

行业评级：看好（维持）

证券研究报告 | 行业专题报告

医药生物

2025年01月22日



# 创新+老龄化+出海，看好结构性机会

## —医药行业投资策略（2025）

证券分析师

姓名：刘闯

资格编号：S1350524030002

邮箱：liuchuang@huayuanstock.com

证券分析师

姓名：李强

资格编号：S1350524040001

邮箱：liqiang01@huayuanstock.com

证券分析师

姓名：林海霖

资格编号：S1350524050002

邮箱：linhailin@huayuanstock.com

证券分析师

姓名：孙洁玲

资格编号：S1350524120004

邮箱：sunjieling@huayuanstock.com

联系人

姓名：梁裕

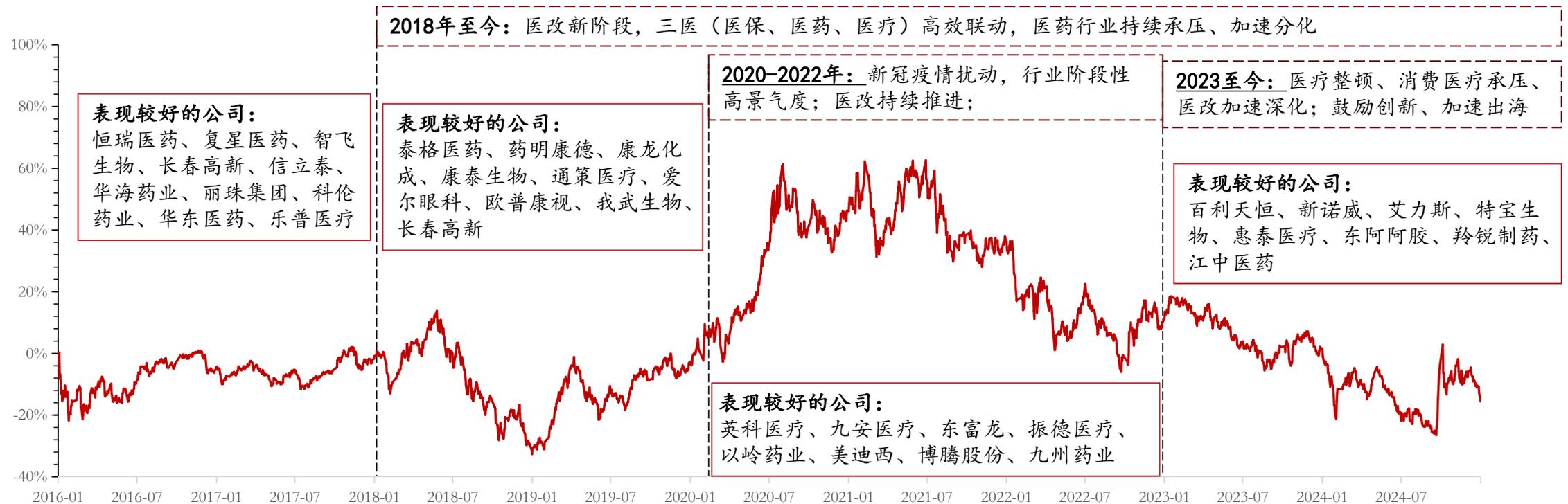
邮箱：liangyu@huayuanstock.com

- 1、复盘&展望：医药处于历史低位，2025年边际改善可期
  - 1.1 复盘：医改已至深水区，二级市场指标处于历史低位
  - 1.2 展望：2025年边际改善可期，看好结构性机会
- 2、中国创新强势崛起，加速打开国际视野
  - 2.1 2024年中国创新药硕果累累，国内政策支持信号积极
  - 2.2 工程师人才红利显著，全球竞争力显著提升
  - 2.3 传统药企华丽转身，Biotech/Biopharma进入商业化阶段
  - 2.4 创新产业链：海外投融资持续复苏，龙头韧性较强
- 3、老龄化诊疗需求确定性较高，银发健康长坡厚雪
  - 3.1 中国老龄人口加速趋势显著，带动相关疾病诊疗量增长
  - 3.2 中药：文化瑰宝，长坡厚雪
  - 3.3 家用器械：新品类，新机遇
- 4、中国制造崛起，出海潜力可期
  - 4.1 国产器械崭露头角，全球竞争力日益提升
  - 4.2 供应链能力突出，2025年业绩有望显著改善
- 5、风险提示

## ■ 复盘：医药指数连跌4年，医改或已进入平稳期

- 2018年医保局成立以来，行业持续受到医改的结构性影响，2018-2020年集采类资产受到冲击，CXO和消费类资产表现突出，2020-2022年核心资产阶段性表现较好，疫情类资产表现亮眼。2023年以来中药和创新药表现较好，尤其2024年以来，创新药表现突出。
- 整体来看，2018年至今医药指数下跌16%，2023年以来医药指数下跌25%，剔除三年疫情影响，2023年指数表现延续了新医改以来的走势。

图：2016-2024年医药指数表现及重点公司



## ■ 复盘：医药指数连跌4年，医改或已进入平稳期

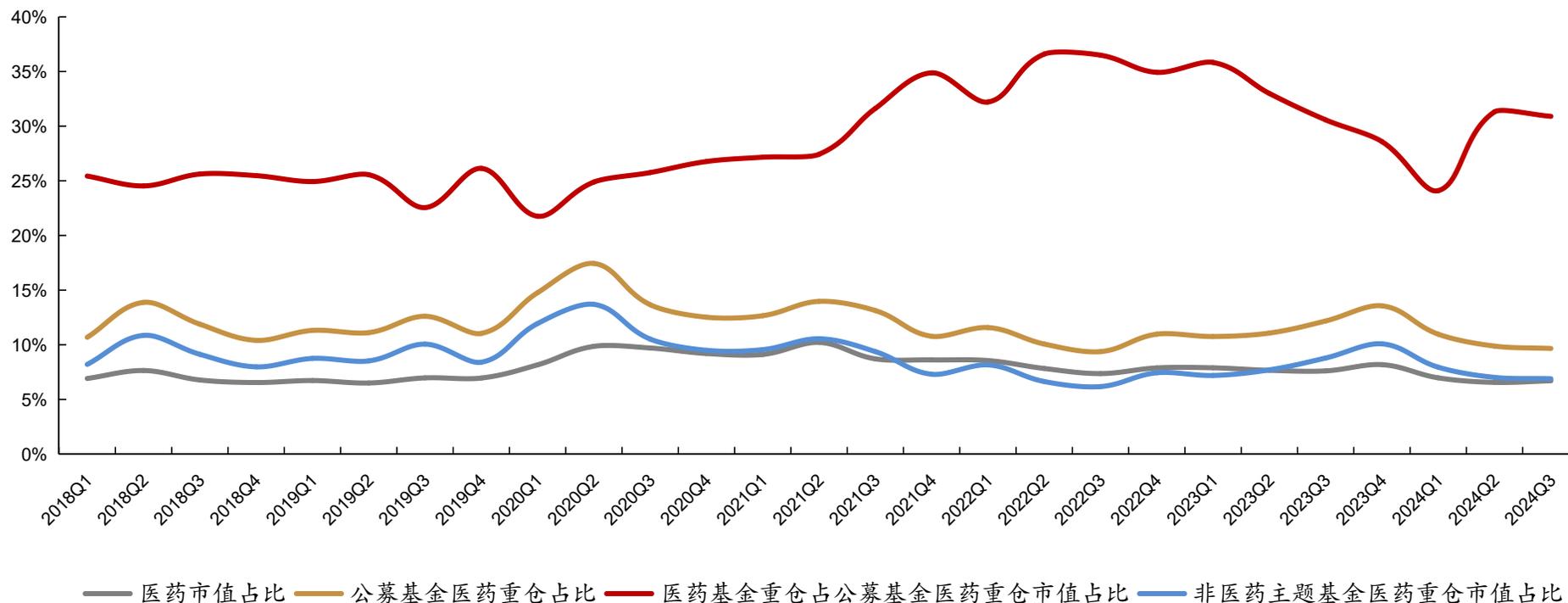
- 2018年医保局成立以来，围绕“三医”联动，持续加大改革力度，1) 医保方面，启动DRG/DIP支付方式，推动个账改革，发展商保，形成多元化支付体系等；2) 医药方面，持续推动药品和耗材带量采购，推出“比价政策”等；3) 医疗方面，整顿行业，净化医疗环境等。
- 目前医改已进入深水区，我们认为对行业影响已基本触底，多项措施已呈常态化趋势，边际好转可期，医药有望企稳回升。



## ■ 医药持仓占比走低，当前配置处于历史低位

- 2024Q3公募主动基金持仓医药占比依然相对较低。剔除被动基金后，截止2024Q3，全市场主动基金医药重仓合计市值为1984亿元，占其全市场总重仓占比10.7%，环比提升0.09pct，但也处于过去3-4年相对较低水平。
- 2024Q3全市场主动基金（剔除医药基金）医药重仓合计市值为1070亿元，占其全市场总重仓占比6.1%，环比减少0.11pct，非医药主动基金对医药的持仓有所减少。

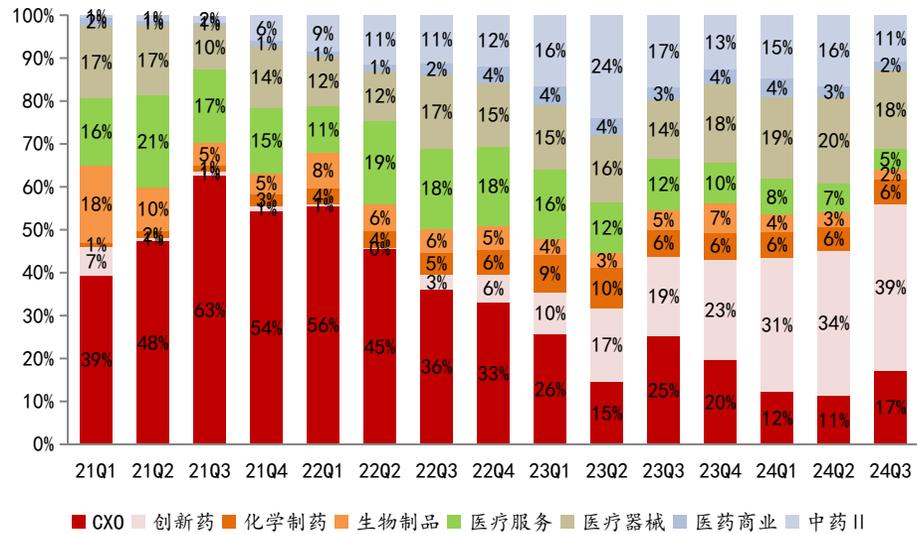
图：公募基金、医药主题基金对医药的持仓情况



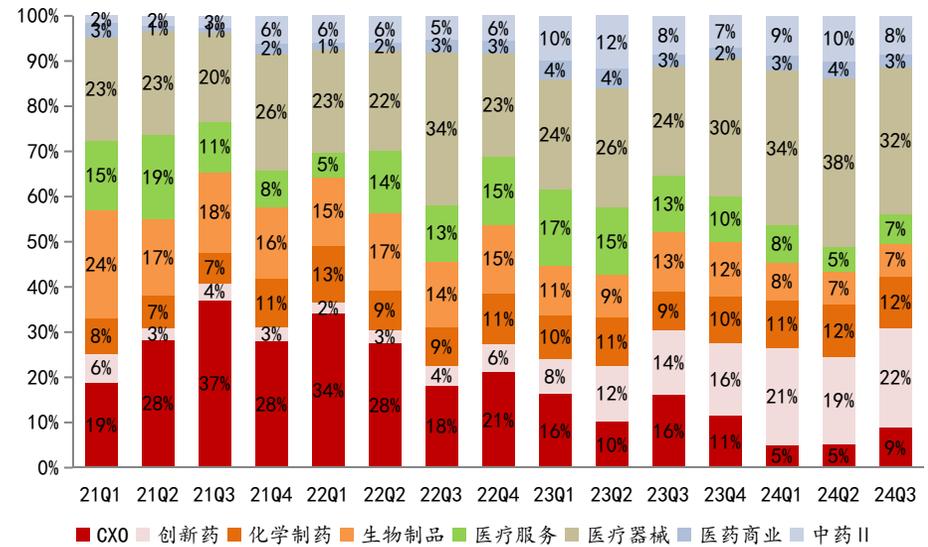
## ■ 医药持仓轮动快速，24三季度持仓集中度高

- 对于医药主题基金，近几个季度对创新药的持仓比例持续提高，2024Q3占比达到了39%，其次医疗器械持仓占比也一直较高（除2023Q3医院反腐影响占比下降），2024Q3达到18%，CXO近几个季度的持仓占比也有所上升，24Q3到17%。
- 对于非医药主动基金，近几个季度对医疗器械的持仓比例最高，2024Q3占比达到了32%，其次是创新药，2024Q3达到22%，化学制药24Q3持仓达到12%。

图：医药主题基金医药子行业公募重仓占比变化



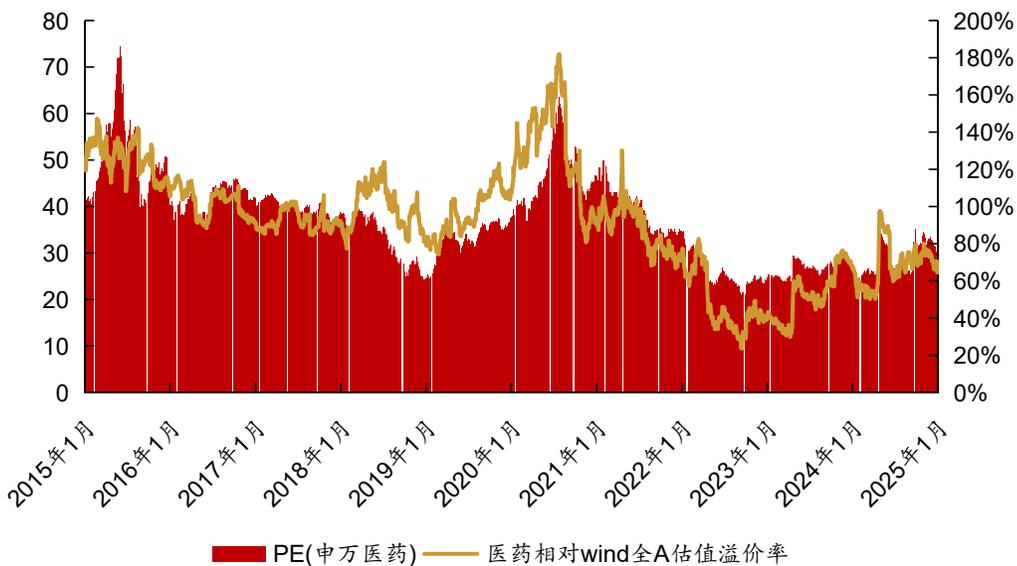
图：非医药主动基金医药子行业公募重仓占比变化



## 医药估值持续消化，溢价率处于历史低位

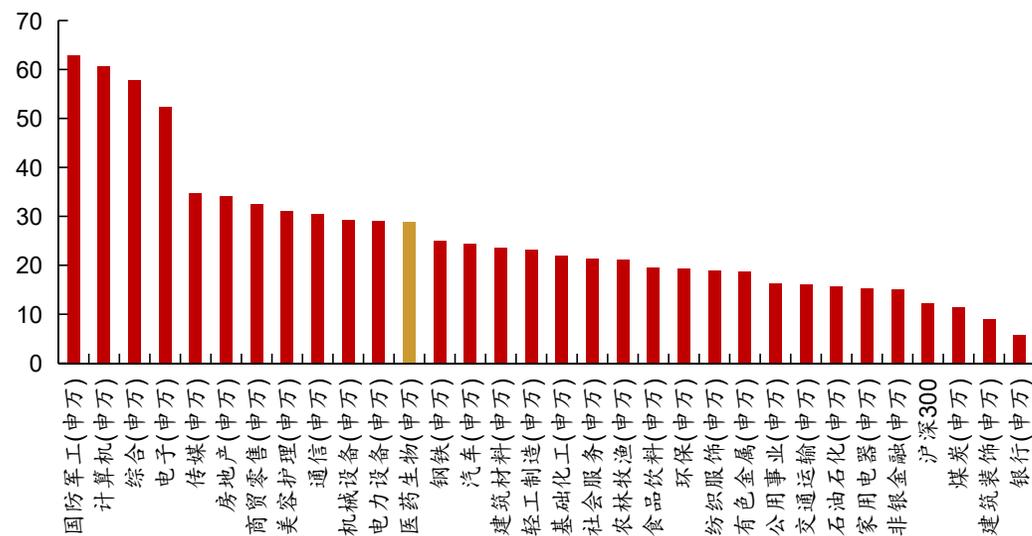
- 我们选取近十年医药生物行业PE(TTM)估值，以申万全A为基数，分析医药生物行业估值溢价情况，2020年医药行情由新冠疫情影响，医药整体估值大幅提升，医药生物相对wind全A估值溢价接近1倍，开启新一轮牛市。随后一直回调，处于近十年相对低位。
- 截至2025年1月12日，申万医药板块整体PE估值为28.82X，在申万一级分类中排第12。

图表：过去十年行业PE估值溢价倍数（SW医药生物/SW全A）



图表：申万各板块PE估值情况

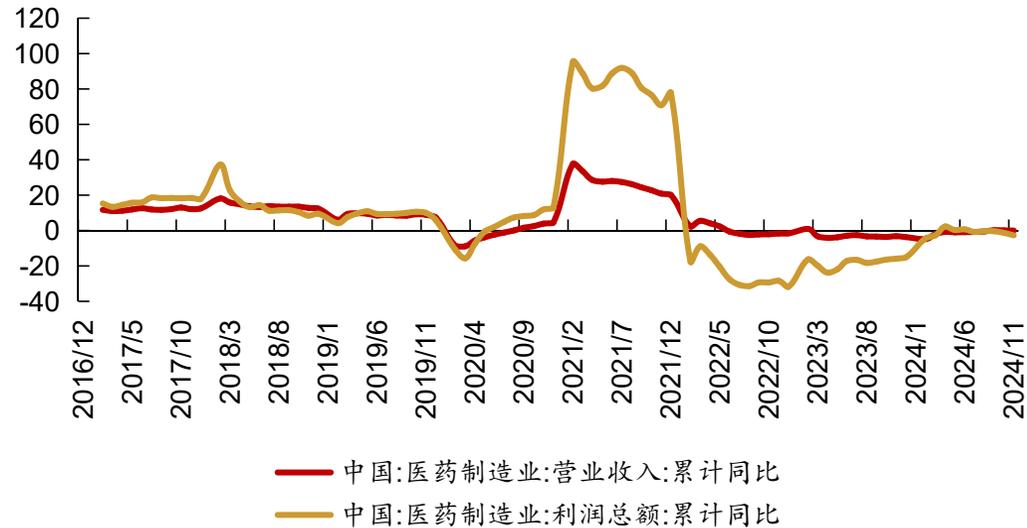
（截至2025年1月12日，整体TTM法）



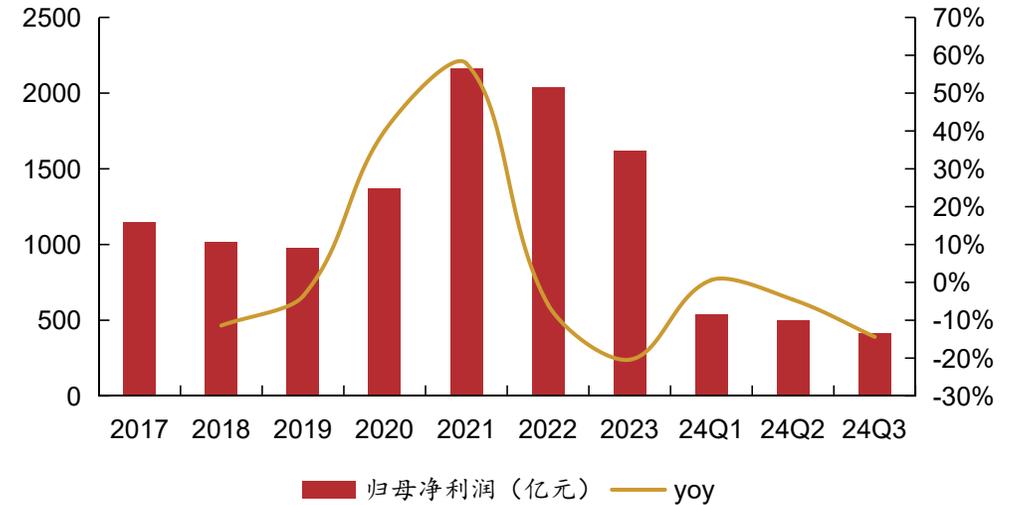
## ■ 医药工业业绩企稳，2025年上市公司业绩或呈前低后高

- 医药工业收入：2024年1-11月，中国医药制造业累计收入达2.26万亿，同比基本持平；医药制造业累计利润总额为3050.7亿元，同比下降2.7%，我们判断主要是2024年行业整顿的延续产生了一定影响。但从趋势上来看，2024年以来，利润端下降幅度相比23年已经企稳。
- 上市公司业绩：2024Q3实现营收6055.2亿元，同比增长1.0%，相较24Q2增速转负为正；实现归母净利润413.4亿元，同比下降14.4%。

图：2017-2024M11医药制造业收入及利润累计同比(%)



图：2017-2024Q1-3医药公司归母净利润及增速情况



### ■ 2025年行业边际改善可期

#### 反腐常态化，2025年有望进一步复苏

2023年7月份，中纪委、卫健委等部门开展医药领域腐败问题集中整治，目前医疗反腐已进入常态化，医疗活动逐步恢复正常。

#### 财政政策积极，医院招标复苏

医院招标经历一年多的低谷期，2024年四季度已逐步恢复，叠加财政鼓励设备更新，预计2025年医院招标将显著恢复。

#### 积极推动商保，医保迎增量

2025年医保局将健全多层次医疗保障体系，满足群众多元化医疗保障需求，探索创新药多元支付机制，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。

#### 企业积极转型，创新和出海前景可期

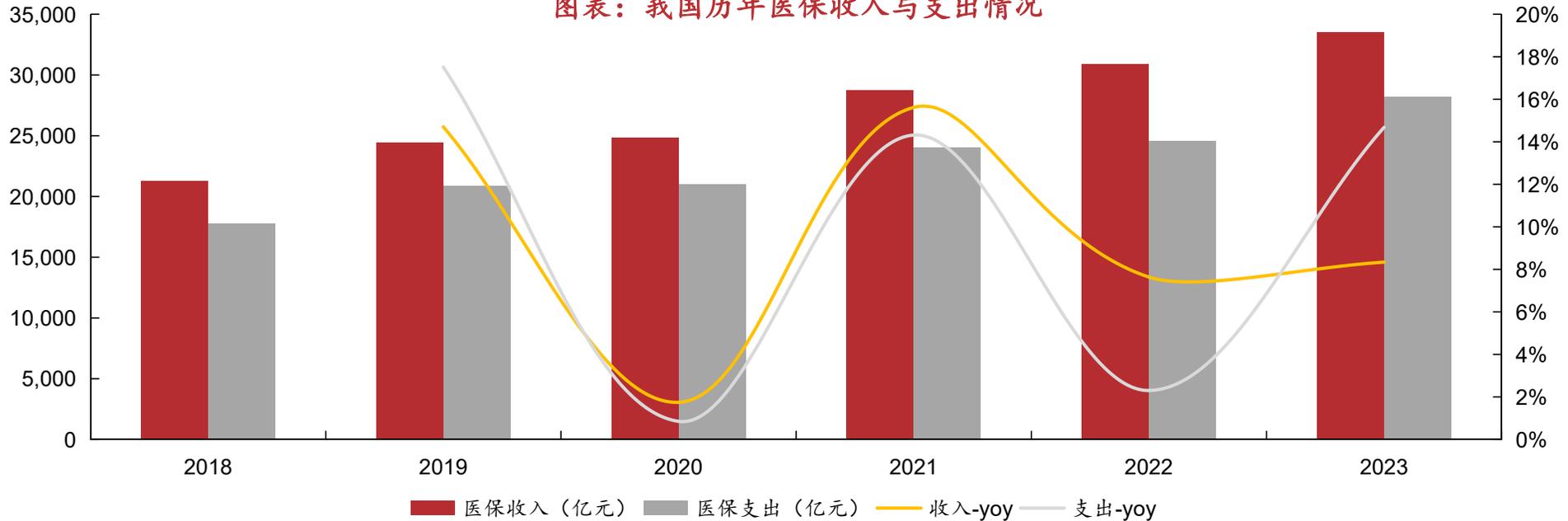
中国创新及制造的强势崛起，为国产企业高质量出口奠定了基础，2024年创新药高额BD交易频频出现，高端医疗设备和供应链进一步取得突破，中国企业全球竞争力有望加速提升。



### ■ 基本医保稳健增长，商保蓄势待发

- 2020至2023年基本医保收入增长CAGR为10.5%，支出增长CAGR为10.3%，收入及支出增速较为一致。2024年全国基本医保基金预计总收入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。全国医保基金总支出2.97万亿元，同比增长5.5%。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。
- 我们认为，中短期医保压力相对可控，1) 参保机制方面，2024年医保局《国务院办公厅关于健全基本医疗保险参保长效机制的指导意见》，进一步鼓励、优化参保政策；2) 在资金方面，职工医保缴费水平随人均工资同步提升，居民医保随财政补贴同步提高；3) 在效率方面，通过医保共济等方式提高使用效率。

图表：我国历年医保收入与支出情况

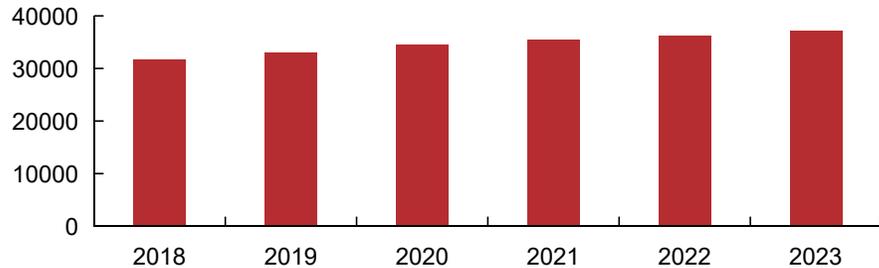




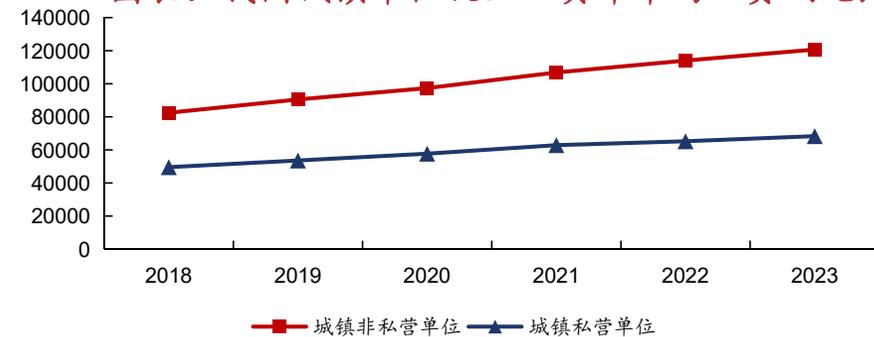
## 基本医保稳健增长，商保蓄势待发

- 近几年，我国社保职工参保人数持续维持个位数增长，2023年达到37095万人。随着，城镇非私营和私营单位年平均工资增长水平的稳健增长，职工医保收入有望持续稳健增长。
- 2023年我国社保居民参保人数为96294万人，近几年呈小幅下滑趋势；居民医保人均政府补助绝对值逐年增长，2024年达到670元/人。

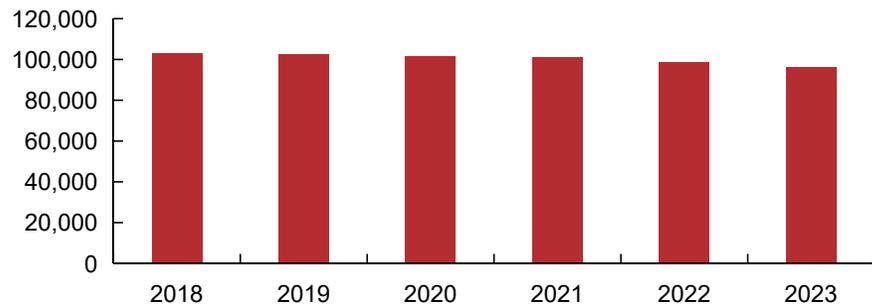
图表：我国城工社保参保人数（万人）



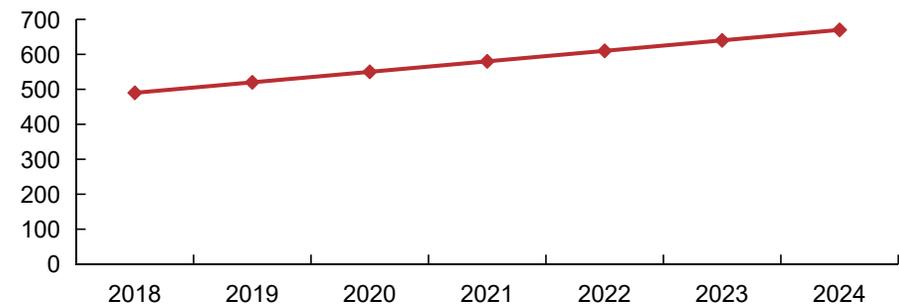
图表：我国城镇单位就业人员年平均工资（元）



图表：我国城乡居民社保参保人数（万人）



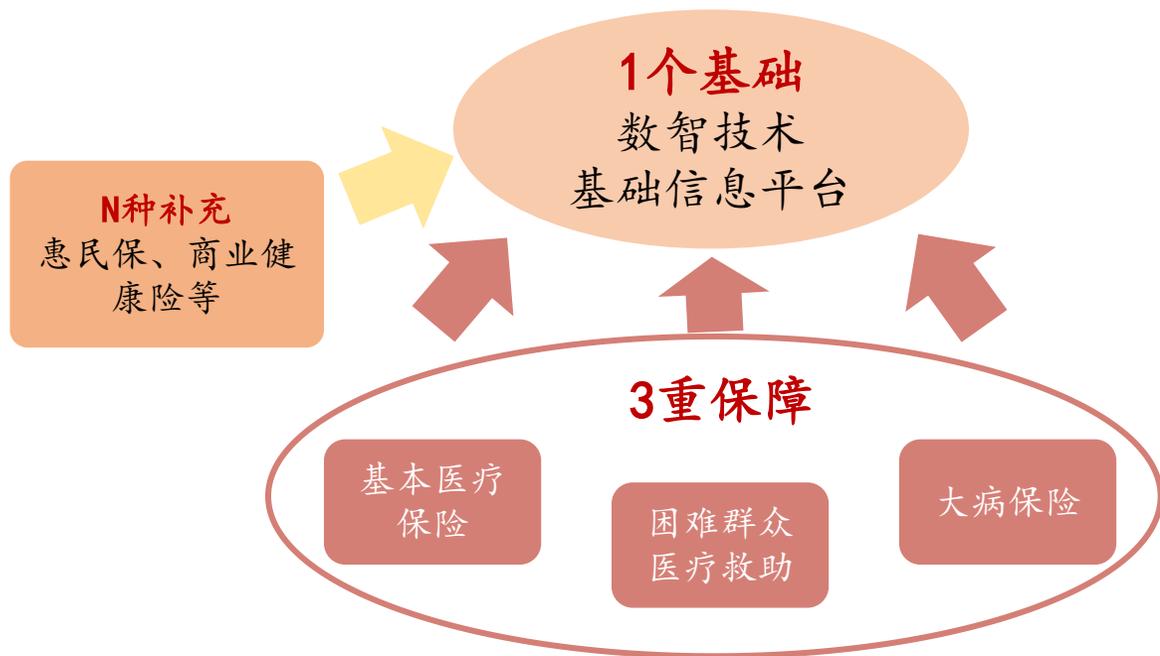
图表：我国居民医保人均财政补助标准（元）



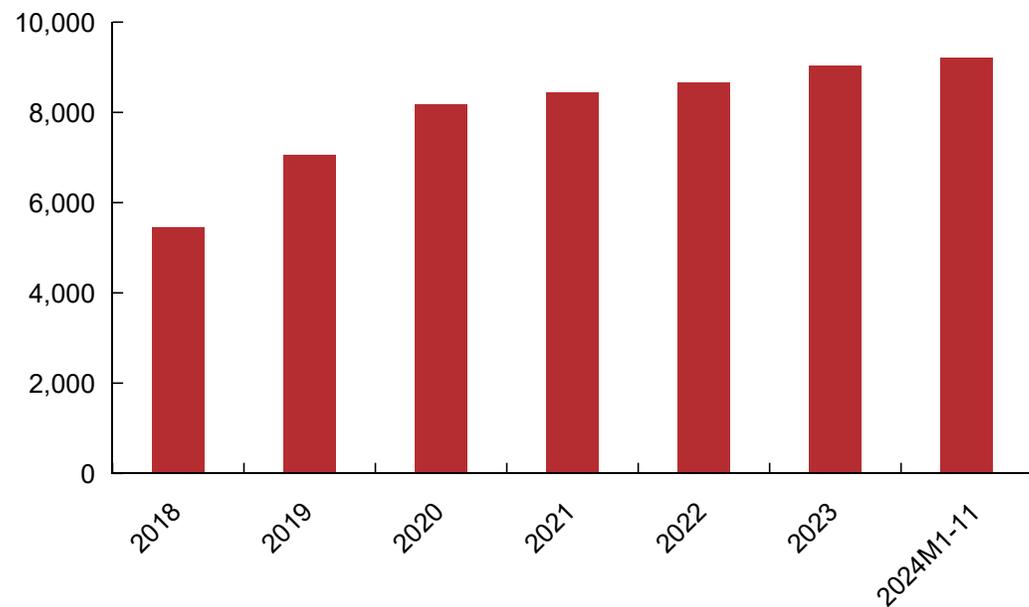
### ■ 基本医保稳健增长，商保蓄势待发

- 2024年医保局提出健全“1+3+N”多层次医疗保障体系，通过积极推动数智技术、提供基础信息平台，完善基本医疗保障的体系，构建多层次医疗保障体系。基本医疗保险满足基本健康需求，“N”来满足多样的、差异的、快速变化的医疗健康保障需求，共同推动行业高质量发展。
- 商业健康保险作为基本医保的重要补充，近几年得到了快速发展。2018-2023年收入CAGR为10.6%，2024年前11个月累计收入为9220亿元，同比增长8.5%。我们预计，2025年医保局将进一步推动商保的发展，丰富多元化的支付体系。

图表：“1+3+N”多层次医疗保障体系



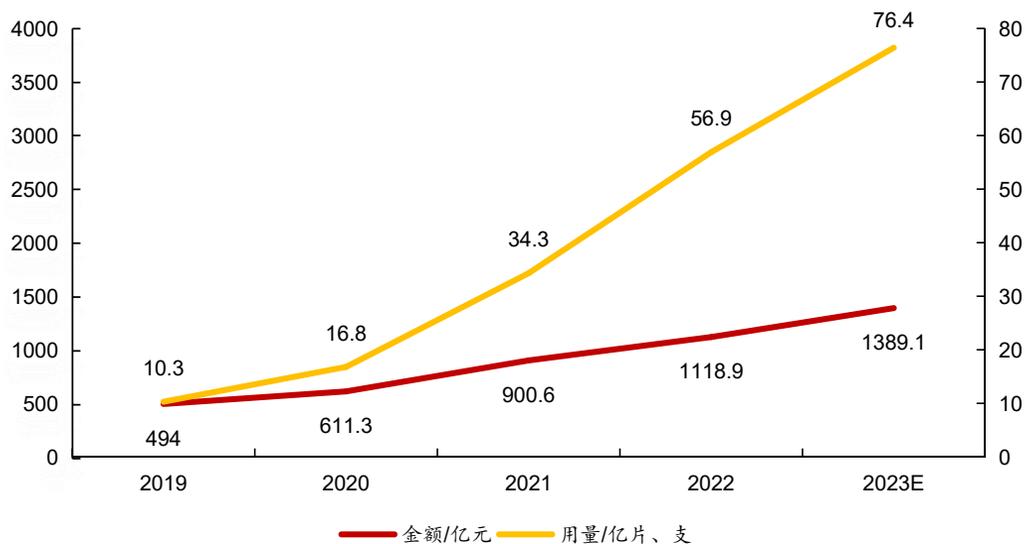
图表：我国历年健康险保费收入（亿元）



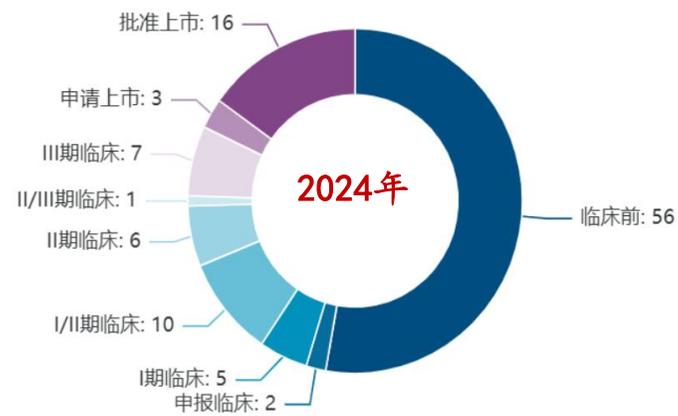
## ■ 创新：腾笼换鸟，中国创新药产业强势崛起

- 工程师红利推动我国制药行业的创新转型进入加速追赶阶段，对全球新药创制的贡献正在实现从“精益仿制”到“渐进性创新”的转变，全球竞争力正在逐步扩大。
- 在创新鼓励政策的加持下，国谈创新药实现“费量双增”，从2019年的494亿元升至2023年的1389.1亿元，增加了1.8倍。用量从10.3亿片/支增加至76.4亿片/支，增加了6.4倍，国内创新药具备一定规模，正在加速完成对仿制药的“腾笼换鸟”。
- 在出海方面，中国创新药企业亦是硕果累累，2024年创新药授权出海超过100个，其中临床前项目占据一半，凸显了中国创新药在全球范围的研发实力。

图表：国谈药品金额与用量变化



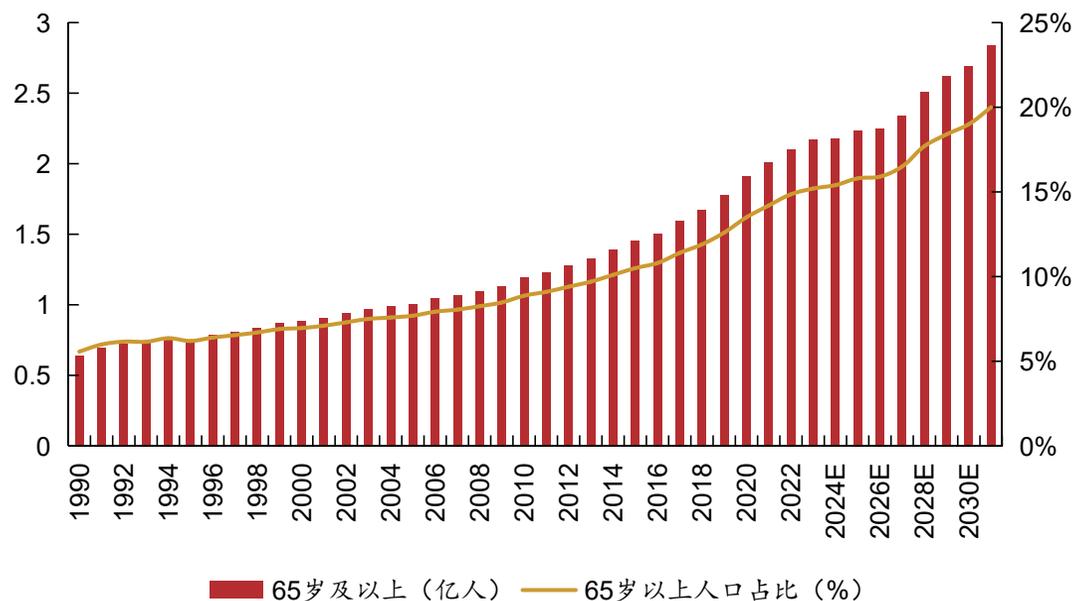
2024年国产新药授权出海各研发阶段数量(交易时)



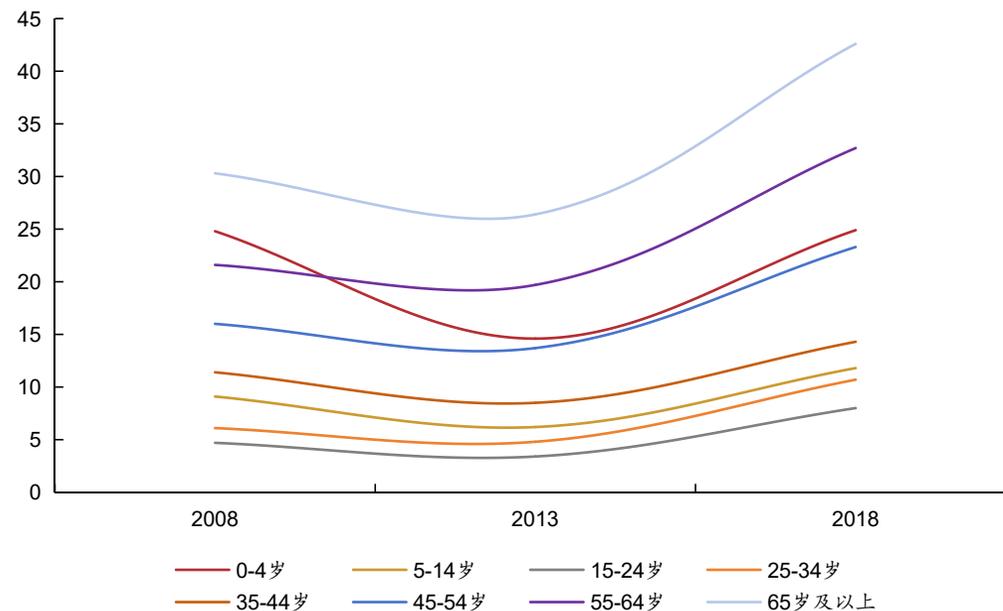
## ■ 老龄化：中国进入老龄化加速阶段，医疗需求潜力强劲。

➤ 我国第二次婴儿潮人口陆续步入老年，2021-2050年期间我国将处于加速老龄化阶段。2013-2023年我国65岁以上人口占比已经由9.7%增长至15.2%，预计2031年占比将达到20%，对应约2.8亿人口，带来较大的医疗需求。不同年龄段居民两周就诊率来看，2008-2018年10年间，65岁及以上患者就诊率大幅提升。

图：1990-2031中国65岁及以上人口及占比



图：不同年龄段居民两周就诊率 (%)



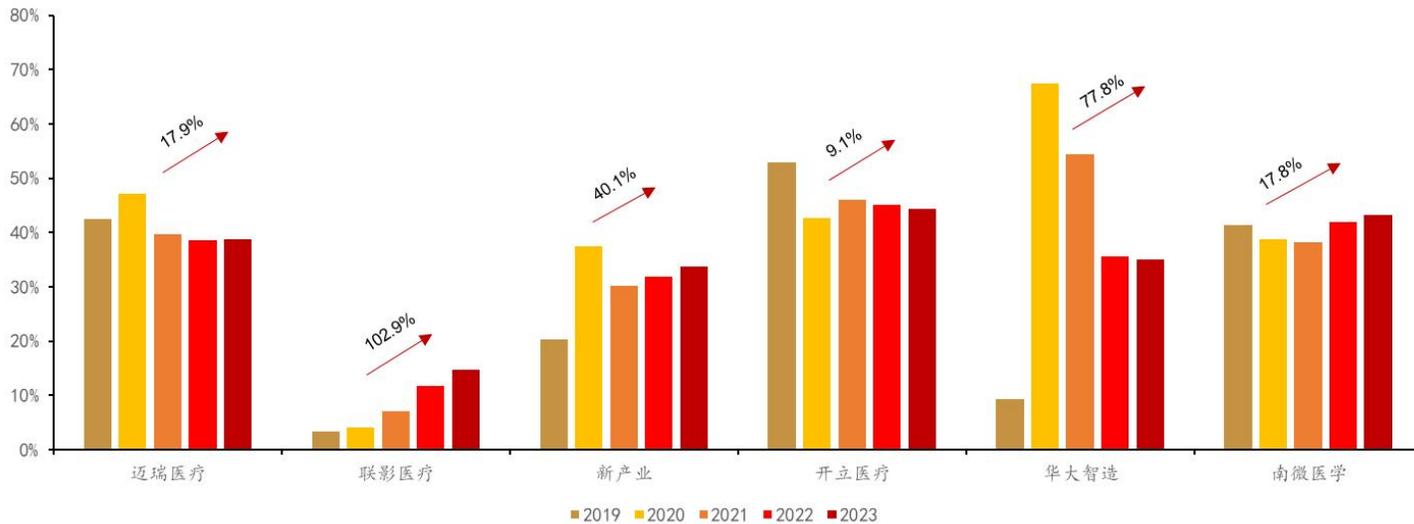


## 1.2 展望：2025年边际改善可期，看好结构性机会

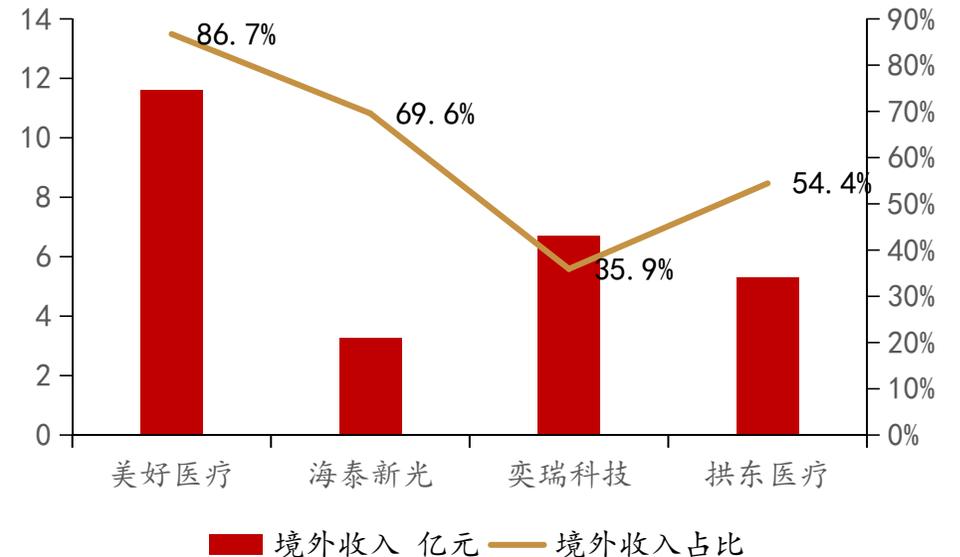
### ■ 出海：中国制造崛起，掘金全球市场

- 2019-2023年，处于不同器械赛道的新产业、华大智造和南微医学，海外销售额相继突破10亿元水平，其中新产业、华大智造海外收入复合年增速分别达到40.1%和77.8%，且海外占整体收入比例呈现稳步提升态势，国产医疗器械海外全面加速突破。
- 国内医疗器械CDMO以全球知名品牌为主，对上游供应商遴选标准较高，普遍需要较长考察、验证周期，一旦确认合作，粘性较高，带动稳定订单。2023年，美好医疗、海泰新光、拱东医疗等公司持续实现境外稳定销售，其中美好医疗境外收入占比高达86.72%，通过与全球头部品牌深度绑定，实现产品全球销售。

图：2019-2023年部分医疗器械公司海外收入占比及收入复合增速



图：2023年部分供应链公司境外收入及占比(亿元)



- 1、复盘&展望：医药处于历史低位，2025年边际改善可期
  - 1.1 复盘：医改已至深水区，二级市场指标处于历史低位
  - 1.2 展望：2025年边际改善可期，看好结构性机会
- 2、中国创新强势崛起，加速打开国际视野
  - 2.1 2024年中国创新药硕果累累，国内政策支持信号积极
  - 2.2 工程师人才红利显著，全球竞争力显著提升
  - 2.3 传统药企华丽转身，Biotech/Biopharma进入商业化阶段
  - 2.4 创新产业链：海外投融资持续复苏，龙头韧性较强
- 3、老龄化诊疗需求确定性较高，银发健康长坡厚雪
  - 3.1 中国老龄人口加速趋势显著，带动相关疾病诊疗量增长
  - 3.2 中药：文化瑰宝，长坡厚雪
  - 3.3 家用器械：新品类，新机遇
- 4、中国制造崛起，出海潜力可期
  - 4.1 国产器械崭露头角，全球竞争力日益提升
  - 4.2 供应链能力突出，2025年业绩有望显著改善
- 5、风险提示



## ■ 创新药行业：工程师红利助力中国企业打造全球竞争力，2024年中国创新药硕果累累

- 国产新药研发已走过早期研发阶段，license-out加速。工程师红利推动我国制药行业的创新转型进入加速追赶阶段，实现从“精益仿制”到“渐进性创新”的转变，全球竞争力正在逐步扩大，大额出海授权不断，例如科伦博泰的SKB264、百利天恒的BL-B01D1、康方生物的AK112等，均以高价授权出海。基于中国创新力量的崛起，MNC收购国内资产大有临床阶段前移的趋势，并且交易目光更发散到未满足的临床需求领域，建议关注**热景生物、科兴制药**等。
- 创新药获批数量不断提升，新兴热门技术研发位于全球前列，持续出海可期。2024年中国共有163款新药首次获批上市，其中国产新药首次获批88款，占比54%。2024年共有123款国产新药首次申报上市。国内药企相关创新技术平台逐渐成熟，中国企业研发阶段处于IND→NDA的细胞疗法、ADC、双抗、溶瘤病毒管线数量位于全球首位，为中国企业持续高质量出海奠定基础。
- 政策积极支持创新药，腾笼换鸟效果显著。2024年国家及地方政府相继出台创新药支持政策，从“研发、临床、上市、应用”全链条、体系化推进，政策利好有望推动创新药实质性向上发展，此外，各地方也相继出台相关政策，强调商业保险支付的重要性，创新药需要多元支付机制。通过国谈形式，创新药实现“费量双增”，从2019年的494亿元升至2023年的1389.1亿元，增加了1.8倍。用量从10.3亿片/支增加至76.4亿片/支，增加了6.4倍。

## ■ 传统药企华丽转身，Biotech/Biopharma进入商业化阶段

- 方向1：传统药企转型，成果积极。创新收入占比快速提升，集采影响显著弱化，开启新一轮成长。诸如恒瑞、翰森、中国生物制药等公司收入结构已显著改善，夯实新一轮成长曲线。同时出海兑现提供短期业绩弹性，打开中长期空间。推荐**恒瑞医药、翰森制药、海思科、信立泰、泰恩康**，建议关注**中国生物制药、华东医药、东诚药业、康弘药业、广生堂**等。
- 方向2：BioPharma显著放量，盈利趋势显著。头部biopharma通过第一批产品集群在细分领域占据主导优势，产品快速商业化。整体业绩高速增长，后续管线梯度储备完善。海外销售业绩亮眼，业绩想象空间较为可观，头部企业盈利趋势显著。推荐**康方生物、和黄医药、信达生物**，建议关注**百济神州**等。
- 方向3：Biotech商业化兑现在即。部分典型Biotech的核心品种，如泽璟制药凝血酶/JAK、科伦博泰SKB264、康诺亚CM310均处于上市初期或即将上市阶段，产品竞争优势明显，上市后有望快速放量，并且拥有可持续的在研管线。推荐**科伦博泰、康诺亚、泽璟制药、智翔金泰**，建议关注**百利天恒、迪哲医药**等。

## ■ 创新产业链经历几年调整周期，有望迎来反转

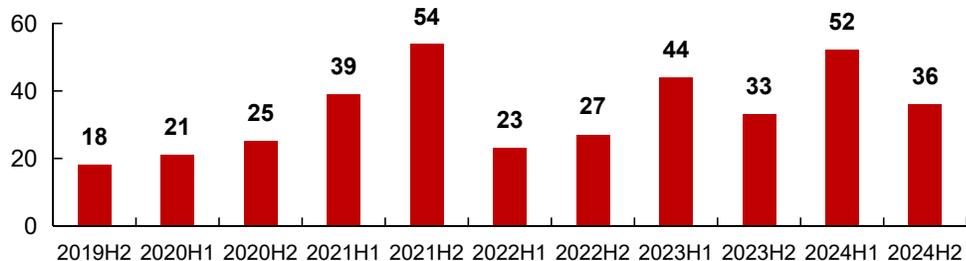
- 全球进入降息周期，国内供给端近几年有所出清，行业或有望迎来反转。随着海外降息周期开启，海外生物医药投融资有望持续回暖，我们预计部分公司海外业务有改善空间，部分公司海外业务经营趋势向好。且国内创新产业内经历过去几年供给端产能出清，未来产能利用率有望改善，带动行业进入底部向上周期。建议关注：**药明康德、药明生物、康龙化成、泰格医药、百普赛斯、药康生物、毕得医药、皓元医药、奥浦迈**等。

## 2.1 2024年中国创新药硕果累累，国内政策支持信号积极

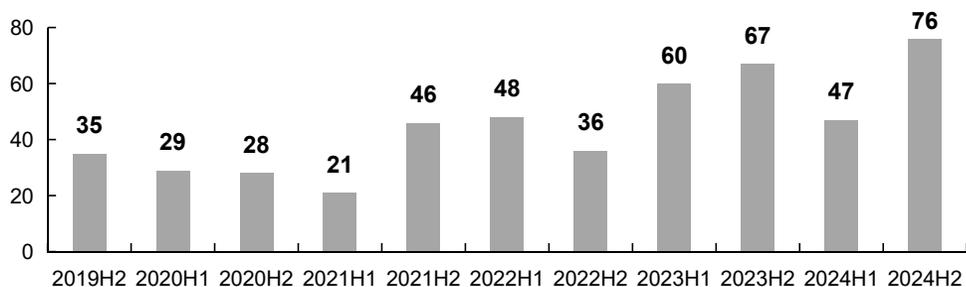
### ■ 创新药获批数量不断提升，新兴热门技术研发位于全球前列

- 2024年，中国已获批163款新药(创新药+微创新+类似药)，总数量上再创新高，其中国产新药获批88款，占比54%。2024年，123款国产新药首次申报上市。
- 得益于国内药企近些年研发持续投入，相关创新技术平台逐渐成熟，例如ADC、细胞疗法、双抗等创新管线数量占比已接近半数。

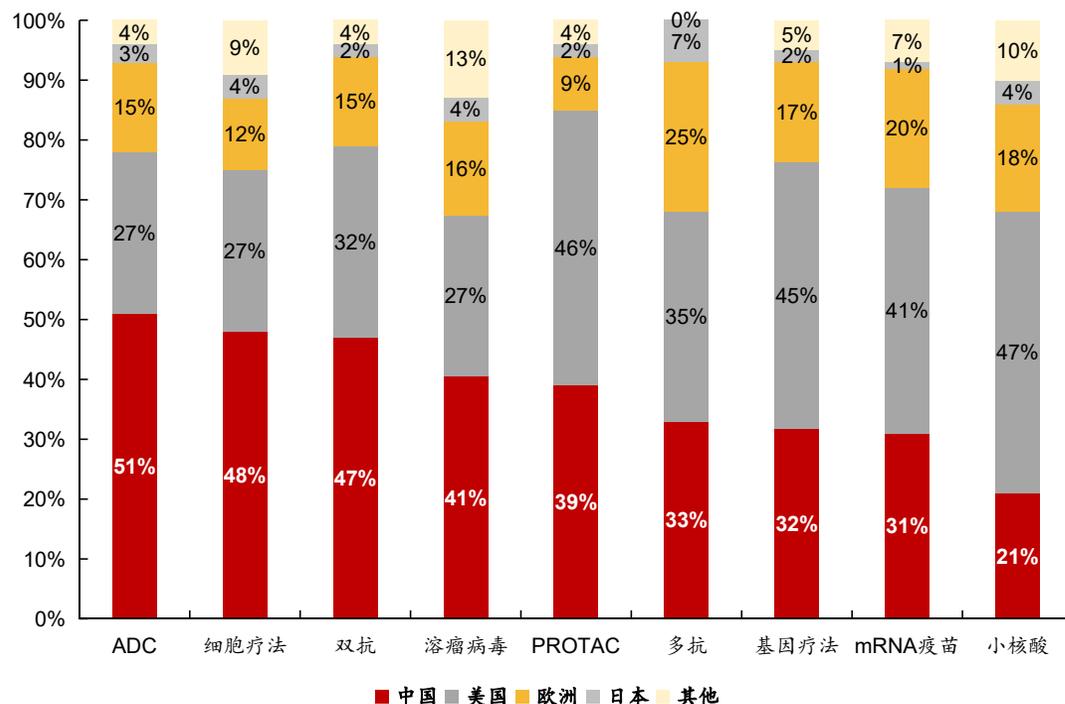
图表：2019-2024年首次上市国产新药数量变化(单位/个)



图表：2019-2024年首次申报上市国产新药数量变化(单位/个)



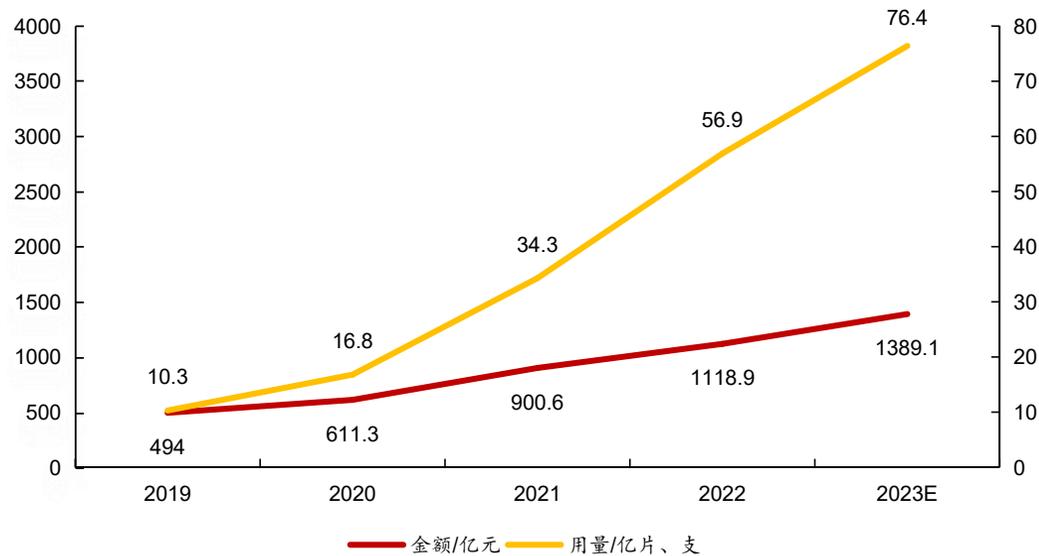
图表：全球在研创新药新兴疗法管线数量占比 (数据截至2024.12.14)



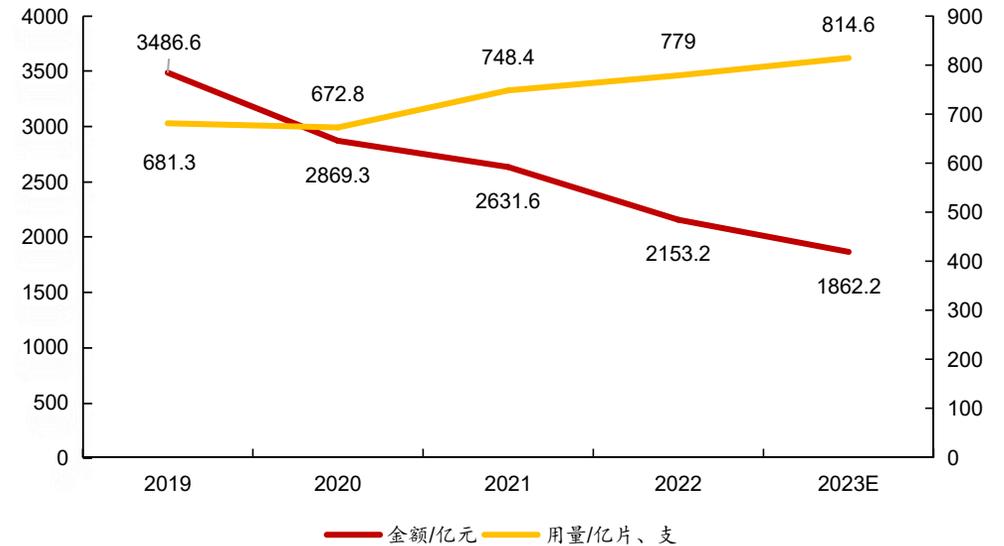
### ■ 腾笼换鸟效果明显，国谈品种增长显著

- 近几年，中国创新药的支持和仿制药的集采形成了鲜明对比，创新药和仿制药的“腾笼换鸟”效果显著。
- 通过国谈形式，创新药实现“费量双增”，从2019年的494亿元升至2023年的1389.1亿元，增加了1.8倍。用量从10.3亿片/支增加至76.4亿片/支，增加了6.4倍。

图表：国谈药品金额与用量变化



图表：国采仿制药金额与用量变化



## ■ 政策支持信号显著，利好行业持续向上发展

- 2024年国家及地方政府相继出台创新药支持政策，从“研发、临床、上市、应用”全链条、体系化推进，政策利好有望推动创新药实质性向上发展，具备真正创新实力的创新药企业及相关产业链公司有望迎来加速发展。
- 国家政策大力支持建立多层次医疗保障体系，多次在纲领性文件中强调其重要性。此外，各地方也相继出台相关政策，强调商业保险支付的重要性，创新药需要多元支付机制。

图表：近三年国家层面出台创新药行业政策列表

| 时间       | 部门          | 政策文件名称                      | 重点内容  | 政策类型  |
|----------|-------------|-----------------------------|---|-------|
| 2024年3月  | 国家发改委联合多部门  | 《全链条支持创新药方案》                | 从研发、审批、进院、支付、投融资五大核心环节对创新药给予全链条的支持。打通政策堵点，加快创新药获批上市，加速创新药商业化进程，促进创新药企形成自我造血功能，全面推动企业发力原始创新  | 征求意见稿 |
| 2023年8月  | 国务院办公厅      | 《医药工业高质量发展行动计划(2023-2025年)》 | 要着力提高医药工业和医疗装备产业韧性和现代化水平，增强高端药品、关键技术和原辅料等供给能力，加快补齐我国高端医疗装备短板。要着眼医药研发创新难度大、周期长、投入高的特点，给予全链条支持，鼓励和引导龙头医药企业发展壮大，提高产业集中度和市场竞争力                                | 引导类   |
| 2023年4月  | 国家药监局药品审评中心 | 《药审中心加快创新药上市许可申请审评工作规范(试行)》 | 以“早期介入、研审联动、滚动提交”等形式，进一步加快创新药的研发进程，完善创新药审评体系建设，鼓励儿童用药、罕见病用药创新研发进程，加快创新药品审评审批速度  | 指导类   |
| 2022年4月  | 国务院办公厅      | 《“十四五”国民健康规划》               | 鼓励新药研发创新和使用，加快临床急需重大疾病治疗药物的研发和产业化，支持优质仿制药研发。深化药品医疗器械审评审批制度改革，对符合要求的创新药、临床急需的短缺药品和医疗器械、罕见病治疗药品等，加快审评审批。强化对经济实惠的精神疾病药物和长效针剂的研发攻坚                            | 引导类   |
| 2022年1月  | 国务院办公厅      | 《“十四五”市场监管现代化规划》            | 完善创新药物、创新疫苗、医疗器械等快速审评审批机制，加快临床急需和罕见病治疗药品、医疗器械审评审批。建立国家药物医疗器械创新协作机制，加强对重大创新药研发的指导  | 引导类   |
| 2021年12月 | 工信部等九部门     | 《“十四五”医药工业发展规划》             | 一是加快产品创新和产业化技术突破，促进医药工业发展向创新驱动转型。二是提升产业链稳定性和竞争力，维护产业链供应链稳定畅通。三是增强供应保障能力，强化重点产品保障能力，提高保障质量和水平。四是推动医药制造能力系统升级，提高全行业质量效益和核心竞争力。五是创造国际竞争新优势，更高水平融入全球创新网络和产业体系 | 引导类   |

图表：支持创新药多元化支付相关政策

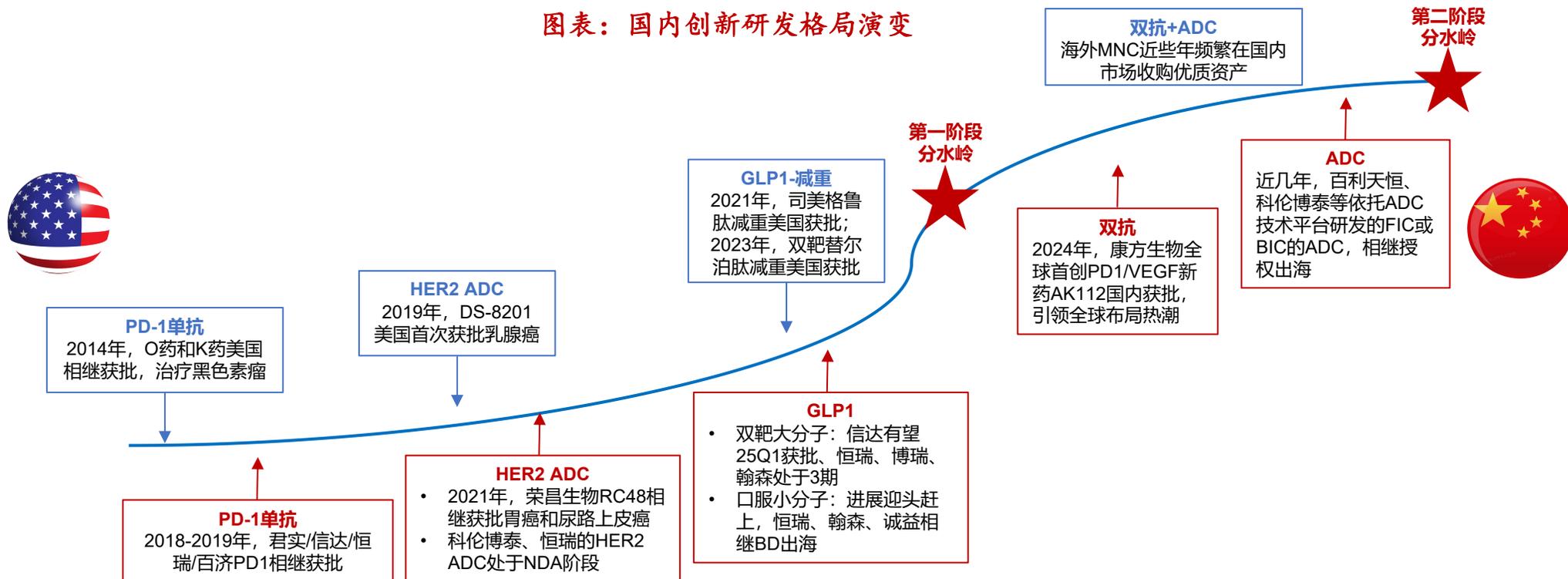
| 部门   | 文件名称                              | 发布时间     | 主要内容   |
|------|-----------------------------------|----------|--|
| 国家层面 | 《关于深化医疗保障制度改革的意见》                 | 2020年3月  | 力争到2030年，全面建成以基本医疗保险为主体，医疗救助为托底，补充医疗保险、商业健康保险、慈善捐赠、医疗互助共同发展的多层次医疗保障制度体系。                     |
|      | 《“十四五”国民健康规划》                     | 2022年4月  | “鼓励保险机构开展管理式医疗试点，建立健康管理组织，提供健康保险、健康管理、医疗服务、长期照护等服务”、“搭建高水平公立医院及其特需医疗部分与保险机构的对接平台，促进医、险定点合作”。 |
|      | 《关于印发深化医药卫生体制改革2023年下半年重点工作任务的通知》 | 2023年7月  | “发展商业医疗保险，重点覆盖基本医保不予支付的费用”，对商业健康险的覆盖内容提出明确要求。  |
|      | 《深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务》           | 2024年6月  | 提出“发展商业健康保险。推动商业健康保险产品扩大创新药支付范围”。  |
|      | 《全链条支持创新药发展实施方案》                  | 2024年7月  | 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。                          |
| 省市地方 | 《北京市支持创新医药高质量发展若干举措(2024年)》       | 2024年4月  | 努力拓展创新医药支付渠道，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。  |
|      | 《上海市进一步完善多元支付机制支持创新药械发展的若干措施》     | 2023年7月  | 推动创新药械多元支付机制形成。  |
|      | 《广州医保支持创新医药发展若干措施》                | 2024年5月  | 支持符合创新药品条件的医药企业随时向惠民保项目“穗岁康”承办机构提出申请纳入等。   |
| 保险行业 | 《关于进一步丰富人身保险产品供给的指导意见》            | 2021年10月 | 探索建立商业健康保险药品目录和诊疗项目目录。   |

### ■ 国产新药研发已走过早期研发阶段，正在迈入新周期

➤ 工程师红利推动我国制药行业的创新转型进入加速追赶阶段，实现从“精益仿制”到“渐进性创新”的转变，全球竞争力正在逐步扩大。

- ✓ **第一阶段：早期生存Fast follow和Me better。**国内药企通过Fast follow建立起早期创新管线，例如PD-1单抗等。随着研发体系逐步搭建成熟，通过结构或剂型改造研发一系列Me better类药物，例如GLP1类、成熟靶点ADC等。
- ✓ **第二阶段：以FIC/BIC双抗或ADC为代表，掀起研发热潮。**目前热门靶点的双抗或ADC热度已达顶峰，竞争格局已逐渐清晰。

图表：国内创新研发格局演变



### ■ 中国高创新性、高价值产品 license-out 不断出现

➤ 近些年，随着国内药企研发实力飞速提升，国产创新药具备全球竞争力，大额出海授权不断，例如科伦博泰的SKB264、百利天恒的BL-B01D1、康方生物的AK112等，均以高价授权出海。

图表：近年国产新药出海授权（部分）

| 交易时间       | 转让方    | 受让方         | 项目  | 总金额(百万)/美元 | 首付款(百万)/美元 | 里程碑(百万)/美元 |
|------------|--------|-------------|---|------------|------------|------------|
| 2024-12-18 | 翰森制药   | Merck & Co. | HS-10535(临床前)                                   | 2,012      | 112        | 1,900      |
| 2024-11-14 | 礼新医药   | Merck & Co. | LM-299(I/II期临床)                                 | 3,288      | 588        | 2,700      |
| 2024-10-29 | 恩沐生物   | GSK         | CMG1A46(I/II期临床)                                | 850        | 300        | 550        |
| 2024-10-17 | 百裕制药   | Novartis    | 一款小分子抗肿瘤药物                                      | 1,170      | 70         | 1,100      |
| 2024-10-07 | 石药集团   | AstraZeneca | YS2302018(临床前)                                  | 2,020      | 100        | 1,920      |
| 2024-08-09 | 同润生物   | Merck & Co. | CN201(I/II期临床)                                  | 1,300      | 700        | 600        |
| 2024-08-01 | 宜明昂科   | Instil Bio  | IMM2510(II期临床); IMM27M(I期临床)                    | 2,150      | 10         | 2,140      |
| 2024-07-23 | 三迭纪    | BioNTech    | 3D打印药物技术  | 1,210      | 10         | 1,200      |
| 2024-06-14 | 亚盛医药   | Takeda      | 奥雷巴替尼(批准上市)                                     | 1,375      | 100        | 1,200      |
| 2024-06-13 | 明济生物   | AbbVie      | FG-M701(临床前)                                    | 1,710      | 150        | 1,560      |
| 2024/6/14  | 亚盛医药   | Takeda      | 奥雷巴替尼(批准上市)                                     | 1,375      | 100        | 1,200      |
| 2024/5/16  | 恒瑞医药   | Hercules CM | HRS-7535(II期临床); HRS9531(III期临床); HRS-4729(临床前) | 6,035      | 100        | 5,935      |
| 2023/12/20 | 翰森制药   | GSK         | HS-20093(II期临床)                                 | 1,710      | 185        | 1,525      |
| 2023/12/15 | 和铂医药   | Seagen      | HBM9033(申报临床)                                   | 1,103      | 53         | 1,050      |
| 2023/12/11 | 百利天恒   | BMS         | 伦康依隆妥单抗(III期临床)                                 | 8,400      | 800        | 7,600      |
| 2023/11/13 | 传奇生物   | Novartis    | LB2102(I期临床); 靶向DLL3的CAR-T疗法                    | 1,110      | 100        | 1,010      |
| 2023/10/30 | 恒瑞医药   | Merck KGaA  | HRS-1167(I期临床); SHR-A1904(I/II期临床)              | 1,515      | 171        | 1,290      |
| 2023/10/20 | 翰森制药   | GSK         | HS-20089(II期临床)                                 | 1,570      | 85         | 1,485      |
| 2023/8/14  | 恒瑞医药   | Aiolos Bio  | SHR-1905(II期临床)                                 | 1,050      | 22         | 1,029      |
| 2023/2/23  | 康诺亚    | AstraZeneca | CMG901(I期临床)                                    | 1,188      | 63         | 1,125      |
| 2023/1/23  | 和黄医药   | Takeda      | 呋喹替尼(批准上市)                                      | 1,130      | 400        | 730        |
| 2022/12/6  | 康方生物   | Summit      | 依沃西单抗(III期临床)                                   | 5,000      | 500        | 0          |
| 2022/7/28  | 石药集团   | Elevation   | SYSA1801(I期临床)                                  | 1,195      | 27         | 1,168      |
| 2022/5/16  | 科伦博泰生物 | Merck & Co. | 芦康沙妥珠单抗(III期临床)                                 | 1,410      | 47         | 1,363      |
| 2021/8/9   | 荣昌生物   | Seagen      | 维迪西妥单抗(批准上市)                                    | 2,600      | 200        | 2,400      |
| 2017/12/21 | 传奇生物   | 强生          | 西达基奥仑赛(I/II期临床)                                 | 1,700      | 350        | 1,350      |

## 2.2 工程师人才红利显著，全球竞争力显著提升

### ■ 出海逻辑已验证，庞大增量市场，蓄势待发

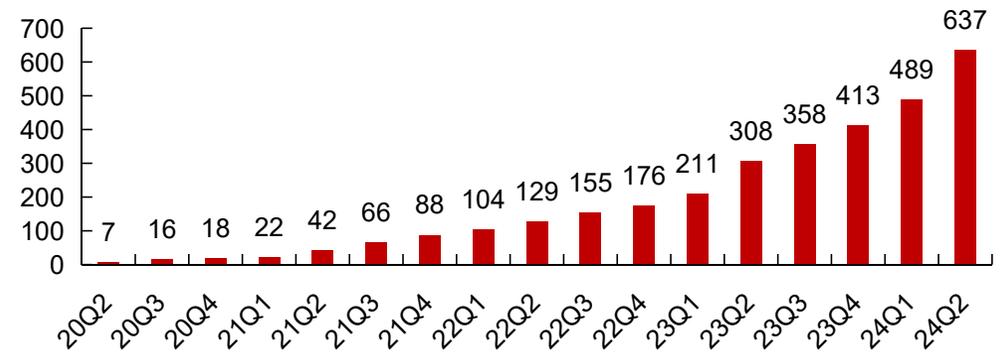
- License out: 以味喹替尼为例，深度绑定MNC，对于后续临床开发、海外药监部门沟通、生产+销售等方面具有一定保障。
- 独立运营/组建海外商业化团队: 以百济神州为例，中国药企可以掌控海外市场研发、商业化运营全流程，独享商业化收益。

图表：海外已获批/上市申请阶段的国产创新药

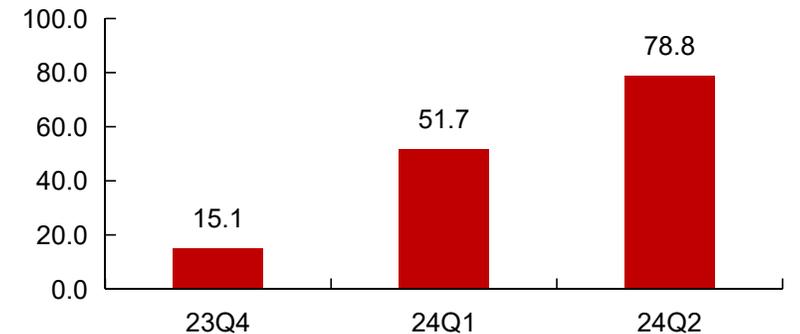
| 药品名称    | 类别  | 靶点             | 研发机构                 | 疾病               | 美国研发阶段 | 美国开始日期     |
|---------|-----|----------------|----------------------|------------------|--------|------------|
| 替雷利珠单抗  | 创新药 | PD1            | 百济神州(原研);            | 食管鳞状细胞癌          | 批准上市   | 2024-03-14 |
|         |     |                |                      | 胃癌               | 申请上市   | 2024-02-27 |
| 恩沙替尼    | 创新药 | c-Met;ROS1;ALK | 贝达药业(原研);Xcovery(原研) | 非小细胞肺癌           | 批准上市   | 2024-12-19 |
| 瑞欣妥     | 微创新 | 5-HT2A;D2      | 绿叶制药(原研)             | 精神分裂症            | 批准上市   | 2023-01-15 |
|         |     |                |                      | I型双相情感障碍         | 批准上市   | 2023-01-15 |
| 特瑞普利单抗  | 创新药 | PD1            | Coherus;君实生物(原研)     | 鼻咽癌              | 批准上市   | 2023-10-27 |
| 西达基奥仑赛  | 创新药 | BCMA           | 传奇生物(原研);J & J       | 多发性骨髓瘤           | 批准上市   | 2022-02-28 |
| LY03010 | 微创新 | 5-HT2A;D2      | 绿叶制药(原研)             | 精神分裂症            | 批准上市   | 2024-07-28 |
|         |     |                |                      | 双相情感障碍           | 批准上市   | 2024-07-28 |
| 本维莫德    | 创新药 | AhR            | 天济医药(原研);Merck & Co. | 斑块状银屑病           | 批准上市   | 2022-05-24 |
|         |     |                |                      | 特应性皮炎            | 批准上市   | 2024-12-16 |
| 味喹替尼    | 创新药 | VEGFR1/2/3     | 礼来;Takeda;和黄医药(原研)   | 结直肠癌             | 批准上市   | 2023-11-08 |
|         |     |                |                      | 套细胞淋巴瘤           | 批准上市   | 2019-11-14 |
|         |     |                |                      | 慢性淋巴细胞白血病        | 批准上市   | 2023-01-19 |
|         |     |                |                      | 小淋巴细胞性淋巴瘤        | 批准上市   | 2023-01-19 |
|         |     |                |                      | 华氏巨球蛋白血症         | 批准上市   | 2021-09-01 |
| 泽布替尼    | 创新药 | BTK            | 百济神州(原研)             | 边缘区淋巴瘤           | 批准上市   | 2021-09-14 |
|         |     |                |                      | 滤泡性淋巴瘤           | 批准上市   | 2024-03-07 |
|         |     |                |                      | 化疗引起中性粒细胞减少症     | 批准上市   | 2023-11-17 |
| 艾贝格司亭α  | 创新药 | G-CSF          | 正大天晴;亿一生物(原研)        | 化疗引起中性粒细胞减少症     | 批准上市   | 2023-11-17 |
| 舒沃替尼    | 创新药 | EGFR exon 20   | 迪哲医药(原研)             | 非小细胞肺癌           | 申请上市   | 2024-11-08 |
| 卡瑞利珠单抗  | 创新药 | PD1            | Elevar;恒瑞医药(原研)      | 肝细胞癌             | 申请上市   | 2023-05-17 |
| 维卡格雷    | 创新药 | P2Y12 receptor | 中国药科大学;威凯尔(原研)       | 急性冠脉综合征;血栓;缺血性卒中 | 申请上市   | 2024-01-03 |

资料来源：武田制药财报，和黄医药2024中期业绩材料，百济神州官网，医药魔方等，华源证券研究所

图表：泽布替尼全球收入/百万美元



图表：味喹替尼美国销售/百万美元



### ■ 星辰大海待兑现，原研新药国际化开拓潜力大

➤ 众多高价值高潜力品种处于海外临床3期阶段，且多为First-in-class或Best-in-class品种，海外销售想象空间大。

图表：处于海外III期临床阶段的国产新药（部分）

| 药品名称        | 药品类别一 | 作用机制             | 研发机构                         | 疾病            | 中国研发阶段    | 中国阶段开始日期   | 美国研发阶段    | 美国阶段开始日期   |
|-------------|-------|------------------|------------------------------|---------------|-----------|------------|-----------|------------|
| 赛沃替尼        | 创新药   | c-Met抑制剂         | AstraZeneca;和黄医药(原研)         | 非小细胞肺癌        | 批准上市      | 2021-06-22 | III期临床    | 2022-03-02 |
| 奥雷巴替尼       | 创新药   | Bcr-Abl T315I抑制剂 | 信达生物;亚盛医药                    | 慢性髓系白血病       | 批准上市      | 2021-11-25 | III期临床    | 2024-05-21 |
| 谷美替尼        | 创新药   | c-Met抑制剂         | Taiho;海和药物                   | 非小细胞肺癌        | 批准上市      | 2023-03-08 | III期临床    | 2024-11-19 |
| 泰它西普        | 创新药   | TACI-Fc融合蛋白      | 荣昌生物(原研)                     | 系统性红斑狼疮、重症肌无力 | 批准上市      | 2021-03-09 | III期临床    | 2022-04-01 |
| 芦康沙妥珠单抗     | 创新药   | TROP2 ADC        | Merck & Co.;科伦博泰(原研)         | 非小细胞肺癌、乳腺癌等   | 批准上市      | 2024-11-27 | III期临床    | 2023-11-15 |
| 依沃西单抗       | 创新药   | PD1/VEGF双特异性抗体   | Summit Therapeutics;康方生物(原研) | 非小细胞肺癌        | III期临床    | 2023-04-26 | III期临床    | 2023-06-12 |
| 伏美替尼        | 创新药   | EGFR T790M抑制剂    | 艾力斯(原研);ArriVent Biopharma   | 非小细胞肺癌        | III期临床    | 2022-11-07 | III期临床    | 2022-11-07 |
| 阿美替尼        | 创新药   | EGFR T790M抑制剂    | 翰森制药(原研)                     | 非小细胞肺癌        | 批准上市      | 2020-03-17 | III期临床    | 2022-08-09 |
| 康替唑胺        | 创新药   | 噁唑烷酮类抗生素         | 盟科药业(原研)                     | 糖尿病足感染        | III期临床    | 2022-05-11 | III期临床    | 2022-05-11 |
| 维迪西妥单抗      | 创新药   | HER2 ADC         | Seagen(Pfizer);荣昌生物(原研)      | 尿路上皮癌         | 批准上市      | 2021-12-31 | III期临床    | 2023-06-22 |
| 力胜克拉        | 创新药   | Bcl-2抑制剂         | 亚盛医药(原研)                     | 骨髓增生异常综合征     | III期临床    | 2024-10-15 | III期临床    | 2024-10-15 |
| sonrotoclax | 创新药   | Bcl-2抑制剂         | 百济神州(原研)                     | 慢性淋巴细胞白血病     | III期临床    | 2023-10-10 | III期临床    | 2023-10-10 |
| CMG901      | 创新药   | CLDN18.2 ADC     | 康诺亚(原研);AstraZeneca;乐普生物(原研) | 胃癌            | III期临床    | 2024-03-07 | III期临床    | 2024-03-07 |
| ABP-671     | 创新药   | URAT1抑制剂         | 新元素医药(原研)                    | 高尿酸血症         | II/III期临床 | 2023-12-14 | II/III期临床 | 2023-04-18 |

## 2.2 工程师人才红利显著，全球竞争力显著提升

■ **国产新药授权节奏前移，紧跟MNC，关注中国新药早期价值资产：**国内创新药研发在新靶点挖掘、热点快速跟踪、BD交易出海等方面已积累十余年经验，我们发现近期MNC收购国内资产大有临床阶段前移的趋势，并且交易目光更发散到未满足的临床需求领域，因此我们认为二级资本市场关注度应紧跟产业端的交易趋势，把握相应投资机会。

■ **建议关注：热景生物、科兴制药等**

图表：2024年临床前阶段(交易时)出海授权的国产创新药

2023年国产新药授权出海各研发阶段数量(交易时)



2024年国产新药授权出海各研发阶段数量(交易时)



| 交易时间       | 转让方  | 受让方                 | 项目              | 靶点              | 总金额/<br>百万美元 | 首付款/<br>百万美元 | 权益地区           |
|------------|------|---------------------|-----------------|-----------------|--------------|--------------|----------------|
| 2024-12-18 | 翰森制药 | Merck & Co.         | HS-10535        | GLP-1R          | 2,012        | 112          | 全球             |
| 2024-12-16 | 岸迈生物 | Candid Therapeutics | t-cell engager  |                 | 1,000        | 0            | 全球             |
| 2024-12-16 | 诺纳生物 | Candid Therapeutics | t-cell engagers |                 | 320          | 0            | 全球             |
| 2024-12-04 | 映恩生物 | GSK                 | DB-1324         | not available   | 1,005        | 30           | 美国; 欧洲; 日本; 其他 |
| 2024-11-18 | 橙帆医药 | Avenzo Therapeutics | VBC103          | TROP2; nectin-4 | 800          | 50           | 美国; 欧洲; 日本; 其他 |
| 2024-11-07 | 维立志博 | Oblenio Bio         | LBL-051         | CD19; CD3; BCMA | 614          | 35           | 全球             |
| 2024-10-17 | 百裕制药 | Novartis            | 小分子抗肿瘤药物        |                 | 1,170        | 70           | 全球             |
| 2024-10-07 | 石药集团 | AstraZeneca         | YS2302018       | lipoprotein(a)  | 2,020        | 100          | 全球             |
| 2024-07-11 | 昱言科技 | Ipsen               | FS001           | not available   | 1,030        | 0            | 全球             |
| 2024-06-13 | 明济生物 | AbbVie              | FG-M701         | TL1A            | 1,710        | 150          | 全球             |
| 2024-06-05 | 康宁杰瑞 | ArriVent Biopharma  | ARR-421         | not available   | 616          | 0            | 美国; 欧洲; 日本; 其他 |
| 2024-05-23 | 和铂医药 | AstraZeneca         | 单抗              |                 | 604          | 19           | 全球             |
| 2024-05-17 | 嘉越医药 | Erasca              | JYP0015         | Ras             | 365          | 20           | 美国; 欧洲; 日本; 其他 |
| 2024-05-17 | 药明康德 | Erasca              | ERAS-4001       | KRAS            | 170          | 10           | 全球             |
| 2024-01-05 | 英矽智能 | Menarini            | MEN2312         | KAT6B; KAT6A    | 500          | 12           | 全球             |
| 2024-01-02 | 安锐生物 | AstraZeneca         | EGFR L858R变构抑制剂 | EGFR L858R      | 540          | 40           | 全球             |
| 2024-01-02 | 宜联生物 | Roche               | YL211           | c-Met           | 1,050        | 50           | 全球             |



## 2.2 工程师人才红利显著，全球竞争力显著提升

■ 积极关注25年新技术、新方向：重视TCE、口服自免、自体型CAR-T、异体通用型CAR-T、分子胶PROTAC等催化

### TCE

**TCE—血液瘤：**已有多款TCE双抗获批，覆盖BCMA、GPC5D、CD20和CD19等靶点，获批MM、DLBCL等血液瘤适应症。

**TCE—实体瘤：**面临安全性等痛点，但亦有突破，两款TCE双抗Tebentafusp和Tarlatamab获批实体瘤。

**TCE—自免：**在控制病情和减少副作用之间找到平衡，方向包括神经免疫、风湿免疫、肾病等，

### 口服自免

**强生IL-23R口服药物Icetrokinra：**治疗第16周时，与安慰剂组相比，Icetrokinra组患者达到PASI 90的比例显著更高（49.6% vs. 4.4%），实现IGA 0/1的比例也同样领先（64.7% vs. 8.3%）。此外安全性方面，Icetrokinra组与安慰剂组发生不良事件（AE）的患者比例相似，分别有49.3%和49.1%的患者在第16周出现治疗期间不良事件（TEAE）。

### CAR-T

**自体型CAR-T：**实体瘤方面，海外针对胶质母细胞瘤、乳腺癌等适应症已展开研究（II期）；自免方面，诺华已启动针对系统红斑性狼疮和狼疮性肾炎的II期临床试验。

**异体通用型CAR-T：**实体瘤方面，适应症已涵盖肾癌、胰腺癌、食管癌、肝癌等大瘤种（I/II期）；自免方面，主要针对系统性红斑狼疮（I期）。

### 分子胶

**分子胶—破解无法成药的难题：**诺和诺德、默克、罗氏等MNC积极布局分子胶领域，适应症包括肿瘤和神经系统疾病。代表性的分子胶药物包括来那度胺和泊马度胺。

**PROTAC—靶向蛋白降解治疗新手段：**诺华、辉瑞等MNC加速布局，诺华与PROTAC龙头企业Arvinas达成独家战略合作。

海外进展

国内映射

**国内TCE出海不断：**今年国内创新药企对外授权的合作已有9起，其中有6起涉及自免适应症。

**国内布局：**友芝友生物/正大天晴CD3/EPCAM(癌性腹水3期)、信达生物CLDN18.2/CD3(胰腺癌2期)、智翔金泰BCMA/CD3(多发性骨髓瘤2期)、泽璟制药CD3/DLL3/DLL3(小细胞肺癌1/2期)。

**益方生物D-2570：**治疗12周时，低、中、高三个剂量组中PASI 75应答率为85.0%-90.0%（安慰剂12.5%），PASI 90应答率为70.7%-77.5%（安慰剂5.0%），PASI 100应答率为39.0%-50.0%（安慰剂2.5%）。

**诺诚健华布局口服IL-17抑制剂：**临床前动物CIA模型中验证其有效性。

**自体型CAR-T：**科济生物、安捷生物、合源生物等紧随国际前沿，布局实体瘤与自免领域。

**异体通用型CAR-T：**来自邦耀生物的世界首例异体通用型CAR-T成功治疗自免疾病，相关研究成果已发表于《Cell》。

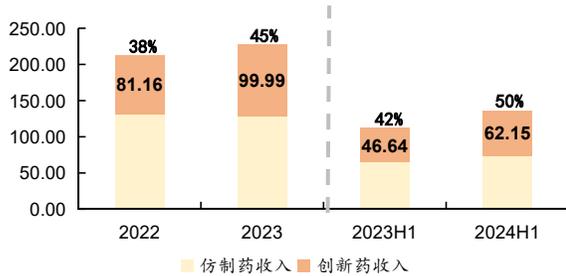
**分子胶：**国内分子胶药物紧随其后，包括格博生物的GLB-001布局髓系恶性肿瘤等（I期）。

**PROTAC：**海思科HSK29116（BTK-PROTAC）、HSK40118（EGFR-PROTAC）、HSK38008（AR-PROTAC）；百济神州BGB-16673（BTK-PROTAC）。

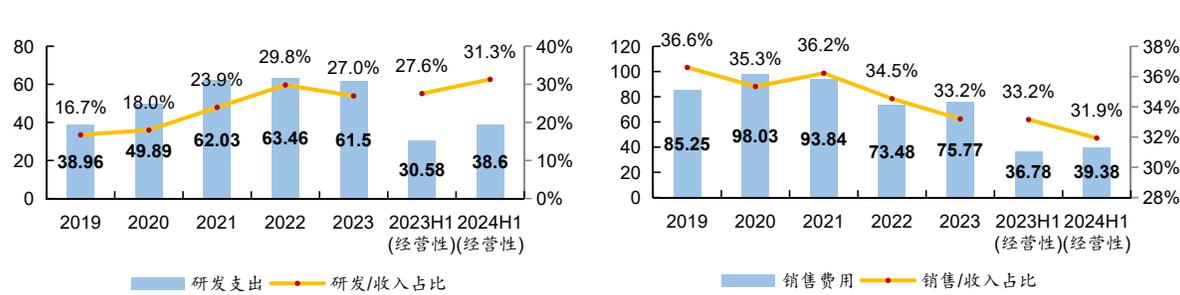
## 2.3 传统药企华丽转身，Biotech/Biopharma进入商业化阶段

- **传统Big pharma:** ①创新收入及占比快速提升。②费用端趋于平缓，利润有望加速释放。③强大商业化经验助力新品放量。
- **重点关注:** 恒瑞医药、翰森制药、中国生物制药等，看好长期产品周期逻辑。

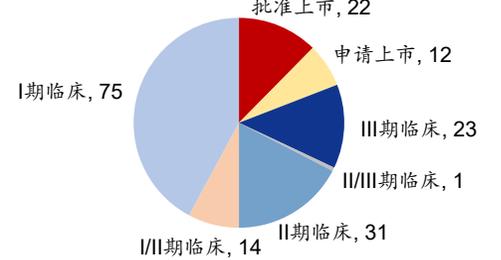
图表：恒瑞医药创新药收入及占比/亿元



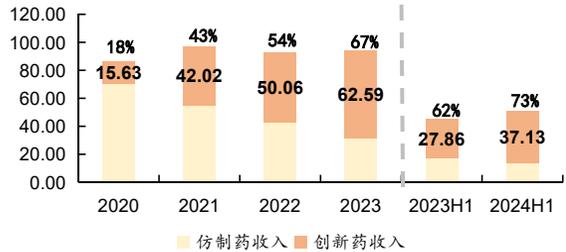
图表：恒瑞医药研发/销售费用及占比/亿元



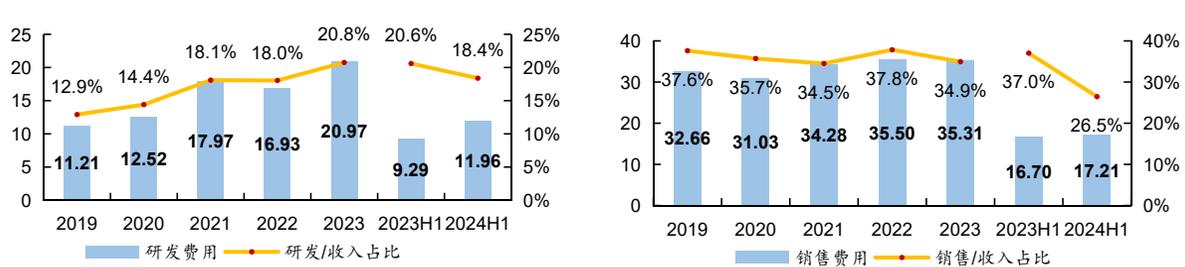
图表：恒瑞医药创新品种研发进展



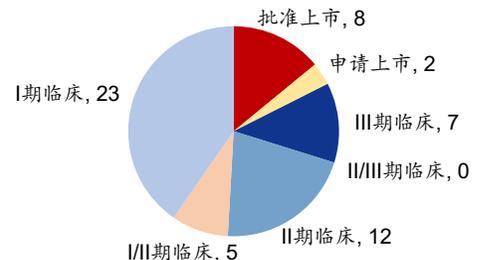
图表：翰森制药创新药收入及占比/亿元



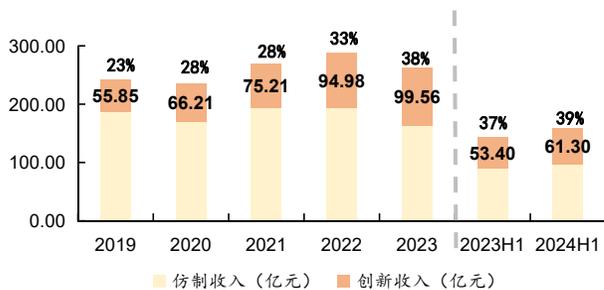
图表：翰森制药研发/销售费用及占比/亿元



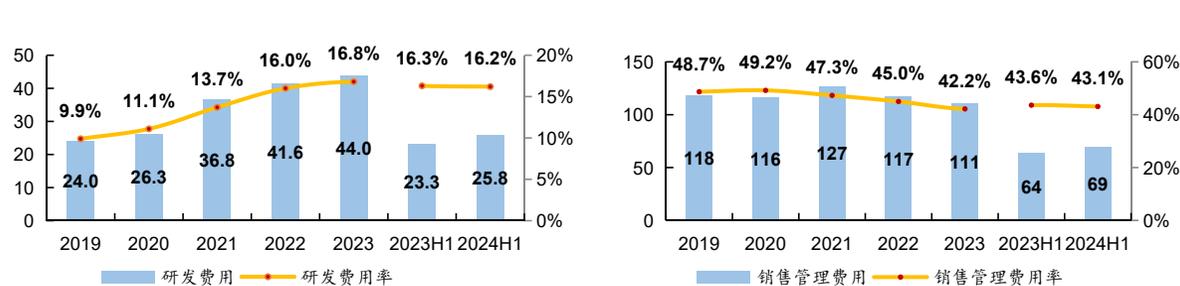
图表：翰森制药创新品种研发进展



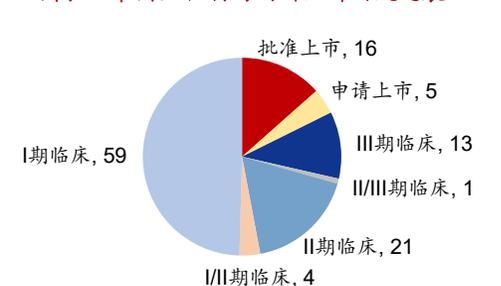
图表：中国生物制药创新药收入及占比/亿元



图表：中国生物制药研发/销售管理费用及占比/亿元



图表：中国生物制药创新品种研发进展



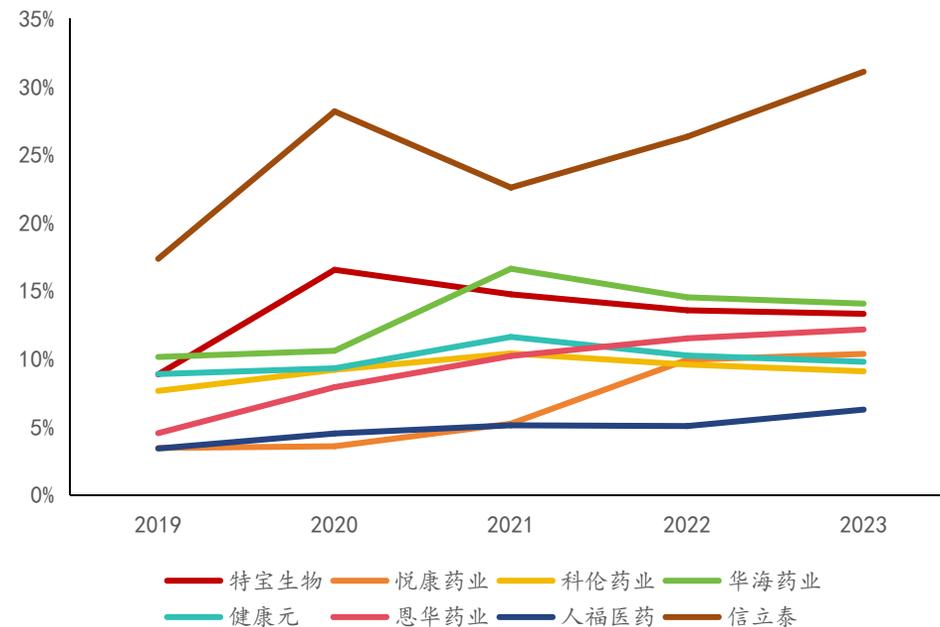
### ■ 研发支出持续加大，多家头部传统药企近几年研发投入过10亿

- 从研发投入的绝对值来看，国内部分头部药品公司的研发投入持续加大，如科伦药业、华海药业、健康元、人福医药、信立泰等公司近几年研发投入超过十亿元；
- 从研发投入占营收的比例来看，特宝生物、悦康药业、华海药业、恩华药业、信立泰等公司近几年研发投入占营收的比例超过10%，且近几年占比有持续提升趋势。

图表：中国部分化药企业2019-2023年研发投入情况

| 研发投入 (亿元) | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 特宝生物      | 0.65   | 1.31   | 1.67   | 2.07   | 2.80   |
| 悦康药业      | 1.48   | 1.56   | 2.61   | 4.52   | 4.36   |
| 科伦药业      | 13.51  | 15.16  | 18.00  | 18.15  | 19.53  |
| 华海药业      | 5.47   | 6.88   | 11.06  | 12.02  | 11.70  |
| 健康元       | 10.66  | 12.61  | 18.50  | 17.59  | 16.32  |
| 恩华药业      | 1.89   | 2.67   | 4.02   | 4.95   | 6.14   |
| 人福医药      | 7.59   | 9.37   | 10.54  | 11.34  | 15.41  |
| 信立泰       | 7.77   | 7.73   | 6.91   | 9.17   | 10.47  |
|           |        |        |        |        |        |
| 研发投入/营收   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   |
| 特宝生物      | 8.87%  | 16.56% | 14.76% | 13.59% | 13.33% |
| 悦康药业      | 3.46%  | 3.59%  | 5.25%  | 9.95%  | 10.38% |
| 科伦药业      | 7.66%  | 9.21%  | 10.42% | 9.60%  | 9.10%  |
| 华海药业      | 10.16% | 10.61% | 16.64% | 14.54% | 14.08% |
| 健康元       | 8.90%  | 9.32%  | 11.63% | 10.26% | 9.80%  |
| 恩华药业      | 4.55%  | 7.93%  | 10.22% | 11.52% | 12.18% |
| 人福医药      | 3.43%  | 4.53%  | 5.13%  | 5.08%  | 6.28%  |
| 信立泰       | 17.38% | 28.21% | 22.61% | 26.35% | 31.13% |

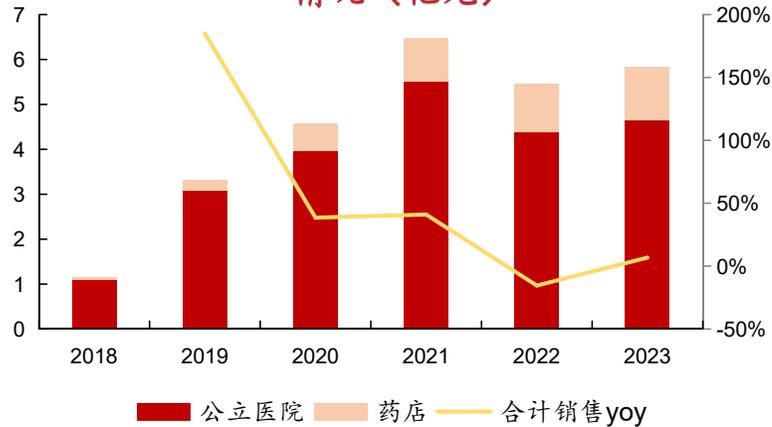
图表：中国部分化药企业2019-2023年研发投入/营收情况



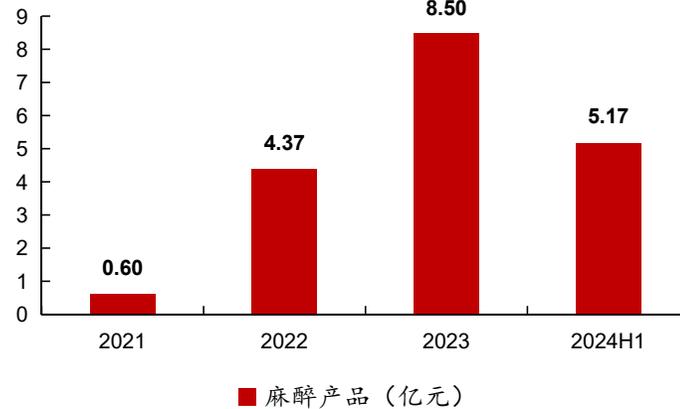
### ■ 国内传统药企的主打创新产品快速放量，部分代表性品种近几年快速增长

- 信立泰的阿利沙坦酯，为公司在高血压领域已上市的核心创新品种，相比原有其他品种具有突出的临床优势，叠加信立泰在高血压领域强大的市场推广能力，近几年放量较为明显，根据公司公告，2024上半年信立坦同比增长超过20%；
- 海思科的环泊酚为麻醉领域一款重磅新品种，相比于丙泊酚，具有减少注射痛、用药剂量低等临床优势，2024上半年，随着环泊酚的快速放量，带动海思科麻醉板块收入达到5.17亿元，同比增长50.9%；
- 特宝生物的派格宾，近几年随着临床多个真实世界研究推进，乙肝临床治愈观点逐渐深入人心，带动派格宾收入快速增长。

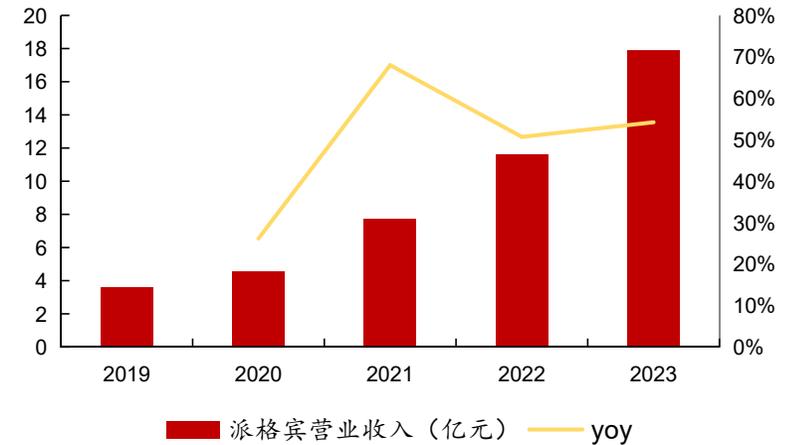
图表：2018-2023年样本医院及药店信立坦销售情况（亿元）



图表：2021-2024H1海思科麻醉产品收入情况



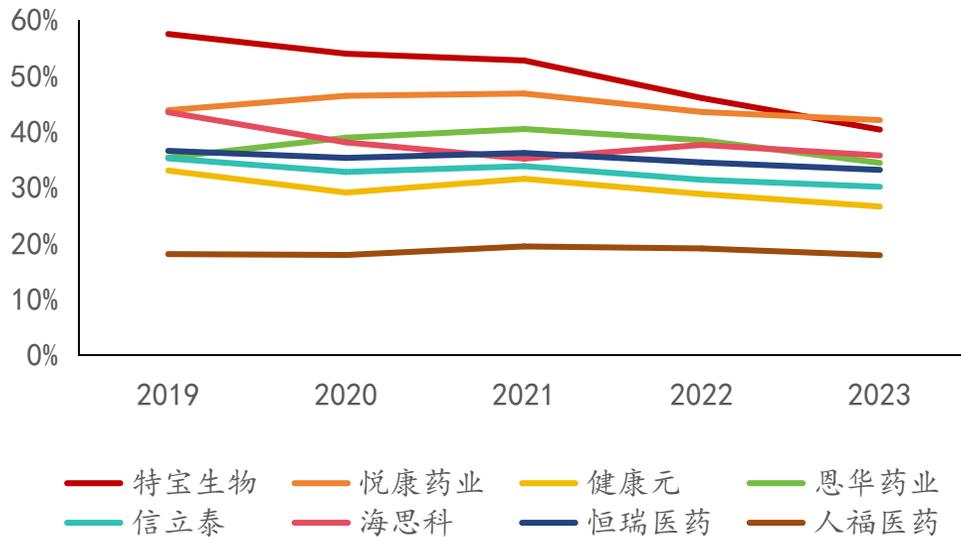
图表：2019-2023年特宝生物派格宾收入情况



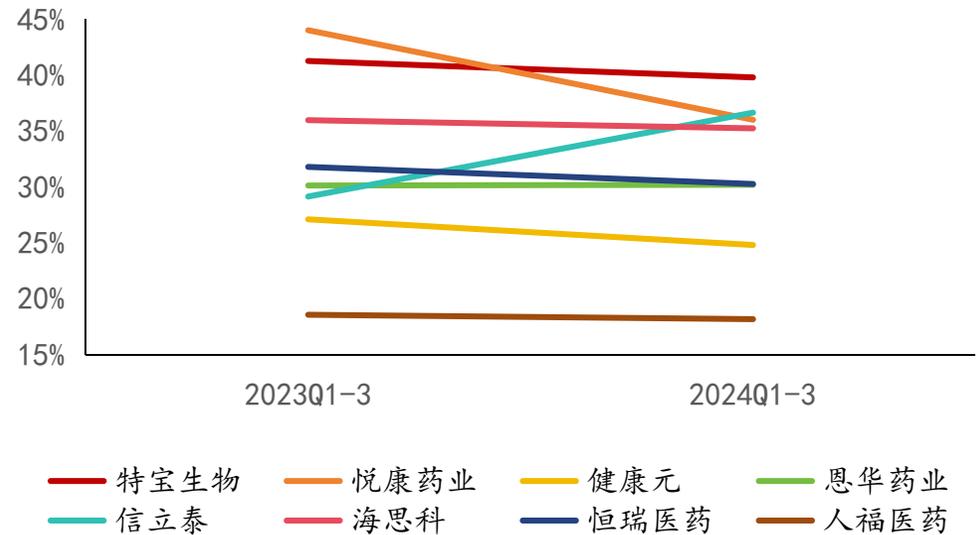
### ■ 医药宏观环境变化促使市场推广学术化，为未来国产创新药放量打下商业化基础

- 近几年，医药宏观环境发生较大变化，医药企业销售费用投入更加合规化，且随着部分企业的创新药占比提高，公司销售模式发生一定转变，导致行业整体销售费用率出现明显下行趋势，市场推广合规学术化是未来的方向，也是未来国产创新药能否实现商业化的关键一环。

图表：2019-2023年部分药品企业销售费用率情况



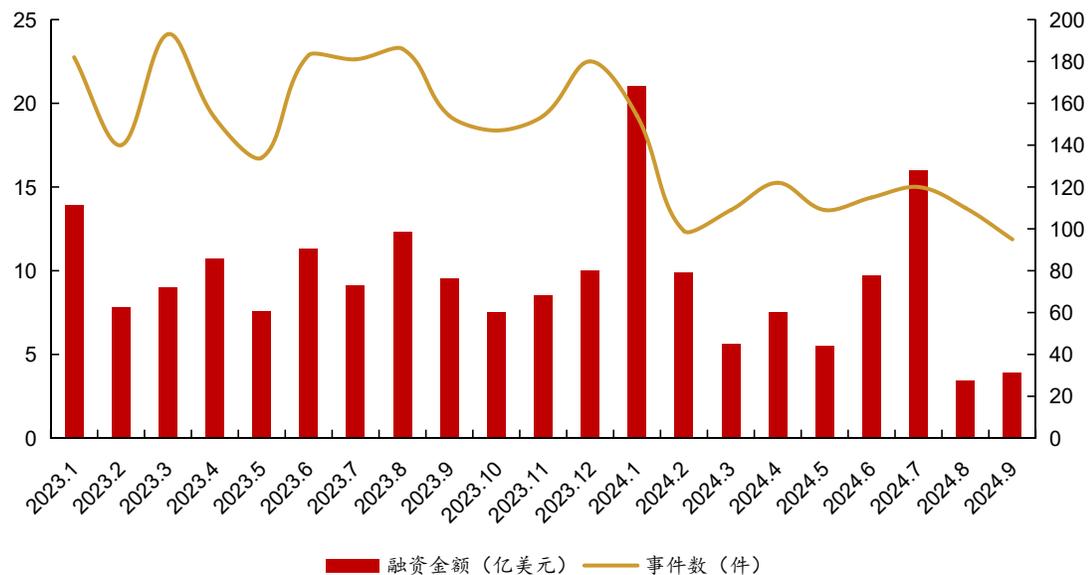
图表：2023年前三季度和2024年前三季度部分药品企业销售费用率情况



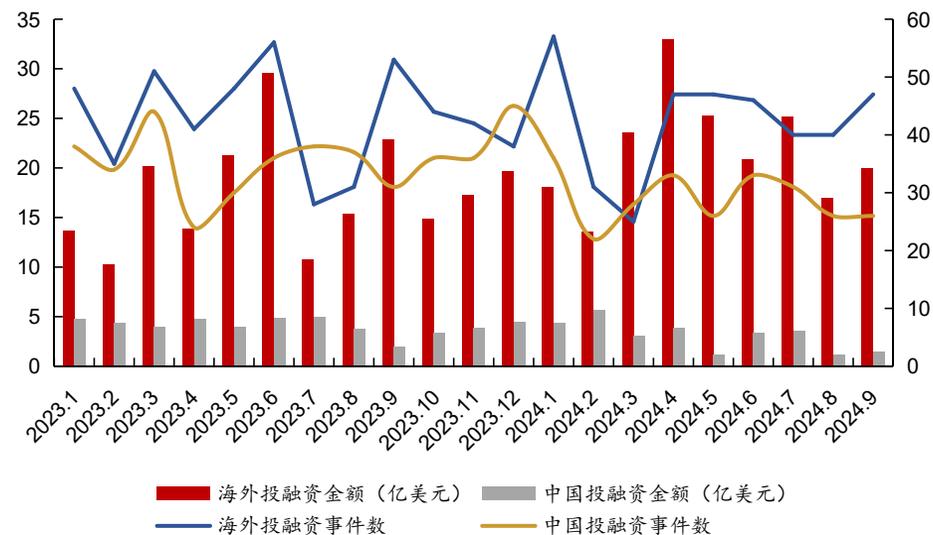
### ■ 海外投融资依然火热，国内尚处于恢复阶段

- 全球目前已经进入降息周期，从医疗产业投融资数据来看，海外投融资依然较为火热，国内方面尚处于恢复阶段，根据医药魔方数据，2024Q1-3，全球创新药投融资金额约223.91亿美元（海外196.26亿美元，国内27.65亿美元），同比上涨14.7%（海外+24.4%，国内-26.0%）。
- 在海外政策方面，考虑到生物安全法案没有被纳入美国2025年NDAA（国防安全法案），我们判断中国创新药产业链公司在海外政策端未来或存在压力改善空间。

图表：中国医疗健康投融资情况（左轴融资金额，右轴事件数）



图表：全球创新药一级市场投融资情况（左轴融资金额，右轴事件数）



### ■ 创新产业链：龙头韧性相对较好，静待行业复苏

- 受行业景气度下行，2024前三季度板块业绩下滑显著，从结构上看，以百诚医药和阳光诺和为代表的仿制药CRO业绩表现亮眼，博济医药（中药CRO）表现也较为不错。
- CXO和上游科研服务行业经过过去几年的快速发展，目前行业景气度承压，需求和供给错配，竞争加剧，预计仍需要一段时间消化，但结构上仍有一定机会，建议关注仿制药CRO以及国内创新药CRO。

表：2023&2024Q1-3CXO&科研服务产业链公司收入及归母净利润同比增速情况

|           |      | 收入增速   |        |        |        |          | 利润增速    |         |         |         |          |
|-----------|------|--------|--------|--------|--------|----------|---------|---------|---------|---------|----------|
|           |      | 2023   | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q1-3 | 2023    | 2024Q1  | 2024Q2  | 2024Q3  | 2024Q1-3 |
| 301096.SZ | 百诚医药 | 67.5%  | 34.0%  | 17.7%  | -32.3% | 1.1%     | 40.1%   | 42.1%   | 0.0%    | -90.9%  | -29.7%   |
| 600721.SH | 百花医药 | 5.5%   | 20.0%  | 15.2%  | -4.2%  | 9.4%     | 137.3%  | 209.0%  | -68.4%  | -72.5%  | 35.4%    |
| 300404.SZ | 博济医药 | 31.2%  | 62.1%  | 34.8%  | 69.9%  | 55.0%    | -12.0%  | 40.7%   | 131.6%  | 143.2%  | 88.0%    |
| 300363.SZ | 博腾股份 | -47.9% | -50.8% | -29.8% | 10.7%  | -30.0%   | -86.7%  | -131.2% | -170.7% | -187.7% | -145.7%  |
| 688222.SH | 成都先导 | 12.6%  | 54.3%  | 1.5%   | 15.0%  | 21.4%    | 61.2%   | 248.4%  | -124.6% | 59.8%   | 64.7%    |
| 301201.SZ | 诚达药业 | 0.7%   | -1.3%  | -2.0%  | -14.9% | -6.3%    | -14.6%  | -5.1%   | -32.7%  | -52.2%  | -34.0%   |
| 688131.SH | 皓元医药 | 38.4%  | 20.7%  | 19.1%  | 13.8%  | 17.7%    | -34.2%  | -63.8%  | 10.3%   | 212.9%  | 21.3%    |
| 688238.SH | 和元生物 | -29.7% | 93.5%  | 1.0%   | 33.0%  | 34.2%    | -425.9% | -32.8%  | -445.2% | -190.6% | -166.9%  |
| 301230.SZ | 泓博医药 | 2.3%   | 7.7%   | 16.1%  | -3.0%  | 6.6%     | -44.0%  | -76.0%  | -30.1%  | -105.6% | -66.8%   |
| 603456.SH | 九洲药业 | 1.4%   | -15.7% | -14.3% | -9.2%  | -13.4%   | 12.2%   | -15.7%  | -30.2%  | -54.8%  | -34.7%   |
| 002821.SZ | 凯莱英  | -23.7% | -37.8% | -45.3% | -18.1% | -35.1%   | -31.3%  | -55.3%  | -79.4%  | -59.7%  | -67.9%   |
| 300759.SZ | 康龙化成 | 12.4%  | -2.0%  | 0.6%   | 10.0%  | 3.0%     | 16.5%   | -33.8%  | 101.6%  | -12.6%  | 24.8%    |
| 688202.SH | 美迪西  | -17.7% | -42.5% | -37.8% | -9.8%  | -32.2%   | -109.8% | -137.0% | -150.6% | -14.1%  | -212.0%  |
| 301333.SZ | 诺思格  | 13.2%  | 10.2%  | 0.3%   | 12.4%  | 7.1%     | 43.3%   | -19.9%  | -38.0%  | -35.0%  | -32.9%   |
| 301257.SZ | 普蕊斯  | 29.6%  | 17.4%  | 9.7%   | 2.0%   | 9.2%     | 86.1%   | -10.2%  | -12.1%  | -55.5%  | -28.4%   |
| 300149.SZ | 睿智医药 | -14.2% | -12.7% | -20.2% | -12.2% | -15.1%   | -352.8% | -1.3%   | -472.6% | 107.6%  | -96.9%   |
| 301520.SZ | 万邦医药 | 31.1%  | 25.1%  | 4.4%   | 40.2%  | 21.9%    | 9.5%    | 18.8%   | -12.1%  | -3.1%   | 0.6%     |
| 688621.SH | 阳光诺和 | 37.8%  | 8.5%   | 35.9%  | 53.2%  | 32.5%    | 18.1%   | 51.8%   | 8.2%    | 11.4%   | 21.4%    |
| 603259.SH | 药明康德 | 2.5%   | -11.0% | -6.5%  | -2.0%  | -6.2%    | 9.0%    | -10.4%  | -26.9%  | -17.0%  | -19.1%   |
| 300725.SZ | 药石科技 | 8.2%   | -1.6%  | -20.2% | -14.4% | -12.7%   | -37.2%  | -14.3%  | -12.3%  | -17.6%  | -14.4%   |
| 603127.SH | 昭衍新药 | 4.8%   | -12.1% | -18.4% | -15.5% | -15.9%   | -63.0%  | -245.0% | 205.5%  | -58.0%  | -121.5%  |
| 300347.SZ | 泰格医药 | 4.2%   | -8.0%  | -10.9% | -11.9% | -10.3%   | 0.9%    | -58.6%  | -68.6%  | -34.7%  | -56.7%   |

|           |      | 收入增速   |        |        |        |          | 利润增速    |         |         |         |          |
|-----------|------|--------|--------|--------|--------|----------|---------|---------|---------|---------|----------|
|           |      | 2023   | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q1-3 | 2023    | 2024Q1  | 2024Q2  | 2024Q3  | 2024Q1-3 |
| 688046.SH | 药康生物 | 20.5%  | 12.0%  | 17.8%  | 6.7%   | 12.1%    | -3.5%   | -5.1%   | 0.7%    | -45.5%  | -16.6%   |
| 688293.SH | 奥浦迈  | -17.4% | 17.4%  | 19.8%  | 43.2%  | 25.7%    | -48.7%  | -19.1%  | -66.7%  | -41.5%  | -36.9%   |
| 301080.SZ | 百普赛斯 | 14.6%  | 6.7%   | 16.6%  | 13.8%  | 12.3%    | -24.6%  | -31.9%  | -44.1%  | -26.6%  | -34.9%   |
| 688356.SH | 健凯科技 | -28.3% | -30.2% | -18.8% | -21.6% | -24.0%   | -38.0%  | -69.3%  | -36.3%  | -85.4%  | -67.5%   |
| 688690.SH | 纳微科技 | -16.9% | 16.6%  | 13.9%  | 34.6%  | 21.9%    | -75.1%  | 36.7%   | 44.7%   | -142.6% | 7.7%     |
| 688073.SH | 毕得医药 | 30.9%  | 4.0%   | -0.2%  | -1.1%  | 0.8%     | -24.9%  | -29.4%  | -45.0%  | 8.2%    | -26.1%   |
| 688265.SH | 南模生物 | 21.0%  | -5.0%  | 0.5%   | 0.9%   | -1.2%    | -281.2% | 9.4%    | -66.9%  | 48.3%   | -4.0%    |
| 688315.SH | 诺禾致源 | 4.0%   | 6.3%   | 7.9%   | 4.7%   | 6.3%     | 0.5%    | 21.4%   | -3.7%   | 12.5%   | 7.3%     |
| 301393.SZ | 昊帆生物 | -13.1% | -27.1% | 57.6%  | 10.2%  | 8.1%     | -23.5%  | -17.8%  | 60.3%   | 51.4%   | 22.1%    |
| 688137.SH | 近岸蛋白 | -42.1% | -39.3% | 5.9%   | -10.0% | -16.8%   | -85.8%  | -123.6% | -614.8% | -366.0% | -215.0%  |
| 688426.SH | 康为世纪 | -67.2% | -62.6% | -14.1% | 4.2%   | -35.1%   | -153.0% | -826.1% | -52.1%  | -77.6%  | -169.1%  |
| 688105.SH | 诺唯赞  | -64.0% | -0.2%  | 29.3%  | 12.9%  | 13.4%    | -111.9% | 110.3%  | 135.9%  | -57.5%  | 123.8%   |
| 301047.SZ | 义翘神州 | 12.5%  | -3.0%  | 13.3%  | -13.3% | -2.3%    | -14.1%  | -47.7%  | -47.7%  | -59.2%  | -51.6%   |
| 301166.SZ | 优宁维  | 2.6%   | -0.9%  | -6.6%  | -11.6% | -6.6%    | -62.2%  | -71.0%  | -40.4%  | -117.6% | -65.0%   |

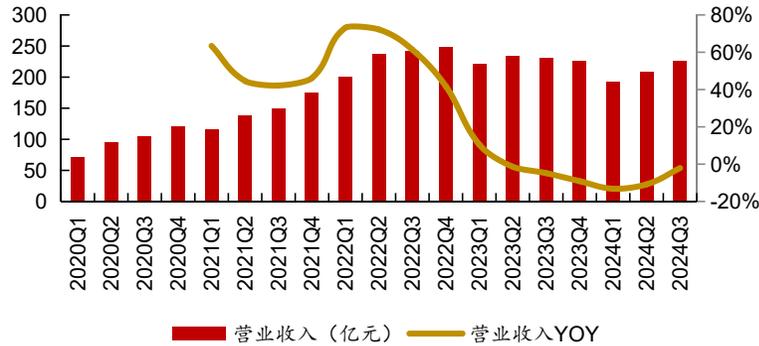


## 2.4 创新产业链：海外投融资持续复苏，龙头韧性较强

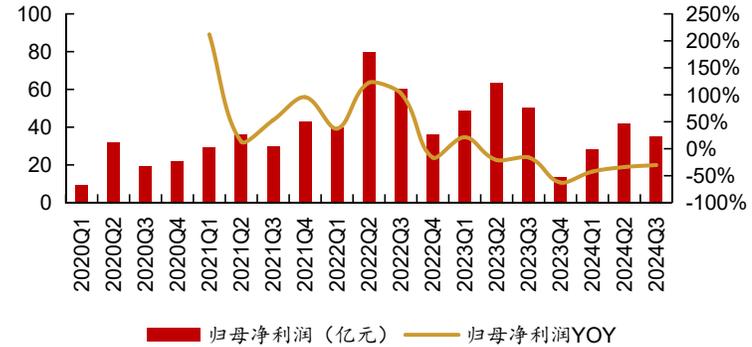
### ■ CXO：海外降息周期开启，供给端产能出清，行业有望迎来反转

➤ 随着海外降息周期开启，我们判断生物医药投融资有望回暖，CXO海外业务未来将有环比改善迹象。此外，中国CXO产业内经历过去几年供给端产能出清，未来产能利用率有望改善，或带动行业进入底部向上周期。建议关注行业龙头如：药明康德、药明生物、凯莱英、康龙化成、泰格医药等。

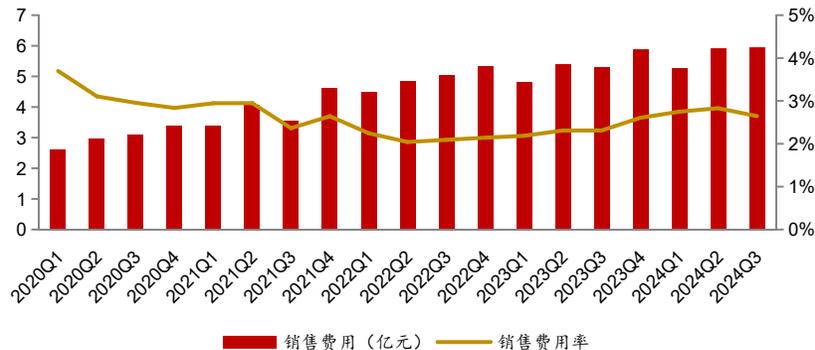
图：2020Q1-2024Q3CXO公司收入及增速情况（分季度）



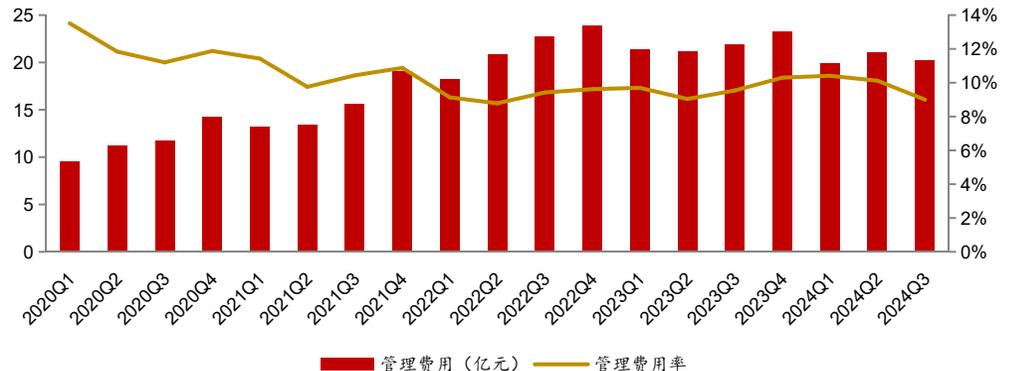
图：2020Q1-2024Q3CXO公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q1-2024Q3CXO公司销售费用率情况（分季度）



图：2020Q1-2024Q3CXO公司管理费用率情况（分季度）



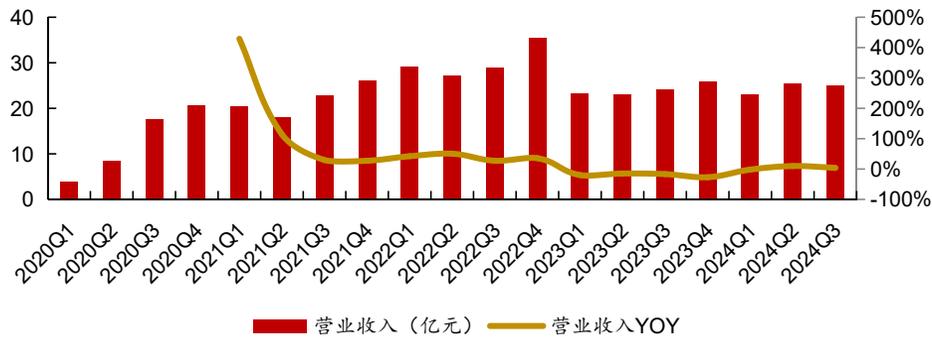


## 2.4 创新产业链：海外投融资持续复苏，龙头韧性较强

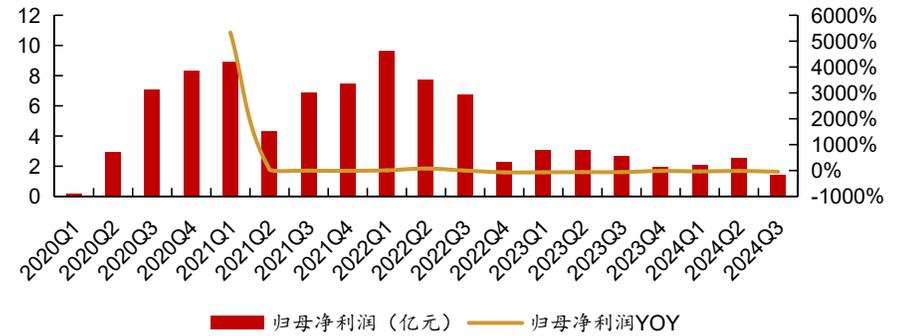
### ■ 科研上游：海外经营趋势较好，国内静待反转

国内科研上游板块经历前几年疫情下游需求旺盛后，部分壁垒较低领域中小产能得到扩张，但随着疫情需求下滑后行业竞争加剧，部分细分领域出现量价下行趋势，盈利水平下降。但近几年行业经过市场化竞争淘汰，部分细分领域盈利水平逐步企稳，且出海逐步开始发力，如百普赛斯、药康生物等海外业绩维持较高增长态势，我们认为国内科研上游板块有望迎来反转，建议关注高壁垒细分领域龙头以及具有出海潜力标的，建议关注：百普赛斯、药康生物、诺唯赞、毕得医药、奥浦迈等。

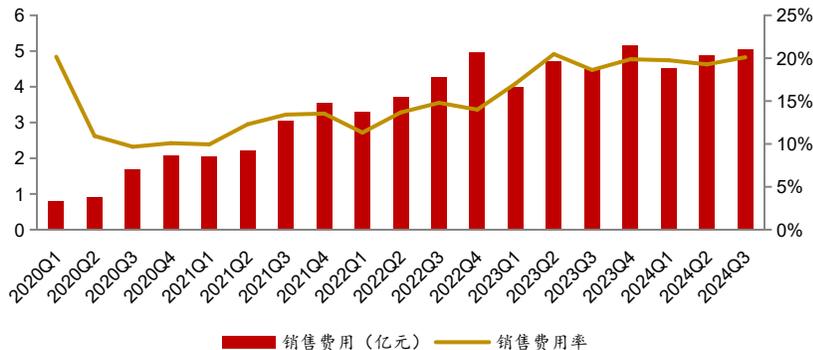
图：2020Q1-2024Q3科研上游公司收入及增速情况（分季度）



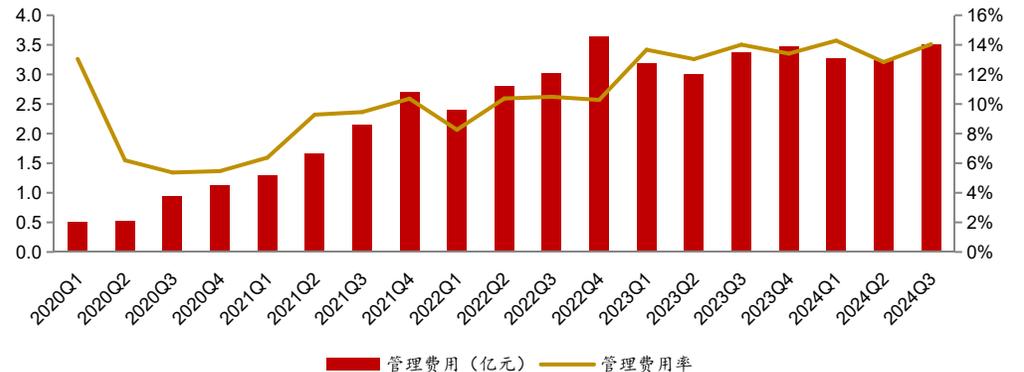
图：2020Q1-2024Q3科研上游公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q1-2024Q3科研上游公司销售费用率情况（分季度）



图：2020Q1-2024Q3科研上游公司管理费用率情况（分季度）



- 1、复盘&展望：医药处于历史低位，2025年边际改善可期
  - 1.1 复盘：医改已至深水区，二级市场指标处于历史低位
  - 1.2 展望：2025年边际改善可期，看好结构性机会
- 2、中国创新强势崛起，加速打开国际视野
  - 2.1 2024年中国创新药硕果累累，国内政策支持信号积极
  - 2.2 工程师人才红利显著，全球竞争力显著提升
  - 2.3 传统药企华丽转身，Biotech/Biopharma进入商业化阶段
  - 2.4 创新产业链：海外投融资持续复苏，龙头韧性较强
- 3、老龄化诊疗需求确定性较高，银发健康长坡厚雪
  - 3.1 中国老龄人口加速趋势显著，带动相关疾病诊疗量增长
  - 3.2 中药：文化瑰宝，长坡厚雪
  - 3.3 家用器械：新品类，新机遇
- 4、中国制造崛起，出海潜力可期
  - 4.1 国产器械崭露头角，全球竞争力日益提升
  - 4.2 供应链能力突出，2025年业绩有望显著改善
- 5、风险提示

## ■ 中国老龄人口呈加速趋势，奠定诊疗需求最强基本面

- ▶ 我国第二次婴儿潮人口陆续步入老年，2021-2050年期间我国将处于加速老龄化阶段。2013-2023年我国65岁以上人口占比已经由9.7%增长至15.2%，预计2031年占比将达到20%，对应约2.8亿人口，带来较大的医疗需求。数据显示两周就诊率远随年龄呈加速趋势，2018年65岁及以上人群达到42.6%，骨科、心脑血管、内分泌等发病人数将持续增长。
- ▶ 从老年人的收入绝对值来看，2021年我国城镇及农村老年人人均年收入分别为47271元、14105元，2014-2021年CAGR为10.2%及9.2%，具备较强的医疗自费支付能力，进一步打开银发经济市场空间。

## ■ 中药：文化瑰宝，长坡厚雪

- ▶ 中医药作为中华民族的文化瑰宝，近些年国家持续出台扶持政策。中药在老年慢病等领域具有明确优势，相较于西医治疗具有疾病治疗和预防、改善临床症状、提高生活质量、中西协同增效减毒及使用方便等益处，临床上中西医结合用药能够实现优势互补。2023年我国中成药市场规模已超过6000亿元，几大慢病领域例如心脑血管、骨科和消化类用药在院内中成药市场占比分别达25%、9%、9%，随着老年人群体持续增加，中药需求将持续扩容。
- ▶ 方向上，建议关注：1) 国企改革提质增效，关注有业绩改善空间的企业如昆药集团、太极集团、江中药业等；2) 中药OTC强者恒强，建议关注品牌OTC企业如华润三九、东阿阿胶、马应龙、同仁堂等；3) 创新中药和基药，关注方盛制药、盘龙药业、贵州三力等。

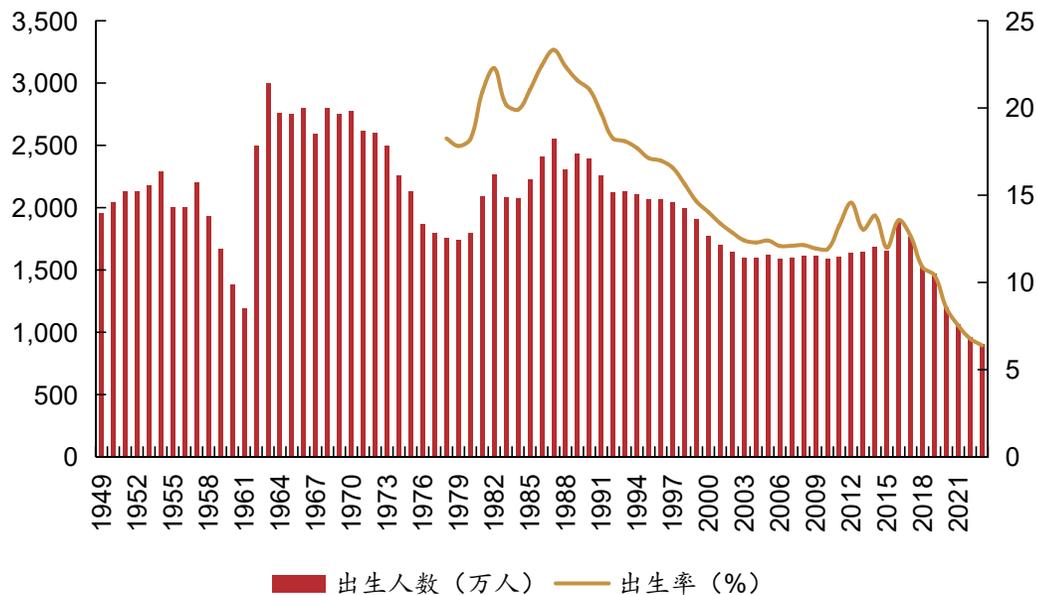
## ■ 家用器械：新品类，新机遇

- ▶ 随着生活水平的提升，家用医疗器械的需求持续扩容，高血压、糖尿病、睡眠呼吸暂停（OSA）、慢性阻塞性肺疾病（COPD）、高尿酸血症及痛风作为我国患病人群较为庞大的疾病，患者人数均为千万乃至上亿级别，相关家庭监测和治疗需求潜力释放空间较大。另外，随着国产家用器械品质的提升，已具备出口发达市场的能力如制氧机、血压计、血糖仪、睡眠呼吸机等。
- ▶ 建议关注具备持续拓品类的平台型企业如鱼跃医疗、可孚医疗，高景气度的CGM、睡眠呼吸机等细分赛道如三诺生物、怡和嘉业，具备较大出口潜力的企业如鱼跃医疗、三诺生物、怡和嘉业等。

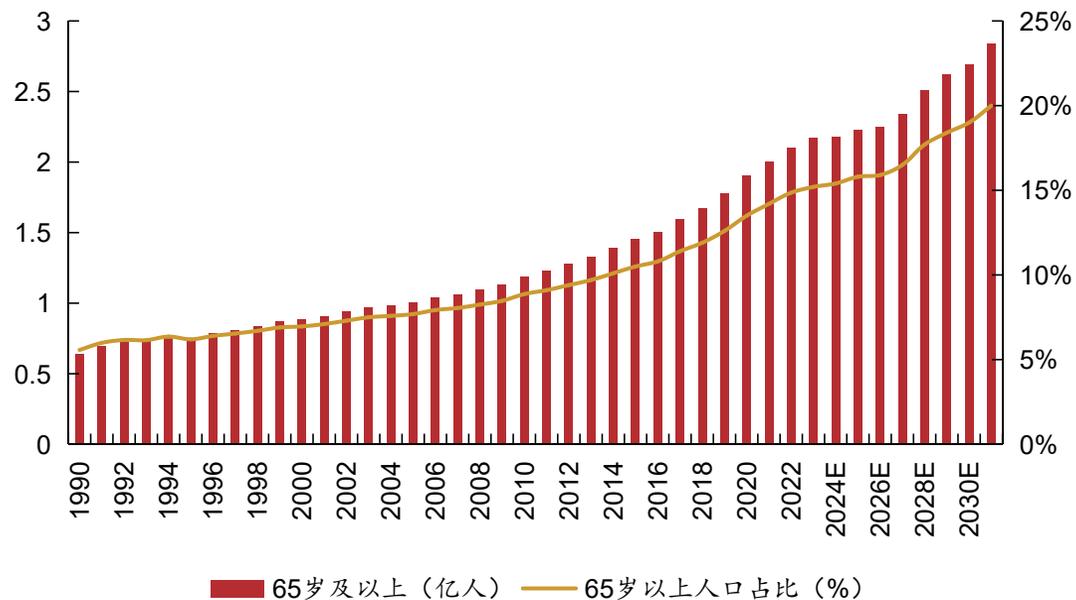
## ■ 中国老龄人口呈加速趋势，诊疗需求呈正相关

- 我国第二次婴儿潮人口陆续步入老年，2021-2050年期间我国预计将处于加速老龄化阶段。2013-2023年我国65岁以上人口占比已经由9.7%增长至15.2%，预计2031年占比将达到20%，对应约2.8亿人口，带来较大的医疗需求。

图表：1949-2023年中国出生人口及出生率



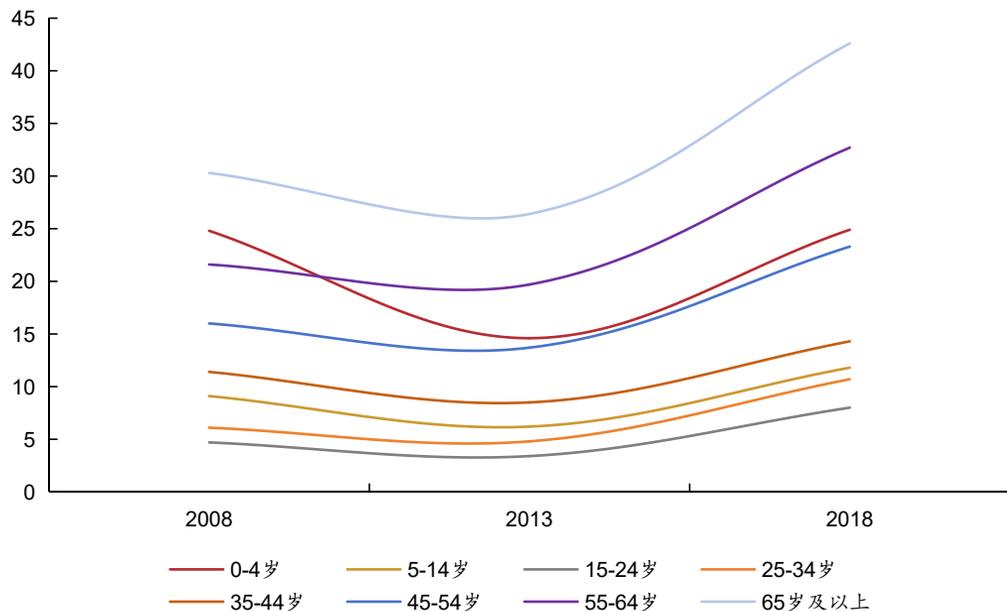
图表：1990-2031中国65岁及以上人口及占比



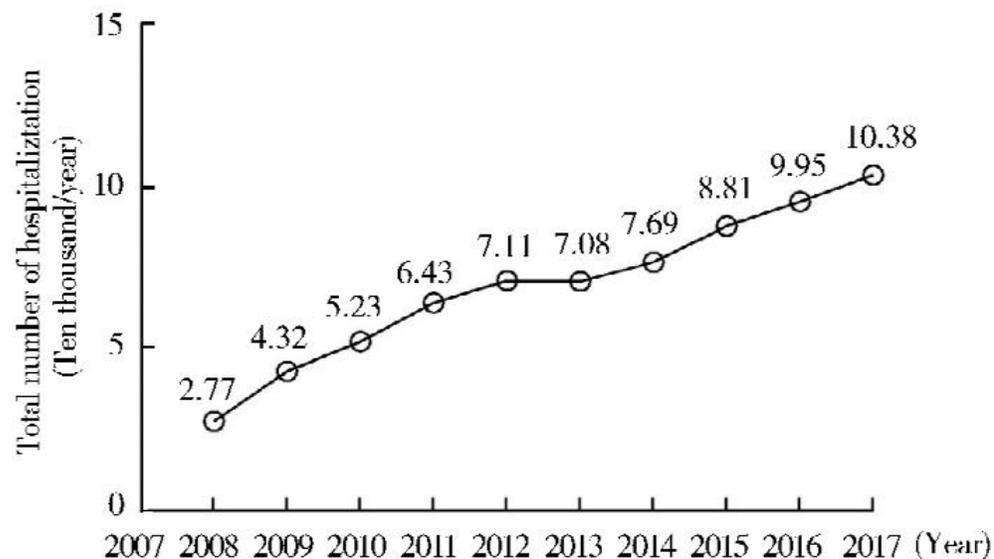
### ■ 中国老龄人口呈加速趋势，诊疗需求呈正相关

- **年龄越大就诊率越高：**65岁及以上人群的两周就诊率远高于其他年龄段，2018年达到42.6%；
- **老年患者就诊率持续增长：**2008-2018年10年间，65岁及以上患者两周就诊率大幅提升。同时从住院情况来看，近10年老年住院人次也呈逐年递增趋势，平均年增长率为27.48%。维护健康意识有所增强，带动相关医疗保健消费增长。

图表：不同年龄段居民两周就诊率（%）



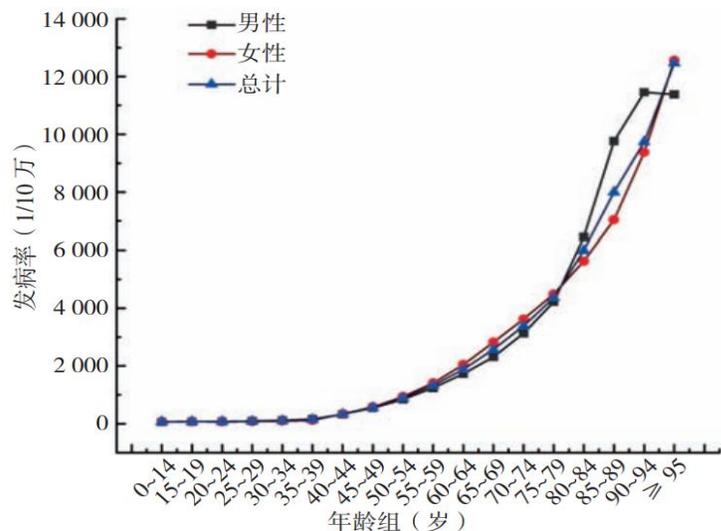
图表：老年住院患者率10年增长趋势



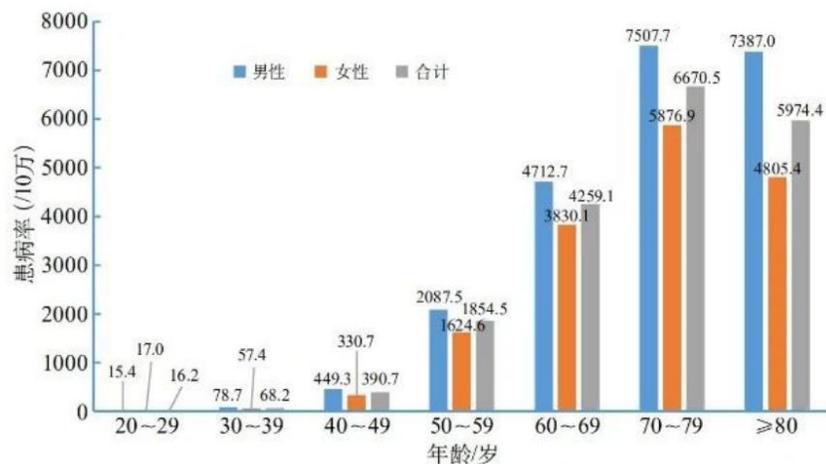
## ■ 中国老龄人口呈加速趋势，诊疗需求呈正相关

- 50岁开始，心脑血管疾病发病率呈显著上升趋势，并且随着年龄的增长发病率大幅提升。骨科疾病与心脑血管类似，在45岁开始，骨科疾病患病率也开始持续提升，带来相关诊疗需求。

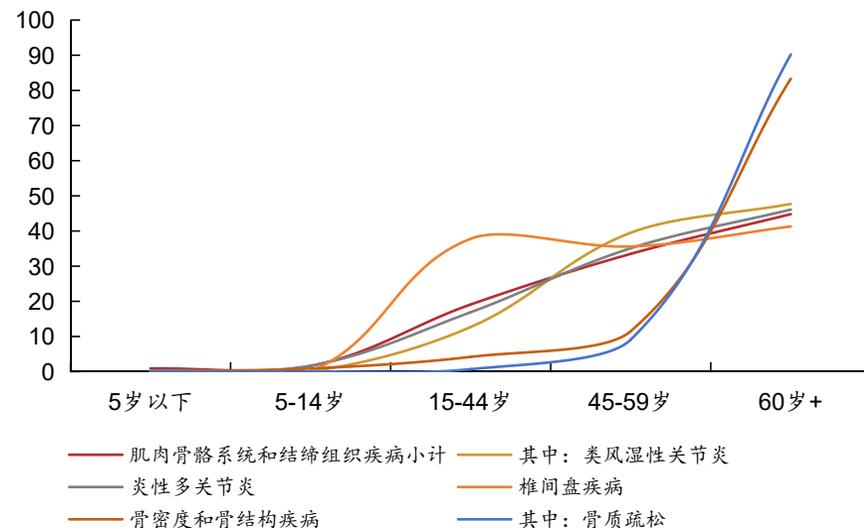
图表：2019年中国心血管疾病各年龄段发病率变化趋势



图表：中国成人不同年龄段的卒中患病率



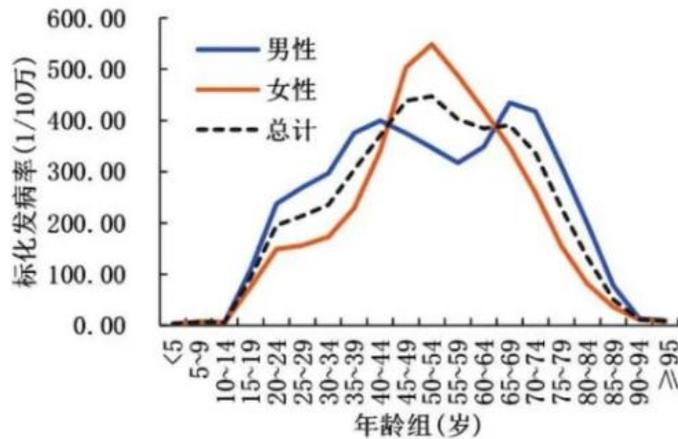
图表：2021年骨科疾病出院患者年龄构成 (%)



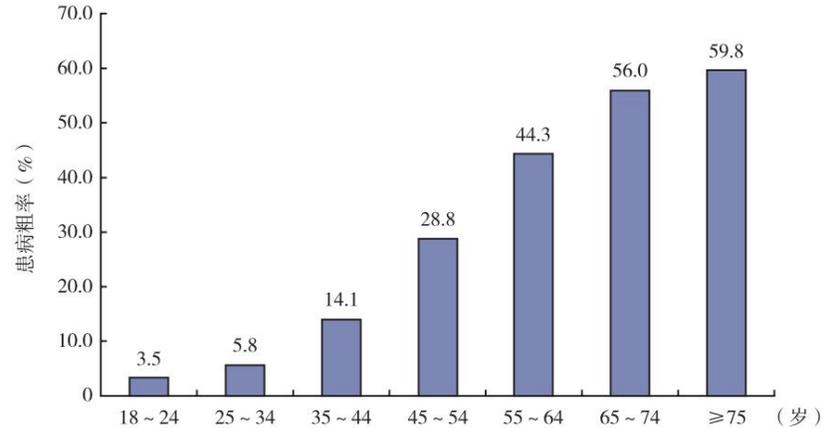
## 中国老龄人口呈加速趋势，诊疗需求呈正相关

- ▶ 糖尿病的发病率在45-70岁之间达到顶峰，与老龄化关系较为密切。高血压患病率也从45岁开始显著提升，而慢性阻塞性肺疾病发病率从60岁开始也呈现大幅提升趋势。

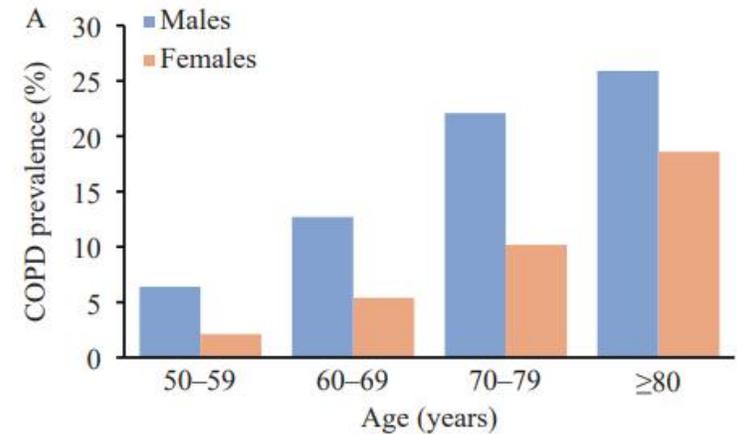
图表：2019年中国糖尿病各年龄段分性别发病率



图表：不同年龄段居民高血压患病粗率



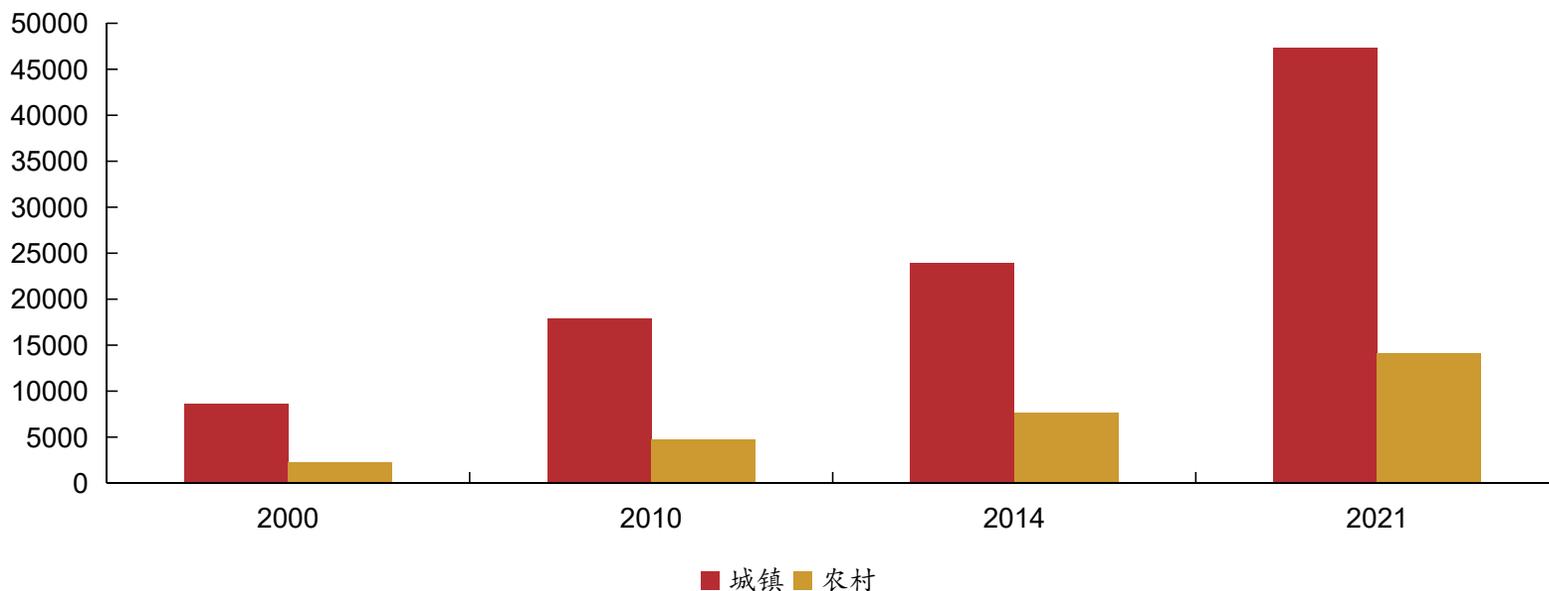
图表：不同年龄段慢阻肺患病率



### ■ 老年人群中高月收入占比大，具备较强的消费能力

- 我国60周岁及以上人群的经济来源主要以社会保障性收入为主，经营性收入、财产性收入等为辅，收入来源较为稳定。从收入绝对值来看，2021年我国城镇及农村老年人人均年收入分别为47271元、14105元，2014-2021年CAGR为10.2%及9.2%。

图表：中国60周岁及以上人群年收入情况（元）



### ■ 中药是中华民族的文化瑰宝，政策端持续大力支持中医药发展

- 2019年10月26日，中共中央、国务院发布《关于促进中医药传承创新发展的意见》，中药行业发展进入新的阶段。自2021年起，中医药利好政策迎来高发期，国家对中医药的支持政策由顶层设计逐步过渡到执行阶段。
- 看好中医药发挥其特色优势，防病治病能力与科研水平有望进一步提升，中医药现代化发展市场空间广阔。

图表：近年来中医药重点支持政策

| 时间      | 部门                           | 政策名称                                 |
|---------|------------------------------|--------------------------------------|
| 2024.06 | 国务院办公厅                       | 《深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务》              |
| 2023.02 | 国务院办公厅                       | 《中医药振兴发展重大工程实施方案》                    |
| 2023.02 | 国家药监局                        | 《中药注册管理专门规定》                         |
| 2022.03 | 国务院                          | 《“十四五”中医药发展规划》                       |
| 2022.01 | 国家中医药管理局、推进“一带一路”建设工作领导小组办公室 | 《推进中医药高质量融入共建“一带一路”发展规划（2021-2025年）》 |
| 2021.12 | 医保局、中医药管理局                   | 《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》               |
| 2021.06 | 卫健委、国家中医药局、中央军委后勤保障部卫生局      | 《关于进一步加强综合医院中医药工作推动中西医协同发展的意见》       |
| 2021.01 | 国务院                          | 《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》                 |
| 2020.12 | 国家药监局                        | 《关于促进中药传承创新发展的实施意见》                  |
| 2019.10 | 国务院                          | 《关于促进中医药传承创新发展的意见》                   |



## 3.2 中药：文化瑰宝，长坡厚雪

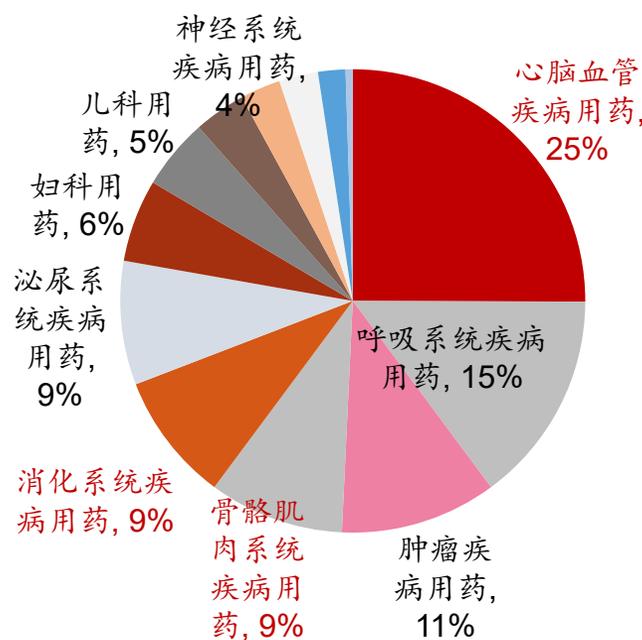
### ■ 中成药在老年慢病领域具有显著优势，银发经济成为新的增长点

- 中医药在老年慢病等领域具有明确优势，相较于西医治疗具有疾病治疗和预防、改善临床症状、提高生活质量、中西协同增效减毒及使用方便等益处，临床上中西医结合用药能够实现优势互补。
- 2023年我国中成药市场规模已超过6000亿元，几大慢病领域例如心脑血管、骨科和消化类用药在院内中成药市场占比分别达25%、9%、9%，在OTC中成药市场占比分别达11%、8%和14%。随着人口老龄化趋势加速，中成药市场有望在银发经济的推动下持续实现增长。

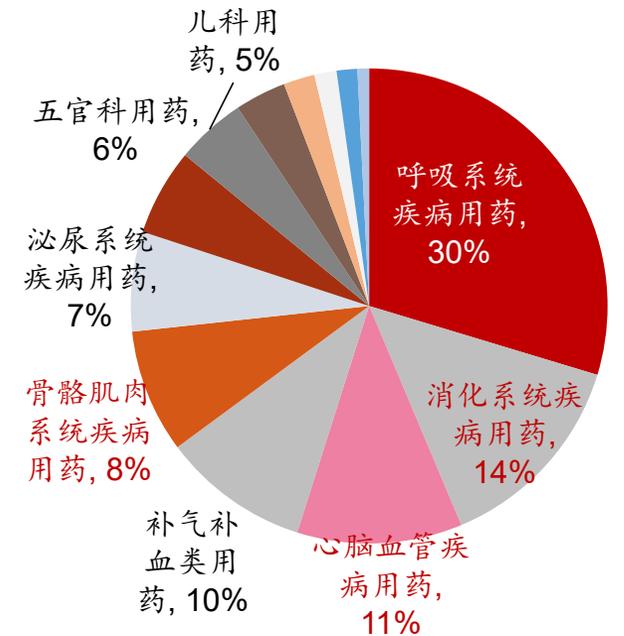
图：我国中成药市场规模（2018-2024H1）



图：2024H1中国城市公立医院中成药格局（按治疗领域分）



图：2024H1中国城市实体药店中成药格局（按治疗领域分）



### ■ 国企改革提质增效，建议关注经营业绩改善弹性较大的企业

- **多举措加强国资央企市值管理：**2024年12月17日，国务院国资委印发《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》，意见要求：1) 中央企业要指导控股上市公司稳步提升经营效率和盈利能力；2) 优先支持科技创新型上市公司实施股权激励；3) 制定合理可持续的利润分配政策，增加现金分红频次，并提高现金分红比例；4) 建立常态化股票回购增持机制；5) 指导控股上市公司开展市值管理工作，并将市值管理纳入央企负责人经营业绩考核。
- **经营业绩改善类标的有望价值重估：**多家国资央企和地方国资中药企业完成核心管理层变更，华润三九、江中药业、东阿阿胶等国企先后实施股权激励。我们预计国企将持续积极响应国资委关于市值管理的号召，建议关注经营层面有较大业绩改善弹性的公司，包括昆药集团、太极集团等，同时关注经营稳健且分红较高的公司，包括东阿阿胶、江中药业等。

表：主要中药国资企业的财务指标情况

| 国资属性 | 公司名称 | 总市值 (亿元) | 2023年平均ROE | 2023年营业利润率 | 2023年扣非归母净利润增速 | 2023年现金分红率 |      |
|------|------|----------|------------|------------|----------------|------------|------|
| 国资央企 | 华润三九 | 570      | 16%        | 13%        | 19%            | 52%        |      |
|      | 东阿阿胶 | 404      | 11%        | 25%        | 46%            | 100%       |      |
|      | 昆药集团 | 120      | 9%         | 5%         | 14%            | 34%        |      |
|      | 江中药业 | 143      | 18%        | 19%        | 38%            | 116%       |      |
|      | 天士力  | 216      | 9%         | 16%        | 48%            | 46%        |      |
| 国药系  | 太极集团 | 138      | 25%        | 7%         | 82%            | 20%        |      |
| 地方国资 | 漳州国资 | 片仔癀      | 1294       | 23%        | 32%            | 14%        | 50%  |
|      | 北京国资 | 同仁堂      | 557        | 13%        | 16%            | 17%        | 41%  |
|      | 广州国资 | 白云山      | 437        | 12%        | 6%             | 11%        | 30%  |
|      | 天津国资 | 达仁堂      | 207        | 15%        | 8%             | 15%        | 100% |
|      | 浙江国资 | 康恩贝      | 120        | 9%         | 9%             | 31%        | 85%  |

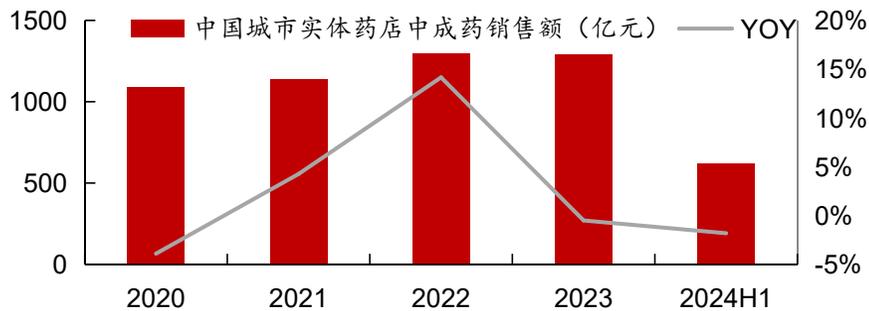
图：华润系中药公司股权激励情况

| 公司名称 | 考核年度      | 业绩考核目标  |
|------|-----------|---|
| 华润三九 | 2022-2024 | 1) 2022/2023/2024年归母扣非净资产收益率不低于10.15%/10.16%/10.17%，且不低于对标企业75分位水平；<br>2) 以2020年为基准，2022/2023/2024年归母扣非净利润复合增长率不低于10%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平；<br>3) 2022/2023/2024年总资产周转率不低于0.69/0.70/0.72。                           |
| 江中药业 | 2025-2027 | 1) 2025/2026/2027年投入资本回报率应不低于15.42%，且不低于对标企业75分位水平或不低于同行业平均水平；<br>2) 以2023年归母净利润为基数，2025/2026/2027年归母净利润复合增长率应不低于12%，且不低于对标企业75分位水平或不低于同行业平均水平，且当年归母净利润绝对值不低于上年度；<br>3) 2025/2026/2027年研发投入强度应分别不低于3.91%/3.92%/3.93%。 |
| 东阿阿胶 | 2025-2027 | 1) 2025/2026/2027年净资产收益率不低于11.5%/12%/12.5%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位值水平；<br>2) 以2023年基准，2025/2026/2027年归母净利润复合增长率不低于15%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位值水平，且不会出现负增长；<br>3) 2025/2026/2027年经济增加值改善值(ΔEVA)大于0；<br>4) 完成集团公司下发的产业链相关任务。  |

### ■ 中药OTC强者恒强，建议关注品牌OTC龙头企业

- 随着人口老龄化趋势加快以及公众自我诊疗意识提升，中药OTC行业保持稳健增长，中国城市实体药店市场规模从2020年的1090亿元增长至2023年的1291亿元，三年复合增速达5.8%；2024H1市场规模为617亿元，同比下滑2%。
- 中药OTC具有消费属性和较高品牌壁垒，患者不需要处方便可自主从药店选购药品进行自我诊疗。头部企业品牌力持续提升，终端销售优势突出，具备更高的盈利能力和提价潜力，有望实现强者恒强。建议关注品牌OTC龙头企业，包括马应龙、太极集团、同仁堂、华润三九、东阿阿胶等。

图：2020-2024H1中国城市实体药店中成药销售规模



表：近年来部分品牌OTC企业产品提价情况

| 时间       | 企业   | 产品提价情况  |
|----------|------|---|
| 2023年5月  | 片仔癀  | 片仔癀锭剂国内市场零售价格从590元/粒上调到760元/粒，供应价格上调约170元/粒；海外市场供应价格上调约35美元/粒 |
| 2022Q1   | 云南白药 | 云南白药（散剂）产品的出厂价上调13.5%   |
| 2024年6月  | 同仁堂  | 港版安宫牛黄丸价格从1060港元/粒上调到1280港元/粒，涨幅21%                           |
| 2021年12月 | 同仁堂  | 安宫牛黄丸价格从780元/盒提至860元/盒，涨幅10%                                  |

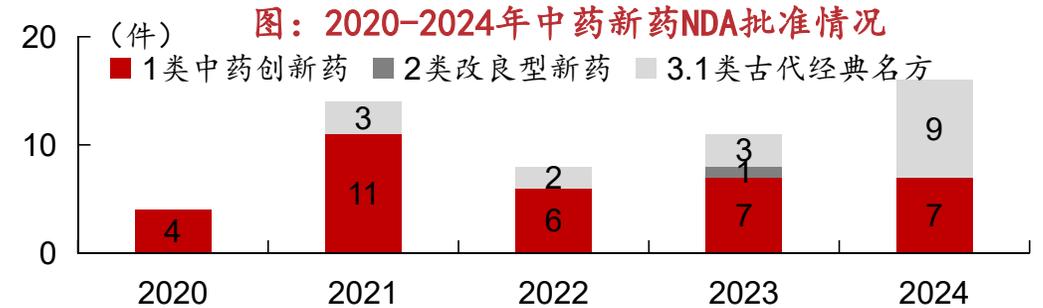
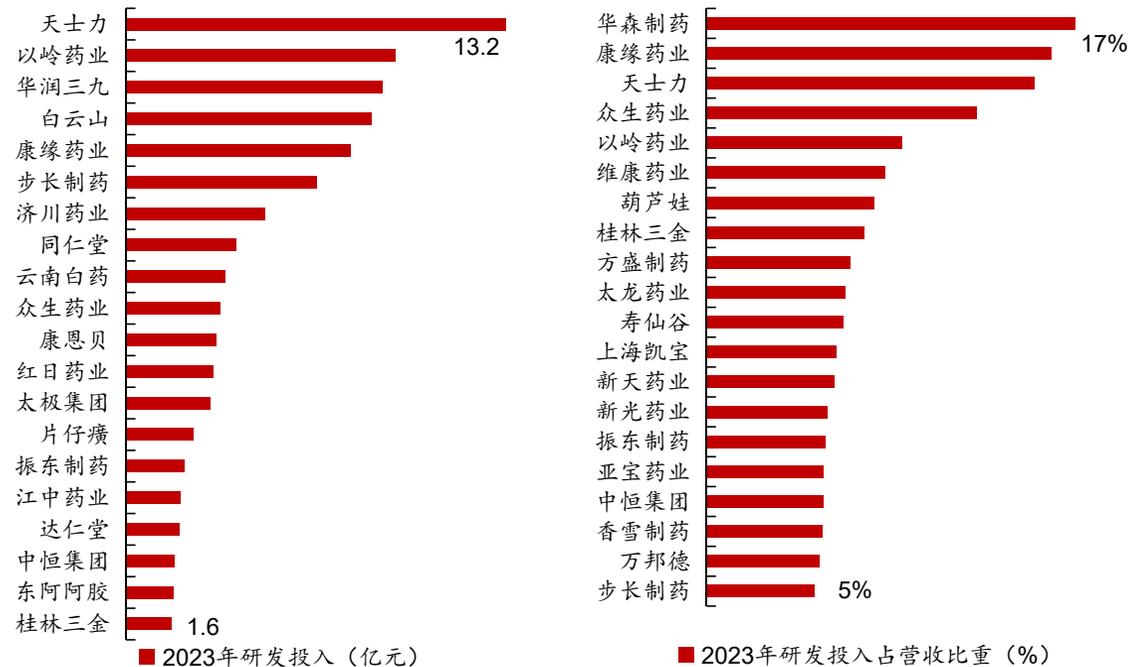
表：2024H1中国城市实体药店中成药品牌TOP20

| 排名 | 产品名称         | 企业简称    | 24H1销售额 (亿元) | 排名 | 产品名称     | 企业简称    | 24H1销售额 (亿元) |
|----|--------------|---------|--------------|----|----------|---------|--------------|
| 1  | 感冒灵颗粒        | 华润三九    | 12.8         | 11 | 蓝岑口服液    | 扬子江药业   | 5.2          |
| 2  | 阿胶           | 东阿阿胶    | 11.4         | 12 | 肠炎宁片     | 康恩贝     | 5.0          |
| 3  | 京都念慈菴蜜炼川贝枇杷膏 | 京都念慈菴总厂 | 9.2          | 13 | 舒筋健腰丸    | 白云山     | 4.8          |
| 4  | 片仔癀          | 片仔癀     | 9.1          | 14 | 云南白药气雾剂  | 云南白药集团  | 4.6          |
| 5  | 藿香正气口服液      | 太极集团    | 7.2          | 15 | 安宫牛黄丸    | 北京同仁堂科技 | 4.5          |
| 6  | 健胃消食片        | 江中药业    | 7.2          | 16 | 潞党参口服液   | 山西正来制药  | 4.4          |
| 7  | 安宫牛黄丸        | 北京同仁堂股份 | 7.1          | 17 | 金嗓子喉片    | 广西金嗓子   | 4.1          |
| 8  | 复方阿胶浆        | 东阿阿胶    | 6.3          | 18 | 安宫牛黄丸    | 南京同仁堂   | 4.0          |
| 9  | 阿胶           | 山东福牌阿胶  | 5.8          | 19 | 蒲地蓝消炎口服液 | 济川药业    | 4.0          |
| 10 | 急支糖浆         | 太极集团    | 5.5          | 20 | 消痛贴膏     | 奇正藏药    | 3.8          |

### ■ 中药创新药快速发展，关注研发管线布局领先的中药企业

- **中药新药上市审评加快：**2019年中共中央、国务院发布的《关于促进中医药传承创新发展的意见》，首次提出构建中医药理论、人用经验和临床试验三结合的中药特色注册审评证据体系。2020年中药注册管理办法改革后，中药新药审评速度全面提升，2024年，中药NDA共有16件获批上市，2023年同期为11件，同比增长45%。
- **中药新药国谈准入快：**中药新药从获批上市到纳入医保的时间已缩短到2年以内。2024年11月医保局发布新版医保目录，共有11种中药通过国谈成功纳入医保，其中10种是2023年和2024年上市新药，日均用药费用在22-39元之间，医保支付价格较好，有望快速实现销售放量。

图：中药企业研发投入TOP 20 图：中药企业研发投入占营收比重TOP 20



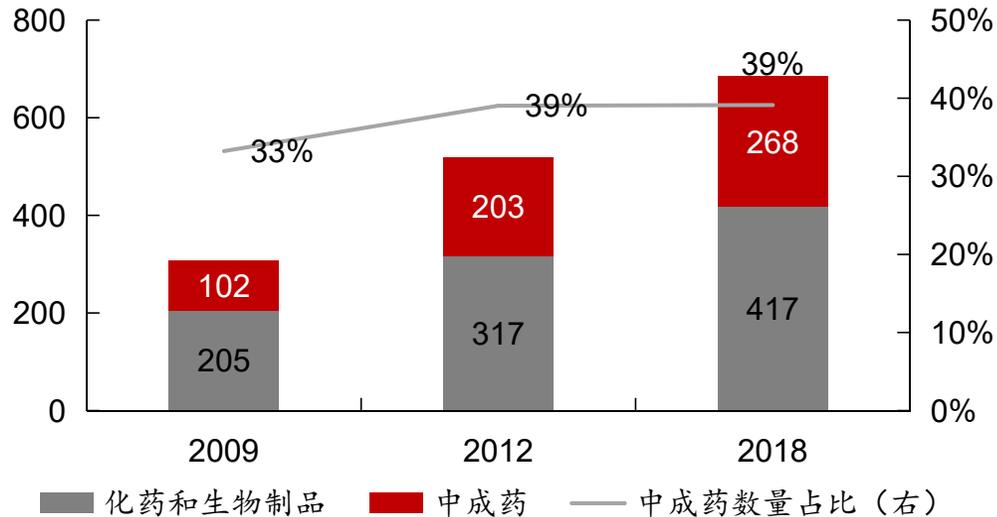
表：2024年国家医保谈判新进入11个中药品种

| 通用名      | 企业名称  | 注册分类 | 上市时间       | 日均用药金额 (元) |
|----------|-------|------|------------|------------|
| 儿茶上清丸    | 湖北齐进  | 1.1类 | 2024/1/8   | 21.8       |
| 济川煎颗粒    | 康缘药业  | 3.1类 | 2023/12/28 | 22.5       |
| 九味止咳口服液  | 卓和药业  | 1.1类 | 2024/2/20  | 24.9       |
| 秦威颗粒     | 成都华西  | 1.1类 | 2024/3/12  | 24.8       |
| 通络明目胶囊   | 以岭药业  | 1.1类 | 2023/10/19 | 26.0       |
| 温经汤颗粒    | 华润三九  | 3.1类 | 2024/5/15  | 24.0       |
| 小儿豉翘清热糖浆 | 济川药业  | 2.2类 | 2023/11/17 | 39.5       |
| 小儿紫贝宣肺糖浆 | 健民集团  | 1.1类 | 2023/10/19 | 28.6       |
| 一贯煎颗粒    | 神威药业  | 3.1类 | 2023/12/26 | 27.7       |
| 益气通窍丸    | 扬子江药业 | 1.1类 | 2021/9/13  | 22.7       |
| 枳实总黄酮片   | 青峰医药  | 1.2类 | 2023/10/19 | 22.4       |

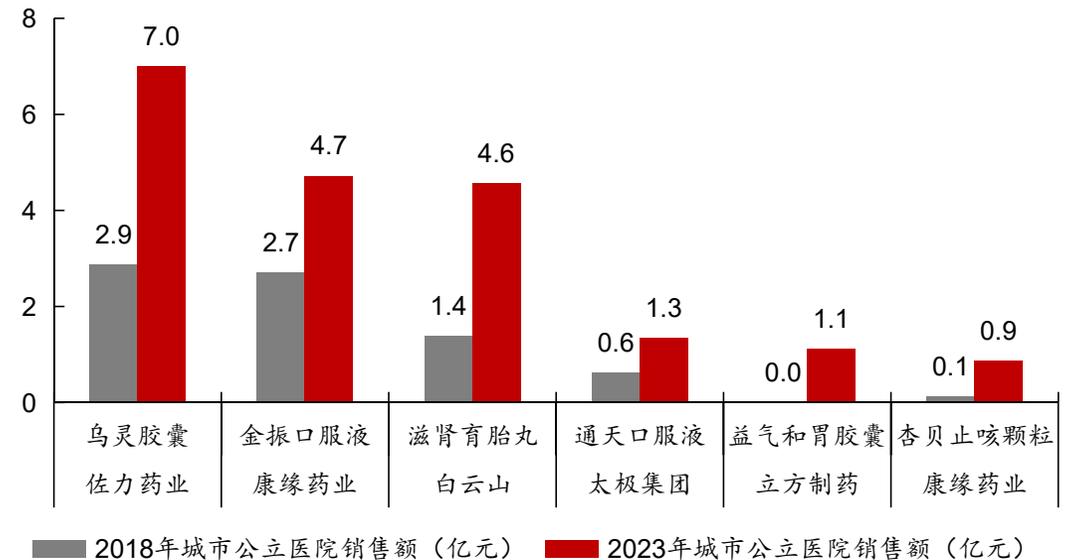
### ■ 新版基药目录今年有望调整，建议关注独家品种有进入基药潜力的企业

- 我国已于2009年、2012年和2018年分别发布三版基药目录，最新的2018版基药目录中，中成药品种数量达到268个，新进基药的65个品种中，多个独家品种例如乌灵胶囊、益气和胃胶囊的销售在2018-2023年间累计实现翻倍以上增长。
- 2024年11月22日，国家卫健委等六部门联合发布《关于改革完善基层药品联动管理机制扩大基层药品种类的意见》，提出以国家基药目录、国家医保药品目录和国家集采中选药品为重点，制定县域医联体用药目录。
- 预计基药目录有望在今年迎来调整，随着基层用药目录动态扩大，新获得基药身份的独家品种有望在基层市场加速放量，建议关注盘龙药业、方盛制药、太极集团、贵州三力、健民集团等企业。

图：2009/2012/2018版基药目录品种及中成药占比



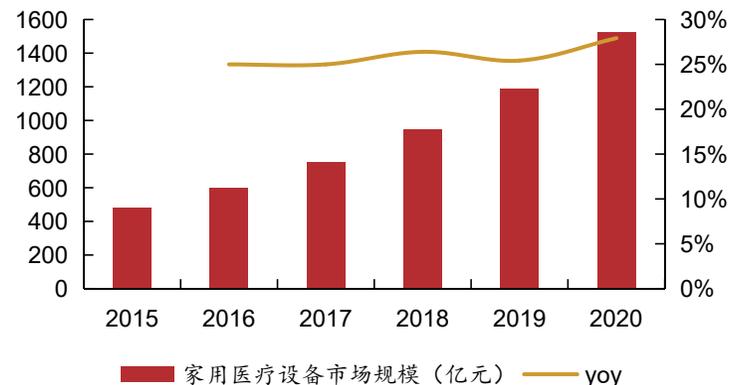
图：部分进入2018版基药的独家品种销售情况



### ■ 家用医疗器械对应患者人群庞大，市场广阔

- 糖尿病、睡眠呼吸暂停（OSA），慢性阻塞性肺疾病（COPD）、高尿酸血症及痛风为我国患病人群较为庞大的疾病，患者人数均为千万乃至上亿级别，为相关监测/治疗器械例如传统血糖仪（BGM）、动态血糖监测（CGM）、睡眠呼吸机、制氧机、尿酸检测仪等带来广阔空间。2019年我国家用医疗设备市场规模就已超千亿元，同时行业保持着较高的增速。

图表：国内家用医疗设备市场规模



资料来源：医械研究院，华源证券研究所

图表：糖尿病、睡眠呼吸暂停、慢性阻塞性肺疾病、高尿酸血症及痛风介绍

|           | 糖尿病                    | 睡眠呼吸暂停                | 慢性阻塞性肺疾病                  | 高尿酸血症及痛风  |
|-----------|------------------------|-----------------------|---------------------------|---|
| 患病因素      | 肥胖、高龄、体力活动不足，以及精神压力大等  | 肥胖、上呼吸道解剖异常人群、不良生活习惯等 | 长期接触刺激性气体或不溶性微粒（通常来自香烟烟雾） | 遗传因素、年龄构成、性别差异等客观因素对痛风均有不同程度的影响。从生活习惯来说，喜欢海鲜和肉类等高嘌呤荤食、饮酒、吸烟、肥胖和作息不规律容易提升高尿酸血症及痛风的患病风险 |
| 相关并发症     | 糖尿病眼病、糖尿病肾病、脑卒中、心血管疾病等 | 心脏病、高血压、中风、房颤等        | 心脏病、肺癌等                   | 肥胖、高血压、高血脂、肾功能受损等   |
| 相关监测/治疗器械 | 传统血糖仪BGM、动态血糖监测CGM     | 睡眠呼吸机                 | 制氧机、睡眠呼吸机                 | 尿酸检测仪/血糖尿酸测试仪   |
| 患病率       | 10.6%                  | 23.6%                 | 8.6%                      | 痛风：1.1%<br>高尿酸血症：13.3%  |
| 患病人数      | 1.41亿                  | 1.76亿                 | 9900万                     | 痛风：1466万<br>高尿酸血症：1.77亿   |

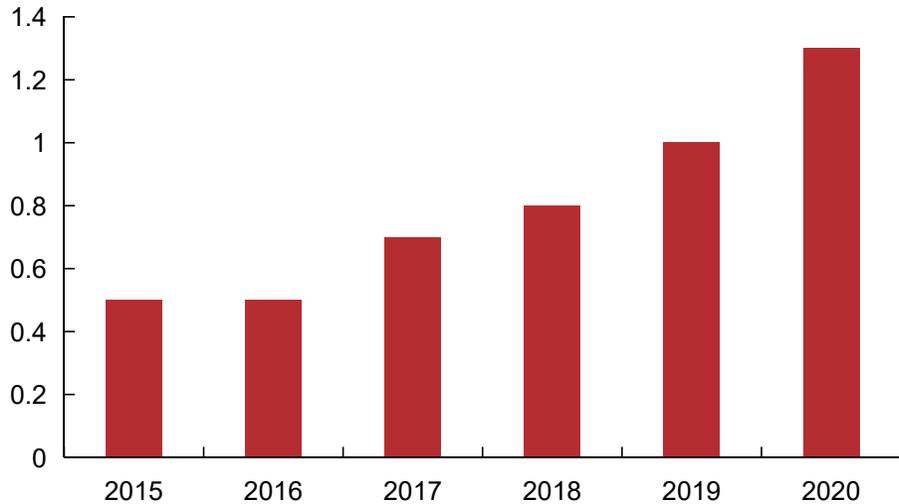
资料来源：IDF, Adam V Benjafield等《Estimation of the global prevalence and burden of obstructive sleep apnoea: a literature-based analysis》，Ying Liang等《COPD in China: Current Status and Challenges》，CDC, 天猫健康/第一财经商业数据中心/三诺《2021中国高尿酸及痛风趋势白皮书》，美敦力等，华源证券研究所



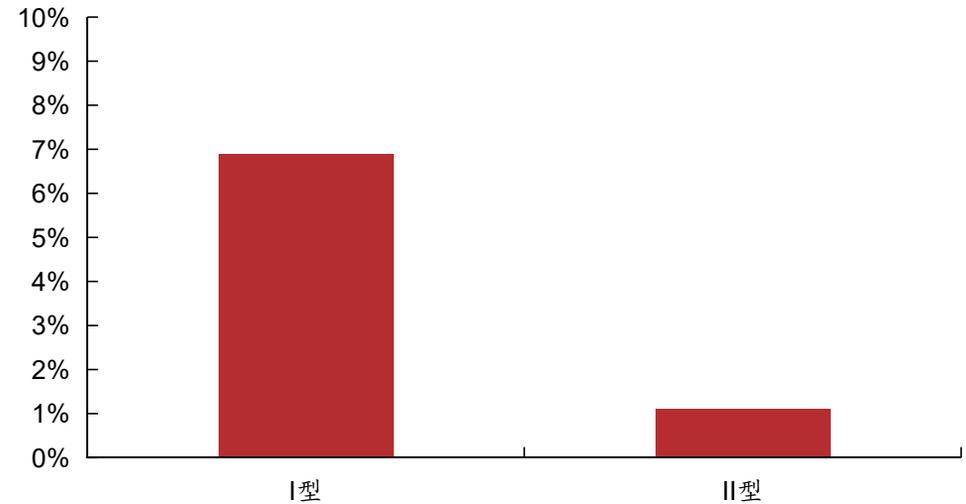
#### ■ 血糖监测：BGM稳健增长，CGM前景广阔，有望快速崛起

- **动态血糖监测（CGM）**：作为国内血糖监测领域的新品类，仍处于初期成长阶段，各厂商正在积极布局。2020年CGM在我国I型及II型糖尿病患者的渗透率分别为6.9%、1.1%，有较大空间，前景广阔。
- **传统血糖仪（BGM）**：目前国内血糖监测以传统血糖仪（BGM）为主，2020年中国的血糖监测市场规模为13亿美元，2015-2020年CAGR为21%。以三诺、鱼跃为代表的国产企业预计已经占据较高的份额，随着血糖监测渗透率的持续提升，未来预计维持稳健增长。

图表：中国血糖监测器械市场规模（十亿美元）



图表：2020年中国CGM渗透率（%）

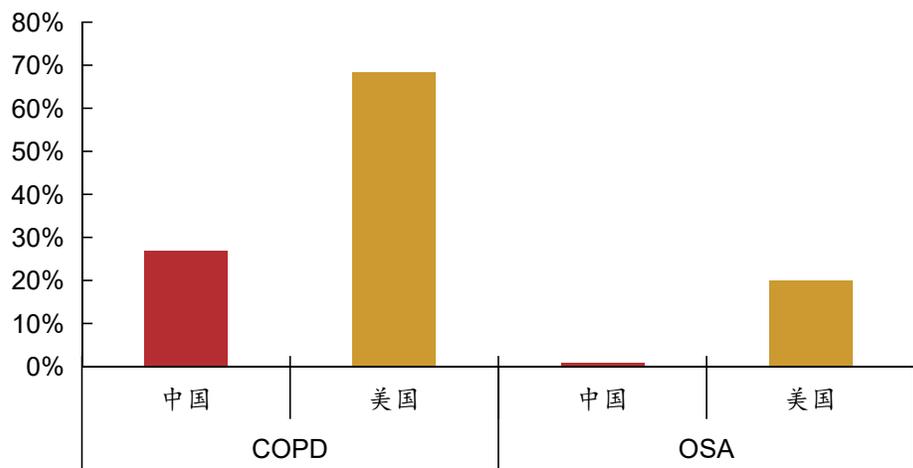




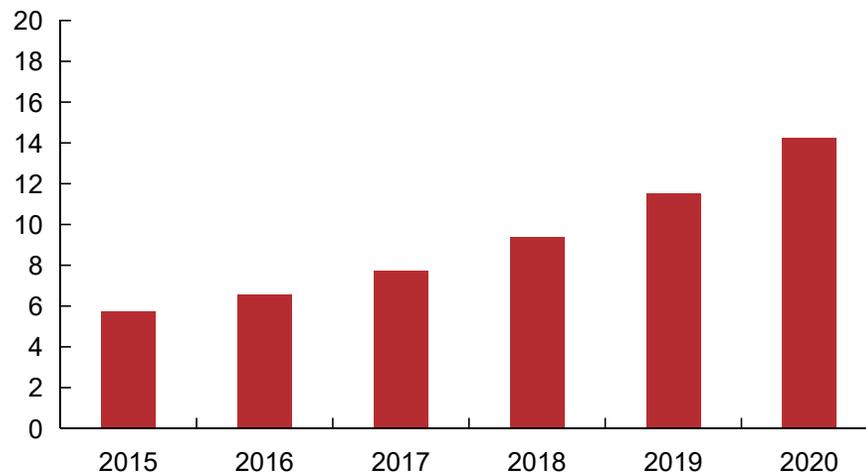
### ■ 睡眠呼吸：睡眠呼吸机渗透率低，国产品牌正在发力，份额有望提升

- 由于疾病认知及重视程度不足，呼吸类疾病COPD、OSA的诊断率分别不足30%及小个位数，远低于美国水平。2020年，中国睡眠呼吸机市场规模为14.2亿元，2015-2020年CAGR为19.9%，处于快速成长期。目前国内头部企业为瑞思迈、怡和嘉业及鱼跃医疗。其中国产品牌随着品类不断丰富、产品性能持续提升以及性价比优势，份额有望逐步提升。

图表：中美OSA及COPD诊断率



图表：中国睡眠呼吸机市场规模（亿元）

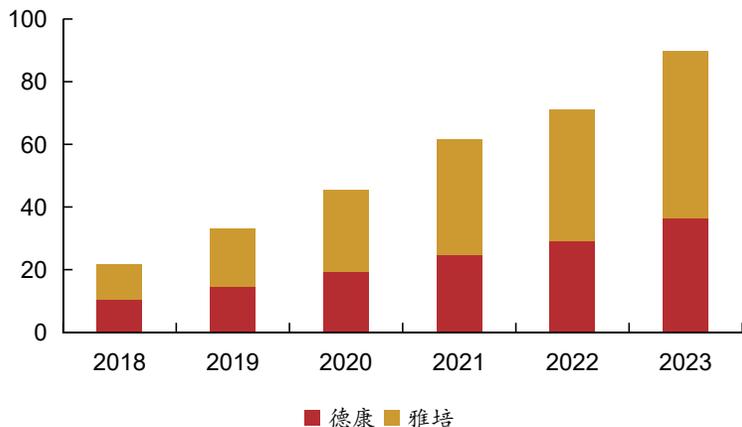




#### ■ 家用器械海外市场空间大，出海有望带来新机遇

- **血糖监测**：BGM在发展中国家例如拉美、非洲、中东、东南亚等地区存在较大的发展潜力。全球CGM市场近年一直保持高速增长，2023年CGM龙头德康、雅培合计收入增长26%至约90亿美元，预计CGM市场规模即将突破百亿美元。
- **睡眠呼吸**：海外睡眠呼吸机市场同样蕴藏较大空间，2020年全球睡眠呼吸机市场规模为43.3亿美元，同比增长16.3%。从全球睡眠呼吸机龙头收入来看，2024年瑞思迈收入增长11%至47亿美元，近年保持10%左右增长，较为稳健。

图表：德康雅培CGM收入情况（亿美元）



图表：全球睡眠呼吸机市场规模



图表：瑞思迈收入情况



资料来源：弗若斯特沙利文，各公司公告，Wind，华源证券研究所  
 注：瑞思迈财年截止日为每年6月30日，如2024财年始于2023年7月1日，截止2024年6月30日

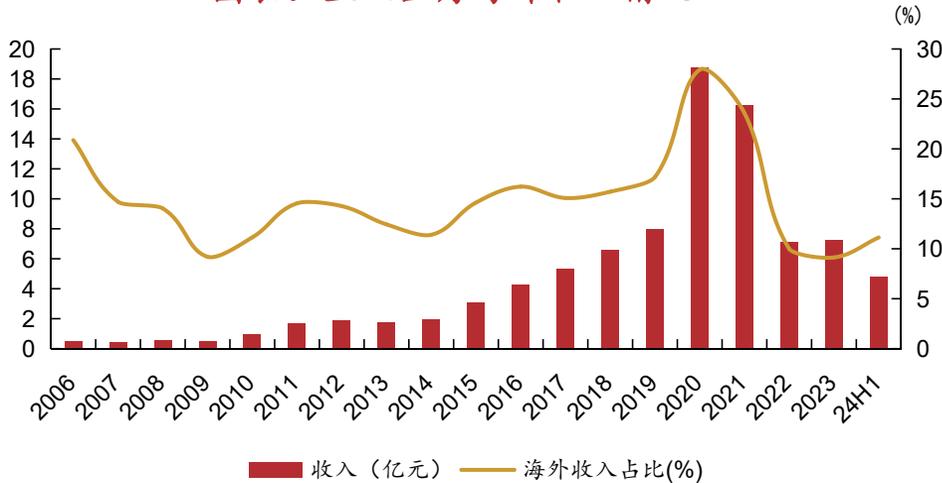


### 3.3 家用器械：新品类，新机遇

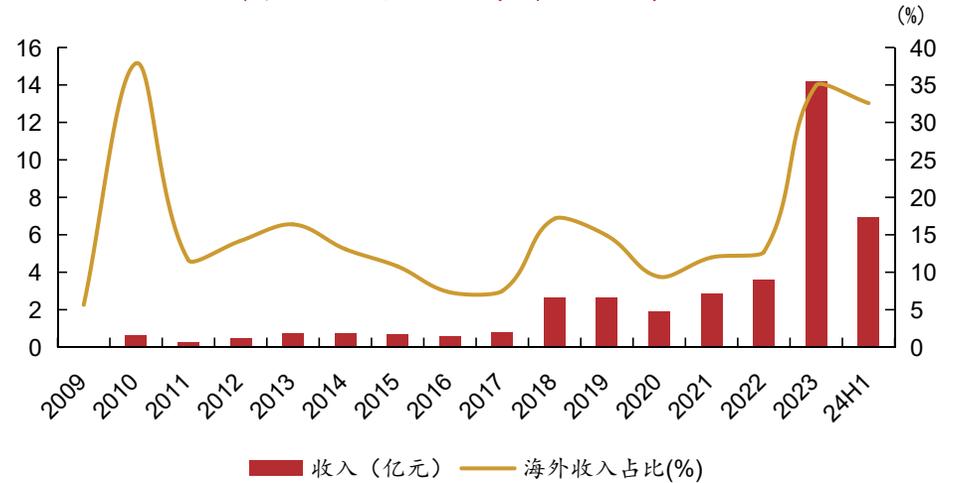
#### 国内家用器械企业实力已得到验证，具备出海条件，有望掘金海外百亿市场

- **血糖监测**：以三诺、鱼跃为代表的国产厂家在国内占据可观的市场份额，产品已经打磨成熟，具备出海条件。参考海外BGM大于3名参与者的格局，我们认为，CGM市场仍有空间给新的参与者进入。目前鱼跃、三诺的CGM产品均已在欧洲获批，三诺的CGM在美国的注册也在顺利推进中，预计海外将在未来几年逐步贡献业绩增量。
- **睡眠呼吸**：睡眠呼吸机上游组件供应商美好医疗在呼吸机品类形成核心技术积累，与瑞思迈的合作持续深化，能力得到充分验证。怡和嘉业进展相对靠前，在全球市场市占率和排名由2020年的4.5%（第四名）提升至2022年的17.7%（第二名）。鱼跃的睡眠呼吸机也在欧洲发展顺利，已经切入西班牙、意大利等国家，南美地区也有不错的表现，同时积极推进呼吸机在美国的注册工作，海外发力在即。
- **海外收入已经初具规模，预计占比持续提升**。2023年鱼跃医疗的海外收入为7.3亿元，占收入比重为9.13%，24H1海外收入占比提升至11.1%。2023年三诺生物海外收入14.2亿元，占比34.9%。两家公司在海外的收入均已经形成一定规模，随着海外持续拓展，预计收入占比将继续提升。

图表：鱼跃医疗海外收入情况



图表：三诺生物海外收入情况





### 3.3 家用器械：新品类，新机遇

- **三诺生物**：预计2025年业绩将显著加速。1) 2025年CGM海外有望开始放量，欧洲经销商合同已经落地，预计2025年开始贡献收入。2025年美国有望上市，掘金百亿美元市场，天花板打开；2) 国内CGM业务快速增长，强性能+高性价比+BGM渠道协同造就较强竞争力；3) BGM业务为公司基本盘，龙头地位稳固，预计维持稳健增长。
- **鱼跃医疗**：老龄化产业趋势+自费+出海多重逻辑共振下，估值有望持续提升。公司为平台型家用器械龙头，2020年新管理层上任后积极布局呼吸与制氧、血糖及 POCT、消毒感控三大高成长赛道，疫情期间产品远销全球，品牌影响力进一步扩大。持续看好公司长期成长空间，及海外市场潜力。
- **可孚医疗**：公司为家用医疗器械后起之秀，积极平台化布局，目前整体收入体量已经迈上新台阶，销售及研发策略转变为聚焦核心单品，自产产品占比大幅增长，后续产品管线丰富，盈利能力有望持续提升。另外，公司积极布局听力连锁服务终端，打造第二增长曲线。
- **美好医疗**：1) 掌握底层技术，器械CDMO平台可拓展性强；2) 境外呼吸机组件合作用户库存逐步出清，出口需求不断回暖，常规业务恢复正常推广；3) 胰岛素笔等新业务潜力较大，不断拓展发展边际。

图表：相关标的盈利预测及估值情况

|      | 归母净利润（百万元） |         |         |         | PE    |       |       |
|------|------------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
|      | 2023       | 2024E   | 2025E   | 2026E   | 2024E | 2025E | 2026E |
| 三诺生物 | 284.4      | 349.3   | 469.8   | 658.4   | 38    | 28    | 20    |
| 鱼跃医疗 | 2,395.9    | 2,012.6 | 2,307.2 | 2,776.6 | 18    | 15    | 13    |
| 可孚医疗 | 254.3      | 381.8   | 467.6   | 571.7   | 19    | 15    | 13    |
| 美好医疗 | 313.3      | 391.8   | 514.9   | 650.0   | 34    | 26    | 20    |

- 1、复盘&展望：医药处于历史低位，2025年边际改善可期
  - 1.1 复盘：医改已至深水区，二级市场指标处于历史低位
  - 1.2 展望：2025年边际改善可期，看好结构性机会
- 2、中国创新强势崛起，加速打开国际视野
  - 2.1 2024年中国创新药硕果累累，国内政策支持信号积极
  - 2.2 工程师人才红利显著，全球竞争力显著提升
  - 2.3 传统药企华丽转身，Biotech/Biopharma进入商业化阶段
  - 2.4 创新产业链：海外投融资持续复苏，龙头韧性较强
- 3、老龄化诊疗需求确定性较高，银发健康长坡厚雪
  - 3.1 中国老龄人口加速趋势显著，带动相关疾病诊疗量增长
  - 3.2 中药：文化瑰宝，长坡厚雪
  - 3.3 家用器械：新品类，新机遇
- 4、中国制造崛起，出海潜力可期
  - 4.1 国产器械崭露头角，全球竞争力日益提升
  - 4.2 供应链能力突出，2025年业绩有望显著改善
- 5、风险提示



## ■ 国产设备持续高端化，全球竞争力日益提升

- 医疗器械通过医工结合，实现螺旋式迭代，国产医疗器械品牌经过长期耕耘，产品力实现大幅突破，持续缩小与全球头部品牌差距，并在部分细分领域，实现对进口赶超，引领全球领先。类似发展轨迹或在其他器械细分品类演绎，长期有望进一步提高国内外市占率。
- 重点关注高景气赛道进口替代标的，包括产品矩阵丰富、性能处于行业领先企业，具备国内外市场占有率持续提升潜力；中短期建议关注医疗设备更新落地，带来政策端催化，以及业绩反转信号明显标的。重点关注：迈瑞医疗、联影医疗、新产业、开立医疗、华大智造、澳华内镜、普门科技、麦澜德等。

## ■ 国产耗材加速突破，集采助力国产化率+渗透率提升

- 国产企业在冠脉支架、骨科（创伤、脊柱、关节）、生化试剂等领域已经实现国产化，目前正在加速向电生理、眼科耗材等领域加速突破。在电生理领域，微电生理、惠泰医疗等在技术方面已逐步突破了国际巨头的垄断，在三维技术、复杂病变等方向加速突破。
- 通过集采，国产化率低的品种能够快速提升市占率如关节、吻合器等，同时通过价格的降低可加速提高临床使用渗透率，进一步推动国产企业发展。目前，电生理、化学发光、眼科等领域仍有较大的国产率提升空间，建议重点关注微电生理、惠泰医疗、新产业、三友医疗、爱博医疗等。

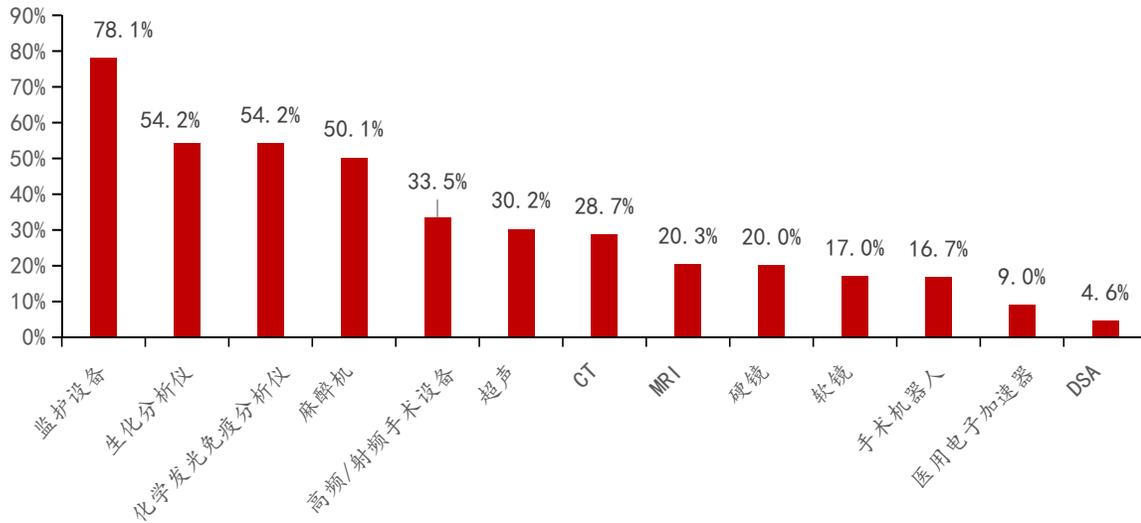
## ■ 供应链能力突出，2025年有望边际改善

- 全球化进程带动分工细化，中国在全球范围内具有完善的制造工业基础、成熟的产业链、规模化制造能力和持续提升的工艺技术等硬件优势，兼具工程师红利、较强交付能力等软实力，奠定中国在医疗器械全球产业链重要组成。通过与全球头部品牌深度合作，生产体系持续优化，获得进一步拓宽可及领域的机会。
- 重点关注生产体系完善，与全球头部品牌深度绑定，具备合作产线拓展潜力标的；中短期建议关注境外库存出清，采购周期恢复品种，2025年有望底部向上。建议重点关注：美好医疗、海泰新光、拱东医疗、天益医疗。

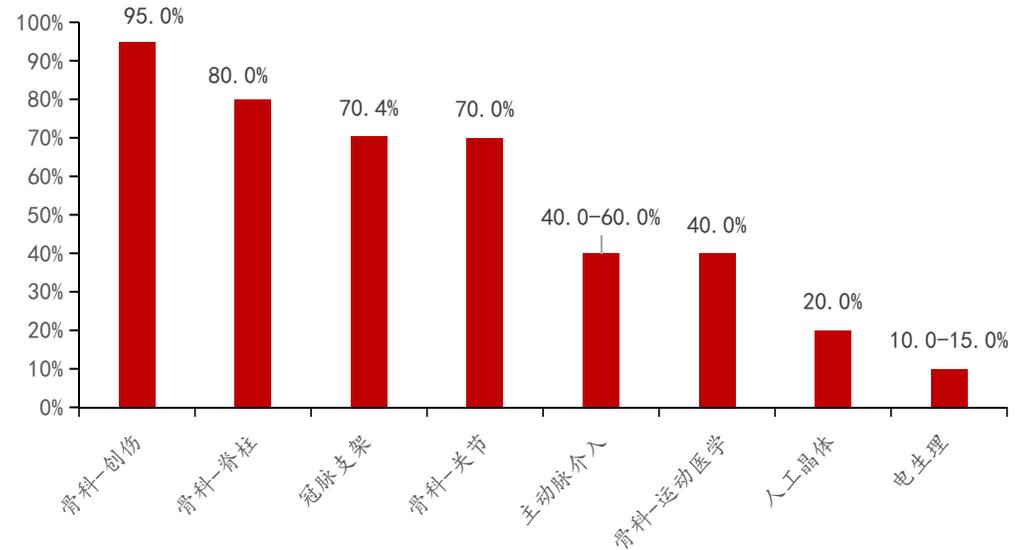
## ■ 国产器械强势崛起，中高端领域有望加速替代

- 中国医疗器械企业正在经历强势崛起的过程，在医疗设备和医疗耗材领域均呈现加速向中高端突破的趋势；
- 医疗设备：国产器械在监护设备、IVD设备、麻醉机等领域都实现了份额过半，在CT、MR、透析机、软镜、硬镜等领域的份额亦有较大突破，加速替代可期；
- 医疗耗材：骨科经过多轮国采，创伤、脊柱、关节已经实现国产化，运动医学有所突破；电生理、眼科耗材等细分领域，国产产品仍有较大提升空间。

图表：部分医疗设备国产化率



图表：部分医疗耗材国产化率



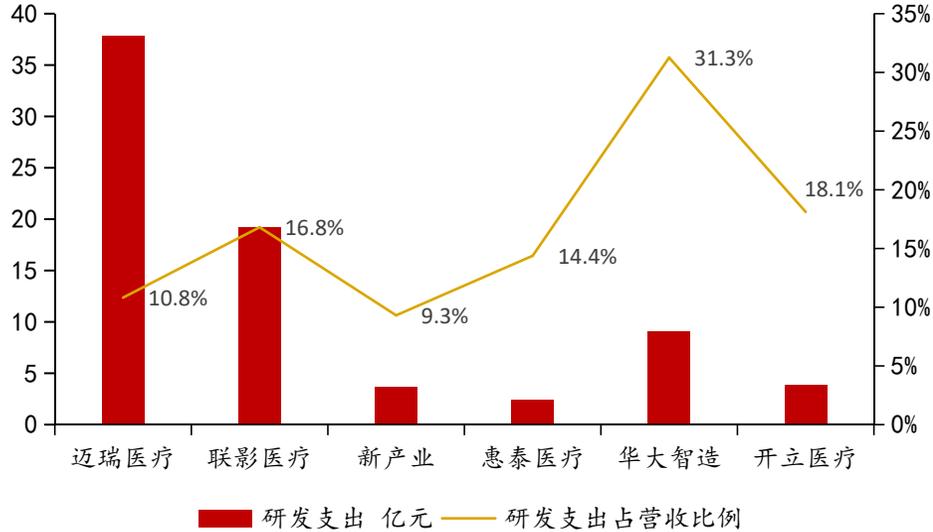


## 4.1 国产器械崭露头角，全球竞争力日益提升

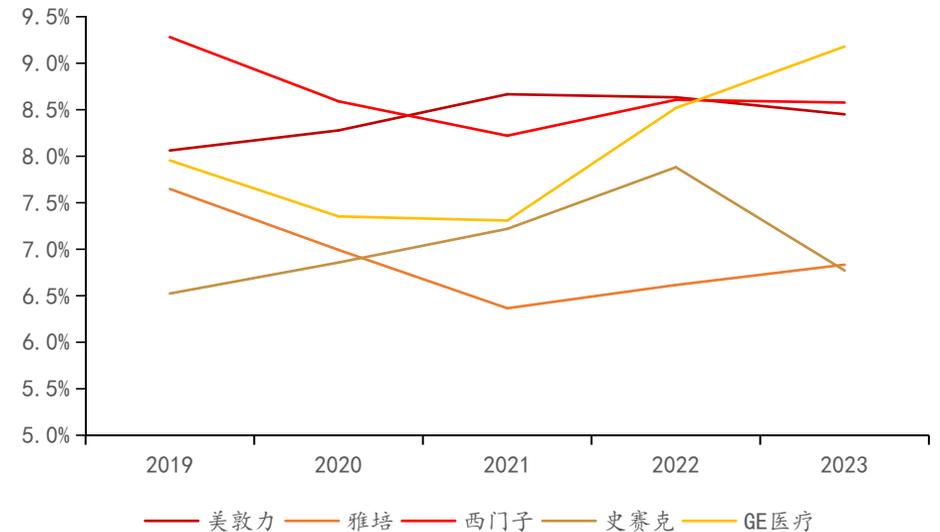
### ■ 中国企业持续加大研发投入，匠心精神构建全球竞争力

- 2023年，国内医疗器械头部厂家持续加大研发投入，研发支出迈瑞医疗、联影医疗位居前二，分别达到37.79、19.19亿元，其中联影研发支出占收入达到16.81%，而处于研发导向的测序仪企业华大智造，研发支出占收入达到31.26%，新产业、惠泰医疗、开立医疗等研发占比增速较快。
- 参照2019-2023年部分全球头部医疗器械公司研发费用占比，基本处于10%以内，且占比较为稳定，主要针对存量产品迭代更新，增量创新相对较少，国产品牌正加速赶超。

图表：2023部分国内医疗器械公司研发支出及收入占比(亿元，%)



图表：2019-2023部分全球医疗器械公司研发费用占比(%)



## ■ 高端设备持续突破，加速突破底层核心技术

- 测序仪通过对碱基序列、种类的检测，实现生命科学的探索，被誉为医疗器械“皇冠”，国产医疗器械厂家华大智造经过持续的耕耘，突破进口测序品牌的封锁，实现高端设备自主可控，并在产品丰富度、细分参数赶超全球头部品牌illumina。
- 影像设备是医疗设备重要组成，主要包括超声、CT、MRI、DR、PET-CT等，尤其是大型影像设备，有着“大国重器”美誉，以联影医疗为代表的国产品牌，在产品类型、产品组合、高端产品覆盖上媲美进口品牌，逐步与GPS等行业领先者看齐。

图表：华大智造、illumina测序仪器对比

| 品牌        | 华大智造         |              |                   |             |            |            |            |
|-----------|--------------|--------------|-------------------|-------------|------------|------------|------------|
| 型号        | DNBSEQ-T20x2 | DNBSEQ-T10x4 | DNBSEQ-T7         | MGISEQ-2000 | MGISEQ-200 | DNBSEQ-G99 | DNBSEQ-E25 |
| 测序质量      | Q30>85%      | Q30>85%      | Q30>85%           | Q30>85%     | Q30>80%    | Q30>90%    | Q30>80%    |
| 运行模式      | 超高通量         | 超高通量         | 高通量               | 中高通量        | 中通量        | 中低通量       | 低通量        |
| 最高通量/RUN  | ~72Tb        | 76.8Tb       | 7Tb               | 1440Gb      | 150Gb      | 96Gb       | 7.5Gb      |
| 平均运行时间/小时 | 60-80        | 96-106       | 16-24             | 13-37       | 7-40       | 5-30       | 5-20       |
| 最大读长      | PE150        | PE150        | PE150             | PE300       | PE150      | PE300      | PE150      |
| 品牌        | illumina     |              |                   |             |            |            |            |
| 型号        | NovaSeq X    | NovaSeq 6000 | NEXTSeq 1000/2000 | NEXT 550    | MiSeq i100 | Mini Seq   |            |
| 运行模式      | 超高通量         | 超高通量         | 高通量               | 中通量         | 低通量        | 低通量        |            |
| 最高通量/RUN  | 8Tb          | 3Tb          | 540Gb             | 120 Gb      | 30 Gb      | 7.5 Gb     |            |
| 平均运行时间/小时 | 17 - 48      | 13 - 44      | 8 - 44            | 11 - 29     | 4 - 15.5   | 5 - 24     |            |
| 最大读长      | PE150        | PE250        | PE300             | PE150       | PE300      | PE150      |            |

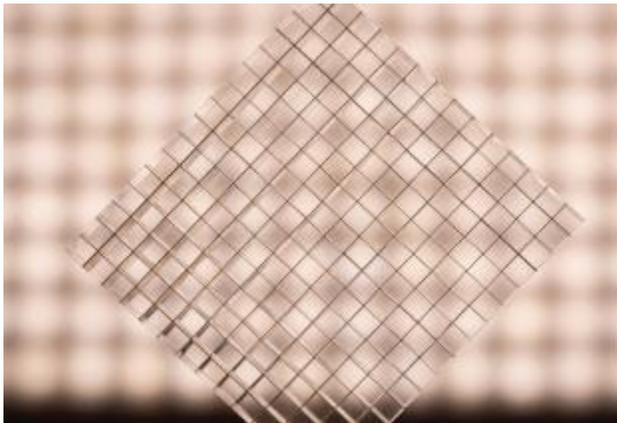
图表：影像厂家产线对比

| 设备种类          | 联影医疗 | GE医疗 | 西门子 | 飞利浦 | 医科达 | 万东医疗 | 东软医疗 |
|---------------|------|------|-----|-----|-----|------|------|
| <b>MR产品</b>   |      |      |     |     |     |      |      |
| 5.0T及以上       | ▲    | ▲    | ▲   |     |     |      |      |
| 3.0T          | ▲    | ▲    | ▲   | ▲   |     |      | ▲    |
| 1.5T及以下       | ▲    | ▲    | ▲   | ▲   |     | ▲    | ▲    |
| <b>CT产品</b>   |      |      |     |     |     |      |      |
| 320排/640层     | ▲    |      |     |     |     |      |      |
| 256排/512层     |      | ▲    | ▲   |     |     |      | ▲    |
| 128排及以下       | ▲    | ▲    | ▲   | ▲   |     | ▲    | ▲    |
| <b>XR产品</b>   |      |      |     |     |     |      |      |
| Mammo         | ▲    | ▲    | ▲   |     |     | ▲    | ▲    |
| 常规/移动DR       | ▲    | ▲    | ▲   | ▲   |     | ▲    | ▲    |
| 中小C           | ▲    | ▲    | ▲   | ▲   |     | ▲    | ▲    |
| 大C (DSA)      | ▲    | ▲    | ▲   | ▲   |     | ▲    | ▲    |
| <b>MI产品</b>   |      |      |     |     |     |      |      |
| PET-CT        |      |      |     |     |     |      |      |
| AFOV>120cm    | ▲    |      |     |     |     |      |      |
| AFOV 50-120cm | ▲    | ▲    | ▲   |     |     |      |      |
| AFOV <50cm    | ▲    | ▲    | ▲   | ▲   |     |      | ▲    |
| PET-MR        | ▲    | ▲    | ▲   |     |     |      |      |
| <b>超声产品</b>   |      |      |     |     |     |      |      |
|               |      | ▲    | ▲   | ▲   |     | ▲    | ▲    |
| <b>RT产品</b>   |      |      |     |     |     |      |      |
| 直线加速器         | ▲    |      | ▲   |     |     | ▲    | ▲    |
| 图像引导直线加速器     | ▲    |      | ▲   |     |     | ▲    | ▲    |

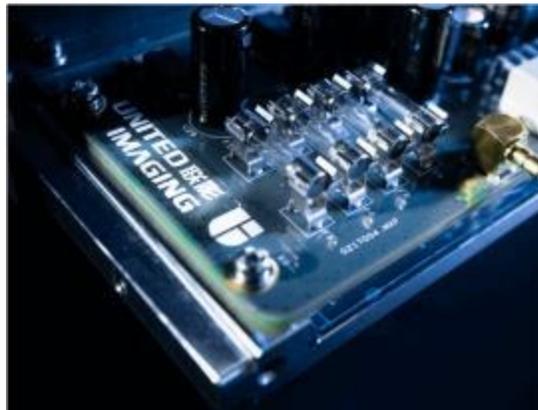
## ■ 高端设备持续突破，加速突破底层核心技术

- ▶ 晶体是PET-CT中最微小单元，但作为光导探测器系统的核心组件，直接决定了整机性能与图像质量的优劣，原有工艺将晶体限制在4-6毫米级，联影以独创Hyper电子学技术，实现模块化工艺，将晶体尺寸压缩至2.35mmx2.35mm，奠定业界最高分辨率NEMA2.9mm与超高灵敏度。
- ▶ 2017年，联影自主研发国产首款产品化的大功率梯度放大器，推动磁共振产品在整体性能上达到国际先进，部分国际领先水平，推动全球首款5.0 T磁体与中国首款9.4T磁体相继在联影医疗励磁成功。
- ▶ 基于独家DNBSEQ原理，华大智造DNBSEQ-T20×2创新性采用浸没式生化反应技术，载片生化反应直接浸没在试剂槽中进行，测序试剂可以支持载片多次浸泡，实现耗材成本充分目标。在完成5万例人全基因组测序基础上，首次将单个人全基因组测序成本降低至100美元以内，引领行业以“超摩尔定律”的速度发展。

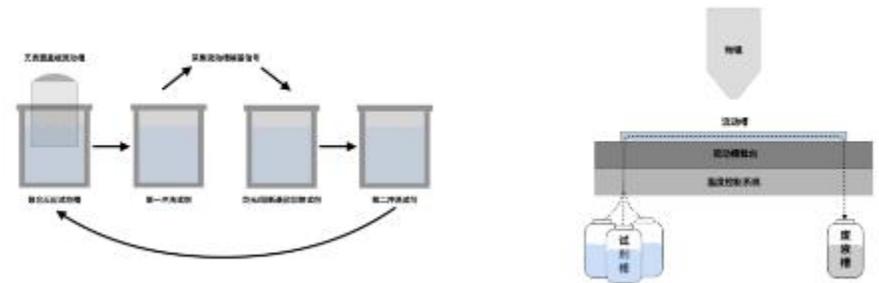
图表：探测器晶体模块



图表：3.0T MR射频功率放大器



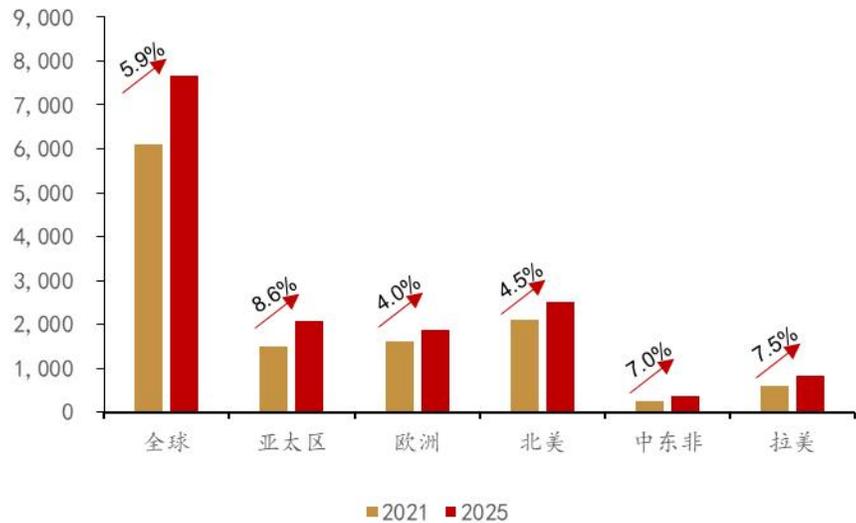
图表：浸没式（左）和流道式（右）生化反应示意图



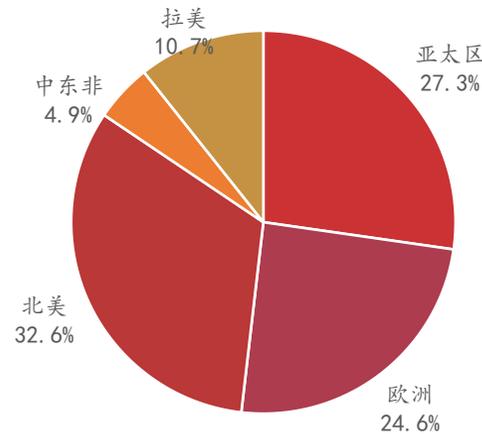
## ■ 海外市场海阔天空，发展中地区潜力可期

- 艾昆纬数据显示，2021年全球医疗器械市场容量约为6108亿美元，预计到2025年，有望达到7667亿美元，复合增长率为5.9%，其中亚太区，因其人口数量基数较大，医疗重视程度的不断提高，复合增长率达到8.6%，增速位列所有区域首位，中东非、拉美等传统ROW区域增速也高于全球平均水平，应是国产医疗器械出口着重发力区域。
- 预计到2025年，体外诊断仍然为全球医疗器械细分最大品种，因新冠检测需求出清，2021-2025年行业处于下滑状态，心血管、影像学和骨科占比位居前列，耗材、高端设备全球化趋势明显。

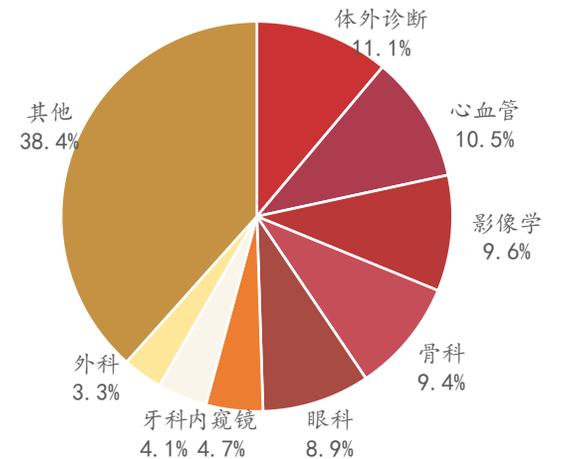
图表：2021-2025年全球及区域医疗器械市场容量(亿美元)及复合增速



图表：2025年全球医疗器械区域占比



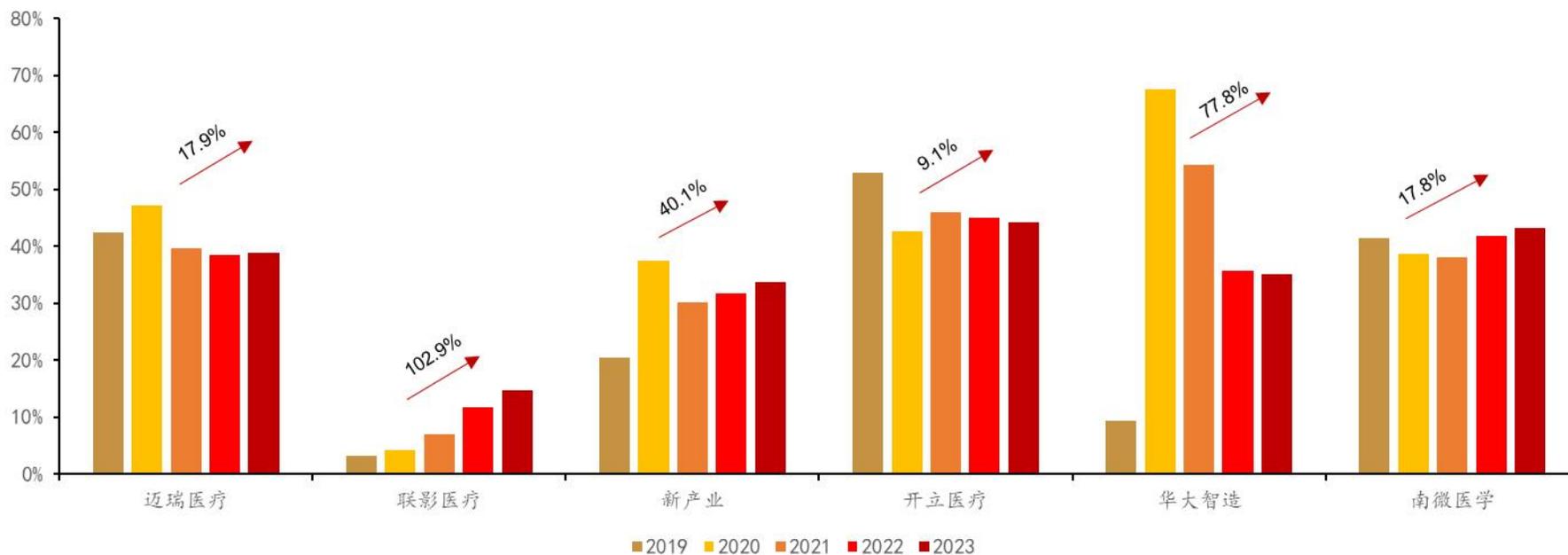
图表：2025年全球医疗器械品种占比



### ■ 海外市场海阔天空，发展中地区潜力可期

- 目前国产器械以低值耗材和医疗设备为主，性价比、产能等优势，全球竞争力明显。体外诊断、影像、高值耗材及创新器械的出口，有望成为国产器械出口下一个主旋律。
- 2019-2023年，处于不同器械赛道的迈瑞医疗、联影医疗、新产业、华大智造和南微医学，海外销售额相继突破10亿元水平，迈瑞更是在2021年突破海外收入百亿水平，其中新产业、华大智造、联影医疗海外收入复合年增速分别达到40.1%、77.8%、102.9%，且海外占整体收入比例呈现稳步提升态势，国产医疗器械海外全面加速突破。

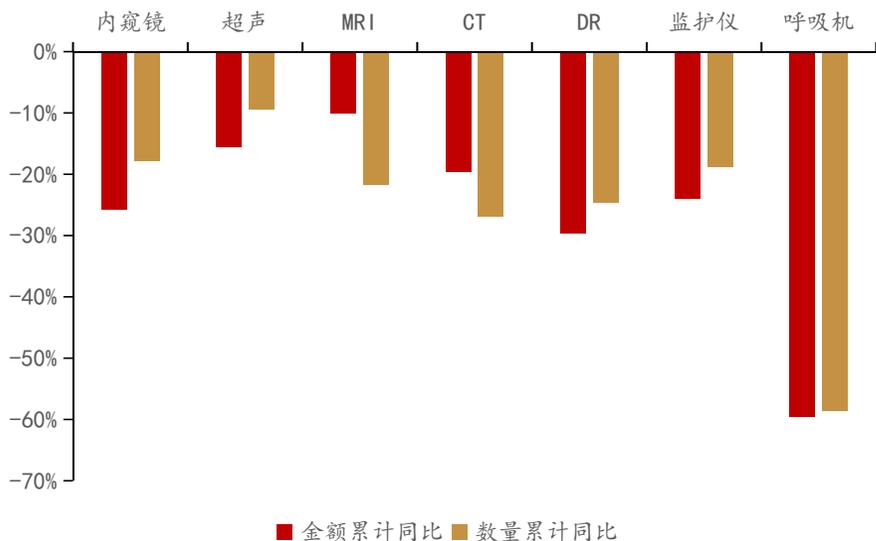
图表：2019-2023年部分医疗器械公司海外收入占比及收入复合增速(%)



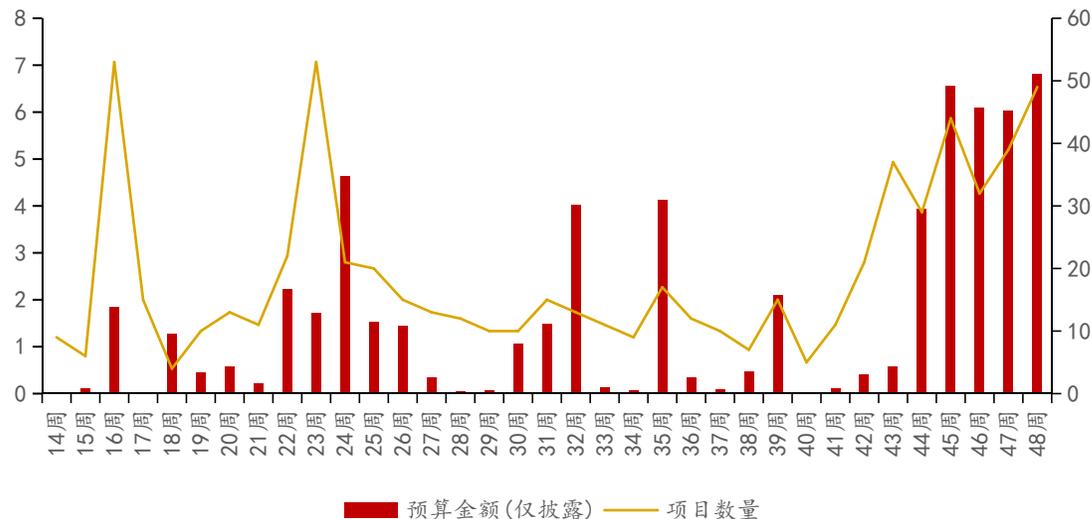
## ■ 招投标数据呈积极信号，2025年设备板块有望复苏

- 截至24年12月，国内医疗设备中标数据压力明显，包含累计金额同比和累计数量同比两个口径，整体均呈现下滑态势，具体涉及内窥镜、超声、CT、MRI、监护等常规医疗设备品类，累计金额和数量下滑处于10.0%-59.5%区间，医疗机构采购需求下滑明显。
- 2024年3月份起，中央财经委员会提出的大规模设备更新，自上而下政策迅速跟进，从涉及品类、覆盖省份、资金来源、落地节点等多维度对医疗设备更新进行阐述，受益程度或较2022年设备贴息更显著。自2季度末，多个省份招标开始进行。根据众成医械数据库数据整理，自第45周起，连续4周医疗设备招标金额超过6亿，政策有序落地，并有望在2024年四季度至2025年逐步兑现利好。

图表：2024.1-2024.12部分医疗设备品种金额、数量累计同比



图表：2024第14周-第48周(4.1-12.1)国内设备更新招标情况  
(左轴为预算金额/亿元，右轴为项目数)



数据来源：众成医械大数据，华源证券研究所

### ■ 集采落地以价换量逐步兑现，国产耗材有望加速入院

- ▶ 截至2024年底，包含体外诊断试剂在内的医疗耗材，基本完成省级或联盟、国采，部分品类经历多次集中带量采购，以冠脉支架为例，2020、2022年先后完成全国首次全面采购、续采，平均降幅从93%调整至25%，集采申报量从107万个提升至187万个，集采整体降幅趋于温和，中标厂家、集采申报量较该品类首次均有明显提升，集采以价换量，国产耗材通过集采全面打开入院端口。
- ▶ 结合电生理、化学发光公司集采前后国内收入增速表现，我们认为集采对于相关公司业绩端冲击相对可控，在集采落地年份业绩实现快速增长，并在集采周期内稳定增长，实现进口替代。

图表：部分集采医疗耗材结果

| 产品种类 | 集采时间     | 涉及区域       | 平均降价幅度     | 中标厂商数量     | 集采报量 个/根/份 |
|------|----------|------------|------------|------------|------------|
| 冠脉支架 | 2022年11月 | 全国         | 25% (续标涨价) | 10         | 187万       |
|      | 2020年11月 | 全国         | 93%        | 8          | 107万       |
| 电生理  | 2022年8月  | 福建牵头27省际联盟 | 49%        | 16         | -          |
| 骨科关节 | 2024年4月  | 全国         | 6%         | 54         | 58.2万      |
|      | 2021年9月  | 全国         | 82%        | 44         | 30.6万      |
| 化学发光 | 2024年9月  | 安徽牵头28省际联盟 | A组 50.04%  | 肿瘤64, 甲功70 | 5.5亿       |
|      | 2021年8月  | 安徽省        | 47%        | 8          | -          |

图表：部分集采企业国内收入增速变化

| 集采领域 | 时间      | 内容                 | 标的   | 集采年份国内收入增速 | 集采次年国内收入增速 |
|------|---------|--------------------|------|------------|------------|
| 电生理  | 2022.10 | 福建牵头电生理类医用耗材27省际联盟 | 惠泰医疗 | 43.65%     | 31.70%     |
|      |         |                    | 微电生理 | 29.88%     | 17.15%     |
| 化学发光 | 2023.10 | 安徽牵头电生理类医用耗材25省际联盟 | 新产业  | 25.88%     | 16.63%     |
|      |         |                    | 亚辉龙  | 38.59%     | 48.46%     |

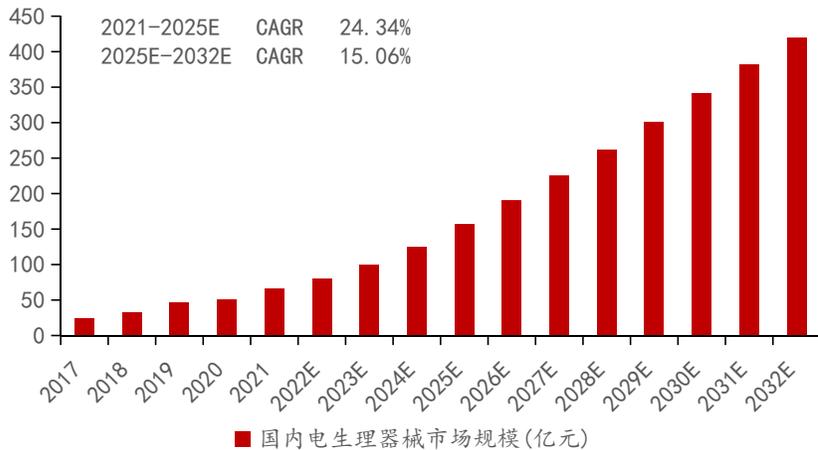
数据来源：国家组织医用耗材联合采购平台、赛柏蓝器械、国家医保局、安徽省医药集中采购平台，Wind，公司公告等，华源证券研究所

注：亚辉龙仅取化学发光增速，区间涨跌幅为集采规则出台后一年

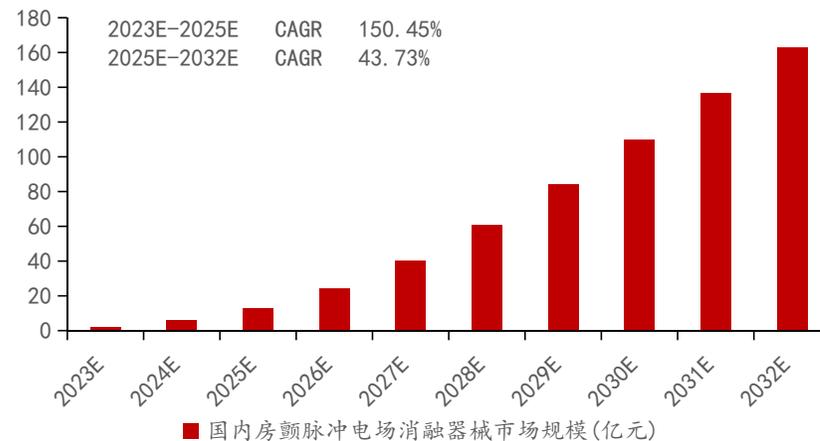
## ■ 集采落地以价换量逐步兑现，国产耗材有望加速入院

- 弗若斯特沙利文数据显示，2025年国内电生理市场有望达到157.26亿元，2025-2032年行业复合增速为15.06%，其中房颤脉冲电场消融(PFA)2025年市场规模为12.87亿元，2025-2032年行业复合增速为43.73%，预计到2032年，PFA市场规模有望达到163.15亿元，占电生理器械市场整体比重提升至38.87%。
- 国内电生理市场仍以强生、雅培、美敦力等进口品牌为主导，波士顿科学通过PFA技术的发展，在欧美市场加速对强生等头部品牌的追赶。继锦江电子LEAD-PFA 23年12月获国产PFA首证后，惠泰医疗PFA系统于24年底获批，微创电生理PulseMagic进入创新医疗器械特别审查申请，国产头部等厂家在技术方面已逐步突破了国际巨头的垄断，有望与PFA行业高增共振，在技术迭代+集采背景下进一步提升国产占比。

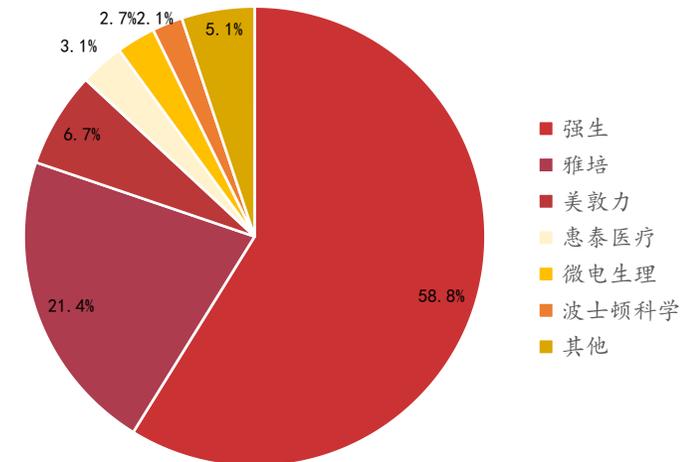
图表：2017-2032年国内电生理器械市场规模(亿元)



图表：2023-2032年国内房颤脉冲电场消融器械市场规模(亿元)



图表：2020年国内电生理市场竞争格局

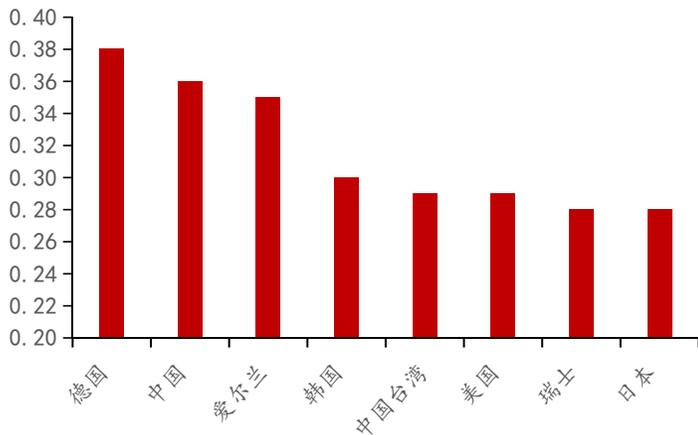


## 4.2 供应链能力突出，2025年业绩有望显著改善

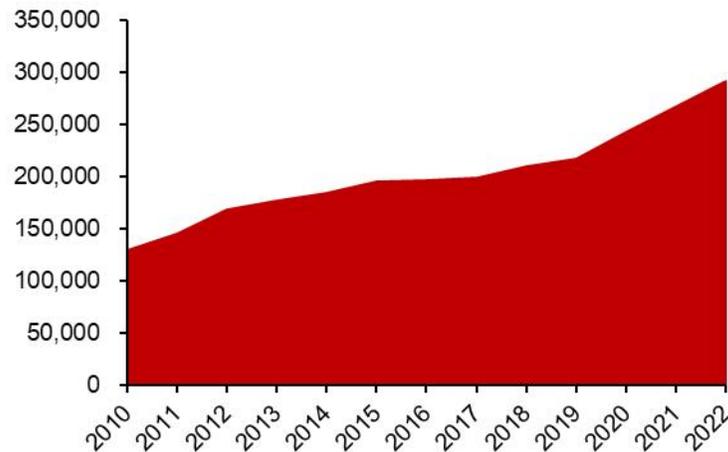
### ■ 底层基础坚实，提供全球供应链沃土

- ▶ 联合国工业发展组织 UNIDO发布的《全球工业竞争力报告》中，中国工业竞争力仅次于德国，位居全球第二，其中中高端类技术工业占比合计达到60.5%，形成强有力的工业基础。
- ▶ 2010-2022年，国内工学背景研究生毕业数量自12.87万增长至29.17万，众多素质优秀的复合人才，与医疗器械行业复合型需求适配度高，是软实力重要因素。
- ▶ 依托于中国完善的制造工业基础、成熟的产业链、规模化制造能力和持续提升的工艺技术，以及工程师红利，中国已成为全球医疗器械的重要出口国。医疗器械供应链整合及上下游分工的加强，催生医疗器械CDMO模式的不断发展，形成外包化、多元化、集成化、地域化、资本化等发展趋势。

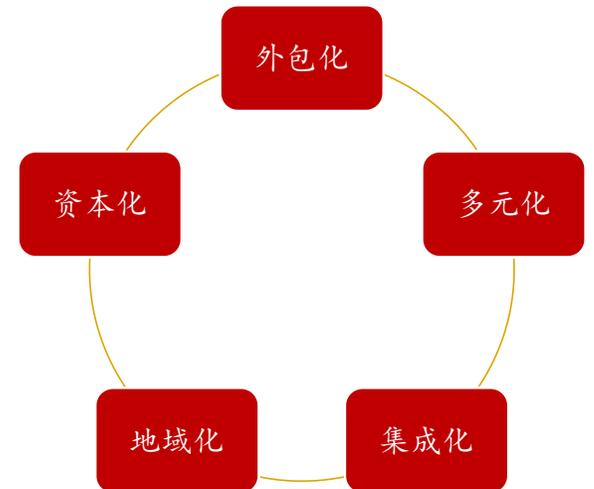
图表：全球竞争力指数排名



图表：2010-2022年国内工学研究生毕业数量



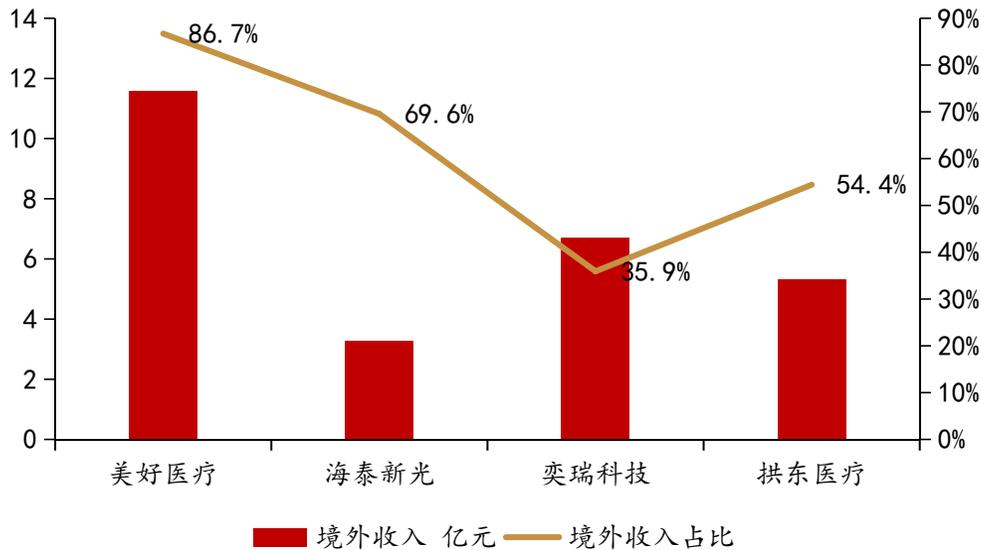
图表：医疗器械CDMO发展趋势



■ 跻身核心供应商境外业务稳定增长，积极布局海外产能

- 国内医疗器械CDMO以全球知名品牌为主，对上游供应商遴选标准较高，普遍需要较长考察、验证周期，一旦确认合作，粘性较高，带动稳定订单。2023年，美好医疗、海泰新光、拱东医疗等公司持续实现境外稳定销售，其中美好医疗境外收入占比高达86.72%，通过与全球头部品牌深度绑定，实现产品全球销售。
- 多元化贸易也促进本地产能建设需求，通过建设境外工厂，国产品牌能够更加贴近境外用户，针对产品需求实现快速调整；同时部分原材料导向产品，靠近上游的境外产能，能显著降低运输成本，提高产品全球竞争力；国际贸易形式的变化，也催生了全球多工厂，规避贸易壁垒的新需求。目前境外产能包括自建或收购，主要包括英科医疗、奥美医疗为代表的低值耗材类厂家，和美好医疗、海泰新光为代表的器械组件核心供应商。

图表：2023年部分公司境外收入及占比(亿元，%)



图表：部分国产品牌境外并购、建厂项目

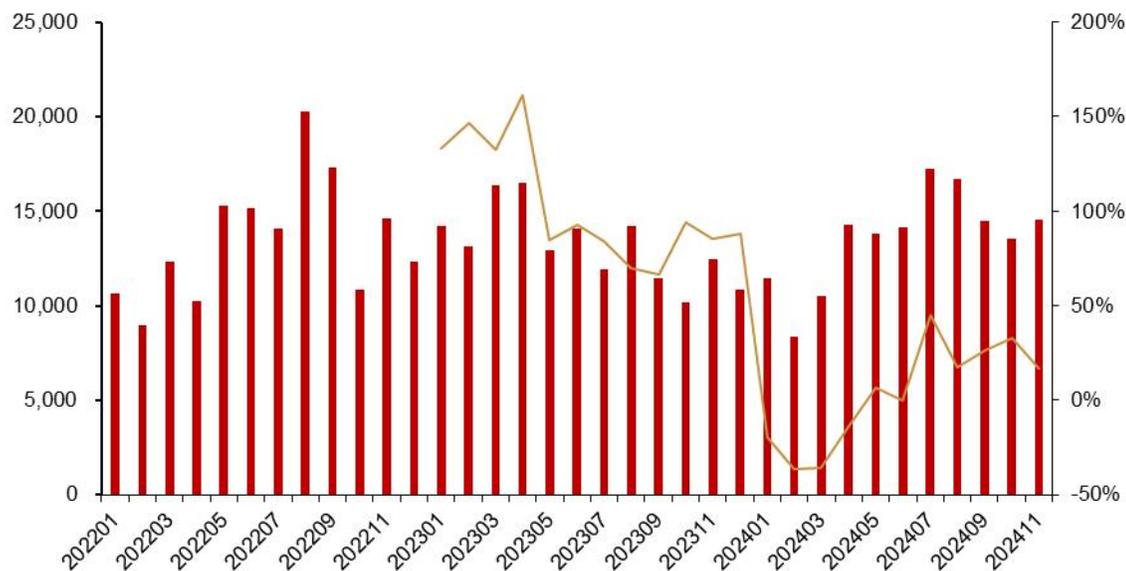
| 公司   | 时间    | 并购标的/境外布局                      | 方向                       | 核心业务  |
|------|-------|--------------------------------|--------------------------|-------|
| 奥美医疗 | 2024年 | 印尼工厂                           | 境外产能                     | 敷料    |
| 稳健医疗 | 2024年 | Global Resources International | 医疗耗材和工业防护                | 敷料    |
| 维力医疗 | 2024年 | 墨西哥生产基地                        | 境外产能                     | 导管    |
| 康众医疗 | 2024年 | ISDI LIMITED                   | 高性能CMOS-X射线探测器和CMOS图像传感器 | 探测器   |
| 振德医疗 | 2024年 | 肯尼亚工厂                          | 境外产能                     | 敷料    |
| 海泰新光 | 2023年 | 泰国工厂                           | 境外产能                     | 内窥镜组件 |
| 拱东医疗 | 2022年 | Trademark Plastics Inc         | 一次性医用耗材                  | 高分子耗材 |
| 英科医疗 | 2019年 | 越南工厂                           | 境外产能                     | 手套    |
| 奕瑞科技 | 2018年 | 韩国工厂                           | 境外产能                     | 探测器   |
| 美好医疗 | 2017年 | 马来西亚工厂                         | 境外产能                     | 家用呼吸机 |

数据来源：Wind，和君咨询，各公司公告，华源证券研究所

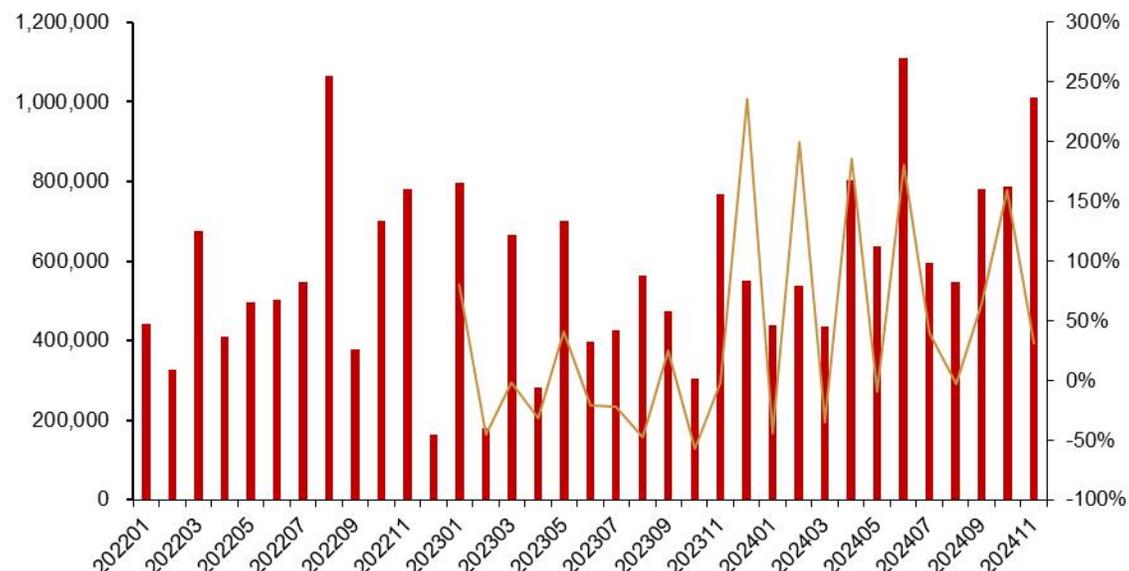
### ■ 境外库存逐步出清，业务常态推广回暖

- 自2020年起，受阶段性事件影响，海外呼吸机需求增加，叠加头部厂家产品召回，产品供应短缺，2022H2-2023H1期间，家用无创呼吸机出口旺盛，境外客户产品库存较高，导致2023H2出口金额持续下降。2024年5月起，无创呼吸机出口数量恢复正向增长，境外经营恢复正轨。
- 2022年，销往美国地区内窥镜产品较多，使得2023年月度出口波动较大，部分月份出口同比下滑显著，2024年美国内窥镜产品采购需求恢复，截至2024.11，销往美国地区内窥镜数量同比增长38.3%，境外推广回暖。

图表：2022.1-2024.11无创呼吸机出口数量变化(千台)



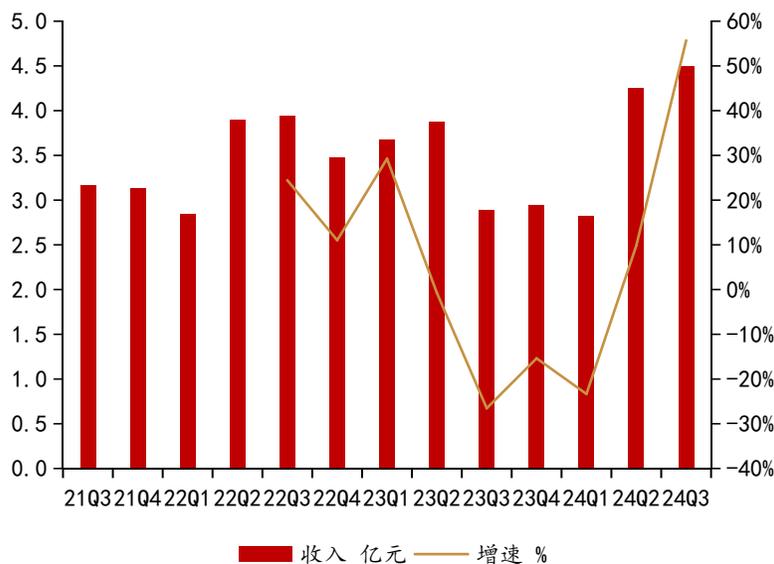
图表：2022.1-2024.11内窥镜美国地区出口数量变化(台)



### ■ 境外库存逐步出清，业务常态推广回暖

- ▶ 受疫情期间采购变动影响，部分产品境外制造商加大采购，使得阶段性库存水平较高，供应链下游采购订单延迟，尤其以2023年影响最为明显，相关供应链代工标的，如美好医疗、海泰新光、拱东医疗，2023Q2-2024Q1期间收入呈现波动。
- ▶ 结合细分品种出口月度情况及公司季度收入变化，无创呼吸机自24M5恢复正向增长，美好医疗24Q3收入开始企稳回升，并有望在2025年维持核心业务快速增长；史赛克2024年前三季度较2023年增速放缓，部分产品仍处于持续推广阶段，预计采购需求有望在2025年逐步恢复。

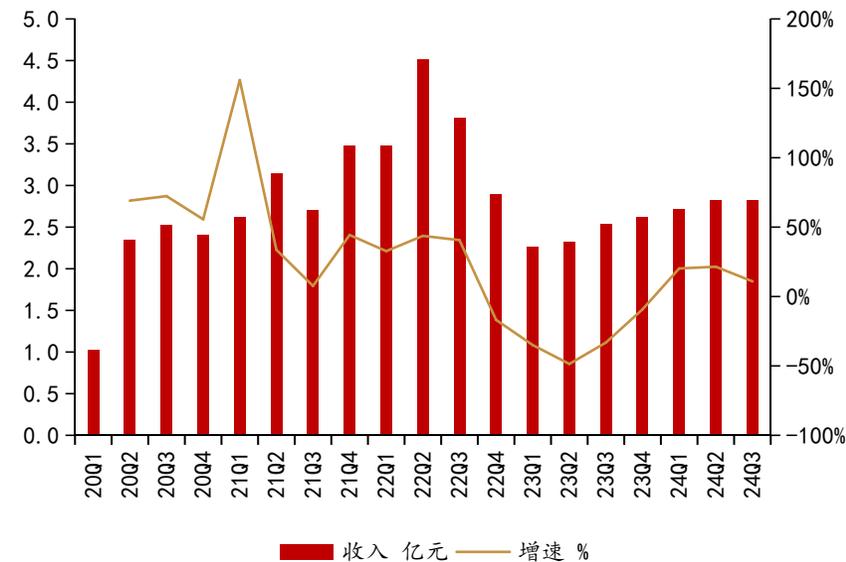
图表：2021Q3-2024Q3美好医疗收入及增速(亿元)



图表：2020Q1-2024Q3海泰新光收入及增速(亿元)



图表：2020Q1-2024Q3拱东医疗收入及增速(亿元)



- 1、复盘&展望：医药处于历史低位，2025年边际改善可期
  - 1.1 复盘：医改已至深水区，二级市场指标处于历史低位
  - 1.2 展望：2025年边际改善可期，看好结构性机会
- 2、中国创新强势崛起，加速打开国际视野
  - 2.1 2024年中国创新药硕果累累，国内政策支持信号积极
  - 2.2 工程师人才红利显著，全球竞争力显著提升
  - 2.3 传统药企华丽转身，Biotech/Biopharma进入商业化阶段
  - 2.4 创新产业链：海外投融资持续复苏，龙头韧性较强
- 3、老龄化诊疗需求确定性较高，银发健康长坡厚雪
  - 3.1 中国老龄人口加速趋势显著，带动相关疾病诊疗量增长
  - 3.2 中药：文化瑰宝，长坡厚雪
  - 3.3 家用器械：新品类，新机遇
- 4、中国制造崛起，出海潜力可期
  - 4.1 国产器械崭露头角，全球竞争力日益提升
  - 4.2 供应链能力突出，2025年业绩有望显著改善
- 5、风险提示



華源証券

HUAYUAN SECURITIES

## 风险提示

- **行业竞争加剧风险：**随着我国医药产业的不断创新与进步，不排除持续有新进竞争者加入从而造成竞争加剧的风险；
- **政策变化风险：**分级诊疗、医保支付改革持续成为医改重心，医保控费大趋势、带量采购等让医药产业中下游的收入利润有承压风险；
- **行业需求不及预期风险：**若终端需求不及预期，将会对公司业绩产生负面影响。



## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES

谢谢聆听