



# 医药健康行业研究

买入（维持评级）

行业周报

证券研究报告

## 医药组

分析师：袁维（执业 S1130518080002）  
yuan\_wei@gjzq.com.cn

分析师：赵海春（执业 S1130514100001）  
zhaohc@gjzq.com.cn

分析师：何冠洲（执业 S1130523080002）  
heguanzhou@gjzq.com.cn

## 医药 AI 应用热度高涨值得布局，传统主线反转季报后降临

### 投资逻辑：

本周医药生物板块在全行业中表现较强，其中 AI 相关医药标的受到市场热切关注。我们认为，随着人工智能技术的发展与进步，AI 在赋能医药医疗、推动行业升级方面不断取得新进展，人工智能在医药健康领域的应用有望进入加速发展阶段。

而在传统医药投资主线方面，医药连续调整四年，估值、业绩、资金面均已在底部。近期医保丙类目录年内出台、创新药支持鼓励政策落地、医保预拨付等政策暖风频吹，市场政策预期和企业经营景气度反转迹象明确，2025 医药板块有望迎来整体性反转。我们前期多次指出，医药板块反转有三个层面，即政策面的反转、业绩面的反转、资金面的反转。

**药品板块：**从过去几周中国新药获批上市的数量与质量，都能看到中国创新药商业化以及国际领先新药进入中国的节奏都在加快。优锐医药（Nuance Pharma）宣布，恩司芬群（ensifentrine）已获得中国澳门特别行政区药物管理局的批准，用于成人慢性阻塞性肺病（COPD）的维持治疗。继芦康沙妥珠单抗及塔戈利单抗获批上市之后，科伦博泰的西妥昔单抗生物类似药（A140）也于本周获批上市，2025 年公司商业化硕果频出。

**医疗器械：**波士顿科学发布 2024 年业绩快报，其电生理业务快速发展带动公司全年业绩呈现高速增长。同样，国内包括惠泰医疗等多家国产企业的创新 PFA 电生理产品上市，未来脉冲消融技术在国内房颤治疗领域的渗透率也有望快速提升。国产厂商有望在电生理新一轮技术革新中逐步取得领先。

**生物制品：**GLP-1 大单品 2024 年表现亮眼，其中诺和诺德司美格鲁肽仍维持高速增长，Ozempic®、Rybelsus®、Wegovy®的 2024 年合计实现收入 2018.49 亿丹麦克朗（合 280 亿美元）；礼来替尔泊肽自 2022 年 5 月首次由 FDA 获批以来维持高速放量，2024 年替尔泊肽全球销售额达 164.66 亿美元，全球 GLP-1 板块持续高速增长。

**药店：**2024 年药品零售规模微增，处方药占比进一步提升。2024 年四季度药店关店数量环比进一步提升，行业持续出清。国内流感层面，根据国家疾控中心数据显示，2025 年第 5 周南北方流感发病率均有所反弹。

**医疗服务：**板块标的业绩预告陆续发布，重点关注边际变化，其中爱博医疗业绩预告发布，各业务线保持高增；而隐适美 2024 收入同比微增，全球出货量约 250 万例。医美方面，艾伯维对外公布 2024 年全年及第四季度财务业绩，其中美容产品组合营收 51.76 亿美元，同比下降 2.2%，Botoxcosmetic 有一定增长，但 Juvederm 销售额下滑。

### 投资建议

在布局医药 AI 投资方面，我们建议围绕三大领域 1）医疗设备与诊断影像；2）药物设计和研发；3）互联网医疗与大健康展开医疗人工智能投资布局。

而在传统医药投资主线方面，我们认为只要市场充分确定政策端预期开始反转，业绩端的压力已经被充分预计，医药板块有望提前开始反转进程，建议加大医药板块配置比例。板块和公司选择上，建议重点把握两大主线：①创新药赛道出海创新和国内放量的自上而下，板块型机会；②左侧板块（如器械、中药、药店、服务、CXO 等）个股景气度反转，自下而上机会。

### 重点标的

科伦博泰、人福医药、华东医药、特宝生物、益丰药房、心脉医疗、太极集团、迈瑞医疗、美年健康、药明康德等。

### 风险提示

汇兑风险、国内外政策风险、投融资周期波动风险、并购整合不及预期的风险等。



## 内容目录

AI 医药布局正当时，建议从长期成长角度予以重视.....	4
传统医药主线：政策暖风吹，春节后建议关注医药 2025 大反转.....	4
药品板块：慢病领域潜在重磅澳门获批，科伦博泰第三款商业化产品获批上市.....	6
慢病领域新突破，慢阻肺潜在重磅吸入型新药恩司芬群澳门获批.....	6
新药迭出，国内再一款长效 GLP-1 获批，科伦博泰第三款商业化产品达泰莱获批上市.....	7
医疗器械：电生理带动波科 24 年高速增长，关注海外市场变化趋势.....	8
波士顿科学发布 2024 业绩快报，电生理带动心血管业务高速增长.....	8
鱼跃医疗新一代 CGM 产品国内顺利获批.....	9
生物制品：礼来&诺和诺德披露 24 年业绩，GLP-1 赛道维持高景气度.....	9
诺和诺德&礼来公布 2024 年年度报告，GLP-1 板块持续高速增长.....	9
GLP-1 赛道研发端催化有望持续落地，建议持续关注映射投资机会.....	11
药店：四季度关店数量进一步提升，行业出清继续加速.....	11
医疗服务：业绩预告陆续发布，重点关注边际变化.....	13
医美：艾尔建美学发布，保妥适贡献超五成.....	14
投资建议.....	15
风险提示.....	15

## 图表目录

图表 1：年初至今各申万一级行业表现（%）.....	5
图表 2：2025.02.05~2025.02.07 各申万一级行业表现（%）.....	5
图表 3：2025.02.05~2025.02.07 医药生物申万三级细分涨跌幅（%）.....	6
图表 4：2025.02.05~2025.02.07 医药生物个股涨跌幅前十（%）.....	6
图表 5：恩司芬群作用机制.....	7
图表 6：国内新药获批动态更新(2025/01/20-2025/02/07).....	7
图表 7：波士顿科学 2024 年电生理业务带动下心血管业务高速增长.....	9
图表 8：2Q22-4Q24 礼来、诺和诺德 GLP-1 类药物全球销售额（亿美元）.....	10
图表 9：2024 年中国市场司美格鲁肽合计实现约 65 亿人民币收入.....	10
图表 10：诺和诺德糖尿病与减重领域管线 2025 年有多个重要研发及商业化节点.....	11
图表 11：24 年全国药品零售市场规模同比+0.8%.....	12
图表 12：药品零售市场中，处方药销售占比持续提升.....	12
图表 13：药品零售市场中，处方药销售额同比持续增长.....	12
图表 14：全国实体药店各类产品销售额占比.....	12



图表 15: 24 年 Q4 药店关店数量 (家) 环比明显提升.....	13
图表 16: 近期北方省份哨点医院报告流感样病例占比上升.....	13
图表 17: 南方省份哨点医院报告流感样病例占比亦有增长.....	13
图表 18: 隐适美 2018-2024 年营业收入及增速 (单位: 百万美元) .....	14
图表 19: 隐适美 2018-2024 年归母净利润及增速 (单位: 百万美元) .....	14



## AI 医药布局正当时，建议从长期成长角度予以重视

本周医药生物板块在申万各一级行业中表现较强，其中 AI 相关医药标的受到市场热切关注。我们认为，随着人工智能技术的发展与进步，AI 在赋能医药医疗、推动产业升级方面不断取得新进展，人工智能在医药健康领域的应用有望进入加速发展阶段。

在布局医药 AI 投资方面，我们建议围绕三大领域 1) 医疗设备与诊断影像、2) 药物设计与研发、3) 互联网医疗与大健康展开医疗人工智能投资布局。

- AI 辅助下的诊断检查和治疗手术设备：医疗设备借助 AI 辅助诊断软件，可在医生经验的基础上提高诊断的敏感性和特异性，以保障诊断的正确率，可以极大的降低医生的工作压力，增加工作效率，未来应用领域有望逐步拓宽。相关标的：迈瑞医疗、联影医疗、金域医学、华大智造、微创机器人、祥生医疗、润达医疗、天智航等。
- AI 参与药物设计过程：目前国内多家医药和 CRO 公司已经布局 AI+新药研发的相关领域，AI+药物研发优势在于可以生成具有潜在药效的新药分子，并且可以灵活地控制药物分子的性质和特征，提高药物研发的效率和准确性。随着应用的不断成熟和落地，预计将显著提升药物研发效率和企业竞争力。相关标的：成都先导、泓博医药、药明康德、药石科技、皓元医药等。
- AI 参与大健康管理及互联网医疗：AI 赋能在线问诊和健康管理，线上医疗效率与质量双优化。通过医生以及海量咨询数据训练中持续优化，从而更加精准、有效地为病人提供初级诊断咨询，以不断提升的效率帮助医生减小常规、重负担，提高医疗效率。AI 如能参与审方辅助，有望此前完全靠人力进行远程处方审核所带来的低效与误判等问题，极大提升了远程处方管理的系统性、准确性和高效性。相关标的：京东健康、美年健康、阿里健康、智云健康等。

## 传统医药主线：政策暖风吹，春节后建议关注医药 2025 大反转

传统医药投资主线方面，医药连续调整四年，估值、业绩、资金面均已在底部。近期医保丙类目录年内出台、创新药支持鼓励政策落地、医保预拨付等政策暖风频吹，市场政策预期和企业经营景气度反转迹象明确，2025 医药板块有望迎来整体性反转。

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

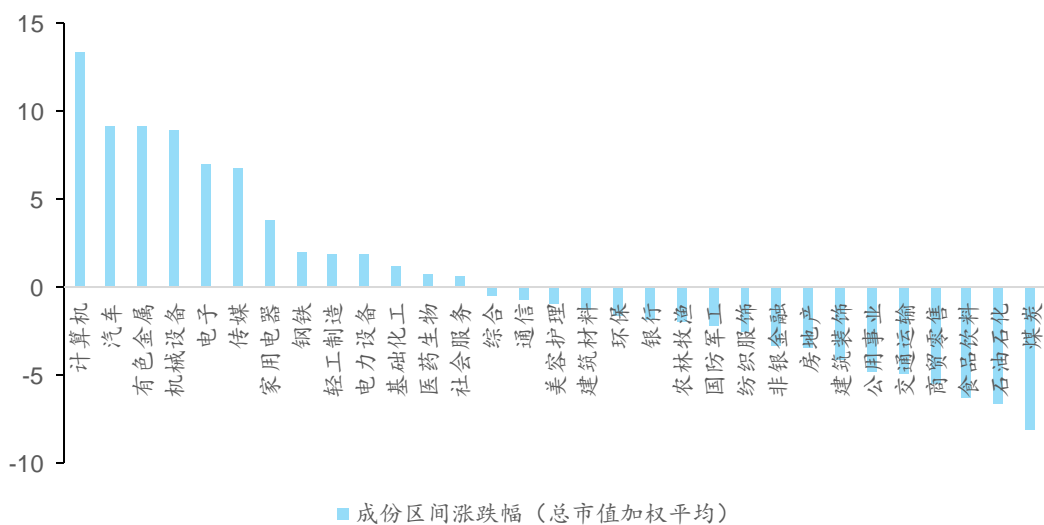
- 2024 年初以来，多项医药和医保政策出台落地，稳定预期的同时积极支持医药创新产业发展，医药总量增长的基础扎实，市场的政策预期企稳和反转是明确趋势。前期市场对医保的过度担忧情绪一旦缓解，医药估值修复空间巨大；
- 从业绩端来看，近期部分企业公布业绩预告，我们认为市场对 2024Q4 和 2025Q1 的业绩高基数情况和医药上市企业短期经营压力有充分认知，并在估值中充分体现；但考虑高基数出清、集采控费落地以及院内和消费医疗的复苏，医药板块业绩在 2025Q2 和 Q3 的恢复是非常确定的事件。
- 2024Q4 年基金医药配置比例进一步下行创出新低

我们认为只要市场充分确定政策端预期开始反转，业绩端的压力已经被充分预计，医药板块有望提前开始反转进程，建议加大医药板块配置比例。板块和公司选择上，建议重点把握两大主线

- 创新药赛道出海创新和国内放量的自上而下，板块型机会；
  - 左侧板块（如器械、中药、药店、服务、CXO 等）个股景气度反转，自下而上机会；
- 相关标的：科伦博泰、人福医药、华东医药、特宝生物、安图生物、益丰药房、心脉医疗、太极集团等。

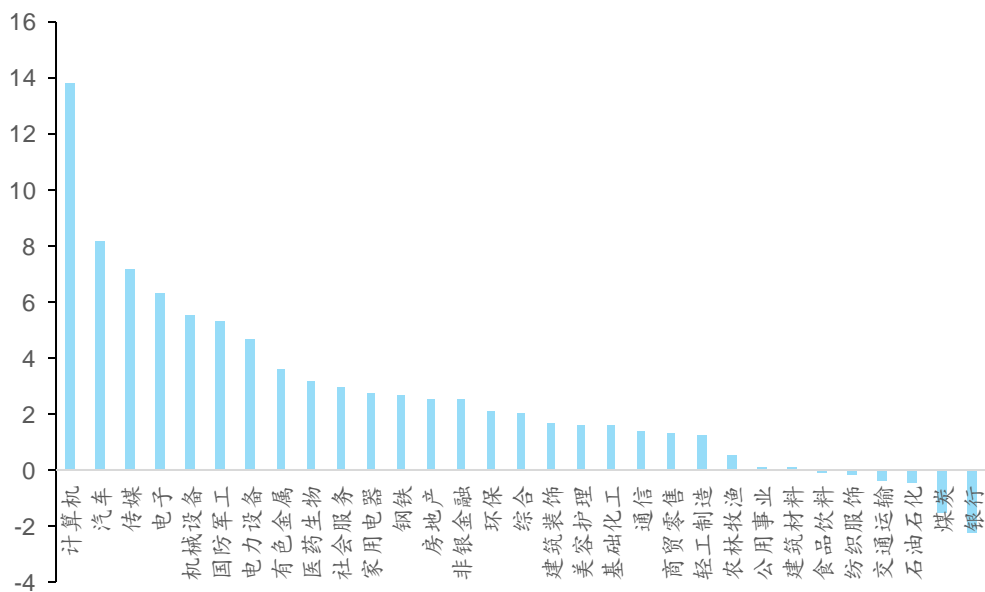


图表1：年初至今各申万一级行业表现 (%)



来源：同花顺 iFind, 国金证券研究所

图表2：2025.02.05~2025.02.07 各申万一级行业表现 (%)

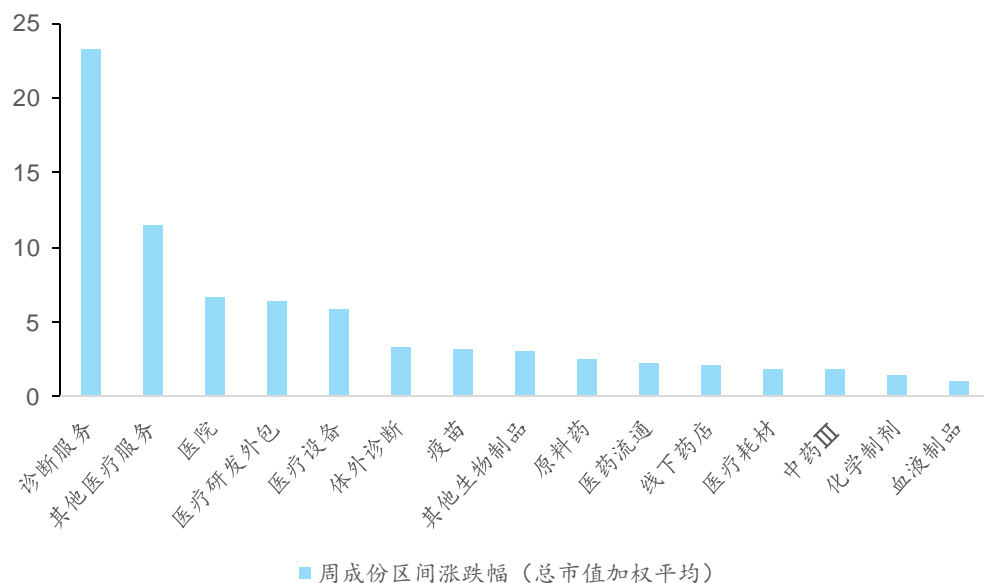


来源：同花顺 iFind, 国金证券研究所





图表3: 2025.02.05~2025.02.07 医药生物申万三级细分涨跌幅 (%)



来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

图表4: 2025.02.05~2025.02.07 医药生物个股涨跌幅前十 (%)

证券代码	证券名称	区间涨跌幅 (%)
688114.SH	华大智造	38%
300676.SZ	华大基因	29%
300630.SZ	*ST普利	24%
837344.BJ	三元基因	24%
603882.SH	金域医学	23%
873167.BJ	新赣江	23%
835670.BJ	数字人	22%
300725.SZ	药石科技	20%
688222.SH	成都先导	20%
300244.SZ	迪安诊断	19%
688068.SH	热景生物	-3%
688426.SH	康为世纪	-3%
688166.SH	博瑞医药	-3%
688271.SH	联影医疗	-4%
002653.SZ	海思科	-4%
002742.SZ	ST三圣	-4%
688767.SH	博拓生物	-5%
688506.SH	百利天恒	-6%
688677.SH	海泰新光	-7%
603963.SH	*ST大药	-14%

来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

## 药品板块: 慢病领域潜在重磅澳门获批, 科伦博泰第三款商业化产品获批上市

### 慢病领域新突破, 慢阻肺潜在重磅吸入型新药恩司芬群澳门获批

根据医药观澜报道, 优锐医药 (Nuance Pharma) 宣布, 恩司芬群 (ensifentrine) 已获得中国澳门特别行政区药物管理局的批准, 用于成人慢性阻塞性肺病 (COPD) 的维持治疗。恩司芬群是一款 “first-in-class” 吸入型磷酸二酯酶 3、4 (PDE3&PDE4) 双靶点抑制剂, 双重抑制机理使其能够凭借单个化合物同时实现支气管扩张以及抗炎效应。

■ 根据《柳叶刀》发表的 “中国成人肺部健康研究”, 我国 20 岁及以上成人慢阻肺患

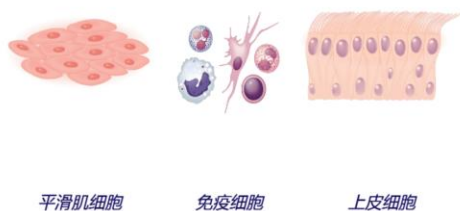


病率为 8.6%，40 岁以上人群达 13.7%，60 岁以上人群患病率超过 27%。据此推算，我国慢阻肺患者总数约 1 亿人，成为与高血压、糖尿病并列的三大慢性病之一。

- 该产品同时抑制 PDE3 和 PDE4，达到扩张支气管和抑制炎症的双重效果，并且，可以通过普通雾化器直接递送到肺部，使用简便，不需要复杂的手口协调操作。该疗法也在 2024 年初被行业媒体 Evaluate 列为 2024 有望获批的 10 款重磅疗法之一。
  - 磷酸二酯酶-4（PDE4）是一种细胞内酶，主要在各种炎症细胞中表达，可增加促炎介质的生成并减少抗炎介质的生成，抑制它可减轻炎症反应。PDE3 主要作用于支气管平滑肌。双靶点 PDE3/4 抑制剂具有双重作用机制，使其能够凭借单个化合物同时实现支气管扩张和抗炎效果。
  - 2021 年，优锐医药与 Verona Pharma 签署协议，Verona Pharma 授予优锐医药在大中华区（包括中国大陆、香港、澳门和台湾地区）临床开发与商业化恩司芬群的独家权利。
  - 2024 年 6 月，FDA（美国食药监局）批准恩司芬群作为维持疗法，治疗慢性阻塞性肺病成人患者。2024 年 11 月，优锐医药获批落地中国海南博鳌乐城先行区使用恩司芬群。2024 年 9 月，优锐医药完成了恩司芬群用于 COPD 维持治疗的中国 3 期临床试验 ENHANCE-CHINA 的患者招募工作。

图表5：恩司芬群作用机制

### PDE3 和 PDE4 酶存在于肺的各种细胞中：



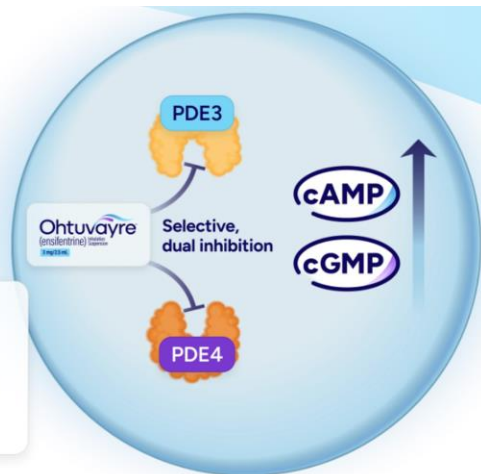
### PDE3 和 PDE4

影响在肺部发挥关键信号传导作用的次级信使

### PDE3 和 PDE4 的选择性抑制导致信号分子 cAMP 和 cGMP 的细胞内水平积累

### 这种作用机制产生：

- 支气管扩张
- 通过减少炎症细胞募集和肺部浸润来抗炎



来源：Verona 公司官网，国金证券研究所

新药迭出，国内再一款长效 GLP-1 获批，科伦博泰第三款商业化产品达泰莱获批上市

本周国家药品监督管理局批准上海银诺医药的依苏帕格鲁肽 α 注射液新药上市申请，信达生物的两款药物的联合疗法被拟纳入优先审批，另外 CDE 还将三款创新药拟纳入突破性疗法。

图表6：国内新药获批动态更新 (2025/01/20-2025/02/07)

国内创新药获批动态						
获批日期	公司	通用名	商品名	机制	适应症	
2025/1/26	上海银诺医药	依苏帕格鲁肽α注射液	怡诺轻	长效GLP-1RA	2型糖尿病的治疗	
CDE优先评审公示						
申请日期	公示日期	公司	通用名	状态	机制	适应症
2025/1/28	2025/2/11	信达生物	伊匹木单抗注射液	拟纳入优先 评审品种	CTLA-4	伊匹木单抗联合信迪利单抗用于可切除的微卫星高度不稳定型（MSI-H）或错配修复缺陷型（dMMR）结肠癌患者的新辅助治疗
2025/2/5	2025/2/11	信达生物	信迪利单抗注射液		PD-1	
CDE突破性疗法公示						
申请日期	公示日期	公司	通用名	状态	机制	适应症
2024/12/6	2025/1/26	礼新医药	LM-108 注射液	拟纳入突破 性品种	CCR8单抗	经ICI治疗后疾病进展的微卫星高度不稳定或错配修复缺陷晚期实体瘤患者
2024/12/3	2025/1/26	明济生物	M108单抗注射液		Claudin 18.2单抗	联合吉西他滨+白蛋白结合型紫杉醇，用于一线治疗CLDN18.2阳性的胰腺癌
2024/12/10	2025/2/6	海口市制药厂	氟非尼酮胶囊		抗纤维化小分子	慢性乙型肝炎肝纤维化/肝硬化

来源：NMPA，CDE，国金证券研究所

除了国内一类新药以外，本周科伦博泰的西妥昔单抗生物类似药（A140）也获批上市，2025 年公司商业化硕果频出。2025 年 2 月 7 日，NMPA 官网公示，公司西妥昔单抗注射



液生物类似药（EGFR 单抗，A140，达泰莱）获批上市，适应症为：1）用于治疗 RAS 基因野生型的转移性结直肠癌，包括与 FOLFOX 或 FOLFIRI 化疗方案联合用于一线治疗，以及与伊立替康联合用于经含伊立替康治疗失败后的患者；2）用于治疗头颈部鳞状细胞癌，包括与铂类和氟尿嘧啶化疗联合用于一线治疗复发和/或转移性疾病，以及与放疗联合用于治疗局部晚期疾病。

- 西妥昔单抗原研企业为默克（其商品名爱必妥），爱必妥全球上市已达 20 年，其用药市场相对成熟。国产西妥昔单抗类似药除了 A140 之外，还有先声制药开发的恩立妥（上市时间：2024 年 6 月 25 日），西妥昔单抗类似药国内竞争格局相对较好。
  - 达泰莱（科伦博泰西妥昔单抗的商品名）本次获批基于 III 期临床研究，该临床采用大样本且头对头爱必妥的设计，这是国内首个在一线治疗 RAS 野生型转移性结直肠癌患者中，与爱必联合化疗进行头对头对照的大样本 III 期临床试验（入组 688 例）。临床数据显示：与爱必联合化疗相比，在客观缓解率 (ORR) 具有临床等效性（达泰莱 vs. 爱必）：71.0% vs. 77.5%；ORR 率比为 0.93，在缓解持续时间 (DoR) 和无进展生存期 (PFS)，也没有显示有临床和统计学意义的差异（中位 PFS：10.9 个月 vs. 10.8 个月，HR：1.03；中位 DOR：10.2 个月 vs. 9.5 个月）。安全性方面，与爱必联合化疗相比，安全性、耐受性及免疫原性相当。
- 此前，2024 年 11 月 27 日，公司核心产品 Sac-TMT 获批上市，用于 2L 及以上治疗 TNBC 患者；2024 年 12 月 31 日，公司第二款商业化产品塔戈利单抗 (PD-L1) 获批上市，用于 2L 及以上治疗鼻咽癌，而 1L 适应症也于 2025 年 1 月 20 日获批。2025 年公司商业化渐入佳境。
  - 2024 年 8 月 20 日，sac-TMT 治疗接受 EGFR-TKI 和含铂化疗治疗失败后的 EGFR 突变 NSCLC 适应症获得 CDE 受理、且被纳入优先审评，预计将于 25 年上半年获批上市；sac-TMT 针对 EGFR-TKI 经治患者的 NDA 也于 10 月 31 日获得 CDE 受理，并纳入优先评审。2025 年 1 月 7 日，公司博度曲妥珠 (HER2 ADC) 上市申请获得受理，用于既往至少接受过一种抗 HER2 治疗的 HER2 阳性不可切除或转移性乳腺癌成人患者的治疗；此前该药 3L 治疗 HER2+ mBC 已递交 NDA。

从过去几周中国新药获批上市的数量与质量，都能看到中国创新药商业化以及国际领先新药进入中国的节奏都在加快；经历数年低迷的创新药板块已经处于价值洼地。同时，中国药企创新实力及其成长空间还远未被资本市场所充分认知。我们看好本土原研“真创新”类药企，也看好国际化高水平引进能力领先的药企标的。建议关注龙头、出海与创新进展的恒瑞医药、人福医药、信达生物、康方生物、迪哲医药、信立泰等，以及科伦博泰和百利天恒等 ADC 领先企业。

## 医疗器械：电生理带动波科 24 年高速增长，关注海外市场变化趋势

### 波士顿科学发布 2024 业绩快报，电生理带动心血管业务高速增长

2 月 5 日，美国波士顿科学公司 (Boston Scientific) 公布了 2024 年 Q4 和全年的业绩情况。2024 年全年公司实现营业收入 167.77 亿美元，同比+17.6%，实现净利润 18.53 亿美元。

- 从业务领域来看微创业务 (MedSurg) 实现收入 59.93 亿美元，同比+10.5%。其中内镜诊疗 (Endoscopy) 26.87 亿美元，同比+8.3%；泌尿业务 (Urology) 22.00 亿美元，同比+12.0%；神经调节 (Neuromodulation) 11.06 亿美元，同比+13.3%。
- 心血管业务 (Cardiovascular) 实现收入 107.55 亿美元，同比+22.0%。其中心脏类疾病 (Cardiology) 83.44 亿美元，同比+24.4%；外周血管介入 (Peripheral Interventions) 24.10 亿美元，同比+14.2%。
- 心血管业务的快速增长主要得益于公司 FARAPULSE 脉冲消融系统的推出，2024 年 FARAPULSE 为公司实现超过 10 亿美元收入，全球有超过 20 万患者使用该设备进行了治疗。





图表7: 波士顿科学 2024 年电生理业务带动下心血管业务高速增长

波士顿科学2024年分业务收入			
单位: 百万美元	2024A	2023A	同比
内镜诊疗 (Endoscopy)	2687	2482	8.3%
泌尿 (Urology)	2200	1964	12.0%
神经调节 (Neuromodulation)	1106	976	13.3%
微创业务 (MedSurg) 合计	5993	5422	10.5%
心脏类疾病 (Cardiology)	8344	6709	24.4%
外周血管介入 (Peripheral Interventions)	2410	2110	14.2%
心血管业务 (Cardiovascular) 合计	10755	8819	22.0%
总收入	16747	14240	17.6%

来源: 波士顿科学公告, 国金证券研究所

- 同时波士顿科学公司在公告中给出 2025 年指引, 预计 2025 年全年营业收入增长率将在 12.5%~14.5% 区间内, 内生增长率将在 10%~12% 区间内, 还将持续保持较好增长趋势。

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

#### 鱼跃医疗新一代 CGM 产品国内顺利获批

2 月 5 日, 鱼跃医疗发布公告称, 公司控股子公司凯立特收到国家药监局颁发的持续葡萄糖监测系统 (CGM) 的医疗器械注册证, 型号规格包括 Anytime 4H、Anytime 4H Plus、Anytime 4h、Anytime 4h Plus、Anytime 4SE、Anytime 4Pro、Anytime 4, 产品由一次性葡萄糖传感器 (探头)、发射器、持续葡萄糖数据监测应用程序 (发布版本 2)、Type-C 充电线和充电座 (选配) 组成。

- 该产品可用于糖尿病成年患者 ( $\geq 18$  岁) 的组织间液葡萄糖水平的连续或定期监测, 可提供并存储实时葡萄糖值, 供用户跟踪葡萄糖浓度变化的趋势。如果葡萄糖水平低于或高于预设值, 该产品可发出提示。Anytime 4H、Anytime 4H Plus、Anytime 4h、Anytime 4h Plus 型号产品在医疗机构中使用, Anytime 4SE、Anytime 4Pro、Anytime 4 型号产品在家庭中使用, 一次性葡萄糖传感器仅供单个用户使用, 不需要用户进行校准, 使用时间最长 15 天。
- 获证的 15 天免校准/可校准双模式 CGM 产品, 将可满足用户在医疗机构和家庭等多场景的使用需求, 产品在准确度、舒适性、便捷性以及数字化管理方面具备较强优势, 有望在国内率先实现 CGM 产品加速推广。

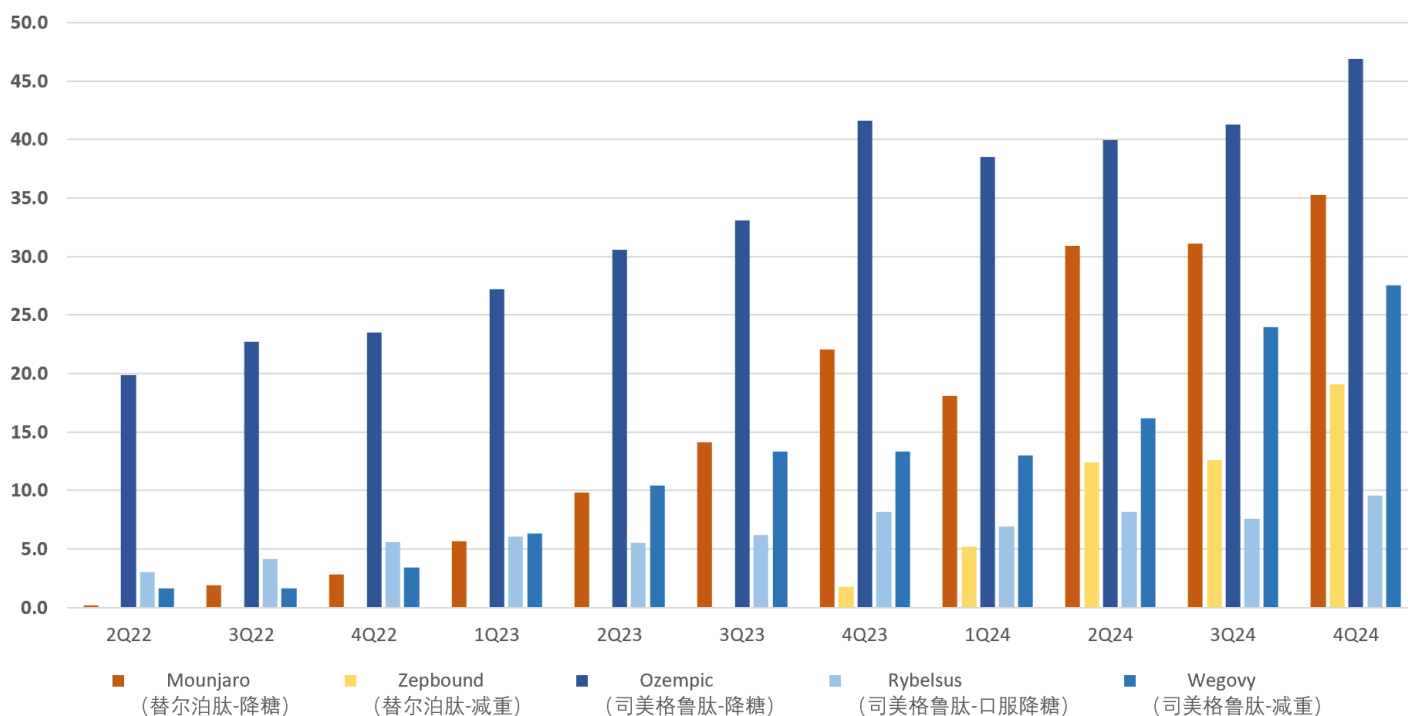
#### 生物制品: 礼来&诺和诺德披露 24 年业绩, GLP-1 赛道维持高景气度

##### 诺和诺德&礼来公布 2024 年年度报告, GLP-1 板块持续高速增长

2025 年 2 月 5 日, 诺和诺德发布 2024 年年度报告, 2024 年公司实现营业收入 2904.03 亿丹麦克朗, 同比增长 25%, 实现营业利润 1283.39 亿丹麦克朗, 同比增长 25%。隔日, 礼来发布 2024 年年度报告, 2024 年公司实现营业收入 450.43 亿美元, 同比增长 32%, 实现净利润 105.90 亿美元, 同比增长 102%; 单季度来看, 2024 年第四季度实现营业收入 135.33 亿美元, 同比增长 45%, 实现净利润 44.10 亿美元, 同比增长 101%。



图表8：2022-4Q24 礼来、诺和诺德 GLP-1 类药物全球销售额（亿美元）

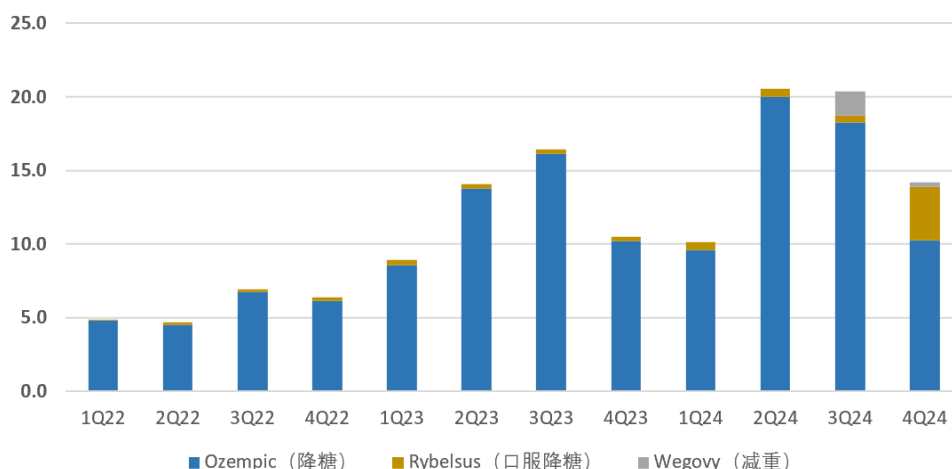


来源：各公司公告，国金证券研究所

诺和诺德司美格鲁肽仍维持高速增长，Ozempic®、Rybelsus®、Wegovy®2024 年合计实现收入 1818.49 亿丹麦克朗（合 279.6 亿美元）。其中 Ozempic®（司美格鲁肽注射液&T2DM）2024 年实现收入 1203.42 亿丹麦克朗（合 166.7 亿美元，+26%）；Rybelsus®（口服司美格鲁肽&T2DM）2024 年实现收入 233.01 亿丹麦克朗（合 32.3 亿美元，+26%）；Wegovy®（司美格鲁肽注射液&减重）2024 年实现收入 582.06 亿丹麦克朗（合 80.6 亿美元，+86%）。

礼来替尔泊肽自 2022 年 5 月首次由 FDA 获批以来维持高速放量，2024 年替尔泊肽全球销售额达 164.66 亿美元，其中降糖版替尔泊肽 Mounjaro 2024 年销售额突破百亿美元，达到 115.40 亿美元，同比增长 124%；减重版替尔泊肽 Zepbound 全年贡献收入 49.26 亿美元。单季度来看，2024 年第四季度，降糖版替尔泊肽实现营业收入 35.3 亿美元，减重版替尔泊肽实现营业收入 19.07 亿美元，较三季度重新恢复环比增长。

图表9：2024 年中国市场司美格鲁肽合计实现约 65 亿人民币收入



来源：诺和诺德公告，国金证券研究所

根据诺和诺德公告，2024 年诺和诺德在中国地区 GLP-1 药物实现收入 67.37 亿丹麦克朗（合 65.3 亿人民币）。具体来看，Ozempic®（司美格鲁肽注射液&T2DM）2024 年在中国地区实现收入 57.62 亿丹麦克朗（合 58 亿人民币）；Rybelsus®（口服司美格鲁肽&T2DM）



2024 年在中国地区实现收入 5.11 亿丹麦克朗（合 5.2 亿人民币）；Wegovy®（司美格鲁肽注射液&减重）于 2024 年 6 月获批，2024 年在中国地区实现收入 1.96 亿丹麦克朗（合 2.0 亿人民币）。

#### GLP-1 赛道研发端催化有望持续落地，建议持续关注映射投资机会

诺和诺德及礼来围绕 2 型糖尿病、超重/肥胖以及 NASH、CKD 等多个相关慢病适应症，一方面持续基于已上市 GLP-1 类药物不断开拓新适应症，另一方面持续推进在研创新药物管线研发进度，研发端催化有望持续落地。

图表10：诺和诺德糖尿病与减重领域管线 2025 年有多个重要研发及商业化节点

#### R&D milestones

		Clinical milestones <sup>1</sup>			Regulatory milestones <sup>1</sup>	
Project		Q4 2024		H1 2025	H2 2025	
Diabetes care	FLOW (CKD, Sema 1.0 mg)	✓ EU positive opinion		✓ US approval		
	CagriSema (2.4 mg/2.4 mg)				Phase 3 results	
	SOUL (CVOT, Oral sema 14 mg)	✓ US submission		✓ EU submission		
	Sc. amycretin				Phase 2 results	
	OW GIP/GLP-1				Phase 2 results	
Obesity care	STEP HFpEF (Sema 2.4 mg)			✓ US resubmission		
	OASIS (Oral sema 25 mg)			US submission		
	STEP UP incl. T2D (Sema 7.2 mg)			✓ Phase 3 results		
	CagriSema (2.4 mg/2.4 mg)	✓ Phase 3 results (REDEFINE 1)		Phase 3 results (REDEFINE 2) Phase 3 initiation (REDEFINE 11)	Phase 3 results (REDEFINE 4)	
	OW GIP/GLP-1			Phase 2 results		
	Triple (tri-agonist)	✓ Phase 1 initiation				
	Sc. amycretin			✓ Phase 1b/2a results		
Rare Disease	Mim8				EU/US submission	
CETA	Evoke (AD, Sema 14 mg)				Phase 3 results	
	Coramitug (ATTR-CM)				Phase 2 results	
	Zalfermin (FGF21)			Phase 2 results		

来源：诺和诺德公告，国金证券研究所

Rybelsus®（口服司美格鲁肽）三种新剂量（1.5 mg、4 mg、9 mg）已获得 EMA 的批准。2025 年 1 月，Ozempic®适应症扩展已获得 FDA 批准，以治疗基于 FLOW 结果的 T2D 肾脏疾病患者，这也是目前唯一一款获批该适应症的 GLP-1 类药物。此外，Wegovy®已于 2024 年 3 月被 FDA 批准用于降低主要心血管疾病（MACE）的风险；2024 年 9 月 EMA 对 Wegovy®标签更新持积极意见，标签更新纳入的数据表明，无论是否患有 2 型糖尿病，将 Wegovy®添加到标准治疗中，都可以减轻心力衰竭相关症状，改善肥胖相关 HFpEF 患者的身体限制和运动功能；此外，EMA 还批准了 Wegovy®标签扩展，以反映肥胖患者膝关节炎相关疼痛的减轻和身体功能的改善。

礼来亦在不断扩展替尔泊肽的适应症领域，除了糖尿病和减重两大适应症，2024 年 12 月，Zepbound 在美国获批阻塞性睡眠呼吸暂停（OSA）。目前，替尔泊肽治疗肥胖伴射血分数保留型心力衰竭（HFpEF）已经在 FDA/EMA 申报上市，降低肥胖成年人发病率和死亡率（MMO）、代谢性脂肪性肝炎（MASH）等多项适应症已进入临床 II/III 期。

海外巨头公司 GLP-1 类药物业绩持续增长，并持续探索 GLP-1 类药物在多种肥胖/糖尿病相关慢性疾病中的应用拓展，预计 GLP-1 类药物市场仍将维持增长，建议持续关注国内投资映射机会。

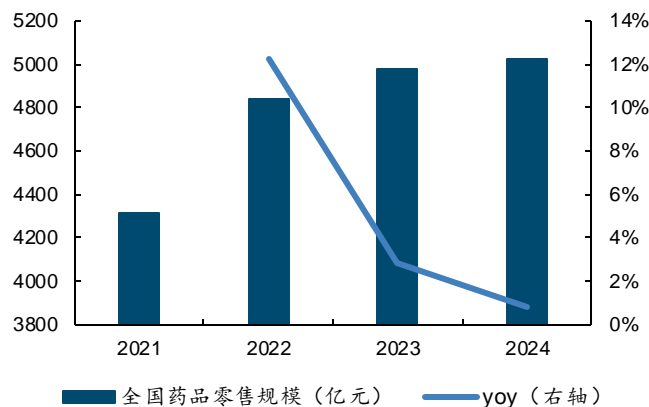
#### 药店：四季度关店数量进一步提升，行业出清继续加速

24 年药品零售规模微增，处方药占比进一步提升。根据中康 CMH 数据，24 年全国医药零售市场药品销售规模为 5019 亿元，同比+0.8%。

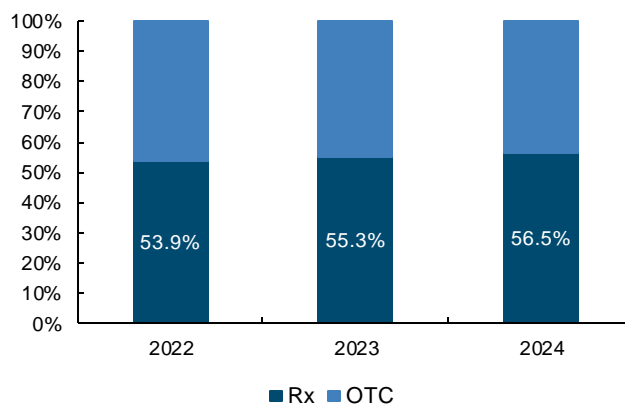
- 处方外流影响下，处方药规模同比提升 2.5%，市场销售规模占比为 56.5%，同比提升 1.2pct。OTC 药品销售规模同比下降 2.4%。
- 生物制品销售增长迅速，中成药销售同比下降。24 年全国实体药店生物制品销售额同比+17.7%，中成药销售额同比-3.6%。
- 非药品市场销售额普遍下降明显，24 年医疗器械销售额同比-19.4%，保健品及健康食品销售额同比-19.4%。



图表11: 24年全国药品零售市场规模同比+0.8%



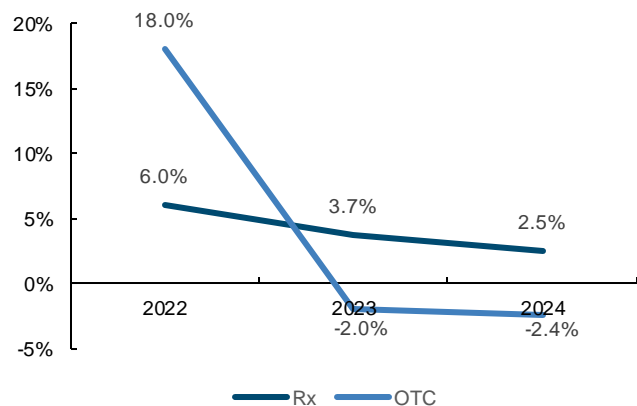
图表12: 药品零售市场中, 处方药销售占比持续提升



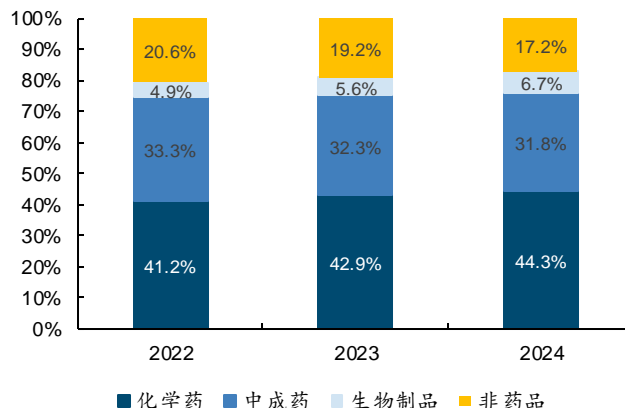
来源: 中康 CMH, 第一药店财智, 国金证券研究所

来源: 中康 CMH, 第一药店财智, 国金证券研究所

图表13: 药品零售市场中, 处方药销售额同比持续增长



图表14: 全国实体药店各类产品销售占比



来源: 中康 CMH, 第一药店财智, 国金证券研究所

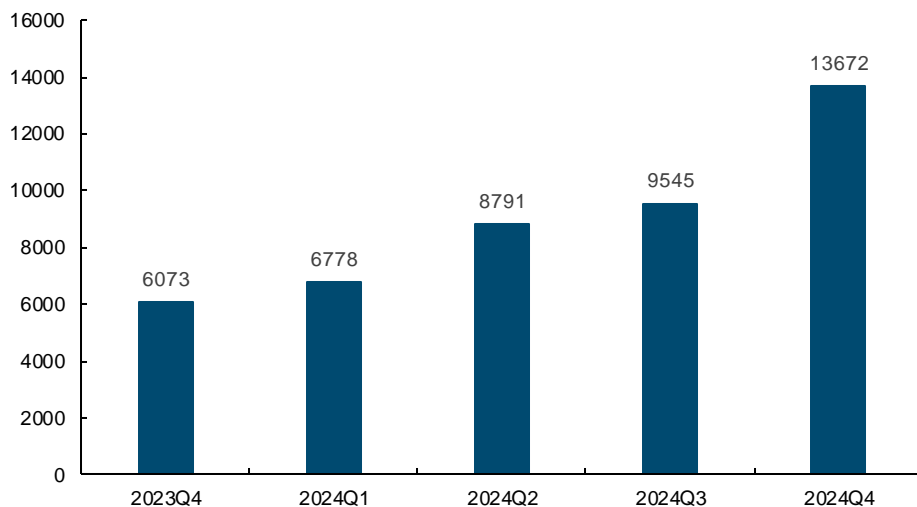
来源: 中康 CMH, 第一药店财智, 国金证券研究所

四季度药店关店数量环比进一步提升。根据中康数据,截至24年三季度末,全国共有70.4万家线下零售药店,增长趋势有所放缓。同时,中康预计24年全年共3.9万家零售药店关店,闭店率为5.7%,高于23年的3.8%;预计24年Q4关店13672家,环比进一步提升,整体呈关店加速趋势。





图表15：24 年 Q4 药店关店数量（家）环比明显提升

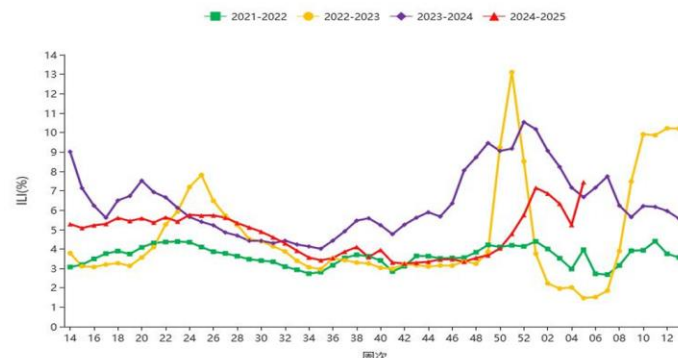
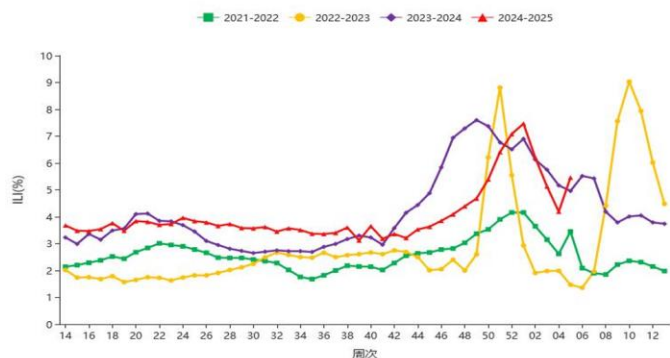


来源：中康药店通，第一药店财智，国金证券研究所

南北方流感发病率均有所反弹。从流感发病情况来看，根据国家疾控中心数据，2025 年第 5 周（2025 年 1 月 27 日—2025 年 2 月 2 日），北方省份哨点医院报告的 ILI 为 5.5%，高于前一周水平（4.2%），高于 2022~2024 年同期水平（3.5%，1.5%和 5.0%）；南方省份哨点医院报告的 ILI 为 7.4%，高于前一周水平（5.2%），高于 2022~2024 年同期水平（4.0%，1.5%和 6.7%）。

图表16：近期北方省份哨点医院报告流感样病例占比上升

图表17：南方省份哨点医院报告流感样病例占比亦有增长



来源：国家疾控中心，国金证券研究所，注：图中曲线为 201—2025 年度北方省份哨点医院报告的流感样病例占比，右同

来源：国家疾控中心，国金证券研究所

## 医疗服务：业绩预告陆续发布，重点关注边际变化

### 爱博医疗：业绩预告发布，各业务线保持高增

据预计 2024 年实现收入 14.10 亿元，同比+48.22%；归母净利润 3.87 亿元，同比+27.36%；扣非归母净利润 3.89 亿元，同比+34.58%。其中：“普诺明”等系列人工晶状体、“普诺瞳”角膜塑形镜收入同比保持增长，同时视力保健产品（隐形眼镜及隐形眼镜护理产品等）保持快速增长，收入占比约 30%。单 Q4 来看，预计实现收入 3.35 亿元，同比+18%；归母净利润 0.69 亿元，同比+32.69%；扣非归母净利润 0.85 亿元，同比+70%。

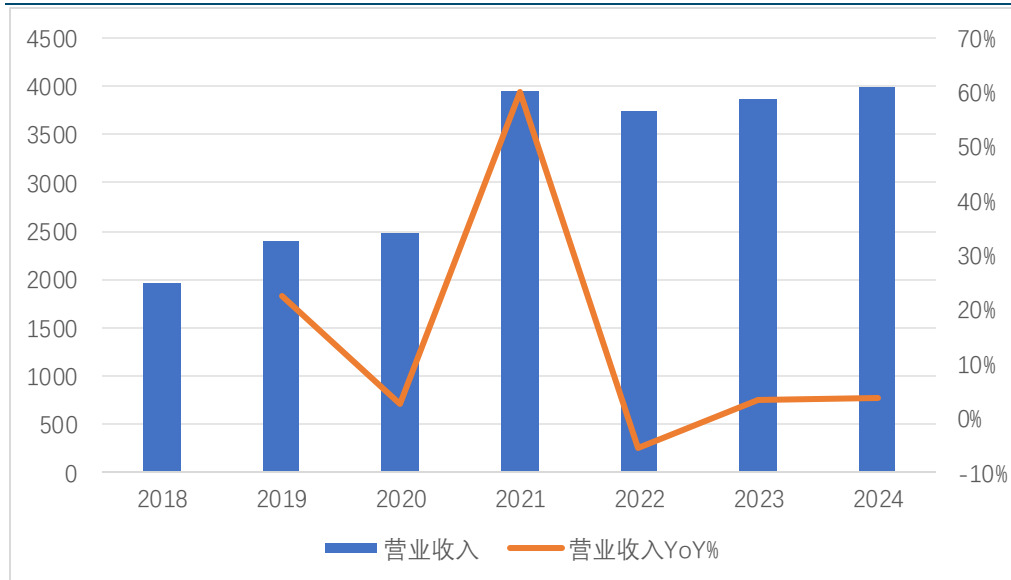
### 隐适美：2024 收入同比微增，全球出货量约 250 万例

截至 2024 年 12 月 31 日，营业收入 39.99 亿美元，同比+3.54%，归母净利润 4.21 亿美



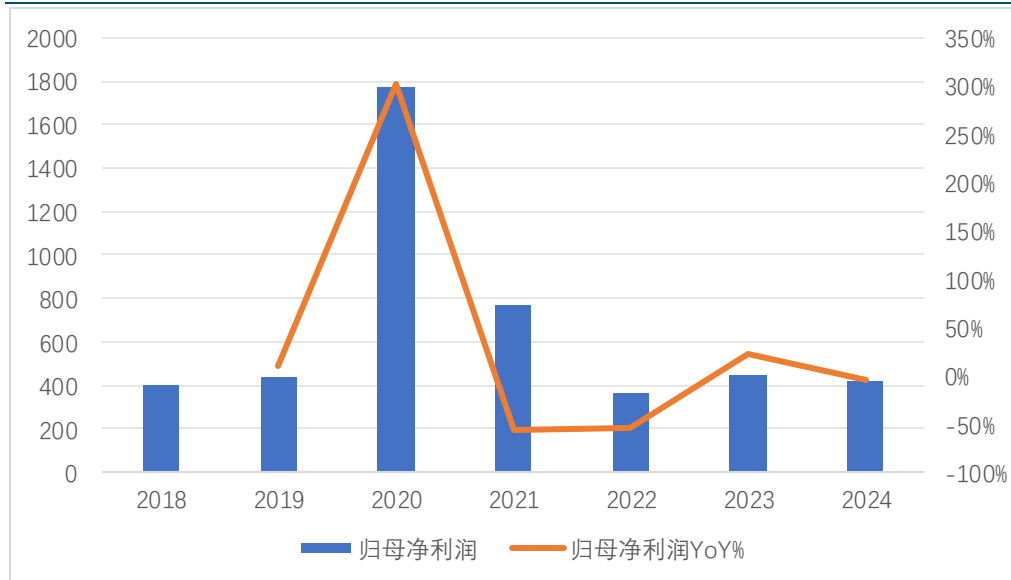
元，同比-5%。拆分来看，透明矫治器(Clear Aligner)业务全球 Invisalign 出货量约 250 万例，同比增长 3.5%。医生提交量创历史新高，达 85,700 位医生提交病例。Q4 青少年与儿童患者新启动治疗案例为 216,000 例，环比下降 8.6%，但同比增长 9.8%。2024 全年青少年与儿童 Invisalign 出货量达 868,100 例，同比增长 7.7%，占全年总出货量的 35%。亚太(APAC)和欧洲(EMEA)市场的 Invisalign First 和腭扩展器是推动增长的主要动力。

图表18：隐适美 2018-2024 年营业收入及增速（单位：百万美元）



来源：iFind，国金证券研究所

图表19：隐适美 2018-2024 年归母净利润及增速（单位：百万美元）



来源：iFind，国金证券研究所

## 医美：艾尔建美学发布，保妥适贡献超五成

### 艾尔建美学 2024 年营收 51.76 亿美元，保妥适贡献超五成

1 月 31 日，艾伯维对外公布 2024 年全年及第四季度财务业绩，公司全年营收 563.34 亿美元，同比增长 3.7%，第四季度营收 151.02 亿美元，同比增长 5.6%。其中，美容产品组合营收 51.76 亿美元，同比下降 2.2%，Botoxcosmetic 有一定增长，但 Juvederm 销售额下滑。



## 投资建议

AI 医药布局正当时，建议从长期成长角度予以重视。在布局医药 AI 投资方面，我们建议围绕三大领域 1) 医疗设备与诊断影像、2) 药物设计和研发、3) 互联网医疗与大健康展开医疗人工智能投资布局。

- AI 辅助下的诊断检查和治疗手术设备的相关标的：迈瑞医疗、联影医疗、金域医学、华大智造、微创机器人、祥生医疗、润达医疗、天智航等；
- AI 参与药物设计过程的相关标的：成都先导、泓博医药、药明康德、药石科技、皓元医药等。
- AI 参与大健康管理及互联网医疗的相关标的：京东健康、美年健康、阿里健康、智云健康等。

传统医药方面，我们认为只要市场充分确定政策端预期开始反转，业绩端的压力已经被充分预计，医药板块有望提前开始反转进程，建议加大医药板块配置比例。板块和公司选择上，建议重点把握两大主线：

- 创新药赛道出海创新和国内放量的自上而下，板块型机会；
- 左侧板块（如器械、中药、药店、服务、CXO 等）个股景气度反转，自下而上机会；

相关标的：科伦博泰、人福医药、华东医药、特宝生物、安图生物、益丰药房、心脉医疗 太极集团等。

## 风险提示

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

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

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

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



**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。





## 特别声明：

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

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

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究