



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

关税波动下医药板块确定性突出，选择国产替代和避险资产

投资逻辑

本周国际关税预期波动，引发市场对医药板块受影响程度的关切。根据中国医药保健品进出口商会数据：

- 2024 年，我国医药产品进出口贸易额 1993.76 亿美元，同比增长 2.13%，其中进口额 914.12 亿美元，同比下降 2%，出口额 1079.64 亿美元，同比增长 5.9%。
- 美国市场方面，2024 年我国进口 150.57 亿美元 (-4.6%，其中进口中药 2.02 亿，西药 63.33 亿，医疗器械 85.24 亿)；出口额为 190.47 亿美元 (+11.75%，出口中药 8.7 亿，西药 64.25 亿，医疗器械 117.58 亿)。

总的来看，我们认为医药板块整体具备较强的抗关税风险能力，建议重点关注国产替代机会（如血液制品、部分医疗设备和耗材、部分专利药创新药等），同时对于连锁药房、精麻药品、中药、医疗服务等内需色彩强烈、避险价值突出的板块同样应该予以重视。

药品板块：IgA 肾病突破不断。3 月 31 日，大家制药首个月度给药的 IgA 肾病用药向 FDA 提交上市申请，该药可以选择性抑制免疫球蛋白 A 肾病 (IgAN) 成人患者的 APRIL (A PR 增殖诱导配体) 活性。4 月 2 日，诺华宣布，其阿曲生坦(商品名:Vanrafia)获 FDA 加速审评，批准上市，用于降低有疾病进展风险的原发性免疫球蛋白 A 肾病(IgAN)成人患者的蛋白尿。

生物制品：礼来 Lepodisiran2 期结果积极，关注脂蛋白(a)领域研发进展。3 月 30 日，礼来宣布其小干扰 RNA(siRNA)疗法 Lepodisiran 的 II 期 ALPACA 研究取得积极结果。该疗法旨在降低脂蛋白(a) (Lp(a)) 的生成，Lp(a)是心血管疾病的遗传风险因素。目前全球范围内已有多款靶向 Lp (a) 的创新药物进入临床 3 期阶段，除 siRNA 路线外，口服小分子临床进展值得关注。

医疗器械：3 月 31 日，国家药监局综合司公开征求《关于优化全生命周期监管 支持高端医疗器械创新发展的举措（征求意见稿）》意见。预计药监局相关支持性政策落地有望推动高端影像设备、手术机器人、脑机接口、人工智能医疗、先进生物医学材料等领域快速发展。

医疗服务：年报陆续发布，积极关注绩优龙头。固生堂 24 年业绩发布，业绩高速增长，门店数量持续扩张。4 月 2 日，时代天使宣布，创新的儿童专用防龋隐形矫治器将在全国合作口腔诊所全面上市。长沙爱尔眼科医院顺利植入龙晶®PR 型晶体，国产晶体加速普及。

中药&药店：传统防御板块，关注基数进一步消化后的边际改善趋势。

投资建议

在整体医药配置思路上，创新药和部分仿创药继续是布局的重中之重，商保目录政策变化、集采/国谈预期落地，以及美国肿瘤会议 (AACR 和 ASCO) 数据公布都将继续带来后续股价催化机会，关键在于寻找个股预期差。一季报后景气度反转和业绩改善也将带来连锁药房、器械、CXO、仿制药、中药、医疗服务等左侧板块的个股投资机会，建议积极把握。

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、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

| | |
|--|----|
| 关税环境变化，医药板块重点关注其国产替代机会和避险配置价值..... | 3 |
| 药品板块：IgA 肾病突破不断，大家月制剂提交上市，诺华阿曲生坦获批..... | 5 |
| 大家制药首个月度给药的 IgA 肾病用药向 FDA 提交上市申请..... | 5 |
| 诺华阿曲生坦获 FDA 批准上市，IgA 肾病再添新药 | 6 |
| 生物制品：礼来 Lepodisiran2 期结果积极，关注脂蛋白(a)领域研发进展..... | 7 |
| 医疗器械：政策支持高端医疗器械创新，领域龙头有望长期受益..... | 9 |
| 药监局关于支持高端医疗器械创新发展举措公开征求意见..... | 9 |
| 鱼跃医疗新一代 CT5 系列 CGM 产品国内获批..... | 9 |
| 医疗服务：年报陆续发布，积极关注绩优龙头..... | 10 |
| 个股年报陆续发布，经营情况稳健；供给侧多新品上市，有望接力成长..... | 10 |
| 中药&药店：传统防御板块，关注基数进一步消化后的边际改善趋势..... | 11 |
| 云南白药公布 2024 年年度报告，利润增长超预期，继续高比例分红..... | 11 |
| 同仁堂 2024 年收入保持正增长，受限于原材料成本，利润端增长承压..... | 11 |
| 投资建议..... | 12 |
| 风险提示..... | 12 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1： 2024 年我国在美国市场医保保健品进出口统计..... | 3 |
| 图表 2： 年初至今各申万一级行业表现（%） | 3 |
| 图表 3： 3.31~4.03 各申万一级行业表现（%） | 4 |
| 图表 4： 3.31~4.03 医药生物申万三级细分涨跌幅（%） | 4 |
| 图表 5： 3.31~4.03 医药生物个股涨跌幅前十（%） | 5 |
| 图表 6： BAFF 和 APRIL 在 IgA 肾病中的作用机制..... | 6 |
| 图表 7： IgA 肾病创新疗法..... | 7 |
| 图表 8： 中国 ASCVD 一级预防低危人群主要血脂指标的参考标准中包含 Lp (a) | 7 |
| 图表 9： Lepodisiran 400mg 剂量组使 Lp (a) 在治疗后 60-180 天期间平均降低 93.9%..... | 8 |
| 图表 10： 已有多款靶向 Lp (a) 创新药物进入临床 3 期..... | 8 |
| 图表 11： 鱼跃医疗目前正在销售的 CGM 产品 CT3..... | 9 |
| 图表 12： 部分中药上市公司股息率 | 12 |



关税环境变化，医药板块重点关注其国产替代机会和避险配置价值

本周国际关税预期波动，引发市场对医药板块受影响程度的关切。根据中国医药保健品进出口商会数据，2024年，我国医药产品进出口贸易额1993.76亿美元，同比增长2.13%，其中进口额914.12亿美元，同比下降2%，出口额1079.64亿美元，同比增长5.9%。

美国市场方面，进口150.57亿美元(-4.6%，其中进口中药2.02亿，西药63.33亿，医疗器械85.24亿)；出口额为190.47亿美元(+11.75%，出口中药8.7亿，西药64.25亿，医疗器械117.58亿)。

图表1：2024年我国在美国市场医保保健品进出口统计

| 品类 | 进出口 | | 出口 | | 进口 | |
|-------|-------------|---------|-------------|---------|-------------|---------|
| | 金额 (亿美元) | 同比 % | 金额 (亿美元) | 同比 % | 金额 (亿美元) | 同比 % |
| 合计 | 341.04 | 3.88 | 190.47 | 11.75 | 150.57 | -4.61 |
| 中药类 | 10.72 | 25.13 | 8.7 | 32.71 | 2.02 | 0.38 |
| 西药类 | 127.58 | 6.73 | 64.25 | 13.79 | 63.33 | 0.4 |
| 医疗器械类 | 202.82 | 1.29 | 117.58 | 9.42 | 85.24 | -8.12 |

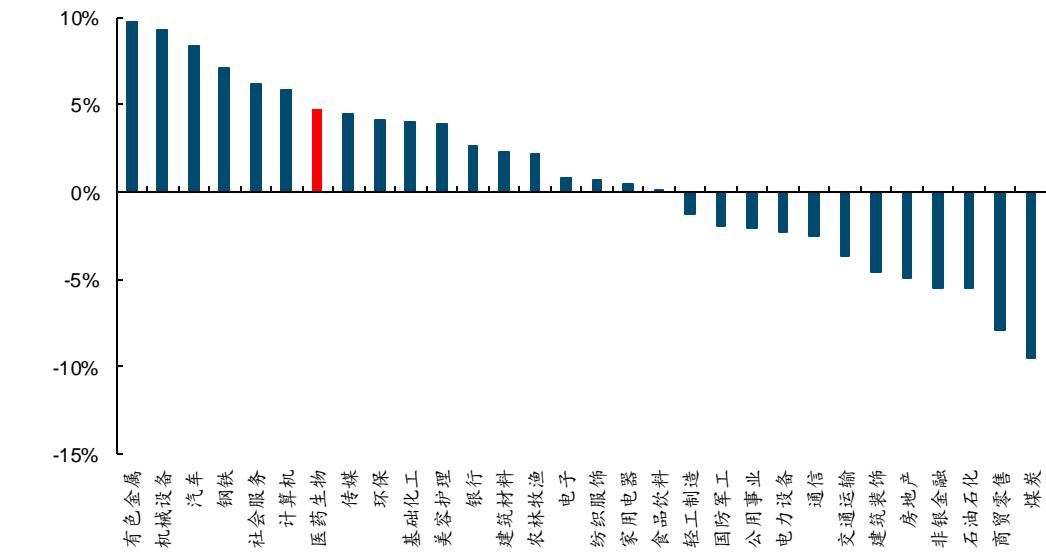
来源：中国医药保健品进出口商会，国金证券研究所

总的来看，我们认为医药板块整体具备较强的抗关税风险能力，建议重点关注国产替代机会（如血液制品、部分医疗设备和耗材、部分专利药创新药等），同时对于连锁药房、精麻药品、中药、医疗服务等内需色彩强烈、避险价值突出的板块同样应该予以重视。

在整体医药配置思路上，

- 创新药和部分仿创药继续是布局的重中之重，商保目录政策变化、集采/国谈预期落地，以及美国肿瘤会议（AACR 和 ASCO）数据公布都将继续带来后续股价催化机会，关键在于寻找个股预期差；
- 一季报后景气度反转和业绩改善也将带来连锁药房、器械、CXO、仿制药、中药、医疗服务等左侧板块的个股投资机会，建议积极把握。

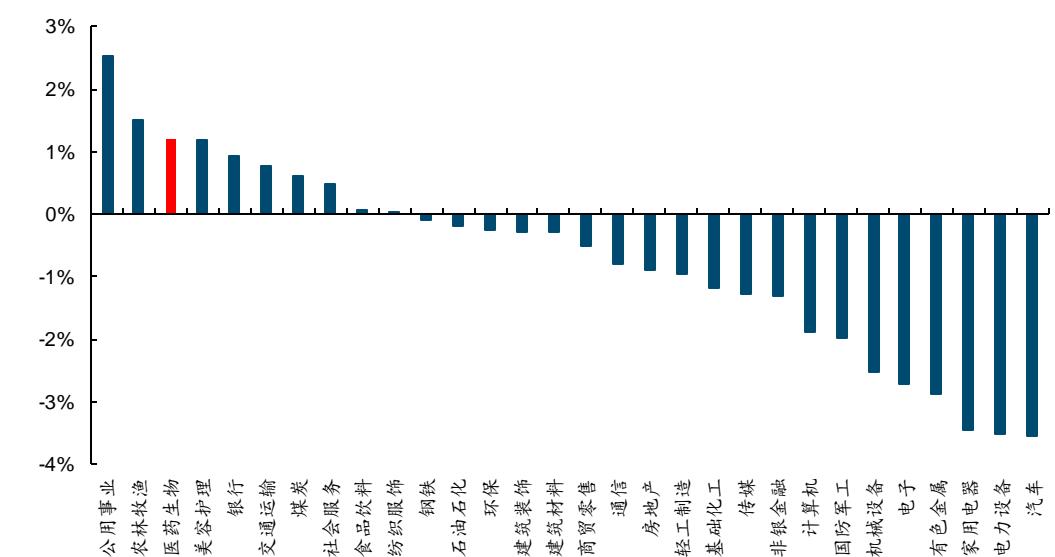
图表2：年初至今各申万一级行业表现 (%)



来源：ifind，国金证券研究所

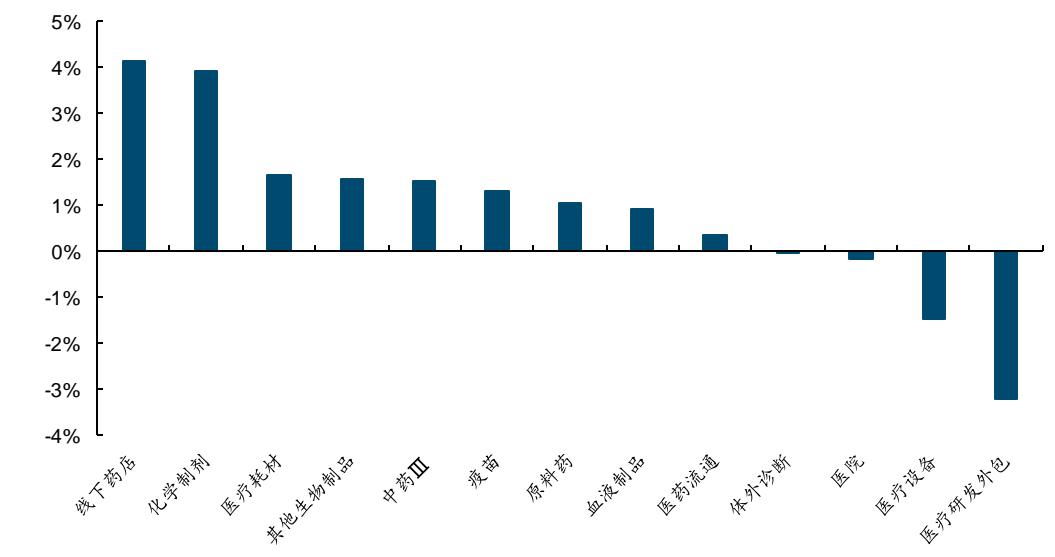


图表3: 3.31~4.03 各申万一级行业表现 (%)



来源: ifind, 国金证券研究所

图表4: 3.31~4.03 医药生物申万三级细分涨跌幅 (%)



来源: ifind, 国金证券研究所



图表5: 3.31~4.03 医药生物个股涨跌幅前十(%)



来源: ifind, 国金证券研究所

药品板块：IgA 肾病突破不断，大冢月制剂提交上市，诺华阿曲生坦获批

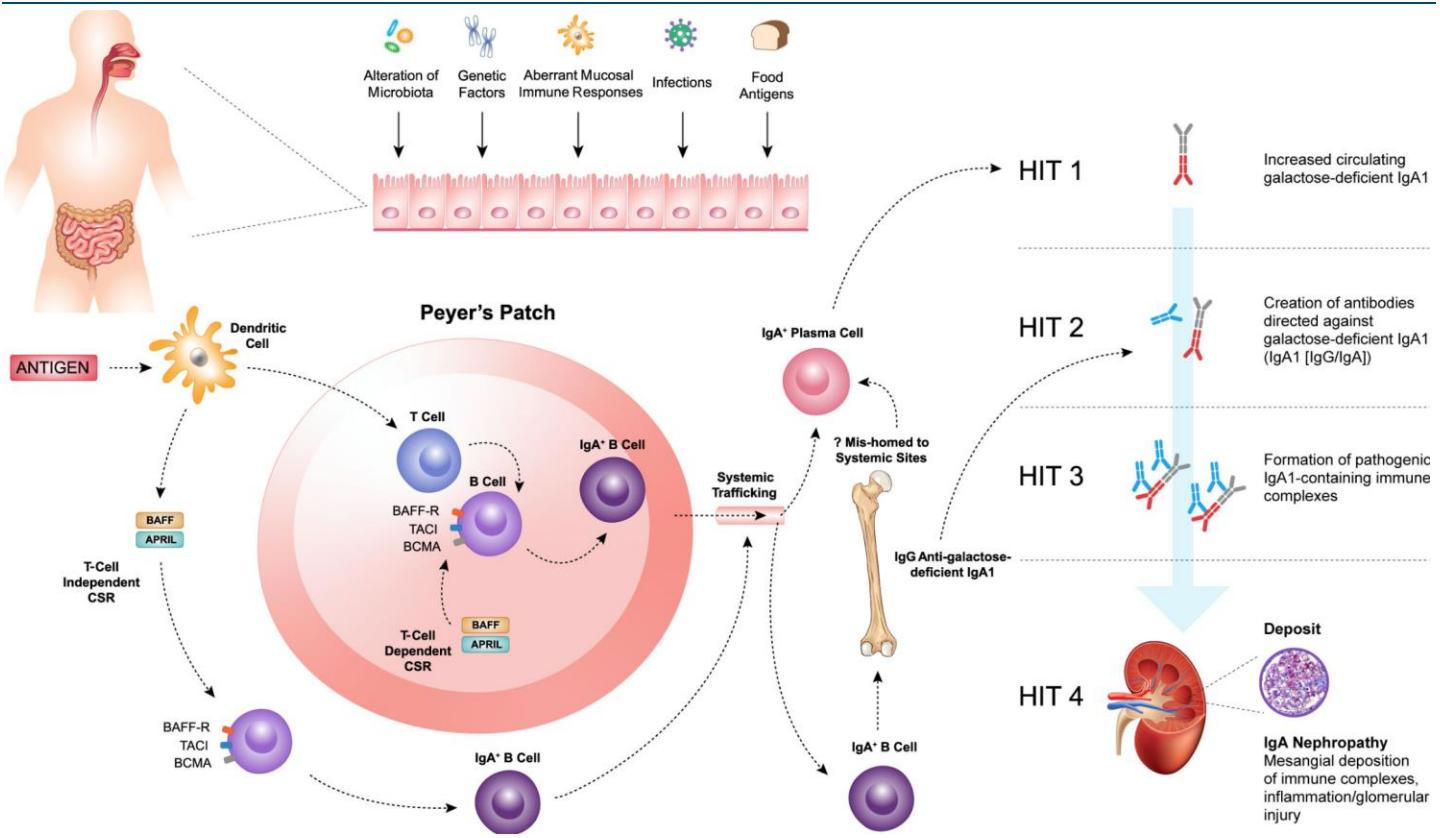
大冢制药首个月度给药的 IgA 肾病用药向 FDA 提交上市申请

2025 年 3 月 31 日，日本大冢制药在其官网发布，公司的 IgAN (免疫球蛋白 A 肾病) 新药 Sibeprenlimab 已经向 FDA (美国食药监局) 提交上市申请。这种单抗可以选择性抑制免疫球蛋白 A 肾病 (IgAN) 成人患者的 APRIL (A PR 增殖诱导配体) 活性。APRIL 在 IgAN 发病机制的 4 次打击过程中起关键作用，并且通过促进致病性 Gd-IgA1 的产生和免疫复合物的形成，是 IgAN 进展的重要启动和维持因素。Sibeprenlimab 采用一种单剂量预充式注射器，每四周皮下注射一次，可供患者自行给药或由护理人员给药，为患者提供便捷的居家选择。

- IgAN 是一种进行性自身免疫性慢性肾病，许多患者一生中都有发展为终末期肾病 (ESKD) 的高风险。2024 年，FDA 在公司 2 期 ENVISION 临床试验取得良好结果后，授予 Sibeprenlimab 突破性疗法认定。
- Sibeprenlimab 可选择性结合并抑制 APRIL 的活性，可能有助于降低免疫球蛋白 A (IgA) 和 Gd-IgA1 的水平。较低水平的 Gd-IgA1 为免疫复合物的形成提供了较少的底物，也可能导致自身抗体的产生减少。免疫复合物的产生减少应导致肾脏中的沉积减少，并减少蛋白尿和肾脏炎症。通过减少 Gd-IgA1 的产生，Sibeprenlimab 可能有助于减缓肾脏损伤和向 ESKD 的进展。通过抑制 APRIL，Sibeprenlimab 可能有助于解决导致肾单位损失的 IgA 肾病特异性驱动因素之一。
- 公司的 2 期 ENVISION 临床试验 (NCT04287985) 和 3 期 VISIONARY 临床试验 (NCT05248646) 都达到了其主要终点，证明与安慰剂相比，Sibeprenlimab 在治疗 9 个月后，在 24 小时 uPCR (尿蛋白与肌酸比率) 方面产生了具有统计学意义和临床意义的降低。在试验中，Sibeprenlimab 的安全性良好，与之前报告的数据一致。



图表6: BAFF 和 APRIL 在 IgA 肾病中的作用机制



来源: Frontiers in Nephrology, 国金证券研究所

诺华阿曲生坦获 FDA 批准上市, IgA 肾病再添新药

本周, 未有 1 类创新药获得国家药监局首次批准上市, 也无创新药被纳入优先评审和突破性疗法。

但在海外, 2025 年 4 月 2 日, 诺华宣布, 其阿曲生坦 (商品名: Vanrafia) 获 FDA 加速审评, 批准上市, 用于降低有疾病进展风险的原发性免疫球蛋白 A 肾病 (IgAN) 成人患者的蛋白尿。阿曲生坦是一种在研的强效选择性口服 ETA (内皮素 A) 受体拮抗剂, ETA 受体的激活会导致蛋白尿升高, 这与 IgAN 中的肾脏损伤、纤维化和肾功能丧失有关。2024 年 11 月, 阿曲生坦在中国申报上市, 用于降低有疾病进展风险的 IgAN 成人患者的蛋白尿, 此前该药还被纳入了优先审评, 有望在 2025 年获批。

- 2024 年 5 月, 诺华公布了阿曲生坦治疗 IgA 肾病患者的 III 期 (ALIGN 研究) 的预定中期分析结果, 与接受支持治疗 (最大耐受剂量和稳定剂量的肾素-血管紧张素系统 [RAS] 抑制剂) 的患者相比, 接受阿曲生坦治疗的患者在 36 周时蛋白尿 (以 24 小时尿蛋白与肌酐比率 [UPCR] 衡量) 减少了 36.1%。

目前, 随着对 IgA 肾病发病机制的研究深入, 多款创新药物问世。

- 布地奈德肠溶胶囊: 通过特殊肠溶胶囊设计, 在回肠末端靶向释放, 抑制肠道黏膜淋巴组织 (如派尔集合淋巴结) 中致病性 IgA (Gd-IgA1) 的产生, 从源头减少 IgA 免疫复合物沉积。2023 年 11 月, 布地奈德肠溶胶囊在中国获批上市, 并于 2024 年纳入医保目录
- Sparsentan (双受体拮抗剂) 是 IgA 肾病的全球首个非免疫抑制疗法, 其最大特点是同时阻断内皮素-1 和血管紧张素 II 通路。通过抑制 ETA 受体和 AT1 受体, Sparsentan 能够降低肾小球内压和炎症反应, 减少蛋白尿并延缓肾功能恶化。2023 年 2 月, Sparsentan 在美国上市, 但中国尚未获批。
- 伊普可泮是首款口服补体 B 因子抑制剂, 其最大特点是精准抑制替代补体途径的过度激活。通过靶向补体系统中的 B 因子, 伊普可泮能够阻断补体旁路途径的放大循环, 减少肾脏炎症和纤维化。伊普可泮的 IgA 肾病适应症处于 III 期临床阶段, 中国



尚未上市。

图表7: IgA 肾病创新疗法

| 药物 | 公司 | 最高开发阶 | 临床阶段 | 疗效 |
|------------|----------|-------|------|--|
| 布地奈德肠溶胶囊 | 云顶新耀 | 上市 | III期 | 9个月时尿蛋白与肌酐比 (UPCR) 较基线显著下降 37.6% |
| Sparsentan | TRAVERE | 上市 | III期 | 治疗 36 周后，尿蛋白水平平均减少 49.8% |
| Atrasentan | Novartis | 上市 | III期 | 36 周时蛋白尿减少了 36.1% |
| 伊普可泮 | Novartis | III期 | II期 | 200mg 剂量组治疗 3 个月后，尿蛋白肌酐比 (UPCR) 下降 23% |

来源：各公司官网，国金证券研究所

一方面，美国最新加征关税的产品并未包括医药，对于创新药及上游服务的出口没有影响；另一方面，中国创新药企在 2024 年的销售业绩与授权收入上都有靓丽表现，并将随着中国创新资产的日益成熟，还会有日益增多的授权交易发展。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。

生物制品：礼来 Lepodisiran2 期结果积极，关注脂蛋白(a)领域研发进展

3月30日，礼来宣布其小干扰 RNA (siRNA) 疗法 Lepodisiran 的 II 期 ALPACA 研究取得积极结果。该疗法旨在降低脂蛋白(a) (Lp(a)) 的生成，Lp(a) 是心血管疾病的遗传风险因素。

根据中国血脂管理指南（2023 年），Lp (a) 由 LDL 样颗粒和 Apo (a) 组成，两者以二硫键共价结合。Lp (a) 具有显著的多态性，源于 Apo (a) 肽链长度不一。Lp (a) 与 LDL 不同，不能由 VLDL 转化而来，也不能转化为其他脂蛋白，是一类独立的由肝脏合成的脂蛋白。

目前，绝大多数研究支持 Lp (a) 是 ASCVD (动脉粥样硬化性心血管疾病) 和钙化性主动脉瓣狭窄的独立危险因素。血清 Lp (a) 浓度主要与遗传有关，正常人群中 Lp (a) 水平呈明显偏态分布，且有地域和种族差异。通常以 300mg/L 为切点，高于此水平者 ASCVD 风险增加。Lp (a) 升高是冠心病、缺血性脑卒中、外周血管疾病、冠状动脉钙化及钙化性主动脉瓣狭窄等的独立危险因素。

图表8：中国 ASCVD 一级预防低危人群主要血脂指标的参考标准中包含 Lp (a)

| 分类 | TC | LDL-C | HDL-C | TG | 非 HDL-C | Lp(a) |
|------|-------------|-------------|-------|-------------|-------------|-------|
| 理想水平 | - | <2.6 | - | - | <3.4 | - |
| 合适水平 | <5.2 | <3.4 | - | <1.7 | <4.1 | <300 |
| 边缘升高 | ≥5.2 且 <6.2 | ≥3.4 且 <4.1 | - | ≥1.7 且 <2.3 | ≥4.1 且 <4.9 | - |
| 升高 | ≥6.2 | ≥4.1 | - | ≥2.3 | ≥4.9 | ≥300 |
| 降低 | - | - | <1.0 | - | - | - |

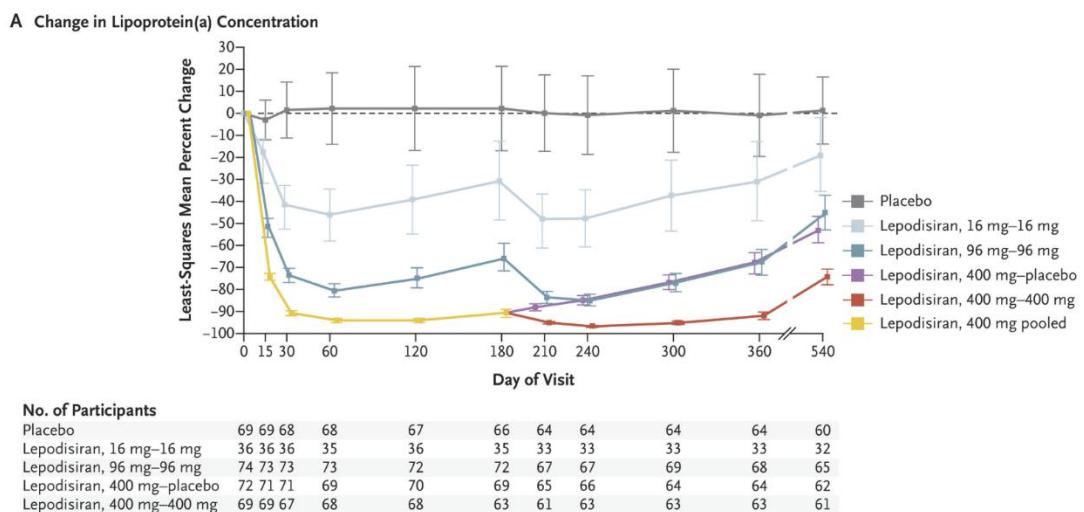
注：ASCVD 为动脉粥样硬化性心血管疾病，TC 为总胆固醇，LDL-C 为低密度脂蛋白胆固醇，HDL-C 为高密度脂蛋白胆固醇，TG 为甘油三酯，Lp(a) 为脂蛋白(a)。^a参考标准仅针对 ASCVD 一级预防低危人群。表中所列数值是干预前空腹 12 h 测定的血脂水平。-：无。Lp(a) 单位为 mg/L，余均为 mmol/L。

来源：中华医学会，国金证券研究所

ALPACA 研究是一项随机、双盲、安慰剂对照的 2 期临床试验，旨在评估 Lepodisiran 对成年 Lp(a) 升高患者的疗效和安全性。共有 320 名参与者随机接受安慰剂或三种剂量（16 毫克、96 毫克或 400 毫克）的 Lepodisiran。主要终点是经安慰剂调整后，从第 60 天到 180 天 Lp(a) 血清浓度的时间平均百分比变化。



图表9: Lepodisiran 400mg 剂量组使 Lp(a) 在治疗后 60-180 天期间平均降低 93.9%



来源: NEJM, 国金证券研究所

根据试验结果, Lepodisiran 在最高剂量 (400mg) 下, 使 Lp(a) 水平在治疗后 60 至 180 天期间平均降低 93.9%, 达到主要终点, 其中一些患者的降低时间持续 1.5 年。接受 Lepodisiran 16mg/96mg 剂量治疗的受试者, 同期 Lp(a) 水平分别降低 40.8% 和 75.2%。

Lepodisiran 还达到了额外的次要终点, 在近 18 个月的研究中评估的所有时间点上, 三种测试剂量中的每种剂量在一次或两次给药后, Lp(a) 水平均有所降低。在基线和 180 天接受 400mg Lepodisiran 的参与者在 30 天至 360 天期间的平均 Lp(a) 水平下降了 94.8%, 在 360 天 (约 1 年) 时仍比基线低 91.0%, 在 540 天 (约 1.5 年) 时比基线低 74.2%。

图表10: 已有多款靶向 Lp (a) 创新药物进入临床 3 期

| 药物名称 | 厂商 | 药物类型 | 临床阶段 |
|-------------|----------------------|-------|--------------------------------------|
| Lepodisiran | 礼来 | siRNA | 3期: 高血脂患者的心血管事件二级预防 2期: 高脂蛋白(a)血症 |
| Olpasiran | 安进 | siRNA | 3期: 高血脂患者的心血管事件二级预防 2期: 高脂蛋白(a)血症 |
| Pelacarsen | 诺华 | ASO | 3期: 高脂血症/高血脂患者的心血管事件二级预防 |
| 莫伐倍林 | 礼来 | 口服小分子 | 2期: 高脂蛋白(a)血症 |
| Zerlasiran | Silence Therapeutics | siRNA | 2期: 高脂血症 |
| HRS-5346 | 恒瑞医药 | 口服小分子 | 2期: 高脂蛋白(a)血症 1期: 血脂异常 |

来源: insight, 国金证券研究所

目前全球范围内已有多款靶向 Lp (a) 的创新药物进入临床 3 期阶段, 布局适应症主要为高血脂患者的心血管事件二级预防预计高脂蛋白 (a) 血症, 除 siRNA 路线外, 口服小分子临床进展值得重点关注。

Muvalaplin (莫伐倍林) 为礼来在研的一款靶向 Lp (a) 的小分子口服抑制剂, 2024 年 11 月根据礼来公布的 2 期临床数据, 在 12 周的主要终点, 与安慰剂相比, muvalaplin (10 毫克、60 毫克和 240 毫克) 显示出 Lp(a) 水平显著降低, 降低幅度分别为 47.6% (10 毫克)、81.7% (60 毫克) 和 85.8% (240 毫克)。

2025 年 3 月 25 日, 恒瑞医药宣布与默沙东就其脂蛋白 (a) 口服小分子项目 (包括名为 HRS-5346 的先导化合物) 达成独家许可协议。根据协议条款, 恒瑞医药将 HRS-5346 在大中华区以外的全球范围内开发、生产和商业化的独家权利有偿许可给默沙东。恒瑞医药将收取



2亿美元的首付款，并有资格获得不超过17.7亿美元的与特定的开发、监管和商业化相关的里程碑付款，以及如果相关产品获批上市，基于HRS-5346的净销售额的销售提成。

全球近四分之一的人口Lp(a)水平升高，目前还没有针对这一遗传风险因素的获批降胆固醇疗法，而饮食和运动等生活方式的改变也无法带来有意义的降低。领域内多款创新药物已经进入临床后期，建议持续关注研发进展。

医疗器械：政策支持高端医疗器械创新，领域龙头有望长期受益

药监局关于支持高端医疗器械创新发展举措公开征求意见

3月31日，国家药监局综合司公开征求《关于优化全生命周期监管 支持高端医疗器械创新发展的举措（征求意见稿）》意见，将完善审评审批机制，加强全生命周期监管，全力支持高端医疗器械重大创新，促进更多新技术、新材料、新工艺和新方法应用于医疗健康领域。

《意见稿》指出，医用机器人、高端医学影像设备、人工智能医疗器械和新型生物材料医疗器械等是塑造医疗器械新质生产力的关键领域，其中重点提到：

- 1) 优化特殊审批程序：文件中提到将支持国家层面高质量发展行动计划等产业政策中涉及的高端医疗器械加快上市。加强人工智能、生物材料“揭榜挂帅”产品的注册指导，配合相关部门出台基于脑机接口技术的医疗器械产品支持政策。创新医疗器械产品有望更快实现商业化落地。
- 2) 持续健全标准体系：文件中提到将进一步完善高端医疗器械标准体系。加快发布医用外骨骼机器人、放射性核素成像设备等相关标准。加快推进医用机器人、人工智能医疗器械、高端医学影像设备等领域的基础、通用标准和方法标准等制修订工作。根据产业发展和监管需求，通过快速程序推动高端医疗器械急需标准立项。标准体系的健全将促进行业朝着规范化发展，产品规模化领先的龙头企业有望获益。

预计药监局相关支持性政策落地有望推动高端影像设备、手术机器人、脑机接口、人工智能医疗、先进生物医学材料等领域快速发展，其中产品研发领先、资金实力较强、品牌认知度较高的细分领域龙头有望受益。

相关标的：迈瑞医疗、联影医疗、微创机器人、开立医疗、安图生物、翔宇医疗、正海生物等

鱼跃医疗新一代CT5系列CGM产品国内获批

4月3日，鱼跃医疗发布公告，子公司江苏鱼跃凯立特生物科技有限公司近日收到了国家药品监督管理局颁发的关于持续葡萄糖监测系统(CGM)的《医疗器械注册证》。

该产品可用于糖尿病成年患者(≥ 18 岁)的组织间液葡萄糖水平的连续或定期监测，产品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。如葡萄糖水平低于或高于预设值，该产品可发出提示。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16天。

图表11：鱼跃医疗目前正在销售的CGM产品CT3



来源：鱼跃医疗官网，国金证券研究所



本次获证的 CGM 产品，最长使用时间为 16 天、无需用户校准，产品为一体式设计，具备更高易用性与舒适性，将为用户带来更优质的使用体验，并进一步拓宽公司血糖监测类产品在院内、院外适用场景，将充分发挥相关产品在准确度、舒适性、便捷性以及智能化管理等方面的优势。

医疗服务：年报陆续发布，积极关注绩优龙头

个股年报陆续发布，经营情况稳健；供给侧多新品上市，有望接力成长

- **固生堂 24 年业绩发布，业绩高速增长，门店数量持续扩张**

2024 年 3 月 31 日，固生堂发布 24 年年度业绩公告。公司 2024 年实现收入 30.2 亿元（同比+30%），经调整净利润 4.0 亿元（同比+31%），归母净利润 3.07 亿元（同比+22%）。

线下收入高增，线上收入稳定。2023 年，公司线下医疗机构收入 27.4 亿元（同比+35%），线上医疗健康平台收入 2.82 亿元（同比-2%）。线下医疗机构收入高增，线上收入保持相对稳定。客户方面，2024 年公司就诊量 541.1 万人次（同比+26%），就诊次均消费 559 元（同比+3%），客户回头率 67.1%（同比+1.9pct），新客户 88.9 万人（同比+11%）。公司客户群稳定增长且客户回头率进一步提升，为业绩增长奠定基础。

- **时代天使新品上市有望填补市场空白**

4 月 2 日，时代天使宣布，创新的儿童专用防龋隐形矫治器将在全国合作口腔诊所全面上市。该产品通过材料技术创新，在矫正牙齿的同时为儿童提供全面而持久的防龋保护，填补了市场空白。

根据灼识咨询调研数据显示，2020 年至 2023 年，中国儿童隐形正畸案例数年复合增长率以终端价计算的市场规模年复合增长率均超过 60%。同时，与美国儿童青少年正畸治疗渗透率相比，中国这一数据仍处于较低水平，这预示着中国市场未来的广阔增长空间。市场需要更创新、更全面的儿童青少年早期矫治产品，也需要先进的服务理念与完善的医疗生态系统。

- **一脉阳光首批数据集上架上海数交所，高质量数据资源驱动 AI 与科研创新**

4 月 2 日，一脉阳光集团其控股子公司北京一脉阳光医学信息技术有限公司“CT 胸部病变标注数据”（以下简称“数据集”）（挂牌编号：1571967301-YL1IEJ5101）正式通过上海数据交易所合规审核并成功上架。产品上架后成功打通“数据生产及治理-算法和技术-场景赋能”的闭环。

2024 年国家数据局等 17 部门联合印发的《“数据要素 X”三年行动计划（2024—2026 年）》明确提出，在医疗健康等 12 个重点领域深化数据要素应用，释放数据乘数效应。一脉阳光此次的数据集上架，正是积极响应国家政策号召，通过高标准的数据治理与开放共享，推动医疗数据要素的高效流通与价值转化，为行业践行“数据要素 X 医疗健康”提供了创新范本。

- **长沙爱尔眼科医院顺利植入龙晶®PR 型晶体，国产晶体加速普及**

2025 年 3 月 31 日，长沙爱尔眼科医院成功实施“Loong Crystal 龙晶®PR 型有晶状体眼人工晶状体”植入手术。目前近视手术可大致分为晶体植入手术和角膜激光手术两大类，前者因其无须切削角膜、晶体必要时可取出、矫正度数广、术后减少干眼等特性，被越来越多的患者所接受和认可，此次龙晶®PR 型有晶状体眼人工晶体植入术的实施，为更多近视患者开辟了新路径。

龙晶®PR 晶体是一款用于矫正成年人近视度数的后房型有晶状体眼人工晶状体，具有“薄、大、精、稳”四大特征：

- 薄：采用 1.50 高折射率设计，人工晶体更纤薄，周边拱高更开阔，有助于减轻前房负担，为眼内提供更充足的空间。

- 大：直径 6.0 毫米大光学直径结合高次非球面零球差光学设计，有助于实现高品质视觉表现，更大程度地避免术后眩光和光晕。

- 精：尺寸设计和度数分阶更精细，10 种型号以 0.3 毫米为间隔，每 0.25D 递增，精细匹配不同人眼睫状沟形态，为临床提供更为个性化、精准化的选择。

- 稳：龙晶®PR 型晶体使用 Balacrylic™ 材料，力学稳定性更强，减少因拱高变化引起的屈光度数波动，在人眼内可维持长期的拱高稳定。



中药&药店：传统防御板块，关注基数进一步消化后的边际改善趋势

云南白药公布 2024 年年度报告，利润增长超预期，继续高比例分红

3月31日，云南白药发布2024年年度报告，2024年公司实现收入400.33亿元，同比+2.36%；归母净利润47.49亿元，同比+16.02%；扣非归母净利润45.23亿元，同比+20.18%。2024年公司累计分红约42.79亿元（含税），股利支付率为90.09%，连续3年股利支付率超过90%，股息率为4%。

药品事业部双位数增长，重点产品表现优异。公司药品事业群24年实现收入69.24亿元，同比+11.8%，单品销售过亿产品达10个。核心系列产品中，云南白药气雾剂销售收入突破21亿元，同比增长超26%。植物补益类产品，气血康口服液销售收入继续保持增长态势，同口径下同比增长约14%。

其他事业部表现相对平稳：健康品事业群24年实现收入65.26亿元，同比+1.6%，实现利润21.91亿元，同比+8.36%。中药资源事业群实现对外收入17.51亿元，同口径下同比增长约3.13%。省医药公司24年实现收入246.07亿元，同比+0.48%。

同仁堂 2024 年收入保持正增长，受限于原材料成本，利润端增长承压

4月3日，同仁堂发布2024年年度报告。2024年公司实现收入185.97亿元，同比+4.12%；归母净利润15.26亿元，同比-8.54%；扣非归母净利润14.82亿元，同比-10.55%。2024年公司加大分红力度，全年累计分红约13.71亿元（含税），股利支付率为89.86%。

公司医药工业前5名系列产品实现收入56.1亿元，同比+13.22%，但受原材料价格上涨影响，毛利率同比下降7.26pct。分领域来看，公司核心的心脑血管类产品实现收入51.5亿元，同比+17.36%，毛利率同比下降8.31pct；补益类产品实现收入21.3亿元，同比+22.98%；清热类产品实现收入7.3亿元，同比+19.27%；妇科类产品实现收入4.8亿元，同比+26.63%。未来仍建议继续关注天然牛黄等核心原材料价格走势，若有所回落，公司核心产品毛利率端有望迎来改善，进而在业绩端有所体现。

2024年公司继续加大门店建设，增加品牌影响力。同仁堂商业共设立零售门店1251家，2024年内新增门店数量250家，其中新设252家，闭店2家。公司零售总部地处华北地区核心地带，品牌及公司文化对周边地区影响力较强，2024年新增店铺97家，年底达到513家，数量在各地区分布中居于首位；华东地区新增药店63家，闭店1家，年底达到292家，数量位列第二；华南地区新增药店40家，年底达到173家，数量位列第三。

近期关税政策可能对市场有所影响，中药、药店板块受关税影响小，且一季报即将消化高基数因素，后续有望迎来更平稳增长，传统防御属性突出。

中药板块继续关注业绩增长稳健、股息率较高或逐渐向好的公司，相关公司如东阿阿胶、云南白药、江中药业、羚锐制药、济川药业等；或在国家促进消费的政策下，品牌力强、具备自主定价权的公司，如片仔癀、同仁堂等；另外，也建议关注经营趋势向好、集采影响逐步消化的公司，相关公司如华润三九、昆药集团、天士力、方盛制药等。

药店板块，消化24年政策端影响后，行业更加规范，经营秩序逐步回归正常。25年开年以来，头部公司同店端表现回暖，经营趋势环比改善。展望全年来看，一方面是头部公司同店有望在低基数下保持平稳增长，且继续降本增效，叠加24年闭店动作在25年减亏效果的体现，全年业绩增长确定性较高；另一方面，行业出清速度加快，龙头市占率有望进一步提升，竞争格局优化下，为未来稳健增长做铺垫。相关公司：益丰药房、大参林、老百姓、一心堂、健之佳等。



图表12：部分中药上市公司股息率

| 排名 | 公司 | 2024年股息率 | 排名 | 公司 | 2023年股息率 | 排名 | 公司 | 2022年股息率 | 排名 | 公司 | 2021年股息率 |
|----|------|----------|----|------|----------|----|------|----------|----|------|----------|
| 1 | 江中药业 | 5.3% | 1 | 江中药业 | 6.2% | 1 | 江中药业 | 8.0% | 1 | 振东制药 | 34.2% |
| 2 | 达仁堂 | 4.2% | 2 | 葵花药业 | 5.8% | 2 | 桂林三金 | 6.1% | 2 | 江中药业 | 6.0% |
| 3 | 云南白药 | 4.0% | 3 | 羚锐制药 | 4.7% | 3 | 汉森制药 | 4.9% | 3 | 桂林三金 | 5.3% |
| 4 | zI药业 | 3.9% | 4 | 云南白药 | 4.2% | 4 | 羚锐制药 | 4.6% | 4 | 千金药业 | 4.8% |
| 5 | 东阿阿胶 | 3.9% | 5 | zI药业 | 4.2% | 5 | 步长制药 | 4.6% | 5 | 大唐药业 | 4.4% |
| 6 | 九芝堂 | 3.8% | 6 | 桂林三金 | 4.1% | 6 | 九芝堂 | 4.5% | 6 | 葵花药业 | 4.3% |
| 7 | 天士力 | 3.7% | 7 | 济川药业 | 4.1% | 7 | 方盛制药 | 4.4% | 7 | 特一药业 | 3.8% |
| 8 | 华润三九 | 3.0% | 8 | 沃华医药 | 4.1% | 8 | 葵花药业 | 4.3% | 8 | 九芝堂 | 3.7% |
| 9 | 白云山 | 2.8% | 9 | 吉林敖东 | 4.0% | 9 | 恩威医药 | 4.0% | 9 | 沃华医药 | 3.5% |
| 10 | 同仁堂 | 2.5% | 10 | 康恩贝 | 4.0% | 10 | 达仁堂 | 3.8% | 10 | 康恩贝 | 3.2% |
| 11 | 马应龙 | 2.4% | 11 | 九芝堂 | 4.0% | 11 | 千金药业 | 3.6% | 11 | 羚锐制药 | 3.2% |
| 12 | 健民集团 | 2.2% | 12 | 达仁堂 | 3.8% | 12 | 济川药业 | 3.2% | 12 | 新光药业 | 3.0% |
| 13 | 昆药集团 | 1.9% | 13 | 东阿阿胶 | 3.6% | 13 | 仁和药业 | 3.2% | 13 | 华润三九 | 2.5% |
| 14 | 桂林三金 | 1.7% | 14 | 千金药业 | 3.2% | 14 | 新光药业 | 3.2% | 14 | 昆药集团 | 2.4% |
| 15 | 吉林敖东 | 1.2% | 15 | 仁和药业 | 3.0% | 15 | 康恩贝 | 3.2% | 15 | 济川药业 | 2.4% |

来源：ifind，国金证券研究所，注：2024年部分上市公司仍未公布年报，桂林三金、吉林敖东股息率数据只统计了其年中分红，最终股息率仍需等待其年报结果。

投资建议

在整体医药配置思路上，创新药和部分仿创药继续是布局的重中之重，商保目录政策变化、集采/国谈预期落地，以及美国肿瘤会议（AACR 和 ASCO）数据公布都将继续带来后续股价催化机会，关键在于寻找个股预期差。一季报后景气度反转和业绩改善也将带来连锁药房、器械、CXO、仿制药、中药、医疗服务等左侧板块的个股投资机会，建议积极把握。

- 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、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。



扫码获取更多服务

行业周报

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形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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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**