



医药健康行业研究

买入（维持评级）
行业周报
 证券研究报告

医药组

分析师：赵海春（执业 S1130514100001） zhaohc@gjzq.com.cn
 分析师：何冠洲（执业 S1130523080002） heguanzhou@gjzq.com.cn
 分析师：袁维（执业 S1130518080002） yuan_wei@gjzq.com.cn

政策拐点清晰，建议开始加大医药配置

投资逻辑

1月17日，国家医保局直播召开新闻发布会。总量方面，持续增长的医保基金支出规模，在为全体人民生命健康提供坚实保障的同时，也为医疗机构、医药行业以及经济社会发展持续注入新增量。我们认为，医保支出的总量增长速度可观，对于医药行业的长期增长前景应抱有充分信心，避免过度悲观情绪。在医保覆盖方面，医保将新增丙类目录助力药品创新。丙类目录作为基本医保药品目录的有效补充，聚焦因超出“保基本”功能定位暂时无法纳入医保目录但创新程度很高的药品，计划于2025年内发布第一版。

我们前期多次指出，医药板块反转有三个层面，即政策面的反转、业绩面的反转、资金面的反转。

2024年初以来，多项医药和医保政策出台落地，稳定预期的同时积极支持医药创新产业发展，医药总量增长的基础扎实，市场的政策预期企稳和反转是明确趋势。前期市场对医保的过度担忧情绪一旦缓解，医药估值修复空间巨大；从业绩端来看，近期部分企业公布业绩预告，我们认为市场对2024Q4和2025Q1的业绩高基数情况和医药上市企业短期经营压力有充分认知，并在估值中充分体现；但考虑高基数出清、集采控费落地以及院内和消费医疗的复苏，医药板块业绩在2025Q2和Q3的恢复是非常确定的事件。因此，我们认为只要市场充分确定政策端预期开始反转，业绩端的压力已经被充分预计，医药板块有望提前开始反转进程，建议加大医药板块配置比例。

- **创新药**：FDA批准潜在重磅ADC Dato-DXd上市，科伦博泰竞品值得关注。中国药企创新实力及其成长空间还远未被资本市场充分认知。我们看好本土原研“真创新”类药企，也看好国际化高水平引进能力领先的药企标的。
- **医疗器械**：波士顿科学FARAPULSE脉冲消融全球手术量超过20万。随着国内更多国产企业的创新PFA电生理产品上市，未来脉冲消融技术在国内房颤治疗领域的渗透率有望快速提升。国产厂商有望在电生理新一轮技术革新中逐步取得领先。
- **医药上游**：2025年1月16日美国商务部工业与安全局（BIS）发布关于特定实验室设备及相关技术出口管制的暂行最终规则，旨在应对生物技术工具发展带来的国家安全风险。建议关注美国BIS出口管制下，生物信息采集仪器国产化机会。
- **生物制品**：2025年1月17日，长春高新发布公告，子公司长春金赛药业有限责任公司收到国家药品监督管理局核准签发的《药物临床试验批件》，金赛药业GenSci120注射液临床试验申请获得批准，适应症为成人系统性红斑狼疮、成人原发性干燥综合征，建议持续关注公司研发端进展。
- **中药&药店**：我们认为25年药店行业竞争格局有望优化，注重经营质量、现金流充沛的头部公司有望进一步提升市占率。同时，在飞检等政策执行下，行业环境有望更清爽规范，有利于门诊统筹政策的进一步落地。
- **医疗服务**：医疗服务价格改革有望规范医疗服务项目；避免重复收费等问题，降低患者负担；增强患者对医疗费用的信任度和满意度，助力行业长期发展，建议关注高质量服务，经营规范的行业龙头。

投资建议

在细分行业上，继续建议重点配置两大主线：1）创新药国内放量和授权出海带来的赛道性机会；2）左侧板块（如器械、中药、消费医疗、连锁药房等）困境反转个股机会。

重点标的

科伦博泰、人福医药、特宝生物、华东医药、心脉医疗、益丰药房、太极集团等。

风险提示

汇兑风险、国内外政策风险、投融资周期波动风险、并购整合不及预期的风险等。



内容目录

医保收入支出总量增长平稳，对行业总量应有充分信心.....	4
国家医保局召开主题新闻发布会，医保总量增长平稳.....	4
丙类医保目录箭在弦上，医药创新增添新动力.....	4
医保积极支持养老生育等刚性需求.....	4
DRG 全面落地，四同药品价格治理.....	5
合理看待集采持续预期，集采节约资金 80%用于谈判创新药.....	5
市场对 Q4 Q1 医药板块业绩压力有预期，政策预期见底即可开始加大配置.....	5
药品板块：FDA 批准潜在重磅 ADC Dato-Dxd 上市，科伦博泰竞品值得关注.....	8
FDA 批准阿斯利康/第一三共 Trop 2 ADC 上市，科伦博泰同靶点竞品值得关注.....	8
奥赛康/中国生物制药三代 EGFR-TKI 获批，勃林格英格翰 IPF 新药纳入优先审评.....	8
医疗器械：PFA 技术海外推广迅速，国内头部企业有望快速追赶.....	9
波士顿科学 FARAPULSE 脉冲消融全球手术量超过 20 万.....	9
南微医学向控股子公司康友医疗增资.....	10
医药上游：关注美国 BIS 出口管制下，生物信息采集仪器国产化机会.....	10
医疗服务：医保局会议定调 2025，政策有望催化内需回暖.....	11
政策：医保局会议定调 2025.....	11
医疗服务价格改革：规范医疗服务项目，提高医疗服务性价比.....	12
国家统计局数据发布，人口总量有所减少.....	12
生物制品：金赛药业 PD-1 单抗自免适应症 IND 获批，持续关注研发进展.....	12
中药&药店：业绩预告陆续发布，部分公司消化基数影响有所承压.....	14
投资建议.....	15
风险提示.....	16

图表目录

图表 1：年初至今各申万一级行业表现 (%).....	6
图表 2：25 年 1 月 13 日~25 年 1 月 17 日各申万一级行业表现 (%).....	6
图表 3：25 年 1 月 13 日~25 年 1 月 17 日医药生物申万三级细分行业涨跌幅.....	7
图表 4：25 年 1 月 13 日~25 年 1 月 17 日医药生物个股涨跌幅前十.....	7
图表 5：本周国内创新药监管动态(2025/01/13-2025/01/18).....	8
图表 6：波士顿科学 FARAPULSE 脉冲消融系统.....	9
图表 7：国产高参数流式细胞仪(>26 参数).....	11
图表 8：部分现有治疗 SLE 生物制剂概览.....	13
图表 9：礼来 Peresolimab (PD-1 单抗) 类风湿性关节炎 2 期临床试验达到主要终点.....	13



图表 10： 东阿阿胶的阿胶块市占率在 24Q3 已提升至 70% 14

图表 11： 东阿阿胶复方阿胶浆零售终端销售额（百万元）持续增长 14



医保收入支出总量增长平稳，对行业总量应有充分信心

国家医保局召开主题新闻发布会，医保总量增长平稳

1月17日，国家医保局直播召开“保障人民健康 赋能经济发展”主题新闻发布会，以问答的形式回答了社会关心的问题，并对2025年医保重点工作做了相关介绍。根据医保基金初步汇总数据，

- 全国基本医保基金总收入 3.48 万亿元，同比增长 4.4%。其中，职工医保基金收入 2.37 万亿元，居民医保基金收入 1.11 万亿元。这个增速是多地支持企业减轻负担、降低医保费率的背景下实现的，实现了基金收入稳定与促进经济恢复的统筹；
- 2024 年全国医保基金总支出 2.97 万亿元，同比增长 5.5%。支出过快增长的态势有所遏制，支出增速与收入增速的协调性有所增强；
- 全国医保统筹基金当期结余 0.47 万亿元，其中职工医保结余 4164 亿元，居民 519 亿元；统筹基金累计结存 3.87 万亿元，其中职工医保 3.05 万亿元，居民医保 0.82 万亿元；
- 全国基本医保门诊结算达到 67 亿人次，同比增长 19%；
- 生育保险基金待遇支出 1432 亿元，同比增长 33.9%；
- 2018 年以来，全国基本医保基金总收入 19.70 万亿元，支出 16.48 万亿元，其中，统筹基金收入 15.19 万亿元，支出 12.78 万亿元，年均增长均在 11% 左右；
- 据初步统计，2024 年全国 72% 的统筹地区安排预付金 943 亿元。2025 年的目标是全国 80% 左右统筹地区基本实现即时结算，2026 年全国所有统筹地区实现即时结算。即时结算的核心是大幅压缩结算周期，努力提高资金拨付频次和效率，实现多次拨、快速拨。

持续增长的医保基金支出规模，在为全体人民生命健康提供坚实保障的同时，也为医疗机构、医药行业以及经济社会发展持续注入新增量。我们认为，医保支出的总量增长速度可观，对于医药行业的长期增长前景应抱有充分信心，避免过度悲观情绪。

丙类医保目录箭在弦上，医药创新增添新动力

在基本医保现有的甲乙类目录的基础上研究制定丙类目录是完善我国医疗保障药品目录体系的一次重大尝试，有利于发挥医保部门政策优势、专家优势和管理服务经验，为商业健康保险确定药品保障范围提供公共服务，支持商业健康保险在多层次医疗保障体系中发挥更大作用；有利于构建创新药多元支付机制，支持医药新质生产力发展；有利于满足患者多层次医疗保障需求，提高医疗保障水平，减轻疾病治疗经济负担。

- 药品范围上，丙类目录主要聚焦创新程度很高、临床价值巨大、患者获益显著，但因超出“保基本”定位暂时无法纳入基本医保目录的药品。
- 使用范围上，积极引导支持商业健康保险将丙类目录药品纳入保障范围
- 工作安排上，丙类目录与每年的基本医保药品目录调整同步开展，计划于今年年内发布第一版。工作程序拟参照医保目录调整程序，但会发挥好市场主体的决定性作用，保险公司充分参与。丙类目录的商保结算价格由国家医保局组织保险公司与医药企业协商确定，探索更严格的价格保密措施
- 支持落地应用上，将探索优化调整支付管理政策，可不计入参保人自费率指标和集采中选可替代品种监测范围，符合条件的病例可不纳入按病种付费范围，实行按项目付费
- 从今年开始，医保药品目录调整时间会适当提前，预计从 4 月 1 日开始申报，争取 9 月份完成。

医保积极支持养老生育等刚性需求

- 2024 年 1-11 月，我国生育保险参保人数 2.52 亿人，基金待遇支出 1158.11 亿元；2024 年 10 月 28 日，国务院办公厅印发《关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施》的通知，其中明确指出要加强生育医疗费用保障，指导各地将适宜的分娩镇痛以及辅助生殖技术项目纳入医保报销范围。目前，全国 31 个省份和兵团都将辅助生殖纳入了医保，2024 年已惠及超 100 万人次
- 截至目前，长期护理保险制度覆盖 1.8 亿人，累计 260 余万失能参保人享受待遇，基



金支出超 800 亿元。提供就业岗位约 30 万个，拉动相关产业社会资本投入约 600 亿元

DRG 全面落地，四同药品价格治理

- 国家医保局有关负责人介绍，2019 年以来先后启动了住院费用按病组（DRG）和病种分值（DIP）付费，目前 DRG/DIP 付费基本实现统筹地区全覆盖。到去年 12 月，116 个统筹地区已经提前上线 2.0 版分组方案，其余统筹地区也都完成了细化分组、数据测算等准备工作，今年 1 月初按时切换分组版本。在配套机制方面，70% 以上的统筹地区建立了预付金机制，95% 以上的统筹地区建立完善了特例单议、意见收集、沟通协商和数据工作组机制。
- 2024 年，国家医保局组织开展“四同药品”（即同通用名、同剂型、同规格、同厂家药品）价格治理，运用统计方法测算形成该产品具有代表性的价格水平，引导企业主动纠正、下调挂网高价。目前，“四同药品”价格治理目标已基本实现，总计规范了 2.7 万余个药品品规的价格。

合理看待集采持续预期，集采节约资金 80% 用于谈判创新药

- 本次医保局新闻发布会指出，集采阻断灰色空间，同时遵循市场规律（新药不集采；避免在同一种成分、同一个靶点上过度重复立项，避免加剧供大于求）。2018 年以来，国家组织药品带量采购累计节省医保基金 4400 亿元左右，其中用于谈判药使用超 3600 亿元。集采充分发挥了减负担、腾空间、促改革的动能转换作用，符合促进新质生产力发展方向。
- 2025 年，医保部门将持续深入推进药品、医用耗材集中带量采购，包括国家层面将在上半年开展第 11 批药品集采，下半年开展第 6 批高值医用耗材集采，并适时启动新批次药品集采。同时将在地方层面开展具备专业特色的全国联盟采购预计达到 20 个左右，包括中成药、中药饮片以及高值耗材等，预计 2025 年国家及联盟组织开展的药品集采品种将达到 700 个。

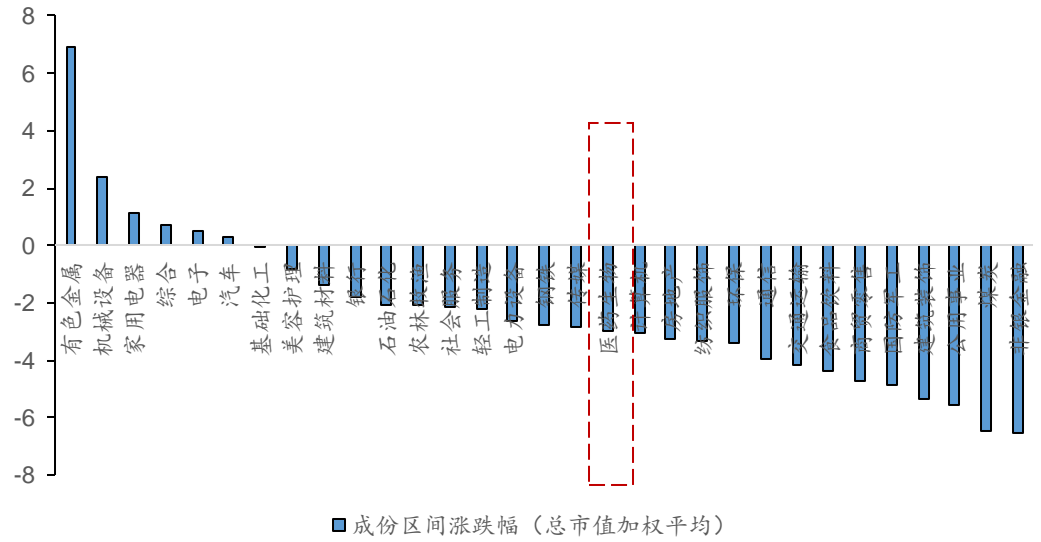
市场对 Q4 Q1 医药板块业绩压力有预期，政策预期见底即可开始加大配置

我们前期多次指出，医药板块反转有三个层面，即政策面的反转、业绩面的反转、资金面的反转。

- 2024 年初以来，多项医药和医保政策出台落地，稳定预期的同时积极支持医药创新产业发展，医药总量增长的基础扎实，市场的政策预期企稳和反转是明确趋势。前期市场对医保的过度担忧情绪一旦缓解，医药估值修复空间巨大；
- 从业绩端来看，近期部分企业公布业绩预告，我们认为市场对 2024Q4 和 2025Q1 的业绩高基数情况和医药上市企业短期经营压力有充分认知，并在估值中充分体现；但考虑高基数出清、集采控费落地以及院内和消费医疗的复苏，医药板块业绩在 2025Q2 和 Q3 的回复是非常确定的事件。
- 因此，我们认为只要市场充分确定政策端预期开始反转，业绩端的压力已经被充分预计，医药板块有望提前开始反转进程，建议加大医药板块配置比例。
- 在细分行业上，继续建议重点配置两大主线：1) 创新药国内放量及出海带来的赛道性机会；2) 左侧板块（如器械、中药、消费医疗、连锁药房等）困境反转个股机会。

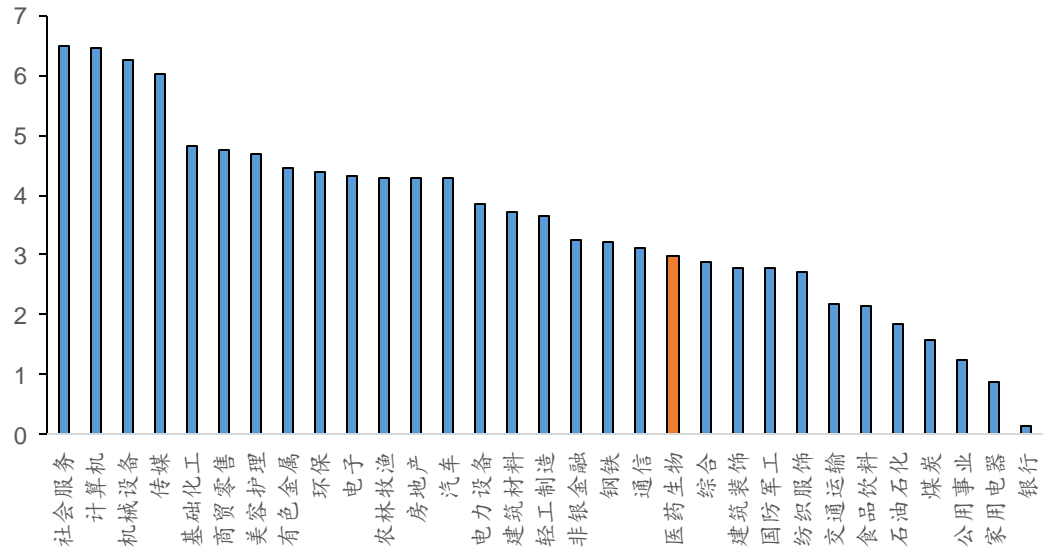


图表1: 年初至今各申万一级行业表现 (%)



来源: ifind, 国金证券研究所

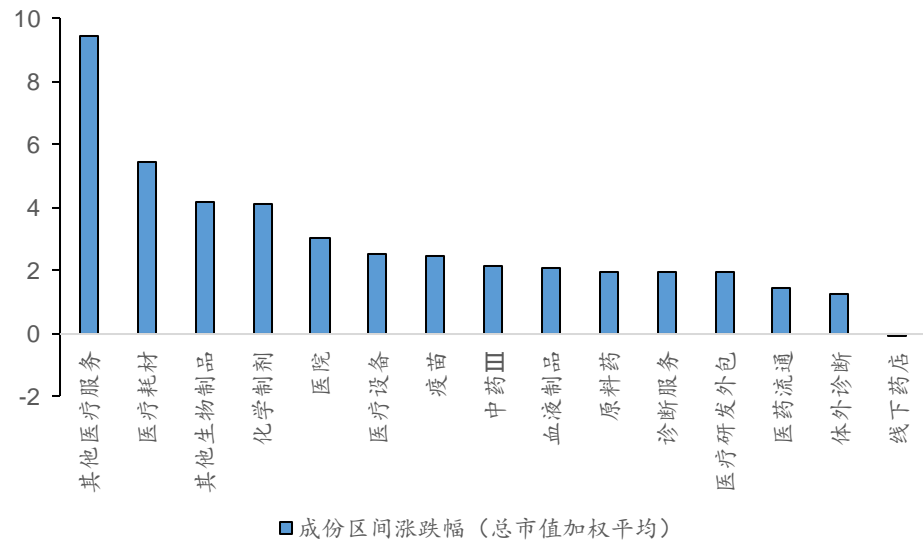
图表2: 25年1月13日~25年1月17日各申万一级行业表现 (%)



来源: ifind, 国金证券研究所



图表3: 25年1月13日~25年1月17日医药生物申万三级细分行业涨跌幅



来源: ifind, 国金证券研究所

图表4: 25年1月13日~25年1月17日医药生物个股涨跌幅前十

证券代码	证券名称	区间涨跌幅 (%)
688758.SH	赛分科技	-24
300630.SZ	*ST普利	-16
688426.SH	康为世纪	-14
300705.SZ	九典制药	-11
603963.SH	*ST大药	-11
300108.SZ	*ST吉药	-8
002872.SZ	ST天圣	-8
600513.SH	联环药业	-8
600129.SH	太极集团	-7
600521.SH	华海药业	-6
000590.SZ	启迪药业	11
603669.SH	灵康药业	12
600851.SH	海欣股份	13
688235.SH	百济神州	13
002950.SZ	奥美医疗	15
000504.SZ	南华生物	17
688578.SH	艾力斯	19
300255.SZ	常山药业	19
872925.BJ	锦好医疗	21
002901.SZ	大博医疗	22

来源: ifind, 国金证券研究所



药品板块：FDA 批准潜在重磅 ADC Dato-Dxd 上市，科伦博泰竞品值得关注

FDA 批准阿斯利康/第一三共 Trop 2 ADC 上市，科伦博泰同靶点竞品值得关注

根据阿斯利康官网，2025 年 1 月 17 日，FDA（美国食药监局）批准阿斯利康（AstraZeneca）与第一三共（Daiichi Sankyo）联合开发的 Trop 2（滋养层细胞表面抗原 2）ADC（抗体偶联药物）Datroway（datopotamab deruxtecan 或 Dato-DXd）上市，用于治疗接受过内分泌疗法和化疗的、无法切除或转移性激素受体（HR）阳性、HER2（人表皮生长因子受体 2）阴性的成年乳腺癌患者。FDA 的批准是基于 TROPION-Breast01 第三阶段试验的结果。

- TROPION-Breast01 是一项全球性、随机、多中心、开放标签的 III 期临床试验，旨在评估每 21 天周期静脉注射一次 Datroway（6 mg/kg）与研究者的单药化疗（艾日布林、卡培他滨、长春瑞滨或吉西他滨）的疗效和安全性，适用于不可切除或转移性 HR 阳性、HER2 阴性（IHC 0、IHC 1+ 或 IHC 2+/ISH-）乳腺癌成年患者，这些患者根据研究者的评估，病情进展且不适合接受内分泌治疗，并且因不可切除或转移性疾病接受过至少一线化疗。
- TROPION-Breast01 的双重主要终点是 BICR 评估的 PFS 和 OS。关键次要终点包括 ORR、缓解持续时间、研究者评估的 PFS、疾病控制率、首次后续治疗时间和安全性。TROPION-Breast01 的关键次要终点的 PFS 数据和其他结果已发表在《临床肿瘤学杂志》上。

中国创新药企科伦博泰的同靶点 ADC 芦康沙妥珠单抗，已于 2024 年 11 月 27 日在中国获批上市，用于既往至少接受过 2 种系统治疗（其中至少 1 种治疗针对晚期或转移性阶段）的不可切除的局部晚期或转移性三阴性乳腺癌成人患者。

- 芦康沙妥珠单抗已获得 4 项突破性疗法认定（BTD），已递交 3 项新药上市申请（NDA），均纳入优先审评审批程序，其中 mTNBC（三阴乳腺癌）2L+适应症获批。
- TROP2 在多种实体肿瘤均有表达，已公布的临床研究数据预示芦康沙妥珠单抗具有良好的抗肿瘤活性，包括 TNBC、HR+/HER2- BC（乳腺癌）、NSCLC（非小细胞肺癌）、胃肠道肿瘤及妇科肿瘤等。芦康沙妥珠单抗已在全球范围内注册开展了多项 III 期临床试验，未来有望为更多种实体瘤患者带来新的治疗选择。

奥赛康/中国生物制药三代 EGFR-TKI 获批，勃林格英格翰 IPF 新药纳入优先审评

本周国家药品监督管理局批准了三款新药的上市申请，另外还有 2 款创新药拟纳入优先审评、1 款药拟纳入突破性疗法。

图表5：本周国内创新药监管动态 (2025/01/13-2025/01/18)

NMPA 获批新药						
批准日期	药品名	公司	机制	适应症		
2025/1/16	芪防鼻通片	以岭药业	中药 1.1 类创新药	用于改善肺脾两虚型持续性变应性鼻炎未合并季节性过敏原患者的喷嚏、流涕等		
2025/1/16	利厄替尼	奥赛康药业	第三代 EGFR-TKI	EGFR-TKI 经治且存在 EGFR T790M 突变阳性的 NSCLC		
2025/1/16	塞纳帕利	英派药业	PARP 抑制剂	含铂化疗经治的晚期上皮性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌患者维持治疗		
CDE 优先审评公示						
申请日期	公示日期	公司	通用名	状态	机制	适应症
2025/1/8	2025/1/16	勃林格英格翰	那米司特片	拟优先审评	PDE4 抑制剂	特发性肺纤维化 (IPF)
2025/1/10	2025/1/15	济民可信	JMKX001899 片	审品种	KRAS 抑制剂	2L+ 治疗 KRAS G12C 突变的 NSCLC
CDE 突破性疗法公示						
申请日期	公示日期	公司	通用名	状态	机制	适应症
2024/11/5	2025/1/14	乐普生物	CG0070 注射液	拟突破性治疗品种	溶瘤病毒疗法	卡介苗 (BCG) 无应答的高危非肌层浸润性膀胱癌 (NMIBC) 伴原位癌 (CIS) 患者

来源：NMPA, CDE, 国金证券研究所

- 利厄替尼由奥赛康药业研发、信达生物拥有中国大陆地区独家推广销售权。作为第三代 EGFR-TKI（表皮生长因子-酪氨酸激酶抑制剂）。利厄替尼片 II b 期临床研究结果与 2022ASCO 上公布：经独立评审委员会（IRC）评估的客观缓解率（ORR）为 68.8%，疾病控制率（DCR）为 92.4%，缓解持续时间（DoR）为 11.1 个月，无进展生存期（PFS）为 11.0 个月。CNS 患者颅内 ORR 为 56.1%，CNS 患者 PFS 为 10.6 个月，提示利厄替尼对 CNS 患者具有较好的疗效。
- 塞纳帕利（Senaparib）是由英派药业自主研发的新型、高效的 PARP（1/2）抑制剂。2023 年 12 月，英派药业与华东医药子公司中美华东就达成了合作，华东医药



将负责塞纳帕利在中国大陆的独家商业化市场推广权益。

- ✦ 本次上市获批基于塞纳帕利的III期临床（FLAMES）研究，该研究纳入新诊断的、FIGO分期III-IV期的高级别浆液性或子宫内膜样卵巢癌患者，结果显示：与安慰剂相比，塞纳帕利显著改善了PFS（未达到 vs13.6月）。
- CG0070（Cretostimogene Gynadenorepvec）是CG Oncology公司开发的一款具有双重作用机制的溶瘤病毒免疫疗法，靶向Rb-E2F通路，可选择性复制、裂解癌细胞并刺激免疫反应。乐普生物拥有CG0070在中国内地、香港、澳门地区的开发、制造和商业化权益。在国内，乐普生物正在开展一项I期临床（CTR20231376），以在BCG无应答的非肌层浸润性膀胱癌患者中评价CG0070注射液局部多次给药的耐受性、安全性和初步疗效。
- ✦ 2024年12月5日，CGOncology公布了G0070在对卡介苗无反应的高风险非肌层浸润性膀胱癌患者的III期BOND-003试验的顶线数据：74.5%的患者在接受G0070单药治疗后，在任何时间点都实现了完全缓解。截至数据截止日期（2024年9月30日），中位缓解持续时间（DOR）尚未达到，但已超过27个月。此外，97.3%的患者在12个月时没有进展为肌层浸润性膀胱癌。

我们认为，中国药企创新实力及其成长空间还远未被资本市场所充分认知。我们看好本土原研“真创新”类药企，也看好国际化高水平引进能力领先的药企标的。建议关注科伦博泰、恒瑞医药、人福医药、信达生物、华东医药、康方生物、迪哲医药、信立泰、百利天恒等龙头企业。

医疗器械：PFA 技术海外推广迅速，国内头部企业有望快速追赶

波士顿科学 FARAPULSE 脉冲消融全球手术量超过 20 万

美国波士顿科学公司在官网上宣布全球范围内超过20万房颤患者接受其FARAPULSE治疗，作为脉冲消融（PFA）领域的领导者，波科在FARAPULSE的推广上取得了突破性成就。

PFA治疗的目标是分离和靶向心脏组织的不可逆电穿孔（IRE）的特定特征，以诱导细胞死亡和使用非热能源的持久病变。与射频消融不同，由于心肌细胞的损伤阈值较低，PFA具有心肌组织选择性。这解决了相邻结构附带损伤的风险。

图表6：波士顿科学 FARAPULSE 脉冲消融系统



来源：波士顿科学官网，国金证券研究所

根据波士顿科学的数据，94%的患者表示对FARAPULSE PFA手术表示满意。在一项真实世



界的临床研究中，每 10 名阵发性心房颤动患者中有 8 名在 FARAPULSE PFA 治疗后 1 年内没有复发病状，每 10 例 FARAPULSE PFA 患者中有 7 例在一年内无房性心律失常，并且没有使用心律药物。与传统的热消融相比，FARAPULSE PFA 具有更短、更可预测的手术时间，平均住院时间仅为一天或更短。在一项对 17000 名患者的现实研究中，FARAPULSE PFA 手术的并发症发生率低于 1%。

随着国内包括惠泰医疗等更多国产企业的创新 PFA 电生理产品上市，未来脉冲消融技术在房颤治疗领域的渗透率有望快速提升。国产厂商有望在电生理新一轮技术革新中逐步取得领先。

安徽医学向控股子公司康友医疗增资

1 月 16 日，公司通过决议与康友医疗核心管理团队向康友医疗增资 4000 万元，其中公司与康友医疗核心管理团队各自增资 2000 万元，以康友全部股权价值 3.4 亿元为依据，对应公司 10.53% 股权。增资完成后，公司持有康友股权比例从 54% 变化为 53.58%，依然为合并范围内的控股子公司；

康友医疗主要负责公司微波消融业务，核心产品为微波消融设备及微波消融针，2023 年实现收入 2.13 亿元，盈利 3600 万；2024 年前三季度收入 2.04 亿元，盈利接近 4200 万。此次增资主要基于补充子公司营运资金考虑，并通过员工持股形式调动子公司核心人员积极性。

医药上游：关注美国 BIS 出口管制下，生物信息采集仪器国产化机会

2025 年 1 月 16 日美国商务部工业与安全局（BIS）发布关于特定实验室设备及相关技术出口管制的暂行最终规则，旨在应对生物技术工具发展带来的国家安全风险。其中包括：1) 高参数流式细胞仪：用于同时测量单个细胞或颗粒的多个特征。2) 用于自上而下蛋白质组学的液相色谱质谱仪：用于阐明和量化未知生物分子结构、表征分子并辅助研究分子相互作用。新的出口管制分类编号（ECCN）：将高参数流式细胞仪和特定质谱设备从 ECCN 3A999 移至新的 ECCN 3A069，并创建 ECCN 3E069 涵盖相关技术。ECCN 3A069 包括用于光谱分析或含 26 个及以上探测器/通道的流式细胞仪和细胞分选仪、用于自上而下蛋白质组学分析的液相色谱质谱仪，同时明确了豁免范围。对 D:1 和 D:5 组、澳门及 E 组国家出口，许可证申请通常会被拒绝；其他需许可证的目的地则进行逐案审查。此外，对运往 D 组国家的 ECCN 3A069 物品，需提交电子出口信息（EEI）。

聚光科技全光谱流式细胞仪及高分辨质谱产品及技术储备丰富。

- 1) 流式细胞仪方面：2024 年 11 月 15 日“朱良漪分析仪器创新奖”颁奖典礼隆重举行。谱康医学与谱育科技、北京大学共同研制的“质谱流式细胞仪”荣获“创新成果奖”。该设备可应用于血液、肿瘤、免疫分型、药理学、生物工程、生物安全检测、医学研究、细胞分析等领域，为提升生命科学领域装备和应用水平、推动生命科学和医学研究提供强有力的设备和技术支撑。经过浙江省分析测试协会专家评审认定：该项目实现了高端质谱流式细胞仪的“国产化替代”，填补了国内空白；此外，金属螯合配体及其制备方法、四极杆调谐方法和流式质谱分析技术更是达到了国际先进水平。



图表7: 国产高参数流式细胞仪(>26参数)

国产高参数流式细胞仪(>26参数)			
企业	仪器类型	型号	参数
谱康医学/聚光科技	流式质谱	MSFLO	大于26参数
	光谱流式	SFLO	5L-64FL
	光谱流式	SFLO CS	3L-39FL
层浪生物	光谱流式	CytoStellar	3L-38FL-4S
宸安生物	流式质谱	Lunarion	大于26参数
	流式质谱	Starion	大于26参数
凯乐生物	光谱流式	ColorTrum	3L-38FL-4S
瑞铂生物	光谱流式	Rainbow	3L-38FL-4S
苏州医工所	分选流式	SortCyte	5L-30FL
配置参数:*L:Laser激光 FL:荧光检测通道 S:Scatter散射光			

来源: 3i 生仪社, 各公司官网, 国金证券研究所

- 2) 蛋白质组学超高分辨质谱方面: 2024年4月17日, 国家重点研发计划“基础科研条件与重大科学仪器设备研发”重点专项“超高分辨静电离子阱傅里叶变换质谱仪”项目启动会暨实施方案论证会在北京召开。该项目由谱育科技牵头承担, 中国科学院化学研究所、中国科学院大连化学物理研究所、中国科学院生态环境研究中心、南开大学、北京蛋白质组研究中心、中国科学院生物物理研究所、天津大学共同参与。项目主要为实现: 突破超高分辨静电离子阱设计、高稳定动态可控高压电源、低噪声高灵敏度前置电荷放大器等关键技术; 开发具有自主知识产权、质量稳定可靠、核心部件国产化的超高分辨静电离子阱傅里叶变换质谱仪, 开发相关软件和数据库; 开展工程化开发、应用示范和产业化推广; 实现在蛋白质组学、代谢组学、脂类组学和代谢领域等领域的应用。

医疗服务: 医保局会议定调 2025, 政策有望催化内需回暖

政策: 医保局会议定调 2025

25年1月17日, 国家医保局直播召开“保障人民健康 赋能经济发展”主题新闻发布会, 内容包括:

- 强化医保战略购买, 赋能医药产业创新发展。在使用范围上, 国家医保局将采取多种措施, 积极引导支持惠民型商业健康保险, 将丙类目录纳入保障范围, 其他符合规定的商业健康保险, 也可以使用丙类目录, 进一步实现医疗保障多元支付。
- 完善生育支持政策及举措规划。2024年截止到11月, 生育保险全国参保人数达到了2.52亿, 累计基金支出1158.1亿元。医保局主要从三个方面重点发力, 健全制度体系。
 - 巩固扩大生育保险覆盖面。截止目前, 江西、浙江、天津、贵州等省份已经陆续将这部分人员纳入了制度覆盖范围。
 - 进一步提高生育医疗费用的保障水平。截止到目前, 全国31个省区市和新疆兵团已经把生殖辅助生殖技术纳入报销范围。2024年全年, 累计惠及了超100万人次。
 - 优化生育保险的管理服务, 推动生育医疗费用直接结算。目前全国已经有超1/3的地方, 已经将生育津贴直接发放给了个人。
- 推进基本医保基金即时结算改革。2024年全国72%个统筹地区安排了预付金943亿元。2025年改革的目标是全国80%左右的统筹地区, 基本实现即时结算。2026年目标全国所有的统筹地区实现即时结算。医保即时结算制度大幅度的提高医保体系的资金周转效率, 进而更好的赋能医药行业的高质量发展。

整体来看, 医保政策支持多元化、覆盖面持续扩大、结算高效化改革下。政策催化下内需



有望回暖，我们持续看好医疗服务板块投资机会。

医疗服务价格改革：规范医疗服务项目，提高医疗服务性价比

据国家医保局消息，目前，国家医保局正在组织专家编制并出台医疗服务价格项目立项指南，其目的在于引导各地对医疗服务价格项目进行统一的规范。截至目前，已印发的指南涉及的领域包括：口腔种植、辅助生殖、中医（灸法、拔罐、推拿）、中医外治、中医针法、中医骨伤、中医特殊疗法、眼科等。

医疗服务价格改革有望 1) 规范医疗服务项目，确保患者在任何地方都能享受到标准化的医疗服务；2) 避免重复收费、分解收费等问题，降低患者负担，提高医疗服务性价比；3) 增强患者对医疗费用的信任度和满意度，助力行业长期发展。

国家统计局数据发布，人口总量有所减少

2024 年末全国人口（包括 31 个省、自治区、直辖市和现役军人的人口，不包括居住在 31 个省、自治区、直辖市的港澳台居民和外籍人员）14 亿人，比上年末减少 139 万人。全年出生人口 954 万人，人口出生率为 6.77%；死亡人口 1093 万人，人口死亡率为 7.76%；人口自然增长率为-0.99%。

从性别构成看，男性人口 7.19 亿人，女性人口 6.89 亿人，总人口性别比为 104.34（以女性为 100）。从年龄构成看，16—59 岁人口 8.58 亿人，占全国人口的比重为 60.9%；60 岁及以上人口 3.10 亿人，占全国人口的 22.0%，其中 65 岁及以上人口 2.20 亿人，占全国人口的 15.6%。从城乡构成看，城镇常住人口 9.44 亿人，比上年末增加 1083 万人；乡村常住人口 4.65 亿人，减少 1222 万人；城镇人口占全国人口的比重（城镇化率）为 67.00%，比上年末提高 0.84 个百分点。

生物制品：金赛药业 PD-1 单抗自免适应症 IND 获批，持续关注研发进展

2025 年 1 月 17 日，长春高新发布公告，子公司长春金赛药业有限责任公司收到国家药品监督管理局核准签发的《药物临床试验批件》，金赛药业 GenSci120 注射液临床试验申请获得批准，适应症为成人系统性红斑狼疮、成人原发性干燥综合征。

自身免疫病是由于免疫系统错误地攻击自身细胞、组织或器官引起的免疫细胞过度激活、细胞因子释放或自身抗体产生从而诱发细胞破坏及脏器损伤，最终造成全身多系统受累、临床表现复杂的一系列疾病。

系统性红斑狼疮是以自身免疫性炎症为突出表现的典型的弥漫性结缔组织病，主要临床特征包括血清中出现以抗核抗体为代表的多种自身抗体及多器官和系统受累，好发于育龄期女性（15~40 岁），中国大陆地区 SLE 患病率约为 30~70/10 万，男女患病比为 1:10~12。根据专家共识，系统性红斑狼疮的传统治疗以泛靶点抗炎和免疫抑制药物为主，包括抗疟药、糖皮质激素和免疫抑制剂，这些药物单独或联合使用一直是系统性红斑狼疮的常规治疗手段。

近年来 SLE 诊治水平不断提高，我国患者 5 年生存率已达 94%，然而标化死亡率仍显著高于普通人群，临床存在疾病缓解率低、复发率高、药物不良反应导致器官损伤等诸多问题，给患者个人和社会带来严重负担。此外，患者尤其是年轻女性患者，对外貌、生育和生活质量也有更高需求，为疾病的长期规范化管理提出了新的挑战。



图表8: 部分现有治疗 SLE 生物制剂概览

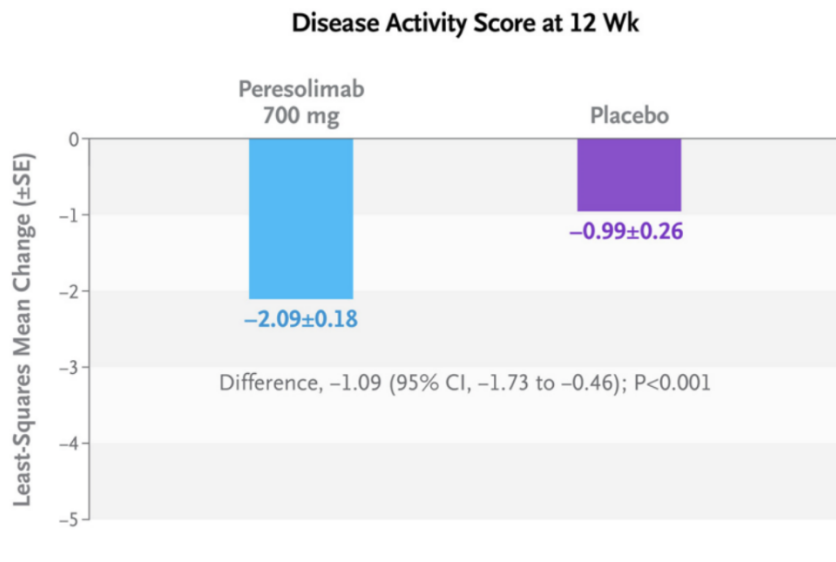
药物名称	结构	作用机制	半衰期 (d)	用法用量	适应症
贝利尤单抗	特异性人 IgG1 克隆抗体	靶向结合可溶性人 BLYS, 通过阻断其与 B 细胞受体结合, 主要抑制过渡和成熟 B 细胞的存活与分化, 从而抑制自身抗体的产生	19.4	静脉注射给药, 10mg/kg, 前3次每2周给药1次, 随后每周给药1次	在传统治疗基础上疾病仍高疾病活动、自身抗体阳性的 ≥5 岁及以上 SLE 患者, 活动性狼疮肾炎成人患者, 联合使用
泰它西普	BLYS 受体 TACI 胞外特定可溶性部分与人 IgG1 Fc 部分的融合蛋白	靶向结合 BLYS 和 APRIL, 通过 BR3、TACI 和 BCMA 阻断 B 细胞及浆细胞的存活	11.8	冻干粉; 皮下注射给药, 160mg/次, 每周给药1次	联合用于在传统治疗基础上仍具有高疾病活动、自身抗体阳性的 SLE 成人患者
利妥昔单抗	人鼠嵌合抗 CD20 单克隆抗体	靶向结合 CD20, 导致 CD20+B 细胞凋亡	22	静脉注射给药。用法一: 1000mg, 隔周1次, 共2次; 用法二: 每次 375ng/m ² , 每周1次, 连续4次	

来源: 生物制剂在系统性红斑狼疮中应用的中国专家共识 (2024 版), 国金证券研究所

根据专家共识, 生物制剂有助于控制疾病活动, 减少激素用量, 更有利于实现达标治疗, 同时可改善血清学指标、降低复发风险、延缓器官损伤进展。推荐生物制剂适用于经过羟氯(单药或联合激素)治疗仍有疾病活动或复发的 SLE 患者或不能将激素减至维持剂量的患者 (1A)。

PD-1 轴在自免疾病中起重要作用, 相关药物有望成为 SLE 等自免疾病新治疗方案。 PD-1 通路在自身免疫中控制对自身抗原耐受性的诱导和维持, 大量证据表明, PD-1 轴在自身免疫性疾病中起着重要作用, 包括炎症性肠病 (IBD)、系统性红斑狼疮 (SLE)、1 型糖尿病 (T1D)、系统性血管炎、肌炎、自身免疫性脑脊髓炎、自身免疫性肝炎、白塞氏病、重症肌无力、自身免疫性葡萄膜炎、干燥综合征和强直性脊柱炎等。PD-1 激动剂可以刺激生理性免疫抑制通路, 恢复免疫调控, 有望成为自身免疫及自身免疫炎症性疾病新的治疗方案。

图表9: 礼来 Peresolimab (PD-1 单抗) 类风湿性关节炎 2 期临床试验达到主要终点



来源: NEJM, 国金证券研究所

全球范围内有多款针对自免疾病的 PD-1 单抗类药物处于临床阶段, 其中, 礼来公司 Peresolimab 治疗类风湿性关节炎 2a 期临床数据已经于 2023 年 5 月公布, 结果显示与安慰剂相比, 接受两种剂量的 Peresolimab 治疗的受试者的临床疾病活动指数 (CDAI) 均有显著改善。此外, 大多数在第 14 周达到 CDAI 低疾病活动度的患者在第 24 周仍保持低疾病活动度; 礼来正在考虑评估 Peresolimab 在其他自身免疫性疾病中的应用。



GenSci120 是金赛药业研发的人源化抗 PD-1 单克隆抗体，抗体类型为 IgG1，通过和 PD-1 结合并激活 PD-1 抑制性信号通路以及 ADCC 效应，从而抑制或杀伤致病性 T 细胞，发挥相对特异的靶向免疫抑制作用。若公司临床试验申请进展顺利，将有利于公司拓宽业务结构、优化产品结构，并丰富完善战略领域产品线布局、提升公司核心竞争力，建议持续关注公司研发端进展。

中药&药店：业绩预告陆续发布，部分公司消化基数影响有所承压

2025 年 1 月 17 日，部分中药公司发布 2024 年度业绩预告。

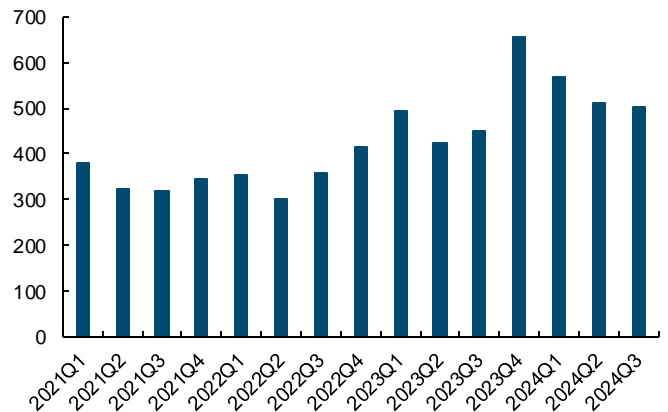
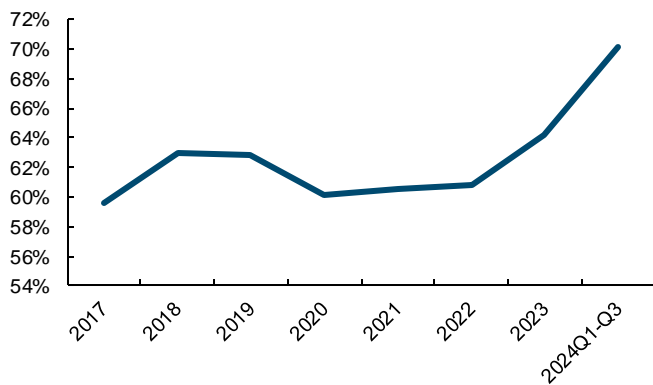
东阿阿胶

- 预计 24 年实现归母净利润 15-16 亿元，同比+30%-39%；实现扣非归母净利润 14-15 亿元，同比+29-39%。
- 对应 24 年 Q4 预计实现归母净利润 3.48-4.48 亿元，同比-5.2%~+22.0%；实现扣非归母净利润 3.33-4.33 亿元，同比-13%~+13%。

公司持续深入实践药品+健康消费品“双轮驱动”增长模式，阿胶系列表现良好。经过前几年的去库存、清理渠道、梳理价格体系后，公司阿胶块市占率稳步提升，截至 24 年三季度已占阿胶零售市场销售额的 70%。复方阿胶浆大品种战略进一步践行，24 年前三季度零售终端销售额 15.8 亿元，在 23 年高速增长的基础上进一步发展。与此同时，“桃花姬”阿胶糕、阿胶速溶粉等贡献阿胶系列增量。此外，公司开辟“壮本”肉苁蓉品类新赛道，“皇家围场 1619”男士滋补产品矩阵有望成为新增长曲线。

图表10：东阿阿胶的阿胶块市占率在 24Q3 已提升至 70%

图表11：东阿阿胶复方阿胶浆零售终端销售额（百万元）持续增长



来源：中康科技，国金证券研究所

来源：中康科技，国金证券研究所

葵花药业

- 预计 24 年实现归母净利润 4.4-6.6 亿元，同比下降 41%-61%；实现扣非归母净利润 3.2-5.5 亿元，同比下降 45-68%。
- 对应 24 年 Q4 预计实现归母净利润-1.47 亿元~+0.73 亿元，上限较 23 年 Q4 的 2.68 亿元同比减少 73%；预计实现扣非归母净利润-1.40 亿元~+0.90 亿元，上限较 23 年 Q4 的 2.09 亿元同比减少 57%。

公司呼吸类产品受到上一年度需求爆发增长带来的高基数影响，整体销量呈下行回归趋势。加之前期原材料价格高位运行、成本承压，导致毛利率有所下降。

同时，部分连锁药店分布 2024 年度业绩预告。

一心堂

- 预计 24 年实现归母净利润 1-1.5 亿元，同比下降 73%-82%；实现扣非归母净利润 2.5-3.5 亿元，同比下降 52-66%。
- 对应 24 年 Q4 预计实现归母净利润-1.93 亿元~-1.43 亿元，23 年 Q4 归母净利润为-1.36 亿元；实现扣非归母净利润-0.93~+0.07 亿元，23 年 Q4 扣非归母净利润为 0.53



亿元。

健之佳

- 预计 24 年实现归母净利润 1.29-1.43 亿元，同比下降 66%-69%；实现扣非归母净利润 1.23-1.36 亿元，同比下降 66-69%。
- 对应 24 年 Q4 预计实现归母净利润 0.29 亿元~0.42 亿元，同比下降 69%-79%；实现扣非归母净利润 0.26-0.39 亿元，同比下降 69-79%。

头部连锁药店业绩下滑，与几个因素有关：

- 行业竞争格局加剧：根据国家药监局数据，截至 2023 年底国内药品零售连锁、单体药店数为 66.70 万家，较 2022 年末的 62.33 万家增长 4.37 万家，增长 7%。医药零售市场规模增速较低，与高专业服务能力药店不足但低产出药店数量过剩且持续高增长的矛盾凸显，行业内卷日趋严重。
- 行业环境景气度下滑的情况下，大量新开门店处于盈利爬坡期，对利润产生负面影响。且部分连锁预期将计提商誉减值，如国药一致拟计提的商誉及无形资产（品牌使用权和销售网络）减值准备金额约 8.76 亿元至 10.7 亿元，健之佳初步预计商誉减值准备约 1100 余万元。
- 医保个账减少、门诊统筹医保政策推进不及预期等政策及外部市场因素，导致医保占比较高的部分地区门店经营受到影响。如健之佳医保结算收入金额呈持续下降态势，其医保收入占主营业务收入比例由 2022 年的 52%下降至 2023 年的 47%，再进一步下降至 2024 年 1-9 月的 44%。
- 流感等发病率变化，四类药等相关产品销售下滑。

考虑到门诊统筹政策进展、23 年四季度高基数等因素影响，连锁药店业绩短期承压符合预期。进入 25 年，连锁药店的经营可能发生以下变化：

- 从拼扩张转向提存量：如一心堂在业绩预告中提出，25 年以存量门店经营质量提升为主。截止 2024 年 12 月 31 日，一心堂拥有直营连锁门店 11498 家，低于 2024 年三季度末的 11516 家。健之佳在业绩预告中亦提出，将放缓门店扩张步伐，重点强化存量门店业绩的提升，提升经营效率。
- 强化门店品类经营能力：如提升受医保政策影响较小的药品销售或非药销售；提升自有品牌及统采销售占比。
- 提升服务能力，增强客户粘性。
- 降本控费，确保现金流健康。

根据中康数据，24 年 Q3 药店关店 9545 家，关店速度进一步加快。考虑到头部连锁仍需放缓扩张节奏，甚至计提商誉减值，中小连锁可能面临更严峻的生存环境，行业有望进一步出清，25 年行业竞争格局有望优化，注重经营质量、现金流充沛的头部公司有望进一步提升市占率。同时，在飞检等政策执行下，行业环境有望更清爽规范，有利于门诊统筹政策的进一步落地。

投资建议

2024 年初以来，多项医药和医保政策出台落地，稳定预期的同时积极支持医药创新产业发展，医药总量增长的基础扎实，市场的政策预期企稳和反转是明确趋势。前期市场对医保的过度担忧情绪一旦缓解，医药估值修复空间巨大；

从业绩端来看，近期部分企业公布业绩预告，我们认为市场对 2024Q4 和 2025Q1 的业绩高基数情况和医药上市企业短期经营压力有充分认知，并在估值中充分体现；但考虑高基数出清、集采控费落地以及院内和消费医疗的复苏，医药板块业绩在 2025Q2 和 Q3 的恢复是非常确定的事件。因此，我们认为只要市场充分确定政策端预期开始反转，业绩端的压力已经被充分预计，医药板块有望提前开始反转进程，建议加大医药板块配置比例。

在细分行业上，继续建议重点配置两大主线：1) 创新药国内放量 and 授权出海带来的赛道性机会；2) 左侧板块（如器械、中药、消费医疗、连锁药房等）困境反转个股机会。

药品板块建议关注：上海医药、人福医药、恩华药业、科伦博泰、诺诚健华、药明合联。

器械板块建议关注：迈瑞医疗、安图生物、心脉医疗、三诺生物、可孚医疗。

中药及药店建议关注：华润三九 昆药集团 羚锐制药 济川药业 太极集团、益丰药房、老



百姓。

服务板块建议关注：爱尔眼科、通策医疗、爱美客、时代天使、固生堂。

生物制品：特宝生物、甘李药业、通化东宝、天坛生物。

医药上游：药明康德、聚光科技。

风险提示

汇兑风险：部分公司海外业务占比高，人民币汇率的大幅波动可能会对公司利润产生明显影响。其程度依赖于汇率本身的波动，同时也取决于公司套期保值相关工具的使用和实施。

国内外政策风险：若海外贸易摩擦导致产品出口出现障碍或海外原材料采购价格提升，将对部分公司业绩增长产生影响。

投融资周期波动风险：医药行业投融资水平对部分公司有较大影响，若全球医药投融资市场不够活跃，将影响部分公司的业绩表现。

并购整合不及预期的风险：部分公司进行并购扩大业务布局，如并购整合不能顺利完成，可能影响公司整体业绩表现。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究