中选企业按采购需求量的比例梯度分配协议采购量，剩余量鼓励分配给低价企业	根据价格中选企业按采购需求量的比例梯度分配协议采购量，剩余量鼓励分配给低价企业	根据排名先后梯度分配基础量；在剩余量分配中，将打通A、B竞价单元按竞价比价格由低到高重新排名。对于按复活机制中选的企业，只有排名进入前40%的可以参与分配，否则将失去分配资格。	根据价格中选规则及排名，梯度分配协议采购量，剩余量由医疗机构按规则分配给中选企业
平均降价幅度	93%	82%	84%	70%	-
是否伴随费用	无	有	有	-	-
执行周期	2年	2年	3年	2年	3年

回顾2024年政策面：政策多发，强力牵引行业走向

第五批国采：24年11月人工耳蜗类、外周血管支架类国采文件发布，集采规则符合预期，以外资报量为主

- **2024.11月国家组织高值医用耗材联合采购办公室发布人工耳蜗类及外周血管支架类医用耗材集中带量采购文件**，涉及产品包括人工耳蜗类（植入体、言语处理器），外周血管支架类（下肢动脉支架、非下肢动脉支架、静脉支架），采购周期为三年。
- **中选规则基本符合高值耗材集采逐渐温和预期**。中选规则首先按照质量、功能与价格相匹配的原则，根据产品特征及相应的产品特征折算系数，将申报价格折算后竞价比价。人工耳蜗不区分竞价单元，外周血管支架与以往集采类似划分A\B组。规则一首先按价格从低到高排序确定入围企业数量，按竞价比价价格 \leq 同竞价单元最低竞价比价价格1.5倍，或B竞价单元竞价比价价格 \leq 同产品类别A竞价单元按规则一最高中选竞价比价价格获得中选资格。规则二及规则三设置相应复活机制。我们认为本次国采相应中选规则基本延续此前方式，设置复活机制，符合市场对于高值耗材集采规则逐渐温和的预期。

第五批国产报量

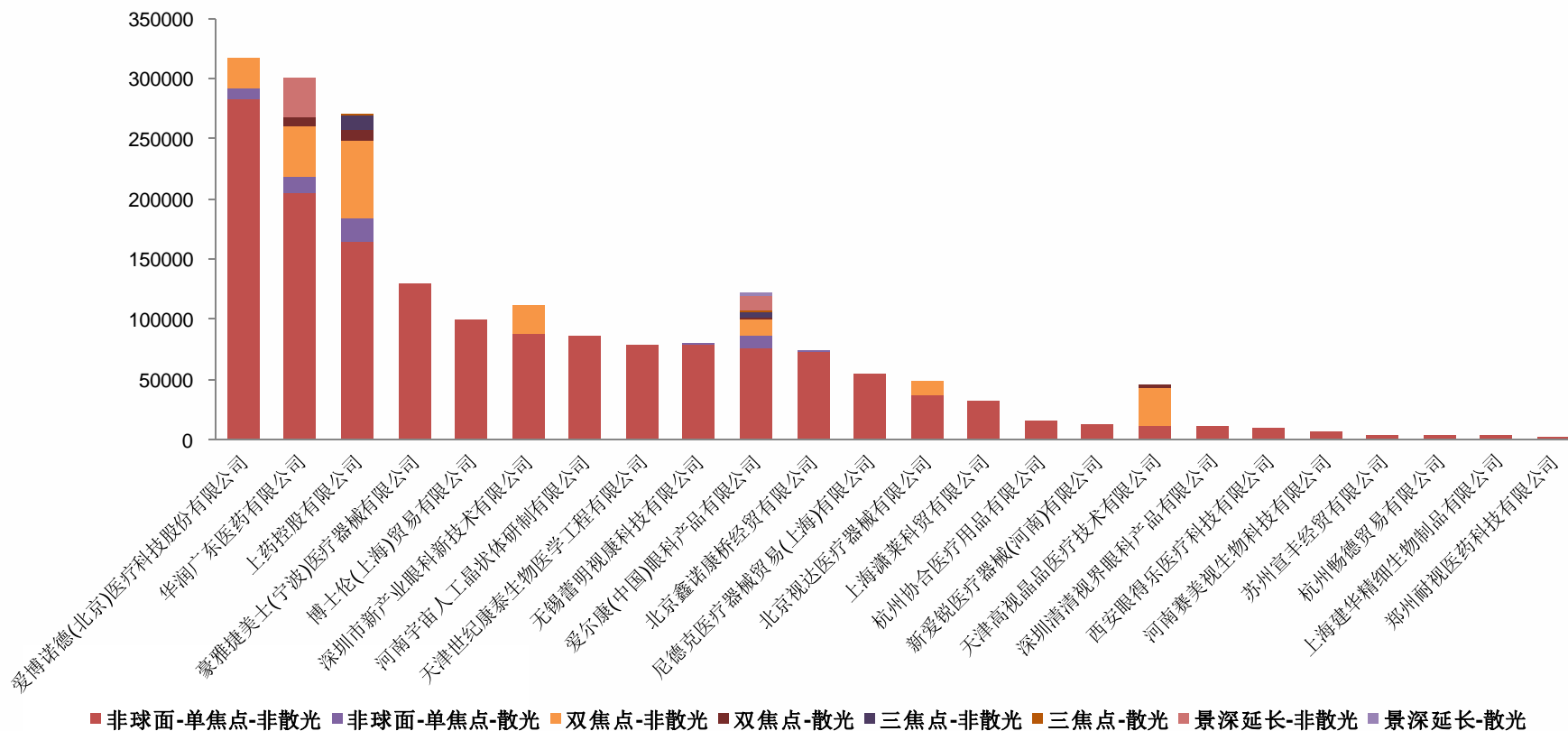
采购品种	分类	采购量/万个	主要报量厂商（报量占比）	
			外资	国产
人工耳蜗类	植入体	1.1	美笛医疗（32%）、澳科利耳（29%）	诺尔康（21%）
	言语处理器	1.1	美笛医疗（31%）、澳科利耳（29%）	诺尔康（20%）
外周血管支架类	下肢动脉支架	12.3	巴德（19%）、波科（16%）、戈尔（15%）	先健科技（2%）、心脉医疗（0.7%）
	非下肢动脉支架	10.1	波科（34%）、雅培（30%）、柯惠医疗（17%）	
	静脉支架	3.3	戈尔（36%）、巴德（18%）、波科（17%）	

回顾2024年政策面：政策多发，强力牵引行业走向

2024年5月第四批国采（人工晶体、运动医学）落地，降价幅度逐渐温和

□ 据国家医保局介绍，本次集采中选产品平均降价70%左右，其中人工晶体类耗材平均降价60%，预计每年可节约费用39亿元，国产化率提升明显，部分产品国产化率接近80%。

人工晶体采购需求量（个）

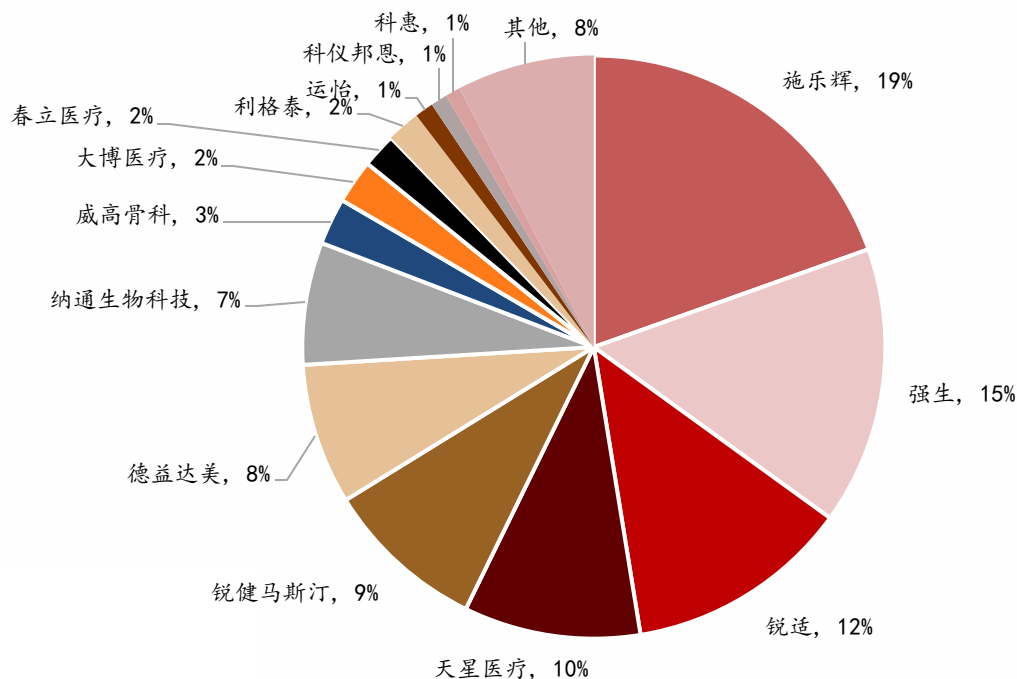


回顾2024年政策面：政策多发，强力牵引行业走向

2024年5月第四批国采（人工晶体、运动医学）落地，降价幅度逐渐温和

- 据国家医保局介绍，运动医学类耗材平均降价74%，预计每年可节约费用67亿元。
- 运动医学类主要包括带线锚钉、免打结锚钉、固定钉、固定板、修复用缝线、软组织重建物等，采购周期2年。1) 报量情况：国产厂家大部分报量产品均进入A组，春立、威高、大博仅少量产品进入B组；2) 中标情况：春立（2%）、威高（3%）、大博（2%）、凯利泰、三友等国产龙头全线中标，进口厂家部分产品未中标，看好国产加速进口替代；3) 产品种类：采购周期2年。运动医学类耗材采购需求超过120万个，骨类重建物33万包，共涉及133家申报企业，145家生产企业。4) 降幅：相对最高有效申报价格降幅在60%出头，终端价降幅74%。

运动医学产品采购需求量占比



回顾2024年政策面：政策多发，强力牵引行业走向

24年集采任务：耗材集采全面升级，2024年七大高值医用耗材将启动全国联采

- **扩大联盟范围，形成全国性联盟集采。**2024年5月14日，国家医保局发布《关于加强区域协同做好2024年医药集中采购提质扩面的通知》，文件指出高值医用耗材集采应聚焦价格虚高、有代表性意义以及群众反应强烈的品种，将条件具备的省级联盟集采上升为全国性联盟集采。**2024年国家医保局将重点指导七类高值医用耗材全国联采工作：**包括2类IVD试剂（生化类体外诊断试剂、肿瘤标志物等试剂）和5类高值耗材（超声刀、乳房旋切针、血管组织闭合用结扎夹、冠脉切割球囊、血管介入等耗材）。
- **耗材集采规则逐渐完善，降幅均有参照。**2020年至今，高值医用耗材已经历4次国采，整体呈现降价幅度趋于缓和、规则设计持有优化、国产化率不断提升三大发展趋势。且**本次集采品类此前已进行联盟采购试点，规则降幅均有参照系，无需过度担忧。**

2024年医疗器械重点集采领域

集采品种	牵头省市	医疗器械分类	此前省级联盟集采时间	此前集采参考降幅
生化类体外诊断试剂	江西	IVD	2022.11、2023.9	70~80%
肿瘤标志物等体外诊断试剂	安徽	IVD	2023.9	53.9%
超声刀	广东	高值耗材	2021.11	68.6% (7mm、5mm超声刀)
乳房旋切针	浙江	高值耗材	2019.12 (江苏4市)	16.3%
血管组织闭合用结扎夹	福建	高值耗材	2023.5 (安徽省)	67.2% (不可吸收结扎夹) 39.8% (可吸收结扎夹)
冠脉切割球囊等	河南	高值耗材	2024.1 (京津冀3+N)	-
血管介入等耗材	河北	高值耗材		-

回顾2024年政策面：政策多发，强力牵引行业走向

IVD省联盟集采：24年11月两类集采文件发布，有保底降幅的规则已成，国产谈判和降价空间更大

- **IVD两大主要赛道生化、免疫已基本完成集采。**截止2024年12月，IVD已进行5轮省联盟集采（3轮生化+2轮免疫），集采政策已趋于完善，形成了有保底降幅的集采规则。国产IVD龙头有望在集采后争取市占率，建议关注**迈瑞医疗、新产业、安图生物**。
- **从集采品种来看，已基本覆盖大部分核心品种。**暂未集采的主流品种还剩糖化血红蛋白、元素离子类、部分传染病类、风湿免疫类、贫血类品种，以及分子、POCT诊断试剂。暂未集采品类有可能在下次集采中纳入，或跟随后续医保服务价格同步调整。
- **从平均降幅来看，已形成有保底的集采降幅。**开放性系统和技术壁垒较低的品种降幅空间更大，如生化试剂集采后降幅区间为70~80%，POCT试剂降幅57%；而封闭式系统、技术壁垒较高品种多设有保降幅，如免疫、分子试剂降幅平均降幅约为50%，凝血试剂降幅为40%。
- **从集采后竞争格局来看，国产谈判和降价空间更大。**集采前免疫试剂以外资为主，入院价一般比国产高20~30%，从集采结果来看，虽然外资积极响应集采政策并未丢标，但降价后外资价格调整幅度将明显高于国产，在利润端和经销商议价过程不占优势，有利于国产厂商争取经销商和市占率。

国内IVD省联盟集采回顾

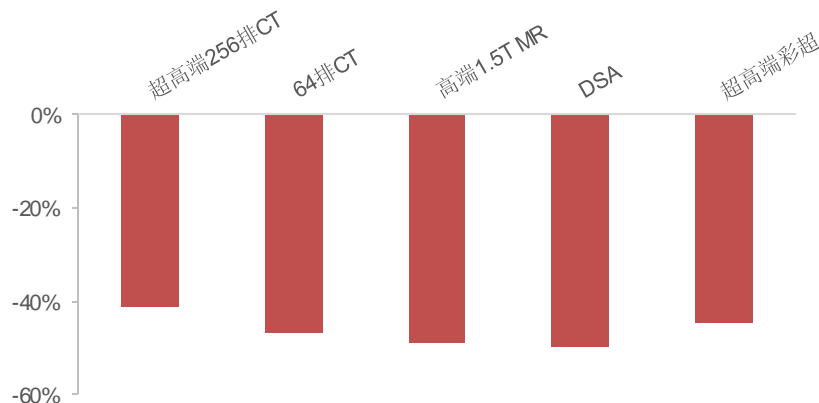
时间	涉及省份	细分领域	相关项目	文件发布时间	价格落地执行情况	平均降幅	预计节省资金
2022	江西23省联盟	生化	26项肝功能、血脂检测	2022.11	2023.7首次落地，2024.7全部省份落地	-69%	20亿元
2023	江西24省联盟	生化	16项肾功能，13项心肌酶	2023.11	2024.7首次落地，其他陆续落地中	-77%	40亿元
	安徽25省联盟	免疫	传染病8项、性激素6项、糖代谢2项、HCG 2项	2023.11	2024.9首次落地，其他陆续落地中	-54%	60亿元
		分子	3类HPV试剂				
2024	江西26省联盟	生化	35项：糖代谢7项、肝功能8项、胰腺类3项、离子元素类6项、血脂类10项、肾功能1项	2024.11	-	-	-
	安徽27省联盟	免疫	25项：肿标16项，甲功9项	预计在24.12	-	-	-

回顾2024年政策面：政策多发，强力牵引行业走向

2024医疗设备集采地方性试点，放射检查收费将重新制定

- 医疗设备集采已在多地试点，采购政策仍处于探索期。医疗设备集采目前仅在部分省市试点，主要集中在影像等单价较高的大型医疗设备。
- 放射检查费用转为检查结果为导向。11月20日，医保局发布《放射检查类医疗服务价格项目立项指南（试行）》，放射检查类（CT、磁共振、X光）收费将不再与检查设备参数绑定，转为以检查结果为导向，我们预测新规下检测收费可能迎来降价，进而推动大规模设备集采。

河南安阳设备集采降幅



医疗设备集中采购政策实行情况

设备集采区域	政策发布时间	进度	采购产品	采购金额预算	实际采购金额
北京	2023.11.3	2023.11.27 招标完成	共计23个包2686台设备，包括除颤仪、血压监测仪、治疗椅、分析仪器等	3.8亿元	7130万元 (-81%)
四川宜宾	2024.1 卫健委		全市公立医疗机构彩超、血透、床、镜子类、麻醉机、吊桥塔、DR、CT等八类医疗设备	6.93亿元	约4亿元 (-42%)
安徽省	2024.2.8 医保局	-	乙类大型医用设备集中采购	-	-
河南安阳	2024.5.31 河南省招标网	2024.7.10 招标完成	超声、监护类、输液泵、影像（X射线、MR、CT）等6类设备	1.7亿元	约1亿元 (-47%)
三亚	2024.7.1 卫健委	预计2024.8采购	核磁共振等	2.6亿元	-
福建省	2024.7.16 卫健委	资料提交时间截止8.15	常规CT、能量CT、MR	-	-
苏州	2024.8.2 卫健委	11.26开始招标	CT、MR、DSA、DR、彩色多普勒超声诊断仪（包括台式、便携式）	4.56亿	-

回顾2024年政策面：政策多发，强力牵引行业走向

集采续约：24年5月关节集采续标落地，续约政策温和，部分企业中标价有所提升

- **2024年5月，关节集采续标落地，国产份额有望扩大。**其中国产企业占比提升，在陶对陶髌关节中，正天医疗占比22%，爱康医疗占比14%，春立医疗占比11%。陶对聚髌关节中，爱康医疗占比14%，春立医疗占比13%。膝关节中，正天医疗占比16%，爱康医疗占比16%（相较于初次集采首年需求量增加40%）。价格端：部分初次中标价较低企业实现提价（爱康医疗、威高骨科等）。
- **首次集采续约回顾：续采呈现提量+提价趋势，利于国产替代高质量发展。**冠脉支架为首个国采及续约产品，续约后平均价格有所提升。2022年11月，冠脉支架接续采购拟中选结果公布，采购需求量同比提高73.5%，续约价格上涨约45%。

高值耗材集采续约梳理

产品种类		政策	政策出台时间	覆盖范围	集采实施时间	执行时间	集采前均价(元)	降价后平均价格(元)	平均降价幅度	中标厂商数量	首年意向采购量	医疗机构需求量
髌关节	国采	《国家组织人工关节集中带量采购公告》	2021.9	全国	2022.3	2	35000	7000	-80%	42	30.6万个	34万个
膝关节		《国家组织人工关节集中带量采购公告》	2021.9	全国	2022.3	2	32000	5000	-84%	32	23.2万个	26万个
关节	续约	《人工关节集中带量采购协议期满接续采购公告(第2号)》	2024.4	全国	2024.5	3	—	—	—	-	58.2万个	-
冠脉支架	国采	《国家组织冠脉支架集中带量采购文件》	2020.10	全国	2021.1	2	13000	676	-93%	10	107.5万个	-
	续约	《国家组织冠脉支架集中带量采购协议期满后持续采购文件》	2022.11	全国	2023.1	3	676	774	+45%	14	186.5万个	-

回顾2024年政策面：政策多发，强力牵引行业走向

25Q1集采续约展望：福建省牵头的27省心脏电生理联盟续采购细则将逐步推出

- 2022年8月26日，福建医保局发布《心脏介入电生理类医用耗材省际联盟集中带量采购方案（征求意见稿）》。10月14日，电生理类医用耗材27省联盟细则公布，27省市（除北京、上海、天津、四川、湖北）电生理类集采涉及4类产品，分2个竞价单元，采购周期2年。
- 集采降价温和带动行业渗透率提升，国产品牌进院进一步加速
- 集采品种基本上覆盖了全部电生理介入手术中所用到的耗材，分为组套、单件、配套三种模式，更为合理，由于国产企业普遍在异/星形诊断导管、压力感应治疗导管上有所欠缺，组套方式基本上为进口垄断，占据市场份额更大的外资企业成为集采主力军，而国产企业可以参与单件、配套等模式来提升份额。
- 集采平均降幅49.35%
- 23H1福建省牵头的27个省份开始陆续落地执行
- 预计25Q1将会有电生理续采细则逐步推出，具体规则及价格调整存在不确定性。参照以往续约结果，规则更简单温和，平均价格均有提升。国产品牌在2年的时间里，产品线逐步齐全，预计有能力应对集采变化，维持市场份额。

福建电生理集采细则——房颤市场

序号	品类名称	竞价单元	最高有效申报价（元）	
1	房间隔穿刺针	\	3400	
2	电生理导管鞘（房间隔穿刺鞘）	固定弯	1600	
		可调弯	9500	
3	线形诊断导管	2极标测	固定弯 1100	
		4极标测（含5-9极）	固定弯	2400
			可调弯	4200
		10极标测（含10-19极）	固定弯	3500
可调弯	5300			
4	环形诊断导管（不符合参与组套采购模式的产品，可参与本组申报）	电定位	8300	
		磁定位	8300	
5	非压力感应治疗导管	电定位	非冷盐水	9000
			冷盐水	18000
		磁定位	非冷盐水	15000
			冷盐水	20000
6	磁定位异/星形诊断导管（不符合参与组套采购模式的产品，可参与本组申报）	/	25000	

回顾2024年政策面：政策多发，强力牵引行业走向

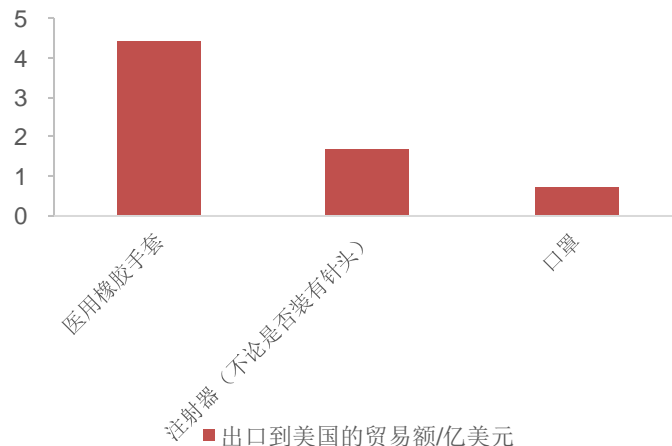
地缘政治：美国将对医用低值耗材加征关税，低耗企业部分产品预计出海将受挑战

- **美国对于国产低值耗材公司的关注度逐步上升。**2024年5月14日，美国白宫宣布将对来自中国的价值180亿美元的商品提高关税，以保护美国工人和企业。加征关税的中国商品覆盖多个行业，包括钢铝、半导体、电动汽车、电池、港口起重机和**低值耗材**。注射器和针头的关税税率将从0%增加到50%。对于部分个人防护装备（PPE），包括防护面罩（带呼吸阀）和口罩，关税税率将从0~7.5%增加到25%。橡胶医用和手术用 gloves 的关税将在2026年从7.5%增加到25%。9月13日，美国贸易代表办公室就对华301关税最终措施发布公告，较5月方案关税进一步提高。11月25日，特朗普在社交媒体平台Truth Social上发文称，将对所有进入美国的中国商品加征10%的关税。
- **涉及市场累计约7亿美元。**根据中国海关数据显示，2023年中国医用橡胶手套对美国的出口贸易额为4.42亿美元；注射器（不论是否装有针头）出口到美国的贸易额为1.68亿美元；口罩出口到美国的贸易额为0.74亿美元。
- **加征关税涉及企业包括：注射器**行业龙头采纳股份、康德莱、五洲医疗；**口罩**生产企业奥美医疗等；**手套**行业龙头英科医疗、蓝帆医疗、中红医疗。

医疗耗材领域加征关税产品

产品	加征时间	加征幅度 (5月)	方案更新 (9月)	涉及企业
注射器和针头	2024年	0%→50%	24年执行100%	采纳股份、康德莱、五洲医疗
个人防护装备	2024年	0~7.5%→25%	25年提升到50%	奥美医疗、振德医疗
医用橡胶手套	2026年	7.5%→25%	25年执行50%，26年执行100%	英科医疗、蓝帆医疗、中红医疗
所有产品	11月25日，特朗普在自媒体发文称，将对所有中国商品加征10%关税			

加征关税涉及产品出口到美国贸易额



回顾2024年政策面：政策多发，强力牵引行业走向

地缘政治：欧盟启动IPI调查，对国内设备厂商影响有限

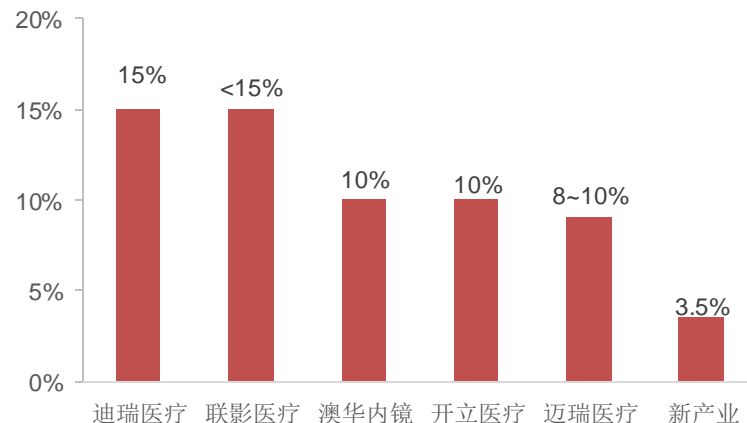
□ 2024年4月15日，据彭博新闻稿提及，欧盟首次采用《国际采购工具》（International Procurement Instrument, IPI），启动对中国医疗设备采购的调查，可能限制中国商品、服务或运营商参与欧盟公共采购程序。IPI于2022年生效，主要用于在与第三国谈判中争取公共采购市场的互惠开放提供杠杆。整体来看，欧盟启动IPI调查我国医疗器械事件影响有限，主要原因：

- 1) 国内供应商包括“国产品牌”和“国际品牌”；
- 2) IPI措施试用场所有限，需要达到触发条件：IPI措施仅适用于预估价值达到欧委会确定的门槛的公共采购程序；
- 3) 国产公司欧洲销售收入占比小，渠道多元化，能进一步分散政策的不利影响。

IPI使用范围有限

项目类型	触发IPI工具启动的金额门槛
工程和特许经营权	预估价值等于或大于 1500万欧元 （扣除增值税后）
商品或服务	预估价值等于或大于 500万欧元 （扣除增值税后）

国内主要医疗器械企业欧盟销售占比



■ 2023年公司在欧盟国家收入占比预测

方向一：常态化医疗刚需下的国产替代（后反腐、控费时代）

高耗加速集采，非集采品种国产替代亦在推进

- 2024年医保局指导多省份牵头进行联盟集采工作，高耗加速集采，预计将更快进入全面后集采时代，竞争格局将趋于稳定，供给侧加速出清，头部企业市占率将逐步提高，随着行业的自然需求扩容享受带来的持续性量增。
- 医院资金紧张叠加DRG控费，医院尽可能多的使用具有性价比的药品及耗材，对于非集采的品种医院也在积极寻找性价比更高的国产产品。
- 创新高耗暂时价格上有所压制，空间大的品种或者创新达到存量产品的更优替代也有投资机会。
- **相关标的：**神经介入（赛诺医疗）、主动脉及外周介入（心脉医疗）、骨科（爱康医疗、春立医疗）、电生理（微电生理）、TAVR（佰仁医疗）、内镜耗材（开立医疗、澳华内镜、南微医学）、神经外科、人工晶体等。

方向一：常态化医疗刚需下的国产替代（后反腐、控费时代）

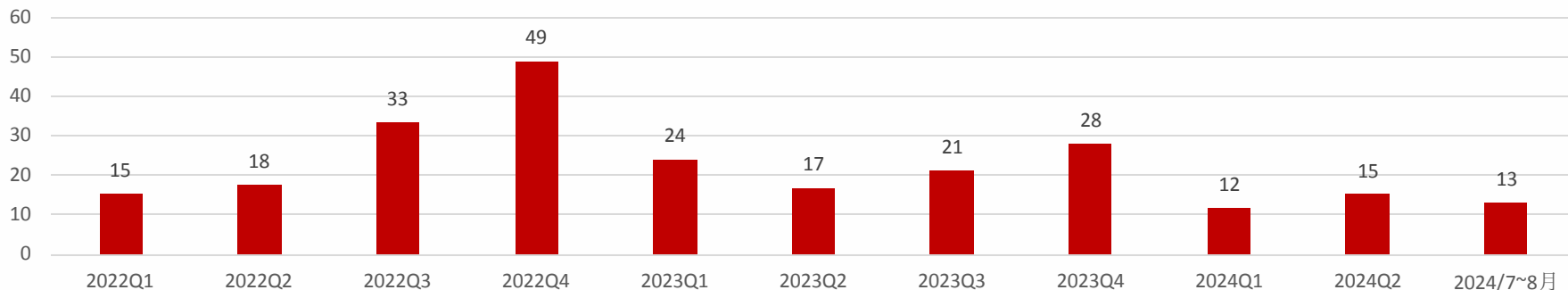
医用医疗设备以旧换新政策的提振利好

- 医疗设备以旧换新是国家推动设备以旧换新政策的一个组成部分。政策目标是到2027年医疗设备投资规模较2023年增长25%以上，即约6%年增速由政策托底。在宏观承压的情况下，确保医疗设备增长不失速。
- 从前瞻性招投标数据上看，2024/11月开始预计陆续有项目落地，设备公司25Q1报表端预计收入高增（24Q1由于医疗反腐形成低基数）。
- 此外趁着以旧换新，多政策叠加有望提振国产设备入院需求。1）12月5日财政部就政府采购征求意见，拟给予本国产品相对于非本国产品20%价格评审优惠。2）部分省份有搭配进行设备集采试点，竞争降价，终端设备价格普遍下降15~20%，等级越高的医院自主性越强，地级市医院集采的情况较多。3）医保局连续出台一系列医疗服务价格项目立项指南，医疗服务费用管控预计也会倒逼医院缩减成本。医院资金紧张下，后续亦有减少设备采购价格的预期。
- **因此，后续演变的核心看点是持续性财政支持：2025年新一轮超长期国债预告。**2024年12月，中央经济会议明确将在2025年增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施，医疗设备和消费医疗产品迎来增量政策。
- **以旧换新相关标的：**联影医疗、迈瑞医疗、开立医疗、澳华内镜。

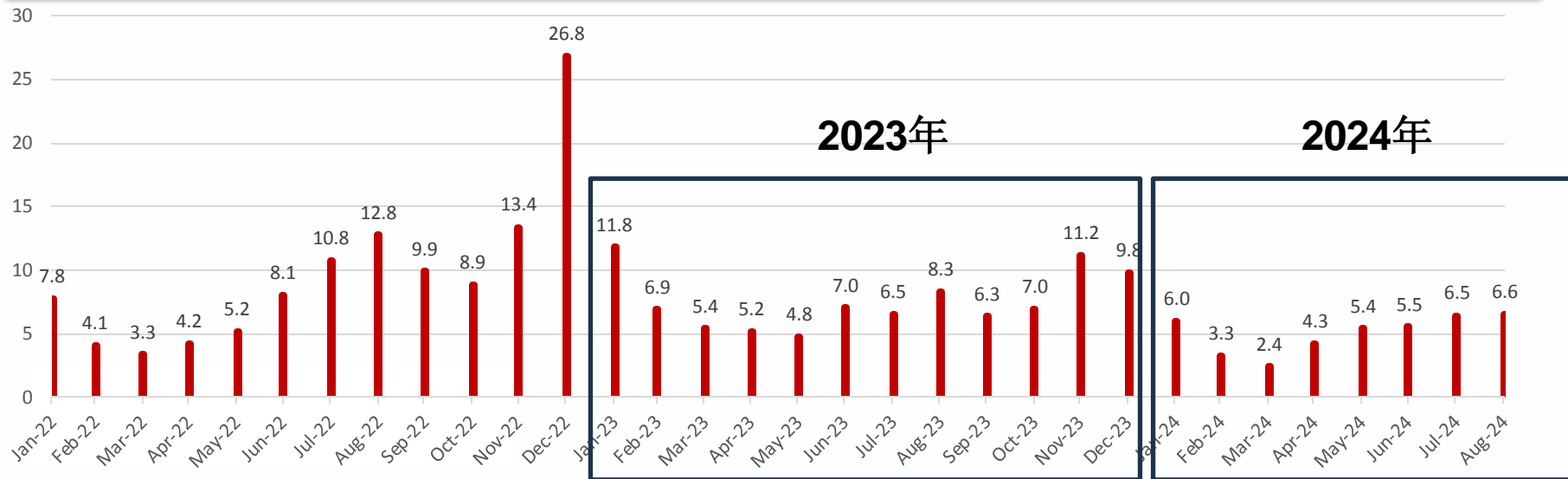
方向一：常态化医疗刚需下的国产替代（后反腐、控费时代）

迈瑞医疗招投标金额23H2受到医疗反腐影响，整体呈现小幅波动且月度金额较22H2有所下滑。

2022-2024年迈瑞医疗季度招投标数据（亿元）

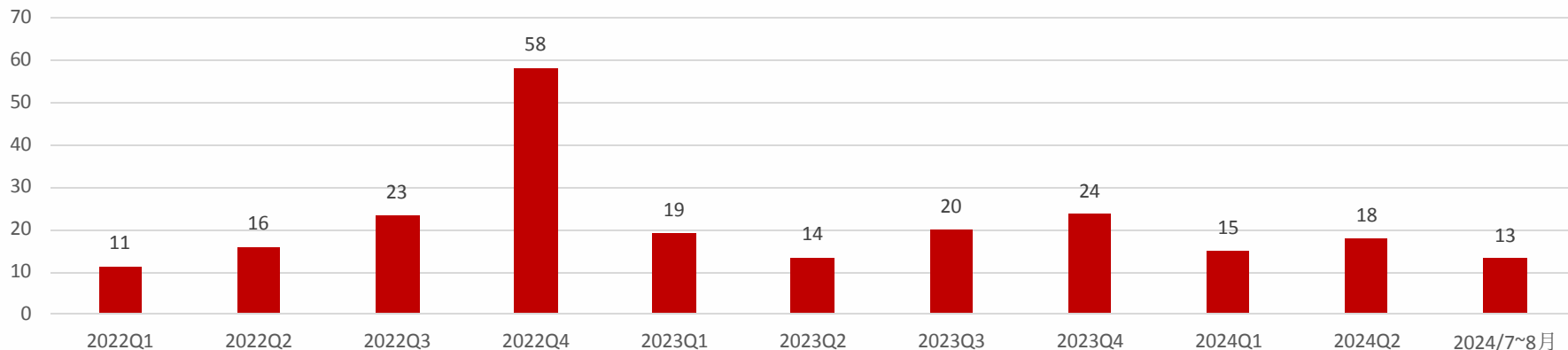


2022-2024年迈瑞医疗月度招投标数据（亿元）

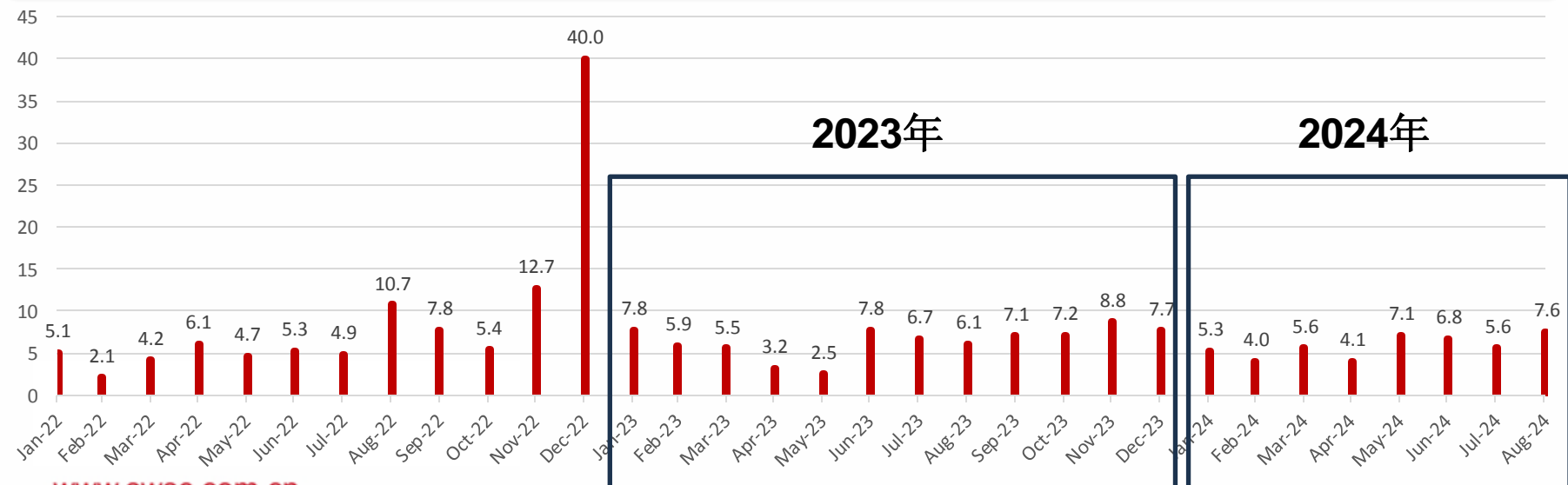


方向一：常态化医疗刚需下的国产替代（后反腐、控费时代）

2022-2024年联影医疗季度招投标数据（亿元）



2022-2024年联影医疗月度招投标数据（亿元）



www.swsc.com.cn

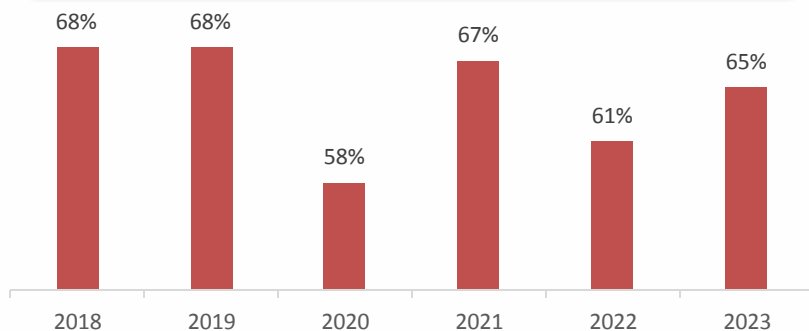
数据来源：众成数科，西南证券整理

方向二：细分品类的出海有结构性机会

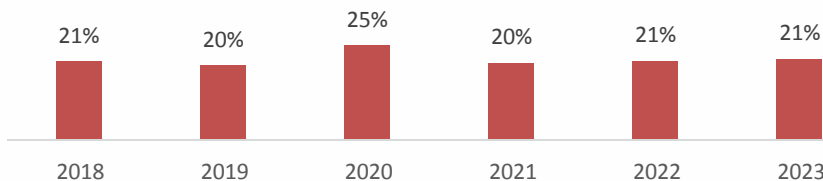
国产器械四大板块出海全景图谱分析

- 目前国内器械出海已经初见成果：低值耗材>设备>IVD>高值耗材
- 出海相关标的：神经介入（赛诺医疗）、家用呼吸机（怡和嘉业、美好医疗、鱼跃医疗）、低值耗材（英科医疗、山东药玻、振德医疗）、IVD（新产业、普门科技、迈瑞医疗、万孚生物）、CGM（三诺生物）、设备（迈瑞医疗、祥生医疗、联影医疗、理邦仪器）、NASH检测（福瑞股份）

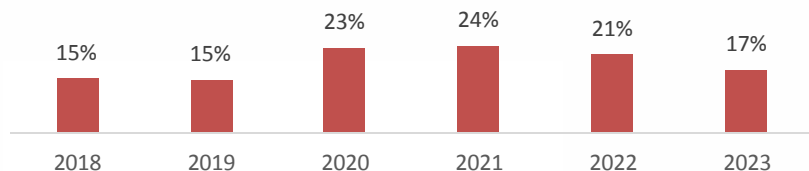
低值耗材上市公司出海收入占比情况



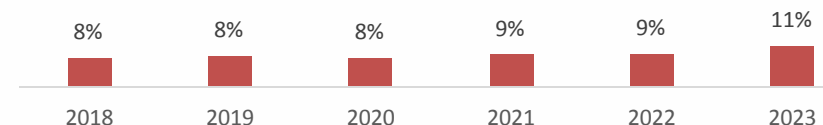
设备上市公司出海收入占比情况



IVD上市公司出海收入占比情况



高值耗材上市公司出海收入占比情况



方向二：细分品类的出海有结构性机会

□ 国产厂商多处于出海拓展阶段，IVD、低值耗材出海进度较快。国产厂商国际化率差异较大，整体来看低值耗材、IVD等品类出海难度较低，出海进度更快，而高端影像、高值耗材等仍处于拓展阶段，提升空间巨大。

国内器械龙头Top 20 (A股, 按市值)

公司	市值 (亿美元)	2023收入 (亿美元)	员工人数(万人)	2023净利率	国际化率	主营业务
迈瑞医疗	443	49	1.8	33%	39%	生命信息支持、IVD、影像
联影医疗	161	16	0.7	17%	17%	影像设备
新产业	76	6	0.3	42%	34%	IVD
惠泰医疗	52	2	0.2	32%	14%	血管介入、电生理
鱼跃医疗	47	11	0.6	30%	9%	家庭医疗设备
安图生物	37	6	0.6	28%	5%	IVD
健帆生物	34	3	0.2	22%	3%	血液净化
乐普医疗	32	11	1.0	16%	13%	药品、心血管耗材
华大智造	30	4	0.3	-21%	35%	基因测序仪
九安医疗	29	4	0.2	42%	92%	家庭智能设备、IVD
爱博医疗	26	1	0.2	30%	4%	眼科
英科医疗	25	10	1.1	6%	87%	手套
欧普康视	25	2	0.3	42%	0%	眼科
佰仁医疗	23	1	0.05	30%	20%	心脏瓣膜耗材
山东药玻	23	7	0.6	16%	27%	玻璃瓶
奕瑞科技	22	3	0.2	32%	36%	X线探测器
开立医疗	21	3	0.3	21%	44%	超声、内窥镜
三诺生物	21	6	0.5	5%	42%	CGM
圣湘生物	19	1	0.2	35%	8%	分子诊断
心脉医疗	19	2	0.1	41%	7%	心血管支架

方向二：细分品类的出海有结构性机会

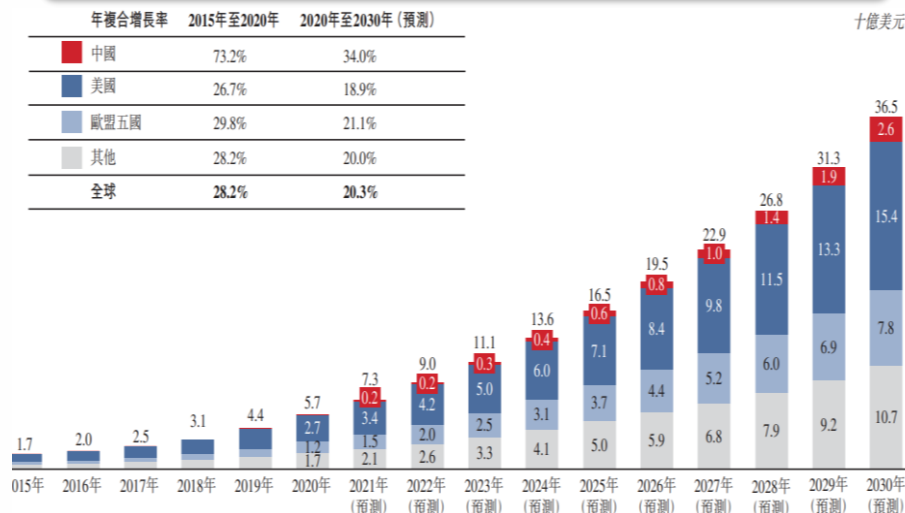
家用医疗设备：全球慢病管理市场长坡厚雪，家用设备出海渐入佳境

- 飞利浦4年召回引起格局变动，家用呼吸机市场迎来重塑。**2020年全球家用无创呼吸机的主要玩家为瑞思迈和飞利浦。合计占78%市场份额。2021年6月，飞利浦因隔音泡沫的安全问题首次召回双水平气道正压通气、持续气道正压通气和机械呼吸机。2022年4月，FDA将多个型号产品指定为I类，召回V60、V60plus和V680所有型号，问题涉及设备内部电路。2023年2月，召回Trilogy 100、Trilogy 200和Garbin Plus系列因硅胶泡沫质量问题。2024年1月飞利浦宣布将在美国停止大部分呼吸机设备的销售。2024年4月，飞利浦宣布以11亿美元达成美国提交的所有人身伤害诉讼和解。飞利浦涉及召回设备超550万台，4年召回事件带来的负面影响引来竞争格局变动，瑞思迈、怡和嘉业凭借产品性能和品牌力持续提高全球市场份额。**建议关注：怡和嘉业、美好医疗、鱼跃医疗。**
- 全球持续血糖监测系统市场不断增长，CGM的渗透率不断提升。**2020年全球持续血糖监测系统规模为57亿美元，2023年已突破100亿美元，预计到2030年，全球持续血糖监测系统市场规模将持续高速增长至365亿美元。**建议关注国产CGM出海进度：三诺生物、鱼跃医疗、微泰生物。**

家用无创呼吸机市场份额（按销售额，2020）

	全球	中国
市场规模	27.1亿美元	12.3亿元
瑞思迈	40%	27%
飞利浦	38%	28%
费雪派克	7%	4%
怡和嘉业	2%	16%
鱼跃医疗	-	7%
其他	14%	26%

2015-2030年全球CGM市场规模



方向二：细分品类的出海有结构性机会

医用医疗设备企业有出海逻辑

- 迈瑞医疗超高端超声海外推进顺利，具备创新能力且自主可控的高端设备有出口欧美的逻辑。
- 联影医疗在欧美国家用高端产品打造品牌力，在亚太部分国家提供相对具有性价比的产品以及高端产品（例如印度本土以中低端产品为主，亦需要进口中高端产品）。
- 针对东南亚国家，昆明正在进入国际陆港运营联通新时代。2024年11月26日，中老泰铁路“昆明陆港号”完成了首趟双向奔赴。多式联运、物流园建设、海关监管区建设等方面取得了积极进展，将极大地便利昆明与东南亚的交通连接，对后续国产设备厂商陆路运输和影响力辐射起到较大作用。
- 风险上仍需关注欧洲出口方向的地缘政治风险，虽然目前中国出口医疗设备普遍是在500万欧元以下的采购项目，IPI措施使用有限，但建议持续关注欧盟后续政策。
- 相关标的：迈瑞医疗、祥生医疗、联影医疗、理邦仪器等。

方向二：细分品类的出海有结构性机会

低值耗材：24年由手套行业带动较多，后续看非加关税产品的出海

- 24年前三季度手套行业带动整个低耗板块，手套行业出清效果明显，丁腈手套持续涨价，行业整体产能利用率提升，供需关系呈逐步回归平衡趋势。
- 之前在2024年5月白宫发文美国将根据1974年贸易法第301条，对来自中国的部分进口商品提高关税，以保护美国工人和企业。其中也提及了医疗器械中的低值耗材（注射器针头、防护面罩（带呼吸阀）和口罩、橡胶医用和手术用手套），后续关税将持续加码。
- 特朗普政府上台后或将加速推进实施，以及在医疗耗材海关质量核查环节预计将全面趋严。
- 这些举措都是让战略物资生产回流，搭建本土相关产业链，意在确保美国其供应链在未来大规模传染病环境下抵抗冲击的能力。
- 尽管如此，对于国产企业后续细分特定产品（非点名）的出海仍有机会，特别是本身出口业务针对非北美地区，以及海外去库存的压力逐步消除时。
- 相关标的：英科医疗、振德医疗。

方向二：细分品类的出海有结构性机会

IVD：国内控费当道，IVD企业破局三大密码

- 在IVD集采、DRG/DIP更新等背景下，虽是国产厂商快速抢占市占，提高市占率的机遇，也是以价换量，比拼降本增效和营运能力的挑战。我们认为，一条新兴的出海之路、一条高效的流水线平台、一个全新的特色项目，这三方面将是IVD行业实现破局的三大密码。
- 出海：发展中国家铸就出海第二增长曲线。2023年全球IVD市场约1060亿美元，中国市场占比约20%。全球Top10公司2023财年的IVD业务收入达654亿美元，罗氏（欧洲）、雅培（美国）、丹纳赫（贝克曼，美国）、西门子（欧洲）四家收入达412亿美元，欧美均有2家本地IVD龙头玩家，常规实验室检测项目进入难度高，特色、创新项目和品牌力更高的厂商进入机会更大，如分子诊断（圣湘生物）、特色项目（九安医疗、万孚生物）、品牌力（迈瑞医疗）等。发展中国家准入难度较低、检测需求和国内相近，是国产企业的主流出海战略，建议关注品类齐全、海外渠道拓展速度快的厂商（新产业、亚辉龙、普门科技）。

全球IVD龙头（按收入）

器械公司	总部	总市值 (亿美元)	IVD业务收入 (FY23亿美元)	IVD业务收入占比 (FY23)	IVD业务布局时间	毛利率 (2023)	PE (2023)	主营业务
罗氏	瑞士	2,355	168	23%	1966	-	-	实验室诊断、POCT、分子、糖尿病管理、组织诊断
雅培	美国	2,005	100	25%	1972	-	-	实验室诊断、POCT、分子、快速诊断
丹纳赫	美国	1,662	96	40%	2004	-	-	免疫(贝克曼)、分子(赛沛)、血气(雷度米特)、病理(徠卡)
BD医疗	美国	636	51	26%	1968	-	-	标本前处理、微生物诊断
西门子	德国	616	48	21%	2006	-	-	实验室诊断、POCT
illumina	美国	224	45	100%	1998/4	60.9%	-19	分子(基因组测序)
赛默飞	美国	2,025	44	10%	1960s	-	-	质谱
生物梅里埃	法国	122.5	41	100%	1967/1	56.0%	33	微生物、传染病诊断
希森美康	日本	133	31	100%	1978/3	52.6%	36	血球、凝血、尿液检测
快臻·奥森多	美国	26	30	100%	1979/1	49.8%	-488	POCT、免疫、分子

方向二：细分品类的出海有结构性机会

- **流水线：优化医疗资源，实验室自动化、智能化的必然选择。**随着门急诊和体检需求不断提高，各级医疗机构对全自动、大体量的高效诊断需求日益增多。流水线TLA将不同的分析仪器与分析前、后的实验室分析系统通过自动化传输轨道串联起来，在信息化网络的主导控制下，构成流水线作业的组合，达成流程最优化、效率最大化。TLA可实现进样、检测、出样本全流程自动化，满足三级医院约70%检测需求。**拥有自产流水线的相关厂商：迈瑞医疗、新产业、安图生物、迈克生物、亚辉龙。**
- **特色化、高端化项目：短期免疫集采，弯道超车、提高市占率的战略布局。**特色项目一般有特定检测群体，短期内纳入集采可能性较小，能保持较好利润水平。其次，集采后将加速常规项目的马太效应，市场格局逐步聚焦龙头企业，中小企业可以通过特色项目占据部分市场，再逐步扩大市场占有率。**相关标的：阿尔兹海默（诺唯赞、热景生物）、呼吸道联检（圣湘生物、英诺特、九安医疗）、风湿自免类（亚辉龙）、药敏诊断、癌症早筛和伴随诊断（诺辉健康）、测序（华大基因、金域医学）等领域。**

公司	市值 (亿元)	总营收 (2023,亿元)	IVD布局赛道	IVD业务体量 (2023,亿元)	出海占比	流水线布局	特色项目和高端项目
迈瑞医疗	3,245	349	血液凝血分析、化学发光、生化、微生物诊断	124	30%	自研M6000	质谱
安图生物	267	44	免疫、微生物、生化、分子、凝血	44	5%	A-1 Series	呼吸道联检、药敏、质谱
华大基因	191	43	基因测序	43	20%		NGS、癌症早筛、质谱
三诺生物	135	41	血糖、血脂监测	41	42%		CGM
新产业	519	39	化学发光、生化、分子	39	34%	自研流水线 SATLARS T8	小分子夹心检测
九安医疗	217	32	POCT、血糖	29 (iHealth)	92%		呼吸道联检
万孚生物	119	28	POCT	28	28%		呼吸道联检
亚辉龙	103	21	免疫	21	10%	iTLA Max	风湿自免、阿尔兹海默
普门科技	70	11	免疫	11	40%		
圣湘生物	128	10	分子	10	8%		呼吸道联检、药敏、分子 POCT、NGS
英诺特	56	5	POCT	5	3%		呼吸道联检

方向二：细分品类的出海有结构性机会

国际化领先标的

类别	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		2023年 出海占比	国际化潜力业务
			2023	2024E	2025E	24E	25E		
设备	迈瑞医疗	3186	115.8	132.1	155.2	24.1	20.5	39%	监护、超声、IVD
	联影医疗	1155	19.7	22.8	27.8	50.8	41.5	15%	高端影像
	鱼跃医疗	340	24.0	19.7	21.7	17.3	15.7	9%	家庭设备
	华大智造	214	-6.1	-3.1	0.2	-69.7	928.3	35%	基因测序和实验室自动化
	开立医疗	151	4.5	5.0	6.7	30.4	22.6	44%	超声、内窥镜
	福瑞股份	103	1.0	2.1	3.2	48.3	32.6	66%	Fibroscan
	美好医疗	124	3.1	3.9	4.9	31.5	25.3	87%	医疗器械组件
	微创机器人-B	80	-10.1	-5.8	-1.5	-13.9	-53.3	7%	手术机器人
	怡和嘉业	61	3.0	3.4	4.1	18.0	15.2	65%	家用呼吸机
	澳华内镜	63	0.6	0.3	1.3	244.0	49.2	17%	内窥镜
	理邦仪器	77	2.2	2.9	3.4	26.5	22.7	49%	监护设备等
	海泰新光	46	1.5	1.4	2.0	32.0	22.8	58%	内窥镜
祥生医疗	31	1.5	2.0	2.4	15.7	13.3	87%	超声	
IVD	新产业	543	16.5	19.8	25.3	27.4	21.4	34%	化学发光
	九安医疗	210	12.5	17.0	18.0	12.4	11.7	94%	新冠居家检测
	三诺生物	149	2.8	4.3	5.1	34.3	29.4	35%	CGM
	圣湘生物	138	3.6	3.5	4.7	39.8	29.4	6%	分子检测
	普门科技	69	3.3	4.1	5.2	16.8	13.4	29%	IVD、康复医美
低值耗材	山东药玻	162	7.8	10.0	12.5	16.2	13.0	129%	玻璃瓶
	英科医疗	182	3.8	12.0	15.1	15.1	12.1	27%	一次性手套
	振德医疗	63	2.0	4.2	4.7	15.0	13.4	52%	敷料等低值耗材
	维力医疗	39	1.9	2.4	2.9	16.5	13.4	46%	医用导管
高值耗材	惠泰医疗	374	5.3	6.8	9.0	54.7	41.4	18%	介入手术通路类
	南微医学	135	4.9	6.2	7.5	22.0	18.0	43%	内镜诊疗耗材
	微创医疗	110	-33.8	-13.1	-3.1	2.6	4.3	48%	冠脉支架、骨科、CRM等高值耗材
	赛诺医疗	46	-0.4	0.3	0.5	185.9	101.0	3%	心脏支架、神经支架

方向三：AI+银发经济+呼吸道+并购重组等主题投资机会

AI医疗：厂商的中长期布局旨在信息的互联互通，亦是效率的直线提升

- ❑ **AI医疗主要应用方向包括AI影像和AI信息化。**AI影像进入发展快车道，整体以辅助诊断为主且大多是基于小模型的开发，目前涉及AIGC大模型开发的项目不多。AI信息化的临床决策支持服务以人机交互为核心，AIGC可以拉升效率（包括AI辅助报告解读、推荐检查项目、疾病预测等）。收费方面，2024年11月医保局在特定项目中设立“人工智能辅助”拓展项，即同样的价格水平下，医院可以选择培养医务人员进行诊疗，也可以选择使用人工智能参与诊疗行为，但现阶段不重复收费。此项政策对人工智能在医疗领域收费端的指引相对正面，为未来人工智能的收费提供路径。风险上仍需关注特朗普政府上台后可能会对涉及国家安全的AI技术进行审查和限制，尤其是在涉及跨境数据流动时。
- ❑ **核心发展方向一：AI影像中疾病筛查及辅助诊断类应用最为广泛。**AI医疗影像产品广泛应用于医技科室，包括超声影像、放射影像和病理影像等领域。AI医疗影像辅助诊疗软件集成了CV技术和深度学习，嵌入至医技科室的医疗器械设备中，以实现各种功能
 - 帮助医生快速出具诊断结论和治疗方案
 - 冠脉和头颈类应用的市场前景较好，肺结节和肺炎类应用的市场覆盖率相对较高。
 - 乳腺和肝脏的应用目前仍处于研发阶段，商业化进程正在推进
 - 数据采集与结构化优势突出，图像标注更易标准化
 - 不同科室对AI影像产品的需求存在差异点
 - 相关上市公司：安必平、迪安诊断、祥生医疗、联影医疗、鹰瞳科技-B、美年健康、万东医疗等
- ❑ **核心发展方向二：AI信息化协助医生跨越单病种知识局限，二级医院需求空间大。**CDSS（临床决策支持系统）是一种计算机应用系统，主要通过运用相关的临床知识、患者基本信息以及病情信息，帮助医生加强医疗决策与行动，从而不断提高医疗诊断治疗的服务质量。
 - 由于临床医师专业领域往往局限于单病种研究，且基层医生的误诊与漏诊率较高，CDSS的设计目的是为了帮助医生跨越单病种知识限制、规范医师诊疗行为、把控医疗质量、避免医疗差错以及减少不必要的医疗费用支出。
 - 根据知识库的形成方式，CDSS分为基于知识库和非基于知识库两类。
 - 由于临床质控水平有待提高，三乙医院和二甲医院具备充足的购买预算，成为CDSS产品的主要采购力量；优质医生资源短缺和信息化进程缓慢，基层医疗机构对CDSS产品有很强的内在需求。
 - AIGC将大幅提升效率：在临床人机交互使用中，AIGC将能够辅助 workflow。基于底层算法和需求生成的文本、图片、等多媒体将辅助CDSS中的知识搜索、辅助问诊、病症解读、单病种质控等多种临床应用。
 - 相关上市公司：金域医学、医渡科技、久远银海、润达医疗、朗玛信息等。

AI 影像主要功能实现图谱

影像医技科室

临床科室

CV技术

功能实现

辅助诊疗应用

CDSS系统构建流程

知识库构建

推理机制构建

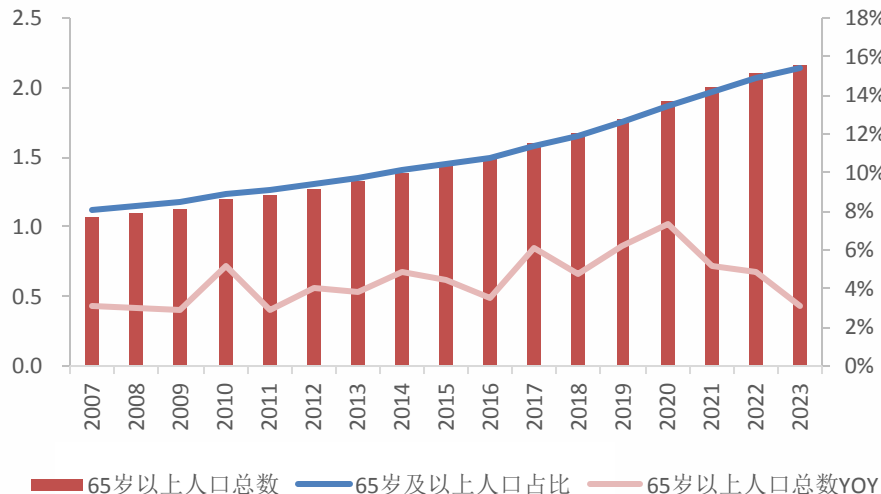
人机交互

方向三：AI+银发经济+呼吸道+并购重组等主题投资机会

老龄化趋势加剧，银发经济催生康复医疗设备需求

- 老龄化趋势加剧，银发经济催生康复医疗设备需求。** 2023年中国65岁以上人口达2.2亿人，占全国总人口15.4%，且呈逐年上涨趋势。2024年1月11日，国务院发布《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》，明确提出要强化老年用品创新，打造智慧健康养老新业态，推广应用智能护理机器人、家庭服务机器人，大力发展**康复辅助器具产业**。建议关注银发经济产业升级，带来的监护类、康复类产品需求，相关标的包括翔宇医疗、伟思医疗、麦澜德。
- 我国康复市场仍处于起步阶段，市场潜力大。** 相较全球发达市场，中国进入老龄化社会的时间较晚，康复市场医疗机构少、人员配置和设备不全面，2021年人均康复花费约15.7元。

中国老龄化程度（亿人）



全球康复市场发展

		中国	日本	美国	欧洲
65岁+老年人比例发展进程	7%	2001	1970	1942	1929
	14%	2021	1994	2015	1975
	20%	-	2005	-	-
康复治疗师数量/每10万人 (国际标准50人)		3.4 (2021)	79.1 (2013)	57.8 (北美和加勒比, 2015)	89.5 (欧洲2015)
康复医院数量/家		810 (2021)	1473 (2019)	~3w	-
人均康复花费		15.7元 (2021)	-	54美元 (2017)	-
相关标的		翔宇医疗 伟思医疗 麦澜德	OG Wellness 松下康养	Enovis Invacare Medline	BTL

方向三：AI+银发经济+呼吸道+并购重组等主题投资机会

呼吸道检测竞争加剧，多联检和出海成为开发两大热点方向

- **呼吸道多重联检产品需求旺盛**，多联检产品能同时检出多种病原菌阳性，一般都包括常见的甲/乙流感病毒，检测病原体选择（23H2的流行病株为流感和支原体）、精确度和检测时长是产品开发核心。相关标的包括：**圣湘生物、英诺特、安图生物**。
- **呼吸道联检产品助力开拓海外市场**。美国为应对高发的季节性呼吸道传染病，2024年至今已有7家IVD厂商经FDA EUA（应急使用授权）获批呼吸道三联检产品（甲流、乙流和新冠）。呼吸道检测是新冠试剂的衍生业务，疫情期间已获得海外新冠批件的IVD厂商可以借力已有海外渠道和市场，进一步开拓海外欧美市场。相关标的包括：**万孚生物、九安医疗、华大基因**等。

国内已获批呼吸道多联检产品

公司	获批NMPA时间	原理	检测呼吸道病原体数量/种
QuidelOrtho	2010.6	免疫荧光	7
中帜生物	2015.8	双扩增法	7
博晖创新	2015.10	免疫荧光	4
英诺特	2016.10	胶体金法	5
海尔施基因	2018.11	荧光PCR-毛细管电泳	13
赛沛（丹纳赫）	2019.8	实时荧光PCR	3
卓诚惠生	2021.1	PCR荧光探针法	6
圣湘生物	2021.4	PCR-荧光探针法	6
伯杰医疗	2021.7	荧光PCR法	6
安图生物	2022.10	PCR-荧光探针法	3
康华生物	2024.4	胶体金法	7

部分国产呼吸道联检产品出海情况

公司	获批类型	获批时间	检测病原体类型
博晖创新	CE	2022.4	6种
仁度生物		2022.5	甲流、乙流、RSV
华大基因		2022.7	6种、18种
万孚生物	FDA EUA	2024.4.19	甲流、乙流、新冠三联检
华迈兴微		2024.5.8	
九安医疗		2024.5.31	
东方生物	FDA de novo	2024.10.8	

血制品板块：并购风起，供需边际变化值得跟踪

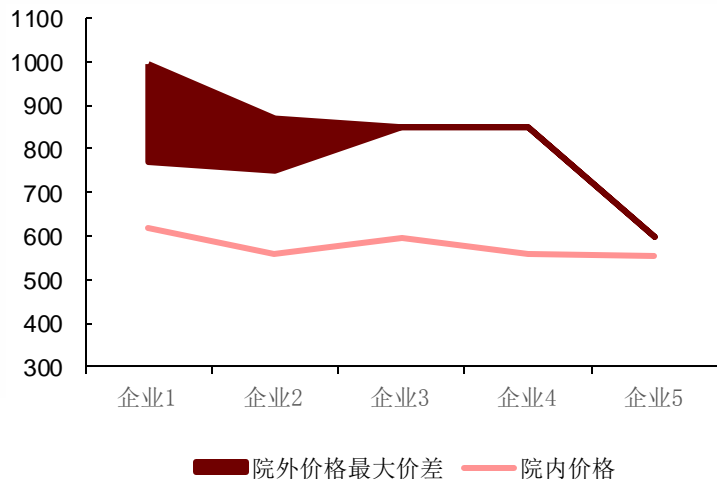
- **2024年血制品板块逐步走出基数影响。**剔除华兰生物疫苗业务后，7家血液制品上市公司2024年前三季度收入总额约为176亿元(+1.7%)，归母净利润总额约48亿元(+12.2%)，扣非归母净利润45亿元(+12.2%)。利润增速快于收入，主要系博雅生物非血制品业务剥离，以及天坛生物利润率同比提升等因素影响。**分季度来看**，7家公司（剔除华兰生物疫苗业务）2024Q1/Q2/Q3的收入总额分别为54/64/58亿元，分别同比增长-3.8%/12.5%/-3.2%，扣非归母净利润分别为14/15/16亿元，分别同比增长0%/28.5%/11%。
- **静丙需求旺盛，院内外价差显著。**三季度静丙院外终端价差延续。从陕西省来看，多家企业静丙的药店零售价格（院外）相较院内省中标价高约100-200元，从江苏省徐州市来看，多家企业院外价较院内高出约200元以上。院内外价差凸显静丙需求旺盛。受医保控费等因素影响，血制品院内中标价缺乏弹性，而院外零售价对市场需求的反应更加敏感。目前多地的静丙院外价格普遍在700-800元以上（2.5g规格），凸显静丙市场需求旺盛。
- **血制品龙头上市公司频频收购非上市小型血制品公司。**2024年10月，天坛生物以1.85亿美元向CSL收购中原瑞德100%股权。2024年11月，博雅生物以18.2亿元向绿十字等收购绿十字（中国）100%股权。产业资本近年来频繁投资上市血制品企业，彰显未来行业发展潜力巨大。华润医药、陕煤集团看好血制品行业发展机遇，近年分别投资入股血制品上市公司博雅生物、派林生物。血制品行业具备资源属性及牌照壁垒，新冠疫情后，血制品价值愈发凸显。
- **十四五新设浆站逐步投采，行业浆量快速增长。**根据博雅生物，2023年我国采浆12000余吨，同比增速约19%，从头部公司来看，22H2-23H2采浆显著提速。随着多家公司新浆站持续落地，我们预计未来三年行业采浆将保持较快增速。
- **建议关注增长预期明确，具备估值业绩性价比个股。**建议关注1）上海莱士（002252.SZ）；2）卫光生物（002880）；3）华兰生物（002007）；4）天坛生物（600161）；5）博雅生物（300294）；6）派林生物（000403）等。
- **风险提示：**行业浆量增长不及预期，产品销售推广不及预期，研发进度不及预期。

血制品板块：并购风起，供需边际变化值得跟踪

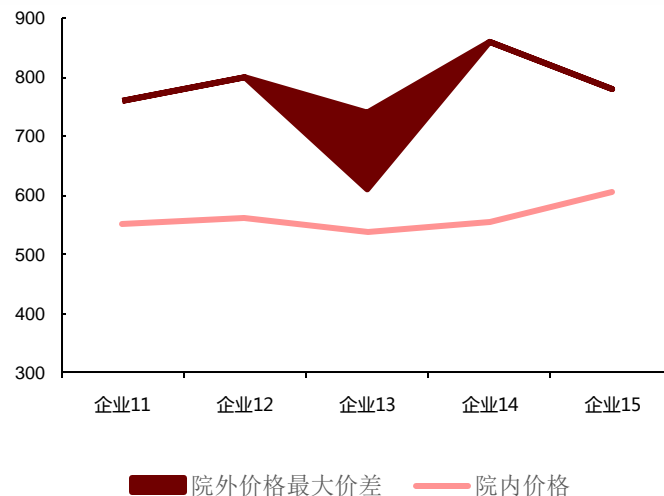
2024年前三季度血制品行业跟踪:静丙院外价格高位

- **三季度静丙院外终端价差延续。**从陕西省来看，多家企业静丙的药店零售价格（院外）相较院内省中标价高约100-200元，从江苏省徐州市来看，多家企业院外价较院内高出约200元以上。
- **院内外价差凸显静丙需求旺盛。**受医保控费等因素影响，血制品院内中标价缺乏弹性，而院外零售价对市场需求的变化的变化更加敏感。目前多地的静丙院外价格普遍在700-800元以上（2.5g规格），凸显静丙市场需求旺盛。

陕西省静丙(2.5g规格)院内院外价格对比（元）



徐州市静丙(2.5g规格)院内院外价格对比（元）

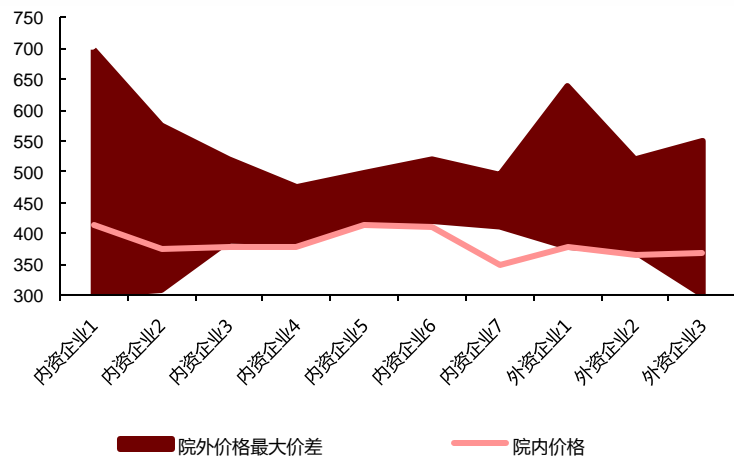


血制品板块：并购风起，供需边际变化值得跟踪

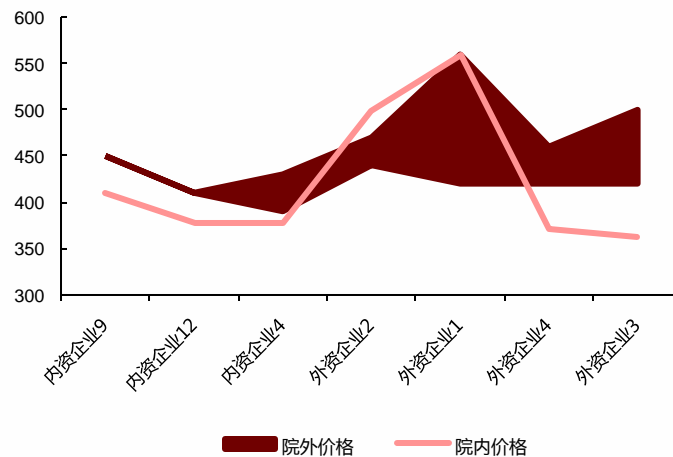
2024年前三季度血制品行业跟踪:人白院内外价差较小

- **人白院内外价差小于静丙。**从陕西省来看，多家国产企业人白的药店零售价格（院外）相较院内省中标价高约数十到百元左右，从江苏省徐州市来看，国产企业人白的院内外价差在数十元左右。整体来看，人白的院内外价差较静丙更小。

陕西省人白(10g规格)院内院外价格对比（元）



徐州市人白(10g规格)院内院外价格对比（元）

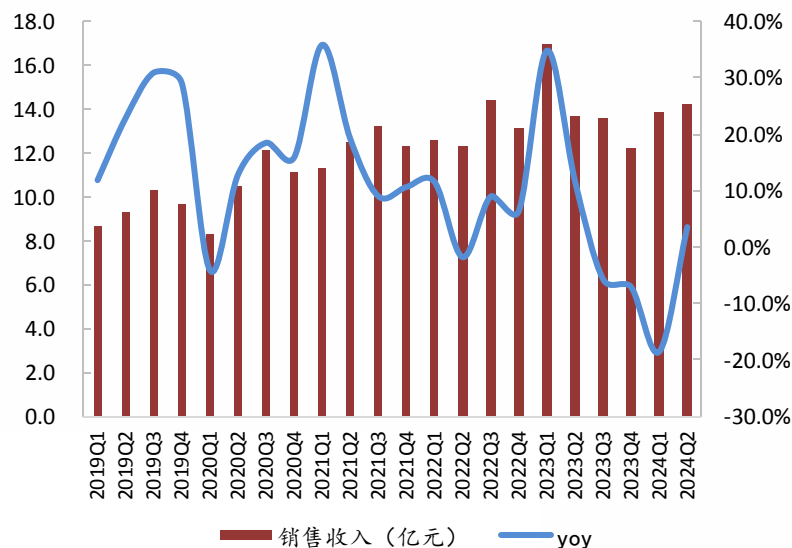


血制品板块：并购风起，供需边际变化值得跟踪

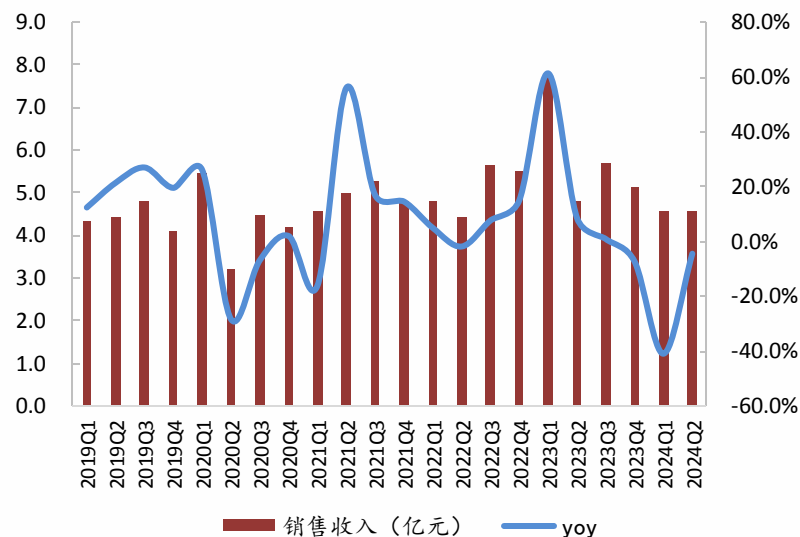
2024H1人白、静丙院内基数压力较大，后续院内需求弹性值得关注

- 2024Q1/Q2样本医院人血白蛋白销售额13.8/14.2亿元，同比增长-18.6%/3.5%，静丙2024Q1/Q2销售额4.6/4.6亿元，同比下降40.9%/4.4%。2023年上半年，人白静丙院内需求高位，基数效应影响2024H1院内增速。随着基数效应影响消退，未来院内需求走势需持续跟踪。

样本医院人白销售额



样本医院静丙销售额

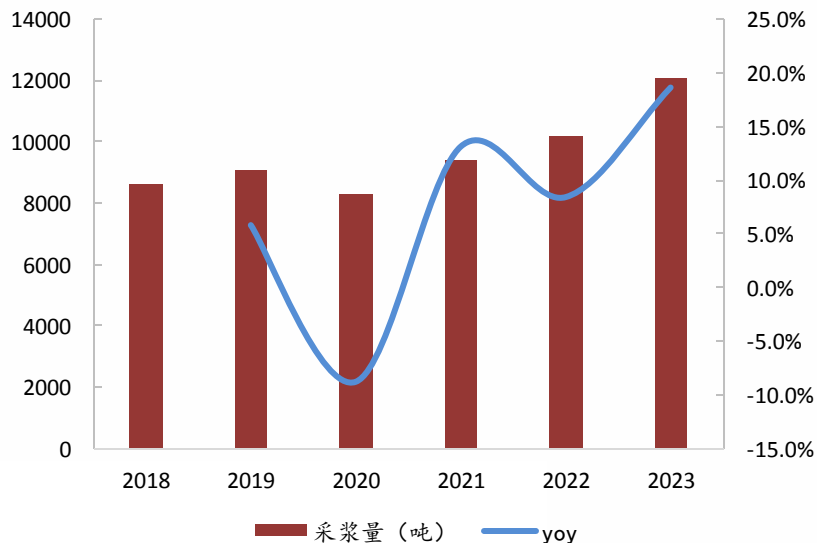


血制品板块：并购风起，供需边际变化值得跟踪

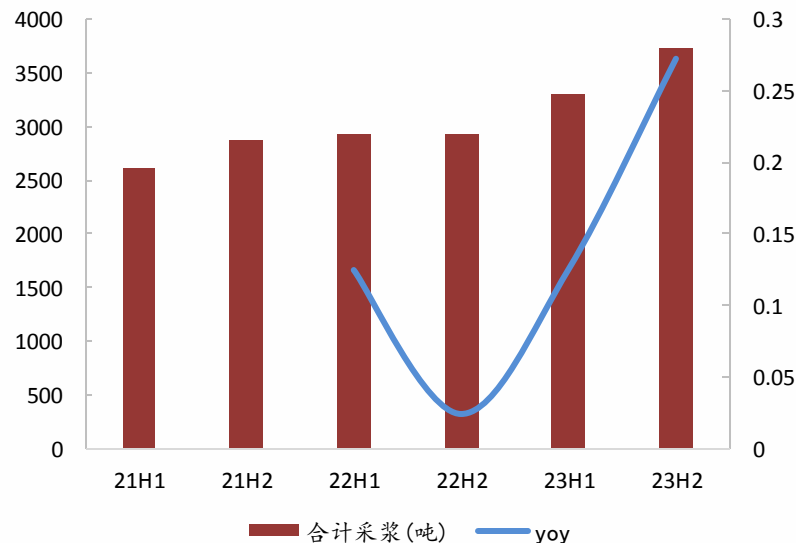
2024年行业采浆量快速增长

- **2024年行业采浆量快速增长。**根据博雅生物，2023年我国采浆12000余吨，同比增速约19%，我们预计2024行业采浆维持快速增长。
- **从样本公司来看，22H2-23H2采浆亦呈现显著提速趋势。**我们选取了5家血制品企业作为样本，上述公司23H2采浆量合计同比增速超过25%，较2022年下半年显著提升。

我国历年整体采浆量



样本血制品企业采浆量



血制品板块：并购风起，供需边际变化值得跟踪

十四五新设浆站逐步投采，行业浆量快速增长

■ 随着多家公司新浆站近年持续落地，我们预计未来三年行业采浆将保持较快增速。

上市公司浆站数量

集团	在营浆站数量（含分站）	获批浆站数量（含分站）
天坛生物	58 +22	82 +20
上海莱士	39	41 +3
华兰生物	25 +5	25 +7
派林生物	28 + 6	38
博晖创新	14 +2	24
博雅生物	13 +1	14 +2
卫光生物	8 +1	8 +1

血制品板块：并购风起，供需边际变化值得跟踪

血制品板块2024年三季报总结

- **前三季度血制品归母净利润增速12%**：剔除华兰生物疫苗业务后，7家血液制品上市公司2024年前三季度收入总额约为176亿元(+1.7%)，归母净利润总额约48亿元(+12.2%)，扣非归母净利润45亿元(+12.2%)。利润增速快于收入，主要系博雅生物非血制品业务剥离，以及天坛生物利润率同比提升等因素影响。
- **分季度来看**，7家公司（剔除华兰生物疫苗业务）2024Q1/Q2/Q3的收入总额分别为54/64/58亿元，分别同比增长-3.8%/12.5%/-3.2%，扣非归母净利润分别为14/15/16亿元，分别同比增长0%/28.5%/11%。
- **从盈利能力看**，7家公司（剔除华兰生物疫苗业务）2024年前三季度整体销售毛利率为49.4%，同比+1.8pp，预计毛利率提升主要系产品结构变化、价格边际变化等因素，2024年我国血制品整体需求稳健增长，静丙等品种需求旺盛，销售费用率下降1.9pp，制造企业面向下游话语权提升。

血制品板块2024Q3YTD业绩概览（剔除华兰疫苗业务影响）

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q3YTD	23Q1	23Q2	23Q3	23Q3YTD
单季度收入（亿元）	54	64	58	176	56	56	60	173
同比增速	-3.8%	12.5%	-3.2%	1.7%	25.3%	13.0%	19.6%	19.1%
季度营业成本	27	32	29	89	30	30	31	91
毛利率	49.3%	48.9%	50.0%	49.4%	46.1%	47.6%	47.6%	47.1%
四费率	15.8%	17.2%	16.3%	16.5%	15.6%	20.4%	17.4%	17.8%
销售费用率	5.7%	7.1%	6.3%	6.4%	7.2%	10.2%	7.5%	8.3%
管理费用率	7.4%	7.1%	7.6%	7.4%	6.7%	7.4%	7.0%	7.0%
财务费用率	-0.9%	-0.1%	-1.1%	-0.7%	-1.0%	-0.1%	-0.9%	-0.7%
研发费用率	3.6%	3.0%	3.6%	3.4%	2.7%	3.0%	3.7%	3.1%
归母净利润（亿元）	16	15	16	48	15	13	14	43
同比增速	6.7%	18.0%	13.0%	12.2%	37.0%	5.2%	18.7%	19.8%
扣非归母净利润	14	15	16	45	14	12	14	40
同比增速	0.0%	28.5%	11.0%	12.2%	25.1%	11.8%	24.7%	20.8%
经调整归母净利*（亿元）	13	14	16	44	13	11	13	38
同比增速	-0.3%	31.1%	21.8%	16.7%	23.5%	7.9%	26.1%	19.4%
经调整净利率	24.6%	22.7%	28.1%	25.1%	23.8%	19.5%	22.3%	21.8%
扣非归母净利率	26.2%	23.7%	27.2%	25.6%	25.2%	20.7%	23.7%	23.2%

血制品板块：并购风起，供需边际变化值得跟踪

龙头上市公司产业并购风潮再起

- **血制品龙头上市公司频频收购非上市小型血制品公司。**2024年10月，天坛生物以1.85亿美元向CSL收购中原瑞德100%股权。中原瑞德主要销售产品包括人白、静丙，其在湖北设置5家在采浆站，2023年采浆112吨；2024年11月，博雅生物以18.2亿元向绿十字等收购绿十字（中国）100%股权。后者主要销售产品包括人白、静丙、八因子，下辖4家浆站，2023年采浆104吨；
- **产业资本近年来频繁投资上市血制品企业，彰显未来行业发展潜力巨大。**华润医药、陕煤集团看好血制品行业发展机遇，近年分别投资入股血制品上市公司博雅生物、派林生物。上海莱士近日公告拟以不超过10亿元资金回购公司股份，高额回购彰显管理层对公司的长远发展空间充满信心。
- **血制品行业具备资源属性及牌照壁垒，新冠疫情爆发以来，血制品价值愈发凸显。**我国对血制企业经营资质、血浆的来源、产品进出口等方面采取了严格的限制。国务院自2001年起不再批准新的血制品企业。十四五期间，多个省份增加新浆站审批，新浆站将为行业规模的长期增长注入动力。

近年血制品领域重大投资事件

上市公司	事件
博雅生物	2021年11月，华润医药控股博雅生物，总对价约48亿元
天坛生物	2022年9月，天坛生物完成对西安回天35%股权收购并实现控股，总对价约6500万元
派林生物	2023年6月，陕煤集团向浙民投收购派林生物股份，总对价约38亿元
卫光生物	2023年6月，卫光生物公告，国药集团拟控股卫光生物
上海莱士	2023年11月，上海莱士收购广西冠峰95%股权，总对价约4.8亿元
上海莱士	2024年6月，海尔集团完成对上海莱士20%股份收购并实现控股，总对价125亿元
天坛生物	2024年10月，天坛生物完成对中原瑞德全部股权，总对价1.85亿美元
博雅生物	2024年11月，博雅生物收购绿十字（中国）全部股权，总对价18.2亿元

血制品板块：并购风起，供需边际变化值得跟踪

投资建议：建议关注增长预期明确，具备估值业绩性价比个股

建议关注1) 上海莱士 (002252.SZ)；2) 卫光生物 (002880)；3) 华兰生物 (002007)；4) 天坛生物 (600161)；5) 博雅生物 (300294)；6) 派林生物 (000403) 等。

血制品个股吨浆业绩与吨浆市值									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1	2024E	
天坛生物(600161.SH)									
营业收入 (百万元)	2931	3282	3446	4112	4261	5180	2841	5972	
吨浆收入 (万元)	209	209	202	240	236	255	247	247	
净利润 (百万元)	736	894	943	1,069	1,205	1,509	981	1,757	
吨浆净利润 (万元)	53	57	55	62	67	74	85	73	
年末/最新市值 (亿元)	185	292	523	398	391	510	420	420	
吨浆市值 (万元)	1787	2517	4144	3135	2921	3386	2352	2352	
上海莱士(002252.SZ)									
自营业务营收 (百万元)	1804	2585	2762	3332	3771	4317	2246	4875	
吨浆收入 (万元)	164	215	227	268	279	292	277	304	
自营业务净利润 (百万元)	749	797	906	1,095	1,357	1,582	773	1,677	
吨浆净利润 (万元)	68	66	74	88	100	107	95	104	
末/最新市值-对应自营业务 (亿元)	398	369	499	446	394	492	451	451	
吨浆市值 (万元)	3622	3063	4097	3587	2918	3330	2807	2807	
华兰生物(002007.SZ)									
营业收入 (百万元)	2408	2644	2591	2598	2679	2937	1617	3512	
吨浆收入 (万元)	224	271	254	257	258	262	226	262	
归母净利润 (百万元)	916	988	927	834	730	900	423	1,050	
吨浆净利润 (万元)	85	101	91	83	70	80	59	78	
年末/最新市值 (亿元)	155	343	621	382	189	197	230	230	
吨浆市值 (万元)	1589	3368	6145	3669	1686	1465	3213	1521	
派林生物(000403.SZ)									
营业收入 (百万元)	860	916	1050	1972	2405	2329	1136	3075	
吨浆收入 (万元)	229	232	223	250	276	268	189	267	
归母净利润 (百万元)	80	160	186	391	587	612	327	770	
吨浆净利润 (万元)	21	41	40	50	67	70	54	67	
年末/最新市值 (亿元)	69	88	187	205	167	200	161	161	
吨浆市值 (万元)	1830	2229	3980	2608	1910	2295	1400	1400	
博雅生物(300294.SZ)									
营业收入 (百万元)	875	988	893	1232	1315	1452	790	1607	
吨浆收入 (万元)	262	274	234	304	306	321	338	321	
归母净利润 (百万元)	327	284	171	385	498	542	319	566	
吨浆净利润 (万元)	98	79	45	95	116	120	136	113	
年末/最新市值 (亿元)	117	135	145	196	184	170	157	157	
吨浆市值 (万元)	3342	3638	3721	4672	4199	3637	2942	2942	
卫光生物(002880.SZ)									
营业收入 (百万元)	688	821	905	907	668	1048	523	1282	
吨浆收入 (万元)	187	211	223	208	209	213	194	233	
归母净利润 (百万元)	157	171	190	205	117	218	110	260	
吨浆净利润 (万元)	43	44	47	47	37	44	41	47	
年末/最新市值 (亿元)	43	56	78	73	72	80	65	65	
吨浆市值 (万元)	1183	1449	1921	1672	2260	1623	1190	1190	

WWW.SWSC.COM.CN

数据来源：Wind，西南证券整理 注：2024E吨浆市值系采用2024年12月6日股价计算

中药：政策趋于缓和，高基数影响消除

- **政策端：集采政策逐步推进，比价政策影响逐步消除。** 1) **院内端：中药集采品种和地区均有所增加。从全国中成药集采来看，多为非独家品种。** 10月25日，湖北省发布《全国中成药采购联盟集中采购文件》（征求意见稿），湖北省牵头启动第三批中成药集采。查漏补缺增补各省集采品种，多为非独家品种。延续武汉前两批集采规则，按照功能主治划分分组，将不同通用名和不同剂型合并到一组，竞争加剧。**从各省集采来看，各省区域集采规则相对具有差异性。** 9月9日，安徽省发布《安徽省2024年度中成药集中带量采购文件（征求意见稿）》。从规则上看，将治疗类别类似的独家品种及独家剂型纳入一组，竞争有所加剧。11月18日，广东省药品交易中心发布《广东联盟金莲花等中成药集中带量采购文件（征求意见稿）》，集采省份从之前6省扩大到15省。 2) **院外端：比价政策影响逐步消除**，10月31日，国家医保局文，承认各个渠道价格不一致现象，认可药店的运营成本、人力成本、房租物业等成本因素造成价格差异；允许线上价格因为成本原因价格更低，认可线下药店的便捷性和用药指导服务价值。
- **业绩端：中药走出高基数影响，提价对冲成本压力。** 1) **收入端：2024Q1-Q3收入2653亿元（-3.1%），归母净利润298亿元（-8.9%）。** 2024年收入端承压主要因为24年上半年呼吸系统用药存在高基数，院内端来看中药集采进一步扩面导致院内端价格下降，部分院内品种转变营销模式，高开转低开的财务口径变化对收入有一定影响。院外端来看，二季度以来药房的客流量下降以及5月以来药店比价政策的出台也有一定影响。 2) **毛利端：24年Q1/Q2/Q3中药板块的毛利率为43.3%/42.2%/39.8%，同比下降2.6/1.6/3.5pp，我们认为主要是产品结构变化以及中药材价格上涨所致。** 中药企业对于需求量较大的大宗药材，将投入中药材生产基地建设保障供应，以平滑成本的波动。随着部分新增药材逐步降价，药材持续高位的现象也将逐步得到缓解，牛黄进口使用试点或将有望缓解国内牛黄需求压力，降低下游原材料成本压力。品牌中药的提价可以进一步转移成本压力。
- **看好中药三大方向：1) 品牌中药。** 品牌OTC具有强品牌，提价具有较强的客户基础和品牌基础，能够持续不断释放业绩。 2) **国企混改释放红利，高股息具备防御属性。** 中药行业国企混改以及公司治理改善加速推进，高股息资产在市场调整期的投资性价比较高，具有“防御性”的类固收特征。建议从两个维度“高股息+高增长”、“高股息+央国企”关注优质标的。 3) **基药目录调整带来中药发展新机会。** 新一轮基药目录即将启动，部分中药品种有望获益于此次基药目录调整实现院内放量。
- **相关标的：1、OTC主线：太极集团、华润三九、达仁堂、云南白药、马应龙、佐力药业、健民集团、东阿阿胶、济川药业、寿仙谷等；2、中药创新药主线：以岭药业、康缘药业等；3、中药饮片/配方颗粒主线关注华润三九、柳药股份、中国中药等。**

中药：政策趋于缓和，高基数影响消除

1 中药板块历史及年初至今复盘

- 1月，受到医保局发布四同价格整治，板块情绪回落；2-3月，随着中药利好政策出台，有所回暖；4-9月，受到药店价格比价政策影响和，全国集采预期以及安徽省集采文件出台，行业持续回落。随着10月以来，医保局针对比价政策有所纠偏，安徽省集采品种也有进一步剔除，行业有所回暖。

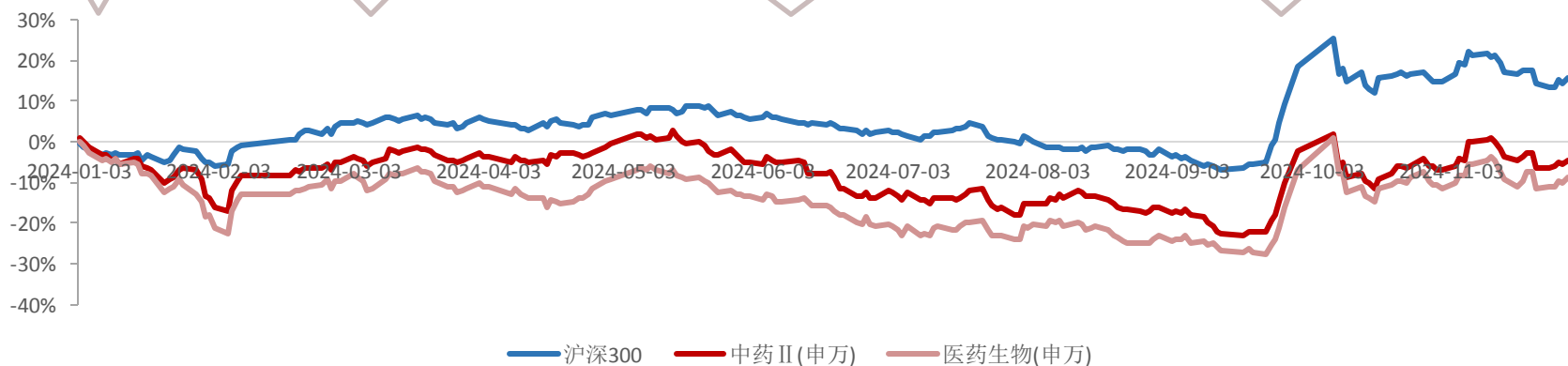
中药板块近一年历史回顾（2024.1.1-2024.11.29）

- 12月26日，医保局正式发布《关于促进同通用名同厂牌药品省际间价格公平诚信、透明均衡的通知》，开启四同价格整治序幕
- 1月29日，国家药典委发布第六批31个中药配方颗粒国家药品标准；

- 2月国务院办公厅发布《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》利好中药行业发展
- 2月5日，国家药监局综合司公开征求《中药标准管理专门规定》（征求意见稿）
- 2月5日，药审中心起草了《濒危动物类中药材人工制成品研究技术指导原则（征求意见稿）》
- 3月《政府工作报告》发布，指出促进中医药传承创新。

- 4月15日，湖北省发布《关于做好部分集中带量采购品种续签和接续工作的通知》
- 5月29日，国家医保局发布《关于开展“上网店，查药价，比数据，抓治理”专项行动的函》
- 6月13日，国家医保局发布新闻《陕西医保上线“药品比价”功能》；
- 9月9日，安徽省发布《安徽省2024年度中成药集中带量采购文件（征求意见稿）》

- 10月25日，湖北医保服务平台发出全国中成药联采办于公开征求《全国中成药采购联盟集中采购文件》（征求意见稿）和《全国中成药采购联盟集中采购文件（首批扩围接续）》（征求意见稿）意见的通知
- 10月30日，国家医保局发布《药品价格影响因素知多少？——不同渠道运营模式有影响》，承认不同渠道存在合理价差
- 11月22日，黄山市医保局发布安徽省2024年度中成药集产品目录，本次公告目录减少到12组22个品种
- 11月18日，广东省药品交易中心发布《广东联盟金莲花等中成药集中带量采购文件（征求意见稿）》。



中药：政策趋于缓和，高基数影响消除

2 业绩：走出高基数影响，收入拐点降至

- **收入端承压，比价政策影响逐步消除。** 选取66家A股中药领域上市公司，2024Q1-Q3收入2653亿元（-3.1%），归母净利润298亿元（-8.9%），扣非归母净利润为274.5亿元（-8.2%）。2024年Q3收入总额805.6亿元（-2.7%），归母净利润77亿元（+0.0%），扣非归母净利润64.5亿元（-16.4%）。收入端下滑主要系24年上半年呼吸系统用药存在高基数，院内端来看中药集采进一步扩面导致院内端价格下降，部分院内品种转变营销模式，高开转低开的财务口径变化对收入有一定影响。院外端来看，二季度以来药房的客流量下降以及5月以来药店比价政策的出台也有一定影响。10月国家医保局发文承认不同渠道价格差异，比价政策的影响逐步消除。
- ◆ **毛利率有所回落，提价有望改善成本压力。** 24年Q1/Q2/Q3中药板块的毛利率为43.3%/42.2%/39.8%，同比下降2.6/1.6/3.5pp，我们认为主要是产品结构变化以及中药材价格涨价所致，我们认为主要是产品结构变化以及中药材价格涨价所致，24年上半年毛利率较高的呼吸系统产品收入占比有所下降，导致毛利率有所回落。此外部分涨价的中药材在2023年有所上涨，因此2024年上半年成本相对较高，进一步导致毛利率降低，随着部分新增药材逐步降价，药材持续高位的现象也将逐步得到缓解，牛黄进口使用试点或将有望缓解国内牛黄需求压力，降低下游原材料成本压力。品牌中药的提价可以进一步转移成本压力。

中药板块23Q2-24Q3业绩速览

单位：亿元	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营收	916.9	828.4	896.8	985.6	861.8	805.6
同比增速	12.9%	0.2%	-2.4%	-0.7%	-6.0%	-2.7%
归母净利润	105.1	85.7	36.2	126.4	94.7	77.0
同比增速	31.7%	18.0%	101.9%	-7.4%	-9.8%	0.0%
扣非归母净利	94.0	77.2	21.2	119.7	90.2	64.5
同比增速	33.5%	1.9%	457.2%	-6.4%	-4.0%	-16.4%

中药板块23Q2-24Q3盈利能力指标概览

	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
毛利率	43.9%	43.3%	42.5%	43.3%	42.2%	39.8%
四费率	30.9%	31.1%	35.4%	27.5%	29.1%	29.6%
销售费用率	23.4%	22.6%	24.9%	20.7%	21.0%	20.6%
管理费用率	5.1%	5.8%	6.6%	4.7%	5.4%	6.0%
财务费用率	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.3%
研发费用率	2.4%	2.7%	3.9%	2.2%	2.7%	2.7%
净利率	11.5%	10.3%	4.0%	12.8%	11.0%	9.6%

中药：政策趋于缓和，高基数影响消除

3 政策：集采政策逐步推进，品种和地区均有所增加

□ **从全国中成药集采来看，多为非独家品种。** 10月25日，湖北医保服务平台发出全国中成药联采办于公开征求《全国中成药采购联盟集中采购文件》（征求意见稿）和《全国中成药采购联盟集中采购文件(首批扩围接续)》（征求意见稿）意见的通知，湖北省牵头启动第三批中成药集采。

1) 品种上：查漏补缺增补各省集采品种，多为非独家品种。此次涉及到20个产品组95个品种，均为湖北此前两批集采都未涉及到的中成药品种，其中有一部分新增集采品种来自其它省份跨省联盟集采品种。

2) 竞争规则：延续武汉前两批集采规则，增补中标保护机制凸显。按照功能主治划分分组，将不同通用名和不同剂型合并到一组，竞争加剧。

□ **从各省集采来看，各省区域集采规则相对具有差异性。** 9月9日，安徽省发布《安徽省2024年度中成药集中带量采购文件（征求意见稿）》。从规则上看，将治疗类别类似的独家品种及独家剂型纳入一组。11月18日，广东省药品交易中心发布《广东联盟金莲花等中成药集中带量采购文件（征求意见稿）》，集采省份从之前6省扩大到15省。

各省市中药集采情况回顾

	湖北	广东	北京	山东	全国（湖北第二批）	上海	安徽	全国（湖北第三批）	广东
启动时间	2021.9	2021.12	2022.7	2022.8	2022.9		2024.9	2024.10	2024.11
结果公布时间	2021.12	2022.3	2022.1	2022.11	2023.6	2023.8			
中选情况	46个品种，111个品规	53个品种，361个品规	59个品种	40个品种，1411个品规	15个类别，30个品种，68个品规	42个通用名共计116个不同规格药品			
报量情况	76个品种，208个申报品规	58个品种，673个申报品规	84个品种	67个品种，3331个申报品规	16个类别，42个品种，95个现场申报品规		18个产品组，35个中成药	20个采购组，共95个品种	41个品种
平均降幅	42%	56%	23%	44.30%	49.40%				
涉及省份	湖北、河北、山西、内蒙古、辽宁、福建、江西、河南、海南、重庆、四川、贵州、西藏、陕西、甘肃、宁夏、新疆、新疆生产建设兵团共19省	广东、山西、河南、海南、宁夏、青海	北京	山东省	全国	上海	安徽	全国	广东、辽宁、吉林、黑龙江、江西、湖南、广西、海南、重庆、云南、陕西、青海、宁夏、新疆、新疆生产建设兵团共15省（市、区）

中药：政策趋于缓和，高基数影响消除

3 政策：集采政策逐步推进，品种和地区均有所增加

- **湖北中成药集采如期推进，中成药品种范围扩大。**10月25日，湖北医保服务平台发出全国中成药联采办于公开征求《全国中成药采购联盟集中采购文件》（征求意见稿）和《全国中成药采购联盟集中采购文件(首批扩围接续)》（征求意见稿）意见的通知，湖北省牵头启动第三批中成药集采。
- **品种上：查漏补缺增补各省集采品种，多为非独家品种。**此次涉及到20个产品组95个品种，均为湖北此前两批集采都未涉及到的中成药品种，其中有一部分新增集采品种来自其它省份跨省联盟集采品种，如独一味滴丸/分散片/胶囊/咀嚼片/泡腾片/片/软胶囊/丸，参芪降糖片/胶囊/颗粒等，另一部分新增集采品种则是首次出现在集采名单中，如血脂康片/胶囊等。除了少量涉及到部分独家品种喜炎平注射液，其它均为非独家品种，符合之前湖北省集采一贯规则。
- **竞争规则：延续武汉前两批集采规则，增补中标保护机制凸显。**按照功能主治划分分组，将不同通用名和不同剂型合并到一组，竞争加剧。从规则上看延续湖北规则，分为两轮，第一轮入围比例50%，按照价格得分占比60%，技术得分40%，第二轮则按照AB竞争单位，按照降幅排序。给与三类企业增补机会，市占率超过60%，技术评价得分达到100分或为国家中药保护品种，代表品报价日均费用为同采购组日均费用最低。采购量分配：1) 直接中选，降幅最高的可以获得100%的量，其它中选产品获得90%分配量；2) 议价中选获得70%量；3) 增补中选获得60%的量。

中药：政策趋于缓和，高基数影响消除

3 政策：集采政策逐步推进，品种和地区均有所增加

- **事件：2024年9月9日，安徽省发布《安徽省2024年度中成药集中带量采购文件（征求意见稿）》。**
- **治疗类别类似的独家品种及独家剂型纳入一组。**此次涉及到独家品种及独家剂型产品，通心络胶囊（以岭药业）/脑心通胶囊（步长制药），参松养心胶囊（以岭药业）/稳心颗粒（步长制药）等独家品种，以及参芪降糖片（万年青）、地榆升白片（成都地奥）、血栓心脉宁片（华康药业）等独家剂型品种均被纳入同通用名非独家品种一起竞争。此外也有部分OTC非医保品种：感冒灵颗粒及胶囊（华润三九）。双跨类大品种：护肝片（葵花药业）、小儿肺热咳喘颗粒（葵花药业、葫芦娃）。11月22日，黄山市医保局发布安徽省2024年度中成药集产品目录，相对此前征求意见稿目录18组35个品种，本次公告目录减少到12组22个品种。其中1）参芪降糖、刺五加（注射液）、地榆升白、独一味、双黄连等为第三批全国中成药集采中的品种，移除减少重复；2）感冒灵采购组（感冒灵胶囊、感冒灵颗粒）直接予以移除。
- **中选规则考虑价格得分和技术得分，价格因素采取最小规格比价。**价格指标总分55分（企业报价分30分，降幅分25分），技术指标45分（医疗机构和患者认可度15分，其他技术指标30分）。此次相较于之前集采价格得分占比有所降低（此前价格因素占比60%）。同剂型、同规格有多个包装的，统一先按药品差比价规则折算至最小制剂单位（指单片/单粒/单袋/单支等），再按最小制剂的最低价格乘以包装数量作为供应清单里相应产品的价格。
- **排名不同基础量差异较大，非中选则纳入监管。**“规则一”拟中选企业按照排名，大于等于3家，排名前三名分别获得100%、90%、80%的基础量分配比例，排名靠后则获得70%报量。若只有2家，排名前两名分别获得100%和90%的基础量分配比例。“规则二”中选企业采购量50%作为基础量。未中选药品和流标药品视为非中选药品，非中选产品的采购情况纳入终端监控范围并定期通报。采购周期内，医药机构每年度同采购组非中选产品的采购量不得高于同采购组实际采购量的10%，确需使用未中选企业药品，须向医保部门提出采购需求并说明情况，但实际采购量不得超过该医药机构填报的该厂牌药品需求量的50%。

中药：政策趋于缓和，高基数影响消除

3 政策：集采政策逐步推进，品种和地区均有所增加

- 事件：11月18日，广东省药品交易中心发布《广东联盟金莲花等中成药集中带量采购文件（征求意见稿）》。
- 品种上看，此次涉及莲花、蓝芩、复方丹参等41个大品种，其中全国中成药联盟集中带量采购第三批和首批扩围接续采购品种范围重叠的药品剂型不列入本次集采范围。
- 规则上看，独家品种优势明显。广东联盟金莲花等中成药集中带量采购拟中选企业的确定分为五类，综合来看，上一轮集采的中选结果成为本次集采企业能否中选的重要参考。

一是非独家产品拟中选限量企业确定，在上一轮集采中选/备选产品，一是对于非独家产品拟中选限量企业，根据上一轮集采中选/备选产品、上一轮集采未中选/未备选的产品两类划分。上一轮集采中选/备选产品，企业报价P比上一轮集采本企业最低日均费用/最低价格的降幅 $\geq 15\%$ 的，获得拟中选限量资格；上一轮集采未中选/未备选的产品，企业报价P比本次集采本企业最低日均费用/最低价格的降幅 $\geq 15\%$ 的，获得拟中选限量资格。

二是非独家产品拟中选企业确定，在上一轮集采中选的产品，即获得拟中选限量资格的企业，在本轮集采中依然可以获得拟中选资格；其它同品种同组获得拟中选限量资格的企业，符合 $P \leq$ 同品种同组上一轮集采最高中选日均费用/最高中选价格的，按P的“单位可比价”由低到高依次顺位排序，排名前70%，最多12家企业获得拟中选资格。

三是独家产品拟中选限量企业确定，或是上一轮集采中选/备选的产品，即企业报价P比上一轮集采本企业最低日均费用/最低价格的降幅 $\geq 1\%$ ；或是上一轮集采未中选/未备选的产品，即企业报价P比本次集采本企业最低日均费用/最低价格的降幅 $\geq 1\%$ 。

四是独家产品拟中选企业确定，在上一轮中获得拟中选限量资格的企业，在本轮集采中依然可以获得拟中选资格；其余的产品需要报价P满足不同条件，如降幅 $\geq 21\%$ 等。

五是同品种同组别申报企业“单位可比价”相同时，按照多个规则依次确定拟中选企业，医药价格和招采信用评价、上一轮集采中选产品、备选产品依旧是排在前面参考的标准。

中药：政策趋于缓和，高基数影响消除

3 政策：比价政策影响逐步消除

- 2024年10月31日，国家医保局发布《药品价格影响因素知多少？——不同渠道运营模式有影响》，承认各个渠道价格不一致现象，认可药店的运营成本、人力成本、房租物业等成本因素造成价格差异；允许线上价格因为成本原因价格更低，认可线下药店的便捷性和用药指导服务价值。

时间	事件	内容	影响
2023.12.26	医保局发布《促进同通用名同厂牌药品省际间价格公平诚信、透明均衡》	聚焦“四同药品”（同通用名、厂牌、剂型、规格），对照全国现有挂网药品价格统计行程的监测价进行全面梳理排查，到2024年3月底前，基本消除“四同药品”省际间的不公平高价、歧视性高价	对院内端价格不同的产品造成较大影响，药企会调整各省挂网价格达到价格趋同
2024.4.9	江苏省医保局发布《关于推进阳光挂网药品价格治理工作通知》	申报价格不高于以已挂网同通用名产品数最多剂型规格中对应挂网产品中的最低价为基础，根据差比价系数计算的价格	“三同”价格治理，取消同规格，按照差比价计算，江苏省目前针对“三同”比价仅限于院内
2024.5.29	医保局发布《关于开展“上网店，查药价，比数据，抓治理”专项行动的函》	要求以当日同城即时配送价格作为锚点，比对省级集采平台挂网价、集采中选价、定点零售药店药价。	消除线上低价吸引客流的现象，确保线上线下价格一致，部分药企受到定价策略压力后会选择提高线上平台价格，以达到“多端价格统一”
2024.6.13	国家医保局发布新闻《陕西医保上线“药品比价”功能》；	国家医保局发布消息，陕西医保上线“药品比价”功能，自药品比价功能上线以来，预计将使参保人员的购药成本下降10%-15%。	推动药品价格透明，药店端自主定价能力削弱，药店会将压力转移给品牌力较弱的上游药企
2024.10	国家医保局发布《药品价格影响因素知多少？——不同渠道运营模式有影响》	1、线下药店、非公立医院药品定价标准：未纳入医保定点的线下药店和非公立医院药品价格完全自主定价；而纳入医保定点的线下药店和非公立医院，则需要遵守医保定点协议 2、网络药店：一类是“外卖”模式，价格与线下药店接近，一些情况略低，另一类“快递”模式，由于成本较低，低于线下药店。 3、公立医院：大部分药品价格基本持平、少部分有高有低，其中集采药品价格普遍低于线下药店	承认各个渠道价格不一致现象，认可药店的运营成本、人力成本、房租物业等成本因素造成价格差异；允许线上价格因为成本原因价格更低，认可线下药店的便捷性和用药指导服务价值。

中药：政策趋于缓和，高基数影响消除

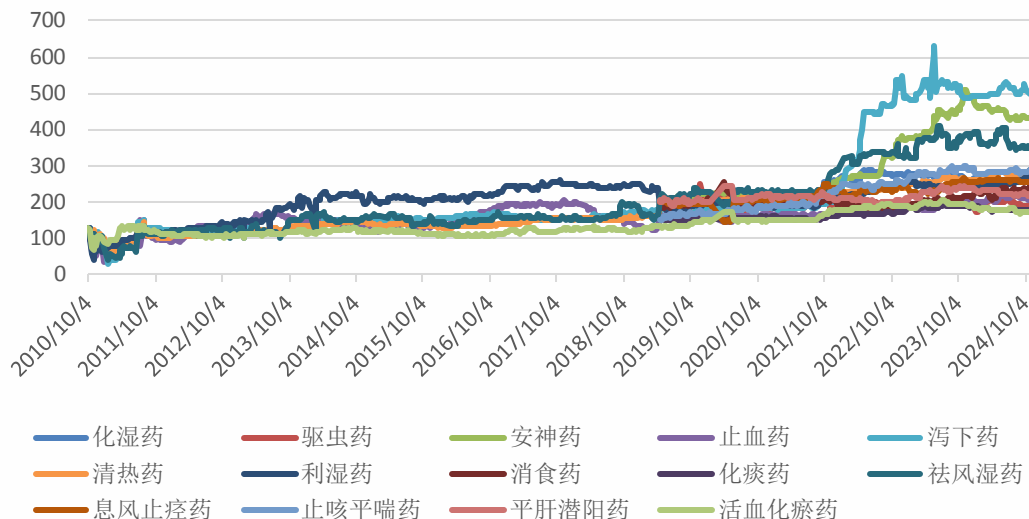
4 中药消费品：提价趋势明显，成本逐步下降

- **中药材价格逐步回落，成本压力影响较低。**受到2022年底疫情需求带来上游中药材需求量激增，进而导致部分中药材价格出现大幅上涨。我们认为中药材价格上涨趋势可控，并且已经出现部分药材回落现象。中药企业对于需求量较大的大宗药材，将投入中药材生产基地建设保障供应，以平滑成本的波动。随着部分新增药材逐步进入收获期，药材持续高位的现象也将逐步得到缓解。2024年7月1日，国家药监局综合司、海关总署办公厅公开征求《关于允许进口牛黄试点用于中成药生产有关事项的公告（征求意见稿）》，拟定可以从不存在疯牛病疫情禁令国家（地区）进口、已获检疫准入并经海关检疫以及口岸药品检验机构检验合格的牛黄用于中成药生产。牛黄进口使用试点或将有望缓解国内牛黄需求压力，降低下游原材料成本压力。

天然牛黄价格变动



中药材价格指数



中药：政策趋于缓和，高基数影响消除

4 中药消费品：提价趋势明显，成本逐步下降

□ **多元提价策略，保障毛利率持续稳定。** 1) 直接提价：对于产品供不应求的中药消费品，直接提高出厂价和终端价格，由于库存较低，其价格的传导相对较快，例如片仔癀； 2) 精品战略：在原有的消费者群体里面不断深挖高收入群体的消费者，例如精品的安宫牛黄丸； 3) 开辟直营渠道：直营渠道省去中间经销商环节，直接提升公司整体利润率水平。

公司	产品	价格	最近一次提价	提价幅度
片仔癀	片仔癀（锭剂）	590元/粒（终端）	2020年1月	11.30%
	片仔癀（锭剂）	760元/粒（终端）	2023年5月	28.8%
同仁堂	安宫牛黄丸	860元/粒（终端）	2021年12月	10.26%
	同仁牛黄清心丸	880元/盒（终端）	2022年1月	12.82%
		765元/盒（批发含税）		12.83%
		676元/盒（批发无税）		12.67%
	跌打丸OTC	20元/盒（终端）	2022年1月	45%
		17.4元/盒（批发含税）		45%
		15.4元/盒（批发无税）		45.01%
	牛黄清胃丸	19.8元/瓶（终端）	2022年1月	65%
		17.2元/瓶（批发含税）		65.38%
		15.22元/瓶（批发无税）		65.43%
壮骨药酒323ml	450元/瓶（终端）	2022年1月	25%	
	346.02元/瓶（批发无税）		24.92%	
壮骨药酒600ml	780元/瓶（终端） 600元/瓶（批发无税）	2022年1月	30% 29.88%	
同仁乌鸡白凤丸OTC	80元/盒（终端）	2022年1月	15.94%	
	61.59元/盒（批发无税）		15.99%	
局方至宝丸	898元/丸（终端）	2022年1月	12.53%	
	4680元/盒（批发含税） 4141.59元/盒（批发无税）		12.42% 12.42%	
东阿阿胶	阿胶浆		2018.1	5.00%
广誉远	安宫	双天然铁盒（3g/丸*1丸/盒*6盒） 5880元/盒（定价）	2022年3月	14.0%
	安宫	双天然木盒（3g/丸*1丸/盒*2盒） 3360元/盒（定价）	2022年3月	6.3%
	安宫	双天然木盒（3g/丸*1丸/盒*6盒） 10080元/盒（定价）	2022年3月	6.3%

公司	产品	价格	最近一次提价	提价幅度
云南白药	云南白药散剂	出厂价提价	2022年1月	13.5%
健民集团	龙牡壮骨颗粒	30袋	2020年底	超100%
		60袋	2020年底	超50%
马应龙	马应龙痔疮膏（10g）		2021年	提价
太极集团	藿香正气口服液	10元/盒（5支装）	2021年12月	12%
	太极急支糖浆	28-45元/瓶	2020年底	从8.5-15元/瓶提价到28-45元/瓶
	通天口服液	5.5-7元/支	2020年底	从2.8元/支提价到5.5-7元/支
	鼻窦炎口服液	4.5元/支	2020年底	出厂提价20%-30% 终端提价2-3倍
九芝堂	六味地黄丸	48元/盒（520丸/盒）	2021年1月	10%
	安宫牛黄丸（天然牛黄）（1丸/盒）	598元/丸	2021年1月	12%
	安宫牛黄丸（体培牛黄）（2丸/盒）	598元/盒	2021年1月	20%
	安宫牛黄丸（体培牛黄）（1丸/盒）	398元/盒	2021年1月	25%
	牛黄解毒丸	15元/盒（3g*10丸/盒）	2021年1月	超30%
	逍遥丸	29.9元/盒（360丸/盒）	2021年1月	超25%
	上清丸	18元/盒（9g*10丸/盒）	2021年1月	超25%
	通宣理肺丸	18元/盒（6g*10丸/盒）	2021年1月	超25%
	银翘解毒丸	16.9元/盒（10丸/盒）	2021年1月	超25%

中药：政策趋于缓和，高基数影响消除

5 新一轮基药目录调整即将启动

- **2018版基药目录已经执行近6年，2024年有望发布新版基药目录。**基药发展历史较长，我国已经发布5版基药目录。2018年10月25日国家卫健委公布《国家基本药物目录（2018年版）》，也是到目前为止最新的一版基药目录，于2018年11月1日起在全国正式实行。2018版基药目录共包括685个品种，其中西药417种、中成药268种。整体来看，进入基药目录的药品数量在不断增加，中成药占比持续提升。
- **进入基药有助于放量，独家品种更加受益。**2019年，国务院办公厅发文部署短缺药保供稳价工作，其中提到政府办基层医疗卫生机构、二级公立医院、三级公立医院基本药物配备品种数量占比原则上分别不低于90%、80%、60%，推动各级医疗机构形成以基本药物为主导的“1+X”（“1”为国家基本药物目录、“X”为非基本药物，由各地根据实际确定）用药模式，优化和规范用药结构。18版基药目录新增品种的2017-2021年公立医院销售额CAGR平均值为32%，超过100%有10大品种。整体来看，政策有助于中药独家基药品种进院和放量，建议重点关注和跟踪。
- **2024年基药目录前瞻，重点关注“创新型中成药+公共卫生防治用药+儿童用药”。**新版基药目录将延续2018年基药目录的“中西药并重”的工作方针，鼓励创新型中成药发展。以临床价值为导向，在国家基本药物目录管理中注重加强公共卫生防治用药的内容，将国家和各省防治方案中成药品种纳入国家基本药物目录。新版基药目录首次将儿童药品目录单独列出，扩大国家基本药物目录中儿科用药品种和剂型范围，2024年国家基本药物包括化学药品和生物制品目录、中药目录和儿童药品目录等。

中药：政策趋于缓和，高基数影响消除

基药目录调整潜在品种

上市公司	品种	治疗类别	适应症	独家	OTC	医保	集采
贵州三力	开喉剑喷雾剂（儿童）	呼吸系统	清热解毒，消肿止痛。用于急、慢性咽喉炎、扁桃体炎、咽喉肿痛、口腔炎、牙龈肿痛	是	否	是	否
	开喉剑喷雾剂（成人）	呼吸系统	开喉剑喷雾剂，中医清热解毒，消肿止痛。用于肺胃蕴热所致的咽喉肿痛，口干口苦，牙龈肿痛以及口腔溃疡，复发性口疮见以上证候者	是	否	是	否
	芪胶升白胶囊	气血双补剂	血益气。用于气血亏损所引起的头昏眼花，气短乏力，自汗盗汗	是	OTC甲	是	否
	妇科再造丸	妇科	养血调经，补益肝肾，暖宫止痛。用于月经先后不定期，带经日久、痛经、带下	是	OTC甲	是	否
盘龙药业	盘龙七片	骨科	活血化瘀，祛风除湿，消肿止痛。用于风湿性关节炎，腰肌劳损，骨折及软组织损伤	是	否	是	否
方盛制药	藤黄健骨片	骨科	补肾，活血，止痛。用于肥大性脊椎炎，颈椎病，跟骨刺，增生性关节炎，大骨节病	是	否	是	全国
	小儿荆杏止咳颗粒	呼吸系统	疏风散寒，宣肺清热，祛痰止咳。用于小儿外感风寒化热的轻度急性支气管炎引起的咳嗽，咯痰、痰黄，咽部红肿等症	是	否	是	否
济川药业	小儿豉翘清热颗粒	呼吸系统	疏风解表，清热导滞。用于小儿风热感冒挟滞证，症见发热咳嗽，鼻塞流涕，咽红肿痛，纳呆口渴，脘腹胀满，便秘或大便酸臭，溲黄	是	否	是	否
	川穹清脑颗粒	神经系统	祛风胜湿，活血止痛。用于风湿蒙蔽，瘀血阻滞引起的偏头痛	是	否	是	否
	健胃消食口服液	消化系统	健胃消食。用于脾胃虚弱所致的食积，症见不思饮食、嗝腐酸臭、脘腹胀满；消化不良见上述证候者	是	否	是	否
康缘药业	大株红景天片/胶囊	心血管系统	活血化瘀，通脉止痛，用于冠心病，心绞痛属于心血瘀阻证，症见胸痛，胸闷，心慌，气短等	是	否	是	否
	天舒胶囊	神经系统	活血平肝，通络止痛。用于瘀血阻络或肝阳上亢所致的头痛日久，痛有定处，或头晕胁痛、失眠烦躁、舌质暗或有瘀斑；血管神经性头痛、紧张性头痛、高血压头痛见上述证候者	是	是	是	否
	天舒片	神经系统	活血平肝，通络止痛。用于瘀血阻络或肝阳上亢所致的头痛日久，痛有定处，或头晕胁痛、失眠烦躁、舌质暗或有瘀斑；血管神经性头痛、紧张性头痛、高血压头痛见上述证候者	是	否	是	否
	通塞脉片/胶囊	血液和造血器官	活血通络、益气养阴。用于轻中度动脉粥样硬化性血栓性脑梗死（缺血性中风中经络）恢复期气虚血瘀证，症状表现为半身不遂、偏身麻木、口眼歪斜、言语不利、肌体感觉减退或消失等；用于血栓性脉管炎（脱疽）的毒热证。	是	否	是	否
	九味熄风颗粒	治风剂	九味熄风颗粒可以用于轻中度小儿多发性抽动症属中医肾阴亏损，肝风内动证者	否	否	是	否

中药：政策趋于缓和，高基数影响消除

基药目录调整潜在品种

上市公司	品种	治疗类别	适应症	独家	OTC	医保	集采
羚锐制药	培元通脑胶囊	心血管	益肾填精，熄风通络。用于缺血性中风中经络恢复期肾元亏虚，瘀血阻络证，症见半身不遂、口舌歪斜、语言不清、偏身麻木、眩晕耳鸣、腰膝酸软、脉沉细	是	否	是	否
	丹鹿通督片	补肾活血剂	活血通督，益肾通络。用于腰椎管狭窄症(如黄韧带增厚、椎体退行性改变、陈旧性椎间盘突出)属瘀阻督脉型所致的间歇性跛行，腰腿疼痛，活动受限，下肢酸胀疼痛，舌质暗或有瘀斑等	是	否	是	否
达仁堂	通脉养心丸	心血管	养心补血，通脉止痛。用于胸痹心痛，心悸怔忡，心绞痛，心率不齐等	是	否	是	否
	胃肠安丸	消化道及代谢	芳香化浊、理气止痛、健胃导滞的作用。可用于治疗消化不良，肠炎、痢疾等	是	否	是	否
	清肺消炎丸	呼吸系统	清肺化痰，止咳平喘。用于痰热阻肺，咳嗽气喘，胸胁胀痛，吐痰黄稠；上呼吸道感染，急性支气管炎，慢性支气管炎急性发作见上述证候者	是	OTC甲	是	否
	痹祺胶囊	骨科	益气养血，祛风除湿，活血止痛。用于气血不足，风湿瘀阻，肌肉关节酸痛，关节肿大，僵硬变形或肌肉萎缩，气短乏力；风湿、类风湿性关节炎，腰肌劳损，软组织损伤属上述证候者	是	否	是	否
	舒脑欣滴丸	神经系统	理气活血，化痰止痛。用于血虚血瘀引起的偏头痛，症见头痛、头晕、视物昏花、健忘、失眠等	是	OTC甲	是	否
以岭药业	连花清咳片	呼吸系统	治疗急性气管-支气管炎中医辨证属痰热壅肺证者	是	否	是	否
	夏苈芪胶囊	泌尿系统	主要用于良性前列腺增生症	是	否	是	否
	养正消积胶囊	肿瘤辅助用药	健脾益肾，化解毒。适用于不宜手术的脾肾两虚，瘀毒内阻型原发性肝癌辅助治疗与肝内动脉介入灌注加栓塞化疗合用，有助于提高介入化疗疗效，减轻对白细胞，肝功能，血红蛋白的毒性作用，改善患者生存质量，改善脘腹胀满，纳呆食少，神疲乏力，腰膝酸软，溲赤便溏，疼痛	是	否	是	否
	益肾养心安神片	神经系统	益肾、养心、安神。用于失眠症中医辨证属心血亏虚、肾精不足证，症见失眠、多梦心悸、神疲乏力、健忘、头晕、腰膝酸软等，舌淡红苔薄白，脉沉细或细弱。	是	否	是	否
康恩贝	麝香通心滴丸	心血管	芳香益气通脉，活血化痰止痛。用于冠心病稳定型劳累性心绞痛，中医辨证气虚血瘀证，症见胸痛胸闷，心悸气短，神倦乏力。	是	否	是	否
	汉防己甲素片	骨骼系统药物	用于风湿痛、关节痛、神经痛。与小剂量放射合并用于肺癌；亦用于单纯硅肺I、II、III期及各期煤硅肺	否	否	是	否

中药：政策趋于缓和，高基数影响消除

基药目录调整潜在品种

上市公司	品种	治疗类别	适应症	独家	OTC	医保	集采
新天药业	宁泌泰胶囊	泌尿科	清热解毒，利湿通淋。用于湿热蕴结所致淋证，证见：小便不利，淋漓涩痛，尿血，以及下尿路感染、慢性前列腺炎见上述证候者。	是	否	是	否
	苦岑凝胶	妇科	抗菌消炎。用于宫颈糜烂，赤白带下，滴虫性阴道炎及阴道霉菌感染等妇科慢性炎症。	是	否	是	否
	夏枯草口服液	呼吸系统	清火，散结，消肿。用于火热内蕴所致的头痛、眩晕、瘰疬、癭瘤、乳痈肿痛；甲状腺肿大、淋巴结核、乳腺增生病见上述证候者	是	否	是	否
九芝堂	疏血通注射液	神经系统	疏血通注射液，活血化瘀，通经活络。用于瘀血阻络所致的缺血性中风病中经络急性期，症见半身不遂，口舌歪斜、语言謇涩。	是	否	是	否
	裸花紫珠片	止血剂	消炎，解毒，收敛，止血。用于细菌感染引起的炎症，急性传染性肝炎，呼吸道及消化道出血。	是	否	是	广东
一品红	芩香清解口服液	呼吸系统	疏散风热，清泻里热，解毒利咽。用于小儿上呼吸道感染表里俱热证，症见发热、鼻塞、流涕、咳嗽、咽红肿痛、便秘、口渴烦躁、舌红苔黄、脉滑数等者。	是	否	是	否
	尿清舒颗粒	泌尿系统	清热利湿，利水通淋，用于慢性前列腺炎所致小便不利，淋漓涩痛	是	否	是	否
葵花药业	补虚通淤颗粒	心血管系统	益气补虚，活血通络。用于气虚血瘀所致动脉硬化，冠心病	是	否	是	否
	康妇消炎栓	妇科	清热解毒，利湿散结，杀虫止痒	是	否	是	否
亚宝药业	儿童清咽解热口服液	呼吸系统	小儿急性咽炎(急喉痹)属肺胃实热证，症见发热，咽痛，咽部充血，或咳嗽，口渴等	是	否	是	否
华润三九	益血生胶囊	养血剂	主治脾肾两虚，精血不足所致的面色无华，眩晕气短，体倦乏力，腰膝酸软；缺铁性贫血、慢性再生障碍性贫血见上述证候者。	是	OTC甲	是	否
	金复康口服液	肿瘤辅助用药	用于治疗原发性非小细胞肺癌气阴两虚证不适合手术、放疗、化疗的患者，或与化疗并用，有助提高化疗效果，改善免疫功能，减轻化疗引起的白细胞下降等副作用	是	否	是	否
桂林三金	桂林西瓜霜	呼吸系统	用于风热上攻、脾胃热盛所致的乳蛾、喉痹、口糜症见咽喉肿痛、喉核肿大、口舌生疮、牙龈肿痛或出血；急、慢性咽炎扁桃体炎口腔炎口腔溃疡牙龈炎见上述证候者及轻度烫伤（表皮未破）者。	是	OTC甲	是	否
马应龙	麝香痔疮栓	消化系统	清热解毒，消肿止痛，止血生肌。用于痔疮大肠湿热盛所致的大便出血，血色鲜红，肛门灼热疼痛；各类痔疮和肛裂见上述证候者。	是	OTC甲	是	否

中药：政策趋于缓和，高基数影响消除

基药目录调整潜在品种

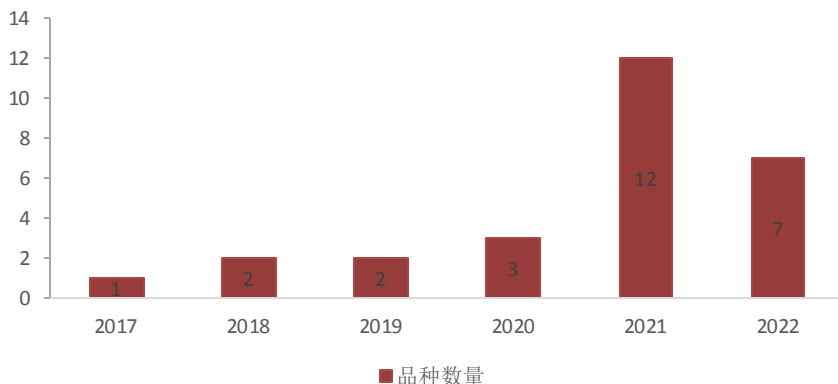
上市公司	品种	治疗类别	适应症	独家	OTC	医保	集采
太极集团	丹参口服液	心血管	活血化淤、通脉养心。用于胸痹引起的心痛，心悸，胸闷，乏力以及轻度冠心病胸闷，心绞痛等症	是	否	是	否
	急支颗粒	呼吸系统	清热化痰，宣肺止咳。用于治疗感冒后咳嗽、支气管炎咳嗽	是	OTC甲	是	否
	洛芬待因缓释片	神经系统	用于多种原因引起的中等程度疼痛的镇痛，如癌症疼痛、手术后疼痛、关节痛、神经痛、肌肉痛、偏头痛、头痛、痛经、牙痛等。	是	否	是	否
昆药集团	舒肝颗粒	肝病用药	舒肝理气，散郁调经。用于肝气不舒的两胁疼痛，胸腹胀闷，月经不调，头痛目眩，心烦意乱，口苦咽干，以及肝郁气滞所致的面部黧黑斑（黄褐斑）	是	OTC甲	是	否
	血塞通软胶囊	心血管	活血祛瘀，通脉活络。用于瘀血阻滞所致的缺血性中风病（脑梗塞）中经络恢复期，症见半身不遂、偏身麻木、口舌歪斜，语言蹇涩等	否 (两家)	否	是	上海
	血塞通片	心血管	活血祛瘀，通脉活络。用于瘀血阻滞所致的缺血性中风病（脑梗塞）中经络恢复期，症见半身不遂、偏身麻木、口舌歪斜，语言蹇涩等	否	否	是	上海
健民集团	龙牡壮骨颗粒	儿科/骨科	强筋壮骨，和胃健脾。用于治疗 and 预防小儿佝偻病、软骨病；对小儿多汗、夜惊、食欲不振、消化不良、发育迟缓也有治疗作用	是	是	是	否
	七蕊胃舒胶囊	消化系统	活血化瘀，燥湿止痛。用于轻中度慢性非萎缩性胃炎伴糜烂湿热瘀阻证所致的胃脘疼痛，舌质紫黯或瘀斑瘀点、舌苔黄腻、脉弦涩或弦滑	是	否	是	否
	拔毒生肌散	皮肤科	痈疽已溃，久不生肌，疮口下陷，常流败水	是	否	是	否
天士力	水飞蓟宾胶囊	肝病用药	用于急、慢性肝炎及脂肪肝的肝功能异常的恢复。	是	否	是	否
	注射用益气复脉	补益剂	益气复脉，养阴生津。用于冠心病劳累型心绞痛气阴两虚证，症见胸痹心痛，心悸气短、倦怠懒言、头晕目眩、面色少华、舌淡、少苔或剥苔，脉细弱或结代；冠心病所致慢性左心功能不全 II、III 级气阴两虚证，症见心悸、气短甚则气急喘促，胸闷隐痛，时作时止，倦怠乏力，面色苍白，动则汗出，舌淡少苔或薄苔，脉细弱或结代	是	否	是	否
	穿心莲内酯滴丸	呼吸系统	清热解毒，抗菌消炎。用于上呼吸道感染风热证所致的咽痛	是	OTC甲	是	否

中药：政策趋于缓和，高基数影响消除

6 中药创新药：行业利好政策不断，有望加速上市

- **中药创新药研发迎来兑现阶段，创新药逐步上市。** 2021年到了药审改革后积压的第一批中药新药上市，迎来一个集中上市时期。申报药品数量来看，随着各项指导细则以及鼓励创新政策的推出，创新药获批上市的品种增加。1) 2024年前三季度，国家药监局批准8款中药新药上市，其中1.1类创新药3款。包括湖北齐进药业的儿茶上清丸、卓和药业的九味止咳口服液、成都华西天然药物的秦威颗粒；古代经典名方中药复方制剂有5个，包括武汉康乐药业的芍药甘草汤颗粒、华润三九的苓桂术甘颗粒和温经汤颗粒、康缘药业的温阳解毒颗粒、国药环球制药的当归补血汤颗粒。2) 前三季度，国内已有32款中药新药的注册申请获CDE承办，已超越2023年全年。其中，中药1.1类创新药有10款，中药3.1类新药有22款。3) 54款中药新药的临床试验申请获承办，涉及43款中药1类创新药、11款中药2.3类改良型新药。
- **“三结合”评审制度持续推进，部分中药有望缩短上市时间。** 《基于人用经验的中药复方制剂新药药学研究技术指导原则（征求意见稿）》及《中药注册管理专门规定（征求意见稿）》提出，遵循“三结合”审评证据体系，在有充分的中医药理论的前提下，人用经验可用于支持中药复方制剂新药的研发决策或注册申请，针对部分中药新药实行优先审评审批。

2017-2022年获批上市中药创新药数量（个）



2024年前三季度中药新药获批上市情况

批准文号	药品名称	注册分类	归属企业	大类
国药准字C20240005	当归补血汤颗粒	3.1	国药广东环球制药	【中】妇科用药
国药准字C20240004	温阳解毒颗粒	3.2	江苏康缘药业	【中】呼吸系统疾病用药
国药准字C20240003	温经汤颗粒	3.1	华润三九医药	【中】妇科用药
国药准字C20240002	苓桂术甘颗粒	3.1	华润三九(雅安)药业	【中】呼吸系统疾病用药
国药准字Z20240003	秦威颗粒	1.1	成都华西天然药物	【中】骨骼肌肉系统疾病用药
国药准字Z20240002	九味止咳口服液	1.1	卓和药业集团	【中】呼吸系统疾病用药
国药准字Z20240001	儿茶上清丸	1.1	湖北齐进药业	【中】五官科用药
国药准字C20240001	芍药甘草汤颗粒	3.1	武汉康乐药业	【中】神经系统疾病用药

中药：政策趋于缓和，高基数影响消除

- **中药行业国企混改加速落地。** 2022年，云南白药、同仁堂、广誉远、达仁堂、东阿阿胶完成管理层更换，部分中药企业完成股东更换，片仔癀、华润三九、太极集团、同仁堂、东阿阿胶、千金药业、康恩贝等多数中药企业计划或推行股权激励。中药企业通过理清股权关系，完善公司治理机制，提高员工的积极性等方式，后续将快速释放国企混改红利，迎来业绩的快速增长。

中药行业国企混改历程

云南白药

- 2021年更换CEO
- 2022年更换CFO
- 新股东陈发树组建新的管理团队实现对于现有管理层的更替

同仁堂：

- 更换公司核心管理层
- 薪酬制度市场化调整

广誉远：

- 更换股东及核心高管团队

华润三九：

- 股权激励
- 并购昆药

江中药业：

- 股权激励
- 回购专用证券账户剩余股份注销完成

康恩贝：

- 2022年9月，披露股权激励名单

片仔癀：

- 日化品子公司做股权激励、分拆上市

太极集团：

- 2020更换股东
- 2021.5核心高管更换，计划股权激励

达仁堂：

- 2022更换股东及核心高管团队

东阿阿胶：

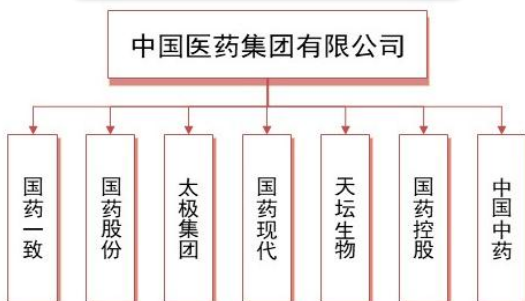
- 更换管理层
- 计划股权激励

千金药业：

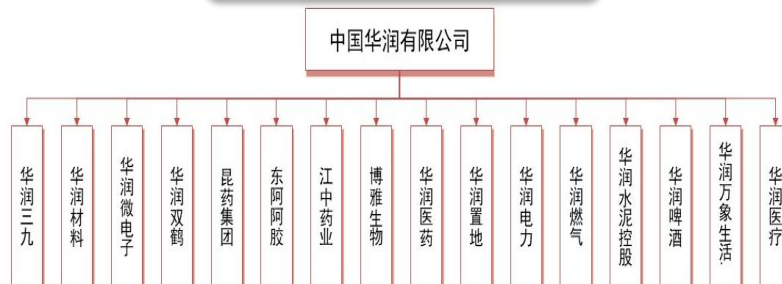
- 2022年2月，2021年限制性股票激励计划首次授予

中药：政策趋于缓和，高基数影响消除

国药集团组织架构



华润集团组织架构



国药集团旗下7家子公司主营业务情况

企业简称	主营业务
国药一致	制药工业、医药批发、零售连锁
国药股份	医药工业制造、医药商业、进口保税、第三方物流、麻醉药品
太极集团	中西成药生产、销售。
国药现代	特色原料药和中间体以及新型制剂类药物的研发、生产和销售
天坛生物	血液制品（人血白蛋白、人免疫球蛋白、人凝血因子Ⅷ）研发、制造、销售及咨询
国药控股	医药健康产品分销配送、零售诊疗、化学试剂、医疗器械、医疗健康服务
中国中药	中成药、化学药和生物药的科研、制造、销售

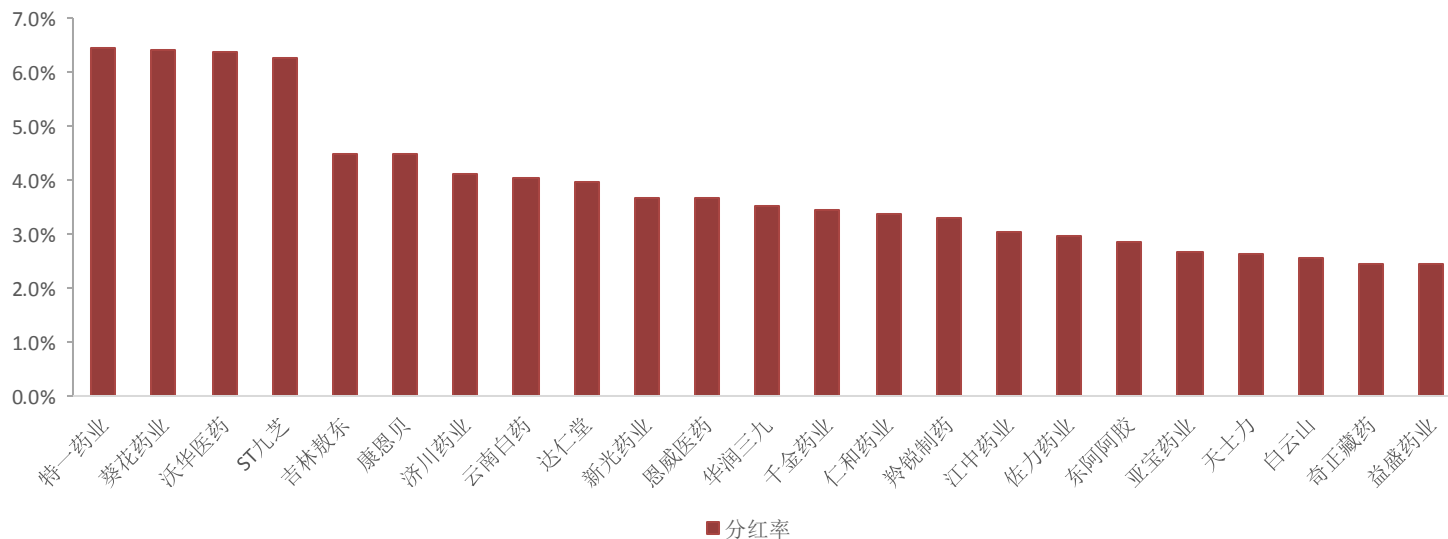
华润集团旗下医药板块子公司主营业务

企业简称	主营业务
华润三九	健康消费品（999感冒灵、999皮炎平、三九胃泰、999小儿感冒等）、处方药（999理洫王牌血塞通软胶囊、参附注射液等）
华润双鹤	慢病业务、专科业务、输液业务
昆药集团	天然植物药（中药、化学药）、医药流通
东阿阿胶	阿胶系列、毛驴养殖及销售
江中药业	中成药、保健食品、功能食品研制、生产及销售
博雅生物	血液制品、糖尿病及抗感染类化学药、生化药
华润医药	医药分销、药品制造、医药零售
华润医疗	综合性医院服务、GPO业务、医院管理及咨询服务

中药：政策趋于缓和，高基数影响消除

- **中药板块持续高分红。** 中药企业相对现金流充足，并且部分国企背景中药企业积极响应政策，分红意愿较强，其中特一药业、葵花药业、沃华医药、九芝堂分红率达到6%以上，康恩贝、吉林敖东、济川药业、云南白药、达仁堂等公司的分红率也在3%以上。

2023年中药板块公司分红率



医药分销：内部稳中求变，外部政策利好

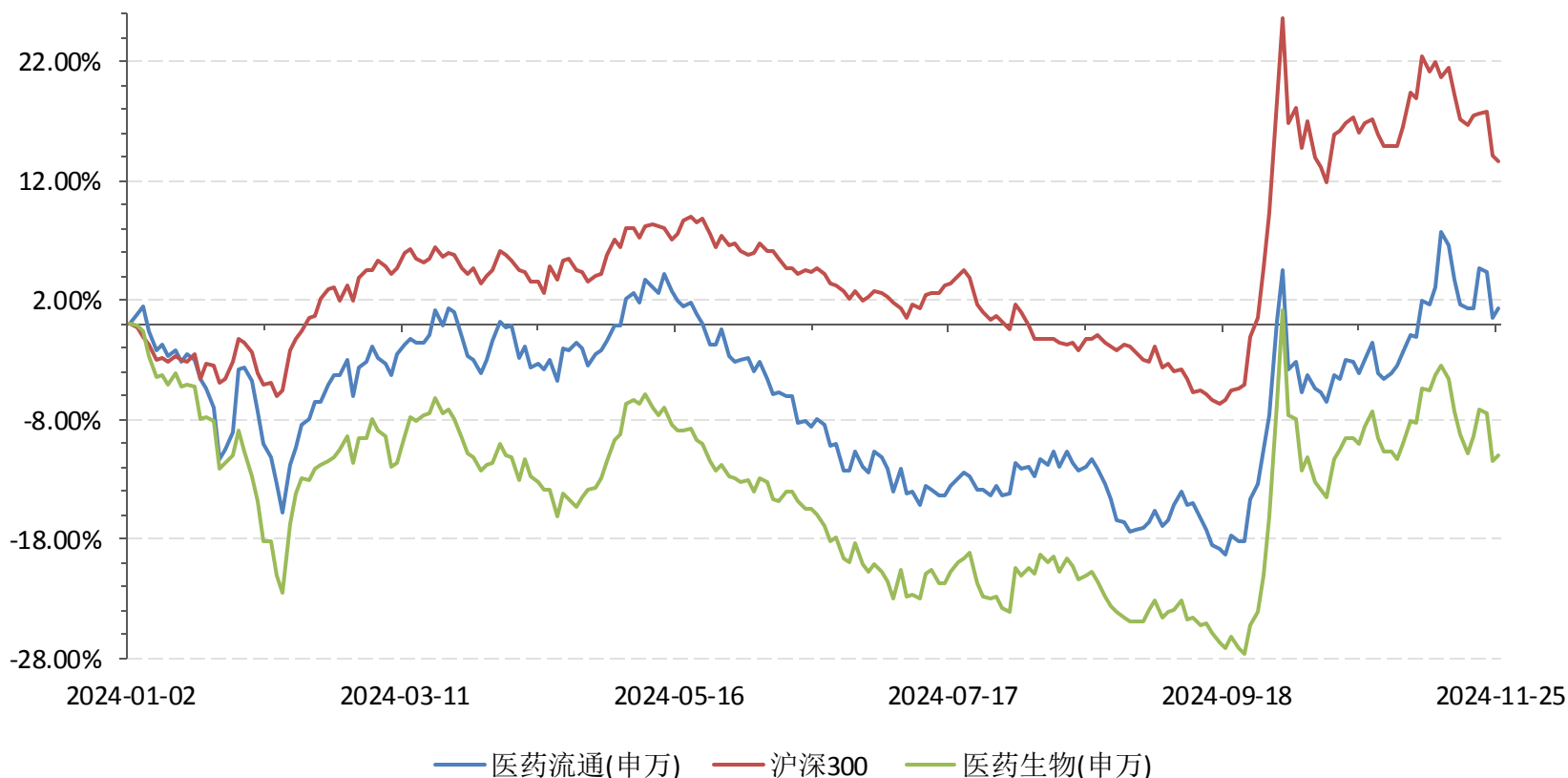
- **业绩端：业绩承压较为明显，静待行业修复。** 选取21家A股医药流通领域上市公司，2024Q1-Q3收入总额6811亿元（+0.9%），归母净利润121.8亿元（-4.1%），扣非归母净利润113.9亿元（-1.0%）。分季度来看，21家公司2024Q1/Q2/Q3的收入总额分别为2316.1亿元（+0.1%）/2238.5亿元（-2.0%）/2256.2亿元（+4.7%）。2024年Q3业绩改善明显，随着集采持续扩面和行业合规性要求持续提高，流通环节的渠道更加透明、规范、统一，行业格局有望加速出清，龙头公司有望持续提升市场份额。从盈利能力来看，2024Q1-Q3样本公司整体毛利率为9.7%，同比-0.5pp。预计毛利率下降主要受集采、医药反腐政策影响。2024Q1-Q3整体费用率为6.8%，同比-0.3pp。受行业集中度提升的影响，销售费用率下降；规模效应不断显现，数字物流和供应链解决方案带来管理效率提升，管理费用率持续下降。
- **看好医药分销三大方向：1）政策出台缓解院端回款压力，利好医药分销企业发展。** 医保预付政策出台与支持地方化债，缓解院端现金流压力，利好医药分销。2）**行业集中度持续提升。** 集采、医药反腐等政策导致毛利率下降，对医药分销企业营业成本提出更高要求。下游医疗机构现金流压力传导至医药分销企业，随着中小型医药分销企业退出，龙头企业有望持续提升市场份额。3）**商业模式优化，数字化转型提质增效，CSO增速亮眼。** 医药分销企业纷纷开展智慧供应链和数字运营管理体系建设，提升医药产业链效率，强化应急响应和供应保障。部分头部企业还在满足公司自身经营需求的同时，向行业内外客户提供三方物流、医药冷链物流、数智物流与供应链整体解决方案服务，提升盈利能力。
- **相关标的：**上海医药（601607）、重药控股（000950）、柳药集团（603368）、百洋医药（301015）、九州通（600998）、国药一致（000028）等。
- **风险提示：**行业政策波动风险；药品降价风险；项目不及预期。

医药分销：内部稳中求变，外部政策利好

1 复盘

- 医药流通板块近一年大部分时间跑赢医药生物指数，跑输沪深300。2024年以来，医药流通板块累计涨幅1.36%，相对于医药生物指数的超额收益为12.45%，相对于沪深300的超额收益为-12.28%。

2024年以来医药流通板块行情图



医药分销：内部稳中求变，外部政策利好

2 业绩回顾

- 选取21家A股医药流通领域上市公司，2024Q1-Q3收入总额6811亿元（+0.9%），归母净利润121.8亿元（-4.1%），扣非归母净利润113.9亿元（-1.0%）。
- **分季度来看**，21家公司2024Q1/Q2/Q3的收入总额分别为2316.1亿元（+0.1%）/2238.5亿元（-2.0%）/2256.2亿元（+4.7%）。2024年Q3业绩改善明显，随着集采持续扩面和行业合规性要求持续提高，流通环节的渠道更加透明、规范、统一，行业格局有望加速出清，龙头公司有望持续提升市场份额。此外，下游医疗机构回款压力仍未改善，流通企业的垫资压力增加，融资能力较强、资金成本较低的龙头企业有望获得显著的竞争优势。
- **从盈利能力来看**，2024Q1-Q3样本公司整体毛利率为9.7%，同比-0.5pp。预计毛利率下降主要受集采、医药反腐政策影响。2024Q1-Q3整体费用率为6.8%，同比-0.3pp。受行业集中度提升的影响，销售费用率下降；规模效应不断显现，数字物流和供应链解决方案带来管理效率提升，管理费用率持续下降。

医药分销板块业绩概览

单位：亿元	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营收	2285.1	2154.1	2215.3	2316.1	2238.5	2256.2
同比增速	13.7%	-1.9%	5.0%	0.1%	-2.0%	4.7%
归母净利润	47.4	35.8	10.4	43.1	43.6	35.1
同比增速	-19.4%	-11.5%	1125.9%	-1.5%	-8.1%	0.0%
扣非归母净利	40.9	33.2	6.2	40.4	40.9	32.6
同比增速	-10.0%	-10.3%	4.8%	-1.4%	-0.1%	-1.8%

医药分销板块财务数据概览

	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
毛利率	10.6%	9.6%	10.0%	9.6%	10.2%	9.4%
四费率	7.2%	6.9%	7.8%	6.6%	7.1%	6.8%
销售费用率	4.3%	3.7%	4.4%	3.8%	4.1%	3.9%
管理费用率	1.9%	2.0%	2.2%	1.8%	1.9%	1.9%
财务费用率	0.7%	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%
研发费用率	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
净利率	2.1%	1.7%	0.5%	1.9%	1.9%	1.6%

医药分销：内部稳中求变，外部政策利好

3 政策：缓解院端现金流压力，利好医药分销

- **医保基金预付**：2024年11月国家医保局发布《关于做好医保基金预付工作的通知》，明确各省级医保部门要指导统筹地区组织开展医保基金预付工作。努力缩短医保基金对医疗机构的回款周期，助力提升医疗服务质量和效率。
- **地方化债**：2024年11月8日，十四届全国人大常委会第十二次会议表决通过了关于批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》的决议。财政部部长蓝佛安表示，2023年末全国隐性债务余额为14.3万亿元。从2024年开始，连续5年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。加上此次全国人大常委会批准的6万亿元债务限额，直接增加地方化债资源10万亿元。同时也明确，2029年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还。3项政策协同发力，2028年之前，地方需消化的隐性债务总额从14.3万亿元大幅降至2.3万亿元，平均每年消化额从2.86万亿元减为4600亿元，不到原来的1/6，化债压力大大减轻。地方得以腾出更多资源用于促进发展，地方公立医院现金流压力有望减轻，利好医药分销企业发展。

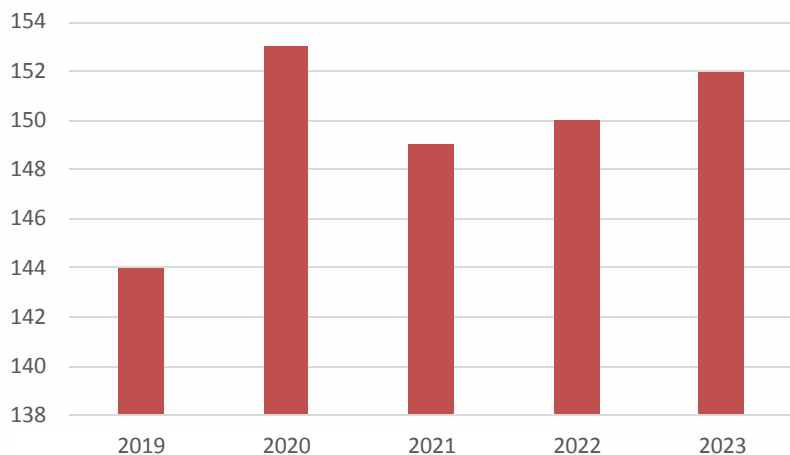
时间	事件	内容
2024.11	十四届全国人大常委会第十二次会议表决通过了关于批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》的决议	增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务
2024.11	《关于做好医保基金预付工作的通知》	明确各省级医保部门要指导统筹地区组织开展医保基金预付工作。

医药分销：内部稳中求变，外部政策利好

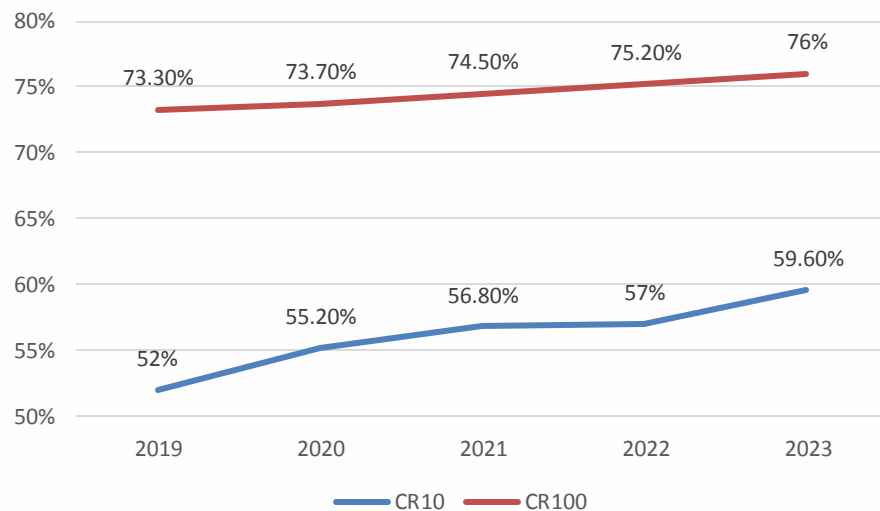
4 行业集中度持续提升

- **政策导向：**“十四五规划”提出到2025年我国培育形成1-3家超五万亿元、5-10家超千亿元的大型数字化、综合性药品流通企业，100家左右智能化、特色化、平台化的药品供应链服务企业；药品批发百强企业年销售额占药品批发市场总额98%以上。集采、医药反腐等政策导致毛利率下降，对医药分销企业营业成本提出更高要求。
- **下游现金流压力传导：**2022年以来下游医疗机构现金流压力持续增大，导致上游医药分销企业回款压力较大。大型医药分销企业由于体量较大、融资能力较强、资金成本较低、抗风险能力强等特征，经营层面韧性更强。随着中小型医药分销企业退出，龙头企业有望持续提升市场份额。

药品批发企业对医疗机构应收账款回款天数



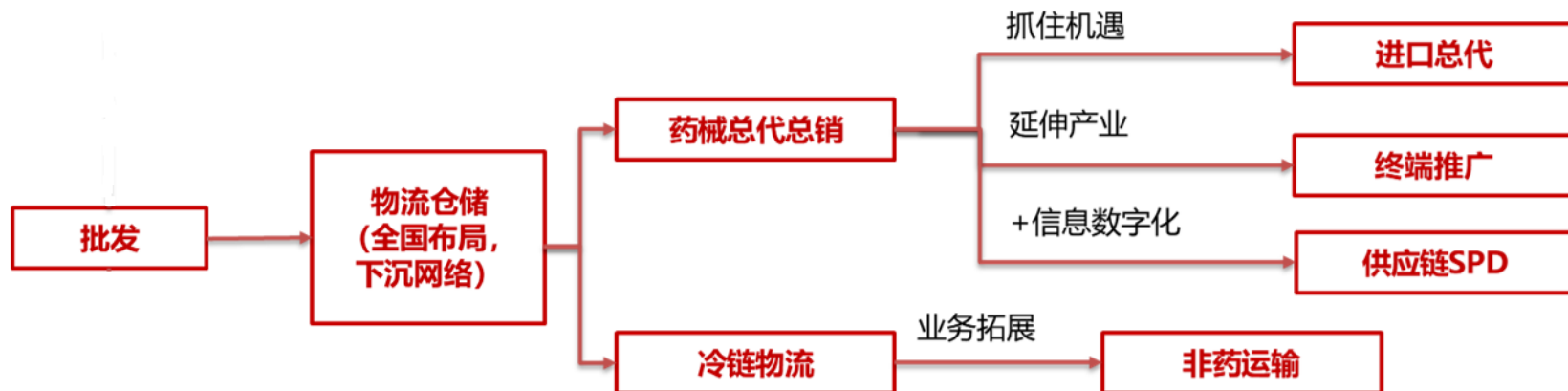
医药流通领域CR10及CR100



医药分销：内部稳中求变，外部政策利好

5 商业模式优化

- **数字化成为医药分销行业未来发展的重要引擎。**随着药品流通行业集中度提升，医药供应链与互联网深度融合，打造新型数字化医药流通模式，建立新型医药行业供应链平台，以智慧化信息技术赋能药品流通势在必行。医药分销企业纷纷开展智慧供应链和数字运营管理体系建设，提升医药产业链效率，强化应急响应和供应保障。部分头部企业还在满足公司自身经营需求的同时，向行业内外客户提供三方物流、医药冷链物流、数智物流与供应链整体解决方案服务，提升盈利能力。
- **CSO业务增速亮眼。**CSO业务使得上游医药工业企业得以专注于医药研发生产，完善供应链分工，提升医药行业整体效率，看好国内CSO业务发展。2024年Q1-Q3，上海医药CSO合约推广业务实现销售收入约61亿元，同比增幅达176.3%。九州通CSO业务实现销售收入141.19亿元，同比增长 18.00%。百洋医药CSO业务实现销售收入41.33亿元，同比增长15.48%。



药店：收入端动力充足，利润端持续承压

- **业绩回顾：1) 收入端：收入随门店扩张稳步增长，利润因竞争加剧持续承压。** 选取7家A股药店领域上市公司，2024Q1-Q3收入总额781亿元（+7.1%），归母净利润32.5亿元（-18.8%），扣非归母净利润31.0亿元（-19.0%）。分业务看，加盟及分销业务由于新店扩张，增速显著优于零售业务。分产品看，中西成药基于需求刚性，增长良好；非药品由于家庭库存收入有所承压。二季度受到行业竞争加剧，新店亏损等因素影响，利润端下滑幅度较大；三季度经营节奏恢复常态，季度环比趋势向上。随着医保门诊统筹政策推进，处方外流加速，药店业务量不断增长，药店板块盈利提升仍将持续。**2) 毛利端：加盟业务占比提升，毛利率略有下降。** 2024Q1-Q3样本公司整体毛利率为35.0%，同比-0.3pp。毛利率同比下降主要是毛利率较低的加盟业务占比提升以及消费疲软带来高毛利产品占比下降所致。2024Q1-Q3整体费用率为29.1%，同比+1.4pp，主要系行业竞争加剧，销售费用率上升所致。龙头企业持续拓店，新开门店及并购门店有一定的培育、整合期，客流尚需培育，导致销售费用增加。
- **看好药店两大方向：1) 门诊统筹政策推进，加速处方外流。利好头部药店，促进行业集中度提升。** 行业竞争激励，店均服务人口数量下降，客单价下降，5月底以来，医保局发文对“五同药品”进行比价，多地陆续上线医保比价小程序，使用者可查询到药品在药店、医院的均价以及价格区间从而实现实时比价，促使比价药品在医院以及药店间价格趋同，供应链能力薄弱的中小药店难以在价格战中存活。随着头部企业持续拓店与中小药店闭店潮，行业连锁化程度与集中度提升。**2) “互联网+医药”高增长赛道，推动中国医药新零售发展。** 定点医疗机构和零售药店线上医保购药逐步开放，《药品网络销售监督管理办法》落地，消费者网络购药意识逐年提高，医药电商市场拥有较大增长空间。互联网医院发展，电子处方加速外流。零售药店积极对接各级政府及医院处方流转平台，承接外流电子处方。
- **投资建议：**大参林（603233）、益丰药房（603939）、一心堂（002727）、老百姓（603883）、健之佳（605266）、国药一致（000028）。
- **风险提示：**门店扩张不及预期；政策变动风险；药品降价风险；疫情波动风险。

药店：收入端动力充足，利润端持续承压

- 2024年5月，比价政策出台，利空医药零售，药店板块快速下挫。2024年六月份以来，药店板块持续跑输医药生物指数和沪深300。2024年以来，药店板块累计跌幅-34.82%，相对于医药生物指数的超额收益为-23.73%，相对于沪深300的超额收益为-48.46%。

药店板块行情图 (2024.1.1-2024.11.25)



药店：收入端动力充足，利润端持续承压

1 业绩回顾:收入稳步增长，利润持续承压

- **收入端**：选取7家A股药店领域上市公司，2024Q1-Q3收入总额781亿元（+7.1%），归母净利润32.5亿元（-18.8%），扣非归母净利润31.0亿元（-19.0%）。分季度来看，7家公司2024Q1/Q2/Q3的收入总额分别为272.4亿元（+10.9%）/256.6亿元（+4.3%）/252.5亿元（+6.0%）。2024Q1/Q2/Q3的归母净利润分别为15.0亿元（+0.3%）/10.0亿元（-28.7%）/7.4亿元（-32.4%）。分业务看，加盟及分销业务由于新店扩张，增速显著优于零售业务。分产品看，中西成药基于需求刚性，增长良好；非药品由于家庭库存收入有所承压。二季度受到行业竞争加剧，新店亏损等因素影响，利润端下滑幅度较大；三季度经营节奏恢复常态，季度环比趋势向上。随着医保门诊统筹政策推进，处方外流加速，药店业务量不断增长，药店板块盈利提升仍将持续。
- **毛利端**：2024Q1-Q3样本公司整体毛利率为35.0%，同比-0.3pp。毛利率同比下降主要是毛利率较低的加盟业务占比提升以及消费疲软带来高毛利产品占比下降所致。2024Q1-Q3整体费用率为29.1%，同比+1.4pp，主要系行业竞争加剧，销售费用率上升所致。头部企业持续拓店，新开门店及并购门店有一定的培育、整合期，客流尚需培育，导致销售费用增加。

板块业绩概览

单位：亿元	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营收	245.9	238.3	286.6	272.4	256.6	252.5
同比增速	15.4%	8.8%	-2.8%	10.9%	4.3%	6.0%
归母净利润	14.0	11.0	6.8	15.0	10.0	7.4
同比增速	16.9%	5.4%	-51.6%	0.3%	-28.7%	0.0%
扣非归母净利	13.5	10.3	7.7	14.5	9.2	7.3
同比增速	18.2%	1.3%	-43.5%	0.0%	-32.0%	-28.7%

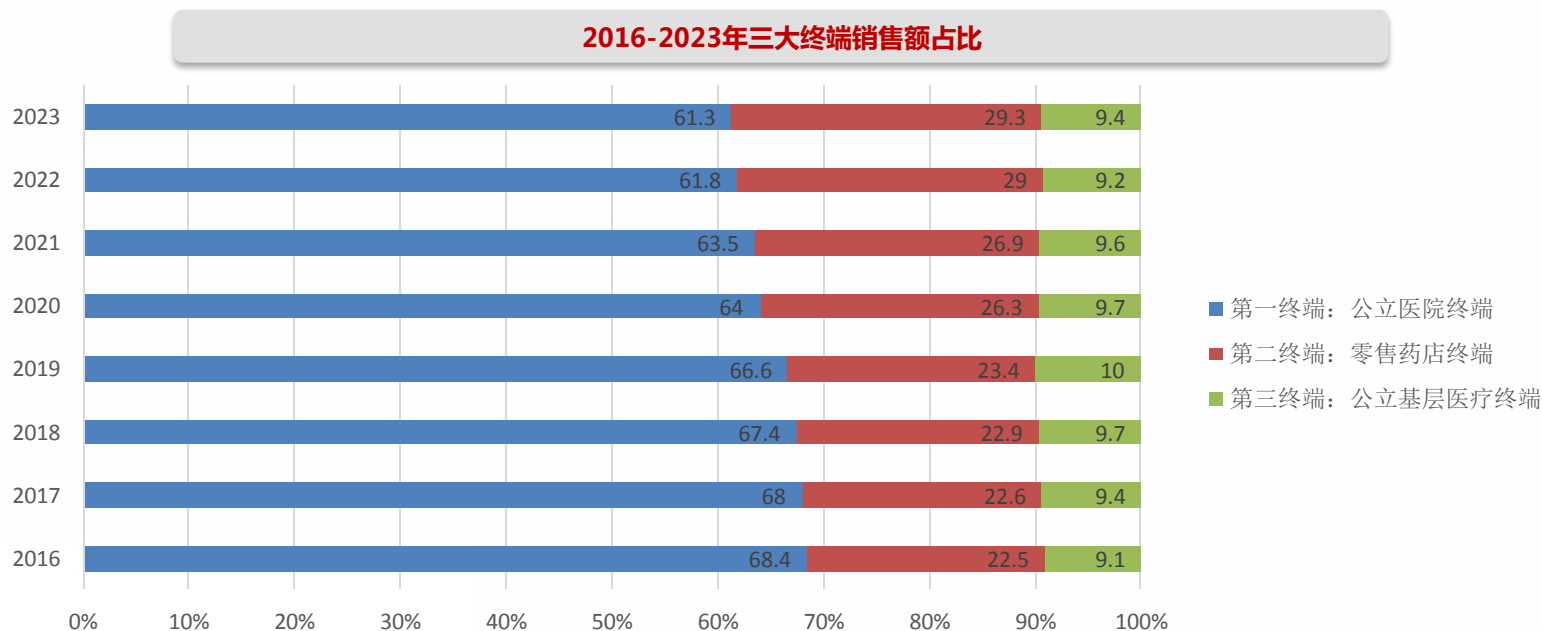
板块财务数据概览

	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
毛利率	35.5%	34.8%	33.2%	34.8%	35.2%	35.0%
四费率	27.7%	28.4%	28.5%	27.0%	29.9%	30.6%
销售费用率	23.1%	23.5%	22.9%	22.6%	24.9%	25.4%
管理费用率	3.9%	4.1%	4.7%	3.7%	4.1%	4.2%
财务费用率	0.6%	0.8%	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%
研发费用率	0.1%	0.1%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%
净利率	5.7%	4.6%	2.4%	5.5%	3.9%	2.9%

药店：收入端动力充足，利润端持续承压

2 政策：门诊统筹政策推进，加速处方外流

- **门诊统筹政策**：2024年三季度门诊统筹政策持续完善，长期来看利好零售药店，零售药店的经营管理迎来新的机遇和挑战。依据老百姓2024年三季报，已纳入门诊统筹医保管理的零售药店较未纳入的有显著优势，来客数和销售额均有所提升。2016年以来，零售药店销售额占三大终端的比例逐年提升。门诊统筹政策、集采降价、DRG付费、“双通道”等政策加速处方药流向院外市场，处方药销售占比均呈上升趋势。但是叠加在门诊统筹政策上更为严苛的医保控费和监察机制对药店盈利能力造成一定限制，并且对中小药店的影响大于对头部药店的影响。为取得门诊统筹资质，药店合规成本大幅提升。单体药店通常缺乏连锁药店那样的合规资源和资金支持，很容易在严查中被淘汰出局。在医保基金紧平衡背景下，医保局还会加大对医保定点药店的监管力度。



药店：收入端动力充足，利润端持续承压

2 政策：比价政策影响逐步消除

- 2024年10月31日，国家医保局发布《药品价格影响因素知多少？——不同渠道运营模式有影响》，承认各个渠道价格不一致现象，认可药店的运营成本、人力成本、房租物业等成本因素造成价格差异；允许线上价格因为成本原因价格更低，认可线下药店的便捷性和用药指导服务价值。

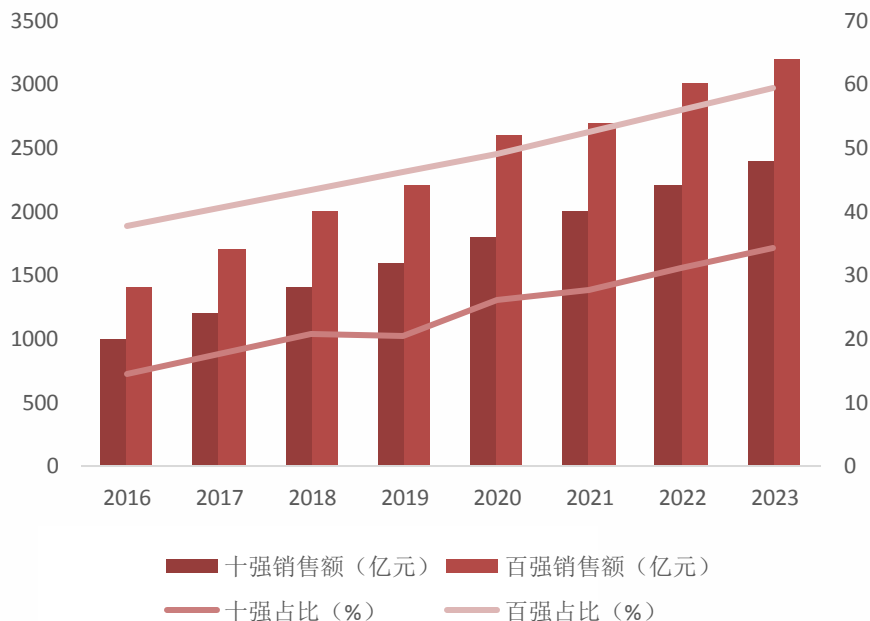
时间	事件	内容	影响
2023.12.26	医保局发布《促进同通用名同厂牌药品省际间价格公平诚信、透明均衡》	聚焦“四同药品”（同通用名、厂牌、剂型、规格），对照全国现有挂网药品价格统计行程的监测价进行全面梳理排查，到2024年3月底前，基本消除“四同药品”省际间的不公平高价、歧视性高价	对院内端价格不同的产品造成较大影响，药企会调整各省挂网价格达到价格趋同
2024.4.9	江苏省医保局发布《关于推进阳光挂网药品价格治理工作的通知》	申报价格不高于以已挂网同通用名产品数最多剂型规格中对应挂网产品中的最低价为基础，根据差比价系数计算的价格	“三同”价格治理，取消同规格，按照差比价计算，江苏省目前针对“三同”比价仅限于院内
2024.5.29	医保局发布《关于开展“上网店，查药价，比数据，抓治理”专项行动的函》	要求以当日同城即时配送价格作为锚点，比对省级集采平台挂网价、集采中选价、定点零售药店药价。	消除线上低价吸引客流的现象，确保线上线下价格一致，部分药企受到定价策略压力后会选择提高线上平台价格，以达到“多端价格统一”
2024.6.13	国家医保局发布新闻《陕西医保上线“药品比价”功能》；	国家医保局发布消息，陕西医保上线“药品比价”功能，自药品比价功能上线以来，预计将使参保人员的购药成本下降10%-15%。	推动药品价格透明，药店端自主定价能力削弱，药店会将压力转移给品牌力较弱的上游药企
2024.10	国家医保局发布《药品价格影响因素知多少？——不同渠道运营模式有影响》	1、线下药店、非公立医院药品定价标准：未纳入医保定点的线下药店和非公立医院药品价格完全自主定价；而纳入医保定点的线下药店和非公立医院，则需要遵守医保定点协议 2、网络药店：一类是“外卖”模式，价格与线下药店接近，一些情况略低，另一类“快递”模式，由于成本较低，低于线下药店。 3、公立医院：大部分药品价格基本持平、少部分有高有低，其中集采药品价格普遍低于线下药店	承认各个渠道价格不一致现象，认可药店的运营成本、人力成本、房租物业等成本因素造成价格差异；允许线上价格因为成本原因价格更低，认可线下药店的便捷性和用药指导服务价值。

药店：收入端动力充足，利润端持续承压

2 政策：驱使行业集中度持续提升

- **行业集中度持续提升。**政策监管升级、开店限制趋严与比价行动，倒逼小连锁和单体药店逐步淘汰出局，留给连锁药店更多收购空间和开店机会，中长期内行业集中度提升趋势不变。药店行业“十四五规划”目标为药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额65%以上。连锁药店新增门店中加盟门店比例较高，加盟门店占比持续提升，带来收入增长的同时，降低整体毛利率水平。2024年以来，头部药店拓店速度有所放缓。

中国药店十强、百强销售额及占比



五大药房新增门店数量及增速

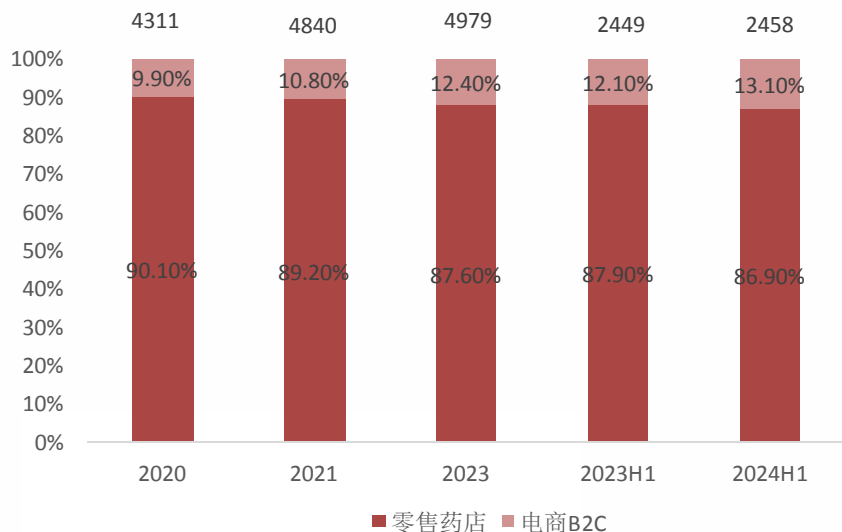
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
大参林	门店数量	3880	4756	6020	8193	10045	14074	16453
	YOY	30.00%	22.60%	26.60%	36.10%	30.90%	40.10%	16.90%
益丰药房	门店数量	3611	4752	5991	7809	10268	13250	15050
	YOY	75.40%	31.60%	26.10%	30.30%	31.50%	29%	11.96%
一心堂	门店数量	5758	6266	7205	8560	9206	10255	11510
	YOY	13.70%	8.80%	15.00%	18.80%	7.50%	11.40%	12.20%
老百姓	门店数量	3864	5128	6533	8352	10783	13574	15591
	YOY	41.40%	32.70%	27.40%	27.80%	29.10%	25.90%	14.90%
健之佳	门店数量	1506	1752	2130	3044	4055	5116	5501
	YOY	15.40%	16.30%	21.60%	42.90%	33.20%	26.20%	7.00%

药店：收入端动力充足，利润端持续承压

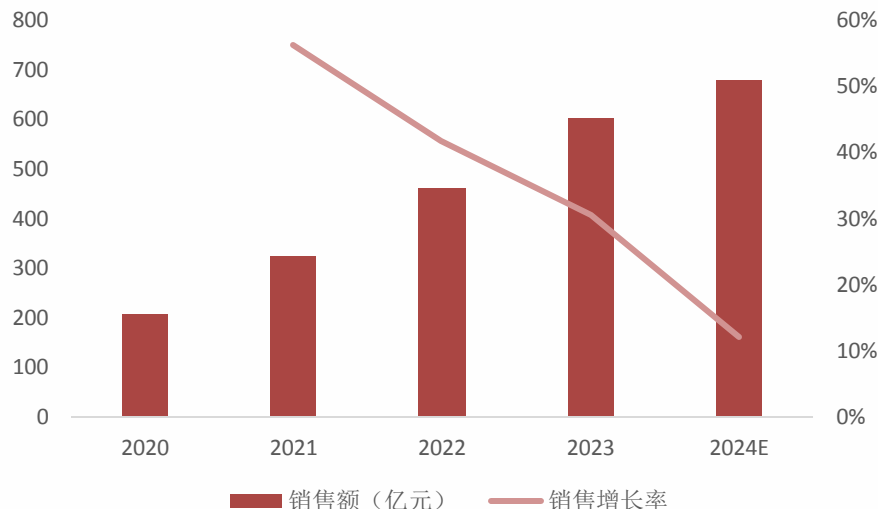
3 新零售：“互联网+医药”推动医药新零售发展

- **线上医保购药**：自2023年10月至2024年11月，全国已有6个省级行政区开放定点医疗机构和零售药店线上医保购药。其中，山西省提出在试点的互联网医院就诊后，参保人员凭电子处方买药可享受统筹基金报销，也可以在试点药店线上购买OTC药品，选择个账支付或自费。后续随着越来越多省份开放权限、纳入处方药以及允许统筹报销，医药电商活力将进一步提升。
- **医药电商**：随着《药品网络销售监督管理办法》落地，消费者网络购药意识逐年提高，医药电商市场拥有较大增长空间，医药新零售将在合规经营的基础上，从解决老百姓便捷实惠购药，逐渐走向消费者全方位健康管理服务。互联网医院发展，电子处方加速外流。“互联网+医疗”势头强劲，零售药店积极对接各级政府及医院处方流转平台，承接外流电子处方。依托大数据和人工智能等技术，新零售板块将进一步聚焦用户需求、加速业务在线化；B2C店群矩阵和O2O渠道精细化运营等方式，将实现多渠道更高效触达和服务全国消费者；顾客门店社群和会员在线运营等方式，进一步提升私域商城活跃度。

中国药品院外零售市场规模及渠道占比



网上药店终端药品（化学药+生物药+中成药）销售额及增长率



医疗服务：收入增速放缓，静待需求拉升

- **业绩端：1) 收入端：收入增速放缓，短期利润承压。**2024Q1-Q3收入增速放缓，利润同比均下降。主要系Q3需求疲软、部分行业竞争加剧以及医保控费压制等影响。**2) 毛利端：毛利率有所回落。**2024Q1-Q3毛利率同比均下降。消费医疗类业务受到外部环境竞争加剧、集采、DRG实施等影响，价格有所下降。部分医疗机构新拓展部分医院处于爬坡和盈利改善的上行周期，毛利率有所下滑。随着新拓展医院经营成熟，毛利率有望企稳回升。
- **政策端：商业医保补充支持行业发展，DRG全面推广。**我国医保基金在老龄化趋势、防疫支出等多方面影响下长期承压，医保控费为长期基调。医保局发文做好医保基金预付，在国家层面统一和完善医保基金预付制度，探索医保基金对医疗机构的即时结算。努力缩短医保基金对医疗机构的回款周期，助力提升医疗服务质量和效率。鼓励商业保险发展，作为国家医保的补充，能促进行业发展。从供给端看，社会办医在满足多样化医疗需求方面越来越发挥着不可替代的作用。2024年DRG全面推广，利于行业加速向优质医疗服务机构集中。随着反腐、飞检逐步进入尾声，医院逐步进入到常态化的运营状态。
- **2024年需寻找医疗服务板块个股机会。**医疗服务板块中偏消费属性赛道有眼科、口腔、体检等，24业绩表现平淡，原因有眼科赛道中部分偏消费项目如屈光手术等具备一定需求刚性，而口腔赛道受种植牙集采政策影响等，由于消费乏力等因素影响，2025年应关注具备1) 并购催化、2) 业绩反转、3) 业务结构转型等逻辑的个股标的，与此同时，眼科赛道由于其消费属性项目如屈光、视光具备一定刚需特质的原因，具备经营韧性，口腔赛道在种植牙集采影响消化后具备业绩提升空间，可持续关注2025年机会；偏刚需属性赛道在老龄化趋势持续加剧背景下需求端基本面稳健，可以关注具备1) 扩张、2) 床位利用率提升、3) 扭亏逻辑标的。
- **相关标的：**板块估值进入底部区间，建议关注爱尔眼科、华夏眼科、普瑞眼科、通策医疗、瑞尔集团、国际医学、信邦制药等。
- **风险提示：**政策对医疗服务价格调整；医疗纠纷；公司经营进展不及预期等。

医疗服务：收入增速放缓，静待需求拉升

1 回顾：医疗服务板块年初至今复盘

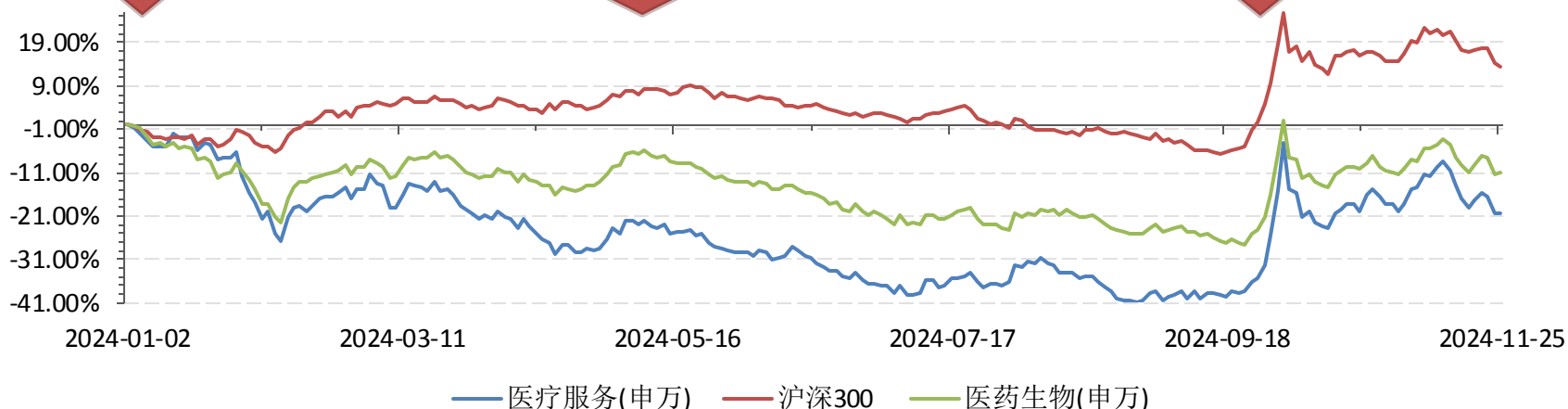
- 医疗服务板块近一年持续跑输申万医药和沪深300。年初至今医疗服务板块累计跌幅-20.38%，相对于医药生物指数的超额收益为-9.29%，相对于沪深300的超额收益为-34.02%。

医疗服务板块近一年历史回顾（2024.1.1-2024.11.25）

- 2024年1月9日，国家医保局明确2024年要深化医疗服务价格改革和管理，推动集采“扩围提质”，加强医保基金监管高压态势。

- 2024年5月17日，国家卫生健康委等多部门联合印发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，进一步规范医药购销秩序和医疗服务行为。
- 2024年7月17号，国家医疗保障局发布《关于印发按病组（DRG）和病种分值（DIP）付费2.0版分组方案并深入推进相关工作的通知》，进一步细化和完善分组规则，提高分组的科学性和准确性，提出特例单议机制。

- 2024年10月，季报密集发布，行业增速放缓，利润承压，业绩不及预期。
- 2024年11月1日，国家医保局发布《关于做好医保基金预付工作的通知》，明确各省级医保部门要指导统筹地区组织开展医保基金预付工作。



医疗服务：收入增速放缓，静待需求拉升

2 业绩：收入增速放缓，短期利润承压

- **2024Q1-Q3医疗服务板块总结**：选取11家A股医疗服务领域上市公司，2024Q1-Q3收入总额390亿元（+1.5%），归母净利润47.2亿元（-8.3%），扣非归母净利润43.3亿元（-12.9%）。
- **分季度来看：收入增速放缓，短期利润承压**。2024Q1/Q2/Q3收入120.1/129.7/139.8亿元（+1.7%/+3.3%/-0.3%），归母净利润11.0/16.0/20.2亿元（-13.8%/-2.3%/-9.6%）。主要系三季度呈现需求疲软趋势、部分行业竞争加剧以及严肃医疗受医保控费压制等影响。
- **毛利率有所回落**。2024Q1-Q3毛利率同比均下降。消费医疗类业务受到外部环境竞争加剧、集采、DRG实施等影响，价格有所下降。部分医疗机构新拓展部分医院处于爬坡和盈利改善的上行周期，毛利率有所下滑。随着新拓展医院经营成熟，毛利率有望企稳回升。

板块业绩概览

单位：亿元	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营收	125.6	140.2	129.5	120.1	129.7	139.8
同比增速	32.9%	11.1%	37.8%	1.7%	3.3%	-0.3%
归母净利润	16.4	22.4	3.8	11.0	16.0	20.2
同比增速	97.9%	19.0%	-146.1%	-13.8%	-2.3%	-9.6%
扣非归母净利	17.3	21.3	5.7	10.2	14.0	19.1
同比增速	106.3%	12.9%	-227.5%	-7.9%	-19.3%	-10.3%

板块财务数据概览

	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
毛利率	44.3%	46.6%	41.0%	40.0%	42.4%	45.1%
四费率	25.9%	25.6%	28.0%	27.1%	27.9%	26.5%
销售费用率	12.2%	11.4%	13.2%	11.6%	13.1%	12.0%
管理费用率	11.6%	11.4%	12.1%	12.7%	12.1%	11.9%
财务费用率	0.8%	1.5%	1.4%	1.7%	1.7%	1.6%
研发费用率	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%
净利率	13.0%	16.0%	2.9%	9.1%	12.3%	14.5%

医疗服务：收入增速放缓，静待需求拉升

2 业绩：消费医疗收入增速放缓，严肃医疗收入较为稳定

- 消费医疗属性标的2024Q1-Q3收入增速放缓，严肃医疗属性标的收入端较稳定。2024Q1-Q3行业整体收入增速放缓，利润同比均下降。眼科、口腔、体检等偏消费属性的赛道2023年业绩在疫后修复的趋势下，表现优于肿瘤治疗、康复、综合医院等偏严肃医疗属性标的，但2024年以来在高基数以及消费疲软的影响下，业绩增速放缓，严肃医疗属性标的则在2024年前三季度业绩表现较稳定。我们认为宏观经济环境对消费属性医疗服务公司业绩有一定影响，行业机会仍需等待。利润承压以及回款压力对业内公司提出挑战，看好优质龙头企业发展。严肃医疗属性标的的由于其具备刚需属性，收入端表现较平稳，利润端或受DRG政策影响有一定程度下滑，整体板块机会仍需等待。

医疗服务板块（医院赛道）2023年以及2024Q1-Q3收入及利润增速

			2023		2024Q1-Q3	
			收入增速	归母净利润增速	收入增速	归母净利润增速
偏消费属性	眼科行业	爱尔眼科	26%	33%	2%	9%
		华夏眼科	24%	30%	3%	-24%
		普瑞眼科	58%	1203%	-1%	-95%
		何氏眼科	24%	95%	-8%	-84%
	口腔行业	通策医疗	5%	-9%	2%	-3%
	体检行业	美年健康	26%	190%	-2%	-89%
偏基础医疗属性	肿瘤治疗	盈康生命	27%	117%	11%	-12%
	康复治疗	澳洋健康	8%	423%	-8%	-2%
	综合医院	新里程	14%	-80%	7%	58%

医疗服务：收入增速放缓，静待需求拉升

眼科：预计2025年收入增长

□ 内生增长：

1) 预计刚需属性基础疾病治疗项目收入增长。2023年上半年数据，白内障、基础眼病等刚需类治疗项目收入由于疫后修复积压需求释放等原因呈现快速增长态势，各公司白内障项目收入增速均高于公司整体收入增速。2024年由于基数原因，该项业务增速放缓。进入2025年，基数影响消化，随着互联网与电子产品的广泛运用，眼病患者群体或将扩大，预计收入将增长。

2) 预计消费属性屈、视光项目收入持平或增长。屈光、视光等偏消费属性项目，2023年Q2以来由于消费疲软等原因，增速放缓，目前消费疲软态势持续，预计该项业务2025年持平或增长。

眼科公司各业务收入增速

爱尔眼科				
	2021年	2022年	2023年	2024年H1
屈光	26.90%	14.80%	17.27%	3.16%
白内障	11.70%	-2.20%	55.24%	3.64%
眼前段	21.30%	-8%	33.74%	4.81%
眼后段	21.70%	6.10%	31.31%	5.11%
视光	37.68%	11.85%	31.25%	3.05%
整体增速	25.93%	7.39%	26.43%	2.86%
普瑞眼科				
	2021年	2022年	2023年	2024年H1
屈光	29.76%	11.29%	33.52%	-2.5%
白内障	5.23%	-13.04%	137.96%	13.22%
综合眼病	28.65%	-12.65%	78.66%	14.87%
视光	34.34%	-5.83%	52.65%	-3.89%
整体增速	25.54%	0.91%	57.5%	3.08%
华夏眼科				
	2021年	2022年	2023年	2024年H1
屈光	31.64%	12.07%	12.43%	6.56%
白内障	15.33%	-0.69%	31.38%	-6.53%
整体增速	21.86%	5.51%	24.12%	2.85%
何氏眼科				
	2021年	2022年	2023年	2024年H1
屈光	13.51%	1.52%	17.15%	-5.29%
白内障	2.73%	-15.30%	54.47%	-16.04%
视光	26.35%	1.29%	10.49%	-6.75%
整体增速	14.94%	-0.74%	24.07%	-5.84%

医疗服务：收入增速放缓，静待需求拉升

眼科：关注有并购及扩张预期标的

□ 外延扩张：

1) **爱尔眼科**：公司2023年年初收购绍兴爱尔、舟山爱尔等14家医疗机构，9月收购海南爱尔、枣庄爱尔等19家医疗机构，该33家医疗机构将在2024年为公司贡献业绩增量，此外，5月31日爱尔眼科收购重庆眼视光、周口爱尔等52家医疗机构部分股权，预计该部分医院将在24年下半年贡献业绩增量。

2) **华夏眼科**：华夏壹号（基金）已收购四川源聚爱迪眼科医院管理有限公司51%股权，该公司控股成都爱迪眼科医院（三甲）、恩施慧宜眼科医院、微山医大眼科医院及睢宁复兴眼科医院，持续深耕眼科领域，以上储备医院或有可能在后续并入公司贡献业绩增量。

3) **普瑞眼科**：2024年新医院陆续开业，成为公司新生力量，此外，公司并购基金持续推进中，落地或可成为公司股价催化。

截至2023年底A股眼科上市公司医疗机构数量

	截至2022年12月31日	截至2023年12月31日
爱尔眼科	国内医院：215家	国内医院：256家
	国内门诊：148家	国内门诊：183家
	海外：118家	海外：131家
华夏眼科	57家医院，23家视光中心	57家医院，60家视光中心
普瑞眼科	24家医院，3家门诊	27家医院，3家门诊
何氏眼科	3家三级眼保健机构，35家二级眼保健机构，64家初级眼保健机构	公司初级、二级、三级眼保健服务机构共计121家

2024年H1 A股眼科上市公司收入结构数据对比

	爱尔眼科	华夏眼科	普瑞眼科	何氏眼科
屈光收入占比	39.40%	33.83%	48.7%	22.42%
视光收入占比	22.49%	24.24%	12.93%	30.47%
白内障收入占比	16.46%	22.67%	21.9%	7.88%
其他眼病收入占比	21.65%	19.26%	16.47%	39.23%

医疗服务：收入增速放缓，静待需求拉升

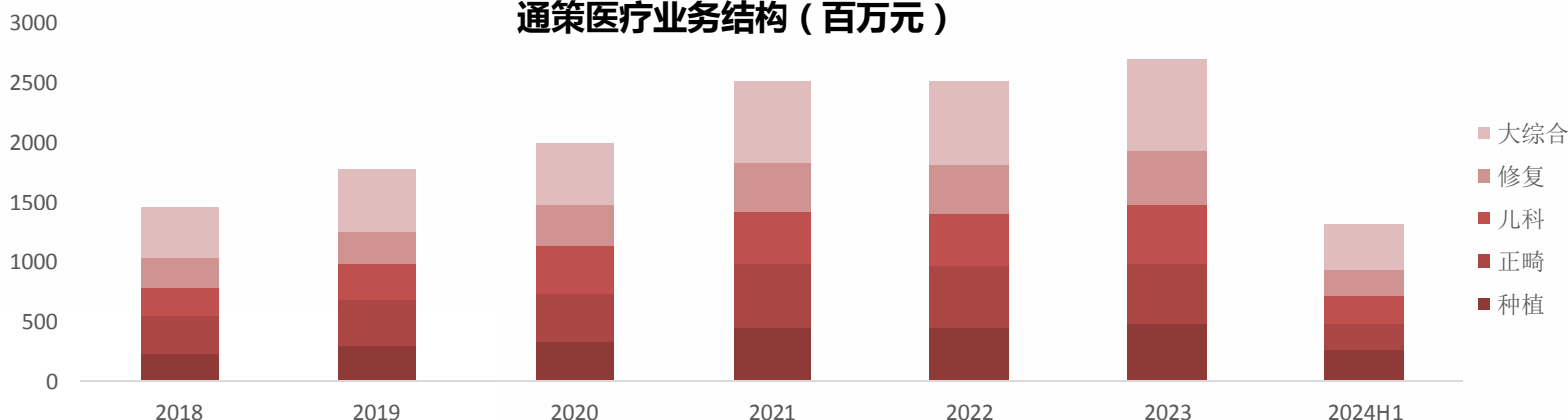
口腔：种植集采影响逐步消化，业绩受消费力影响

□ 口腔：1) 种植牙集采落地逐渐放量，预计2024年种植项目增速较快。种植牙政策于2023年4月在全国逐步推进落地，2023年7月以来，部分口腔医疗服务标的例如通策医疗种植牙放量加速，但由于降价因素影响（整体价格降幅在25-30%区间），2023年收入端增速仍放缓。2024年Q2季度，种植牙价格基数与降价后持平，放量带来收入较快增长。2) 正畸项目受消费疲软趋势影响，增长放缓。

种植牙集采前后价格对比

	集采前	集采后
	患者终端价格（元）	患者终端价格（元）
种植体系统	欧美：10000-20000+ 日韩：5000-10000 国产：4000-8000	欧美：1700-1850 韩系：1000 国产：700-800
牙冠	1000-3000	300元起
手术费用	3000-5000	三级医院4500，经济发达地区可上浮最多至20%，手术费用可根据医院级别递减

通策医疗业务结构（百万元）

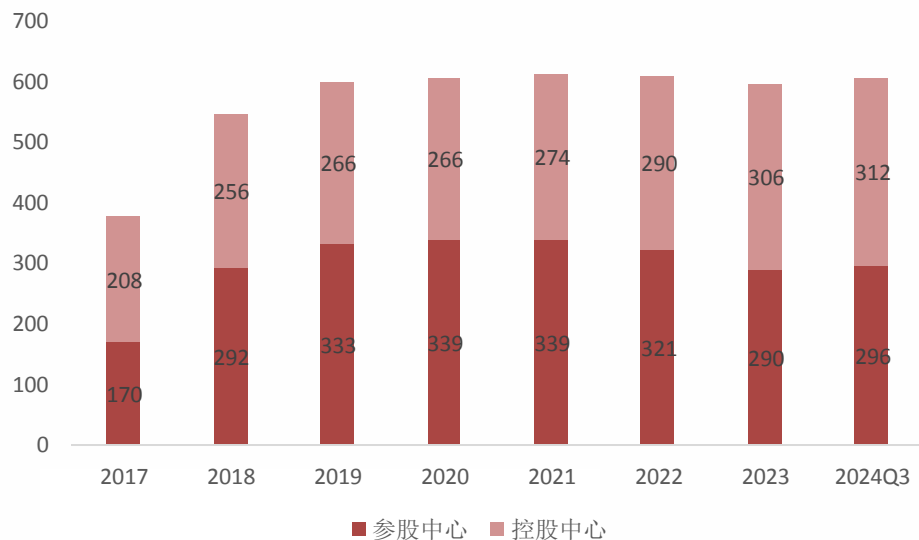


医疗服务：收入增速放缓，静待需求拉升

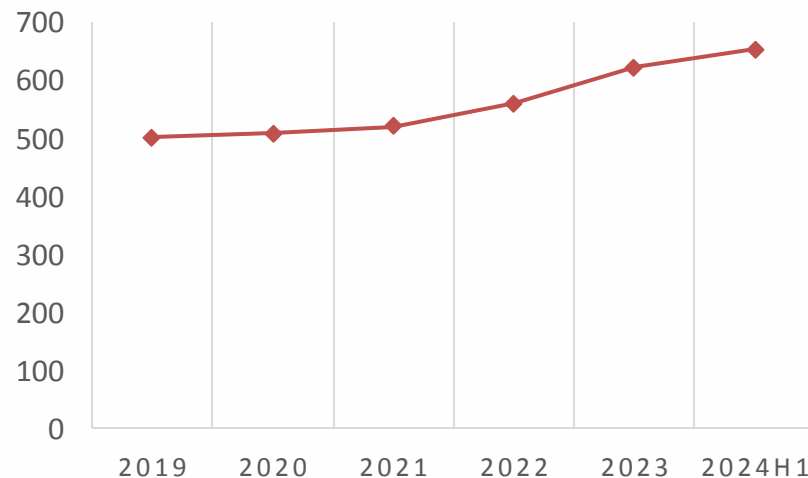
体检：赛道潜力大，公司持续良性扩张

□ **美年健康：体检需求快速恢复，公司良性扩张。**随着公众健康意识持续提升，主动健康和消费医疗持续高速成长，叠加人口老龄化，个人健康管理消费需求升级，专项筛查、个人体检、检后健管服务产品高速高质量增长，健康体检从固定套餐式体检向精准个性化体检转变，从单一年度体检向可持续健康消费升级转变，在业绩端表现为客单价逐年上涨。另一方面，公司扩张同时把控参转控标的质量，截至2024年Q3，公司共有608家体检中心，其中控股312家，较2023年末增长6家。老龄化趋势下体检行业长坡厚雪，预计门诊量、控股门店数会持续提升。

2017-2024Q3美年健康体检中心扩张情况（个）



2019-2024H1美年健康平均客单价（元）



医疗服务：收入增速放缓，静待需求拉升

3 政策：支持社会办医，开展医药反腐

- ◆ **支持社会办医，增加医疗服务供给。** 社会办医的行业环境日趋规范，作为公立医疗机构重要补充的历史任务，社会办医在满足多样化医疗需求方面越来越发挥着不可替代的作用。
- ◆ **医药反腐，推动行业高质量发展。** 全国医药反腐工作开展，净化医疗市场，推动医药费用下降。降低百姓用药和治疗成本，驱使企业更关注于做好以药效和医疗价值服务为导向。

时间	事件	内容
2023.2	《关于进一步深化改革促进乡村医疗卫生体系健康发展的意见》	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。
2023.3	《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》	促进优质医疗资源扩容和区域均衡布局，建设中国特色优质高效的医疗卫生服务体系。社会办医疗机构可牵头组建或参加医疗联合体。
2023.8	《全国医药领域腐败问题集中整治工作有关问答》	启动了为期1年的全国医药领域腐败问题集中整治工作，以问题为导向，聚焦医药行业“关键少数”和关键岗位，坚决整治违规违纪违法行，构建风清气正的行业氛围，为医药卫生事业高质量发展提供保障。
2023.12	《关于全面推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的指导意见》	鼓励引导社会力量办医疗机构加入县域医共体。
2024.4	《2024年医疗保障基金飞行检查工作方案》	重点检查2022年1月1日—2023年12月31日期间医保基金使用、管理及有关内部控制制度建设、实施等情况，必要时追溯检查以前年度或延伸检查至2024年度。
2024.5	《2024年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点》	加大对高额费用病例的抽检评价，推进医疗行业信用体系建设。落实办医主体责任，开展大型医院巡查工作。
2024.6	《关于打造消费新场景培育消费新增长点的措施》	明确提出鼓励有条件的地区和医疗机构提供特需医疗服务，支持社会力量进入高端医疗服务领域。

医疗服务：收入增速放缓，静待需求拉升

3 政策：集采与DRG政策出台，利好优质企业

- ◆ **利好优质企业，促进行业集中度提升。**政策压缩毛利空间，倒逼医疗服务机构提高运营效率、加强成本控制、优化资源配置。龙头企业依托供应链与技术等优势，展现出更强适应性与韧性。随着成本控制不佳的企业陆续退出，行业集中度将进一步提升。

时间	事件	内容
2021.4	《关于开展国家组织高值医用耗材集中带量采购和使用的指导意见》	针对价格虚高、群众反映强烈的高值医用耗材，如人工晶体、冠脉支架等，通过集中带量采购，降低高值医用耗材的价格，减轻患者负担。
2021.11	《关于印发DRG/DIP支付方式改革三年行动计划的通知》	从2022年到2024年，全面完成DRG/DIP付费方式改革任务，实现医保支付方式改革全覆盖。加强医疗机构系数管理，有效体现医疗服务技术含量，促进医疗服务下沉，促进分级诊疗，大幅提高医疗服务资源和医保基金使用绩效。
2022.1	《关于开展口腔种植体系统集中带量采购工作的通知》	明确了种植牙集采的具体要求和实施步骤。
2024.7	《关于印发按病组（DRG）和病种分值（DIP）付费2.0版分组方案并深入推进相关工作的通知》	进一步细化和完善分组规则，提高分组的科学性和准确性。提出特例单议机制，将特病单议的DRG比例从1%提高到5%，提升医院对危重症患者的接纳能力。

医疗服务：收入增速放缓，静待需求拉升

3 政策：完善医保与鼓励商保，促进需求释放

- ◆ **完善医保制度，大力赋能医疗机构。**用好医保基金预付、结算等方面的政策工具箱，显著改善全国医疗机构及全行业的现金流水平。一是做好医保基金预付。在国家层面统一和完善医保基金预付制度，将“预付金”作为对落实政策较好医疗机构的“赋能金”。二是探索医保基金对医疗机构的即时结算。努力缩短医保基金对医疗机构的回款周期，助力提升医疗服务质量和效率。医保扩容，多项医疗服务被纳入医保体系，促进相关项目需求释放。
- ◆ **鼓励商业保险发展，促进需求释放。**在商业健康保险的补充作用下，居民更愿意寻求更多、更优质的医疗服务，从而增加医疗总费用的支出。目前商业健康保险的发展尚处起步阶段，健康险产品适配度较低，其赔付支出占卫生总支出少，远远无法满足人民需求，中国医疗保障的未来发展应聚焦于商业健康保险体系的建设。

时间	事件	内容
2023.7	《关于适用商业健康保险个人所得税优惠政策产品有关事项的通知》	购买适用个人所得税优惠政策的商业健康保险允许在当年（月）计算应纳税所得额时予以税前扣除，限额2400元/年（200元/月）。
2023.10	《关于推动定制型商业医疗保险可持续发展的意见》	扩大投保范围，实施投保优惠激励措施，发挥单位补充医疗保险的协同配合作用，鼓励困难群众投保。
2024.2	湖南省人民政府《关于进一步支持和规范惠民型商业补充医疗保险发展的指导意见》	允许职工基本医疗保险参保人员使用个人账户余额为本人及在省内参加基本医疗保险的配偶、父母、子女购买惠民型商业补充医疗保险。鼓励单位为全体职工购买惠民型商业补充医疗保险。
2024.6	山东省人民政府《关于进一步支持和规范定制型商业医疗保险发展的通知》	明确发展目标：到2027年，参加基本医疗保险人员投保率达到30%以上，保险赔付占医疗总费用比例逐步提高。
2024.11	《关于做好医保基金预付工作的通知》	明确各省级医保部门要指导统筹地区组织开展医保基金预付工作。
2024.11	《辅助生殖类医疗服务价格项目立项指南（试行）》	国家医保局持续完善生育保险制度，降低生育成本，促进人口高质量发展。

CXO：地缘博弈落地，常规业务恢复有望重塑估值

- **宏观维度：地缘博弈落地，板块悲观预期修复在即。** 1) 美联储今年内两次降息，生物医药一级投融资环境或将向好，市场流动性预期恢复，创新药产业链将产生估值修复机会；2) 头部CXO新冠商业化订单已消化完全，地缘博弈落地；3) 板块估值回落至历史底部，个股估值仍呈现分化。
- **行业维度：全球医药研发投入稳健增长，CXO行业景气度仍有波动。** 预计2021-2028年全球医药研发仍将以2.6%的增速稳步增长；2022年起资本市场趋于冷静，**1) 海外：**从一级市场看，2024Q3投融资总额为1483.7亿元（-7.3%），融资事件总数为614件（-19.3%）。2024年7-9月份，投融资总额分别为486.8亿元（-16.2%）、299.5亿元（-29.5%）、697.4亿元（+17.1%），融资事件总数分别为224件（-7.8%）、177件（-21%）、213件（+20.3%）；**2) 国内：**国内一级市场医疗健康投融资活动强度仍在波动。2024Q3投融资总额为76.7亿元（-74.4%），融资事件总数为97件（-65.8%）。2024年7-9月份，投融资总额分别为35.2亿元（-74.9%）、20.6亿元（-75.5%）、20.8亿元（-72.2%），融资事件总数分别为40件（-63%）、30件（-69.4%）、27件（-65.4%）。创新药研发景气度静待修复。2024H1我国创新药新增IND数量691个（-10.7%）、新增NDA数量113个（-4.2%），同比略有波动。
- **企业维度：CXO行业收入逐季回升，但利润整体仍有承压。** CXO板块共选取20家公司，20家CXO代表企业Q1-Q3收入628亿元（-8%），在2023高基数下增速仍在放缓；归母净利润106.83亿元（-33.9%）；扣非净利润总额为约99.8亿元（-32.1%）。**2024Q1-3收入逐季回升，但利润整体仍有承压。**分季度看，20家CXO企业24Q3收入为226.1亿元（同比下滑1.8%；环比提升7.6%）；归母净利润35.9亿元（-28.8%）；扣非归母净利润增速为-31.6%。24Q3各项业绩指标略有修复，毛利率逐步回升，2024Q1、Q2及Q3毛利率分别为36.8%、38.8%和39.6%。
- **未来展望：1) 短期维度：**商业化订单持续消化，CDMO表现业绩承压；海外成熟CXO临床管线稳步推进，临床前需求仍有待修复；**2) 中期维度：**多肽类药物商业化在即，GLP-1产业链乘风起航；国内企业小分子CDMO业务更为成熟，生物药CDMO仍在成长期；**3) 长期维度：**AI技术在新药研发各阶段、多疾病领域广泛应用；CGT等新兴业务仍处于早期发展阶段，订单获取+R端建设决定核心竞争力。
- **相关标的：**药明康德、药明生物、药明合联；康龙化成、诺泰生物、凯莱英、圣诺生物、九洲药业、博腾股份、泰格医药、皓元医药等。
- **风险提示：**CXO行业产能转移不及预期；CXO企业订单不及预期；汇率波动风险；创新药临床试验进展不及预期；创新药上市及商业化进展不及预期；其他医药行业政策风险等。

宏观维度：地缘博弈落地，板块悲观预期修复在即

宏观维度：地缘博弈落地，板块悲观预期修复在即

- **美联储年内两次降息，医药一级投融资在宏观大背景下或将修复。**美国10月非农新增就业仅1.2万人，预期11.3万人，前值修正为22.3万人。10月失业率维持在4.1%，持平预期和前值。劳动参与率降至62.6%，低于预期和上月的62.7%。10月平均时薪同比增速维持在4.0%，持平预期3.8%，上月修正为3.9%；平均时薪环比增0.4%，高于预期的0.3%，上月修正为0.3%。平均每周工时为34.3，上月修正为34.3。美联储年内两次降息，生物医药一级投融资环境或将向好，创新药产业链将产生估值修复机会。
- **头部CXO企业新冠商业化订单基本消化，地缘博弈落地。**美国众议院关于建议限制美国行政机关与若干生物技术供应商订立和约的法案草案引发关注。3月6日，法案S.3558以11票同意：1票反对在参议院国土安全和政府事务委员会听证会获通过，但本轮投票后预计还将进行议案整理/修改后向参议院报告。2月5日、3月8日药明康德两次公告通过集中竞价交易方式回购公司A股股份，回购资金总额均为人民币10亿元。5月15日，众议院委员会投票通过H.R.8333立法草案（此前为H.R.7085拟议《生物安全法》草案），修订内容包括但不限于移除此前针对药明康德的各种指称；及增加一项不溯及既往条款，即豁免在拟议限制性条款生效前签订的现有合同。5月16日，药明康德公告重申不会对美国或任何其他国家构成国家安全风险，且未曾受到美国政府机构的任何制裁；2024年9月9日，美国众议院宣布，以306票对81票通过了H.R.8333号法案，即《生物安全法案》，地缘博弈落地。9月19日，美国参议院官网发布了《2025财年国防授权法案》(NDAA)的最终版本，其中9月9日涉及针对中国部分生物公司的《生物安全法》未被纳入该法案。

部分CXO公司股价复盘



www.swsc.com.cn

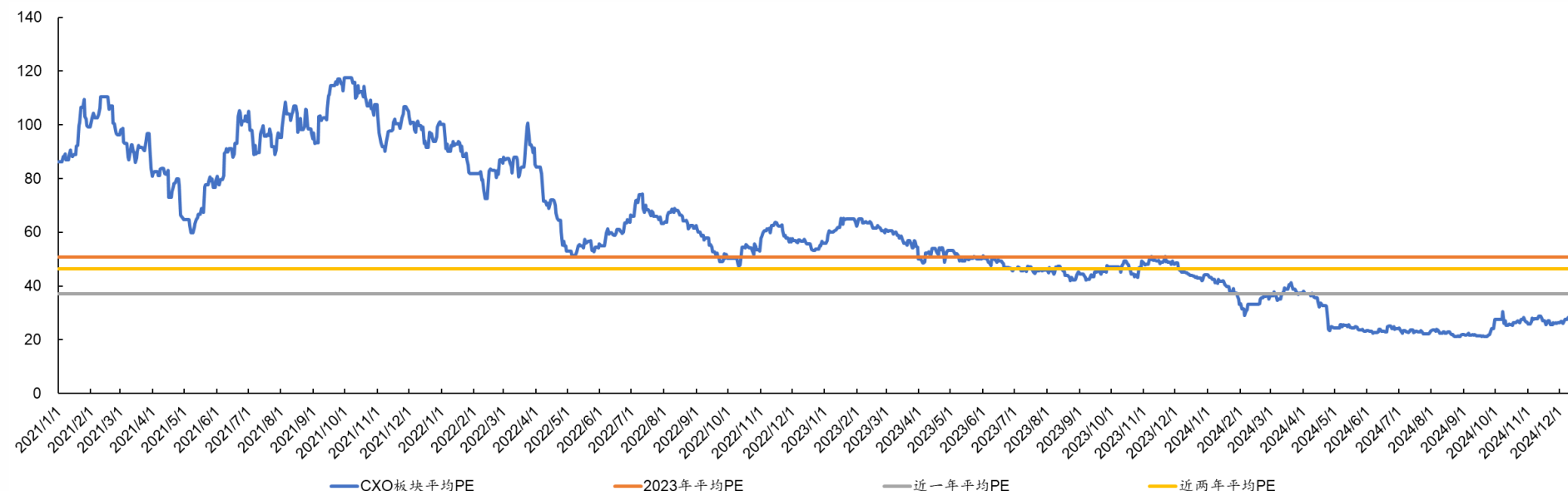
数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

宏观维度：板块估值有所提升，个股估值仍呈现分化

宏观维度：板块估值有所提升，个股估值仍呈现分化

- ❑ **CXO板块估值有所提升。**2021年1月底CXO公司估值水平达到高位，随后快速回调，经过前期市场反弹，估值水平再次有所上升；2021年10月后受国际关系和短期投融资影响，板块估值大幅回调，主要CXO公司PE-TTM值已回落至历史底部，低于近一年平均值，目前随地缘博弈逐渐落地，CXO板块估值有所提升。
- ❑ **CXO个股估值仍处于分化。**药明康德、九洲药业等公司估值处于20X左右；博济医药、泓博医药等公司估值相对较高。部分CXO个股动态市盈率已达历史平均值以下，经过市场调整，目前CXO个股估值处于分化。

CXO板块历史估值情况(PE-TTM)

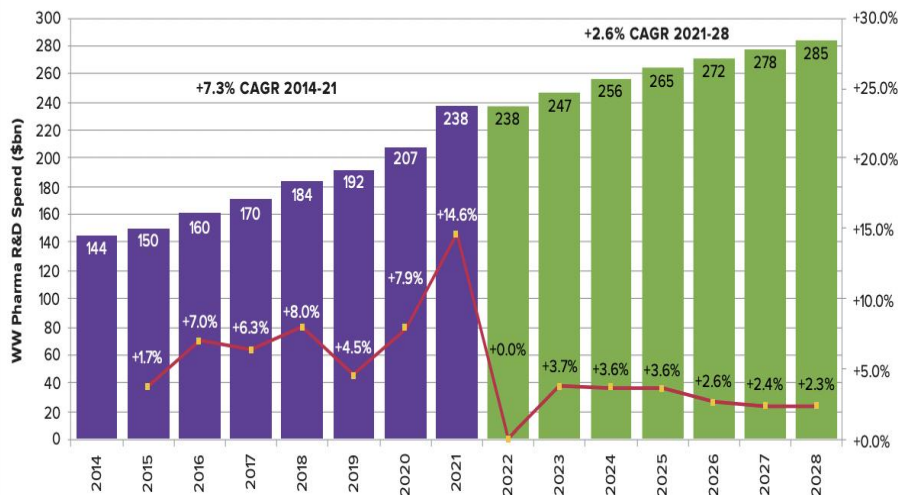


行业维度：医药创新研发需求不减，CXO行业景气度仍有波动

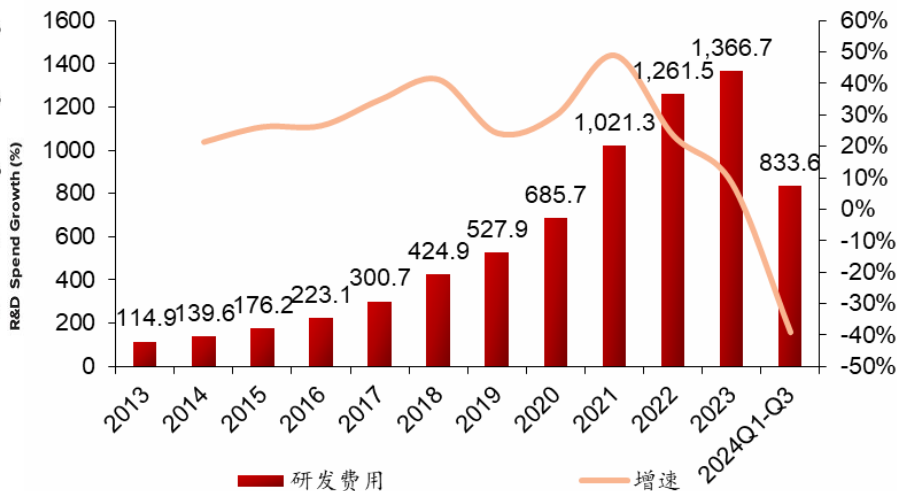
行业维度：全球医药研发投入稳步增长，CXO行业景气度仍有波动

- ❑ **全球医药生物企业研发投入稳步增长。**2008年金融危机对全球医药研发造成较大冲击，研发投入增速降至1%；2011年开始增速逐步企稳回升，根据Evaluate Pharma统计，2021年全球医药研发投入同比增速接近14.6%。从绝对值来看，全球医药研发投入从2014年的1440亿美元增至2021年的2380亿美元，复合增长率为7.3%，预计2022-2028年全球医药研发仍将以2.6%的增速稳步增长。
- ❑ **我国医药生物企业研发开支持续高增。**我国A股医药生物企业研发投入持续增长，2023年研发费用额达1366.7亿元（+7.5%），2024Q1-Q3研发费用额达833.6亿元。

全球医药生物研发投入及预测（十亿美元）



A股医药生物上市企业研发费用（亿元）

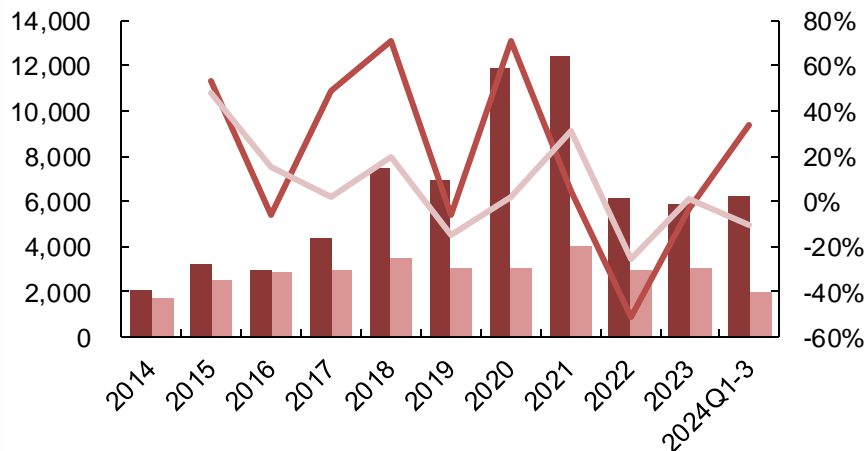


行业维度：医药创新研发需求不减，CXO行业景气度仍有波动

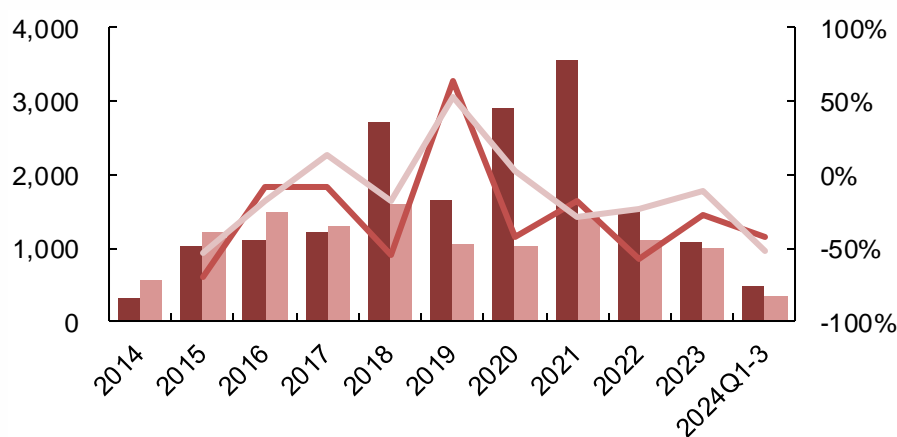
行业维度：一级市场投融资活动强度海外持续回暖、国内仍在波动

- **海外医药生物PEVC融资活动强度持续回暖。**从一级市场看，海外医药生物PEVC融资2016年低谷后快速爆发，2017-2018年持续保持较快增长，2019年较为平稳，2020年大幅增长，2021年保持稳健增长。2022年起全球资本市场趋于冷静，投融资事件数、总额有所下降；2023年以来全球医疗健康行业融资活动持续向好，2023年、2024Q1-3投融资总额分别为5918.9亿元（-3.2%）、6195.1亿元(+34%），融资事件总数为3020件（+1.1%）、2031件（-10.3%）。
- **国内一级市场医疗健康投融资活动强度仍在波动。**2022年中国医疗健康行业领域融资总额为1458.9亿元（-58.5%）、融资事件数为1109件（-24.3%），2022Q3以来国内一级市场投融资情绪一度略有回暖；2023年以来国内一级投融资活动强度仍有波动，2023年、2024Q1-3中国医疗健康行业领域融资总额分别为1084亿元（-28%）、492.3亿元（-42.8%），融资事件数分别为990件（-10.7%）、359件（-52.6%），创新药研发景气度静待修复。

全球医疗健康PE&VC年度融资额及事件数



中国医疗健康PE&VC年度融资额及事件数



■ 全球PE&VC投融资额 (亿元) ■ 投融资事件数 (件)
— 投融资额增速 — 投融资事件增速

■ 中国PE&VC投融资额 (亿元) ■ 投融资事件数 (件)
— 投融资额增速 — 投融资事件增速

www.swsc.com.cn

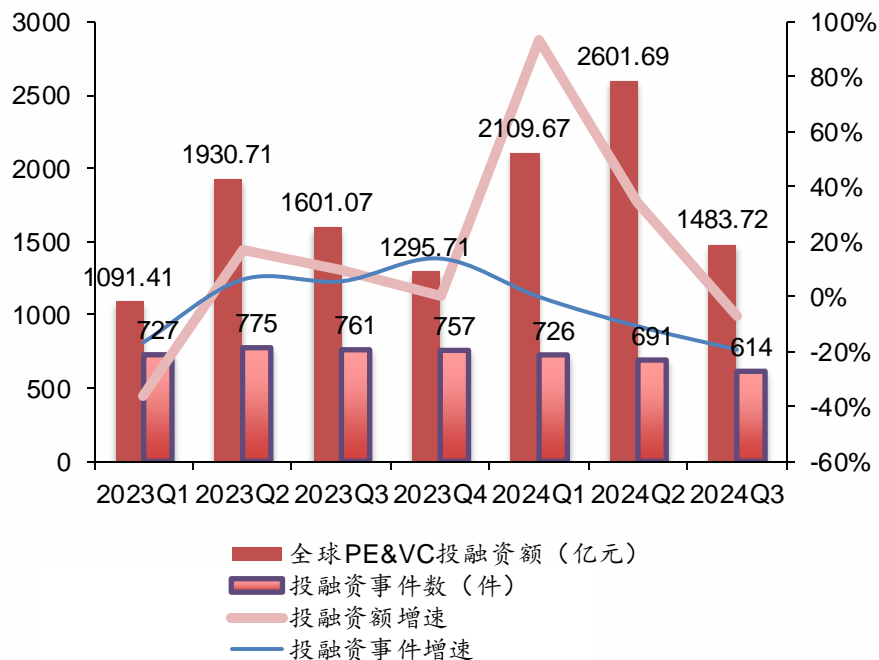
数据来源：药智网，西南证券整理

行业维度：医药创新研发需求不减，CXO行业景气度仍有波动

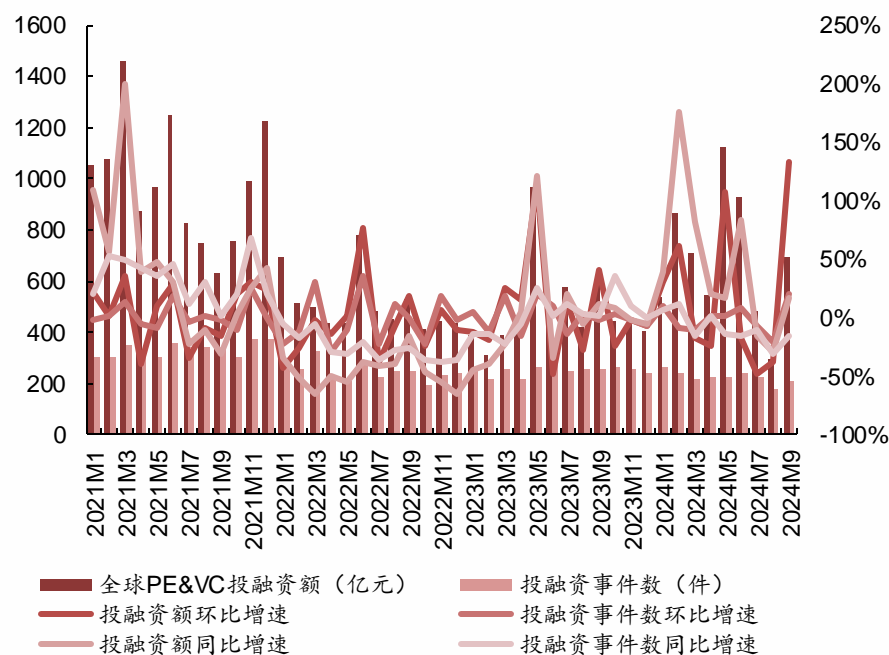
行业维度：一级市场投融资活动强度海外持续回暖

□ 海外医药生物PEVC融资活动强度持续回暖。从一级市场看，海外医药生物PEVC融资2023年以来持续向好，2024Q1投融资总额为2109.7亿元（+93%），融资事件总数为726件；Q2投融资总额为2601.7亿元（+34.7%），融资事件总数为691件；Q3投融资总额为1483.7亿元（-7.3%），融资事件总数为614件。2024年7-9月份，投融资总额分别为486.8亿元（-16.2%）、299.5亿元（-29.5%）、697.4亿元（+17.1%），融资事件总数分别为224件（-7.8%）、177件（-21%）、213件（+20.3%）。

全球医疗健康PE&VC季度融资额及事件数



全球医疗健康PE&VC月度融资额及事件数

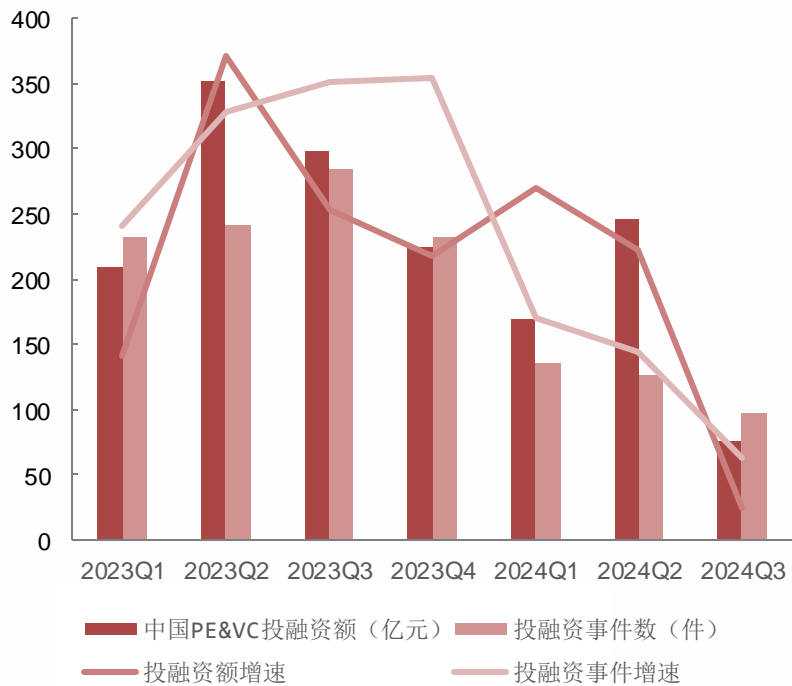


行业维度：医药创新研发需求不减，CXO行业景气度仍有波动

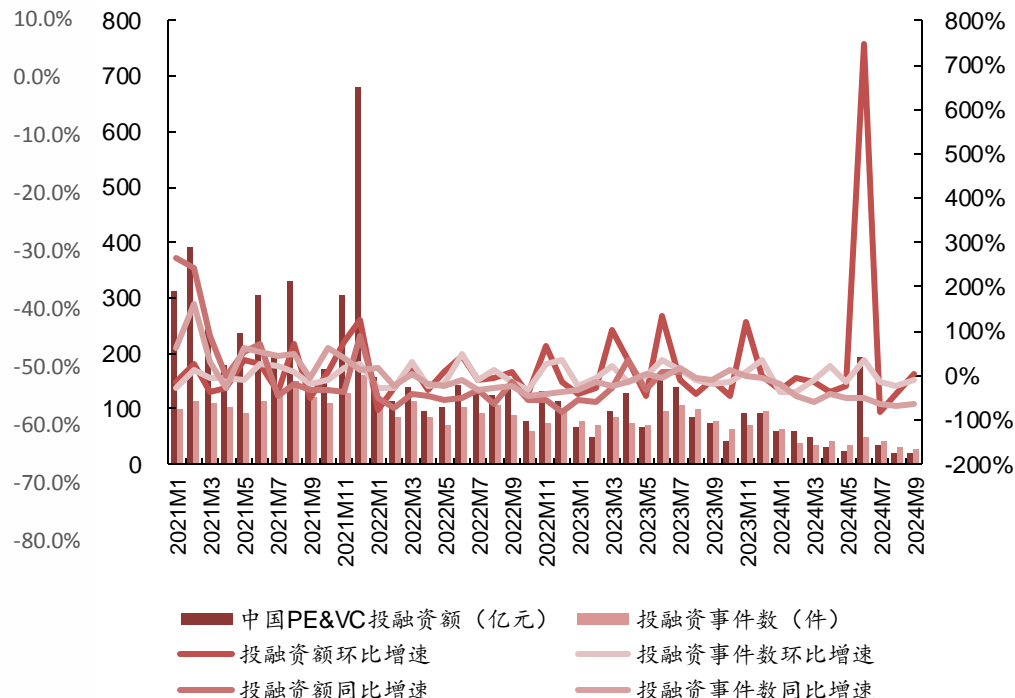
行业维度：国内仍在波动

□ 国内一级市场医疗健康投融资活动强度仍在波动。2024Q3投融资总额为76.7亿元（-74.4%），融资事件总数为97件（-65.8%）。2024年7-9月份，投融资总额分别为35.2亿元（-74.9%）、20.6亿元（-75.5%）、20.8亿元（-72.2%），融资事件总数分别为40件（-63%）、30件（-69.4%）、27件（-65.4%）。

中国医疗健康PE&VC季度融资额及事件数



中国医疗健康PE&VC月度融资额及事件数

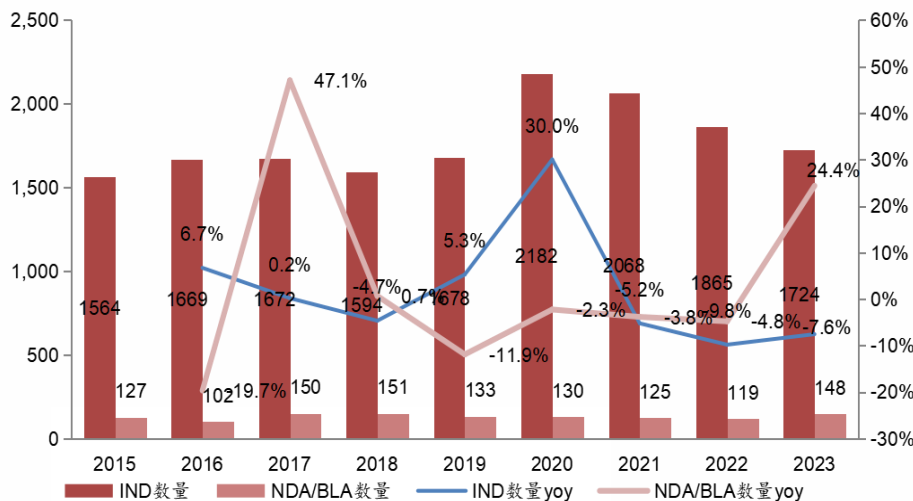


行业维度：医药创新研发需求不减，CXO行业景气度仍有波动

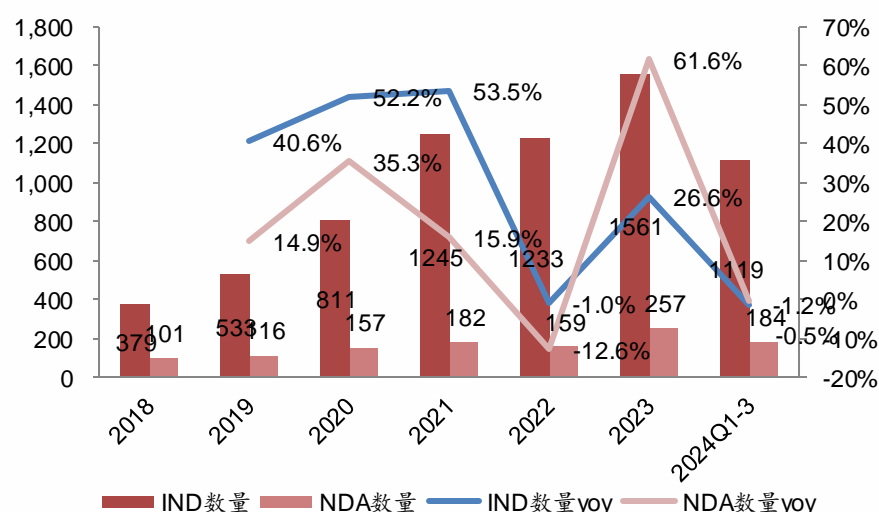
行业维度：创新药IND和NDA数量持续提升，创新需求仍将持续

- 美国创新药IND和NDA数量略有提升。**据FDA数据统计，2020年美国IND数量创历史新高，为2182个（同比+30%），此后数量略有下降，2023年新增1724个，同比-7.6%。我们认为主要由药企研发投入略有放缓、部分同质化靶点临床开发收紧等因素所致；2015-2021年间美国创新药NDA/BLA数量在100~150个波动，2022年新增数量略有下降（119个，-4.8%），我们认为主要由创新药物审评机制趋于严格、疫情影响下药物审批及临床试验进度放缓等因素所致；2023年新增NDA/BLA数量148个（+24.4%），获批数量持续提升。
- 我国创新药IND和NDA数量稳健增长，创新需求仍将持续。**2019年后我国创新药IND数量稳步提升，从2020年的811个增至2021年的1245个（同比+53.5%）；创新药NDA数量2019年起快速增长，从2020年的157个增至2021年的182个（同比+15.9%），国产生物创新药进入上市收获期。2023年我国创新药新增IND数量1561个（+26.6%）、新增NDA数量257个（+61.6%），获批数量高速增长；2024Q1-3*我国创新药新增IND数量1119个（-1.24%）、新增NDA数量184个（-0.54%），同比略有波动。

美国创新药IND与NDA/BLA受理情况（个）



中国创新药IND与NDA受理情况（个）

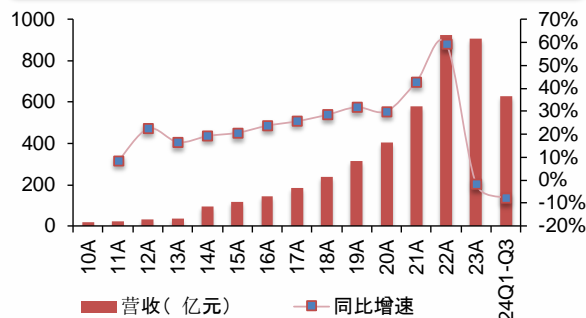


企业维度：商业化大订单基数效应致使利润端整体仍有承压

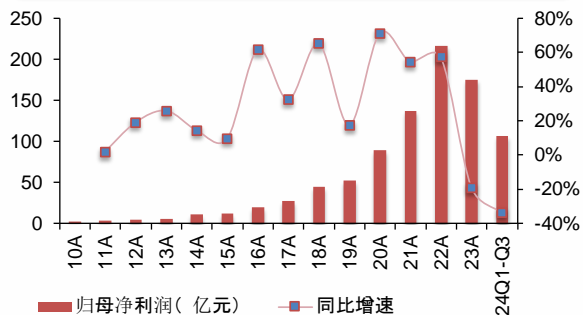
企业维度：2024Q1-3业绩增速放缓，商业化大订单基数效应致使利润端整体仍有承压。

20家CXO代表企业收入628亿元（-8%），在2023H1高基数下增速仍在放缓；归母净利润106.83亿元（-33.9%）；扣非净利润总额为约99.8亿元（-32.1%）。

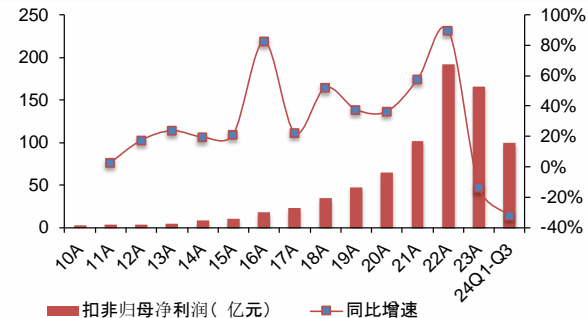
2010年~2024Q1-3收入及增速



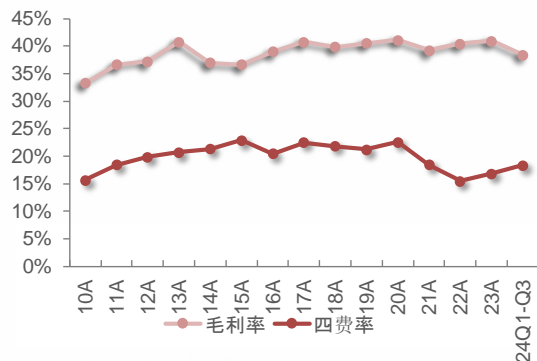
2010年~2024Q1-3归母净利润及增速



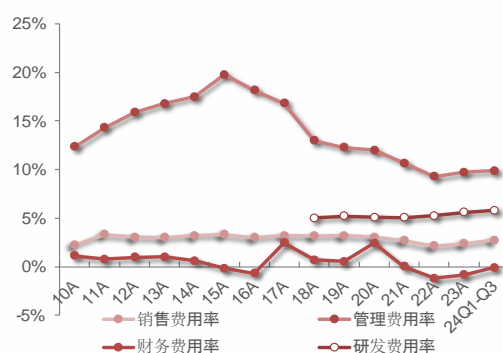
2010年~2024Q1-3扣非归母净利润收入及增速



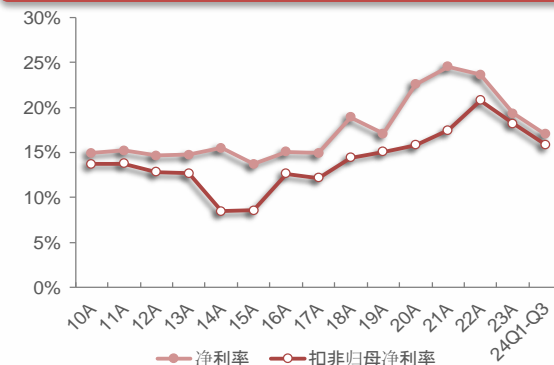
2010年~2024Q1-3毛利率与四费率变化趋势



2010年~2024Q1-3期间费用率变化趋势



2010年~2024Q1-3净利率变化趋势

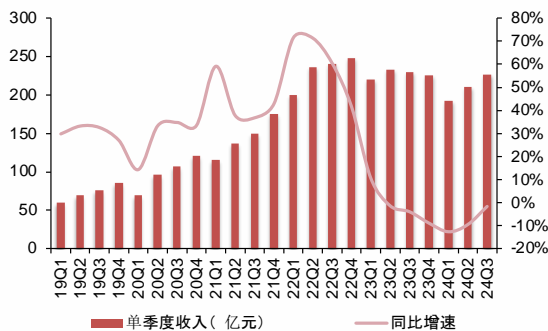


企业维度：商业化大订单基数效应致使利润端整体仍有承压

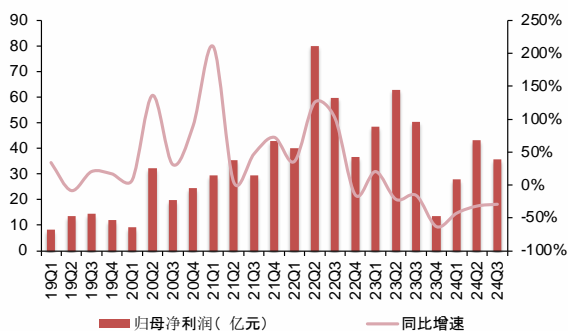
企业维度：单季度表现

2024Q1-3收入逐季回升，但利润整体仍有承压。分季度看，20家CXO企业24Q3收入为226.1亿元（同比下滑1.8%；环比提升7.6%），；归母净利润35.9亿元（-28.8%）；扣非归母净利润增速为-31.6%。24Q3各项业绩指标略有修复，毛利率逐步回升，2024Q1、Q2及Q3毛利率分别为36.8%、38.8%和39.6%。

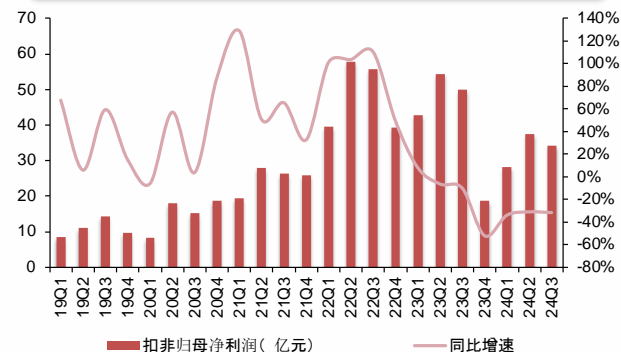
19Q1~24Q3收入及增速（单季度）



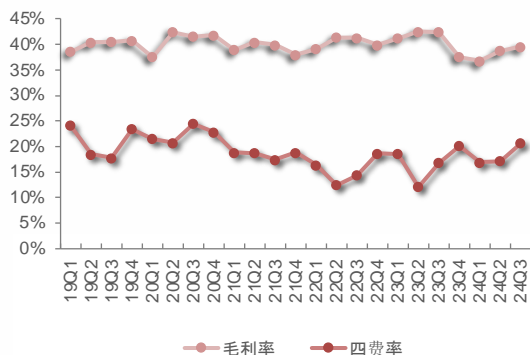
19Q1~24Q3归母净利润及增速（单季度）



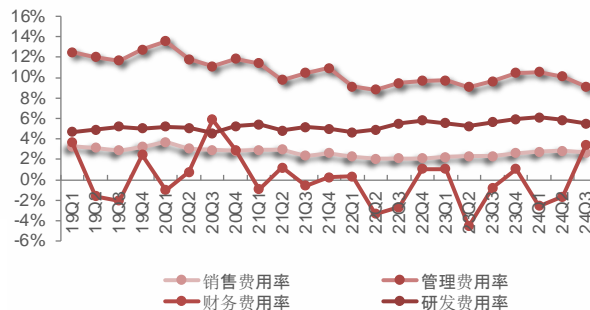
19Q1~24Q3扣非归母净利润及增速（单季度）



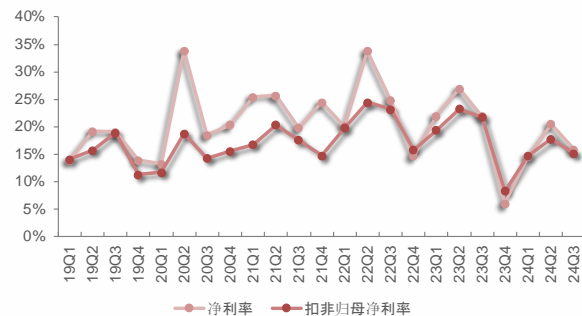
19Q1~24Q3毛利率与四费率变化趋势



19Q1~24Q3期间费用率变化趋势



19Q1~24Q3净利率变化趋势



企业维度：合同负债与预收账款仍有增长，在手订单增速放缓

企业维度：合同负债与预收账款仍有增长，在手订单增速放缓

- 从合同负债与预收账款来看，2023年诚达药业（+95.7%）、和元生物（+79%）、泓博医药（+66.8%）、普蕊斯（+38.1%）等企业增速较快；从绝对值来看，2023年药明康德、昭衍新药等企业分别达到19.6亿元和11.5亿元，合同负债与预收账款稳健增长，表明下游需求仍在持续。
- **CXO企业**在手订单增速放缓，2023年百诚医药、阳光诺和、博济医药等仍增速较高，均超过30%；从绝对值来看，药明康德、药明生物（205.9亿美元）在手订单金额较高，凯莱英（8.7亿美元）、昭衍新药（33亿元）、阳光诺和（25.7亿元）等企业在手订单金额也相对较高，但较2022年增速明显放缓；2024Q1-3药明康德在手订单438.2亿元，同比增长35.2%。

部分A股CXO企业

公司名称	2021	2022	2023	2024Q1-3
药明康德	291亿元 (+83%)	351亿元 (2022H1, +77%)	在手订单+18% (剔除新冠后)	438.2亿元 (+35.2%)
药明生物	136亿美元 (+20%)	205.7亿美元 (+51%)	205.9亿美元	NA
泰格医药	114亿元 (+57%)	138亿元 (+21%)	141亿元 (+2.2%)	NA
凯莱英	19亿美元	11.5亿美元	8.74亿美元	NA
昭衍新药	29亿元 (+71%)	44亿元 (+52%)	33亿元	NA
百诚医药	8.9亿元 (+78%)	10.1亿元 (新签, +25%)	15.9亿元, +18.9% (新签13.6亿元, +35.1%)	NA
阳光诺和	15.7亿元 (+39%)	19.9亿元 (+27%)	25.7亿元, +28.7% (新签15亿元, +36.5%)	NA
博济医药	12.8亿元	8.4亿元 (+53%)	11.7亿元 (+31.2%)	NA

短期展望：海外成熟CXO临床管线稳步推进，临床前需求仍有待修复

- **不同业务板块核心业绩分化明显。**对比海外龙头CXO的2024前三季度业绩，不同业务板块核心业绩分化明显。1) CRO：海外TOP CXO业绩均进入降速阶段，大部分CXO的业绩增速为近三年新低，但在利润端，CXO企业普遍逆势上升；2) CDMO：CDMO是CXO领域增速较快的板块，例如减肥药的热潮带动了多肽CDMO的发展。

类型	公司	关键指标	2023业绩	2024Q1业绩	2024Q2业绩	2024Q3业绩
CRO	CRL	收入/\$M(yoy)	4129.4(3.9%，内生6.5%)	1011.6(-1.7%，内生-3.3%)	1026.1(-3.2%)	1009.8(-1.6%)
		GAAP EPS/\$	9.22(-2.7%)	1.30(-35.3%)	1.75(-7.4%)	1.34(-21.2%)
	Labcorp	收入/\$M(yoy)	12160(2.5%)	3176.6(4.6%)	3220.9(6.2%)	3282(7.4%)
		Adjusted EPS/(yoy)	13.56(-18.6%)	2.69(12.6%)	2.43(14.6%)	2(5.2%)
		Free Cash Flow/\$M	748.7(-44.1%)	163.6(52.2%)	/	/
	IQVIA	收入/\$M(yoy)	14984(4%)	3737(2.3%,恒定汇率2.9%)	3814(2.3%)	3896(4.3%)
		GAAP Net Income/\$M (yoy)	1358(24.5%)	288(-0.3%)	363(22.2%)	285(-5.9%)
		GAAP Diluted EPS/(yoy)	10.2(0.4%)	1.56(2.0%)	1.97(23.9%)	1.55(-4.9%)
	Medpace	收入/\$M(yoy)	1885.8(29.2%)	511(17.7%)	528.10(14.6%)	533.32(8.3%)
		EBITDA/\$M (yoy)	362.5(17.7%)	109.84(17.6%)	112.39(32.4%)	119.98(31%)
		Net Income/\$M(yoy)	282.8 (15%)	102.6(40.7%)	88.35(44.7%)	96.43(36.7%)
	ICON	Net Income per diluted	7.4(1.6%)	3.47(19.7%)	1.76(25.70%)	2.36(19.80%)
		收入/\$M(yoy)	8120.2(4.9%)	2090.4(5.7%)	2120.16(5%)	2030.03(-1.2%)
	Fortrea	Adjusted EPS/(yoy)	11.75(8.9%)	3.47(19.7%)	1.76(25.70%)	2.36(19.80%)
收入/\$M(yoy)		3109(0.4%)	662.1(-4.6%)	662.40(-8.7%)	674.9(-5.5%)	
Fortrea	EBITDA/\$M (yoy)	267.3(-34%)	29.5(-29.3%)	/	/	
	CER sales growth	10.9%	1.8%	/	/	
CDMO	Lonza	CORE EBITDA margin	0.2%	29.2%	/	/
		收入/\$M(yoy)	1263(内生-12%，恒定汇率-9%，扣除新冠+4%)	1074(3.6%)	/	1023(4.2%)
	Adjusted EBITDA/\$M(yoy)	266(恒定汇率-797%)	?	703(0.86%)	/	
	Samsung Biologics	收入/\$M(yoy)	2164(21%)	697.3(31.3%)	/	/
		EBITDA/\$M(yoy)	1074.3(27%)	268.8(24.7%)	/	/
	FujiFilm	收入/\$M(yoy)	6654.1(5.0%)	7490.2 (NA)	/	/

中期展望：多肽类药物商业化在即，GLP-1产业链乘风起航

中期维度：多肽合成技术不断突破，潜在CDMO需求空间广阔

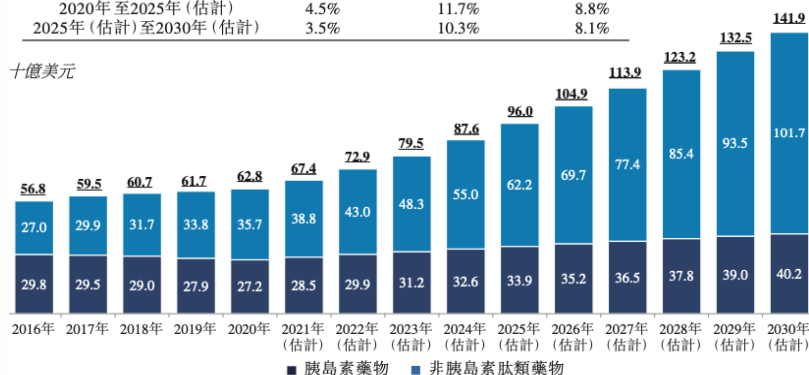
- ❑ 肽类具备优良药理特征及内在特性，是新型疗法设计的绝佳起点之一。肽是由2-99个氨基酸通过肽键连接而成的短链，分子介于小分子与蛋白质之间，作为许多生理功能的内在信号分子，肽为密切模仿自然路径的治疗性干预提供机会，并在人体多种生理过程（包括激素、神经递质）或炎症反应中发挥主要作用。与小分子药物不同，肽类疗法因其复杂性及与蛋白质药物相似的特性，具有较高壁垒；另一方面，与生物药相比生产成本较低、产量较高，是小分子与生物药间的绝佳平衡点。
- ❑ 近年来多种多肽药物FDA获批上市，潜在CDMO需求空间广阔。据Frost & Sullivan统计，多肽药物市场于2020年达628亿美元，预计2025年进一步增至960亿美元，2021-2025年复合增长率为8.9%；对应的全球多肽CDMO市场规模将由2020年的20亿美元增至2025年的44亿美元，2021-2025年复合增长率为17.1%。

不同类型药物特性比较

	小分子	氨基酸	肽	蛋白质	抗体
类型	非生物性	生物性	生物性	生物性	生物性
分子量 (道尔顿)	~ 100	~ 100	<10000	>10000	~ 150000
特异性	低		中	高	
安全性	低	高	中	高	
生产难度	中低	低	中高	高	
示例	阿司匹林、青霉素	谷氨酰胺、天冬氨酸	甲状旁腺素、胰岛素、胰高血糖素	非格司亭、促红细胞生成素	阿达木单抗

全球多肽药物市场规模

複合年增長率	胰島素藥物	非胰島素肽類藥物	總計
2016年至2020年	-2.3%	7.2%	2.6%
2020年至2025年 (估計)	4.5%	11.7%	8.8%
2025年 (估計)至2030年 (估計)	3.5%	10.3%	8.1%



长期展望：AI技术在新药研发各阶段、多疾病领域广泛应用

未来展望：AI平台主要在临床前CRO阶段发挥效用

- ❑ **AI制药应用场景主要包括药物研发、用药安全、供应链管理、商业拓展、个性化诊疗及监管审批六方面**，其中药物研发及用药安全是AI技术在制药环节的主要内容。传统新药研发周期长、资金投入高、研发失败率高（成功率~10%）。将AI技术应用于药物研发各环节，较传统新药研发可显著缩短研发周期（平均缩短1/2~2/3）、降低研发成本（降低10%+），同时提升研发成功率（成功率~14%）和投资回报率。
- ❑ **目前，AI平台主要在临床前CRO阶段发挥效用。**礼来研究院论文统计显示，一款新药研发成本需要8.7亿美元，其中临床前研发成本占整体药物研发成本的30%左右，药物研发的效率提升面临挑战。其中，临床前包括疾病机理研究、靶点发现、化合物筛选、ADMET预测等多个环节。通过海量药化数据库针对特定靶点药物进行设计、合成和优化相对较为成熟，目前国内临床前CRO靶点发现场景有巨大的市场想象空间，但较少AI企业拥有新靶点和验证能力，技术上面临更多挑战。

AI助力高级药物研发过程



长期展望：新兴业务仍处于早期阶段，能力建设决定企业核心竞争力

未来展望：CGT等新兴业务仍处于早期发展阶段，订单获取+R端建设决定核心竞争力

- **CGT CDMO仍属新兴业务，具有较大市场潜力。**选取4家国内从事CGT CDMO业务的CXO企业并与3家海外从事CGT CDMO业务的CXO企业，从市场占有率、产业链布局、客户、项目等维度比较分析目前国内CGT CDMO业务现状。目前欧美地区CGT CDMO行业已有一定生产规模，头部企业占据较大市场份额，国内行业仍处于发展初期，除药明康德具有较大生产规模外，多数企业处于起步阶段，其中和元生物处于第一梯队，2020年占国内市场份额约7.7%。

全球主要CGT CDMO企业对比

公司名称	市场占有率(2020)	产业链布局	客户构成	项目情况和执行能力
Lonza	21.1% (全球)	在美国、日本、新加坡、荷兰均布局基因和细胞治疗的基地，超过20年的GMP经验；最高达2000L悬浮培养产能	诺华、吉利德等超过160个客户	2023年，获得了约130个新CDMO客户，并签署了约350个新项目。
Catalent	28.6% (全球)	2019年收购领先的基因治疗病毒载体开发和制造公司Paragon BioServices；2020年度收购比利时细胞和基因疗法公司MaSTherCell Global，2016至2020年基因治疗领域并购投入超过15亿美元；全球工厂超过45家	-	已经使用GPEX®系统生产了600多种不同的mAb和mAb融合体以及160多种不同的重组蛋白，其中160多项临床试验使用了GPEX®技术开发的首选治疗药物和20种产品获得商业批准/授权
Oxford BioMedica	2.8% (全球)	是诺华的CAR-T产品Kymriah生产慢病毒载体的唯一供应商。此外，还与赛诺菲、GSK等制药巨头保持着合作关系，为他们提供工艺开发和生物加工等服务。目前拥有近20万平方英尺	诺华、BMS、阿斯利康等	2023年财报显示，截至2024年4月，Oxford Biomedica与35个客户达成合作，参与了51个客户项目，而上年同期，对应分别与18个客户达成合作，参与客户项目为34个。2023年，Oxford Biomedica签署的客户订单价值大涨54%，从年初到年末业务发展管线增长了51%。
药明康德(无锡生基)	4.4% (2022年，全球)	2020年完成中美两地腺相关病毒(AAV)一体化悬浮培养平台和CAR-T细胞治疗一体化封闭式生产平台建设；2021年收购英国基因治疗技术公司OXGENE，大幅增强先进病毒载体平台的能力	-	作为支撑CDMO业务（指合同研发与生产业务）韧性的动力来源，TIDES业务（主要为寡核苷酸和多肽）继续放量，并且也在第四季度创历史新高。2023年内，药明康德的TIDES业务收入达到人民币34.1亿元，同比强劲增长64.4%。截至2023年末，TIDES在手订单同比显著增长226%。同一时期，TIDES D&M服务客户数量达到140个，同比提升36%，服务分子数量达到267个，同比提升41%。
金斯瑞	3.21% (国内)	2020年成立金斯瑞蓬勃生物平台开展基因治疗CDMO业务，建设中美两地临床试验所用的GMP设施及设备，目前累积拥有面积4800平方米的质粒及GMP病毒厂房	隆耀生物、香雪生命等	2023年，公司生物药CDMO业务（金斯瑞蓬勃生物）实现外部收入约1.07亿美元，现金储备约为2.6亿美元，为业务发展提供了有力保障。
博腾生物	-	在苏州建立免疫细胞治疗的工艺平台和临床期GMP生产平台，可满足质粒、病毒、细胞产品从工艺开发到临床生产的需求	截至2022年6月，服务32家CDMO客户	2023年，原料药CDMO业务引入新客户105家，其中，中国区55家，美国区46家，欧洲区2家，其他亚太区2家；制剂CDMO业务引入新客户56家；基因细胞治疗CDMO业务引入新客户54家；多肽、寡核苷酸等新业务也实现从0到1的突破，为10个客户的14个项目提供服务
和元生物	7.65% (国内)	拥有近1000平方米的基因治疗产品中试平台，近7000平方米的基因治疗产品GMP生产平台，包括质粒生产线1条、病毒载体生产线3条、CAR-T细胞生产线2条、建库生产线3条、灌装线1条	亦诺微、复诺健、康华生累计协助客户获得中美IND批件32项，涉及溶瘤病毒产品、AAV基因治疗产品、南京吉迈等超过20家产品、慢病毒产品、细胞治疗产品、质粒及mRNA产品等多个领域，累计CDMO客户	服务CDMO项目数超过330个，2023年新增订单超过2.5亿元。

原料药：扰动因素持续缓和，行业即将迎来新拐点

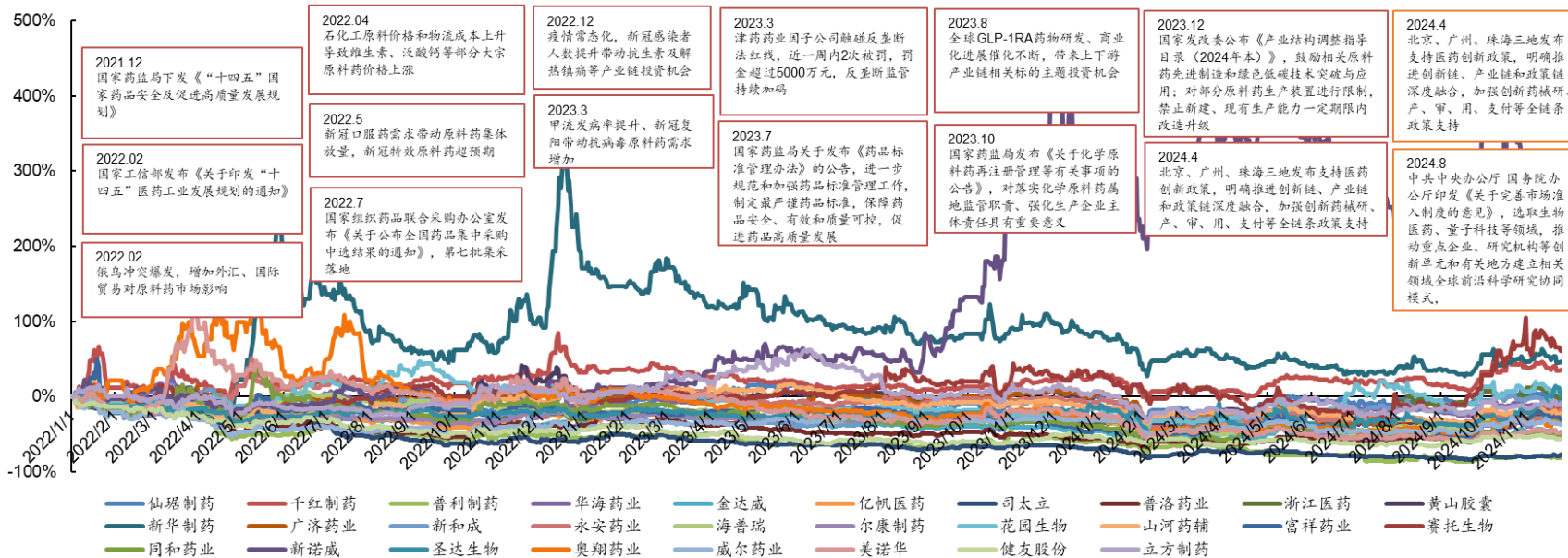
- **宏观维度：板块扰动因素持续缓和，行业即将迎来新拐点。** 2024前三季度我国西药产品出口额399.48亿美元（+2.85%），随着国内药企研发投入的增加，部分创新药、生物药等产品陆续在欧美市场上市，是推动西药类产品整体出口增长新的增长点。当前部分原料药价格已触底回升，海外原料药去库存亦已接近尾声，供需关系显著改善，同时上游大宗化工原料价格仍处于相对低位，成本端优势有望带来更强的盈利能力，带动24Q3业绩实现反转，其中利润端修复弹性明显大于收入端。**展望2025年，原料药板块预计将进一步延续整体平稳增长的趋势，我们认为此前对板块业绩造成的扰动因素逐步出清，原料药板块有望迎来新拐点。**
- **2024Q1-Q3业绩边际向好明显。** 2024Q1-Q3原料药板块实现收入800 亿元（+6.6%），归母净利润107.7亿元（+26.3%），扣非归母净利润99.21 亿元（+24.6%）。分季度看，板块2024Q3实现收入266.8亿元（+15.7%），归母净利润38.6 亿元（+74.4%），扣非归母净利润36.6亿元（+81.1%），行业去库存周期进入尾声、终端产品价格企稳，盈利能力环比改善。从盈利水平看，2024Q1-Q3原料药板块毛利率（34.9%，+0.7pp）、净利率（34.9%，-0.4pp）触底修复，其中管理费（6.5%，-0.4pp）、销售费率（6.4%，-1.1pp）均有下降；2024Q3利润端持续修复，毛利率（36.2%，环比+1.7pp）、净利率（14.5%，环比+0.1%）环比均持续提升。2024Q1-Q3维生素供给端扰动带动上游提价，随着外部环境压力缓解，行业竞争格局优化、产品结构调整、企业经营效率提升、规模效应扩大有望推动盈利能力提速。
- **未来展望：优质公司产业能力升级，打开特色原料药长期成长空间。** 1) “原料药+制剂”一体化巩固制造优势，制剂出口加速+集采放量打开成长空间：海外出口加速：2018年起，获批ANDA的本土药企数量显著提升，2017-2021年复星医药、东阳光、健友股份、人福医药、华海药业等原料药及制剂企业新获ANDA数位居前列；国内集采放量：带量采购模式为原料药企业省去销售环节，具备成本与质量优势的光脚品种借助集采有望以量换价，加速国内市场放量。2) 基于创新技术平台的高稀缺性、高壁垒业务有望打破周期属性，长期成长确定性高：以东诚药业为例，2014年公司战略转型高技术壁垒的核医药产业，聚焦肿瘤、神经退行性疾病、心脑血管疾病等重点领域，目前已形成“筛查-诊断-治疗”放射性药品全覆盖，满足市场的精准诊疗需求；博瑞医药也凭借核心药物研发技术平台实现“仿+创”双轮驱动。高稀缺性、高壁垒的创新赛道有望打破周期属性，长期成长确定性高。
- **相关标的：**博瑞医药、健友股份、九洲药业等。
- **风险提示：**原料药价格不及预期；产品销量不及预期；突发停产整顿风险；原料药行业政策风险。

宏观维度：板块扰动因素持续缓和，行业即将迎来新拐点

板块扰动因素持续缓和，行业即将迎来新拐点

□ **板块扰动因素持续缓和，行业持续边际向好。**全球原料药中间体出口连续五年保持增长，2020-2022年疫情期间全球原料药尤其是大宗原料药需求显著增加，中国、欧盟、瑞士、美国、印度等原料主要供应国出口呈不同程度增长，中国原料药出口在2021年、2022年出口分别增长29.9%、21.9%；2023年，全球原料药需求面临疫情后的去库存压力，激素类、抗生素类、维生素类、解热镇痛类等大宗原料药出口竞争加剧，价格持续下降；中国原料药板块由于上游原材料涨价、防疫形势变化影响发货周期、运输成本上涨、海外客户去库存等影响，整体表现波动明显。2024年前三季度西药类产品出口稳定，出口额399.48 亿美元，同比增长2.85%，为整体出口增长提供了有力支撑。**展望2025年**，原料药板块预计将进一步延续整体平稳增长的趋势，我们认为此前对板块业绩造成的扰动因素逐步出清，特色原料药板块有望迎来新拐点。

原料药企业股价复盘



原料药板块2024年三季报总结

2024Q1-Q3原料药板块业绩持续修复

原料药板块共选取38家公司，2024Q1-Q3原料药板块实现收入800亿元（+6.6%），归母净利润107.7亿元（+26.3%），扣非归母净利润99.21亿元（+24.6%）。分季度看，板块2024Q3实现收入266.8亿元（+15.7%），归母净利润38.6亿元（+74.4%），扣非归母净利润36.6亿元（+81.1%），行业去库存周期进入尾声、终端产品价格企稳，盈利能力环比改善。

从盈利水平看，2024Q1-Q3原料药板块毛利率（34.9%，+0.7pp）、净利率（14.5%，+0.1pp）触底修复，其中管理费用率（6.5%，-0.4pp）、销售费率（6.4%，-1.1pp）均有下降；2024Q3利润端持续修复，毛利率（36.2%，环比+1.7pp）、净利率（14.5%，环比+0.1%）环比均持续提升。2024Q1-Q3维生素供给端扰动带动上游提价，随着外部环境压力缓解，行业竞争格局优化、产品结构调整、企业经营效率提升、规模效应扩大有望推动盈利能力提速。

原料药板块22Q2-24Q3业绩速览

(亿元)	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
单季度收入	261.4	244.3	270.8	268.4	251.5	230.6	238.3	261.3	272.0	266.8
同比增速	10.3%	10.4%	2.4%	6.0%	-3.8%	-5.6%	-12.0%	-2.6%	8.1%	15.7%
归母净利润	39.2	28.4	20.8	31.5	31.6	22.1	-1.0	30.0	39.1	38.6
同比增速	-6.1%	-7.0%	15.8%	-19.9%	-19.5%	-22.1%	-104.6%	-5.0%	23.9%	74.4%
扣非归母净利润	37.3	28.2	18.2	28.8	30.7	20.2	-3.5	28.6	34.0	36.6
同比增速	-0.1%	-1.6%	43.4%	-21.2%	-18.9%	-28.5%	-119.3%	-0.5%	10.9%	81.1%

原料药板块22Q2-24Q3盈利能力指标概览

	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
毛利率	34.9%	32.9%	32.8%	34.7%	34.0%	33.8%	30.4%	34.0%	34.5%	36.2%
净利率	15.0%	11.6%	7.7%	11.8%	12.5%	9.6%	-0.4%	11.5%	14.4%	14.5%
销售费率	7.1%	7.9%	7.2%	7.8%	7.1%	7.5%	8.4%	7.0%	6.2%	5.9%
管理费用率	6.3%	7.1%	7.1%	6.3%	6.8%	7.6%	8.1%	6.3%	6.3%	6.8%
财务费率	-2.0%	-1.9%	0.9%	1.1%	-2.8%	0.9%	0.5%	0.2%	-0.4%	0.9%
研发费率	5.2%	5.5%	6.2%	5.0%	6.2%	6.3%	6.8%	5.8%	6.1%	6.4%

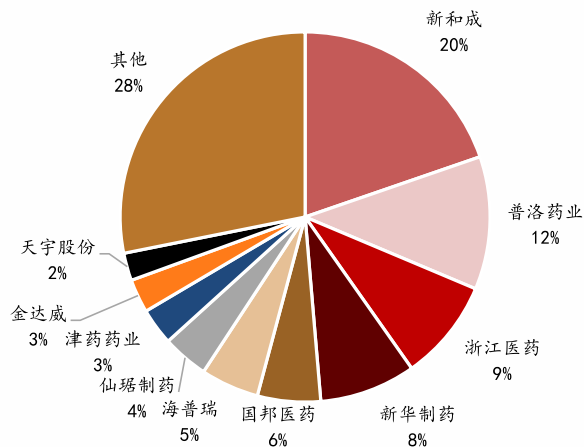
原料药板块2024年三季度报总结

2024Q1-Q3头部企业贡献一半以上业绩，收入、利润贡献集中度较低

2024Q1-Q3：原料药板块实现收入收入 800 亿元（+6.6%），21家样本公司收入实现正增长，1家公司收入增速超30%、7家公司净利润增速超30%；0家公司收入增速超50%，5家公司净利润增速超50%。

从收入贡献看，2024Q1-Q3新和成，普洛药业，浙江医药，新华制药，国邦医药贡献比例为19.7%，11.6%，8.9%，8.4%，5.5%；从净利润贡献看，新和成，普洛药业，新华制药，浙江医药，海普瑞贡献比例为14.7%，11.3%，8.7%，7.8%，5.4%。

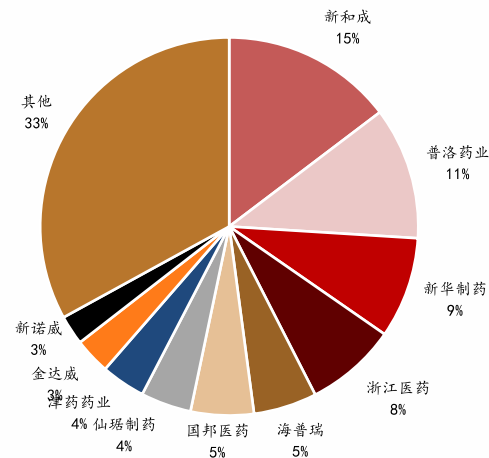
2024年前三季度板块收入占比



板块2024年前三季度业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	6.60%	0	1	21	17
占比		0%	3%	55%	45%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	26.33%	5	7	19	19
占比		13%	18%	50%	50%

2024年前三季度板块归母净利润占比

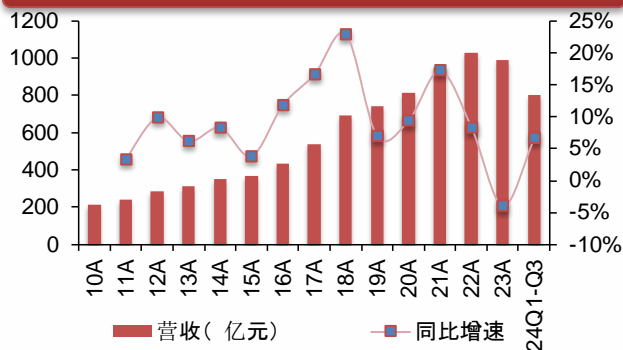


原料药板块2024年三季度报总结

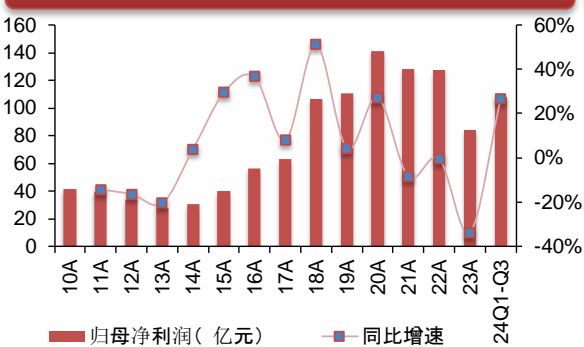
累计季度表现

2024Q1-Q3收入持续修复，利润端增速高于收入端。2024Q1-Q3原料药板块实现收入 800 亿元（+6.6%），归母净利润107.7亿元（+26.3%），扣非归母净利润99.21 亿元（+24.6%）。2023年板块业绩承压主要由于国际客户去库存，Q1执行原有订单出货量仍较高、Q2以来出货量放缓，夏季停产检修以及非法规市场价格竞争激烈带来的原料药产品价格下滑等因素所致；2024年以来，维生素等大宗原料药品种去库存周期接近尾声、价格指数持续修复，下游需求有望边际改善。

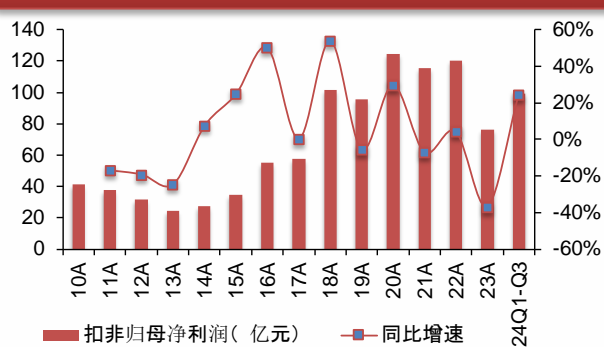
2010-2024年前三季度收入及增速



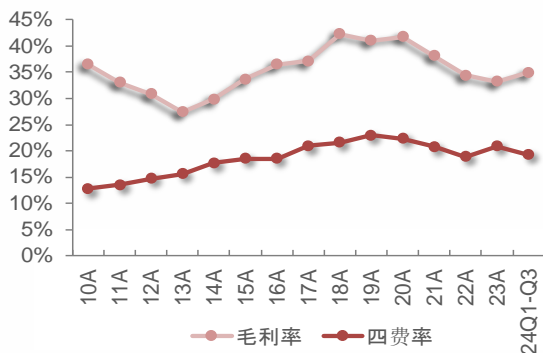
2010-2024年前三季度归母净利润及增速



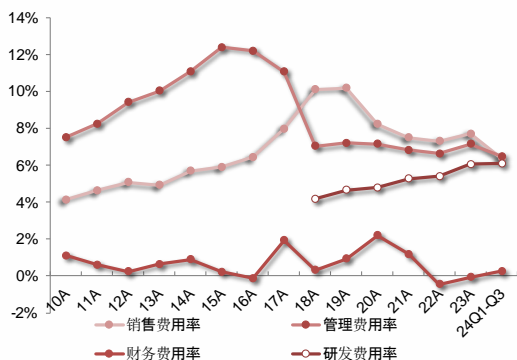
2010-2024年前三季度扣非归母净利润收入及增速



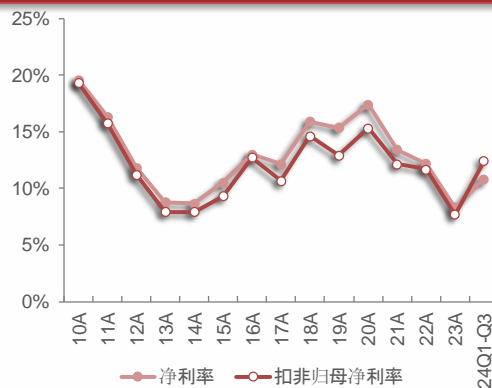
2010-2024年前三季度毛利率与四费率变化趋势



2010-2024年前三季度期间费用率变化趋势



2010-2024年前三季度净利率变化趋势

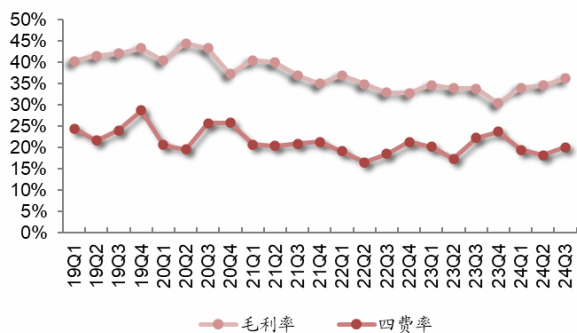


原料药板块2024年三季度报总结

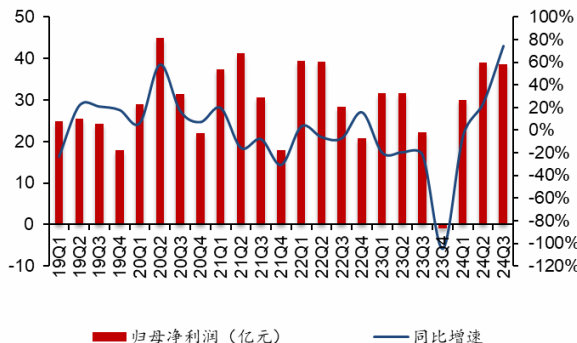
单季度表现

2024年收入持续修复，利润端增速高于收入端。 2024Q1-Q3原料药板块实现收入800 亿元（+6.6%），归母净利润107.7亿元（+26.3%），扣非归母净利润99.21 亿元（+24.6%）。2023年板块业绩承压主要由于国际客户去库存，Q1执行原有订单出货量仍较高、Q2以来出货量放缓，夏季停产检修以及非法规市场价格竞争激烈带来的原料药产品价格下滑等因素所致；2024年以来，维生素等大宗原料药品种去库存周期接近尾声、价格指数持续修复，下游需求有望边际改善。

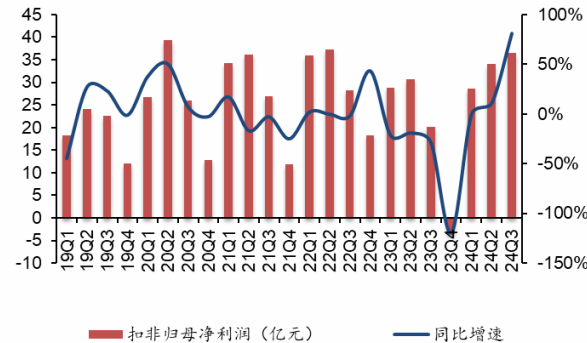
19Q1~24Q3收入及增速（单季度）



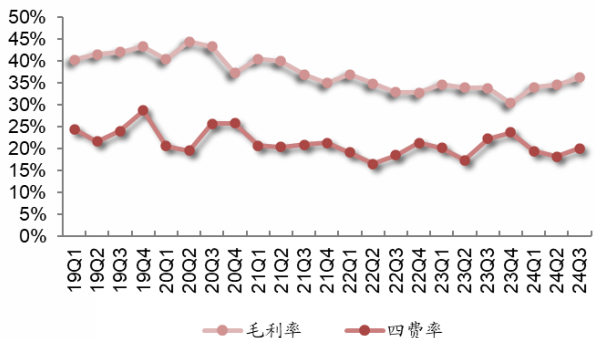
19Q1~24Q3归母净利润及增速（单季度）



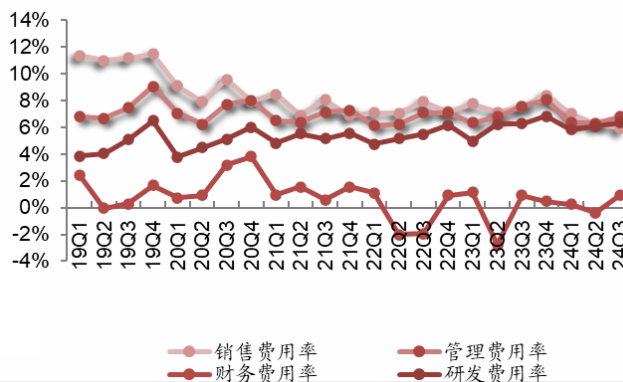
19Q1~24Q3扣非归母净利润及增速（单季度）



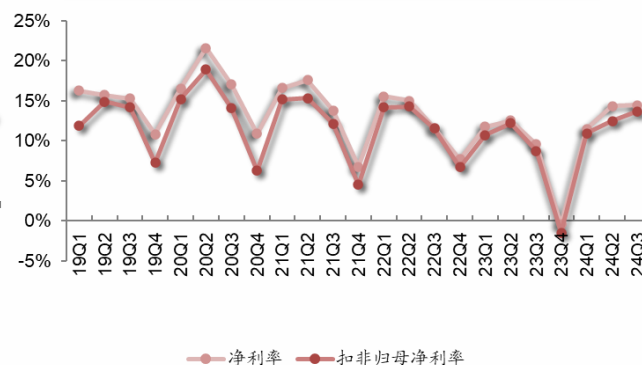
19Q1~24Q3毛利率与四费率变化趋势



19Q1~24Q3期间费用率变化趋势



19Q1~24Q3净利率变化趋势



行业维度：多重因素共同驱动，原料药行业集中度持续提升

多重因素共同驱动，原料药行业集中度有望持续提升

- 带量采购+一致性评价+关联审评+环保政策等多重因素共同驱动下，过剩产能逐步出清，原料药行业集中度有望持续提升。1) 带量采购大幅降低仿制药价格，快速提升药品可及性，带动原料药需求快速提升；2) 持续推进的一致性评价提高了药品质量标准，加强了制剂和原料药的绑定，提升更换原料药成本，原料药企业议价权不断加强；3) 关联审评使得原料药和制剂企业能够事前互相遴选，从而建立起更加牢固、长期的合作关系，制剂企业更换原料药供应商的成本和难度明显增加，与上游供应商绑定更深；4) 环保政策持续趋严，技术落后、环保不达标中小原料药企业低成本优势不再，被迫退出市场，行业供给减少，特色原料药和大宗原料药均出现明显涨价趋势。

带量采购常态化全面推进

一致性评价准备

一致性评价执行

带量采购从试点到全面推广

集采常态化



www.swsc.com.cn

数据来源：上海市医药阳光采购网，国家医保局，CFDA，西南证券整理

行业维度：全球专利悬崖+国产替代加速，我国原料药发展空间广阔

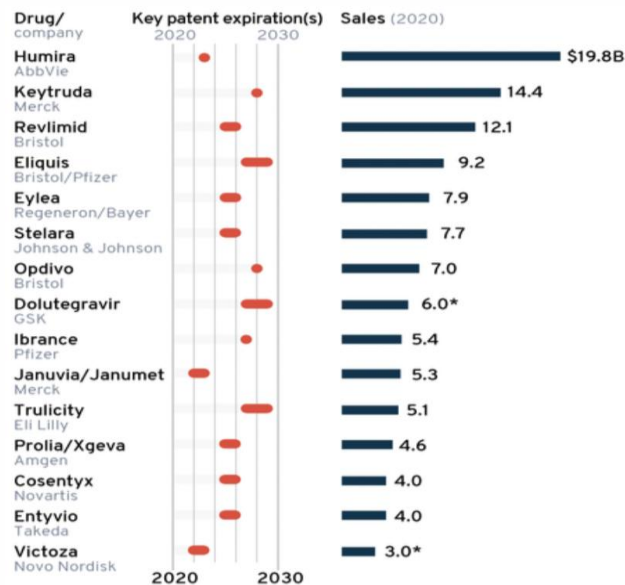
全球专利悬崖+国产替代加速，原料药发展空间广阔

- 全球范围的专利药到期叠加我国仿制药国产替代持续加速，我国原料药行业发展空间广阔。据Evaluate Pharma统计，2022-2028年全球将有近3770亿美元专利药到期，预计因此损失的销售额将达1580亿美元，到期专利药市场约有41.9%将被仿制药占领。美媒Fierce Pharma统计了未来10年内专利即将到期的15款重磅炸弹药物，其中包括2020年最畅销的四款药品Humira（阿达木单抗）、Keytruda（帕博利珠单抗）、Revlimid（来那度胺）和Eliquis（阿哌沙班）。目前，中国及其他发展中国家在全球仿制药市场中份额逐步提升，且带量采购等政策推行加速了我国原料药企业的国产替代步伐，我国特色原料药市场或将持续扩容。

专利到期影响原研药物销售情况（十亿美元）



未来十年即将面临专利悬崖的重磅原研品种



行业维度：关注GLP-1等重磅品种商业化带来产业链相关主题投资机会

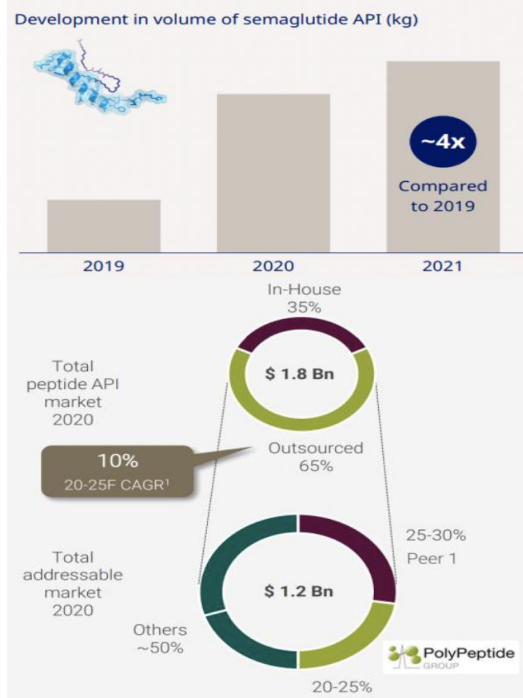
关注GLP-1等重磅品种商业化带来产业链相关主题投资机会

- GLP-1RA药物终端销售额快速放量带动了对应原料药及中间体需求，上游多肽合成、固相合成载体及溶剂厂商、多肽CDMO等环节有望受益。多肽合成方法不断迭代，合成及纯化是多肽制药工艺重要组成部分。根据诺和诺德2024年三季报，前三季度司美格鲁肽三款产品合计实现销售额合203.46亿美元，同比增长40.88%，占同期该公司总营收的68.9%。其中，减重产品Wegovy 1-9月实现销售约合54.6亿美元，同比增长超过76%。我们认为，GLP-1RA等重磅商业化品种产业链上游拥有合规GMP产能的原料药生产厂商、CDMO及仿制药供应商等多个环节有望持续受益。

多肽药物产业链示意图



多肽API市场规模及外包率情况



www.swsc.com.cn

数据来源：头豹研究院，诺和诺德投资者演示材料，Polypeptide官网，西南证券整理

未来展望：打开特色原料药长期成长空间

制剂出口加速+集采放量打开成长空间

- ❑ “原料药+制剂”一体化巩固制造优势，制剂出口加速+集采放量打开成长空间。《“十四五”医药工业发展规划》鼓励原料药企业向下游延伸，加速推进“原料药+制剂”一体化，巩固先进制造优势。
- ❑ 海外出口加速：我国药企国际化业务正在迭代升级，海外制剂市场表现尤其亮眼，企业加速探索海外市场。健友股份2024年上半年海外收入11.48亿元，占公司总营业收入53.60%；普洛药业2024年上半年海外收入28.9亿元（+19.96%）。
- ❑ 国内集采放量：带量采购模式为原料药企业省去销售环节，具备成本与质量优势的光脚品种借助集采有望以量换价，加速国内市场放量。

2022-2024H1部分原料药及制剂企业海外收入占比

企业		2022（亿元）	2023（亿元）	2024H1（亿元）
健友股份	国内	11.59	10.47	9.94
	海外	25.48	28.75	11.48
普洛药业	国内	59.58	65.21	35.35
	海外	45.48	49.19	28.92
海普瑞	国内	6.49	4.11	2.1
	海外	65.09	50.33	26.27

未来展望：打开特色原料药长期成长空间

创新驱动的高稀缺性、高壁垒业务值得关注

- **基于创新技术平台的高稀缺性、高壁垒业务有望打破周期属性，长期成长确定性高。**以东诚药业为例，2014年公司战略转型高技术壁垒的核医药产业，聚焦肿瘤、神经退行性疾病、心脑血管疾病等重点领域，目前已形成“筛查-诊断-治疗”放射性药品全覆盖，满足市场的精准诊疗需求。博瑞医药也凭借核心药物研发技术平台实现“仿+创”双轮驱动：1) 仿制药：发力稀缺性高、技术难度高的药物仿制，目前已掌握恩替卡韦、卡泊芬净、米卡芬净钠等40余种高端药物的生产核心技术；2) 创新药：孵化高度差异化、较大临床获益产品。截至2024年6月30日，公司自主研发长效多肽靶向偶联药BGC0228处于临床I期试验阶段，已完成剂量爬坡研究，最高剂量至175mg/m²；多肽类降糖药BGM0504注射液2型糖尿病治疗及减重适应症II期临床已完成全部受试者入组，其中糖尿病适应症受试者均已出组，数据库已锁定，正在进行统计分析。高稀缺性、高壁垒创新赛道有望打破周期属性，长期成长确定性高。

东诚药业核医药业务板块

产品名称	主要应用
氟[¹⁸ F]脱氧葡萄糖注射液 (¹⁸ F-FDG)	诊断用核素药物，PET-CT显像的主要显像剂，主要用于恶性肿瘤的早期诊断筛选、肿瘤分期、疗效评价、愈后评估等，也可用于测定心脏及脑中的葡萄糖代谢，用于冠心病及神经精神病的早期诊断、鉴别诊断及指导治疗
云克注射液 (锝[^{99m} Tc]亚甲基二膦酸盐注射液)	治疗用核素药物，主要用于治疗类风湿关节炎，同时在强直性脊柱炎等自身免疫性疾病和骨科疾病以及肿瘤骨转移中也有应用，并具有较好的疗效。药品的放射性剂量水平低于天然本底辐射，环保部门和药监部门对云克注射液进行了豁免管理，按普通处方药进行使用管理
碘[¹²⁵ I]密封籽源	治疗用核素药物，主要治疗浅表、胸腹腔内的肿瘤(如头颈部肿瘤、肺癌、胰腺癌、早期前列腺肿瘤)，也适用于经放射线外照射治疗残留的肿瘤以及复发的肿瘤
锝[^{99m} Tc]标记药物	PECT医学显像剂，根据标记的化合物不同，临床医学显像的应用也不同，可用于心肌病和冠状动脉疾患等鉴别诊断、全身或局部骨显像、肾显像等
尿素[¹⁴ C]胶囊	诊断用核素药物，鉴别和诊断胃幽门螺旋杆菌感染
碘[¹³¹ I]化钠口服液	短半衰期核素药物，诊断、治疗药，用于诊断和治疗甲亢和甲状腺癌

生命科学产品及服务：期待国内需求端复苏，国产替代大趋势未改变

- **业绩短期承压。**生命科学上游板块2024年Q1-3收入60亿元（+5.5%），归母净利润3.8亿元（-27.8%），扣非归母净利润2.1亿元（-33.4%），分季度看，板块2024Q1/Q2/Q3收入分别为18.7/20.8/20.6亿元（+1.9%/+12.3%/+2.7%），归母净利润分别为1.2/1.6/1亿元（-22.1%/-13.2%/-46.4%）。收入端受益于需求逐渐恢复、产品品类逐渐拓宽等因素有所增长。利润端下滑主要系费用端持续投放所致。2024年Q3收入20.6亿元（+2.7%），归母净利润1亿元（-46.4%），扣非归母净利润0.5亿元（-60.7%），24Q3板块收入持续同比增长，行业复苏逐渐回暖。从盈利能力看，2024年Q1-3板块毛利率为45%（-1.2pp），净利率为6.4%（-2.8pp），四费率为39.5%（+1.3pp），板块盈利能力下降主要系各家企业加大研发投入所致。
- **一级市场投融资活动强度海外相对较好、国内仍在波动。**从一级市场看，2023年以来全球医疗健康行业融资活动持续向好，2023年、2024Q1-3投融资总额分别为5918.9亿元（-3.2%）、6195.1亿元（+34%），融资事件总数为3020件（+1.1%）、2031件（-10.3%）。2023年、2024Q1-3中国医疗健康行业领域融资总额分别为1084亿元（-28%）、492.3亿元（-42.8%），融资事件数分别为990件（-10.7%）、359件（-52.6%），创新药研发景气度静待修复。
- **科研端经费投入保持平稳，工业端需求受行业大环境影响期待景气度恢复。**2023年我国研究与试验发展（R&D）经费投入总量为33357.1亿元，比上年增长8.4%，保持稳定增长趋势。我们认为科研端经费投入的需求作为生命科学上游行业主要需求来源之一，有望保持稳定增长态势。从A股药品板块上市公司研发费用来看，近年来研发费用绝对金额保持增长态势，但增速有所放缓，工业端需求受行业大环境影响期待景气度恢复。
- **生命科学领域行业扩容大格局仍将持续，国产替代势在必行。**国产企业项目数逐渐拓展。如奥浦迈公司服务了近600家国内外生物制药企业和科研院所。虽然种种因素影响了部分客户项目的临床进度，但伴随着公司已有客户管线的逐步推进，加上新一代高性能目录培养基产品和定制化培养基开发服务的优异表现，以及新增客户的持续拓展，使用公司培养基产品的客户数量及管线均快速增加。截至报告期末，共有216个已确定中试工艺的药品研发管线使用公司的细胞培养基产品，其中处于临床前阶段127个、临床期阶段34个、临床II期阶段29个、临床III期阶段21个、商业化生产阶段5个；整体相较2023年末增加46个，增长幅度27.06%。
- **相关标的：**百普赛斯、奥浦迈、诺唯赞、阿拉丁、纳微科技、优宁维、药康生物、南模生物、近岸蛋白、义翘神州、皓元医药、泰坦科技等。
- **风险提示：**业绩不及预期的风险；市场竞争格局恶化的风险；行业景气度下降的风险。

生命科学产品及服务：期待国内需求端复苏，国产替代大趋势未改变

- 生命科学上游板块2024年Q1-3收入60亿元（+5.5%），归母净利润3.8亿元（-27.8%），扣非归母净利润2.1亿元（-33.4%），分季度看，板块2024Q1/Q2/Q3收入分别为18.7/20.8/20.6亿元（+1.9%/+12.3%/+2.7%），归母净利润分别为1.2/1.6/1亿元（-22.1%/-13.2%/-46.4%）。收入端受益于需求逐渐恢复、产品品类逐渐拓宽等因素有所增长。利润端下滑主要系费用端持续投放所致。2024年Q3收入20.6亿元（+2.7%），归母净利润1亿元（-46.4%），扣非归母净利润0.5亿元（-60.7%），24Q3板块收入持续同比增长，行业复苏逐渐回暖。从盈利能力看，2024年Q1-3板块毛利率为45%（-1.2pp），净利率为6.4%（-2.8pp），四费率为39.5%（+1.3pp），板块盈利能力下降主要系各家企业加大研发投入所致。

生命科学上游板块22Q3-24Q3业绩速览

(亿元)	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营收	28.6	18.4	18.6	20.1	21.6	18.7	20.8	20.6
同比增速	35.5%	-22.4%	-8.0%	-15.5%	-24.4%	1.9%	12.3%	2.7%
归母净利润	0.2	1.6	1.8	1.9	1.5	1.2	1.6	1.0
同比增速	-95.5%	-78.3%	-56.5%	-55.5%	552.9%	-22.1%	-13.2%	-46.4%
扣非归母净利润	0.6	0.7	1.1	1.3	0.2	0.6	1.0	0.5
同比增速	-88.6%	-88.7%	-68.8%	-59.4%	-64.6%	-20.8%	-9.8%	-60.7%

生命科学上游板块22Q3-24Q3盈利能力指标概览

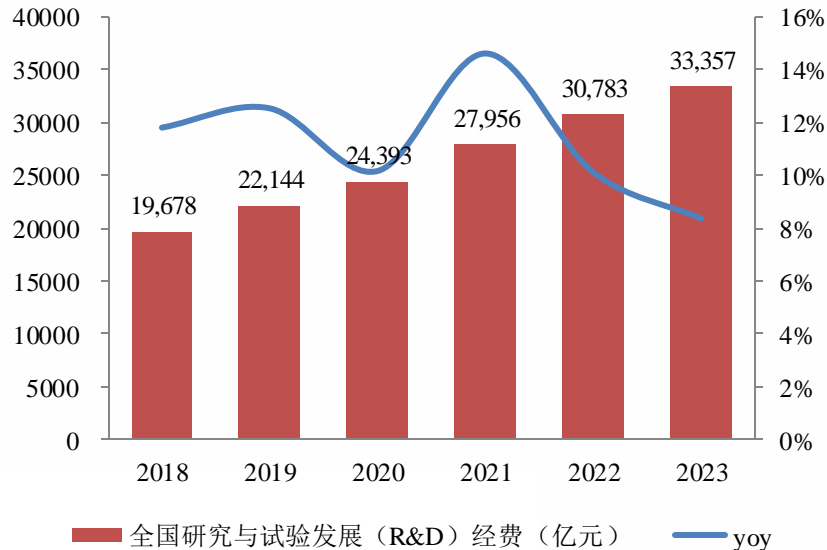
	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
毛利率	49.9%	46.8%	45.8%	46.2%	43.8%	45.9%	44.5%	44.8%
净利率	0.8%	8.4%	9.8%	9.5%	7.1%	6.4%	7.6%	4.9%
销售费用率	12.3%	15.4%	18.0%	15.9%	17.1%	17.0%	15.7%	16.7%
管理费用率	9.1%	11.2%	10.5%	11.1%	10.4%	11.8%	10.5%	11.7%
财务费用率	-1.0%	-1.0%	-3.4%	-1.2%	-0.7%	-1.0%	-0.1%	0.2%
研发费用率	9.5%	13.2%	13.1%	12.0%	11.7%	12.9%	11.4%	12.0%

生命科学产品及服务：期待国内需求端复苏，国产替代大趋势未改变

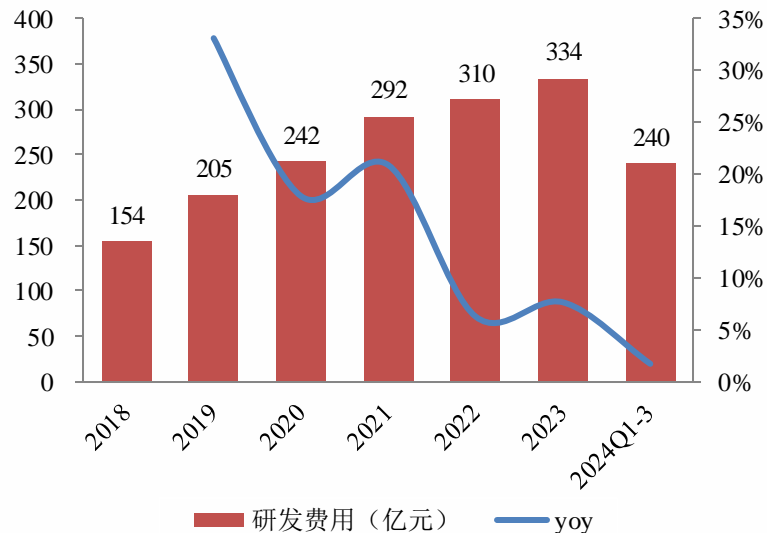
科研端经费投入保持平稳，工业端需求受行业大环境影响静待景气度恢复

- **科研端经费投入保持平稳。**2023年我国研究与试验发展（R&D）经费投入总量为33357.1亿元，比上年增长8.4%，保持稳定增长趋势。从活动类型看，2023年，我国基础研究、应用研究、试验发展经费分别为2259.1亿元、3661.5亿元和27436.5亿元，分别比上年增长11.6%、5.1%和8.5%。从活动主体看，2023年，企业、政府属研究机构、高等学校的R&D经费分别为25922.2亿元、3856.3亿元和2753.3亿元，分别比上年增长8.6%、1.1%和14.1%。我们认为科研端经费投入的需求作为生命科学上游行业主要需求来源之一，有望保持稳定增长态势。
- **工业端需求受行业大环境影响期待景气度恢复。**从A股药品板块上市公司研发费用来看，近年来研发费用绝对金额保持增长态势，但增速有所放缓，工业端需求受行业大环境影响期待景气度恢复。

2018-2023年全国研究与试验发展（R&D）经费



2018-2024Q1-3 A股药品板块上市公司研发费用



生命科学产品及服务：期待国内需求端复苏，国产替代大趋势未改变

生命科学领域行业扩容大格局仍将持续，国产替代势在必行

- 行业目前仍然以国外厂商为主，国产化率普遍在10%~30%之间，未来替代空间较大。

细分领域	市场规模 (2021)		市场规模复合增速 (19-24E)		行业壁垒	国产化率	代表公司		
	全球 (亿美元)	中国 (亿元)	全球	中国			国外	国内	
蛋白类	重组蛋白	10	12	13.6%	17.9%	较高	CR5占比50%，其中国产3家占比10%	R&D Systems、PeperoTech	百普赛斯、义翘神州、金斯瑞、近岸蛋白等
	抗体	29	36	5.1%	10%	较高	10%	Abcam、Merck、R&D Systems	百普赛斯、义翘神州、金斯瑞、优宁维等
核酸类	-	90	-	12.3%	较高	29%	赛默飞、凯杰、Takara、BioRad	诺唯赞、全式金、康为世纪、爱博泰克、翊圣生物等	
细胞类	46.5 (2020)	44	7.4% (2020-2028)	29% (2020-2025)	一般	23%	赛默飞、丹纳赫、默克	奥浦迈、澳斯康等	
模式动物	178	48	9.2%	24.2%	较高	20%~30%	Jackson Laboratory、维通利华 (查尔斯河) 等	南模生物、药康生物、百奥赛图	

生命科学产品及服务：期待国内需求端复苏，国产替代大趋势未改变

生命科学领域行业扩容大格局仍将持续，国产替代势在必行

- **国产企业项目数逐渐拓展。**如奥浦迈公司服务了近600家国内外生物制药企业和科研院所。虽然种种因素影响了部分客户项目的临床进度，但随着公司已有客户管线的逐步推进，加上新一代高性能目录培养基产品和定制化培养基开发服务的优异表现，以及新增客户的持续拓展，使用公司培养基产品的客户数量及管线均快速增加。截至24H1，共有216个已确定中试工艺的药品研发管线使用公司的细胞培养基产品，其中处于临床前阶段127个、临床I期阶段34个、临床II期阶段29个、临床III期阶段21个、商业化生产阶段5个；整体相较2023年末增加46个，增长幅度27.06%。
- **外延并购正当时。**在当前市场环境下，IPO政策的收紧和生命科学上游行业需求的疲软，许多优质企业因市场情绪等因素影响，其估值正处于相对较低水平。上市公司在此阶段有低成本扩张机会，我们认为企业可以考虑外延与现有业务存在协同效应，能够通过资源共享、市场互补或技术整合，提升整体的运营效率和市场竞争力的优质标的。如阿拉丁1.8亿元，以9.6倍PE收购源叶生物51%股权；泰坦科技3200万元投资润度生物拓展动物/微生物细胞培养仪器设备及耗材，2400万元投资迈皋仪器拓展离心机业务。

奥浦迈细胞培养基产品项目进展（2024.6.30）

时间	临床前	临床I期	临床II期	临床III期	商业化	合计
2022.12.31	70	19	7	14	1	111
2023.12.31	96	32	20	19	3	170
2024.6.30	127	34	29	21	5	216
24H1变动数量	31	2	9	2	2	46

纳微科技2023H1色谱填料及层析介质新增项目

项目	研究阶段	临床I期	临床II期	临床III期	商业化	合计
抗体	112	3	6	9		130
疫苗	138		3	1		142
血液制品	2					2
酶	23					23
CGT	48	2				50
胰岛素	16	1		1	2	20
多肽/寡核苷酸	185		1	1	1	188
抗生素	24	1				25
糖类	4					4
天然产物	40					40
造影剂	6					6

疫苗：期待独家产品及新产品放量

- **板块业绩表现整体承压。**疫苗板块2024年Q1-3收入337亿元（-39.5%），归母净利润42.2亿元（-63%），扣非归母净利润38.2亿元（-64.9%），板块2024年Q1/Q2/Q3单季度收入分别为142.6/105.1/89亿元（-15%/-42.6%/-56.7%），归母净利润分别为19.3/15.2/7.7亿元（-52.1%/-59.6%/-78.6%）。2024年Q1-3板块利润端下滑主要系智飞、万泰HPV疫苗以及其他部分厂商新生儿疫苗销售下滑所致。2024年Q3，板块收入89亿元（-56.7%），归母净利润7.7亿元（-78.6%），扣非归母净利润7亿元（-79.6%）。收入端来看，主要贡献仍然为HPV疫苗，以智飞生物代理的9价HPV疫苗为主，24年Q3受行业整体以及竞争格局日益加剧影响，以及市场推广销售工作不及预期等因素，行业整体业绩承压。从应收账款周转天数以及存货周转天数看，疫苗板块营运能力受行业大环境影响整体呈现下降趋势。我们认为在渠道库存持续消化，企业渠道营销管理持续推进过程中，板块营运能力有望迎来边际改善
- **国药集团旗下产品疫苗价格下降，带动行业价格调整。**2024H1，在国药集团带动下，部分竞争格局较为充分的二类苗开始降价，我们认为降价行为对于提升疫苗接种意识有促进作用，龙头企业有望实现销量增长。
- **期待独家产品及新产品放量。**1) 独家品种：康希诺MCV4结合疫苗作为独家产品有望实现较快放量。2) 新产品：康泰生物人二倍体狂苗25年作为首个完整销售年有望实现较快增长。
- **国内企业存在fic/me-better弯道超车可能，以做出同类优效为核心。**我国疫苗企业对于全球创新品种的布局与海外厂商的差距缩小，如欧林生物的金葡菌疫苗、康希诺的PBPV疫苗以及mRNA疫苗布局均存在弯道超车可能。从海外研发来看，格局较成熟产品如肺炎球菌疫苗向高价次更新迭代发展，且做出非劣是成功上市的条件之一，头对头基本以已上市最新品种比较。如最新默沙东的21价肺炎三期结果对比辉瑞的20价肺炎全部血清型非劣。从国内趋势来看，国内未来疫苗行业临床试验要求更加讲究同类优效产品。头部疫苗企业研发实力较强，在与同类型其他厂家竞争时优势明显
- **相关标的：**康希诺、康泰生物、欧林生物、百克生物、康华生物、华兰生物、金迪克、华北制药、智飞生物、万泰生物、成大生物等。
- **风险提示：**产品销售不及预期；竞争格局恶化的风险；产品研发进展不及预期。

疫苗：期待独家产品及新产品放量

受行业大环境影响，板块业绩继续承压

疫苗板块2024年Q1-3收入337亿元（-39.5%），归母净利润42.2亿元（-63%），扣非归母净利润38.2亿元（-64.9%），板块2024年Q1/Q2/Q3单季度收入分别为142.6/105.1/89亿元（-15%/-42.6%/-56.7%），归母净利润分别为19.3/15.2/7.7亿元（-52.1%/-59.6%/-78.6%）。2024年Q1-3板块利润端下滑主要系智飞、万泰HPV疫苗以及其他部分厂商新生儿疫苗销售下滑所致。2024年Q3，板块收入89亿元（-56.7%），归母净利润7.7亿元（-78.6%），扣非归母净利润7亿元（-79.6%）。收入端来看，主要贡献仍然为HPV疫苗，以智飞生物代理的9价HPV疫苗为主，24年Q3受行业整体以及竞争格局日益加剧影响，以及市场推广销售工作不及预期等因素，行业整体业绩承压。

从盈利能力来看，2024年Q1-3板块毛利率为44.9%（-0.8pp），四费率为28.6%（+8pp），净利率为12.8%（-7.9pp）。2024Q3板块毛利率为54.8%（+12.2pp），净利率为8.7%（-8.9pp），四费率为41.8%（+21pp）。前三季度板块净利率同比下降主要系各企业费用端仍然投入较大所致。

疫苗板块22Q4-24Q3业绩速览

(亿元)	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营收	165.4	167.7	183.1	205.4	185.9	142.6	105.1	89.0
同比增速	7.5%	16.5%	5.5%	25.0%	12.4%	-15.0%	-42.6%	-56.7%
归母净利润	27.8	40.4	37.5	36.1	14.8	19.3	15.2	7.7
同比增速	-17.1%	4.7%	-10.3%	-12.5%	-46.8%	-52.1%	-59.6%	-78.6%
扣非归母净利润	25.7	38.9	35.5	34.3	15.5	18.4	12.7	7.0
同比增速	-21.8%	2.0%	-13.0%	-16.0%	-39.7%	-52.7%	-64.1%	-79.6%

疫苗板块22Q4-24Q3盈利能力指标概览

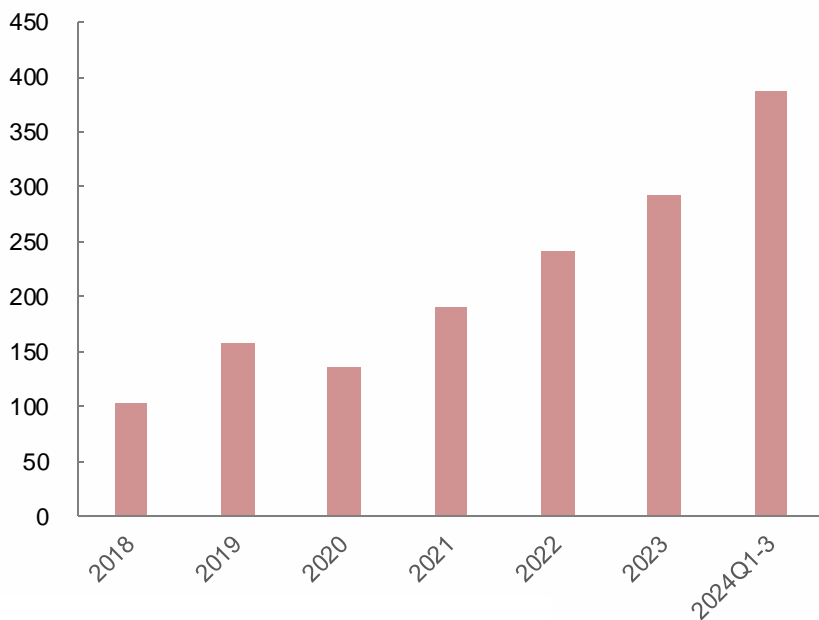
	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
毛利率	54.0%	50.0%	45.3%	42.6%	39.1%	37.4%	46.7%	54.8%
净利率	16.8%	24.1%	20.5%	17.6%	8.0%	13.6%	14.4%	8.7%
销售费用率	16.9%	13.5%	12.8%	13.0%	14.3%	9.6%	16.3%	25.7%
管理费用率	3.1%	2.3%	2.4%	2.5%	3.7%	3.6%	4.8%	5.8%
财务费用率	-0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	0.3%
研发费用率	10.0%	5.2%	5.6%	5.5%	7.1%	5.9%	9.9%	10.0%

疫苗：期待独家产品及新产品放量

受行业大环境影响，板块营运能力有所下降

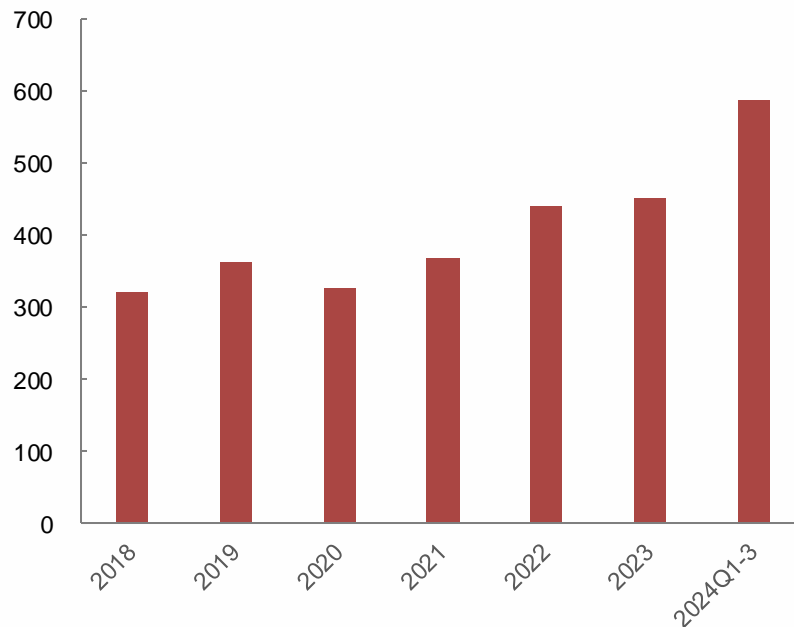
从应收账款周转天数以及存货周转天数看，疫苗板块营运能力受行业大环境影响整体呈现下降趋势。我们认为在渠道库存持续消化，企业渠道营销管理持续推进过程中，板块营运能力有望迎来边际改善。

疫苗板块2018-2024Q1-3应收账款平均周转天数



■ 疫苗板块应收账款平均周转天数 (天)

疫苗板块2018-2024Q1-3存货平均周转天数



■ 疫苗板块存货平均周转天数 (天)

疫苗：期待独家产品及新产品放量

国药集团旗下产品部分二类苗价格下降，带动行业价格调整

- 国药集团旗下产品疫苗价格下降，带动行业价格调整。2024H1，在国药集团带动下，部分竞争格局较为充分的二类苗开始降价，我们认为降价行为对于提升疫苗接种意识有促进作用，龙头企业有望实现销量增长。

黑龙江省部分疫苗品种价格变化情况

品种	厂商	包装	剂型	规格	降价前（元）	降价后（元）	降幅
HIB疫苗	兰州所	西林瓶	液体	0.5ml/支	68	43	37%
轮状病毒疫苗	兰州所	西林瓶	液体	3.0ml/支	172	138	20%
麻腮风疫苗	上海所	西林瓶	冻干	0.5ml/支	76	53	30%
吸附破伤风疫苗	武汉所	西林	液体	0.5ml/支	178	142	20%
水痘减毒活疫苗	上海所	预充	冻干	0.5ml/支	155	124	20%
	上海所	西林瓶	冻干	0.5ml/支	136	109	20%
	长春祈健	预充	冻干	0.5ml/支	155	124	20%
	长春祈健	西林瓶	冻干	0.5ml/支	136	109	20%
流感病毒裂解疫苗	上海所	预充	液体	0.5ml/支	128	88	31%
四价流感病毒裂解疫苗	武汉所	预充型	注射剂	0.5ml/支	128	88	31%
	长春所	预充	液体	0.5ml/支	128	88	31%
	华兰疫苗	预充	液体	0.5ml/支	128	88	31%
	华兰疫苗	西林	液体	0.5ml/支	125	85	32%
	华兰疫苗	预填充	注射剂	0.25ml/支	166	128	23%

疫苗：期待独家产品及新产品放量

25年主要疫苗品种基本面展望——期待独家产品及新产品放量

品种		公司		2023Q1	2023Q2	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2025年基本面展望
成人疫苗	HPV疫苗	智飞生物	四价批签发	20	6	2	0	0	<ul style="list-style-type: none"> • HPV疫苗：从批签发数据来看，四价HPV未来基本退出市场，九价HPV疫苗占比持续提升，主要系九价HPV疫苗扩龄至9-45岁，以及2025年男性适应症有望获批或带来新增量，预计2025年将保持平稳。 • 带状疱疹疫苗：受行业环境以及企业营销不及预期影响，2024年销售较差，预计2025年在企业持续教育推广过程中，有望实现增长。
			yoy			-90%	-100%	-100%	
			九价批签发	21	44	24	27	38	
		yoy			14%	-39%	19%		
		万泰生物	二价批签发	122	112	5	20	18	
			yoy			-96%	-82%	-75%	
	沃森生物		二价批签发	16	7	2	4	6	
		yoy			-88%	-43%	500%		
带状疱疹疫苗	百克生物	批签发	0	10	12	11	16		
		GSK	批签发	0	5	13	13	11	
	yoy				160%	175%			
儿童疫苗	13价肺炎疫苗	沃森生物	批签发	8	29	4	8	2	<ul style="list-style-type: none"> • 13价肺炎疫苗：受新生儿数量变化以及竞争加剧影响，预计保持平稳增长。 • MCV4结合疫苗：独家产品有望较快放量
			yoy			-50%	-72%	-75%	
		康泰生物	批签发	0	3	10	4	8	
			yoy				33%	-33%	
	MCV4结合疫苗	康希诺	批签发	4	0	0	6	6	
			yoy			-100%		-25%	
较刚需品种	狂犬疫苗	康华生物	批签发	0	30	3	8	12	<ul style="list-style-type: none"> • 因狂苗与破苗均涉及院内渠道接种，2024年主要消化渠道库存为主，因此我们认为此类较刚需品种明年基本面有望改善。
			yoy				-73%	-45%	
	狂犬疫苗	康泰生物	批签发	0	0	0	14	19	
			yoy						
	破伤风疫苗	欧林生物	批签发	5	9	2	6	13	
			yoy			-60%	-33%	8%	
其他复购属性品种	流感疫苗	华兰疫苗	四价流感批签发批次	0	1	0	48	5	<ul style="list-style-type: none"> • 长期看在政策+企业推广多重带动下，流感疫苗渗透率有望提升
			yoy				4700%	-94%	

疫苗：期待独家产品及新产品放量

在研管线——短期关注重磅品种上市催化，长期看国内企业存在fic/me-better弯道超车可能

HPV疫苗：国产HPV疫苗普遍预计将于2025年后陆续上市。

肺炎球菌疫苗：康希诺13价肺炎预计24-25年上市，智飞15价肺炎预计2025年后上市。

带状疱疹疫苗：百克生物已于2023年初获批上市。

金葡菌疫苗：欧林生物预计2026年后上市。

其他创新品种如RSV疫苗、诺如疫苗国内企业也在持续布局。

公司名称	产品	技术路线	临床进展
长春长生		减毒活	三期
绿竹生物		重组蛋白	三期
迈科康生物	带状疱疹疫苗	重组蛋白	三期
中慧元通/怡道生物		重组蛋白	三期
瑞科生物		重组蛋白	一期

公司	产品	临床进展	最新进展日期	预计获批时间	产品	公司	临床进展	最新进展日期	预计获批时间
万泰生物	九价HPV（大肠埃希菌）	III期	2021/9/17	2025年	13价肺炎球菌结合疫苗	康希诺	III期	2021/4/13	2024-2025
	二价HPV	已上市	2020/05			兰州所	III期	2019/9/19	
沃森生物	二价HPV	已上市	2022/3/24			科兴中维	I期	2018/4/10	
	九价HPV(毕赤酵母)	I期	2020/12/3	2026-2027		成都安特金	I期	2020/4/21	
上海博唯	四价HPV（汉逊酵母）	III期	2021/11/4			江苏坤力	I期	2021/7/27	
	九价HPV（汉逊酵母）	III期	2021/6/2	2026		艾美卫信	I期	2021/1/26	
中生集团	四价HPV（汉逊酵母）	III期	2019/4/30			康泰生物	已上市	2021/10	
	11价HPV（汉逊酵母）	II期	2020/7/8			沃森生物	已上市	2020/3/30	
康乐卫士	三价HPV（大肠杆菌）	III期	2020/12/3			辉瑞	已上市	2016国内获批	
	九价HPV（大肠埃希菌）	III期	2021/9/14			15价肺炎球菌结合疫苗	智飞生物	III期	2021/7/16
瑞科生物	重组九价HPV（汉逊酵母）	III期	2021/7/28	2025-2026	智飞生物		完成临床	2017/12/20	
	重组二价（16/18）HPV疫苗	I期	2022/5/4		康泰生物	已上市	2014/5/9		
	重组二价（6/11）HPV疫苗	I期	2022/5/4		23价肺炎球菌多糖疫苗	科兴中维	IV期	2021/7/5	
第二代重组四价HPV疫苗	临床前	2022/5/4		华安科创		I期	2020/9/8		
第二代重组九价HPV疫苗	临床前	2022/5/4							
诺宁生物/神州细胞	14价HPV（昆虫细胞）	II期	2021/10/29						
上海所	四价HPV（毕赤酵母）	II期	2021/9/24						

疫苗：期待独家产品及新产品放量

在研管线（海外）——重磅产品以做出同类优效为核心

肺炎球菌疫苗：往更高价次更新迭代，做出非劣是成功上市的条件之一，且头对头基本以已上市最新品种比较。如此前默沙东的15价肺炎以及辉瑞的20价肺炎都对比辉瑞的13价肺炎绝大多数血清型非劣。默沙东的21价肺炎对比辉瑞的20价肺炎全部血清型非劣。

从国内趋势来看，兰州所13价肺炎疫苗审批未通过我们预计与数据关系较大，由此预计国内未来疫苗行业临床试验要求更加讲究同类优效产品。头部疫苗企业研发实力较强，在与同类型其他厂家竞争时优势明显。

带状疱疹疫苗/RSV疫苗：目前格局较好，各技术路线均有布局。

公司名称	疫苗名称	全球临床进展	国内进展	申报年龄段
默沙东	15价肺炎结合疫苗	已上市（2021 US）	申报临床	6周龄以上
辉瑞	20价肺炎结合疫苗	已上市（2021 US）	申报临床	6周龄以上
默沙东	21价肺炎结合疫苗	III期临床	—	18岁以上
GSK	24价肺炎球菌疫苗	II期临床	—	18岁以上
Inventrise	25价肺炎结合疫苗	II期临床	—	18岁以上
Vaxcyte	24价肺炎结合疫苗	II期临床	—	18岁以上
Vaxcyte	31价肺炎结合疫苗	I / II期临床	—	18岁以上
Curevo Vaccine	灭活带状疱疹疫苗	II期临床	—	
辉瑞/BioNTech	mRNA带状疱疹疫苗	II期临床	—	50~69岁
Dynavax Technologies	重组蛋白带状疱疹疫苗	I期临床	—	50~69岁
GSK	RSV疫苗（重组蛋白）	已上市	申报临床	60岁以上
辉瑞	RSV疫苗（重组蛋白）	已上市	—	60岁以上
Moderna	RSV疫苗（mRNA）	已上市	—	60岁以上
GSK	RSV疫苗（重组蛋白）	III期临床	—	18-49岁女性
艾棣维欣	RSV疫苗	II期临床	—	60岁以上

目 录

◆ 医药行业2024年二级市场表现回顾

◆ 医药子行业2025年投资逻辑

◆ 医药全行业2025年投资策略及标的

核心观点

2025年组合推荐：

- **推荐组合**：恒瑞医药（600276）、荣昌生物（688331）、恩华药业（002262）、亿帆医药（002019）、甘李药业（603087）、上海医药（601607）、长春高新（000661）、济川药业（600566）、英科医疗（300677）、怡和嘉业（301367）。
- **稳健组合**：上海莱士（002252）、华东医药（000963）、贝达药业（300558）、科伦药业（002422）、新产业（300832）、云南白药（000538）、太极集团（600129）、马应龙（600993）、美好医疗（301363）。
- **科创板组合**：首药控股-U（688197）、赛诺医疗（688108）、心脉医疗（688016）、圣湘生物（688289）、泽璟制药-U（688266）、博瑞医药（688166）。
- **港股组合**：和黄医药（0013）、荣昌生物（9995）、科伦博泰生物-B（6990）、先声药业（2096）、康方生物（9926）、亚盛医药-B（6855）、微创机器人（2252）、康希诺生物（6185）、爱康医疗（1789）。

风险提示：医药行业政策风险超预期；业绩不及预期风险。

恒瑞医药（600276）：创新药收入快速增长，出海贡献业绩新增量

□ 投资逻辑：

2024上半年实现营业收入 136 亿元(+21.8%)，归属于上市公司股东的净利润为 34.3亿元(+48.7%)，扣非后归属于上市公司股东净利润为 34.9 亿元(+55.6%)。

泰吉利定获批上市，下半年8款创新药有望获批上市。上半年，公司1类创新药富马酸泰吉利定获批上市；氟唑帕利的第3个适应症（用于晚期卵巢癌一线含铂化疗后维持治疗）与脯氨酸恒格列净的第2个适应症（与盐酸二甲双胍和磷酸瑞格列汀联合使用治疗2型糖尿病）获批上市。2项上市申请获NMPA受理，10项临床推进至Ⅲ期，20项临床推进至Ⅱ期，19项临床推进至Ⅰ期。

GLP-1产品组合授权出海，交易总额达60亿美元。公司将自研GLP-1产品组合(HRS-7535、HRS9531和HRS-4729)有偿许可给美国Hercules公司，Hercules将获得在除大中华区以外的全球范围内开发、生产和商业化 GLP-1产品组合的独家权利。恒瑞将取得Hercules 19.9%的股权，且将从Hercules获得首付款和近期里程碑总计1.1亿美元、基于HRS-7535研发进度的不超过2亿美元的临床开发及监管里程碑款、基于GLP-1产品组合在许可区域实际年净销售额情况的累计不超过57.25亿美元的销售里程碑款以及实际年净销售额低个位数至低两位数比例的销售提成，交易总金额约为60.35亿美元。

□ 盈利预测与投资建议：

预计公司2024-2026年归母净利润分别为54.1/65.6/78.7亿元。创新药占比不断提升，创新升级加速，创新药国际化即将迎来质变，仍然是国内创新药投资首选，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

仿制药集中采购降价、药品研发进度不达预期、里程碑付款金额存在不确定性等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	22819.78	27102.85	31252.79	36302.36
增长率	7.26%	18.77%	15.31%	16.16%
归属母公司净利润（百万元）	4302.44	5406.79	6555.83	7871.52
增长率	10.14%	25.67%	21.25%	20.07%
每股收益EPS（元）	0.67	0.85	1.03	1.23
净资产收益率ROE	10.43%	11.83%	12.83%	13.66%
PE	73.9	58.3	48.1	40.3

荣昌生物（688331）：财务指标持续向好，临床研究推进顺利

□ 投资逻辑：

泰它西普重症肌无力上市申请获正式受理。中国治疗重症肌无力于2024年8月达到主要研究终点，于10月上市申请获得正式受理，基于三期突出疗效及突破性疗法认定，被纳入优先审评审批程序。美国于2024年8月实现首例患者入组。干燥综合征的中国三期临床研究已完成患者入组，美国于2024年4月获得快速通道资格认定。免疫球蛋白A肾病（IgAN）的国内三期临床试验方案于2022年9月获得CDE同意，已完成患者入组。公司正在美国开展泰它西普用于治疗SLE的三期国际多中心临床研究，患者招募工作正在进行中。

维迪西妥单抗持续探索UC、GC、BC等适应症。维迪西妥单抗在美国作为治疗一线化疗失败后HER2表达UC患者的II期关键性临床试验患者招募工作正在进行中。联合特瑞普利单抗与化疗一线治疗HER2+ UC于2024年8月完成患者入组。联合特瑞普利单抗及化疗或联合特瑞普利单抗及赫赛汀治疗一线HER2表达局部晚期或转移性GC患者的II/III期临床试验IND获得CDE批准。该试验已于2023年第三季度完成首例患者入组。维迪西妥单抗治疗HER2阳性存在肝转移的晚期乳腺癌患者的III期临床于2024年6月达到主要研究终点，10月上市申请获正式受理并纳入优先审评审批程序。

□ 盈利预测：

随着泰它西普和维迪西妥单抗的放量，我们预计公司2024-2026年营业收入分别为16.4、21.5和31.7亿元。

□ 风险提示：

研发进展或不及预期、核心品种商业化进展或不及预期、政策风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1082.95	1640.67	2154.21	3170.99
增长率	40.26%	51.50%	31.30%	47.20%
归属母公司净利润（百万元）	-1511.23	-1353.32	-541.65	561.20
增长率	-51.30%	10.45%	59.98%	203.61%
每股收益EPS（元）	-2.78	-2.49	-1.00	1.03
净资产收益率ROE	-43.97%	-64.94%	-35.12%	26.68%
PE	-	-	-	35.9

恩华药业 (002262) : 业绩稳健增长, 创新研发加速推进

□ 投资逻辑:

“羟瑞舒阿”和奥赛利定新品持续放量驱动业绩稳健增长。业绩稳健增长驱动因素: 1) “羟瑞舒阿”和奥赛利定新产品快速增长; 2) 深度挖掘县域基层与睡眠市场, 保证了非集采产品的较快增长, 并遏制了已集采产品的下滑。利润率基本稳定, 毛利率72.5%(-1.25pp), 净利率22.67% (同比持平); 费用率管控良好, 研发费用率10.9%(+1pp), 销售费用率30%(-2.6pp), 管理费用率4.2%(+0.2pp)。

持续加大研发投入, 加快创新药物研发。2024上半年投入研发经费3.2亿元, 同比增长13%。创新药方面, 开展III期临床项目1个 (NH600001乳状注射液); 开展II期临床项目2个 (NHL35700片、YH1910-Z02注射液); 完成I期临床项目2个 (NH102片、NH130片); 开展I期临床项目4个 (NH112片、Protollin鼻喷剂、NH300231肠溶片、YH1910-Z01鼻喷剂); 获得临床试验通知书1个 (NH103片); 预计2024年下半年递交临床申请的项目3个 (NH140068片、NH160030片、NH600001乳状注射液 (新适应症))。仿制药方面, 获得生产批件3个 (盐酸阿芬太尼注射液(5ml:2.5mg)、拉考沙胺注射液、普瑞巴林胶囊); 报产在审项目9个 (地佐辛注射液、注射用盐酸瑞芬太尼 (新增适应症)、盐酸他喷他多片、氯硝西洋注射液、氢溴酸伏硫西汀片、米库氯铵注射液、盐酸咪达唑仑口服溶液 (5ml:10mg、10ml:20mg)、氟马西尼注射液 (新增适应症)、盐酸羟考酮缓释片 (40mg))。随着这些产品的陆续获批和上市销售, 将不断巩固公司在中枢神经药物领域的国内领先地位。

□ 盈利预测与投资建议:

恩华药业在麻醉、神经领域构建了多维度、多层次的产品梯队和发展格局。TRV130有望为业绩持续注入动能。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为12.1、14.2和17.4亿元, 维持“买入”评级。

□ 风险提示:

研发进展或不及预期、商业化进展或不及预期、带量采购政策影响。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5041.50	5895.45	6910.74	8198.05
增长率	17.28%	16.94%	17.22%	18.63%
归属母公司净利润 (百万元)	1036.92	1214.56	1422.72	1739.06
增长率	15.09%	17.13%	17.14%	22.23%
每股收益EPS (元)	1.03	1.21	1.41	1.73
净资产收益率ROE	16.13%	16.39%	16.56%	17.31%
PE	25.3	21.5	18.5	15.1

亿帆医药（002019）：上半年业绩符合预期，利润端增速强劲

□ 投资逻辑：

2024H1公司实现营业收入26.3亿元，同比增长35.4%；实现归母净利润2.5亿元，同比增长133%；实现扣非归母净利润1.8亿元，同比增长90.5%，业绩符合预期。

自有制剂实现快速增长，在研管线持续推进。分产品来看，2024H1国内医药自有（含进口）实现营业收入16.5亿元（+88.3%），其中中成药实现销售收入6.1亿元（+51.7%），化药实现销售收入9.4亿元（+130.6%），生物药实现销售收入8673万元（+154.1%），国内药品中22个自有（含进口）产品销售收入过千万元，合计15亿元（+102.6%），其中过亿元产品5个、过五千万元产品3个，已形成长期可增长的“大品种群、多品种群”稳步发展态势。

公司未来增长逻辑未变，加速转型步入收获期。1) 亿立舒（F-627）成功出海，创新管线梯队已成；创新管线聚焦肿瘤、炎症性疾病和代谢性疾病等类型，即将迎来收获期；2) 国内独家中药+小尖特化药差异化布局，海外市场深度拓展。3) 原料药板块业绩已在底部。公司原料药主要为维生素B5（泛酸钙），目前泛酸钙价格处于底部，原料药板块下行风险较小。

□ 盈利预测与投资建议：

预计公司2024-2026年归母净利润分别为5.4/7.7/9.5亿元，EPS分别为0.44/0.63/0.78元，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

创新产品临床及商业化进度不及预期风险；产品竞争格局加剧风险；仿制药品种国谈、集采降价幅度超预期风险；海外经营风险及汇率波动风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4068.11	5294.38	6349.01	7498.88
增长率	6.03%	30.14%	19.92%	18.11%
归属母公司净利润（百万元）	-551.07	541.72	772.21	952.59
增长率	-388.10%	198.30%	42.55%	23.36%
每股收益EPS（元）	-0.45	0.44	0.63	0.78
净资产收益率ROE	-10.73%	6.16%	8.41%	9.79%
PE	-	27.1	18.9	15.3

甘李药业（603087）：接续集采中标价格逐步执行，未来增长可期

□ 投资逻辑：

公司发布2024年三季报，2024年前三季度实现收入22.5亿元（+17.8%），归母净利润为5.1亿元（+90.4%），扣非归母净利润3.1亿元（+38.6%）。

三季度业绩符合预期。分季度来看，Q1/Q2/Q3分别实现收入5.6/7.5/9.3亿元，同比+0.4%/+12.3%/+37.6%。分板块看三季度，国内制剂+器械实现收入6.8亿元（+22.3%），海外胰岛素收入1.2亿元（+72.1%），此外公司三季度确认特许经营权服务收入1.3亿元。公司前三季度毛利率75.4%，同比+0.6pp，预计主要系接续集采后价格上调带动。其中单Q3毛利率78.1%，同比+1.5pp，预计系价格上调和单季度确认的里程碑收入有所增加。

重磅管线持续推进，临床数据亮眼。公司的单靶点GLP-1Ra药物GZR-18和四代胰岛素GZR4陆续完成2期临床研究，初步披露的数据亮眼。其中GZR18在2a期降糖适应症中展现出相对司美格鲁肽的优效性，在减重适应症中，GZR18在给药35周后减重16.5kg。GZR4作为一款胰岛素周制剂，在全球研发进展中排名前三。随着相关管线的临床推进，相关资产将为公司贡献可观向上空间。

□ 盈利预测与投资建议：

预计2024-2026年EPS分别为1.11元、1.84元、2.36元。我们看好公司胰岛素国内集采后放量+出海欧美的增长潜力，维持“持有”评级。

□ 风险提示：

产品价格下降风险、在研管线进展不及市场预期、市场竞争风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2608.04	3415.32	4780.44	5747.49
增长率	52.31%	30.95%	39.97%	20.23%
归属母公司净利润（百万元）	340.07	667.39	1104.05	1417.02
增长率	177.37%	96.25%	65.43%	28.35%
每股收益EPS（元）	0.57	1.11	1.84	2.36
净资产收益率ROE	3.17%	5.89%	8.97%	10.50%
PE	80.5	41.3	24.9	19.4

上海医药 (601607) : 23年收入稳健增长, 创新管线步入收获期

□ 投资逻辑:

医药商业: 加速布局商业网络覆盖, 持续巩固领先地位。2023年医药商业实现收入2340.4亿元 (+14%) ; 实现利润33.5亿元 (+7.7%) 。2023年公司进一步完善医药流通网络, 完成湖南润吉药业并购以及正大天晴商业板块并购, 填补湖南省生物制品以及苏州市、连云港市的网络空白。

医药工业: 围绕大品种战略, 持续推进中药大品种培育战略。2023年医药工业实现收入262.6亿元 (-1.9%) ; 实现利润21.2亿元 (-5%) 。公司围绕大品种聚焦战略, 实现全年工业销售收入过亿产品数量 48 个, 与去年持平。覆盖心血管、消化系统、免疫代谢、全身抗感染、精神神经和抗肿瘤等领域。

创新管线步入收获期, 市场潜力巨大。 2023年公司研发投入26亿元。其中: 研发费用22亿元 (+4.4%) 。截至2023年末, 公司已有安柯瑞 (重组人 5 型腺病毒) 、凯力康 (尤瑞克林) 、培菲康 (双歧杆菌三联活菌) 3 款创新药, 兰索拉唑碳酸氢钠 1 款改良型新药上市。

□ 盈利预测与投资建议:

预计2024-2026年归母净利润分别为54.4亿元、60.1亿元、66.2亿元, 分别同增44.3%/10.5%/10.3%, 维持“买入”评级。

□ 风险提示:

行业政策波动风险; 研发进展或不及预期; 商誉减值风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	260295.09	290928.25	326690.03	366970.69
增长率	12.21%	11.77%	12.29%	12.33%
归属母公司净利润 (百万元)	3768.00	5437.63	6006.47	6624.77
增长率	-32.92%	44.31%	10.46%	10.29%
每股收益EPS (元)	1.02	1.47	1.62	1.79
净资产收益率ROE	6.43%	8.52%	8.70%	8.86%
PE	21.3	14.8	13.4	12.1

长春高新（000661）：长效生长激素占比提升，在研管线持续兑现

□ 投资逻辑：

生长激素稳健增长。金赛药业实现收入24.7亿元（+5%），归母净利润8.6亿元（-3%），生长激素板块稳健增长，长效生长激素占比持续提升。金赛儿科业务稳健增长，生长激素相关剂型积极响应地方集采，长效剂型收入占比持续提升。新业务战略更加清晰、聚焦。金赛药儿科综合、女性健康、成人内分泌、皮科医美等非儿科核心业务相关产品收入占金赛药业整体收入接近10%。

带状疱疹疫苗持续放量。百克生物实现收入2.7亿元（+50.6%），归母净利润0.61亿元（+239%），收入端同比增加较快系带状疱疹疫苗放量。根据公司最新投资者关系活动记录表，带状疱疹疫苗已经在全国30个省、自治区、直辖市完成准入。截止到2023年年底，公司带状疱疹疫苗已有效覆盖全国近三分之一接种点，预计2024年持续增加。从盈利能力来看，公司2024年Q1毛利率为89.7%（+3.84pp），主要系带状疱疹疫苗毛利率较高，销售占比提升所致。销售费用率36.98%（-2.73pp），管理费用率为13.04%（-4.74pp），研发费用率为17.37%（-1.25pp）。净利率为22.41%（+12.17pp），主要系公司新品种放量所致，规模效应显现。

中成药业务基本保持平稳，地产板块增速较快。

□ 盈利预测与投资建议：

预计2024-2026年EPS分别为12.59元、13.85元、15.06元。维持“买入”评级。

□ 风险提示：

产品销售下滑风险，研发进度不及预期风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	14566.04	16026.61	17736.32	19425.70
增长率	15.35%	10.03%	10.67%	9.52%
归属母公司净利润（百万元）	4532.48	5094.32	5602.10	6092.66
增长率	9.48%	12.40%	9.97%	8.76%
每股收益EPS（元）	11.20	12.59	13.85	15.06
净资产收益率ROE	19.08%	17.94%	16.71%	15.58%
PE	9.7	8.6	7.8	7.2

济川药业（600566）：2023年利润增速超预期，盈利能力持续提升

□ 投资逻辑：

2023年利润增速超预期，盈利能力进一步提升。2023年业绩增速亮眼，主要是因为2023年公司的蒲地蓝消炎口服液、小儿豉翘清热颗粒、黄龙止咳颗粒、健胃消食口服液等产品销售收入持续增长，同时公司销售费用、管理费用、财务费用增长得到有效控制所致。

“院线+零售”多元渠道发力，深化学术平台搭建。公司的目前销售终端包括医院OTC药店、基层医疗机构等。在院线端，继续加强空白地区、空白市场的开发，加强新产品的市场准入，通过持续推进高端学术课题会、产品上市后再研究、完善产品生命周期管理等加强学术引领、丰富产品循证医学证据。在零售端，建立业务导向管理体系，利用全渠道互相赋能的优势，形成网状销售格局，向新零售和数字化转型，介入消费者全生命周期管理，继续形成新的增量市场。

BD稳步推进，打造增长新引擎。根据2022年股权激励计划，2022-2024年考核目标之一为每年BD引进产品不少于4个。

□ 盈利预测与投资建议：

预计2024-2026年归母净利润分别为30.5、34.1、38.1亿元，对应增速分别为8.1%/11.8%/11.7%，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

渠道改革不及预期风险，集采降价风险，研发不及预期风险，医药行业政策风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	9654.54	10145.44	11081.77	12304.40
增长率	7.32%	5.08%	9.23%	11.03%
归属母公司净利润（百万元）	2822.78	3050.78	3411.19	3810.41
增长率	30.04%	8.08%	11.81%	11.70%
每股收益EPS（元）	3.06	3.31	3.70	4.13
净资产收益率ROE	21.15%	18.58%	17.20%	16.12%
PE	9.7	8.9	8.0	7.2

英科医疗 (300677) : 业绩持续环比改善, 盈利能力提升

□ 投资逻辑:

2024H1公司实现收入45.1亿元(+36.9%);实现归母净利润5.9亿元(+100.2%);实现扣非归母净利润4.87亿元(+185.2%)。

行业出清明显, 业绩环比改善。公司业绩环比改善主要系24H1一次性手套行业渠道出清效果明显, 行业整体产能利用率提升明显, 目前公司处于满产状态。行业内供需关系呈逐步回归平衡趋势。其次, 公司通过生产线技术升级, 提升线速、降低能耗等精益措施, 盈利能力不断提升。

公司屹立全球行业龙头, 多项核心优势凸显。分产品看, 公司一次性手套年化产能为790亿只。其中一次性丁腈手套年化产能为480亿只, 一次性PVC手套年化产能为310亿只。同时, 稳步推进安徽安庆以及越南项目建设。2024H1公司个人防护类收入41.1亿元(+38.7%), 康复护理类收入2.3亿元(+29.97%), 其他产品收入1.7亿元(+10.1%), 在一次性手套市场发生较大变动的形势下, 公司依托领先的生产技术及工艺、强大的营销和服务能力、产能快速扩张等竞争优势, 维系了全球行业龙头地位, 近年来公司快速扩充产能, 不断升级生产技术与装备, 持续提升生产线速度。

海外建厂应对潜在关税影响。为应对美国潜在加征关税影响, 公司目前已经实现海外建厂选址。2024年上半年, 公司伙伴积极前往世界各地参加展会、拜访客户, 参加行业内国际和国内展会共计17场, 有效开拓了国内外市场, 提高品牌影响力, 推动公司各类产品持续稳定增长。2024年上半年, 公司陆续上线了英科医疗康养器械营销网站, 医用耗材营销网站和理疗护理营销网站。

□ 盈利预测:

预计2024-2026年归母净利润分别为12、15.1、19.4亿元。

□ 风险提示:

一次性手套降价风险, 原材料成本上涨风险, 订单量不及预期风险, 汇率波动风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6918.72	9051.77	10485.57	12115.02
增长率	4.61%	30.83%	15.84%	15.54%
归属母公司净利润(百万元)	383.00	1203.57	1505.81	1942.89
增长率	-39.12%	214.25%	25.11%	29.03%
每股收益EPS(元)	0.59	1.86	2.32	3.00
净资产收益率ROE	2.38%	7.00%	8.15%	9.66%
PE	47.7	15.1	12.1	9.4

怡和嘉业（301367）：国产呼吸机龙头，海外市场发展可期

□ 投资逻辑：

全球超百亿美元慢病市场，未满足需求较大。呼吸系统疾病为我国仅次于心血管与糖尿病的第三大慢性病，发病率与死亡率常年居高不下，其中以慢性阻塞性肺疾病（COPD）和阻塞性睡眠呼吸暂停低通气综合征（OSA）最为常见和典型。根据Frost&Sullivan数据，预计到2025年全球OSA（30-69岁）患者超11.6亿人。当前全球COPD患者数量约4.7亿人，根据我们预测，2030年全球家用呼吸机市场规模约为111.7亿美元，2023-2030年CAGR为9%。2030年国内家用呼吸机市场规模约为48亿元，2023-2030年CAGR为18%。

龙二召回事件影响深远，市场格局重塑。2021年起飞利浦宣布其呼吸机因存在潜在健康风险召回，至2024年1月飞利浦宣布停止其呼吸机设备在美国市场销售。由此带来的行业空缺需求巨大，行业格局重塑。我们认为此事件对于怡和嘉业拓展海外市场有积极影响意义，公司通过联合RH（3B）在美国市场抓住机遇，市场占有率快速提升。全球家用呼吸机设备市占率（销量口径）从2020年的4.5%（第四名）增长至2022年的17.7%（第二名）。

□ 盈利预测与投资建议：

公司作为国产呼吸机龙头，预计未来三年归母净利润复合增长率为17.4%。建议积极关注。

□ 风险提示：

产品销售不及预期风险；研发进度不及预期风险；汇率波动风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1122.42	1311.36	1548.31	1850.11
增长率	-20.70%	16.83%	18.07%	19.49%
归属母公司净利润（百万元）	297.34	341.82	405.11	480.94
增长率	-21.81%	14.96%	18.52%	18.72%
每股收益EPS（元）	4.65	5.34	6.33	7.51
净资产收益率ROE	10.76%	11.22%	11.97%	12.71%
PE	14.7	12.8	10.8	9.1

上海莱士 (002252) : 业绩符合预期 , 内生利润稳健增长

□ 投资逻辑 :

24H1实现收入42.5亿元(+9%), 归母净利润12.4亿元(+0.2%), 扣非归母净利润11.3亿元(-6%)。24Q2实现收入22亿元(+19.5%), 归母净利润4.8亿元(-7%), 扣非归母净利润5.4亿元(+9.2%)。

收入端快速增长, 毛利率稳定。分产品看收入, 24H1公司自营血制品收入22.5亿元(+2%), 进口人白收入19.5亿元(+18.9%), 进口人白拉动收入增长。从利润率来看, Q2销售毛利率42%(+0.8pp), 3+N集采后公司毛利率保持稳定, 预计系公司灵活调整销售渠道, 对冲院内降价影响。

一过性费用及营业外支出影响表观利润率, 下半年有望回升。Q2公司营业外支出6648万元, 系一次性对外慈善捐助影响。费用方面, 24Q2销售/管理/研发费用率分别为5.9%/5.1%/2.6%, 同比-0.1pp/+1.5pp/+0.3pp。费用率提升, 预计主要系股份支付费用、经营权无形资产摊销、研发投入增加等因素综合影响。我们预计未来公司利润率有望回升。

□ 盈利预测与投资建议 :

预计公司2024-2026年营业收入分别为88.1亿元、100.8亿元、114.2亿元, 归母净利润分别为24.9亿元、28.1亿元、31.7亿元。公司自营血制品业务盈利能力突出, 代理进口人白提升产业地位, 维持“买入”评级。

□ 风险提示 :

采浆量不达预期的风险 ; 行业竞争加剧的风险 ; 汇率波动风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	7963.96	8812.60	10075.43	11420.39
增长率	21.27%	10.66%	14.33%	13.35%
归属母公司净利润 (百万元)	1779.48	2493.67	2808.27	3174.26
增长率	-5.35%	40.13%	12.62%	13.03%
每股收益EPS (元)	0.27	0.38	0.42	0.48
净资产收益率ROE	5.99%	7.90%	8.29%	8.70%
PE	27.8	19.8	17.9	15.6

华东医药 (000963) : Q2业绩超预期, 创新转型持续兑现

□ 投资逻辑 :

2024年上半年公司实现营收209.7亿元(+2.8%) ; 归母净利润17亿元 (+18.3%) ; 扣非归母净利润16.3亿元 (+13.9%)。

医药工业 : 保持稳健增长, 产品管线持续丰富。公司专注于内分泌、自免和肿瘤三大领域, 实行“自研+引进”战略, 加速创新项目和外部并购, 扩充产品管线。截至2024H1公司拥有超过70项创新产品管线, 创新转型稳步推进。

医美板块 : 医美板块表现亮眼, 全球拓展效果显著。2024H1公司医美板块实现营业收入13.5亿元 (剔除内部抵消因素+10.1%) , 英国Sinclair子公司销售收入达5.7亿元 (-14.8%) , 受全球经济增长乏力及EBD业务阶段性需求波动影响有所下滑; 国内医美业务实现收入6.2亿元 (+19.8%) 。截至2024H1公司已有40款“无创+微创”医美领域高端产品, 其中26款已上市。光学射频治疗仪V20注册补充资料于7月2日完成递交, 有望于2024年国内获批; MaiLi Extreme注册申请于2024年4月获受理, 有望于2025年国内获批; MaiLi Precise于2024年4月底完成中国全部临床试验受试者入组; Ellansé®S型新增适应症于2024年5月完成中国临床试验首例受试者入组; Lanluma®于2024年6月完成首例受试者入组, 目前正在开展全国多中心注册临床研究; Ellansé®M型于2024年6月完成中国临床试验全部受试者12个月随访。公司医美板块国际化步伐加快, 产品注册及市场拓展成效显著, 为公司长期增长策略奠定坚实基础。

□ 盈利预测与投资建议 :

预计2024-2026年EPS分别为1.89元、2.16元和2.42元, 维持“买入”评级。

□ 风险提示 :

在研或引进创新产品临床及商业化进度不及预期风险; 产品竞争格局加剧风险; 仿制药品种集采降价幅度超预期风险; 海外经营风险及汇率波动风险; 医美行业政策风险及医疗事故风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	40623.78	44735.54	48932.01	53462.93
增长率	7.71%	10.12%	9.38%	9.26%
归属母公司净利润 (百万元)	2838.86	3312.35	3792.08	4252.42
增长率	13.59%	16.68%	14.48%	12.14%
每股收益EPS (元)	1.62	1.89	2.16	2.42
净资产收益率ROE	13.19%	13.63%	13.83%	13.76%
PE	23.3	19.9	17.5	15.6

贝达药业（300558）：净利润快速增长，创新成果持续兑现

□ 投资逻辑：

2024上半年实现营业收入15亿元（+14.2%），归母净利润2.2亿元（+51%），扣非后归母净利润2.2亿元（+145%）。

恩莎替尼有望年底于FDA获批，重组人白正在推进上市申请。上半年，美国FDA完成恩莎替尼一线适应症上市许可申请相关申报文件的审查，确定申请材料完整，审查工作顺利推进中。CDK4/6抑制剂BPI-16350“联合氟维司群对比安慰剂联合氟维司群治疗既往接受内分泌治疗后进展的HR+/HER2-的局部晚期、复发或转移性乳腺癌”NDA于2024年5月获得NMPA受理。2024年2月，公司战略投资项目禾元生物顺利完成植物源重组人血清白蛋白在肝硬化低白蛋白血症患者中的III期临床，正在推进新药上市申请，植物源重组人血清白蛋白项目将迎来产业化、商业化的重要里程碑。

早期临床快速推进，EYP-1901、pan-EGFR等值得期待。Pan-EGFR小分子抑制剂BPI-520105片、IDH1/IDH2双抑制剂BPI-221351片IND于2024年3月获批；公司与EYPT共同申报的EYP-1901玻璃体内植入剂湿性年龄相关性黄斑变性（wAMD）适应症IND于7月获批；7月，CFT8919胶囊“拟用于携带EGFR突变的NSCLC患者”的IND已获得NMPA受理。

□ 盈利预测与投资建议：

预计2024-2026年归母净利润分别为4.5亿元、5.8亿元、7.4亿元。公司核心产品埃克替尼保持稳健，新产品恩沙替尼贡献增量，在研管线顺利推进，贝福替尼等新药上市贡献未来业绩增量。维持“持有”评级。

□ 风险提示：

产品研发进展低于预期、已上市产品销售低于预期等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2456.20	3010.58	3704.04	4623.24
增长率	3.35%	22.57%	23.03%	24.82%
归属母公司净利润（百万元）	348.03	454.10	580.13	738.85
增长率	139.33%	30.48%	27.75%	27.36%
每股收益EPS（元）	0.83	1.09	1.39	1.77
净资产收益率ROE	6.23%	8.19%	9.61%	11.09%
PE	69.3	52.8	41.4	32.5

科伦药业 (002422) : 输液业务表现亮眼, 创新转型加速兑现

□ 投资逻辑:

科伦博泰创新平台持续推进, 商业化值得期待。 2023年科伦博泰实现营收15.4亿元 (+91.6%), 来自默沙东的许可及合作协议收入15.3亿元; 归母净利润-5.7亿元, 同比减亏6.8%; 默沙东启动三项关键性全球III期临床试验触发总金额为7500 万美元的相关临床里程碑付款。公司主要推进10余项创新项目临床研究, 涉及恶性肿瘤、自身免疫与炎症等重大疾病领域。

大输液表现超预期, 密闭式输液占比持续提升。 2023年公司输液板块实现销售收入101.1亿元 (+7%), 销量 43.8亿瓶/袋 (+10.6%), 密闭式输液占比提升 4.25个百分点, 在基础输液带量价格联动 (含集采) 的五个省区实现销售费率下降、销售净收入提升的有效增长。重点品种方面, 左氧氟沙星氯化钠注射液第五轮国家集采中选, 市场份额位居第一, 2023年实现销售收入4.9亿元 (+8%); 盐酸莫西沙星氯化钠注射液销量同比增长175.1%。肠外营养板块2023 年销售2000余万袋, 其中三腔袋销售613万袋, 在销品种10余个, 新上市并启动包括多臻/多芮工业化三腔袋、多益新点肠外营养双室袋等。

降本增效成果显著, 原料药板块有望持续增长。 2023年抗生素中间体及原料药板块实现收入 48.4 亿元 (+23.8%)。受益于终端市场需求回复, 川宁生物硫氰酸红霉素实现收入15.5亿元 (+17.3%); 头孢类中间体实现收入9.6亿元 (+15%); 青霉素类中间体实现收入19.4亿元 (+40.9%)。24Q1抗生素中间体和原料药实现收入15.3亿元 (+20%), 川宁生物归母净利润3.5亿元 (+101%), 盈利能力持续提升。

□ 盈利预测与投资建议:

预计2024-2026年EPS分别为1.79元、2.06元、2.37元, 给予“买入”评级。

□ 风险提示:

集采不及预期风险; 研发项目失败风险; 原材料价格波动风险; 公允价值变动风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	21453.93	23580.64	26578.01	30052.54
增长率	13.44%	9.91%	12.71%	13.07%
归属母公司净利润 (百万元)	2456.11	2860.45	3302.16	3788.09
增长率	43.74%	16.46%	15.44%	14.72%
每股收益EPS (元)	1.53	1.79	2.06	2.37
净资产收益率ROE	11.50%	12.17%	12.56%	12.86%
PE	22.1	18.9	16.4	14.3

新产业（300832）：业绩增长稳健，中大型机占比持续提升

□ 投资逻辑：

24H1收入22.1亿元（+18.5%），归母净利润9.0亿元（+20.4%）；分单季度看，24Q1/Q2收入为10.2/11.9亿元，增速为+16.6%/+20.2%，归母净利润分别为4.3/4.8亿元，增速为+20.0%/+20.8%，业绩增长稳健。

24H1海外内业绩增长保持稳健。分地区来看，公司持续开拓国内和海外市场，实现海内外稳健增长，24H1国内收入为14.1亿元（+16.3%），海外收入为8.0亿元（+22.9%），国内：海外收入占比接近6：4。

国内：持续推进中高速机和流水线，拓展大型终端客户。国内业务方面，公司延续中高速机市场销售策略，持续推广高速化学发光分析仪 X8、X6和流水线产品进入大型医疗机构。24H1化学发光仪器装机796台，其中大型机占比达75.1%，带动常规试剂销量的稳步提升，试剂端同比增长18.5%。相比2023年末，公司服务的三级医院数量增加101家。

出海：实施细分市场区域化管理，认可度进一步提高。公司针对海外市场实施区域化管理模式，每个细分区域采用独立的营销、售后、市场及商务四位一体模式，提升海外渠道覆盖和产品服务能力。在重点市场国家进行本地化布局，截止24H1公司已完成10家海外全资子公司设立，新增发光仪器装机2281台，其中中大型机占比明显提升至64.8%（+10.1pp）。得益于海外市场装机数量的快速增长和中大型机占比的提升，海外试剂收入同比增长29.1%。

□ 盈利预测：

预计公司2024~2026年营业收入分别为50/63/78亿元，归母净利润分别为20/25/33亿元，建议保持关注。

□ 风险提示：

集采降价及监管政策风险；海外销售不及预期风险；竞争加剧风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3930	4957	6252	7823
增长率	28.97%	26.14%	26.13%	25.13%
归属母公司净利润（百万元）	1654	1983	2532	3295
增长率	24.53%	19.92%	27.68%	30.12%
每股收益EPS（元）	2.10	2.52	3.22	4.19
净资产收益率ROE	21.92%	23.01%	25.34%	27.97%
PE	32.9	27.4	21.5	16.5

云南白药（000538）：四大业务保障高分红，推进新兴业务布局

□ 投资逻辑：

业绩表现亮眼，核心产品持续放量。2023年公司工业收入137.4亿元(+7.58%)。分事业群来看，1)药品事业群主营业务收入64.81亿元(+8.16%)，主要得益于人口老龄化加剧、运动需求恢复以及零售药店尤其是连锁OTC业务的快速增长；2)健康品事业群实现主营业务收入64.22亿元(+6.50%)，得益于聚焦口腔健康及洗护产品，不断推动业务高质量发展，其中口腔护理板块云南白药牙膏实现市场份额24.60%，继续保持行业市场份额第一，在防脱洗护板块养元青洗护产品实现营业收入同比大幅增长36%；3)中药资源事业群实现对外营业收入17.1亿元(+22.2%)，主要系以客户需求为导向，升级中药资源产业平台；4)省医药事业群运营效率提高，加强多仓协同能力，实现主营业务收入244.90亿元(+5.63%)。商业收入252.95亿元，同比增长6.98%，在于公司在现有业务基础上不断通过兼并、共建合资等开拓新的商业模式。

公司陆续引入多领域高层次人才，报告期内聘任赵英明先生担任公司首席商务官、高级副总裁，并且通过北京大学-云南白药国际医学研究中心校企合作研发平台吸纳国内外知名科学家。

盈利能力持续提升，持续推进新业务布局。公司2023年毛利率26.51%(+0.19pp)，公司工业端毛利率达到64.24%(+0.8pp)，主要在于公司实施内部精益运营，实现降本增效。公司重点培育滋补保健品事业部、美肤事业部、医疗器械事业部以及天颐茶品事业部等新兴业务板块，努力打造公司新的收入增长点。

□ 盈利预测与投资建议：

预计2024-2026年公司归母净利润为44.8亿元、49.8亿元、54.6亿元，建议保持关注。

□ 风险提示：

费用管控不及预期、核心品种销售不及预期、金融资产减值等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	39111.29	42265.47	45701.72	49450.15
增长率	7.19%	8.06%	8.13%	8.20%
归属母公司净利润(百万元)	4093.78	4482.23	4984.34	5460.37
增长率	36.41%	9.49%	11.20%	9.55%
每股收益EPS(元)	2.28	2.49	2.77	3.04
净资产收益率ROE	10.33%	10.33%	10.50%	10.51%
PE	25.3	23.1	20.8	19.0

太极集团（600129）：中药高速增长，毛利率持续提升

□ 投资逻辑：

收入端：工商业增速放缓，省外快速发展。2023年工业收入103.9亿元（+19.4%），医药商业77.3亿元（-3.3%）。具体来看，现代中药收入66亿元（+31.6%），化药收入37.8亿元（+2.7%）。

毛利端：大单品提价提升毛利，看好后续产品毛利持续提升。公司2023年毛利率为49%，同比提升4pp。其中工业毛利率64.7%，同比提升1.1pp，商业毛利率为9.6%，同比下降0.3pp。

费用端：整体费用率有所下降，研发费用持续增长。

□ 盈利预测与投资建议：

预计公司未来利润率将逐步改善，对应2024-2026年归母净利润为11.3亿元、16.6亿元和22.3亿元，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

费用管控不及预期、核心品种销售不及预期、处置土地资产不及预期等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	15622.65	18492.23	22069.74	26569.44
增长率	11.19%	18.37%	19.35%	20.39%
归属母公司净利润（百万元）	822.12	1134.39	1656.98	2228.19
增长率	135.09%	37.98%	46.07%	34.47%
每股收益EPS（元）	1.48	2.04	2.98	4.00
净资产收益率ROE	22.79%	21.07%	23.70%	24.89%
PE	17.8	12.9	8.9	6.6

马应龙（600993）：治痔类品种稳健放量，医药商业恢复性增长

□ 投资逻辑：

2024年半年度公司实现营收19.3亿元，同比增长17.5%；实现归母净利润3.1亿元，同比增长10.9%；实现扣非归母净利润3.1亿元，同比增长38.3%。

治痔类品种表现亮眼，大健康重点品种加速培育。2024H1母公司营业收入10亿元（+17.5%），其中治痔产品实现营收8.8亿元（+22%），表现亮眼。大健康业务顺应国货风潮，加大重点品种培育，发力内容营销，以八宝眼霜系列为代表的眼部护理产品、卫生湿巾系列产品等代表性品种销售规模快速增长，带动大健康整体规模增长，2024H1大健康营收同比增长33.3%。

医疗服务持续优化，医药商业实现恢复性增长。医疗服务：2024H1因医疗服务供应链业务规模下降，医疗服务业务营收同比下降7.61%；医药商业：医药零售方面，公司积极应对行业政策及发展趋势变化，丰富PB（Private Brand，自有品牌商品）产品序列，带动药品零售业务整体营收增长；医药物流方面，优化供应链建设，进一步丰富品种资源；调整下游客户结构，增加供应品种数量及规模，2024H1医药商业营收同比增长17%，实现恢复性增长。

□ 盈利预测：

预计公司2024-2026年EPS分别为1.28元、1.46元和1.65元，对应PE分别为21倍、19倍和16倍。

□ 风险提示：

原材料价格或大幅波动风险，提价不及预期风险，竞争加剧风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3136.75	3516.67	3928.40	4375.71
增长率	-11.20%	12.11%	11.71%	11.39%
归属母公司净利润（百万元）	443.25	552.62	628.59	709.95
增长率	-7.46%	24.67%	13.75%	12.94%
每股收益EPS（元）	1.03	1.28	1.46	1.65
净资产收益率ROE	11.68%	13.13%	13.47%	13.70%
PE	26.3	21.1	18.5	16.4

美好医疗 (301363) : Q2营收同环比改善, 看好呼吸机业务恢复

□ 投资逻辑:

24H1年实现收入7.1亿元 (-6.3%), 实现归母净利润1.7亿元 (-29.8%)。24Q2实现收入4.2亿元 (+9.8%), 实现归母净利润1.1亿元 (-16.1%)。公司营收增速在Q2转正, 利润降幅显著收窄, 呼吸机库存影响有望持续改善。

基石业务略有分化, 新兴业务快速增长。按业务来看, 24H1两大基石业务: 家用呼吸机组件收入4.5亿元 (-11.9%), 考虑到呼吸机业务库存消化已进入尾声, 上游客户预计在H2恢复正常订单和放量节奏; 人工耳蜗客户订单稳定放量, 业务收入0.6亿元 (+12.1%)。新兴业务如家用及消费电子组件实现快速增长, 24H1收入0.8亿元 (+36.6%)。注射笔已突破关键技术, 并成功实现量产, 与新客户订单正稳步推进中, 有望为业绩带来第二增长曲线。公司在多元化赛道布局已初显成效, 业务呈现良好的成长性。

进一步加强产能建设。为进一步满足全球客户生产供应需求, 24H1公司持续加强多个生产基地产能释放, 惠州、马来二期产能进一步扩产, 深圳总部在建, 马来三期工程开始建设。

□ 盈利预测与投资建议:

预计公司2024-2026年营业收入分别为17/21/26亿元, 归母净利润分别为4/5/6亿元。公司新业务赛道放量在即, 建议持续关注。

□ 风险提示:

海外贸易风险, 订单不及预期风险, 研发进度不及预期风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1337.59	1675.76	2098.46	2633.25
增长率	-5.49%	25.28%	25.22%	25.48%
归属母公司净利润 (百万元)	313.30	391.98	488.72	613.03
增长率	-22.08%	25.11%	24.68%	25.44%
每股收益EPS (元)	0.77	0.96	1.20	1.51
净资产收益率ROE	9.85%	11.10%	12.40%	13.75%
PE	39.5	31.6	25.3	20.1

首药控股-U (688197) : 三代ALK三期临床已开始入组, RET抑制剂将于ASCO披露关键II期数据

□ 投资逻辑 :

2023年实现营业收入0.05亿元 (+186.18%) 归母净利润-1.9亿元, 扣非归母净利润-2.0亿元。2024年一季度归母净利润-0.53亿元, 扣非归母净利润-0.56亿元。

SY-3505关键III临床于2024年3月完成首例患者入组。 SY-3505二线适应症1/2期数据24年初发表于JTO接受2期推荐剂量的80例可评估患者的ORR为47.5%, mPFS为7.95个月仅14.8%的患者发生≥3级TRAE且无CNS AEs, 具有BIC潜力。

SY5007关键性II临床于2023年10月完成全部受试者入组, III期临床2023年7月首例患者入组, 关键II期初步数据将于ASCO大会发布。 多款新药跻身国产第一梯队, 展现优异自主研发能力。截至2024年4月, 公司具有自主知识产权的在研管线24个, 其中12个自主研发管线。自主研发管线中, 1款处于pre-NDA沟通, 2款处于关键性II/III期临床, 1款处于II期临床3款处于I期临床。

□ 盈利预测与投资建议 :

预计公司2024-2026年实现营业收入分别约为0.05、1.4、2.4亿元。考虑首药控股早研实力强劲, 临床能力不断提升, 三款新药SY-707SY-3505和SY-5007蓄势待发, 维持“买入”评级。

□ 风险提示 :

研发或审评审批进展不及预期风险, 市场竞争加剧风险, 医药行业政策风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5.23	5.23	139.19	239.10
增长率	186.18%	0.00%	2561.77%	71.78%
归属母公司净利润 (百万元)	-185.57	-220.89	-226.34	-217.43
增长率	—	—	—	—
每股收益EPS (元)	-1.25	-1.49	-1.52	-1.46
净资产收益率ROE	-18.18%	-27.61%	-39.45%	-61.03%
PE	—	—	—	—

赛诺医疗 (688108) : 24H1业绩符合预期, 静待神介新品放量

□ 投资逻辑:

神经介入陆续步入收获期, 多款重磅产品打开成长天花板。神经介入业务营业收入0.91亿 (+2.7%), 主要系本神经介入球囊产品单价及销量下降并叠加颅内支架和9款神介新品销量增长等因素综合影响所致。公司神经介入产品在研项目涵盖了神经介入领域的缺血、出血及通路等方面。未来2款重磅产品将陆续帮助公司打开成长天花板, 1) 颅内自膨药物支架: 预计2024Q4上市, 主要用于颅内动脉粥样硬化狭窄手术; 2) 密网支架: 使用新型合金材料, 能够在X光下全显影, 该产品部分规格可兼容0.017in微导管释放, 可处理颅内远端中小血管的动脉瘤。预计2025H1获注册证, 商业化未来可期。两款产品预计25年放量。同时, 由于神经介入多款产品(例如取栓支架, 出血类产品, 通路类产品)相继步入集采, 后续预计神经介入产品将有集采降价压力。但由于部分子领域产品线竞争格局依旧较好, 创新性也较强, 未来出厂价及毛利率的下降是可控的。考虑到目前神经介入在成长周期, 行业beta仍旧存在。

推进海外销售, 加快国际化布局。国际化战略是公司应对国内介入耗材集采常态化的重要举措之一。公司在海外组织架构、人才培养、市场拓展、产品注册、临床试验和海外合作等方面持续进行布局。目前, 公司已经在欧美等成熟市场以及东南亚、非洲等新兴市场展开了海外业务。多款冠脉介入产品已在欧洲、美国、韩国、新加坡等多个国家获得注册证, 并逐步与当地经销商展开合作。

□ 盈利预测及估值建议:

预计公司2024-2026年营收复合增速有望达到48.3%。考虑到公司冠脉支架入集采后放量趋势明显, 以及公司神经介入多款产品步入收获期, 公司业绩预计将迎来修复期, 维持“买入”评级。

□ 风险提示:

新产品研发失败或注册延迟的风险, 重要原材料供应风险, 海外市场运营风险及汇率风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	343.26	458.49	760.42	1118.68
增长率	77.99%	33.57%	65.85%	47.11%
归属母公司净利润(百万元)	-39.63	24.78	45.51	94.96
增长率	75.59%	162.52%	83.67%	108.67%
每股收益EPS(元)	0.83	1.11	1.84	2.71
净资产收益率ROE	-5.04%	2.67%	4.37%	8.93%
PE	13.5	10.1	6.1	4.1

心脉医疗（688016）：主动脉介入龙头业绩持续高增

□ 投资逻辑：

2023年实现营业收入11.9亿元（+32.4%），归母净利润4.9亿元（+38%），扣非归母净利润4.6亿元（+42.7%）。

核心产品放量速度较快。公司创新性产品Castor分支型主动脉覆膜支架及输送系统、Minos腹主动脉覆膜支架及输送系统、Reewarm PTX药物球囊扩张导管持续发力，新产品Talos直管型胸主动脉覆膜支架系统及Fontus分支型术中支架系统入院家数及终端植入量均增长较快。终端覆盖方面，Castor分支型主动脉覆膜支架及输送系统已覆盖累计超过1000家终端医院，Minos腹主动脉覆膜支架及输送系统已覆盖累计超过800家终端医院，Reewarm PTX药物球囊扩张导管已覆盖累计超过900家终端医院。

全球化发展加速推进。2023年公司海外销售收入同比增长55%，公司目前已销售覆盖31个国家，业务拓展至欧洲、拉美和亚太其他国家和地区；其中Castor在新加坡及多个欧洲国家实现首例植入，累计已进入16个国家；Minos在土耳其等国实现首例植入，累计已进入19个国家；Hercules Low Profile直管型在新加坡及多个欧洲国家实现首例植入，累计已进入21个国家；Reewarm PTX 药物球囊扩张导管在巴西实现首例植入。

□ 盈利预测与投资建议：

预计公司2024~2026年EPS分别为7.76、9.83、12.15元，公司创新器械占比持续提升，战略转型效果逐步显现，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

汇率波动风险，政策控费风险，创新产品放量或不及预期。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1187.20	1571.86	2085.94	2566.80
增长率	32.43%	32.40%	32.71%	23.05%
归属母公司净利润（百万元）	492.43	642.25	813.22	1005.07
增长率	37.98%	30.42%	26.62%	23.59%
每股收益EPS（元）	5.95	7.76	9.83	12.15
净资产收益率ROE	12.61%	14.45%	15.85%	16.84%
PE	18.7	14.3	11.3	9.1

圣湘生物（688289）：呼吸检测业务高增，关键领域持续突破

□ 投资逻辑：

24H1年实现收入7.2亿元（+67.6%），实现归母净利润1.6亿元（+70.9%）。24Q2实现收入3.3亿元（+40.2%），实现归母净利润0.8亿元（+139.0%）。

分子诊断各业务线实现多点开花。在呼吸道疾病领域，一般夏季为呼吸道流行淡季，公司24Q2在呼吸道业务上仍然保持强劲增长，门、急诊精准诊疗和居家自检的旺盛需求持续拉动业绩增长，24H1呼吸道类产品营业收入已与去年全年总额基本持平。妇幼业务上，柯萨奇病毒、人MTHFR基因多态性检测等产品矩阵进一步完善测序领域，HPV快速检测法能在40min内完成全流程检测。血源业务上，HBV RNA检测的获批补全了乙肝病毒全流程诊疗指标检测的拼图。测序领域，高通量基因测序仪SansureSeq 1000已提交注册申请，tNGS、mNGS和WGS等检测技术已应用于耐药防控等临床痛点领域。

持续推进国际化生态建设。国际化是公司中长期的重点战略布局，报告期内，公司在积极布局印尼本地化生产与服务，加强与当地卫生系统和政府合作，接待由老挝、斯里兰卡、坦桑尼亚等8个国家政府官员和医疗技术专家组成的“发展中国家应急救护能力建设研修班”参访公司。在中东地区开展HPV检测项目合作，在非洲地区开展宫颈癌防控、血源性传染性疾病预防等学术课题，持续拓展全球化布局。

□ 盈利预测与投资建议：

我们预计公司2024-2026年营业收入分别为15/20/27亿元，归母净利润分别为3.5/4.7/6.5亿元。公司多条业务线进入放量增长期，建议持续关注。

□ 风险提示：

行业竞争加剧风险、销售收入季节性波动风险、研发进展不及预期风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1007.12	1518.69	2049.98	2656.39
增长率	-84.39%	50.80%	34.98%	29.58%
归属母公司净利润（百万元）	363.72	347.33	469.73	650.44
增长率	-81.22%	-4.51%	35.24%	38.47%
每股收益EPS（元）	0.62	0.60	0.81	1.11
净资产收益率ROE	4.69%	4.35%	5.61%	7.28%
PE	38.2	39.5	29.2	21.3

泽璟制药-U (688266) : ZG006数据靓眼 , 凸显BIC潜力

□ 投资逻辑 :

ORR达66.7% , 较其他DLL3抗体数据优势明显。 公司披露ZG006在晚期小细胞肺癌患者中的耐受性、安全性、有效性和药代动力学的剂量递增和多队列扩展的I/II期临床研究。在接受ZG006 10 mg及更高剂量的9例SCLC受试者中 (10 mg组4例、30 mg组2例、60 mg组3例) , 有6例PR , 其中10 mg组3例、30 mg组1例、60 mg组2例 , ORR为66.7%。ZG006安全性良好 , 绝大多数治疗相关不良事件 (TRAEs) 的严重程度为1级或2级。与其他DLL3双抗相比 , ZG006疗效优势明显。由安进研发的Tarlatab (CD3/DLL3)ORR为40% , MSD引进的HPN823/MK-6070 I 期的ORR为48%。ZG006的ORR高达66.7% , 具有BIC潜力 , 期待后续临床数据。

两款产品处于NDA阶段 , 循证医学证据充分。 吉卡昔替尼的中、高危骨髓纤维化NDA申请已于2022年10月16号获得受理 , 我们预计将于2024年下半年上市。吉卡昔替尼被纳入了原发性骨髓纤维化 (PMF) 一线分层治疗的I级推荐 , 尤其是在骨髓纤维化 (MF) 相关贫血患者的一线治疗中 , 被列为I级推荐的首选。吉卡昔替尼治疗重症斑秃的III期临床达到主要疗效终点 , 有望于2024年下半年递交上市申请。注射用重组人促甲状腺激素于2024年6月递交BLA并获得受理 , 有望于2025年上市。

抗体平台优势凸显 , 核心竞争力日益提升。 ZG005是由公司自主研发的一种重组人源化抗PD-1/TIGIT双特异性抗体 , 在宫颈癌中显示良好的抗肿瘤效果和安全性。ZG006是一款CD3/DLL3/DLL3三特异性抗体 , 获FDA孤儿药资格认定。ZGGS18是一种重组人源化抗VEGF/TGF- β 的双功能抗体融合蛋白 , 用于治疗晚期实体瘤的临床试验申请已获FDA和NMPA批准 , 其在中国的I/II期临床试验正在开展中。

□ 盈利预测 :

随着研发和商业化的稳步推进 , 公司业绩增长动力充足 , 我们预计公司2024-2026年营业收入分别为5.6、9.6和18.6亿元。

□ 风险提示 :

研发进展或不及预期、核心品种商业化进展或不及预期、政策风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	386.44	560.34	960.98	1860.45
增长率	27.83%	45.00%	71.50%	93.60%
归属母公司净利润 (百万元)	-278.58	-82.53	60.25	601.62
增长率	39.14%	70.38%	173.00%	898.54%
每股收益EPS (元)	-1.05	-0.31	0.23	2.27
净资产收益率ROE	-17.06%	-5.32%	3.74%	27.20%
PE	-	-	296.4	30.0

博瑞医药 (688166) : BGM0504催化持续 , 24H1业绩稳健增长

□ 投资逻辑 :

BGM0504注射液2型糖尿病临床II期数据优异, 具备BIC潜力。BGM0504注射液是公司自主研发的GLP-1 (胰高血糖素样肽1) /GIP (葡萄糖依赖性促胰岛素多肽) 受体双重激动剂。BGM0504注射液治疗2型糖尿病的II期临床试验数据初步结果显示, BGM0504注射液目标剂量5 mg、10mg、15mg剂量组受试者每周给药1次、给药14~18周后的整体耐受性、安全性良好, 各剂量组受试者在HbA1c、空腹血糖、餐后2h 血糖等降糖指标以及HbA1c/体重复合达标率指标等均较基线有显著改善, 明显优于安慰剂组, 且与阳性对照药物司美格鲁肽注射液相比展现出较好的可比性

原料药端稳健增长, 制剂端快速放量。分业务看, 2024H1公司实现产品销售收入6.1亿元 (+16.7%), 其中, 原料药产品实现收入5亿元 (+14%), 制剂产品实现收入1.1亿元 (+30.4%), 占产品销售收入的17.9% (+1.9pp)。原料药端, 抗病毒类主要受流感趋势变化影响, 奥司他韦原料药需求及价格有所波动; 抗真菌类产品商业化需求放量增长明显; 免疫抑制类产品受商业化需求拉动, 收入较去年同期增长显著。制剂端增速稳健, 主要得益于磷酸奥司他韦胶囊、甲磺酸艾立布林注射液等产品的增量。

□ 盈利预测与投资建议 :

预计公司2024-2026年EPS分别为0.52/0.60/0.70元, 对应PE分别为63/55/47倍, 维持“持有”评级。

□ 风险提示 :

仿制药降价风险, 产品销量或不及预期风险, 国际医药政策变动风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1179.52	1322.62	1526.35	1748.34
增长率	15.94%	12.13%	15.40%	14.54%
归属母公司净利润 (百万元)	202.47	219.44	254.69	297.28
增长率	-15.51%	8.38%	16.06%	16.72%
每股收益EPS (元)	0.48	0.52	0.60	0.70
净资产收益率ROE	7.17%	7.30%	7.94%	8.63%
PE	68.3	63.1	54.7	46.8

和黄医药 (0013) : 业绩符合预期, 期待海外进展

□ 投资逻辑:

2024年上半年肿瘤/免疫业务综合收入为1.7亿美元, 业绩符合预期。

业绩符合预期, 海外商业化成绩靓丽。肿瘤业务市场销售额增长140%至2.4亿美元, 肿瘤产品综合收入强劲增长50%至1.3亿美元。呋喹替尼美国市场销售额达1.3亿美元, 中国市场销售额增长8%至6100万美元; 索凡替尼市场销售额增长8%至2540万美元; 赛沃替尼市场销售额增长18%至2590万美元。

呋喹替尼美国商业化超预期, 获EMA批准上市。呋喹替尼于2023年11月9日获FDA批准上市, 2024年上半年美国市场销售额为1.3亿美元, 商业化超预期, 强劲的业绩得益于在美国市场获患者快速接纳, 以及销售渠道库存需求的拉动。呋喹替尼于2024年6月在欧盟获得经治转移性结直肠癌的批准, 有望于2024年年底前在日本获得经治转移性结直肠癌的批准。预计于2024年底公布用于治疗肾透明细胞癌II/III期注册研究FRUSICA-2的顶线结果。

赛沃替尼有望于2024年底与FDA沟通新药上市申请。赛沃替尼于2024年3月提交一线及二线治疗MET14跳跃突变非小细胞肺癌的中国上市申请。预计于2024年年底完成SACHI研究的患者招募。已完成关键性全球II期SAVANNAH研究的患者招募, 有望于2024年年底向FDA提交新药上市申请。

□ 盈利预测与投资建议:

随着多款创新药的逐步落地和全球市场的放量, 我们预计公司2024-2026年营业收入分别为6.4、7.4和8.8亿美元, 维持“买入”评级。

□ 风险提示:

研发不及预期风险, 商业化不及预期风险, 市场竞争加剧风险, 药品降价风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万美元)	838.00	642.07	736.97	884.99
增长率	96.52%	-23.38%	14.78%	20.09%
归属母公司净利润 (百万美元)	100.78	-17.24	74.51	134.20
增长率	127.93%	-117.10%	532.22%	80.12%
每股收益EPS (元)	0.12	-0.02	0.09	0.15
净资产收益率ROE	13.80%	-2.42%	9.46%	14.55%
PE	31.7	-	42.3	25.4

荣昌生物（9995）：财务指标持续向好，临床研究推进顺利

□ 投资逻辑：

泰它西普重症肌无力上市申请获正式受理。中国治疗重症肌无力于2024年8月达到主要研究终点，于10月上市申请获得正式受理，基于三期突出疗效及突破性疗法认定，被纳入优先审评审批程序。美国于2024年8月实现首例患者入组。干燥综合征的中国Ⅲ期临床研究已完成患者入组，美国于2024年4月获得快速通道资格认定。免疫球蛋白A肾病（IgAN）的国内Ⅲ期临床试验方案于2022年9月获得CDE同意，已完成患者入组。公司正在美国开展泰它西普用于治疗SLE的Ⅲ期国际多中心临床研究，患者招募工作正在进行中。

维迪西妥单抗持续探索UC、GC、BC等适应症。维迪西妥单抗在美国作为治疗一线化疗失败后HER2表达UC患者的Ⅱ期关键性临床试验患者招募工作正在进行中。联合特瑞普利单抗与化疗一线治疗HER2+ UC于2024年8月完成患者入组。联合特瑞普利单抗及化疗或联合特瑞普利单抗及赫赛汀治疗一线HER2表达局部晚期或转移性GC患者的Ⅱ/Ⅲ期临床试验IND获得CDE批准。该试验已于2023年第三季度完成首例患者入组。维迪西妥单抗治疗HER2阳性存在肝转移的晚期乳腺癌患者的Ⅲ期临床于2024年6月达到主要研究终点，10月上市申请获正式受理并纳入优先审评审批程序。

□ 盈利预测：

随着泰它西普和维迪西妥单抗的放量，我们预计公司2024-2026年营业收入分别为16.4、21.5和31.7亿元。

□ 风险提示：

研发进展或不及预期、核心品种商业化进展或不及预期、政策风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1082.95	1640.67	2154.21	3170.99
增长率	40.26%	51.50%	31.30%	47.20%
归属母公司净利润（百万元）	-1511.23	-1353.32	-541.65	561.20
增长率	-51.30%	10.45%	59.98%	203.61%
每股收益EPS（元）	-2.78	-2.49	-1.00	1.03
净资产收益率ROE	-43.97%	-64.94%	-35.12%	26.68%
PE	-	-	-	35.9

科伦博泰生物-B (6990) : AACR大会发布两项数据 , 胃癌全球三期临床可期

□ 投资逻辑 :

肺癌试验OS结果亮眼 , 胃癌临床数据首次公布。公司此次发布两项芦康沙妥珠单抗 (前称SKB264) 2期临床数据 : 1) 既往接受过治疗的晚期非小细胞肺癌 (NSCLC) 患者的2期研究的最新疗效和安全性结果 , 该项数据系2023年ASCO大会上披露数据的进一步更新。截至数据截止日期 , 22例EGFR突变患者的mDoR为8.7个月 , mPFS为11.5个月 , mOS为22.7个月。在21例EGFR野生型患者中 , mDoR为9.6个月 , mPFS为5.3个月 , mOS为14.1个月。2) 既往接受过治疗的晚期胃癌或食管胃交界部癌患者的2期研究的初步疗效和安全性结果。截至数据截止日期 , 在41例有疗效 评估的患者中 , ORR为22.0%DCR为80.5%。2L和3L+ 患者的ORR分别为27.3%和15.8%。mDoR为7.5 个月。在随访时间较长的3L+ 患者 (24例患者 , 其中 54.2%既往接受过至少4线治疗) 中 , PFS为3.7个月 , mOS为7.6个月。

3L+ 胃癌全球3期临床可期。根据公告内容 , 公司目前正在计划开展一项芦康沙妥珠单抗单药治疗对比标准治疗化疗用于3L+ 胃癌或食管胃交界部腺癌患者的全球3期研究。此前公司已与合作伙伴默沙东开启多项肺癌适应症的全球三期临床预计胃癌三期临床开启后 , 公司将收到默沙东支付的里程碑付款 , 相关临床布局有望进一步扩大芦康沙妥珠单抗的全球市场空间。

□ 盈利预测与投资建议 :

预计公司2024-2026年营业收入分别为11.4、15.6、24.4亿元。公司核心产品上市可期 , 海外巨头药企合作护航出海 , 维持“买入”评级。

□ 风险提示 :

研发进展或不及预期 , 市场竞争风险 , 医保控费力度超出预期风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1540.5	1143.8	1556.2	2437.7
增长率	91.6%	-25.8%	36.1%	56.7%
归属母公司净利润 (百万元)	-574.1	-338.9	-407.5	-305.4
增长率	6.8%	41.0%	-20.2%	25.1%
每股收益EPS (元)	-2.62	-1.55	-1.86	-1.39
净资产收益率ROE	-24.65%	-17.03%	-25.74%	-23.90%
PE	-	-	-	-

先声药业（2096）：先必新舌下片获批上市，科赛拉、恩立妥首次进入国家医保目录

□ 投资逻辑：

先必新舌下片获批上市，有望与注射剂型形成协同合力。先必新舌下片是一种双靶点脑细胞保护剂，含依达拉奉和右莰醇二种活性成分，将抗氧化、抗炎二种作用协同增效。相比一般口服药剂型，舌下片避免了肝脏首过效应，有利于药物生物利用度的提高。先必新舌下片的获批主要基于一项随机、双盲、安慰剂平行对照的多中心注册性Ⅲ期临床试验（NCT04950920，TASTE-SL研究），先必新®舌下片组连续用药14天，治疗后第90天功能良好结局（mRS评分0-1分，即恢复独立生活功能）的患者比例显著高于安慰剂组（64.4% vs 54.7%，OR=1.50；95%CI 1.15-1.95；P=0.003）；舌下片在急性缺血性卒中人群的安全性与安慰剂相当，安全性良好。鉴于先必新注射液剂型于2020年获批上市，我们预计先必新舌下片和先必新注射剂型有望在市场上形成协同合力，显著提升卒中治疗的可及性。

科赛拉、恩立妥成功进入国家医保目录，有望大幅提高药物的可及性。科赛拉于2023年上市，在化疗前给药，可从源头保护骨髓，降低化疗引起的骨髓抑制发生率。恩立妥®（西妥昔单抗β注射液）是中国自主研发的一种重组抗表皮生长因子受体（EGFR）嵌合单克隆抗体，2024年6月在中国获批上市。两款药物成功纳入国家医保目录，有望大幅提高药物的可及性。此外，2024年4月，科赛拉在海南省实现国产化，产品毛利率有望进一步提升。

创新药收入占比超70%，毛利率提升明显。2024H1公司创新药业务收入22亿元，占总收入70.7%。公司神经系统领域收入9.1亿元，占总收入29.2%；肿瘤领域收入6.2亿元，占总收入19.9%；自免领域收入8.5亿元，占总收入27.3%；其他领域收入约7.4亿元，占总收入23.6%。

□ 盈利预测：

先声药业研发及商业化实力强劲，我们预计公司2024-2026年营业收入分别为66.4、80.2和93.6亿元。

□ 风险提示：

研发进展或不及预期、核心品种商业化进展或不及预期、政策风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6607.81	6640.34	8020.56	9360.52
增长率	4.57%	0.49%	20.79%	16.71%
归属母公司净利润（百万元）	714.76	1013.81	1282.46	1780.56
增长率	-23.37%	41.84%	26.50%	38.84%
每股收益EPS（元）	0.28	0.40	0.51	0.70
净资产收益率ROE	9.90%	12.31%	13.47%	15.76%
PE	25.3	17.7	13.9	10.1

康方生物（9926）：HARMONi-2发表，对比K药取得显著阳性结果

□ 投资逻辑：

依沃西对比帕博利珠单抗取得显著阳性结果，整体安全性优异。依沃西一线治疗PD-L1阳性NSCLC，相比帕博利珠单抗显著延长了患者的中位无进展生存期（mPFS），具有统计学和临床双重显著性。在ITT人群中，依沃西组和帕博利珠单抗组的mPFS分别为11.14个月和5.82个月；PFS HR=0.51（P<0.0001）。依沃西相比帕博利珠单抗，显著提高了PD-L1阳性NSCLC患者一线治疗的客观缓解率（50.0% vs 38.5%）和疾病控制率（89.9% vs 70.5%），展现了依沃西高效的抗肿瘤效应。在各亚组人群中，依沃西均显著获益。在PD-L1 TPS ≥50%人群中，依沃西相比帕博利珠单抗的PFS HR达0.46，疾病进展/死亡风险降低54%。在PD-L1 TPS 1-49%人群中，依沃西相比帕博利珠单抗的PFS HR达0.54，疾病进展/死亡风险降低46%。依沃西整体安全性优异，在鳞状非小细胞肺癌人群中，依沃西与帕博利珠单抗≥3级TRAE发生率相当（22.2% vs 18.7%），接受依沃西治疗的患者整体生活质量与接受帕博利珠单抗治疗的患者相当。

卡度尼利2024年上半年收入7.1亿元，依沃西上半年收入1亿元。卡度尼利2024年上半年收入7.1亿元。卡度尼利一线宫颈癌及一线胃癌适应症临床进展顺利。2024年1月，卡度尼利联合化疗一线治疗G/GEJ腺癌的新适应症上市申请(sNDA)获得NMPA受理。2024年4月，卡度尼利联合化疗联合或不联合贝伐珠单抗一线治疗持续、复发或转移性宫颈癌的sNDA获得NMPA受理。依沃西于2024年5月获批上市，获批一周内，实现首批发货，上半年收入1亿元。

持续推进肿瘤及自免领域创新产品的临床开发计划。普洛西（VEGFR-2）联合卡度尼利和化疗用于一线治疗失败的晚期G/GEJ的III期临床试验已实现首例受试者入组。AK117联合阿扎胞苷一线治疗骨髓增生异常综合症(MDS)的全球多中心II期临床试验入组中。AK117联合AK129（PD-1/LAG-3）治疗经典型霍奇金淋巴瘤的I期临床试验获得CDE批准开展。代谢及自免领域，用于治疗原发性高胆固醇血症和混合型高脂血症，及杂合子型家族性高胆固醇血症药物伊努西单抗和治疗银屑病的药物依若奇单抗的NDA正处于审评阶段。

□ 盈利预测：

随着公司研发逐步聚焦，管线的逐步落地，公司业绩长期增长动力充足。预计公司2024-2026年收入分别为25.8、42.4和60.4亿元。

□ 风险提示：

研发进展或不及预期、核心品种商业化进展或不及预期、政策风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4526.25	2580.78	4240.83	6040.47
增长率	440.35%	-42.98%	64.32%	42.44%
归属母公司净利润（百万元）	2028.30	-365.33	1282.05	2796.28
增长率	273.60%	-118.01%	450.93%	118.11%
每股收益EPS（元）	2.34	-0.42	1.48	3.23
净资产收益率ROE	43.23%	-8.44%	22.86%	33.27%
PE	27.9	-	44.1	20.2

亚盛医药 (6855) : APG-2575 NDA获受理, 耐立克ASH七连冠

□ 投资逻辑 :

APG-2575 NDA获受理, 国际化进程提速。 APG-2575是首个在国内提交NDA的国产原研Bcl-2抑制剂, 有望成为全球第二个上市的Bcl-2抑制剂。APG-2575正在开展多项注册III期临床试验, 分别为联合BTKi治疗经治CLL/SLL患者的全球注册III期临床试验 (由美国FDA许可) ; 联合阿可替尼一线治疗初治CLL/SLL患者的全球注册III期临床试验; 联合阿扎胞苷 (AZA) 一线治疗新诊断老年或不耐受标准化疗的急性髓系白血病 (AML) 患者的全球注册III期临床试验; 联合AZA一线治疗新诊断中高危骨髓增生异常综合征 (MDS) 患者的全球注册III期临床试验。

耐立克商业化快速推进, ASH七连冠再获口头报告。 耐立克商业化快速推进, 实现销售收入1.13亿元 (+5%) 。截至2024年6月30日, 耐立克的全国准入医院和DTP药房达到670家, 其中准入医院数量较去年底增长达79%。耐立克连续7年在ASH年会上展示最新临床进展, 再一次刷新其口头报告连续入选记录。

2025年催化多, 研发及商业化有望迈上新的台阶。 展望2025年, APG-2575有望在中国获批上市。耐立克新适应症有望纳入国家医保药品目录。三项全球注册三期临床试验有望完成患者入组, 包括耐立克POLARIS-2 (美国) 及POLARIS-1研究, 以及APG-2575一线治疗CLL的GLORA-2研究。2025年公司研发及商业化有望迈上新的台阶。奥雷巴替尼 (POLARIS-2) 有望于2026年在美国递交NDA。

□ 盈利预测 :

亚盛医药研发实力强劲, 管线持续落地, 随着奥雷巴替尼美国授权, 我们预计公司2024-2026年营业收入分别为10.2、6.2和11.4亿元。

□ 风险提示 :

研发不及预期风险, 商业化不及预期风险, 市场竞争加剧风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	221.98	1020.41	621.02	1140.42
增长率	5.85%	359.68%	-39.14%	83.64%
归属母公司净利润 (百万元)	-925.64	-470.99	-851.34	-404.47
增长率	-4.84%	49.12%	-80.75%	52.49%
每股收益EPS (元)	-2.94	-1.49	-2.70	-1.28
净资产收益率ROE	-1532.08%	114.78%	67.48%	24.28%
PE	-	-	-	-

微创机器人（2252）：海外订单达10台，国产机器人迎出海里程碑

□ 投资逻辑：

2024H1公司实现营业收入1.0亿元（+106%），毛利4701万元，净亏损2800万元，亏损明显收窄主要因：1）营业收入增长；2）业务聚焦和降本增效带来的费用优化。

强化腔镜和骨科机器人的业务聚焦，国内海外双点开花。（1）腔镜手术机器人图迈：截至24H1，公司自研腔镜机器人“图迈”已在国内20家医院实现商业化装机，辅助完成人体临床手术量突破1300例，位居国产腔镜机器人第一。海外端，图迈海外在手订单量累计达10台，已有2台实现商业化装机，是国产腔镜手术机器人出海的标志性里程碑。（2）骨科手术机器人：截至24H1，骨科手术机器人鸿鹄已累计获得约30台海外销售订单，全球累计TKA手术量超1300例，覆盖约70家医院。

降本增效是主旋律。24H1公司净亏损2800万元，同比缩窄48.6%，自由现金流净流出2.4亿元（-49.7%），主要因公司自2023年实施降本增效和业务聚焦发展战略，实施高效的现金流管控措施、优化产品成本和集中资源倾斜图迈、腔镜等核心业务的优化和商业化销售，有利于公司中长期健康稳健发展。

□ 盈利预测：

预计2024~2026收入分别为2.9/5.9/13.7亿元，归母净利润分别为-5.8/-1.5/1.1亿元。目前处于起步阶段，放量在即。

□ 风险提示：

产品放量不及预期风险、政策控费风险、海外竞争风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	104.6	285.7	594.3	1368.1
增长率	384.2%	173.2%	108.0%	130.2%
归属母公司净利润（百万元）	-1012.2	-579.0	-150.5	114.4
增长率	11.2%	42.8%	74.0%	176.0%
每股收益EPS（元）	-1.04	-0.60	-0.15	0.12
净资产收益率ROE	-194.8%	973.0%	71.7%	-119.6%
PE	-	-	-	69

康希诺生物（6185）：新冠扰动出清，期待MCV4疫苗放量

□ 投资逻辑：

2023年公司实现营业收入3.57亿元（-65.5%），实现归母净利润-14.8亿元，实现扣非归母净利润-16.1亿元，亏损幅度加大，实现经营性净现金流-9.1亿元。

MCV4疫苗商业化进展迅速。2023年实现MCV4疫苗以及MCV2疫苗收入5.6亿元（+266.4%），商业化进展迅速。新冠疫苗0.37亿元（-96.86%），通过销售原材料、技术转让及提供服务实现收入0.1亿元，同时，公司根据新冠疫苗产品的实际及预期退货情况，核算冲减报告期内相关收入2.5亿元。

在研管线进展顺利，产品种类持续丰富。肺炎管线中13价肺炎疫苗上市申请已获CDE受理、PBPV疫苗Ib期临床试验现场工作完成；组分百百破：婴幼儿百白破三期临床完成全部受试者入组，青少年及成人TTCP一期临床完成全部受试者入组；重组带状疱疹疫苗：加拿大启动了肌注/吸入剂型两种给药方式临床I期；类病毒脊灰疫苗：澳大利亚启动了临床I期；破伤风疫苗进入到临床三期；MCV4疫苗4周岁以上扩充年龄组入组完成。

□ 盈利预测：

公司MCV4疫苗作为国内首个脑膜炎四价结合疫苗，产品力强劲，有望快速占领市场。预计2024-2026年EPS分别为-0.67元、-0.2元、1.09元。

□ 风险提示：

MCV系列上市销售低于预期风险；研发低于预期或研发失败风险；产品竞争格局变差风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	357.08	837.60	1242.00	1730.40
增长率	-65.49%	134.57%	48.28%	39.32%
归属母公司净利润（百万元）	-1482.73	-164.79	-50.62	268.79
增长率	-263.04%	-111.11%	-130.72%	431.01%
每股收益EPS（元）	-5.99	-0.67	-0.20	1.09
净资产收益率ROE	-37.21%	-4.31%	-1.34%	6.66%
PE	-	-	-	30.4

爱康医疗（1789）：骨科业务平稳增长，数字骨科显露头角

□ 投资逻辑：

2024年半年报实现营业收入6.6亿元（+1.3%），实现净利润1.4亿元（+5%），实现扣非净利润1.4亿元（+5%）。带量采购推动下，公司手术量持续增长。公司2024年上半年积极执行关节国采政策，手术量实现稳健增长。从盈利能力上看，公司2024年上半年毛利率为60.6%（-1.26pp），净利率为21.1%（+0.7pp），公司持续降本增效，盈利能力有所提升。

关节业务整体平稳，脊柱业务增加较快。分产品来看，公司2024年上半年髌关节产品实现收入3.6亿元（+5%）。膝关节产品实现收入1.95亿元（-7.5%），主要系关节植入手术量较反腐后环比改善，配合3D打印产品在三甲医院手术量贡献增加。脊柱及创伤产品实现收入0.69亿元（+37.6%），主要系公司升级迭代3D打印技术，24H1推出基于3DACT Bio专利技术的第二代脊柱产品，是全新一代3D打印功能化钛合金植入物，实现了从生物惰性到生物活性功能化的发展突破，实现了骨科内植入物的跨越式升级。定制产品及服务实现收入0.17亿元，较为稳定。

海外业务持续增长，数字骨科显露头角。公司2024年上半年实现海外收入1.2亿元（+9%），其中英国JRI实现收入0.28亿元（+7%），其他海外地区实现收入0.96亿元（+9%）。海外地区关节业务成功进入马来西亚、日本、西班牙等国家，市场增速显著。2024H1公司VTS可视化智能辅助系统实现首台商业化装机，并有多个意向订单正在跟进中。

□ 盈利预测：

预计公司2024-2026年归母净利润分别为2.8/3.7/4.6亿元。

□ 风险提示：

产品销售不及预期、行业政策超预期等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1093.86	1437.50	1858.00	2313.46
增长率	3.97%	31.42%	29.25%	24.51%
归属母公司净利润（百万元）	182.10	279.81	365.73	461.06
增长率	-11.07%	53.66%	30.71%	26.06%
每股收益EPS（元）	0.16	0.25	0.33	0.41
净资产收益率ROE	7.61%	10.47%	12.04%	13.18%
PE	32.9	21.1	16.0	12.9

医药全行业2025年投资策略及标的

推荐、稳健组合推荐公司盈利预测与评级

	代码	公司	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)			归母净利润增速			PE		投资评级
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	
推荐组合	600276.SH	恒瑞医药	3160	49.5	0.7	0.9	1.0	10%	26%	21%	58.3	48.1	买入
	688331.SH	荣昌生物	161	37.0	-2.8	-2.5	-1.0	-51%	10%	60%	-	-	-
	002262.SZ	恩华药业	265	26.0	1.0	1.2	1.4	15%	17%	17%	21.5	18.5	买入
	002019.SZ	亿帆医药	145	11.9	-0.5	0.4	0.6	-388%	198%	43%	27.1	18.9	买入
	603087.SH	甘李药业	276	45.9	0.6	1.1	1.8	177%	96%	65%	41.3	24.9	持有
	601607.SH	上海医药	718	21.7	1.0	1.5	1.6	-33%	44%	10%	14.8	13.4	买入
	000661.SZ	长春高新	435	108.3	11.2	12.6	13.9	9%	12%	10%	8.6	7.8	买入
	600566.SH	济川药业	272	29.5	3.1	3.3	3.7	30%	8%	12%	8.9	8.0	买入
	300677.SZ	英科医疗	182	28.1	0.6	1.9	2.3	-39%	214%	25%	15.1	12.1	-
	301367.SZ	怡和嘉业	61	68.5	4.7	5.3	6.3	-22%	15%	19%	12.8	10.8	-
稳健组合	002252.SZ	上海莱士	499	7.5	0.3	0.4	0.4	-5%	40%	13%	19.8	17.9	买入
	000963.SZ	华东医药	661	37.7	1.6	1.9	2.2	14%	17%	14%	19.9	17.5	买入
	300558.SZ	贝达药业	241	57.5	0.8	1.1	1.4	139%	30%	28%	52.8	41.4	持有
	002422.SZ	科伦药业	542	33.9	1.5	1.8	2.1	44%	16%	15%	18.9	16.4	买入
	300832.SZ	新产业	543	69.1	2.1	2.5	3.2	25%	20%	28%	27.4	21.5	-
	000538.SZ	云南白药	1028	57.6	2.3	2.5	2.8	36%	9%	11%	23.1	20.8	-
	600129.SH	太极集团	147	26.4	1.5	2.0	3.0	135%	38%	46%	12.9	8.9	买入
	600993.SH	马应龙	117	27.1	1.0	1.3	1.5	-7%	25%	14%	21.1	18.5	-
	301363.SZ	美好医疗	124	30.4	0.8	1.0	1.2	-22%	25%	25%	31.6	25.3	-

医药全行业2025年投资策略及标的

科创板、港股组合推荐公司盈利预测与评级

	代码	公司	市值（亿元）	股价（元）	EPS（元）			归母净利润增速			PE		投资评级
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	
科创板组合	688197.SH	首药控股	47	31.3	-1.3	-1.5	-1.5	-	-	-	-	-	买入
	688108.SH	赛诺医疗	46	11.2	0.8	1.1	1.8	76%	163%	84%	10.1	6.1	买入
	688016.SH	心脉医疗	137	111.0	6.0	7.8	9.8	38%	30%	27%	14.3	11.3	买入
	688289.SH	圣湘生物	138	23.7	0.6	0.6	0.8	-81%	-5%	35%	39.5	29.2	-
	688266.SH	泽璟制药	180	68.2	-1.1	-0.3	0.2	39%	70%	173%	-	296.4	-
	688166.SH	博瑞医药	139	32.8	0.5	0.5	0.6	-16%	8%	16%	63.1	54.7	持有
港股组合	0013.HK	和黄医药	214	26.7	0.8	-0.1	0.6	128%	-117%	532%	-	42.3	买入
	9995.HK	荣昌生物	161	37.0	-2.8	-2.5	-1.0	-51%	10%	60%	-	-	-
	6990.HK	科伦博泰生物	379	184.2	-2.6	-1.6	-1.9	7%	41%	-20%	-	-	买入
	2096.HK	先声药业	165	7.1	0.3	0.4	0.5	-23%	42%	27%	17.7	13.9	-
	9926.HK	康方生物	540	65.2	2.3	-0.4	1.5	274%	-118%	451%	-	44.1	-
	6855.HK	亚盛医药	119	40.8	-2.9	-1.5	-2.7	-5%	49%	-81%	-	-	-
	2252.HK	微创机器人	74	8.3	-1.0	-0.6	-0.2	11%	43%	74%	-	-	-
	6185.HK	康希诺生物	121	33.2	-6.0	-0.7	-0.2	-263%	-111%	-131%	-	-	-
	1789.HK	爱康医疗	55	5.3	0.2	0.3	0.3	-11%	54%	31%	21.1	16.0	-

数据来源：Wind，西南证券（时间截至2024.12.8，港股公司市值转换为人民币单位，和黄医药净利润预测单位为美元，按照汇率7转换为人民币）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

首席分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxu@swsc.com.cn

分析师：汤泰萌
执业证号：S1250522120001
电话：021-68416017
邮箱：ttm@swsc.com.cn

分析师：阮雯
执业证号：S1250522100004
电话：021-68416017
邮箱：rw@swsc.com.cn

分析师：王彦迪
执业证号：S1250524040001
电话：021-68416017
邮箱：wydi@swsc.com.cn

分析师：张殊豪
执业证号：S1250524030002
电话：021-68416017
邮箱：zhshh@swsc.com.cn

联系人：陈辰
电话：021-68416017
邮箱：chch@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司
评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业
评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	欧若诗	销售经理	18223769969	ors@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	李嘉隆	销售经理	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	龚怡芸	销售经理	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn	孙启迪	销售经理	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zmyf@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售经理	15905851569	jyj@swsc.com.c
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	王一菲	高级销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王宇飞	高级销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	姚航	高级销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	杨举	销售经理	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	yxy@swsc.com.cn	林哲睿	销售经理	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn				
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn				