



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

医保收支和控费预期趋稳，布局一季报后医药大反攻

投资逻辑：

受市场风格变化影响，本周医药板块前期强势板块（如创新药、AI 医药等）出现回调。但考虑到市场进入业绩期，医药板块在 2025 年一季报后业绩开始改善是大概率事件，建议积极布局医药板块的一季报后整体反转。此外，考虑一季报部分企业仍处于高基数期，短期配置风格上创新药+医药科技成长（如 AI 医药、脑机接口）仍将是资金阻力最小的方向。同时，一季报后市场可能会开始交易业绩反转，估值和业绩均处于底部的赛道值得关注。

本周国家医保局《2024 年医疗保障事业发展统计快报》出炉，从城镇职工和城镇居民医保收支情况来看，随着公共卫生事件的结束，医保收支形势整体趋稳，虽然医保控费作为长期政策方向将持续存在，但政策预期将趋于稳定。考虑今年集采和医保谈判时间可能提前，看好政策提前出清后下半年医药持续走强。

药品板块：赛诺菲 19 亿美元引进双特异 MCE，ELCC 中国创新再露头角。诸多中国药企，不仅海外授权交易不断展露创新资产价值潜力，而且在 2024 年的销售业绩与授权收入上都有靓丽表现。随着中国科技实力的全球认知提升，中国药企创新实力及其成长空间也开始被资本市场重新关注。看好本土原研“真创新”类药企，也看好国际化高水平引进能力领先的药企标的。

医疗服务：政策方面，国务院办公厅日前印发《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》，从多个方面提出 21 项重点内容。中医药高质量发展政策陆续出台，中医诊疗有望迎来新机遇。个股方面，年报业绩陆续发布，时代天使海外案例数再超预期，我们认为公司海外业务处在良好的发展势头中，后续随着案例数和业绩持续兑现，有望进一步打开估值空间。

医疗器械：心脉医疗新一代分支型主动脉覆膜支架 Cratos 国内获批，在产品性能和手术操作体验方面均取得了显著提升，在传承 Castor 分支型支架的一体化分支结构和近端无裸段设计的基础上，进一步优化了输送系统。国产企业在医疗器械领域展现出较强的创新研发能力，长期产品还将在海外市场上市推广，提升国产企业国际品牌力。

药店：医保个账当期结存同比增加，降本增效仍有望成为 25 年重要主题。近期政策端观察到的变化，包括定点药店资源配置优化、药品追溯码应用加速等，对经营质量更高更合规的龙头有利，有望进一步促进市场集中度的提升。24 年三季度以来，部分药店通过存量门店搬迁等工作，有望在降租方面收获成效。此外，AI 助力下，人效有望继续提升。继续看好成本端优化为头部药店 25 年业绩增长奠定基础。

生物制品：3 月 21 日，专注于内分泌相关治疗领域的创新型生物医药公司维昇药业正式在香港交易所主板挂牌上市。公司核心产品隆培促生长素是一款新型长效生长激素，2024 年特宝生物、维昇药业、诺和诺德及天境生物等多家企业先后就长效生长激素产品提交上市申请，适应症均为生长激素缺乏。当前我国生长激素渗透率仍有较大提升空间，未来上述企业长效生长激素产品有望陆续获批上市，建议持续关注市场格局变化。

投资建议

建议积极布局医药板块的一季报后整体反转。此外，考虑一季报部分企业仍处于高基数期，短期配置风格上创新药+医药科技成长（如 AI 医药、脑机接口）仍将是资金阻力最小的方向。同时，一季报后市场可能会开始交易业绩反转，估值和业绩均处于底部的赛道值得关注。

重点标的

科伦博泰、人福医药、华东医药、特宝生物、益丰药房、太极集团、迈瑞医疗、美年健康、时代天使等。

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

回调不改变强势板块（AI、创新药）判断，积极布局 2025 年医药后续回暖	4
药品板块：赛诺菲 19 亿美元引进双特异 MCE，ELCC 中国创新再露头角	6
免疫用药或现新分子，赛诺菲 19 亿美元引进 Dre Bio 双特异 MCE	6
ELCC 欧洲肺癌大会召开，和黄、迪哲等中国药企再露头角	6
医疗服务&医美：年报业绩陆续发布，关注各板块优质龙头	8
政策：提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见出台，中医诊疗有望迎来新机遇	8
个股：年报业绩陆续发布，关注各板块优质龙头	9
医疗器械：国内创新企业研发进展加速，创新支撑行业长期增长	10
心脏医疗新一代分支型主动脉覆膜支架 Cratos 国内获批	10
归创通桥公布 2024 年度业绩，收入端实现高速增长	10
药店：医保个账当期结存同比增加，降本增效仍有望成为 25 年重要主题	11
生物制品：维昇药业港股上市，关注生长激素行业格局变化	13
投资建议	14
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（%）	4
图表 2：3.17~3.21 各申万一级行业表现（%）	4
图表 3：3.17~3.21 医药生物申万三级细分涨跌幅（%）	5
图表 4：3.17~3.21 医药生物个股涨跌幅前十（%）	5
图表 5：Dren Bio 的免疫管线（左）和 MCE 作用机制（右）	6
图表 6：国内新药获批动态更新(2025/03/17-2025/03/21)	7
图表 7：2025 ELCC 部分药品临床研究展示	8
图表 8：中医药服务体系逐步建立，产业整体持续向好发展	9
图表 9：Cratos 分支型主动脉覆膜支架系统	10
图表 10：职工医保统筹基金（含生育保险）收支情况	11
图表 11：职工医保统筹基金（含生育保险）结存情况	11
图表 12：职工医保个人账户收支情况	12
图表 13：职工医保个人账户结存情况	12
图表 14：头部药店销售费用率	13
图表 15：头部药店销售费用中的（薪酬+房租）/营业收入	13
图表 16：隆培促生长素为公司目前临床进展最快产品	13



图表 17： 预计到 2030 年国内长效生长激素市场规模将达到 211 亿元..... 14

图表 18： 2024 年多家企业提交生长激素上市申请..... 14

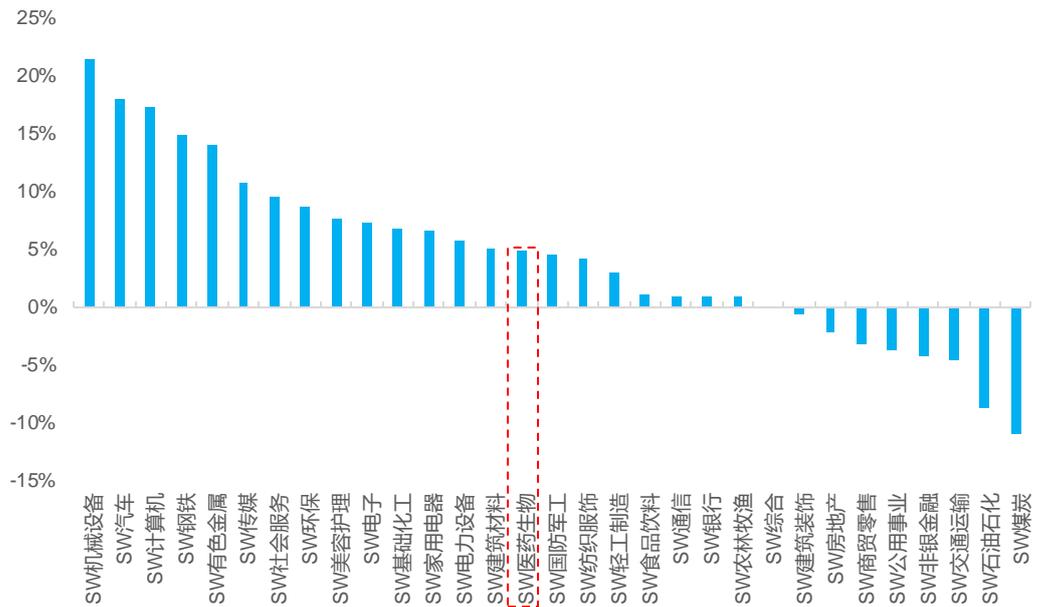


回调不改变强势板块 (AI、创新药) 判断，积极布局 2025 年医药后续回暖

受市场风格变化影响，本周医药板块前期强势板块（如创新药、AI 医药等）出现回调。但考虑到市场进入业绩期，医药板块在 2025 年一季报后业绩开始改善是大概率事件，建议积极布局医药板块的一季报后整体反转。此外，考虑一季报部分企业仍处于高基数期，短期配置风格上创新药+医药科技成长(如 AI 医药、脑机接口)仍将是资金阻力最小的方向。同时，一季报后市场可能会开始交易业绩反转，估值和业绩均处于底部的赛道值得关注。

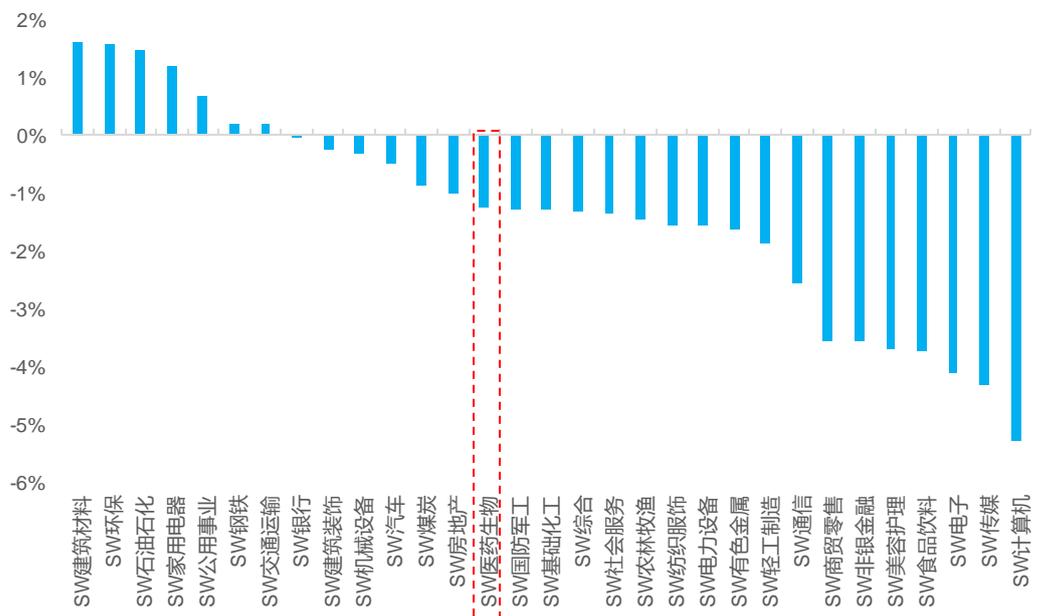
本周国家医保局《2024 年医疗保障事业发展统计快报》出炉，从城镇职工和城镇居民医保收支情况来看，随着公共卫生事件的结束，医保收支形势整体趋稳，虽然医保控费作为长期政策方向将持续存在，但政策预期将趋于稳定。考虑今年集采和医保谈判时间可能提前，看好政策提前出清后下半年医药持续走强。

图表1：年初至今各申万一级行业表现 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

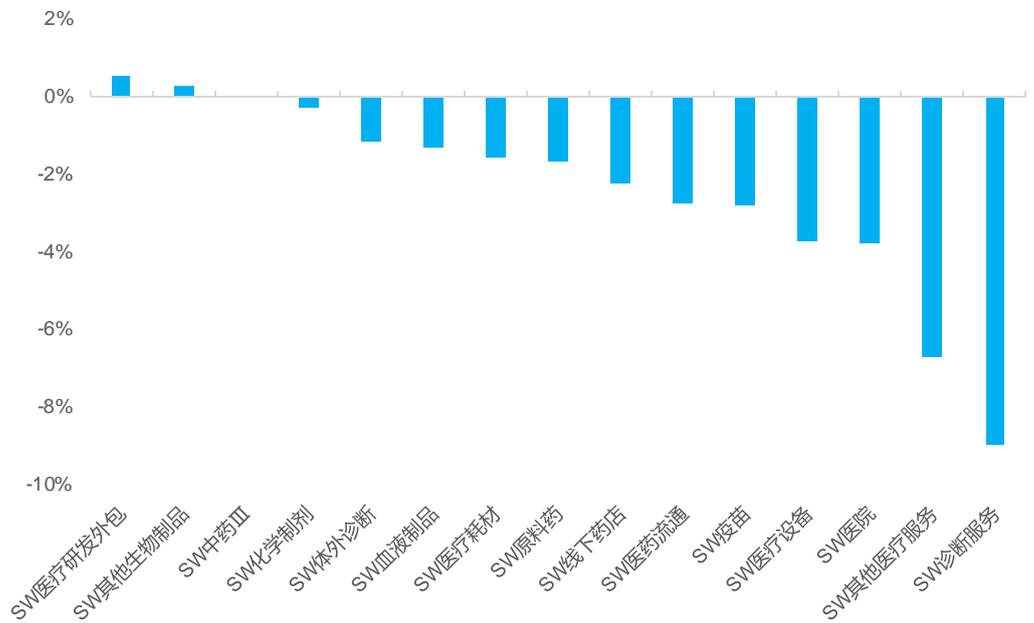
图表2：3.17~3.21 各申万一级行业表现 (%)





来源: Wind, 国金证券研究所

图表3: 3.17~3.21 医药生物申万三级细分涨跌幅 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表4: 3.17~3.21 医药生物个股涨跌幅前十 (%)

代码	公司	涨跌幅
603139.SH	康惠制药	33.1%
002086.SZ	东方海洋	27.5%
000908.SZ	*ST景峰	20.7%
688331.SH	荣昌生物	16.7%
300753.SZ	爱朋医疗	15.9%
300878.SZ	维康药业	15.1%
688136.SH	科兴制药	14.2%
301331.SZ	恩威医药	13.8%
002907.SZ	华森制药	11.6%
002923.SZ	润都股份	11.3%
000710.SZ	贝瑞基因	-13.7%
833230.BJ	欧康医药	-14.2%
301239.SZ	普瑞眼科	-15.0%
832278.BJ	鹿得医疗	-16.6%
836504.BJ	博迅生物	-16.9%
870656.BJ	海昇药业	-17.2%
002898.SZ	赛隆药业	-17.4%
430300.BJ	辰光医疗	-18.9%
835892.BJ	中科美菱	-20.0%
836547.BJ	无锡晶海	-24.4%

来源: Wind, 国金证券研究所



药品板块：赛诺菲 19 亿美元引进双特异 MCE · ELCC 中国创新再露头角

免疫用药或现新分子，赛诺菲 19 亿美元引进 Dre Bio 双特异 MCE

根据赛诺菲官网 2025 年 3 月 2 日发布，公司与私营临床阶段生物制药公司 Dren Bio, Inc. 已达成最终协议，赛诺菲同意收购 DR-0201，这是一种靶向双特异性髓细胞接合剂 (MCE)，在临床前和早期临床研究中已表现出强大的 B 细胞耗竭效果。根据 Fiercebitech 等专业网站发布，此次交易，赛诺菲预付 6 亿美元，此外还将支付开发和上市里程碑等费用 13 亿美元。

- DR-0201 是一种潜在的同类首创 CD20 定向双特异性抗体，可靶向和作用于特定的组织驻留和运输髓系细胞，通过靶向吞噬作用诱导深度 B 细胞耗竭。自身免疫性疾病的最新早期临床研究数据表明，深度 B 细胞耗竭可能具有重置适应性免疫系统的潜力，从而导致患有难治性 B 细胞介导自身免疫性疾病（如狼疮）的患者持续无需治疗即可缓解，而此类疾病仍存在大量未得到满足的医疗需求。
- 根据 Dren Bio 官网，其靶向髓系接合剂和吞噬作用平台是一种基于双特异性抗体的技术，通过接合选择性表达于髓系细胞上的新型吞噬受体，诱导致病细胞、蛋白质聚集体和其他致病因子的有效消耗。该平台产生的双特异性抗体经过特殊设计，仅在存在靶抗原的情况下才能实现受控的髓系细胞活化，与其他治疗方式（如 T 细胞接合剂和抗体药物偶联物 (ADC)）相比，这可以产生更大的治疗指数并提供更好的安全性。该平台正在部署到各个治疗领域，并已生成多个双特异性抗体项目，以满足肿瘤学、免疫学和神经病学领域未满足的需求。

图表5: Dren Bio 的免疫管线 (左) 和 MCE 作用机制 (右)



来源：Dren Bio 官网，NCBI，国金证券研究所

ELCC 欧洲肺癌大会召开，和黄、迪哲等中国药企再露头角

本周，国内有一款创新药获批上市：恒瑞医药 1 类新药 SHR0302（硫酸艾玛昔替尼片，JAK1 抑制剂）上市申请已获得批准，用于对一种或多种 TNF 抑制剂疗效不佳或不耐受的活动性强直性脊柱炎成人患者。另外本周还有 5 款创新药拟被药品评审中心 (CDE) 纳入优先评审、2 款创新药拟被纳入突破性疗法。



图表6: 国内新药获批动态更新(2025/03/17-2025/03/21)

NMPA批准上市新药						
上市时间	公司	通用名	商品名	机制	适应症	
2025/3/21	恒瑞医药	艾玛昔替尼片	艾速达	JAK1	适用于对一种或多种TNF抑制剂疗效不佳或不耐受的活动性强直性脊柱炎成人患者	
CDE拟纳入优先评审品种						
申请日期	公示日期	公司	通用名	状态	机制	适应症
2025/3/11	2025/3/24	海森生物	盐酸乌拉地尔注射液		β受体阻滞剂	治疗高血压
2025/3/14	2025/3/26	Takeda	注射用阿帕达酶α		酶替代疗法	用于儿童和成人先天性血栓性血小板减少性紫癜(cTTP)患者的按需或预防酶替代治疗(ERT)
2025/3/3	2025/3/26	Sanofi	度普利尤单抗注射液	拟纳入优先 评审	IL-4Rα	大疱性类天疱疮
2025/3/14	2025/3/28	Sanofi	注射用卡普赛珠单抗		血管性血友病因子(vWF)	用于与血浆置换和免疫抑制疗法联合治疗获得性血栓性血小板减少性紫癜(aTTP)
2025/3/18	2025/3/28	Bayer	BAY 2927088片		HER2 TKI	用于治疗携带HER2(ERBB2)激活突变且既往接受过一种全身性治疗的aNSCLC
CDE拟纳入突破性疗法品种						
申请日期	公示日期	公司	通用名	状态	机制	适应症
2025/2/28	2025/3/28	恒瑞医药	SHR-A1811	拟纳入突破 性疗法	HER2 ADC	既往接受含铂化疗及免疫检查点抑制剂治疗失败的HER2表达(IHC≥1+)的复发或转移性宫颈癌
2025/2/27	2025/3/28	信达生物	IBI363		PD-1*IL-2	既往未经过系统性治疗的不可切除局部晚期或转移性肢端型及黏膜型恶性黑色素瘤

来源: NMPA, CDE, 国金证券研究所

下周, 2025年欧洲肺癌大会(ELCC)将于当地时间2025年3月26日至29日在法国巴黎举行。国内和黄医药的赛沃替尼、迪哲医药的舒沃替尼数据值得关注。

- 和黄医药的SAVANNAH研究: 奥希替尼和赛沃替尼的联合疗法在既往接受奥希替尼治疗后疾病进展、伴有MET扩增和/或过表达的晚期EGFR突变非小细胞肺癌患者。有效性: 研究者评估和盲态独立中心评估(BICR)的客观缓解率(ORR)分别为56%和55%、中位缓解持续时间(DoR)为7.1和9.9个月, 及中位无进展生存期(PFS)为7.4和7.5个月。安全性: 安全性结果以及因不良事件导致的停药率与各药物已知的特征一致, 没有报告新的安全问题。在所有接受赛沃替尼(300毫克每日两次)联合泰瑞沙治疗的患者中, 57%出现3级或以上不良事件, 32%出现3级或以上治疗相关不良事件。
- 迪哲医药sunvozertinib(舒沃替尼)联合安罗替尼治疗EGFR-TKIs耐药EGFRmtaNSCLC患者的II期WU-KONG9研究: 该实验是一项开放标签、单臂、II期研究, 预计将招募45名标准EGFR-TKI治疗失败的EGFR突变患者。分为两个亚组, A部分采用Sunvozertinib的初始剂量为每天300mg口服, 与安罗替尼12mg口服联合, 周期为21天。B部分是推荐组合剂量(RCD)的扩展期。主要终点是客观缓解率(ORR)。其中12名患者完成了首次评估, ORR为33.3%, DCR为100%。



图表7：2025 ELCC 部分药品临床研究展示

中国										
Abstract	Title	Drug	mechanism	Co.	临床名称	Ph	pts	baseline		CCG
20	savolitinib联合奥希替尼用于治疗奥希替尼治疗后疾病进展伴有MET-OverExp和/或Amp的EGFRmt aNSCLC	赛沃替尼	MET-TKI	和黄药业	SAVANNAH	II期	101	EGFRmt aNSCLC (奥希替尼, MET-OverExp和/或Amp)		-
80P	savolitinib治疗METex14局部a/m NSCLC患者的最终总生存期和长期安全性结果: IIIb期研究的	赛沃替尼	MET-TKI	和黄药业	-	IIIb期	166	METex14 NSCLC (全线)		-
67P	sunvozertinib联合安罗替尼治疗EGFR-TKI耐药EGFRmt aNSCLC患者的II期WU-KONG9研究	舒沃替尼	EGFR-TKI	迪哲医药	WU-KONG9	II期	45	EGFRmt NSCLC (2L)		-
66P	ASK120067在局部晚期或转移性EGFR T790M NSCLC患者中长期随访: 多中心单臂的IIb期研究	谷美替尼	EGFR-TKI	奥赛康	-	IIb期	301	a/m EGFR T790M NSCLC (1L)		-
12P	Camrelizumab联合化疗 (Cam+chemo) 针对sqNSCLC的1L治疗: III期Camel-sq试验5年更新	卡瑞利珠	PD-1	恒瑞医药	Camel-sq	III期	389	A sq-NSCLC (1L)		PBO
19P	Camrelizumab联合化疗1L治疗NSCLC脑转移的亚组分析: CTONG 2003试验	卡瑞利珠	PD-1	恒瑞医药	CTONG 2003	-	60	脑转移NSCLC (1L)		PBO
31P	Camrelizumab联合化疗1L治疗晚期nsq脑转移性 NSCLC: GAP-BRAIN 试验的最终总生存期结果	卡瑞利珠	PD-1	恒瑞医药	GAP-BRAIN	II期	45	脑转移nsq-NSCLC (1L)		-
34P	紫杉醇联合 (pm-Pao)、卡铂联合sintilimab一线治疗nsq-NSCLC: II期研究	信达生物	PD-1	信达生物	-	II期	28	A nsq-NSCLC (1L)		-
37P	Tislelizumab联合化疗1L治疗LA/M nsq-NSCLC: III期RATIONALE-304中 PD-L1表达≥50%亚组分析	替雷利珠	PD-1	百济神州	RATIONALE-304	III期	110	LA/M nsq-NSCLC (PD-L1≥50% 1L)		GT
302P	BNT327/PM8002 联合化疗一线治疗ES-SCLC的II期研究	BNT327/PM8002	PD-L1*VEGF-A 双抗	普米斯/BioNTech	-	II期	48	ES-SCLC (1L)		-
全球										
Abstract	Title	Drug	mechanism	Co.	临床名称	Ph	pts	baseline		CCG
85P	Tepotinib和pembrolizumab治疗非小细胞肺癌 (NSCLC) 的 I/II 期强效试验的 I 期结果	Tepotinib	MET-TKI	MSD	POTENT	I/II期	8	aNSCLC (帕博利珠对药)		-
30	BAY-2927088在经治的HER2mt NSCLC的I/II期 SOHO-01研究: 2个扩展队列安全性和有效性结果	BAY-2927088	HER2-TKI	Bayer	SOHO-01	I/II期	44 34	HER2mt NSCLC (经治)		-
1860	pembrolizumab联合同步放化疗 (cCRT) 用于不可切除的局部aNSCLC: KEYNOTE-799的最终分析	帕博利珠	PD-1	MSD	KEYNOTE-799	III期	112 102	aNSCLC (全线)		-
25P	Durvalumab联合/不联合tremelimumab (GTLA-4) 联合化疗1L治疗转移性NSCLC: III期POSEIDON中国队列	度伐利尤	PD-L1	AZ	POSEIDON (中)	III期	175	mNSCLC (1L+)		-
17P	dostarlimab联合化疗与pembrolizumab联合化疗治疗mNSCLC: 全球II期PERLA	多塔利单抗	TIM-3单抗	GSK	PERLA	II期	11	mNSCLC (1L+)		帕博利珠
40	埃万妥单抗联合拉泽替尼对比奥希替尼用于1L治疗EGFRmt aNSCLC: III期MARIPOSA最终总生存期结果	埃万妥单抗	EGFR*MET双抗	J&J	MARIPOSA	III期	858	EGFRmt aNSCLC (1L)		奥希
98P	Meobotamab vedotin的II期试验中, 与野生型 KRAS 相比, KRASmt NSCLC) 患者的总生存期增加	Mec-V	CAB-AXL-ADC	BioAtla	-	II期	113	a/m NSCLC (中位3L)		-
10	奥希替尼联合Dato-DXd用于治疗经奥希替尼治疗的EGFRmt aNSCLC: ORCHARD研究	Dato-DXd	TROP-2 ADC	Daiichi/AZ	ORCHARD	II期	69	EGFRmt aNSCLC (奥希替尼)		-
13P	sacituzumab govitecan与多西他赛在转移性NCLC的脑转移和可操作的遗传改变 (AGA) 比较: III期EVOKE-01亚组	戈沙妥珠	TROP-2 ADC	Gilead	EVOKE-01	III期	603	mNSCLC (2L+)		多西他赛
18P	Telisotuzumab vedotin单药治疗经治c-Met蛋白过表达EGFRmt nsq-NSCLC: LUMINOSITY更新分析	Teliso-V	c-Met ADC	Abbvie	LUMINOSITY	II期	168	nsq-NSCLC (2L+)		-

来源: 2025ELCC, 国金证券研究所

随着 2025 年 3 月, 中国药企也进入了新一轮年报业绩披露期; 我们可以看到诸多中国药企, 不仅海外授权交易不断展露创新资产价值潜力, 而且在 2024 年的销售业绩与授权收入上都有靓丽表现。随着中国科技实力的全球认知提升, 中国药企创新实力及其成长空间也开始被资本市场重新关注。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、百济神州、信达生物、康方生物、翰森制药、石药集团、诺诚健华、迪哲医药、和黄医药等, 以及科伦博泰和百利天恒等 ADC 领先企业。

医疗服务&医美：年报业绩陆续发布，关注各板块优质龙头

政策：提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见出台，中医诊疗有望迎来新机遇

国务院办公厅日前印发《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》(以下简称《意见》), 从加强中医资源保护利用、提升中药材产业发展水平、加快推进中药产业转型升级、推进中药药品价值评估和配备使用、推进中药科技创新、强化中药质量监管、推动中药开放发展、提高综合治理能力和保障水平几个提出 21 项重点内容。政策对中药产业的规范化和标准化要求, 有助于固生堂等合规经营企业在行业竞争中脱颖而出, 巩固其市场地位。



图表8：中医药服务体系逐步建立，产业整体持续向好发展

中医药的传承与发展现状

基本建立起覆盖城乡的中医医疗服务体系



中医药产业快速发展

中药材种植加工

- 目前我国的中药材种植面积和产量均居**世界首位**
- 常用600种中药材中的**200余种**实现了规模化种养
- 33.3%
- 2021年全国中药材产量约为**487.50万吨**，保持平稳增长
- 中药材市场成交额由2016年1228.99亿元增长至2020年的**1664.83亿元**

中药工业主营业务收入



中医养生保健

- “治未病”**
国家中医药管理局发布，**98%以上**的三级公立中医医院已经设置治未病科，提供包括针灸、推拿、中药调理等多种中医药服务。
- 日常养生**
民众开始通过中药产品（中药茶、中药保健品）、传统运动养生（太极拳、八段锦）、中医健康管理等多种方式进行中医日常养生。

来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

个股：年报业绩陆续发布，关注各板块优质龙头

- 时代天使：2025年3月20日，时代天使披露2025年年度业绩公告，2024年公司实现收入2.69亿美元，同比增长28%；实现经调整净利润26.9百万美元，同比增长3%。**
 中国以外全球市场案例数再超预期，成为主要增长引擎。2024年，公司总案例数达到35.94万例（同比+47%），其中在中国以外全球市场的隐形矫治案例数达到了14.07万例（同比+326.4%），在中国以外全球市场收入达到了80.5百万美元（同比+290.4%），成为公司的主要增长引擎。利润方面，2024H1国际市场经调整分布经营亏损为29.7百万美元，主要系公司在中国以外全球市场持续扩张，前期成本较高所致，预计随销售规模加大，成本摊薄，国际市场亏损有望进一步缩窄。
 国内策略性扩充销售团队，经营有韧性。中国市场，2024年公司达成了21.87万例隐形矫治案例（同比+3.2%）。国内市场公司依据不同线城市的发展特点，策略性扩充销售和临床医学团队。收入方面，2024年中国市场收入188.2百万美元（同比-0.4%）。利润方面，2024年国内经调整利润实现36.6百万美元，经调整利润率为19.5%，主要受益于海外市场收入的快速增长分摊部分固定费用。
- 爱美客：2025年3月19日，公司发布24年年度报告。2024年公司实现收入30.26亿元（同比+5.5%），实现归母净利润19.58亿元（同比+5.3%）；实现扣非归母净利润18.72亿元（同比+2.2%）。单季度来看，公司24Q4实现收入6.5亿元（同比-7%）；归母净利润3.72亿元（同比-15.5%）；扣非归母净利润3.41亿元（同比-21.7%）。**
 医美需求较弱下，注射凝胶类与注射溶液类皆实现同比增长。2024年医美行业消费受到外部环境的影响，短期面临竞争加剧，行业规模放缓等问题，从长期看，中国医美消费市场仍有较大增长潜力。
 分产品来看，2024年公司溶液类注射产品稳步增长，实现收入17.44亿（同比+4.4%），销量687.92万支（+39.67%），核心产品为嗨体。凝胶类注射产品实现收入12.16亿（同比+5.01%），销量89.36万支（-11.24%），核心产品为濡白天使。此外2024年面部埋植线业务实现收入680万元（同比+15%），销量1.86万包（+11.13%），其他产品收入实现收入5919万元（同比+68.5%）。



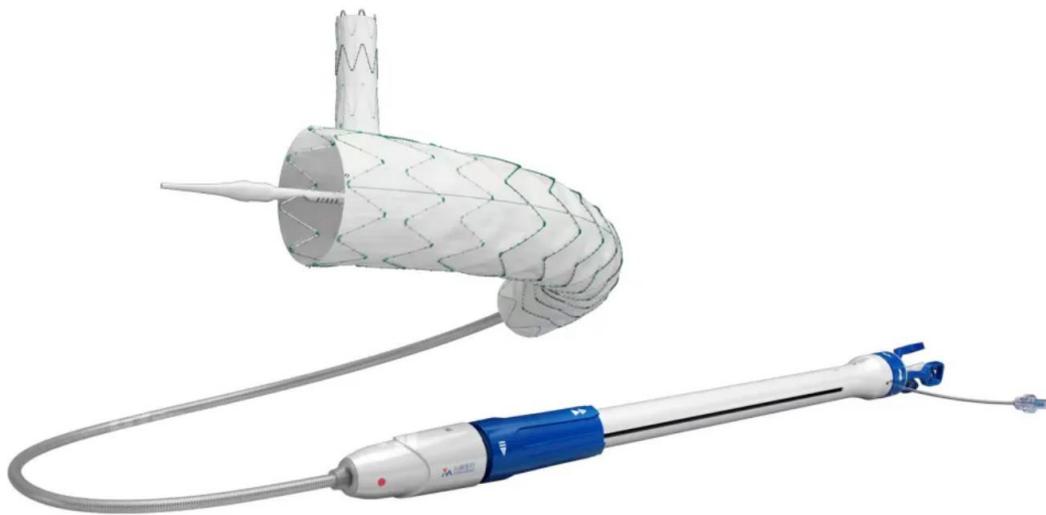
医疗器械：国内创新企业研发进展加速，创新支撑行业长期增长

心脉医疗新一代分支型主动脉覆膜支架 Cratos 国内获批

3月18日，心脉医疗发布公告称，公司获得药监局颁发的关于分支型主动脉覆膜支架系统的医疗器械注册证，产品用于治疗胸主动脉夹层，且其近端破口在左颈总动脉远端15mm与左锁骨下动脉（LSA）远端20mm之间或夹层逆撕至LSA。

Cratos 分支型主动脉覆膜支架系统是基于 Castor 分支型主动脉覆膜支架及输送系统推出的新一代升级产品，在产品性能和手术操作体验方面均取得了显著提升，在传承 Castor 分支型支架的一体化分支结构和近端无裸段设计的基础上，进一步优化了输送系统，带来了更优的临床应用表现。Cratos 产品的海外市场推广同步推进中，已于2024年获得欧盟定制证书，并成功在多个国家开展临床应用。

图表9: Cratos 分支型主动脉覆膜支架系统



来源：心脉医疗微信公众号，国金证券研究所

Cratos 分支型支架在输送系统方面实现多项突破性创新：

- 1) 新型小弯侧后释放技术，搭配主动式鸟嘴调节 (ABC, Active Birdbeak Control) 功能，显著提升支架定位的精准度，同时消除支架近端“鸟嘴”，确保更佳的贴附性。
- 2) 更长的外鞘管设计，支持跨弓输送，进一步简化解缠绕和分支定位等关键手术操作。
- 3) 外鞘管直径减小至 22F，降低对入路血管的要求，提升患者可及性。
- 4) 旋转+快拉双运动模式及四档释放防错机构，有效简化手术操作流程，提升临床使用的便捷性。

Cratos 分支型支架作为心脉医疗的一款重要创新产品，公司同时致力于其在海外市场的推广应用。Cratos 分支型支架已于2024年获得欧盟定制证书，并成功在多个国家开展临床应用。其海外上市前临床研究也已于去年启动，用以申请欧盟 CE 认证和日本 PMDA 注册批准，目前已在瑞士、西班牙、荷兰等国家完成多例上市前临床植入，展现出卓越的产品性能。据悉，Cratos 分支型支架上市前临床研究是首个在欧洲和日本开展的中国主动脉支架上市前临床研究。

目前心脉医疗等国产企业在医疗器械领域展现出较强的创新研发能力，长期产品还将在海外市场上市推广，进一步提升国产企业国际品牌力。创新产品在临床上为患者带来更多治疗方案的同时，公司也有望获得新的增长动力。

归创通桥公布 2024 年度业绩，收入端实现高速增长

3月20日，归创通桥发布2024年度业绩公告。2024年，归创通桥实现营业收入7.8亿元，同比增长48.3%；净利润突破1亿元，首度实现全年盈利。

在京津冀“3+N”联盟集采中，通桥银蛇颅内支持导管凭借较高的市场份额，以A组最高



排名中标。在第五批高值耗材国家集采中，ZYLOX Penguin 静至髂静脉支架成为髂总静脉部位适应证的唯一全国首轮中标者。在河北省牵头的血管介入耗材集采中，通桥麒麟™血流导向密网支架、通桥白驹颅内 PTA 球囊扩张导管及三款外周球囊均中选且获得待分配量的二次勾选资格。伴随集采政策的深入，公司已建立广泛的分销网络，覆盖超过 3000 家医院。

2024 年，归创通桥加强在研发、注册及商业化各环节的投入，持续扩张海外业务。目前，公司已有 20 款产品在 24 个国家及地区实现商业化，覆盖德国、意大利、阿根廷、巴西、阿联酋等欧洲、南美及中东国家及地区。公司持续开展 ZENFLEX 外周血管支架、ZENFLEX Pro 外周药物洗脱血管支架海外地区上市后临床试验，同时积极参与 WLNC 2024、LINC 2024、CIRSE 2024 等国际学术会议，提升在海外市场的品牌影响力和认可度。2024 年，公司海外业务保持快速增长，实现营业收入 2258 万元，近四年复合增长率达 87%。

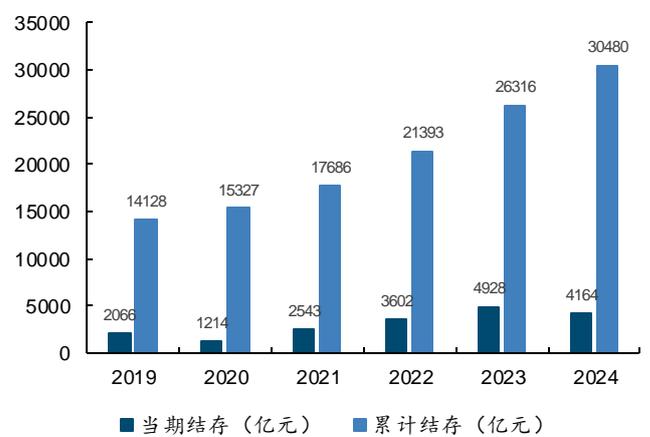
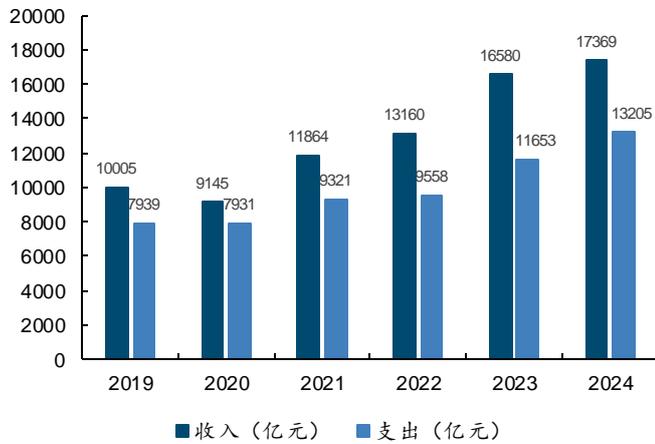
药店：医保个账当期结存同比增加，降本增效仍有望成为 25 年重要主题

2025 年 3 月 21 日，国家医保局发布《2024 年医疗保障事业发展统计快报》，2024 年职工基本医疗保险基金（含生育保险）收入 23671.59 亿元，同比+3.2%，支出 19056.55 亿元，同比+7.4%。其中：统筹基金收入 17368.93 亿元，同比+4.8%，支出 13205.04 亿元，同比+13.3%；相应地，个人账户收入 6303 亿元，同比-0.8%，支出 5852 亿元，同比-4.0%。

2023 年职工医保个人账户改革实施后，职工医保个人账户当年收入同比减少约 1282 亿元，当期结存由 2022 年的 1948 亿元降至 253 亿元。2024 年，个人账户收入端基本平稳，支出减少明显，当期结存 451 亿元，较 2023 年有所增长。统筹基金的支出在 2024 年增速更快，缓冲了个人账户支付端的压力。截至 2024 年底，个人账户累计结存约 1.44 万亿元，可观存量仍有望成为药店较长周期的医保收入来源。

图表10：职工医保统筹基金（含生育保险）收支情况

图表11：职工医保统筹基金（含生育保险）结存情况

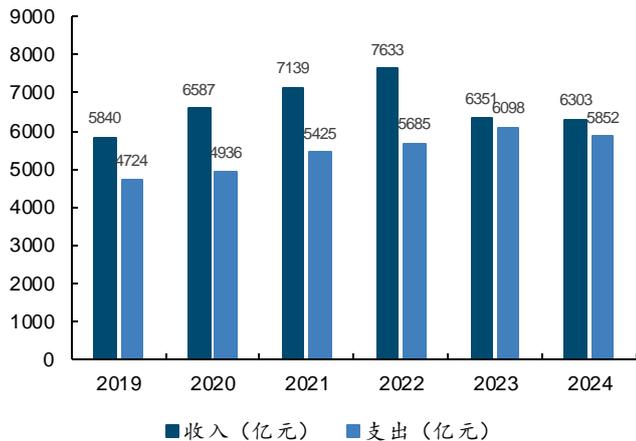


来源：国家医保局，国金证券研究所

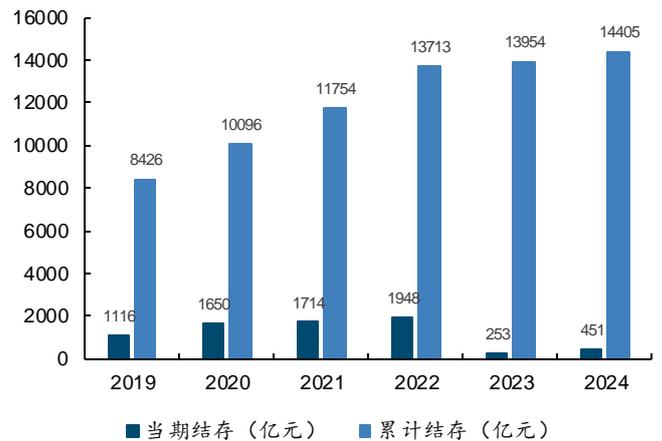
来源：国家医保局，国金证券研究所



图表12: 职工医保个人账户收支情况



图表13: 职工医保个人账户结存情况



来源: 国家医保局, 国金证券研究所

来源: 国家医保局, 国金证券研究所

近期政策端观察到的变化, 包括定点药店资源配置优化、药品追溯码应用加速等, 对经营质量更高更合规的龙头有利, 有望进一步促进市场集中度的提升。

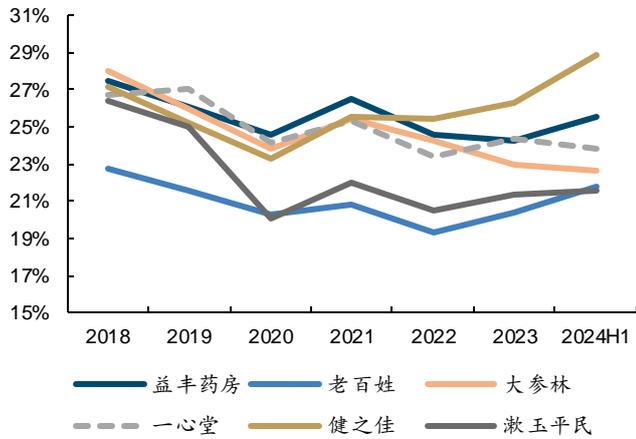
■ 医保资质收紧, 存量门店优化趋势明显: 近期部分地区已发文, 对当地医疗机构资源配置进行优化。例如, 25年2月27日, 宁德市医保局出台《宁德市零售药店医疗保障定点资源配置管理办法(试行)》, 考虑到当地定点零售药店基本分布于城区, 存在城区定点零售药店过于密集, 而在偏远地区不足的服务不均衡情况, 决定按照“严控增量、优化存量”的原则, 对定点零售药店进行布局优化引导, 促进定点资源合理配置。苏州市在2月13日发布的《苏州市医疗保障定点医药服务资源配置规划(2025-2027年)》中提到: “定点门诊类医疗机构以服务人数为主要参考, 全市规划总量以每家机构平均服务5000名常住人口确定。定点零售药店以步行15分钟内的服务覆盖范围为主要参考, 全市规划总量以每家药店平均服务半径600米确定。”

加速推进药品追溯码应用: 3月19号, 国家医保局等部分联合发布《关于加强药品追溯码在医疗保障和工伤保险领域采集应用的通知》, 其中提到, 原则上, 2025年7月1日起, 销售环节按要求扫码后方可进行医保基金结算, 对此前已采购的无追溯码药品, 列入“无码库”管理, 暂可进行医保结算。2026年1月1日起, 所有医药机构都要实现药品追溯码全量采集上传。零售药店要在顾客购药小票上显示药品追溯码信息。药品追溯码的全面应用, 有望抑制回流药, 行业价格生态更加健康, 且行业对医保基金的使用更加合规。

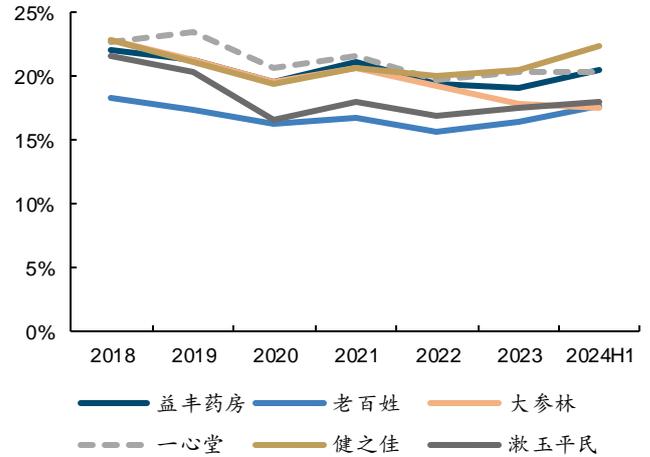
此外, 降本增效仍有望成为各药店在25年的重要经营主题。拆解各公司销售费用率, 可以发现职工薪酬+房租占销售费用率主要部分, 且过去几年该比例较为平稳。24年三季度以来, 部分药店通过存量门店搬迁等工作, 有望在降租方面收获成效。此外, AI助力下, 人效有望继续提升。因此, 我们继续看好成本端优化为头部药店25年业绩增长奠定基础。



图表14: 头部药店销售费用率



图表15: 头部药店销售费用中的(薪酬+房租)/营业收入



来源: ifind, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

生物制品: 维昇药业港股上市, 关注生长激素行业格局变化

2025年3月21日, 专注于内分泌相关治疗领域的创新型生物医药公司维昇药业正式在香港交易所主板挂牌上市。

图表16: 隆培促生长素为公司目前临床进展最快产品

候选药物*	适应症	临床进展				BLA/NDA 申请	批准
		IND	1期	2期	3期		
儿童内分泌 隆培促生长素 (Lonapegsomatropin)	儿童生长激素缺乏症	中国3期关键临床试验完成, 达到主要终点, 上市申请获得中国NMPA受理					
		全球3期关键临床试验完成, 达到主要终点, 上市申请获得美国和欧盟批准					
那韦培肽 (Navepegritide)	软骨发育不全	中国2期临床试验完成, 达到主要终点					
		全球3期关键临床试验双盲期完成, 达到主要终点					
成人内分泌 帕罗培特立帕肽 (Palopegteriparatide)	甲状旁腺功能减退症	中国3期关键临床试验双盲期完成, 达到主要复合终点					
		全球3期关键临床试验完成, 达到主要终点, 上市申请获得欧盟、英国和美国批准					

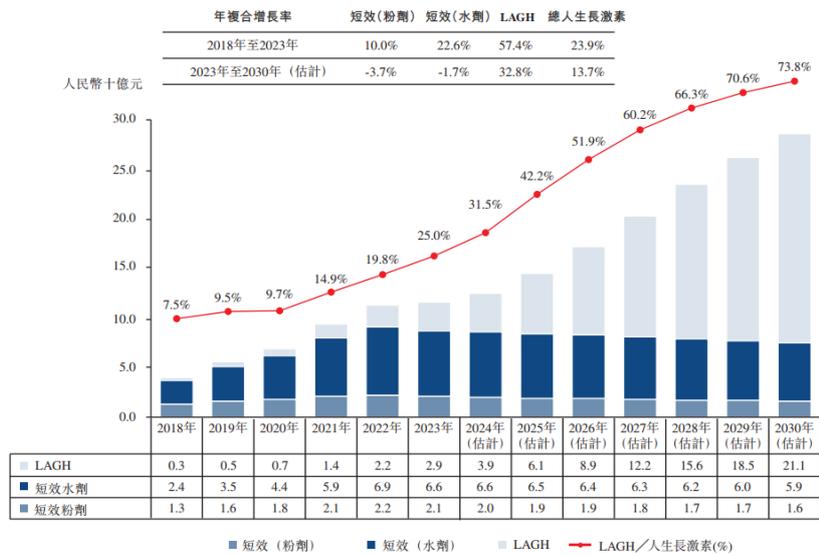
来源: 维昇药业, 国金证券研究所

公司核心产品隆培促生长素是一款新型长效生长激素, 旨在通过每周一次用药, 帮助生长激素缺乏的儿童达到或接近正常身高。隆培促生长素与每日一次人生长激素相比, 注射频率降低 86%。隆培促生长素在全球 3 期阳性药物对照和平行组比较试验中, 其已证明较短效人生长激素具有非劣效性及优效性, 表现为年生长速率为 11.2 厘米/年, 而短效人生长激素为 10.3 厘米/年; 其亦表现出与短效人生长激素相似的安全性, 并为第一款同时获得 FDA 及 EMA 批准用于治疗 PGHD 的每周一次的 LAGH。

已完成的中国 3 期关键性试验持续支持隆培促生长素与短效人生长激素相比的优效性以及同等安全性, 隆培促生长素于 52 周时 AHV 为 10.66 厘米/年, 短效人生长激素为 9.75 厘米/年, 每周一次隆培促生长素是首款也是唯一一款具数据证实优效性的 LAGH。



图表17: 预计到2030年国内长效生长激素市场规模将达到211亿元



来源: 维昇药业, 沙利文, 国金证券研究所

根据沙利文预测, 包括 PGHD、特发性矮小症、小于胎龄儿、努南氏症候群、透纳氏症候群和普拉德-威利症候群等疾病的国内患病人数于 2023 年达到 730 万人。此外, 中国的 PGHD 治疗率预计将由 2023 年的 5.3% 增至 2030 年的 10.7%。同时, 长效生长激素等剂型可改善依从性和治疗效果, 从而提高人生长激素的患者渗透率。到 2030 年, 长效生长激素市场规模预计将达到人民币 211 亿元, 约占中国人生长激素市场规模总值的 73.8%。

图表18: 2024年多家企业提交生长激素上市申请

公司	药物名称	适应症	递交时间
特宝生物	怡培生长激素注射液	生长激素缺乏	2024-01-11
维昇药业	隆培促生长素/ Lonapegsomatropin	生长激素缺乏	2025-03-08
诺和诺德	帕西生长素	生长激素缺乏	2024-09-05
天境生物	伊坦长效重组人生长 激素注射液	生长激素缺乏	2024-12-07

来源: insight, 国金证券研究所

长春高新长效生长激素金赛增® (PEG-rhGH) 于 2014 年 1 月获批上市, 截至 2024 年底, 金赛增® 已获批 3 个适应症, 分别为内源性生长激素缺乏所引起的儿童生长缓慢、性腺发育不全(特纳综合征)所致女孩的生长障碍和特发性身材矮小, 已上市 54IU/9.0mg/1.0ml/瓶和 27IU/4.5mg/0.5ml/瓶两种规格。

2024 年特宝生物、维昇药业、诺和诺德及天境生物等多家企业先后就长效生长激素产品提交上市申请, 适应症均为生长激素缺乏。当前我国生长激素渗透率仍有较大提升空间, 未来上述企业长效生长激素产品有望陆续获批上市, 建议持续关注市场格局变化。

投资建议

随着政策和情绪的转暖, 在医药板块两大主线 (AI 和创新药) 热度不减的情况下, 左侧板块有望在年报一季报窗口期后彻底展开反转, 景气度有望不断提升。



- **创新药相关标的：**恒瑞医药、科伦博泰、华东医药、康方生物、信达生物、百济神州、新诺威、石药集团、诺成健华、百利天恒、上海医药、甘李药业、益方生物等。
- **AI 相关标的：**迈瑞医疗、联影医疗、美年健康、金域医学、华大智造、润达医疗、迪安诊断、京东健康、成都先导、药明康德等。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究