

行业深度

医药生物

聚焦创新药产业链，静待消费医疗改善

2025年01月08日

评级 领先大市

评级变动： 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
医药生物	-10.81	-11.42	-15.12
沪深300	-4.63	-5.69	13.82

吴号 分析师

执业证书编号:S0530522050003
wuhao58@hncasing.com

相关报告

1 医药生物行业 2024 年 11 月月报：业绩增长承压，重点关注创新药产业链、消费医疗 2024-11-05

重点股票	2023A		2024E		2025E		评级
	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	
特宝生物	1.37	55.08	1.86	40.40	2.47	30.40	买入
华东医药	1.62	19.34	1.92	16.26	2.21	14.51	买入
药明康德	3.33	15.61	3.28	15.81	3.65	14.21	买入
凯莱英	6.17	11.47	2.63	26.94	3.42	20.67	买入
金域医学	1.39	18.71	0.44	58.88	1.56	16.61	买入
百洋医药	1.25	19.01	1.62	14.67	2.04	11.66	买入

资料来源：Wind，财信证券

投资要点：

- **行业回顾：**2024 年，医药生物（申万）板块涨幅为-4.05%，在申万 31 个一级行业中排名第 31 位，明显跑输沪深 300 指数。截至 2024 年 12 月 27 日，医药生物板块 PE (TTM, 整体法) 均值为 26.95 倍，在申万 31 个一级行业中排名第 6 位，位于自 2012 年以来后 19.80%分位数。
- **创新药产业链：**有望成为“医药投资主线”，重点关注研发能力强、具备出海预期的创新药企。考虑到：(1) 美国通胀压力减弱，美联储开始降息，以 DCF 估值为基础的创新药资产有望迎来估值修复；(2) 创新药是新质生产力，中央与地方政府不断出台政策，全链条支持创新药发展；(3) 国产创新药迎来收获期，创新药 NDA 数量不断增多，产品进入商业化阶段的“真创新”药企业绩增长强劲；(4) 国产创新药的创新质量获国际认可，对外授权项目数量及金额、海外获批上市数量明显增多；(5) 受益于海外需求持续回暖，CXO 企业新签订单良好，经营业绩有望改善；我们认为“创新药产业链”有望成为医药生物板块的投资主线。
- **消费医疗板块：**经济刺激政策持续发力下，经营业绩有望改善。**零售药店板块**，药品比价、医保检查等政策影响相对可控，头部药店医药零售业务保持稳健增长，毛利率水平相对稳定。监管政策趋严，将推动零售药店行业集中度进一步提升。**医学检测方面**，受益于中央政府对解决拖欠企业账款问题的高度重视、医疗机构资金压力缓解等，医学检测企业的应收账款回款有望改善。在经济刺激政策持续发力、应收账款回款有望改善、行业政策预期趋于稳定等综合影响下，第三方医学检测公司的经营业绩有望改善。**医院板块**，我国优质医疗资源供给仍不足，口腔、眼科等领域的治疗率相比于发达国家仍有较大提升空间。当前，医院诊疗人次保持稳健增长，次均住院费用初步显现企稳迹象，伴随着经济刺激政策不断落地，医院板块经营业绩有望改善。
- **风险提示：**耗材、药品集采价格降幅超预期风险；创新药研发失败风险；行业政策风险；行业竞争加剧风险；中美贸易摩擦风险等。

内容目录

1 行业回顾	4
1.1 市场表现：明显跑输沪深 300 指数，原料药、化学制剂板块表现较好	4
1.2 行业估值：相对沪深 300 的溢价率位于近 10 年低位水平	5
1.3 经营回顾：整体业绩增长承压，出口好于内需	6
2 创新药产业链	8
2.1 创新药：政策支持力度大，研发成果开始兑现	8
2.1.1 仿制药集采压力不减，创新药获全链条政策支持	8
2.1.2 国家医保支付向创新药倾斜，商业医保赋能医药创新可期	10
2.1.3 国产创新药迎来收获期，“真创新”药企业绩增长强劲	11
2.1.4 创新质量获国际认可，国际化成效初显	13
2.2 CXO：海外客户收入增长稳健，新签订单增长良好	17
3 消费医疗	19
3.1 零售药店：政策预期逐渐稳定，集中度提升有望加速	19
3.2 医学检测：应收账款回款有望改善，2025 年业绩改善可期	21
3.3 医院：诊疗人次保持稳健增长，政策刺激下业绩有望改善	23
4 投资策略	26
5 风险提示	27

图表目录

图 1：2024 年 1-12 月申万一级子行业涨跌幅（%，流通市值加权平均）	4
图 2：2024 年 1-12 月申万医药生物子行业涨跌幅（%，流通市值加权平均）	4
图 3：医药生物 PE 情况（截至 2024 年 12 月 27 日）	5
图 4：医药生物板块的历史估值及相对沪深 300 的溢价率	5
图 5：规模以上医药制造业企业营业收入及同比增速	6
图 6：规模以上医药制造业企业利润总额及同比增速	6
图 7：中西药品类社会零售额及同比增速	6
图 8：中国医药制造业出口交货值及同比增速	6
图 9：中国国家药监局批准的新药数量（个）	12
图 10：艾力斯的营收及利润情况	12
图 11：特宝生物的营收及利润情况	12
图 12：迪哲医药营业收入（亿元）	12
图 13：中国在研新药管线数全球占比 36%	13
图 14：中国新药批准上市数量位居全球第二	13
图 15：中国 FIC 新药管线位居全球第二	14
图 16：中美新药管线的赛道排名分布	14
图 17：中国创新药对外授权及引进情况	14
图 18：2024 年下半年国产双抗相关交易情况	15
图 19：中国新药海外授权交易首付款累计值	17
图 20：百济神州-泽布替尼的全球收入（亿元）	17
图 21：传奇生物-CARVYKTI 的全球收入（亿美元）	17
图 22：和黄医药-呋喹替尼的全球销售收入（亿美元）	17
图 23：2023 年 1 月—2024 年 11 月全球医疗健康领域月度融资总额（亿美元）	18

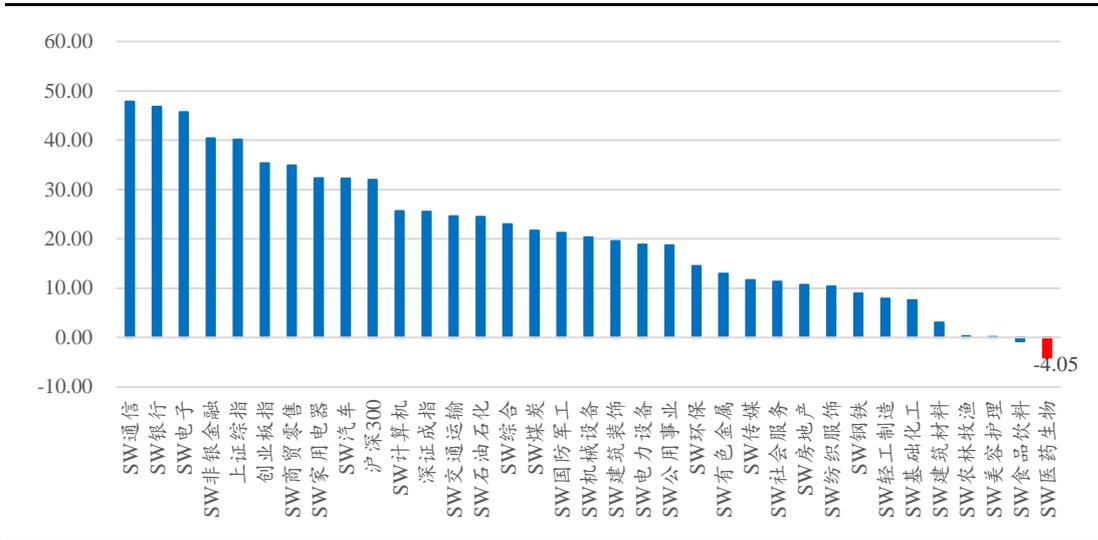
图 24: 2024 年 1 月—2024 年 11 月国内及国外医疗健康领域月度融资总额 (亿美元)	18
图 25: 中国实体药店的销售额及同比增速	20
图 26: 中国实体药店当月销售额及同比增速	20
图 27: 头部药店医药零售业务季度收入情况 (亿元)	20
图 28: 头部药店的医药零售业务毛利率情况	20
图 29: 头部药店期内新增直营门店数 (家)	21
图 30: 头部药店期内迁址及关闭门店数 (家)	21
图 31: 头部药店的线上渠道销售总额 (亿元)	21
图 32: 京东健康医药和健康产品销售额及同比增速	21
图 33: 金域医学及迪安诊断的应收账款余额 (亿元)	22
图 34: 金域医学及迪安诊断的信用减值损失 (亿元)	22
图 35: 迪安诊断营收规模及同比增速	23
图 36: 金域医学营收规模及同比增速	23
图 37: 迪安诊断毛利率	23
图 38: 金域医学毛利率	23
图 39: 2023 年 3 月—2024 年 11 月重庆市医疗卫生机构总诊疗人次数 (万人次)	24
图 40: 2023 年 1 月—2024 年 10 月广西壮族自治区总诊疗人次数 (万人次)	24
图 41: 2023 年 3 月—2024 年 11 月重庆市医疗卫生机构次均门诊费用 (元)	25
图 42: 2023 年 3 月—2024 年 11 月重庆市医疗卫生机构次均住院费用 (元)	25
图 43: 2023 年 1 月—2024 年 10 月广西壮族自治区门诊病人均医药费用 (元)	25
图 44: 2023 年 1 月—2024 年 10 月广西壮族自治区出院病人人均医药费用 (元)	25
表 1: 医药生物板块 2024 年三季报简析	7
表 2: 2024 年创新药支持政策梳理	9
表 3: 获得美国 FDA 批准上市的创新药及生物类似药	16
表 4: 部分 CXO 公司的国内外客户收入与订单增长情况	18
表 5: 天津市医疗卫生机构门急诊人次及出院人数变化情况	24

1 行业回顾

1.1 市场表现：明显跑输沪深 300 指数，原料药、化学制剂板块表现较好

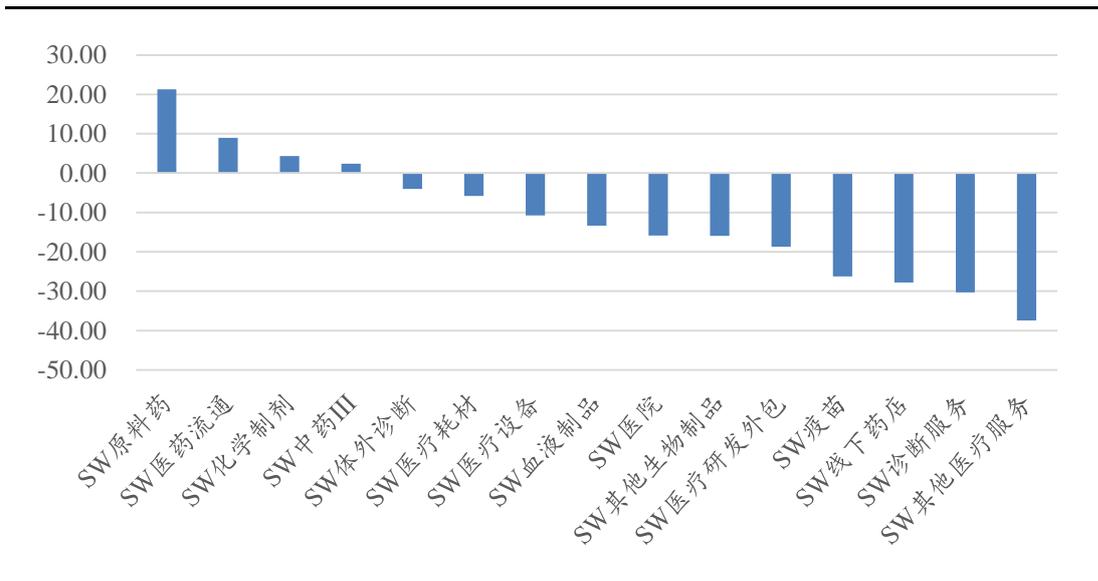
2024 年 1-12 月（统计期间为 1 月 1 日至 12 月 27 日），医药生物（申万）板块涨幅（流通市值加权平均）为-4.05%，在申万 31 个一级行业（2021 年行业分类）排名 31 位，明显跑输沪深 300 指数。分子行业来看，原料药、医药流通、化学制剂板块涨幅靠前，分别上涨 21.29%、8.95%、4.37%，线下药店、诊断服务、其他医疗服务涨幅靠后，分别上涨-27.76%、-30.27%、-37.47%。

图 1：2024 年 1-12 月申万一级子行业涨跌幅（%，流通市值加权平均）



资料来源：Wind，财信证券

图 2：2024 年 1-12 月申万医药生物子行业涨跌幅（%，流通市值加权平均）

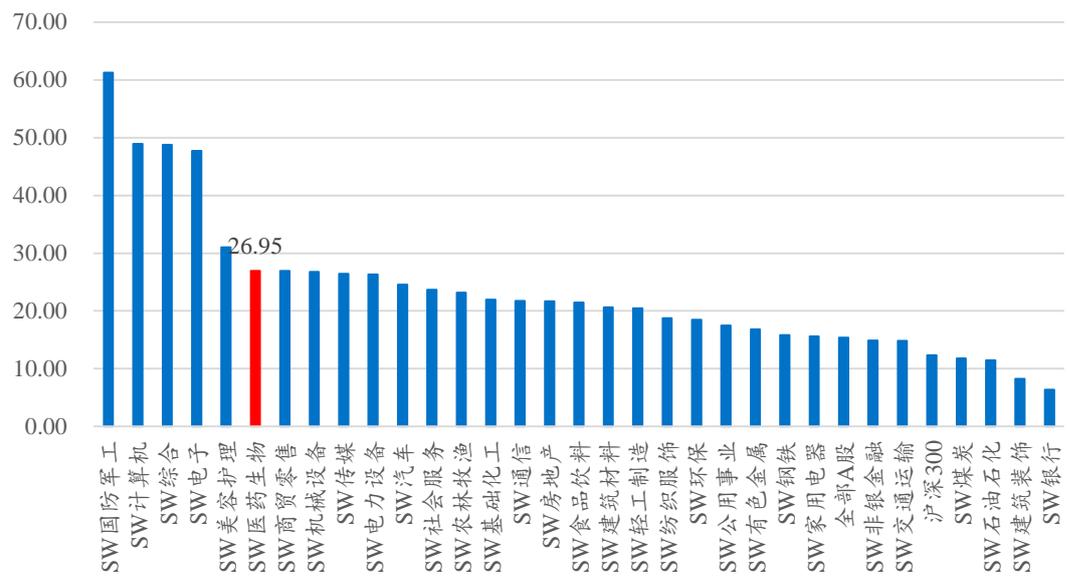


资料来源：Wind，财信证券

1.2 行业估值：相对沪深 300 的溢价率位于近 10 年低位水平

横向比较：截至 2024 年 12 月 27 日，医药生物板块 PE (TTM, 整体法) 均值为 26.95 倍，在申万 31 个一级行业中排名第 6 位，相对沪深 300 的溢价率为 117.95%，相对全部 A 股 (非银行) 的溢价率为 32.00%。**纵向比较：**按日取值，医药生物板块 PE 位于自 2012 年以以来后 19.80%分位数，处于历史低位水平；医药生物板块 PE 相对沪深 300、全部 A 股 (非银行) 的溢价率分别位于自 2012 年以以来后 5.30%、6.90%的分位数。

图 3：医药生物 PE 情况 (截至 2024 年 12 月 27 日)



资料来源：Wind，财信证券

图 4：医药生物板块的历史估值及相对沪深 300 的溢价率

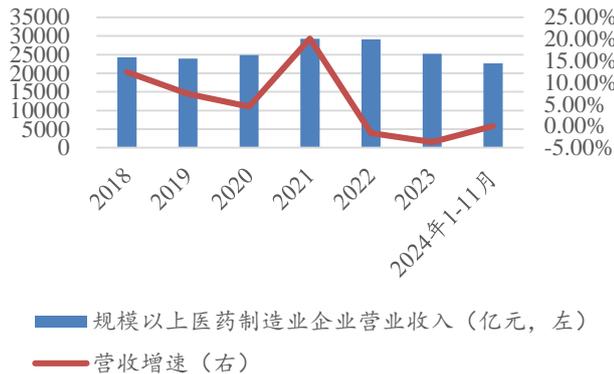


资料来源：Wind，财信证券

1.3 经营回顾：整体业绩增长承压，出口好于内需

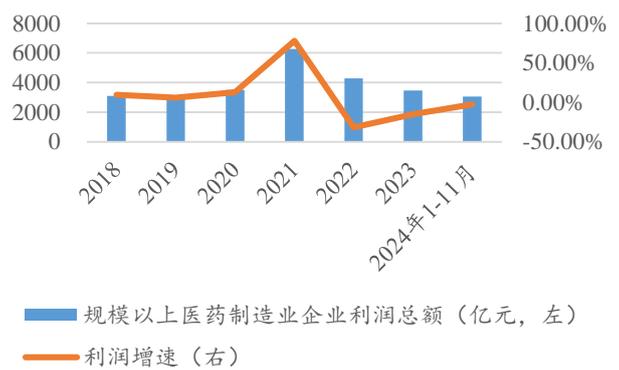
2024年1-11月，全国规模以上医药制造业企业营业收入为22633.70亿元，同比持平，利润总额为3050.70亿元，同比下降2.70%；受行业政策、医药消费需求不足、行业竞争加剧等影响，全国中西药品类社会零售额为6467.00亿元，同比增长3.60%，增速同比放缓；中国医药制造业出口交货值为1917.70亿元，同比增长6.60%。

图 5：规模以上医药制造业企业营业收入及同比增速



资料来源：国家统计局，财信证券

图 6：规模以上医药制造业企业利润总额及同比增速



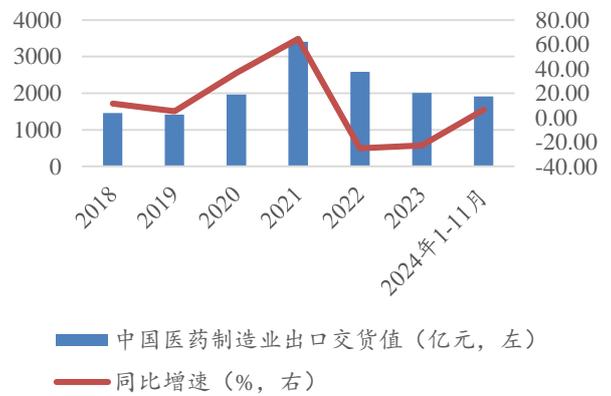
资料来源：国家统计局，财信证券

图 7：中西药品类社会零售额及同比增速



资料来源：国家统计局，财信证券

图 8：中国医药制造业出口交货值及同比增速



资料来源：国家统计局，财信证券

医药生物行业 2024 年三季报简析：整体业绩增长承压，创新药械、CXO 存在亮点

多重因素扰动，整体业绩增长承压。根据 463 家（剔除 ST 公司、B 股）沪深交易所上市的医药生物公司数据，2024Q1-Q3，医药生物板块实现营业收入 18310.14 亿元，同比-1.08%；实现归母净利润 1460.24 亿元，同比-4.68%。2024Q3，医药生物板块实现营业收入 5936.46 亿元，同比-0.51%；实现归母净利润 405.35 亿元，同比-15.37%。医药生物板块 2024Q3 整体业绩表现不佳主要因为药械集采、医疗反腐、医保监管趋严、行业竞争加剧以及国内医疗消费需求较弱等。

医疗耗材、原料药、体外诊断板块业绩表现相对较好，创新药械、CXO 板块业绩存

在亮点。分子板块看，2024Q3，医疗耗材、原料药、体外诊断板块的营业收入、净利润增速居前，且均实现正增长，营收增速分别为 10.62%、6.90%、4.28%，归母净利润增速分别为 13.57%、23.14%、10.74%。其中，医疗耗材板块业绩增长主要受益于新产品放量、海外需求较好等；原料药板块业绩增长主要受益于原料药价格上涨、成本控制加强、产品结构优化、新业务模式拓展等；体外诊断板块业绩增长主要受益于前期基数低以及九安医疗的投资收益和公允价值变动损益增多等。其余板块的营业收入或净利润存在不同程度的下降，未能同时实现正增长。虽然医药生物板块营收、净利润增长短期承压，但依然有多家公司 2024Q3 业绩增长亮眼，例如新产品处于快速放量的创新药械公司（特宝生物、艾力斯等）；受益于海外业务需求良好的部分 CXO 公司（如药明康德、凯莱英、博腾股份等）常规业务（剔除新冠）、新签订单呈现较快增长。

血液制品、体外诊断、原料药板块盈利水平有所提高。从盈利水平来看，2024Q3，医药生物板块的毛利率为 31.48%，同比-1.58pcts；期间费用率为 23.24%，同比-0.53pcts；净利率为 7.23%，同比-1.26pcts。其中，血液制品、体外诊断、原料药板块的盈利水平整体呈改善趋势；受药品集采、医疗反腐、研发费用管控加强等影响，化学制剂板块的期间费用率改善明显，同比下降 4.67pcts。

总的来说，受行业政策、竞争加剧及需求减弱等影响，医药生物板块 2024Q3 经营业绩整体表现不佳。展望 2024Q4，由于医药合规检查、医保控费仍将持续，预计医药生物板块整体业绩难以出现大幅改善，但伴随着创新药械支持政策、国内经济刺激政策相继出台执行，行业竞争趋于稳定，部分细分板块有望出现积极变化，如创新药产业链、消费医疗等。

表 1：医药生物板块 2024 年三季报简析

细分行业	营收规模（亿元）		营收同比		归母净利润（亿元）		归母净利润同比		净利率同比		毛利率同比		期间费用率同比	
	2024Q1-Q3	2024Q3	2024Q1-Q3	2024Q3	2024Q1-Q3	2024Q3	2024Q1-Q3	2024Q3	2024Q1-Q3	2024Q3	2024Q1-Q3	2024Q3	2024Q1-Q3	2024Q3
医药生物合计	18310.14	5936.46	-1.08%	-0.51%	1460.24	405.35	-4.68%	-15.37%	-0.32%	-1.26%	-1.15%	-1.58%	-1.01%	-0.53%
医药流通	6827.74	2261.55	0.83%	4.69%	120.98	34.58	-4.57%	-3.23%	-0.16%	-0.14%	-0.45%	-0.16%	-0.26%	-0.02%
化学制剂	3168.24	1002.90	-0.26%	-1.80%	337.63	78.68	66.98%	-2.63%	4.45%	0.09%	-0.30%	-1.26%	-6.39%	-4.67%
中药III	2647.21	803.74	-3.09%	-2.76%	298.01	76.97	-8.87%	-10.16%	-0.79%	-0.96%	-2.56%	-3.52%	-1.73%	-1.47%
体外诊断	322.89	105.71	-3.48%	4.28%	61.29	19.76	-11.35%	10.74%	-2.11%	1.59%	1.91%	0.49%	3.15%	-0.12%
原料药	715.10	229.67	3.62%	6.90%	66.66	21.53	-0.63%	23.14%	-0.59%	1.06%	-1.20%	-0.15%	-0.51%	-0.69%
线下药店	852.23	275.06	7.18%	5.39%	32.34	7.04	-22.29%	-37.12%	-1.53%	-1.83%	-0.51%	-0.02%	1.39%	2.09%
医疗设备	812.49	249.25	-2.03%	-3.80%	155.73	37.05	-14.67%	-30.63%	-2.76%	-5.58%	-0.76%	-3.02%	1.91%	2.31%
医疗研发外包	670.30	240.19	-7.47%	-0.41%	111.14	37.04	-33.80%	-28.16%	-6.70%	-6.37%	-3.55%	-2.92%	2.56%	3.70%
疫苗	460.05	138.91	-31.83%	-46.79%	56.35	15.09	-53.36%	-63.25%	-5.10%	-4.98%	-2.84%	6.13%	5.56%	13.98%
医疗耗材	640.57	216.07	8.17%	10.62%	87.50	25.97	12.67%	13.57%	0.29%	0.15%	0.30%	-0.44%	-0.38%	-0.46%
其他生物制品	389.74	138.68	4.51%	0.46%	45.52	19.84	-12.60%	-11.55%	-2.18%	-2.53%	0.40%	2.11%	2.27%	7.08%
诊断服务	198.46	64.35	-9.30%	-11.37%	0.70	-1.34	-93.25%	-138.49%	-4.75%	-7.39%	-3.41%	-3.35%	-0.22%	-0.22%
医院	438.78	155.90	1.67%	-0.30%	44.59	19.51	-9.41%	-12.64%	-1.63%	-2.09%	-1.37%	-1.61%	0.98%	0.66%
血液制品	150.23	48.88	-0.27%	-6.69%	40.51	13.04	11.59%	4.42%	3.33%	2.82%	2.53%	1.00%	-1.23%	-1.12%
其他医疗服务	16.12	5.59	5.07%	4.71%	1.26	0.57	0.23%	-5.34%	-0.71%	-0.93%	-0.56%	-0.96%	-2.34%	-2.79%

资料来源：Wind，财信证券

2 创新药产业链

2.1 创新药：政策支持力度大，研发成果开始兑现

2.1.1 仿制药集采压力不减，创新药获全链条政策支持

第十批仿制药国采规则趋严，多个产品价格降幅较大。2024年11月22日，国家组织药品集中采购办公室发布《全国药品集中采购文件（GY-YD2024-2）》（简称“第十批国采”），拟对62种药品开展集采。相比于第九批国采，第十批国采规则主要有以下变化：

（1）明确了涉及企业视为同一申报企业、实际申报企业数计为1家的6种情形，对申报企业资格提出更高要求；（2）最多入围企业数要求变严，中选难度有所增加。例如，在第九批国采中，若申报企业数（N）为6-11家，最多入围企业数为N-2家。而在第十批集采中，若申报企业数（N）为6-9家，最多入围企业数为N-3家；若申报企业数（N）为10、11家，最多入围企业数为N-4家；若存在3家及以上委托生产的情况，则最多入围企业数在前述基础上减少1家。（3）取消了“单位申报价降幅 $\geq 50\%$ 可获得中选资格”的规则，增加了复活机制（规则二）：按规则一未获得拟中选资格的有效申报入围企业，若接受按规则一确定的同品种最高拟中选价格，则可获得拟中选资格。比较来看，第十批国采规则有所趋严。2024年12月12日，国家组织药品集中采购办公室发布《全国药品集中采购拟中选结果》（以下简称《结果》）。《结果》显示，234家企业的385个产品获得拟中选资格（共有778个产品进行申报），共有393个产品流标，产品流标率超50.00%，本轮国采竞争较为激烈。从价格降幅来看，据Insight数据库不完全统计，本轮国采至少有134个药品现场报价降幅超过90%。

创新药是新质生产力，获全链条政策支持。《2024年政府工作报告》在“大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力”一节中提出“积极培育新兴产业和未来产业……，要加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展，积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎”，创新药首次写入政府工作报告。2024年7月5日，国务院常务会议审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》。会议指出，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。在中央政府的指导下，广州、北京、上海、珠海等地相继出台支持医药创新发展的政策，支持政策涵盖研发、审评、应用、支付、融资、贸易等方面，且从医保支付、资金资助方面提供实质性支持。总的来看，本轮医药创新支持政策覆盖面广、针对性强、力度大，差异化创新、国际化创新、临床价值高的创新是政策重点鼓励方向。

表 2：2024 年创新药支持政策梳理

文件名称	发布时间	发布单位	主要内容
《2024 年政府工作报告》	2024.03.05	国务院	积极培育新兴产业和未来产业……，要加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展，积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎。
《全链条支持创新药发展实施方案》	2024.07.05	国务院	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。
《关于进一步推广三明医改经验 持续推动医保工作创新发展的通知》	2024.05.24	国家医疗保障局	集中采购腾出的费用空间首先向人民群众释放改革红利，同时为促进体现新质生产力的新药、新诊疗项目进入临床应用腾出空间。
广州开发区（黄埔区）促进生物医药产业高质量发展办法》	2024.04.07	广州开发区管委会、广州市黄埔区人民政府	从支持全球顶尖项目、加速科技创新突破、提升临床试验能力、支持药械成果转化、支持拓展海外市场、推动 CRO 集聚发展、加速创新产品应用等方面提出 18 条措施，其中重点措施包括：（1）对具有全球影响力的大师、战略科学家领衔的具备颠覆性技术创新突破、应用前景明确广阔的若干生物医药顶尖项目，给予人才奖励、研发和产业化奖励、投资入股、贴息贷款等全链条支持，最高支持额度 50 亿元，支持期限最长 5 年；（2）支持国家实验室、国家重大科技基础设施、国际大科学计划的前沿高端创新成果转化和产业化项目落地建设，市、区按 1:1 比例对项目最高按总投资额 30% 予以支持，单个项目支持金额不超过 1 亿元；（3）对创新药、改良型新药和生物类似药，在国内临床试验研发费用投入 1000 万元以上的，根据其临床研发进度，分阶段最高按实际投入临床研发费用的 40% 给予资助：完成 I、II、III 期临床试验的，经认定，分别给予最高 1000 万元、2000 万元、3000 万元扶持，单个企业每年最高资助 1 亿元。
《北京市支持创新医药高质量发展若干措施（2024）》	2024.04.17	北京市医疗保障局等 9 部门	支持措施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、投融资等方面，其中重点措施包括：（1）临床试验启动整体用时压缩至 28 周以内；（2）药品补充申请审评时限从 200 日压缩至 60 日，药品临床试验审批时限从 60 日压缩至 30 日；（3）国谈药目录公布后一个月内召开药事会，全年药事会召开不少于 4 次；（4）对符合条件的新药新技术费用，不计入 DRG 病组支付标准，单独支付；（5）国谈药和创新医疗器械涉及的诊疗项目，不受医疗机构总额预算指标限制；（6）强化创新医药企业投融资支持等。
《广州医保支持创新医药发展若干措施》	2024.05.20	广州市医疗保障局	支持措施包括加快创新医药进院使用、促进创新医药临床应用、拓展创新医药支付渠道、加强创新医药服务支持四个方面，其中重点举措包括：（1）建立广州药品和医用耗材采购交易平台（GPO 平台）创新药械绿色挂网采购专区，完善创新药械快速挂网机制，优化创新药械采购挂网流程，简化企业申报资料；（2）不对定点医疗机构下达医保总额预算指标。对定点医疗机构发生的国谈药品等创新药费用，实行

单列结算或纳入按病种分值付费（DIP）予以分值加成；（3）优化 DIP 特例单议机制，动态评估调整特殊病例认定标准和数量限制，支持运用创新药械、创新医疗技术的病例申请特殊病例支付；（4）医保年度考核、分级管理等级评定及其他医保考核评价中，涉及次均费用增长、人均门诊费用增长、次均住院费用增长、自费率等的相关指标，剔除国谈药品等创新药械相关费用等。

《关于支持生物医药产业全链条创新发展的若干意见》	2024.07.18	上海市人民政府办公厅	从大力提升创新策源能力、推动临床资源更好赋能产业发展、推动审评审批进一步提速、加快创新产品应用推广、加强为企业服务和产业化落地支持、强化投融资支持、释放数据要素资源价值、推动产业国际化发展方面提出 37 条措施，其中重点举措包括：对于由上海市注册申请人开展国内 I 期、II 期、III 期临床试验并实现产出的 1 类新药，按照规定对不同阶段择优给予不超过研发投入的 40%，最高分别 1000 万元、2000 万元、3000 万元支持；对其中仅需完成早期临床试验确证性临床试验的细胞与基因治疗 1 类新药，按照规定择优给予最高分别 1500 万元、3000 万元支持。每个单位每年累计支持金额最高 1 亿元等。
《关于印发促进生物医药与健康产业高质量发展若干措施的通知》	2024.08.09	珠海市人民政府	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，其中重点措施包括：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 期临床试验阶段的，分别给予最高 300 万元、500 万元和 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。

资料来源：中国政府网，国家医保局，广州市人民政府网，北京市人民政府网，广州市医保局，上海市人民政府办公厅，珠海市人民政府办公室，财信证券

2.1.2 国家医保支付向创新药倾斜，商业医保赋能医药创新可期

国家医保支付向创新药倾斜。（1）DRG2.0 版分组方案设置特例单议机制和除外机制，有助于加快创新药械的临床应用。2024 年 7 月，国家医保局发布《关于印发按病组和病种分值付费 2.0 版分组方案并深入推进相关工作的通知》。DRG2.0 版分组方案提出，用好特例单议机制，对因住院时间长、医疗费用高、新药耗新技术使用、复杂危重症或多学科联合诊疗等不适合按 DRG/DIP 标准支付的病例，医疗机构可自主申报特例单议，特例单议数量原则上为 DRG 出院总病例的 5%或 DIP 出院总病例的 5%以内。探索除外机制，对符合条件的新药耗新技术在应用初期按项目付费或以权重（点数）加成等方式予以支持，后期积累足够数据后再纳入 DRG/DIP 付费。特例单议机制和除外机制将有助于加快创新药械的临床应用以及 DRG 支付改革的推进。**（2）2024 年医保目录调整范围以创新药为主，创新药谈判成功率超 90%。**2024 年 11 月 28 日，国家医保局、人力资源社会保障部联合印发《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2024 年）》，国家医

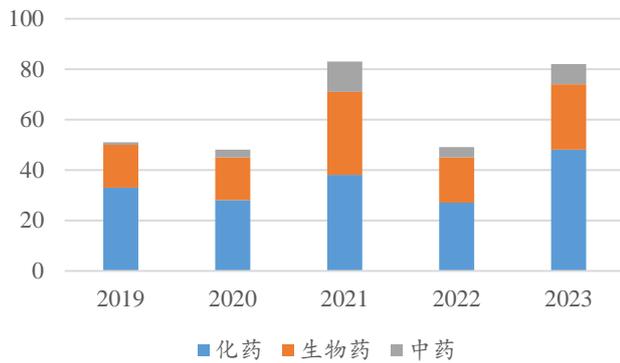
保局召开新闻发布会介绍 2024 年国家医保药品目录调整工作有关情况。2024 年医保药品目录调整共新增 91 种药品，调出 43 种临床已替代或长期未生产供应的药品。在 2024 年医保谈判或竞价环节，共有 117 种目录外药品参加，其中 89 种谈判或竞价成功，成功率 76%，平均降价 63%，总体与 2023 年基本相当。2024 年医保药品目录调整范围以新药为主，新增的 91 种药品中有 90 种为 5 年内新上市品种。国家医保局将包括 1 类化药、1 类治疗用生物制品、1 类和 3 类中成药在内的“全球新”的创新药作为重点支持对象。新增 91 种药品中 38 种是“全球新”的创新药，无论是比例还是绝对数量都创历年新高。在谈判阶段，创新药的谈判成功率超过了 90%，较总体成功率高 16 个百分点。

国家医保局积极推动商业医保发展，更好赋能创新药械。2024 年 10 月 31 日，国家医保局在山东烟台召开支持商业健康保险参与多层次医疗保障体系建设工作座谈会。国家医保局党组成员、副局长李滔指出，商业健康保险是多层次医疗保障体系的重要组成部分，要与社会保险统筹谋划、一体推进、协同发展。要以惠民保为抓手，强化医保数智赋能、创新支付等措施，推动商业健康保险与基本医保错位发展，更好支持医药创新、更加充分保障人民群众多元保障需求。2024 年 11 月 7 日，国家医保局召开医保平台数据赋能商业健康保险发展座谈会。国家医保局党组成员、副局长黄华波指出，要有效发挥医保系统平台全国统一、广泛覆盖、标准规范和医保大数据规模大、结构好、更新快等优势，积极赋能商保加快发展，不断完善“1+3+N”多层次医疗保障体系建设。2024 年 11 月 19 日，国家医疗保障局大数据中心付超奇在《中国医疗保险》上发表文章《推动“医保+商保”一站式结算的思考》。文章分析制约我国商业健康保险发展的问题，提出“医保+商保”一站式结算的建设构想，探讨发展路径，以期医疗、医保、医药和商业健康保险发展赋能。2024 年 11 月 27 日，国家医保局表示要大力赋能商业保险，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以及其他有关支持政策，预计在大幅降低商保公司核保成本，推动商保公司提升赔付水平的基础上，引导商保公司和基本医保差异化发展，更多支持包容创新药耗和器械，更多提供差异化服务，吸引更多客户投保，促进商保市场与基本医保形成积极正向的良性互动，从而激活更多潜在资金投入商保，促进更多新的高端医药技术和产品投入应用。2024 年 12 月 14 日，全国医疗保障工作会议提出，支持引导普惠型商业健康保险及时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。引导商业保险公司将健康险资金的一部分通过规范途径，加大对创新药械研发生产的投入。医保部门将探索在数据共享、个人账户使用、费用结算和打击欺诈骗保等方面，与投资真金白银支持创新药械的商保公司进行更高水平合作。根据《推动“医保+商保”一站式结算的思考》（国家医疗保障局大数据中心 付超奇）中的数据，2023 年，我国商业健康保险整体赔付仅为 3000 亿元，占卫生总费用 9 万亿元的比重仅为 3.3%。与我国医疗保障体系相近的法国，商业健康保险提供的保障占全部医疗支出的 12%。英国、澳大利亚、韩国该比重分别为 16%、26.8%、37%。比较来看，我国商业医保存在很大的发展空间。伴随着各项政策的持续支持，我国商业医保有望为创新药械发展贡献积极力量。

2.1.3 国产创新药迎来收获期，“真创新”药企业绩增长强劲

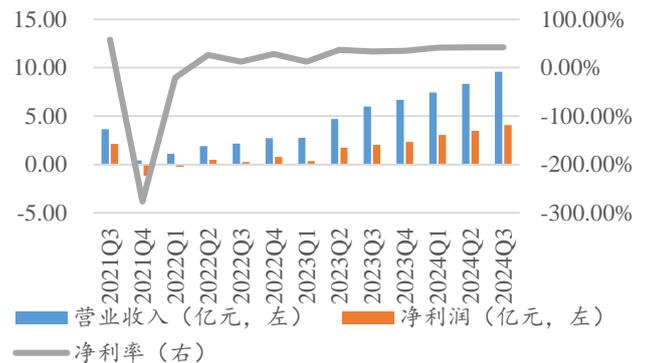
根据中国经济网消息，在 2024 中国医药工业发展大会（11 月 16 日举行）上发布的《医药工业“十四五”期间产业升级突出进展和产业技术未来发展重点领域》报告显示，“十四五”时期以来，共有 113 个国产创新药获批上市，是“十三五”期间获批新药数量的 2.8 倍，市场规模达 1000 亿元。会上，工业和信息化部部长金壮龙表示，2024 年，37 个创新药、51 个创新医疗器械获批上市。2021 年以来，在国家政策支持、资本助力以及企业加大研发投入等的共同影响下，中国新药获批上市的数量明显增多，国产创新药逐渐迎来收获期。对于创新药企而言，伴随着新药获批上市、纳入医保目录等，其经营业绩出现明显改善，且在医疗反腐、医保检查趋严等背景下，其经营业绩依然保持快速增长，彰显出较强的韧性。例如，2021Q1-2024Q3，受益于肺癌治疗药物——伏美替尼的获批上市、适应症拓宽以及纳入国家医保目录等，艾力斯的营业收入由 0.37 亿元增长至 9.57 亿元，净利润由 -0.44 亿元增长至 4.07 亿元，净利率由 -120.48% 提升至 42.51%。又如，2021Q1-2024Q3，受益于长效干扰素用于临床治愈乙肝的治疗理念逐渐深入等，特宝生物的营业收入由 2.15 亿元增长至 7.65 亿元，净利润由 0.34 亿元增长至 2.50 亿元，净利率由 15.89% 增长至 32.66%。再如，2023Q3-2024Q3，受益于靶向 EGFR Exon20ins NSCLC 的小分子酪氨酸激酶抑制剂——舒沃替尼的获批上市（国内上市时间为 2023 年 8 月）等，在该药物尚未纳入医保目录的情况下，迪哲医药的营收由 0.40 亿元增长至 1.35 亿元。

图 9：中国国家药监局批准的新药数量（个）



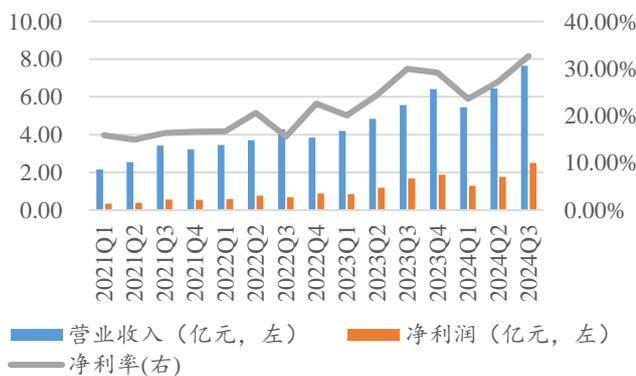
资料来源：医药魔方，财信证券

图 10：艾力斯的营收及利润情况



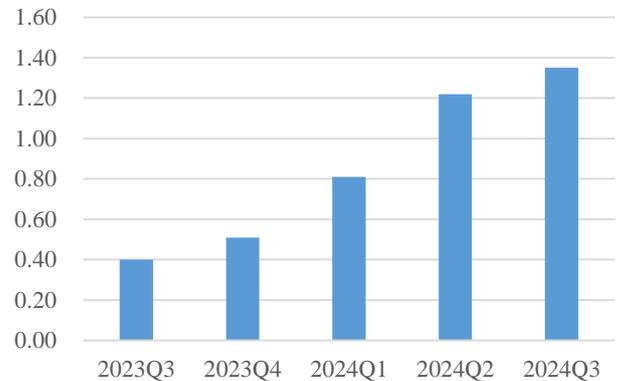
资料来源：Wind，财信证券

图 11：特宝生物的营收及利润情况



资料来源：Wind，财信证券

图 12：迪哲医药营业收入（亿元）

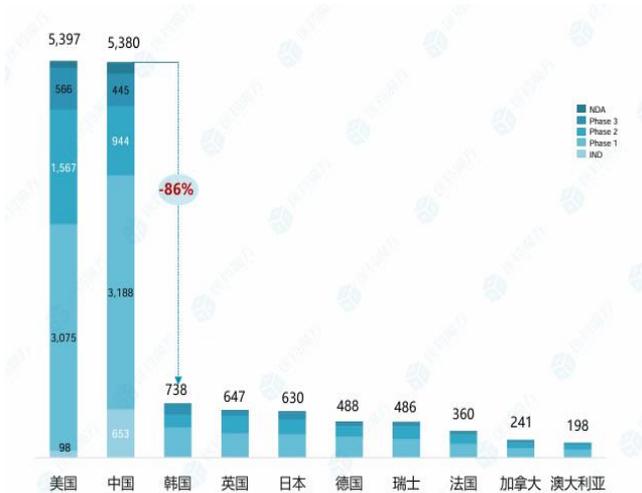


资料来源：Wind，财信证券

2.1.4 创新质量获国际认可，国际化成效初显

国产创新药国际地位领先，创新质量不断提高。根据医药魔方的数据，截至 2024 年 8 月，中国在研创新药管线数量达 5380 项，占全球在研新药管线的比重约为 36.00%，仅略低于美国（5397 项）；中国新药批准上市数量达 910 项，处于全球第二水平。中国创新药的在研管线数量、批准上市数量处于国际领先水平。与此同时，中国创新药的创新质量在不断提高，主要体现在：（1）截至 2024 年 8 月，中国 FIC 新药管线数量为 1762 项，仅次于美国。根据医药魔方对全球不同靶点、不同药理类型的 6800 多条赛道的梳理排名，中国研发进度处于全球 TOP3 的在研管线数量比重约为 43.00%，未显著低于美国水平（66.00%）。（2）中国对外授权的创新药管线数量、交易金额明显增多，处于历史高位水平，表明国内创新管线质量获得国际大药企认可。在 ADC、双抗等领域，中国创新药已处于国际领先水平，诞生多起金额巨大的对外授权以及频繁产生对外授权。以双抗为例，自 2024 年下半年以来，国内共产生了 16 笔对外授权项目。（3）中国诞生了多个原创的、具有突破性治疗效果的新药。比如，在泽布替尼对伊布替尼用于治疗复发/难治性（R/R）慢性淋巴细胞白血病（CLL）/小淋巴细胞淋巴瘤（SLL）的全球 3 期临床试验，泽布替尼取得了 PFS 优效性结果，并体现出安全性优势。又如，2024 年 9 月，康方生物 PD-1/VEGF 双特异性抗体新药依沃西单抗在头对头帕博利珠单抗单抗一线治疗 PD-L1 表达阳性（PD-L1 TPS \geq 1%）的局部晚期或转移性非小细胞肺癌（NSCLC）的注册性 III 期临床研究中取得显著阳性结果。

图 13：中国在研新药管线数全球占比 36%



资料来源：医药魔方

注：单位为项，数据截至 2024 年 8 月

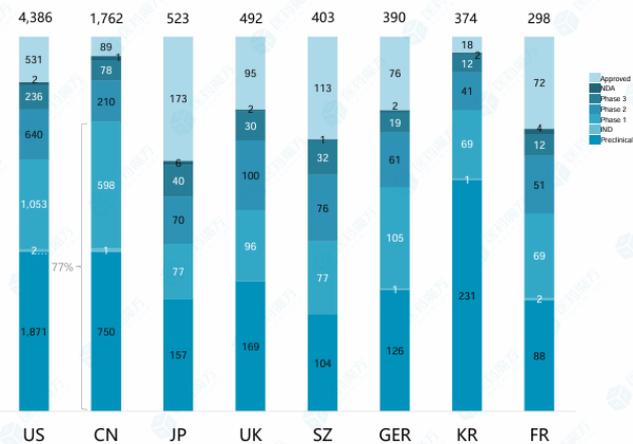
图 14：中国新药批准上市数量位居全球第二



资料来源：医药魔方

注：单位为项，数据截至 2024 年 8 月

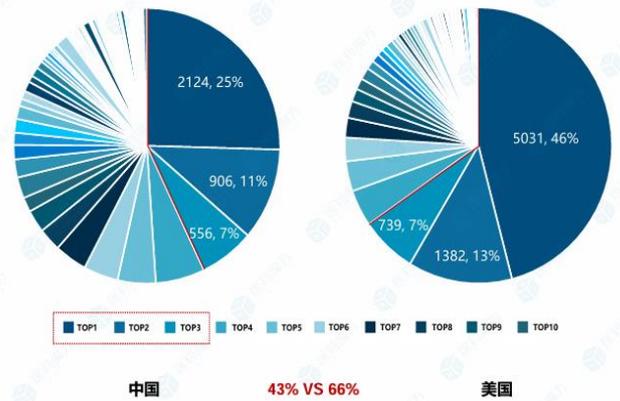
图 15: 中国 FIC 新药管线位居全球第二



资料来源: 医药魔方

注: 单位为项, 数据截至 2024 年 8 月

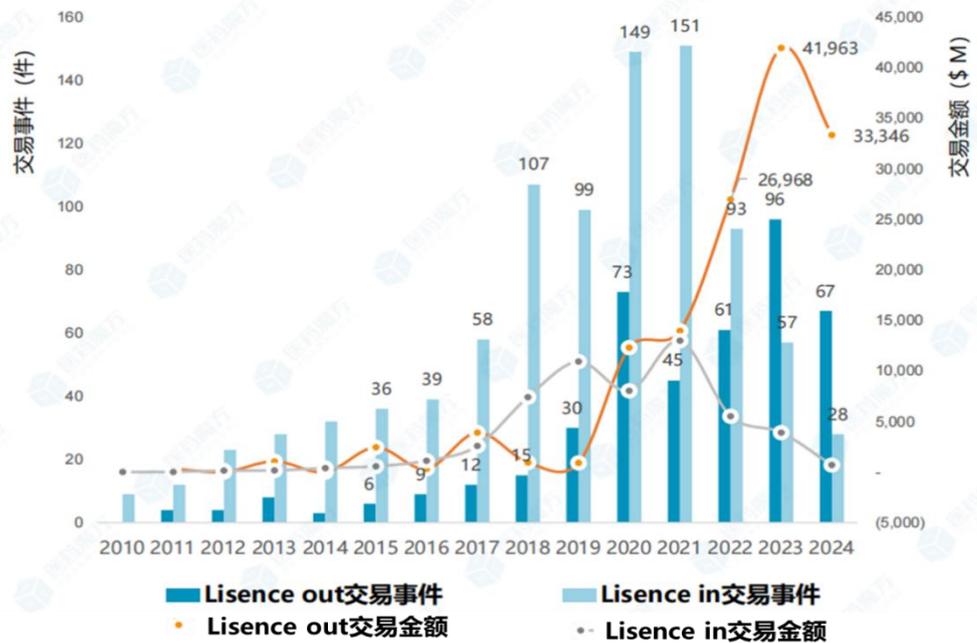
图 16: 中美新药管线的赛道排名分布



资料来源: 医药魔方

注: 赛道=靶点+药理类型, 排名依据研发进度, 数字为管线数量(项)、占比, 数据截至 2024 年 8 月

图 17: 中国创新药对外授权及引进情况



资料来源: 医药魔方, 财信证券

图 18：2024 下半年国产双抗相关交易情况

交易时间	药物	许可方	受让方	靶点/机制	临床阶段	疾病领域	总金额 (亿美元)
2024-11-18	BSI-502+ bosakitug	博奥信	Aclaris	TSLP x IL-4R TSLP	临床前 II 期临床	自免疾病 哮喘、特应性皮炎等	9.40
2024-11-18	VBC103	橙帆医药	Avenzo	TROP2 x Nectin-4	临床前	尿路上皮癌等	8.00
2024-11-17	CM336	康诺亚	Platina	CD3 x BCMA (TCE)	I/II 期临床	MM	6.26
2024-11-14	LM-299	礼新医药	默沙东	PD-1 x VEGF	I/II 期临床	实体瘤	32.88
2024-11-07	LBL-051	维立志博	Aditum	CD3 x BCMA x CD19 (TCE)	临床前	自免疾病	6.14
2024-10-29	CMG1A46	恩沐生物	GSK	CD3 x CD19 x CD20 (TCE)	I/II 期临床	NHL、ALL、自免疾病	8.50
2024-10-08	M701	友芝友生物	正大天晴	CD3 x EpCAM (TCE)	III 期临床	恶性腹水	1.40
2024-09-29	JSKN-003	康宁杰瑞	石药	HER2双表位 ADC	III 期临床	实体瘤	4.26
2024-09-04	EMB-06	岸迈生物	Vignette	CD3 x BCMA (TCE)	I/II 期临床	MM、自免疾病	6.35
2024-08-20	SKB571	科伦药业	默沙东	双抗 ADC	临床前	实体瘤	0.37
2024-08-09	CN201	同润生物	默沙东	CD3 x CD19 (TCE)	I/II 期临床	NHL、ALL、自免疾病	13.00
2024-08-02	GB261	嘉和生物	TRC 2004	CD3 x CD20 (TCE)	I/II 期临床	B-NHL、自免疾病	4.43
2024-08-01	IMM2510+ IMM27M	宜明昂科	Instil Bio	PD-L1 x VEGF CTLA-4	II 期临床 I 期临床	实体瘤	21.50
2024-07-31	BCG034	百奥赛图	IDEAYA	B7-H3 x PTK7 ADC	临床前	实体瘤	4.06
2024-07-09	CM512+ CM536	康诺亚	Belenos	TSLP x IL-13 未披露	I 期临床 临床前	特应性皮炎等 未披露	1.85
2024-06-03	依沃西单抗	康方生物	Summit	PD-1 x VEGF	上市	非小细胞肺癌等	0.70

资料来源：医药魔方

国际化成效初显，打开创新药企成长空间。我国创新药国际化布局逐渐迎来收获期，国际化开始反哺企业发展，主要体现在：(1) 我国新药海外授权交易首付款超过一级市场融资金额，成为新药企业重要的资金来源。根据医药魔方的统计数据，截至 2024 年 8 月，中国新药海外授权交易首付款累计达 96.50 亿美元，较同期一级市场累计融资金额 (71.30 亿美元) 高出 35.00%。(2) 获得美国 FDA 批准上市的国产创新药增多。继泽布替尼 (2019 年)、西达基奥仑赛 (2022 年) 之后，2023 年，我国合计有 3 款创新药获得美国 FDA 批准，分别为特瑞普利单抗 (君实生物)、呋喹替尼 (和黄医药)、艾贝格司亭 α 注射液 (亿帆医药)；2024 年，我国合计有 2 款创新药获得美国 FDA 批准，分别为替雷利珠单抗 (百济神州)、盐酸恩沙替尼 (贝达药业)。(3) 美国等海外市场已成为多款国产创新药增长最快、占比最高的销售市场。例如，自 2019 年在美国获批上市以来，百济神州泽布替尼在美国地区的销售收入由 2020 年的 1.26 亿元增长至 2024 年前三季度的 94.87 亿元，美国地区的销售收入占比由 2020 年的 44.06% 提升至 2024 年前三季度的 73.21%，美国地区收入增速及占比明显高于国内市场。其中，2024 年前三季度，泽布替尼在美国地区的销售收入同比增速约为 112.90%，增长依然强劲。又如，传奇生物的 CARVYKTI 于 2022 年 2 月底获得美国 FDA 批准上市，2022Q2-2024Q3，CARVYKTI 单季度的销售收入由 0.24 亿美元增长至 2.58 亿美元，其中美国地区 2024Q3 的销售收入占比高达 90.53%。再如，2021—2022 年，和黄医药呋喹替尼尚未获得美国 FDA 批准上市，其在国内市场的销售收入分别为 0.71、0.94 亿美元。在获得美国 FDA 批准、由武田负责国外销售推广的 2024 年上半年，和黄医药呋喹替尼在海外地区的销售收入已达 1.31 亿美元，高于同期国内市场的销售收入 (0.61 亿美元) 以及 2023 年全年国内市场的销售收入 (1.08 亿美元)。美国等海外市场对创新药的支付环境更友好，为国内创新药企的发展提供了较大的生存空间。以武田与和黄医药合作的呋喹替尼为例，一盒 (5mg*21 粒) 呋喹替尼在美国定价为 25200

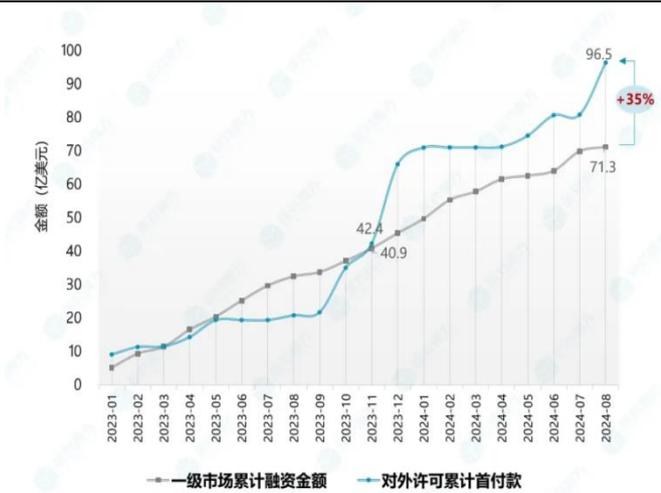
美元，而一盒（5mg*7粒）呋喹替尼在国内市场的价格在2500元左右，换算下来，呋喹替尼在美国的定价约为国内的24倍。

表3：获得美国FDA批准上市的创新药及生物类似药

药物名称	上市时间	公司名称	作用靶点	获批适应症	对外授权情况
泽布替尼	2019.11.15	百济神州	BTK	治疗既往接受过至少一项疗法的成年套细胞淋巴瘤（MCL）患者。	-
西达基奥仑赛	2022.02.28	传奇生物	靶向B细胞成熟抗原（BCMA）的嵌合抗原受体T细胞（CAR-T）疗法	用于治疗既往接受过四线或以上治疗的复发或难治性多发性骨髓瘤（R/R MM）患者。	2017年12月，与杨森公司签订全球独家许可和合作协议。
托珠单抗注射液（生物类似药）	2023.10.08	百奥泰	白介素-6受体（IL-6R）	中到重度类风湿性关节炎、多关节型幼年特发性关节炎、全身型幼年特发性关节炎。	2021年4月，公司将托珠单抗注射液在除中国地区以外的全球市场的独占的产品权益有偿许可给Biogen。
特瑞普利单抗	2023.10.29	君实生物	PD-1	特瑞普利单抗联合顺铂/吉西他滨作为转移性或复发性局部晚期鼻咽癌成人患者的一线治疗；特瑞普利单抗单药治疗既往含铂治疗过程中或治疗后疾病进展的复发性、不可切除或转移性鼻咽癌的成人患者。	2021年2月，Coherus获得特瑞普利单抗在美国和加拿大的独占许可。
呋喹替尼	2023.11.09	和黄医药	VEGFR-1、-2及-3抑制剂	用于治疗既往曾接受过氟尿嘧啶类、奥沙利铂和伊立替康为基础的化疗、抗血管内皮生长因子（"VEGF"）治疗，以及抗表皮生长因子受体（EGFR）治疗（若属RAS野生型及医学上适用）的成人转移性结直肠癌患者。	2023年1月，武田获得呋喹替尼在除中国内地、香港和澳门以外的全球范围内的独家许可。
艾贝格司亭α注射液	2023.11.17	亿帆医药	特异性G-CSF受体（G-CSFR）	用于治疗肿瘤患者在接受抗癌药物后出现的中性粒细胞减少症。	2022年11月，公司将艾贝格司亭α注射液在美国的独家经销权许可给ACROTECH公司。
贝伐珠单抗注射液（生物类似药）	2023.12.07	百奥泰	血管内皮生长因子（VEGF）抑制剂	转移性结直肠癌；非小细胞肺癌；成人复发性胶质母细胞瘤；转移性肾细胞癌；持续性、复发性或转移性宫颈癌；上皮性卵巢癌；输卵管癌或原发性腹膜癌。	2021年9月，公司将贝伐珠单抗注射液在美国、欧洲、加拿大和大部分其他未覆盖的国际市场的排他的产品商业化权益有偿许可给Sandoz。
替雷利珠单抗	2024.10.04	百济神州	PD-1	治疗既往接受过系统化疗（不含PD-1/L1抑制剂）后不可切除或转移性食管鳞状细胞癌（ESCC）的成人患者。	-
盐酸恩沙替尼	2024.12.18	贝达药业	ALK抑制剂	用于治疗ALK突变晚期非小细胞肺癌患者。	-

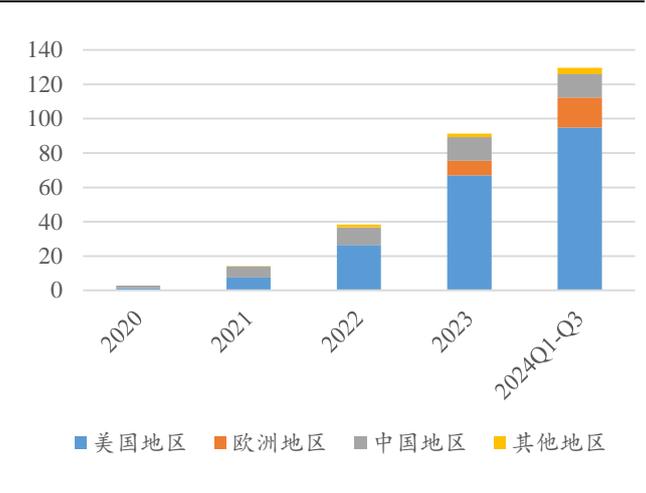
资料来源：百济神州官方微信公众号，传奇生物官方微信公众号，君实生物官方微信公众号，君实生物公告，百奥泰公告，和黄医药官方微信公众号，贝达药业官方微信公众号，财信证券

图 19: 中国新药海外授权交易首付款累计值



资料来源: 医药魔方

图 20: 百济神州-泽布替尼的全球收入 (亿元)



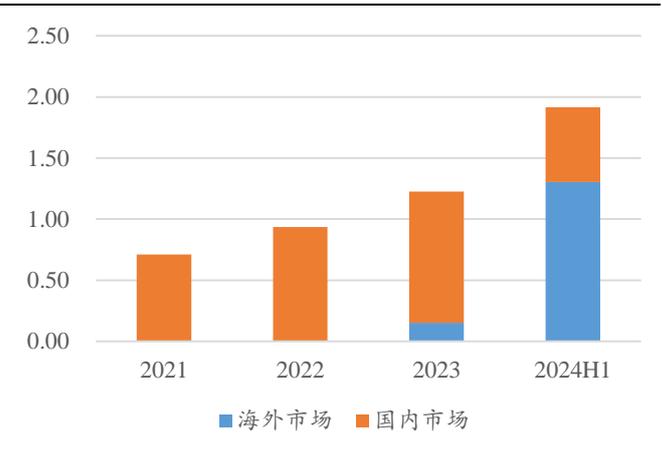
资料来源: 百济神州公告, 财信证券

图 21: 传奇生物-CARVYKTI 的全球收入 (亿美元)



资料来源: 传奇生物官网, 财信证券

图 22: 和黄医药-唑喹替尼的全球销售收入 (亿美元)

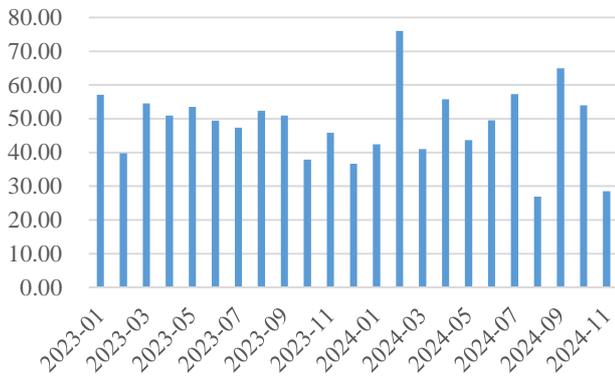


资料来源: 和黄医药公告, 财信证券

2.2 CXO: 海外客户收入增长稳健, 新签订单增长良好

2025 年全球医疗健康领域融资有望改善。根据动脉网的数据, 2024 年 1-11 月, 全球医疗健康领域融资总额 (不包括 IPO、定向增发, 下同) 同比略有增长。其中, 2024 年 9-11 月, 全球医疗健康领域融资总额同比增长约 10.00%, 较 2024 年 6-8 月增长约 10.00%。整体来看, 全球医疗健康领域的融资有所回暖。分区域来看, 2024 年 9-11 月, 国外、国内医疗健康领域融资总额较 2024 年 6-8 月分别变动+19.00%、-37.00%, 国外医疗健康领域融资改善较为明显, 国内医疗健康领域融资仍面临一定压力。展望 2025 年, 受益于政府大力支持医药产业、创业投资高质量发展, 专项债发行加快且可投向生命科学领域等, 国内医疗健康领域的融资有望出现改善。受益于美联储利率降低以及新兴生命科学技术的推动等, 海外医疗健康领域融资有望继续回暖。

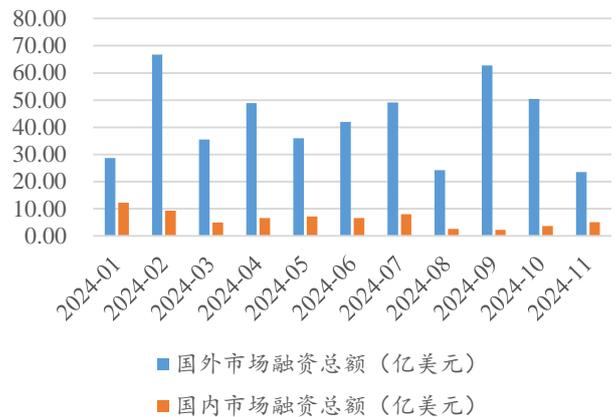
图 23：2023 年 1 月—2024 年 11 月全球医疗健康领域月度融资总额（亿美元）



资料来源：动脉网，财信证券

注：融资数据不包括 IPO、定向增发等。

图 24：2024 年 1 月—2024 年 11 月国内及国外医疗健康领域月度融资总额（亿美元）



资料来源：动脉网，财信证券

注：融资数据不包括 IPO、定向增发等。

CXO 企业海外客户收入增长稳健，新签订单增长良好。从国内、国外两个角度来看 CXO 企业经营情况，2024 年前三季度，CXO 企业来自海外客户的常规业务收入（剔除新冠相关项目）增长稳健；来自国内客户的收入增长整体承压，主要由于国内生物医药行业融资恢复较为缓慢以及行业竞争加剧等。以药明康德为例，2024 年前三季度，在受到美国生物安全法案影响的情况下，公司来自美国客户收入（剔除特定商业化项目）同比增长 7.60%；来自欧洲客户收入同比增长 14.80%；来自中国客户收入同比下降 3.90%；来自其他地区（日本、韩国等）客户收入同比下降 16.50%。从在手订单及新签订单来看，海外收入占比较高的 CXO 企业订单增长良好，为业绩持续改善奠定坚实基础。以康龙化成、博腾股份为例，2024 年前三季度，康龙化成新签订单同比增长超过 18%，连续三个季度实现复苏；截至 2024 年第三季度末，博腾股份小分子原料药 CDMO 业务在手未执行订单同比保持 40%以上的增长。

表 4：部分 CXO 公司的国内外客户收入与订单增长情况

公司名称	订单增长情况	国内与国外客户收入增长情况
药明康德	截至 2024 年 9 月底，在手订单 438.20 亿元，同比 +35.2%。	2024 年前三季度，来自美国客户收入（剔除特定商业化项目）同比增长 7.60%；来自欧洲客户收入同比增长 14.80%；来自中国客户收入同比下降 3.90%；来自其他地区客户收入同比下降 16.50%。
康龙化成	2024 年前三季度，公司新签订单同比增长超过 18%，连续三个季度实现复苏。其中，实验室服务板块新签订单同比增长超过 12%、CMC（小分子 CDMO）服务板块新签订单同比增长超过 30%。	2024 年前三季度，来自北美客户收入同比增长 4.29%；来自欧洲客户收入同比增长 15.74%；来自中国客户收入同比下降 12.14%。
凯莱英	2024H1，公司新签订单同比增长超过 20%，且二季度较一季度环比有较大幅度增长，其中来自于欧美市场客户订单增速超过公司整体订单增速水平。2024Q3，公司新签订单持续保持良好态势。	2024 年上半年，来自美国市场客户收入（剔除大订单）同比增长 26.92%；来自欧洲客户收入同比增长 22.75%；来自国内市场客户收入同比下降 9.96%。

泰格医药	2024H1, 公司新签订单数量和金额均较去年同期实现了较好的增长; 新签订单增长主要来自于跨国药企在国内的需求和中国药企、生物科技公司以及其合作伙伴在海外的临床需求增加。2024H1, 公司来自于国内药企、器械公司和初创型生物科技公司在国内的订单需求企稳, 金额同比有所增长。	2024 年上半年, 剔除特定疫苗项目后的境外收入同比实现了增长; 境内收入同比下降 11.48%。
博腾股份	截至 2024 年第三季度末, 公司小分子原料药 CDMO 业务在手未执行订单同比保持在 40% 以上的增长。	2024 年前三季度, 海外客户收入 (剔除大订单) 同比增长约 10.00%; 国内市场收入同比下降约 2.00%。

资料来源: 药明康德官网, 康龙化成公告, 凯莱英公告, 泰格医药公告, 博腾股份公告, 财信证券

3 消费医疗

3.1 零售药店: 政策预期逐渐稳定, 集中度提升有望加速

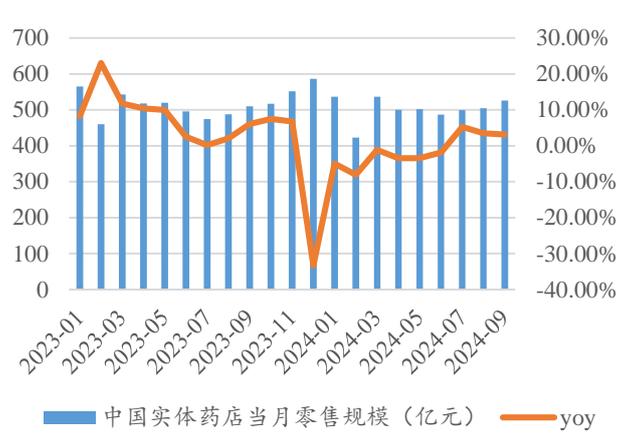
药品比价、医保检查等政策影响相对可控, 头部药店医药零售业务保持稳健增长, 毛利率水平相对稳定。2024 年以来, 受医保个账改革、药品比价、医保检查、行业竞争加剧、医药消费需求不足等因素影响, 零售药店行业销售额同比出现下降。根据米内网数据, 2024Q1-Q3, 中国实体药店的销售额 (含药品和非药品) 为 4516 亿元, 同比-1.30%。2024 年 7 月以来, 中国实体药店的销售额同比恢复正增长, 前述因素产生的负面影响有所减弱。2024 年 7—9 月, 中国实体药店的销售额分别为 499、505、526 亿元, 分别同比变动+5.27%、+3.48%、+3.14%。对于头部药店 (选取益丰药房、大参林、老百姓、健之佳) 而言, 药品比价、医保检查等政策产生的影响相对可控, 主要体现为: 2024Q1、2024Q2、2024Q3, 四家头部药店的医药零售业务合计收入均实现 3.00%~8.00% 的增长, 四家头部药店的医药零售业务毛利率整体保持相对稳定, 益丰药房、老百姓的医药零售业务毛利率同比提升。2024 年 10 月 31 日, 国家医保局发文《药品价格影响因素知多少? (二)——不同渠道运营模式有影响》。国家医保局指出: (1) 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, 在药品价格上体现出更高的经济性和可及性。(2) 群众反映部分定点药店的医保药品价格偏高, 对此医保部门高度关注, 目前已有辽宁、广东、陕西等 19 个省份建立了公开比价小程序, 逐步推动定点药店医保药品价格趋于合理。(3) 由于运营成本、采购渠道、销售策略不同, 线下药店需负担的房租物业、人员薪酬等经营成本较高, 小批量采购的中间环节也多, 导致线下药店价格总体高于网络药店, 但线下药店在便捷性和用药指导等服务上也具备更多优势。我们认为, 药品比价政策重点是推进药店医保药品价格趋于合理, 不必过于担心药品比价政策会对零售药店经营产生重大影响。

图 25：中国实体药店的销售额及同比增速



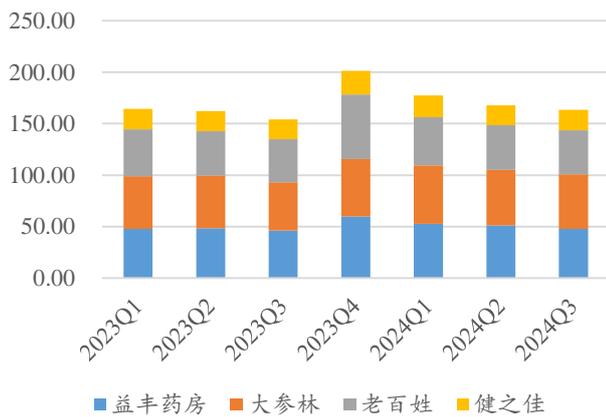
资料来源：米内网，财信证券

图 26：中国实体药店当月销售额及同比增速



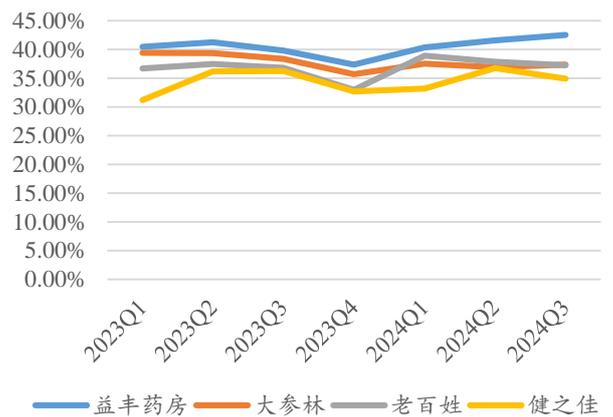
资料来源：米内网，财信证券

图 27：头部药店医药零售业务季度收入情况（亿元）



资料来源：益丰药房公告，大参林公告，老百姓公告，健之佳公告，财信证券

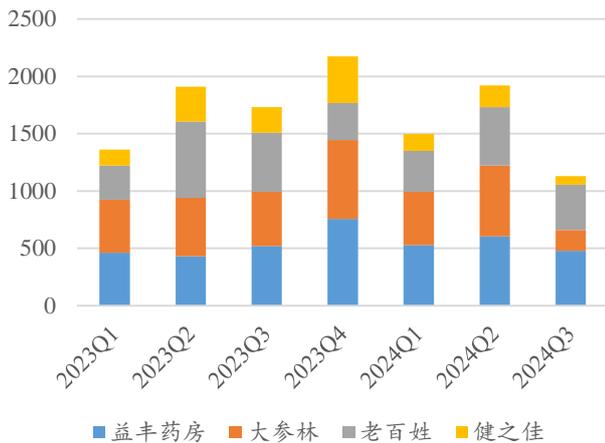
图 28：头部药店的医药零售业务毛利率情况



资料来源：益丰药房公告，大参林公告，老百姓公告，健之佳公告，财信证券

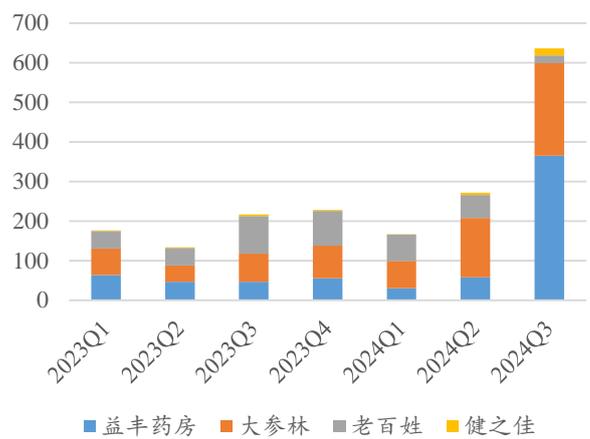
零售药店行业开始出清，线上渠道冲击边际减弱。在监管政策趋严、行业竞争加剧以及医药消费需求不足的背景下，零售药店上市公司开始调整门店扩张计划，一方面放慢门店扩张速度，另一方面加速迁址及关闭门店，对存量门店进行优化。例如，2024Q2-2024Q3，大参林新增直营门店数由 617 家下降至 180 家，益丰药房迁址及关闭门店数由 58 家增长至 365 家。零售药店行业开始出清。展望未来，监管政策趋严，将推动行业集中度进一步提升，销售合规、成本优势明显、运营管理能力强、资金充足的头部药店有望获得更高的市场份额。2024H1，四家头部药店（益丰药房、老百姓、一心堂、健之佳）线上渠道合计销售额同比增速约为 19.41%，环比（2023H2）增速为 1.96%，同比增速较 2023H1（46.55%）出现较大回落。2024H1，京东健康医药和健康产品销售额的同比增速约为 3.20%（2023H1 同比增速约为 32.52%）。总的来看，线上渠道对零售药店销售的影响在边际减弱。

图 29：头部药店期内新增直营门店数（家）



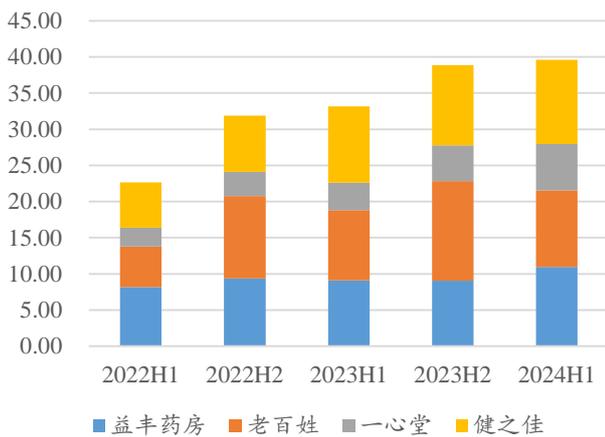
资料来源：益丰药房公告，大参林公告，老百姓公告，健之佳公告，财信证券

图 30：头部药店期内迁址及关闭门店数（家）



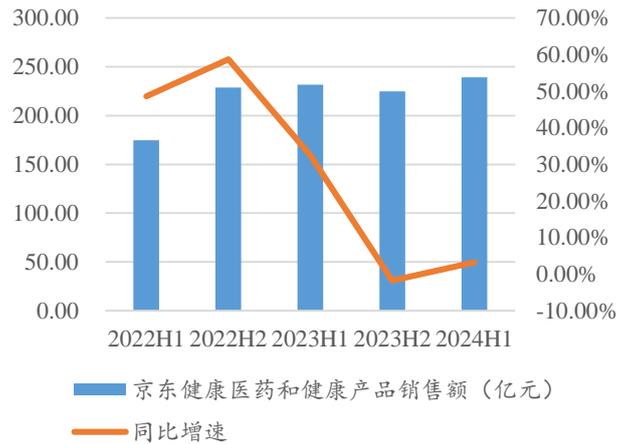
资料来源：益丰药房公告，大参林公告，老百姓公告，健之佳公告，财信证券

图 31：头部药店的线上渠道销售总额（亿元）



资料来源：益丰药房公告，老百姓公告，一心堂公告，健之佳公告，财信证券

图 32：京东健康医药和健康产品销售额及同比增速



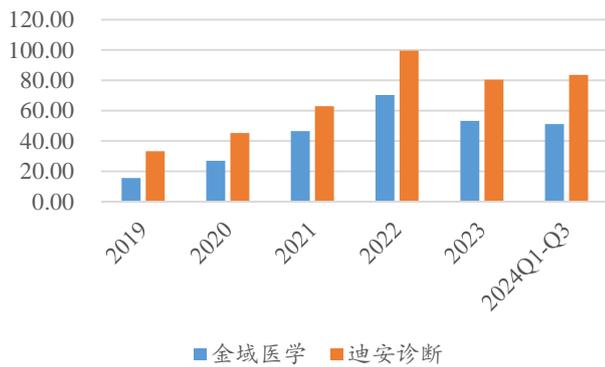
资料来源：京东健康公告，财信证券

3.2 医学检测：应收账款回款有望改善，2025 年业绩改善可期

应收账款减值损失拖累医学检测公司当前业绩表现。2019—2023 年，受新冠检测业务大幅增长、宏观经济环境、应收账款回款周期变长等因素影响，医学检测企业的应收账款快速增加。由于应收账款回款账期变长等，医学检测企业提供劳务收到的现金流情况、应收账款账龄结构有所变差，计提的应收账款减值损失大幅增加，对当前经营业绩产生较大负面影响。以金域医学为例，2019—2023 年，金域医学的应收账款账面价值由 15.70 亿元增长至 53.35 亿元，占总资产的比重由 35.71% 提升至 45.34%。2023 年及 2024Q1-Q3，金域医学分别计提应收账款减值损失 4.89、4.21 亿元，归母净利润大幅下降至 6.43 亿元、0.94 亿元。

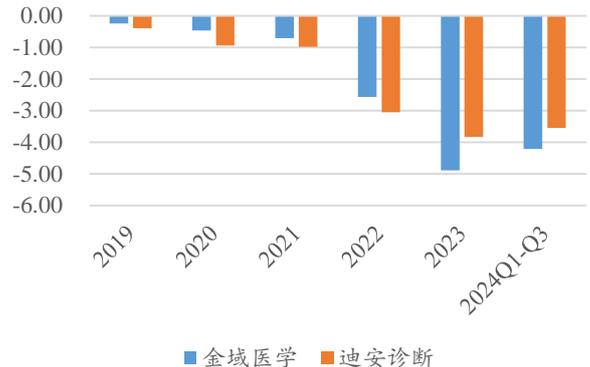
多项政策支持下，医学检测公司应收账款回款有望改善。2024年10月18日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于解决拖欠企业账款问题的意见》，对推进解决拖欠企业账款问题作出系统部署。2024年11月11日，国家医保局办公室、财政部办公厅联合印发《关于做好医保基金预付工作的通知》。《通知》指出：原则上以前一至三年相关医疗保险基金月平均支出额为基数，给予符合条件的医疗机构1个月左右的医保预付金，用于药品和医用耗材采购等医疗费用周转支出，帮助定点医疗机构缓解医疗费用垫支压力。总的来看，受益于中央政府对解决拖欠企业账款问题的高度重视、医疗机构资金压力缓解以及经济刺激政策持续发力等，医学检测企业的应收账款回款有望改善。

图 33： 金域医学及迪安诊断的应收账款余额（亿元）



资料来源：Wind，财信证券

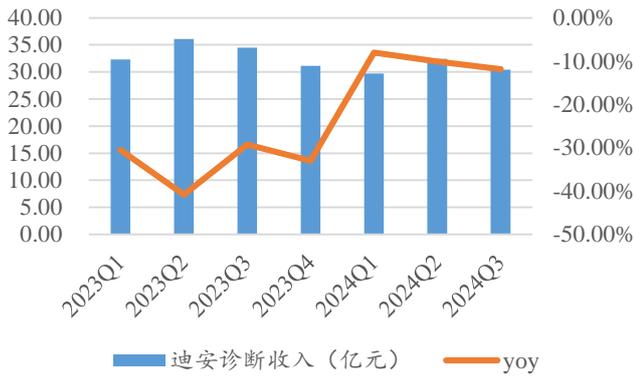
图 34： 金域医学及迪安诊断的信用减值损失（亿元）



资料来源：Wind，财信证券

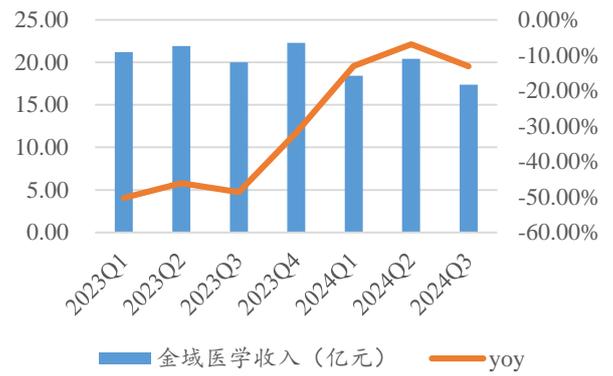
盈利水平逐渐企稳，2025年业绩有望改善。2023年以来，受新冠检测需求减少、医疗行业整顿、检验服务价格下调、医疗消费需求不足、信用减值损失计提增多等影响，以金域医学、迪安诊断为代表的第三方医学检测公司业绩同比持续下降。站在当前时点，考虑到：（1）自2024Q1以来，金域医学、迪安诊断的营收同比降幅有所缩窄，营收规模呈现区间震荡；（2）2024Q2-2024Q3，金域医学、迪安诊断的毛利率较2023Q3-2024Q1呈现明显改善，且2024Q3毛利率较2024Q2保持相对稳定；我们认为，金域医学、迪安诊断的盈利水平逐渐企稳，经营业绩正逐渐完成筑底阶段，有望迎来业绩拐点。展望2025年，在经济刺激政策持续发力、应收账款回款有望改善、行业政策预期趋于稳定等综合影响下，第三方医学检测公司的经营业绩有望改善。从中长期维度来看，我国ICL行业的渗透率明显低于部分发达国家。DRG支付改革、医疗服务价格调整、体外诊断试剂集采等将推动医院检验科转变为成本控制中心，医院有望加大医检外包的力度，第三方医学检测的行业渗透率有望提升，推动行业规模持续增长。医保控费及医疗反腐呈现常态化趋势，对第三方医学检测企业的成本控制、销售合规能力提出更高要求，规模优势明显、成本控制能力强、销售合规程度高、运营管理能力强的头部医学检测企业有望占据更高的市场份额，头部医学检测企业的经营业绩有望保持较快增长。

图 35：迪安诊断营收规模及同比增速



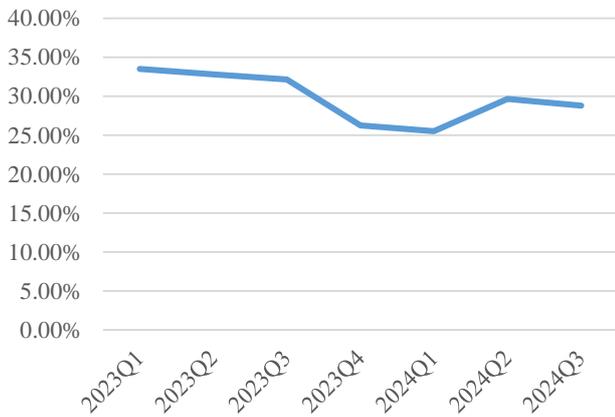
资料来源：Wind，财信证券

图 36：金城医学营收规模及同比增速



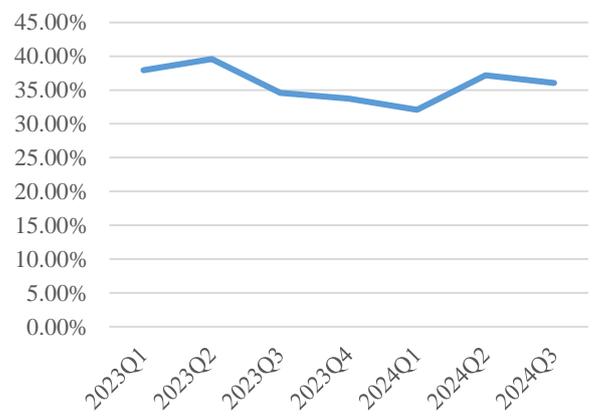
资料来源：Wind，财信证券

图 37：迪安诊断毛利率



资料来源：Wind，财信证券

图 38：金城医学毛利率



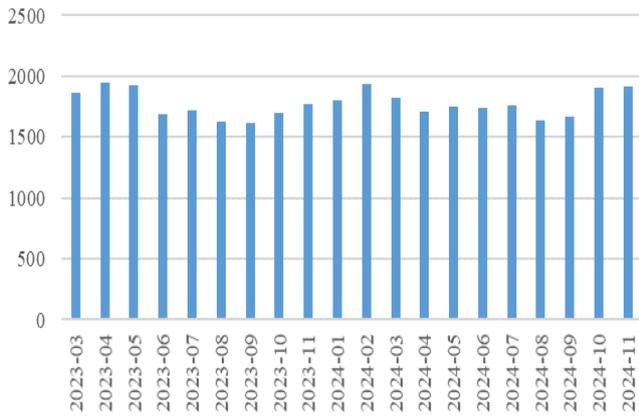
资料来源：Wind，财信证券

3.3 医院：诊疗人次保持稳健增长，政策刺激下业绩有望改善

医疗卫生机构总诊疗人次保持稳健增长，口腔类医院、肿瘤类医院的门急诊人次呈现更快增长。2024年1-10月，重庆市、广西壮族自治区医疗卫生机构总诊疗人次数分别为17745.69、20585.67万人次，同比+7.19%、+7.91%。从住院情况来看，2024年1-10月，重庆市、广西壮族自治区、天津市医疗卫生机构的出院人数分别为708.40、1153.33、195.28万人，同比+2.44%、+8.35%、+9.89%。分公立医院与民营医院来看，根据重庆市卫健委发布的统计数据，2024年1-10月，重庆市公立医院、民营医院的门急诊人次数同比增速分别为+10.29%、+8.56%，出院人次数同比增速分别为+5.25%、-3.89%。分不同医院类型来看，根据天津市卫健委发布的统计数据，2024年1-10月，天津市综合类医院、口腔类医院、眼科类医院、肿瘤类医院的门急诊人次数同比增速分别为+6.20%、+11.40%、+1.48%、+7.74%，出院人数同比增速分别为+13.07%、-7.25%、+1.30%、+8.51%。根据重庆市、广西壮族自治区、天津市的医疗服务数据可以看出：2024年1-10月，医疗卫生机构的总诊疗人次保持稳健增长，公立医院门急诊人次数、出院人次数增长快于民营医院，口腔类医

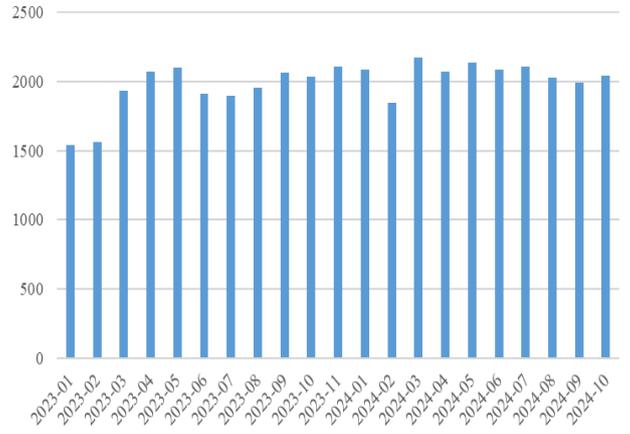
院、肿瘤类医院的门急诊人次增长更快，综合类医院、肿瘤类医院的出院人数增长更快。

图 39：2023 年 3 月—2024 年 11 月重庆市医疗卫生机构总诊疗人次数（万人次）



资料来源：重庆市卫健委，财信证券

图 40：2023 年 1 月—2024 年 10 月广西壮族自治区总诊疗人次数（万人次）



资料来源：广西壮族自治区卫健委，财信证券

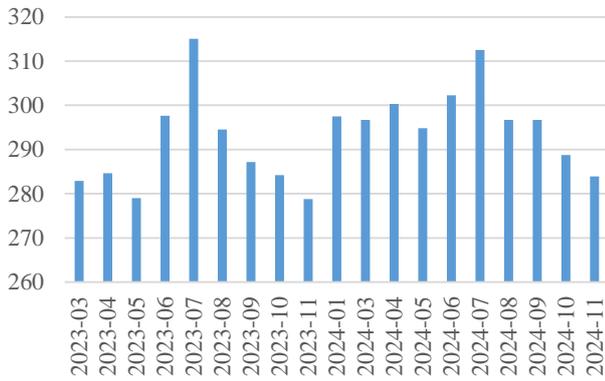
表 5：天津市医疗卫生机构门急诊人次及出院人数变化情况

医疗机构类型	门急诊人次			出院人数		
	2023 年 1 月—10 月（万人次）	2024 年 1 月—10 月（万人次）	同比	2023 年 1 月—10 月（万人）	2024 年 1 月—10 月（万人）	同比
天津市医疗卫生机构	8243.15	8814.03	6.93%	177.70	195.28	9.89%
其中：综合类医院	3286.98	3490.78	6.20%	89.38	101.06	13.07%
口腔类医院	137.97	153.70	11.40%	0.36	0.33	-7.25%
眼科类医院	125.10	126.96	1.48%	7.61	7.71	1.30%
肿瘤类医院	145.27	156.52	7.74%	16.39	17.79	8.51%

资料来源：天津市卫健委，财信证券

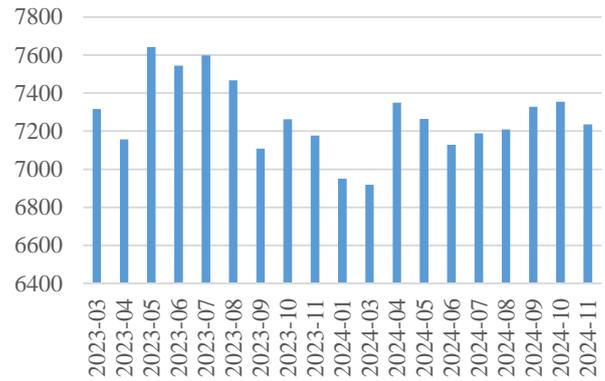
医疗卫生机构次均住院费用整体呈下降趋势，近三个月次均住院费用初步显现企稳迹象。从次均费用来看，2024 年 1-10 月，重庆市医疗卫生机构次均门诊费用为 297.23 元，同比增长 1.03%，次均住院费用为 7120.40 元，同比下降 5.22%。其中，重庆市民营医院的次均门诊费用同比增长 1.58%（公立医院下降 1.30%），次均住院费用下降 3.60%（公立医院下降 6.70%）。同期，广西壮族自治区医疗卫生机构次均门诊费用约为 217.79 元，同比下降 2.31%，次均住院费用为 6355.15 元，同比下降 6.83%。总的来看，受 DRG 支付改革、医疗服务价格调整、药品及耗材集采等因素影响，次均住院费用整体呈下降趋势，次均门诊费用变化存在地区差异。单看 2024 年 8-10 月，重庆市医疗卫生机构次均住院费用的同比增速分别为-3.46%、+3.08%、+1.26%，广西壮族自治区医疗卫生机构次均住院费用的同比增速分别为-6.31%、+0.77%、-1.43%，次均住院费用的同比降幅有所收窄，初步显现企稳迹象。

图 41：2023 年 3 月—2024 年 11 月重庆市医疗卫生机构次均门诊费用（元）



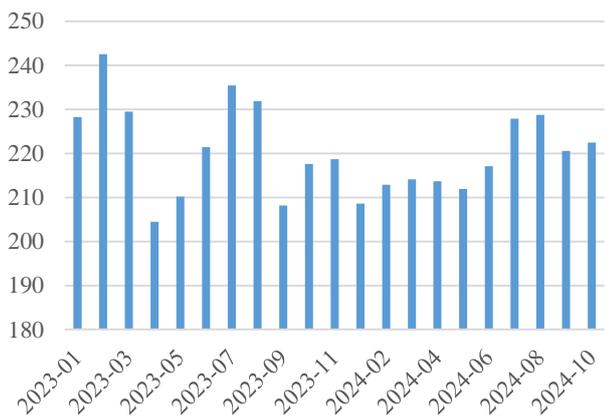
资料来源：重庆市卫健委，财信证券

图 42：2023 年 3 月—2024 年 11 月重庆市医疗卫生机构次均住院费用（元）



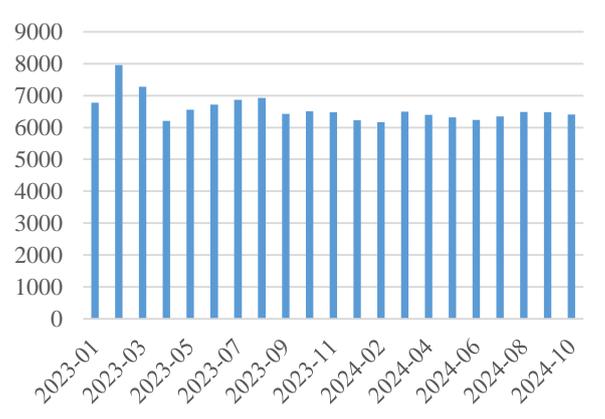
资料来源：重庆市卫健委，财信证券

图 43：2023 年 1 月—2024 年 10 月广西壮族自治区门诊人次均医药费用（元）



资料来源：广西壮族自治区卫健委，财信证券

图 44：2023 年 1 月—2024 年 10 月广西壮族自治区出院病人人均医药费用（元）



资料来源：广西壮族自治区卫健委，财信证券

医院经营业绩短期承压，2025 年业绩有望改善。2024 年以来，受行业政策、医疗消费需求不足等因素影响，医院经营业绩短期承压。根据重庆市卫健委发布的统计数据，2024 年 1-10 月，重庆市公立医院医疗收入约为 720.76 亿元，同比增长 1.20%。2024 年 1-9 月，医院板块（申万 2021 年行业分类）营业收入同比增速约为 1.67%，归母净利润增速约为 -9.41%。展望 2025 年，考虑到：（1）医疗卫生机构的诊疗人次呈现稳健增长，次均住院费用初步显现企稳迹象；（2）经济刺激政策逐渐落地，医疗消费需求有所出现改善；我们认为医院板块的经营业绩有望出现改善。站在中长期角度来看，我国优质医疗资源供给仍不足，口腔、眼科等领域的治疗率相比于发达国家仍有较大提升空间。人口老龄化、居民支付水平提高、治疗率提升等将推动我国医疗服务需求保持较快增长，具备差异化服务优势、品牌优势、运营管理优势的医院仍具备较大的发展空间，有望实现较快增长。

4 投资策略

回顾 2024 年，在医疗反腐、医保检查、药品比价、药械集采、地缘政治、行业竞争加剧、医药消费需求不足等因素影响下，医药生物板块市场表现较差，明显跑输沪深 300 指数。展望 2025 年，考虑到：（1）医药生物行业政策风险释放较为充分，创新药械政策支持力度加大；（2）行业估值及基金持仓处于较低水平；（3）医药创新成效、国际化成效开始显现，发展质量不断提高；（4）经济刺激政策影响下，医药消费需求有望改善；我们建议重点关注医药生物板块的投资机会，维持医药生物板块“领先大市”评级，具体关注以下投资方向：

创新药产业链：有望成为“医药投资主线”，重点关注研发能力强、具备出海预期的创新药企。考虑到：（1）美国通胀压力减弱，美联储开始降息，以 DCF 估值为基础的创新药资产有望迎来估值修复；（2）创新药是新质生产力，中央与地方政府不断出台政策，全链条支持创新药发展；（3）国产创新药迎来收获期，创新药 NDA 数量不断增多，产品进入商业化阶段的“真创新”药企业绩增长强劲；（4）国产创新药的创新质量获国际认可，对外授权项目数量及金额、海外获批上市数量明显增多；（5）受益于海外需求持续回暖，CXO 企业新签订单良好，经营业绩有望改善；我们认为“创新药产业链”有望成为医药生物板块的投资主线，建议关注：一是重视产品临床价值、产品创新力强的“真创新”药企，如百济神州、恒瑞医药、艾力斯、迪哲医药、泽璟制药、特宝生物、华东医药等；二是国际化能力强、具备产品出海预期的创新药企，如百济神州、海思科、迪哲医药等；三是在多肽、ADC 等前沿领域布局多、具备差异化服务优势、新签订单增长良好的 CXO 企业，如药明康德、凯莱英、泰格医药等。

消费医疗板块：经济刺激政策持续发力下，经营业绩有望改善。零售药店板块，药品比价、医保检查等政策影响相对可控，头部药店医药零售业务保持稳健增长，毛利率水平相对稳定。监管政策趋严，将推动零售药店行业集中度进一步提升，销售合规、成本优势明显、运营管理能力强、资金充足的头部药店有望获得更高的市场份额，建议关注老百姓、大参林、健之佳等。**医学检测方面，**受益于中央政府对解决拖欠企业账款问题的高度重视、医疗机构资金压力缓解等，医学检测企业的应收账款回款有望改善，信用减值损失计提有望减少。在经济刺激政策持续发力、应收账款回款有望改善、行业政策预期趋于稳定等综合影响下，第三方医学检测公司的经营业绩有望改善，建议关注金域医学等。**医院板块，**我国优质医疗资源供给仍不足，口腔、眼科等领域的治疗率相比于发达国家仍有较大提升空间。当前，医院诊疗人次保持稳健增长，次均住院费用初步显现企稳迹象，伴随着经济刺激政策不断落地，医院板块的经营业绩有望改善，建议关注具备差异化服务优势、管理能力强、品牌知名度高、可拓展空间大的眼科、口腔、综合医院、康复医院龙头，如爱尔眼科、通策医疗、国际医学、三星医疗等。

其他板块。建议关注中药创新药龙头以岭药业、康缘药业，中药消费品龙头华润三九，凝胶贴膏制剂龙头九典制药，模式动物龙头药康生物，医药产品品牌运营服务(CSO)龙头百洋医药等。

5 风险提示

耗材、药品集采价格降幅超预期风险；创新药研发失败风险；行业政策风险；行业竞争加剧风险；中美贸易摩擦风险等。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其他渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438