

## 强于大市

## 医药行业 24 年年报及 25 年一季报综述

医药板块上市公司 24 年年报及 25 年一季报已经披露完毕，我们选取申万医药行业分类（2021）作为统计板块，截至 2025 年 4 月 30 日，近 3 年申万医药行业成分股数量分别为 488、497、499 个。我们采用整体法对板块的营业收入、归母净利润、销售费用率等指标进行统计。整体看，虽然 24 年及 25 年一季度行业仍然承压，但行业研发费用依然持续增加，且集采、反腐对不少细分子板块如耗材、制药等影响已经逐步弱化，板块收入和利润均逐步回暖，后续随着创新产品的不断落地，我们看好医药行业的长期发展，维持强于大市评级。

## 支撑评级的要点

- **集采、反腐对行业影响仍然存在。**从营收情况来看，2024 年申万医药板块整体营业收入为 2.47 万亿元，同比减少 1.53%；整体实现归母净利润（扣非）为 1228.35 亿元，同比减少 8.07%；25 年一季度，医药板块整体实现收入 6037.04 亿元，同比减少 6.14%，归母净利润（扣非）为 428.23 亿元，同比减少 15.66%。24 年及 25 年一季度医药板块仍然存在一定压力，我们判断医药板块整体仍然受到集采和反腐的影响。23 年国家医保局组织了第八批和第九批药品集采，覆盖 80 个品种；医疗耗材集采方面包括人工晶体、运动医学等相关产品，集采的价格下降在 24 年逐步体现，使板块承压。反腐方面，虽然 24 年 4 月，卫健委等部门对反腐逐步开始纠偏，但我们判断医疗反腐事件仍然对医药的治疗习惯产生一定影响，或导致医生对一些高价值/高价产品的使用较为谨慎。
- **部分细分子板块医疗耗材、CXO、制药板块有望率先走出影响。**虽然行业整体承压，但从 2025 年一季报看，部分细分板块已逐步回暖，如医疗耗材、CXO、医疗服务等。医疗耗材板块 24 年实现营收 880.76 亿元，同比增长 12.73%；扣非归母净利润为 86.63 亿元，同比增长 33.77%；25 年 Q1 实现营收 214.58 亿元，同比增长 5.41%。扣非归母净利润为 26.35 亿元，同比增长 1.93%；我们认为，医疗耗材板块已经逐步走出集采影响，冠脉支架、关节类、脊柱类、运动医学和人工晶体集采均已经展开集采，甚至已经进行了二次续标，且从续标结果上来看，相关产品的续标价格基本已经稳定，从 24 年年报及 25 年一季报的情况来看，也再次印证集采对板块的影响已经逐步出清，后续随着医疗创新耗材产品的逐步上市，耗材领域有望持续向好，除此之外，CXO、制药板块也有望逐步向好。
- **研发费用不断提高，关注创新领域变化。**行业研发费用不断增长，整体看，医药板块 2024 年行业研发费用总计 1383.29 亿元，较 23 年同比提高 1.25%；其中产品类公司研发费用提高较大，化学制药板块合计研发投入 686.60 亿元，同比增长 28.29%；医疗耗材板块合计研发投入 63.11 亿元，同比增长 8.87%。销售费用率方面，24 年行业整体销售费用率为 13.33%，较 23 年下降 0.48 个百分点。与研发费用对应，我国创新药行业进入快速发展阶段，一方面，国家持续支持创新药发展，创新药纳入国家谈判后，相关产品有望快速放量；另一方面，我国创新药在一些新技术如 ADC、双抗等领域优势突出，出海、BD 进展不断，我们看好创新药领域的发展机会。

## 投资建议

- 根据 24 年年报及 25 年一季报，我们依旧建议关注三条主线，1、具备稳健增长的领域。医疗器械和药品是最先经历集采的板块，不少品种的影响已经逐步出清，尤其是医疗耗材领域，24 年年报及 25 年一季报已经逐步印证，我们认为行业的成长性伴随新产品的上市有望持续，继续重点关注。器械领域建议关注骨科：三友医疗、康为世纪、大博医疗、爱康医疗、威高骨科；眼科：爱博医疗；心脑血管：惠泰医疗、心脉医疗、乐普医疗；药品领域建议关注：恒瑞医药、信立泰、京新药业、仙琚制药、康辰药业等标的。
- 2、25 年，CXO 板块和医疗设备板块，随着国内投融资以及财政政策的向好，后续有望逐步迎来反转，建议关注 CXO：阳光诺和、益诺思、昭衍新药、美迪西等标的；设备板块建议关注：联影医疗、迈瑞医疗、开立医疗等标的。
- 3、创新领域伴随 24 年国家谈判的逐步落地，建议关注进入兑现或者放量阶段相关标的，以及未来具备出海能力的企业，如：信达生物、康方生物、科伦博泰、百利天恒、贝达药业、迈威生物、诺诚健华等标的。
- 其他方面，我们建议关注中药：同仁堂、昆药集团、天士力、马应龙等；原料药：华海药业、司太立、普洛药业等；医疗服务：爱尔眼科、通策医疗、海吉亚医疗、三星医疗等；疫苗：百克生物、智飞生物、康希诺等；零售药店：健之佳、大参林、益丰药房等。

## 评级面临的主要风险

- 集采政策实施力度超预期的风险。企业研发不及预期风险。产品销售不及预期风险。

## 相关研究报告

《CXO 行业点评》20250321

《医药生物行业周报》20250310

《医药生物行业周报》20250304

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

证券分析师：刘恩阳

enyang.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523090004

医药板块上市公司 24 年年报及 25 年一季报已经披露完毕，我们选取申万医药行业分类（2021）作为统计板块，截至 2025 年 4 月 30 日，近 3 年申万医药行业成分股数量分别为 488、497、499 个。我们采用整体法对板块的营业收入、归母净利润、销售费用率等指标进行统计。

整体看，24 年行业受到集采、医疗行业反腐的影响，板块相对承压，行业收入端和利润端均受到一定影响。

但值得关注的是，25 年一季报，部分医药行业子行业出现回暖，如医疗耗材、CXO、医疗服务（医院）板块，行业收入及利润行业均回归正增长。制药板块 24 年全年收入及利润也已回归正增长，但 25 年一季度仍存在压力，我们判断主要与药企的 BD 节奏相关。我们认为集采、反腐对行业的压制正在减弱，尤其是在药品和器械耗材领域，24 年制药和耗材板块的研发费用不断增加，新产品不断上市，且 24 年创新药谈判，不少国产创新药均纳入医保，随着新产品进院、准入的逐步推进，制药板块的成长性有望逐步体现。

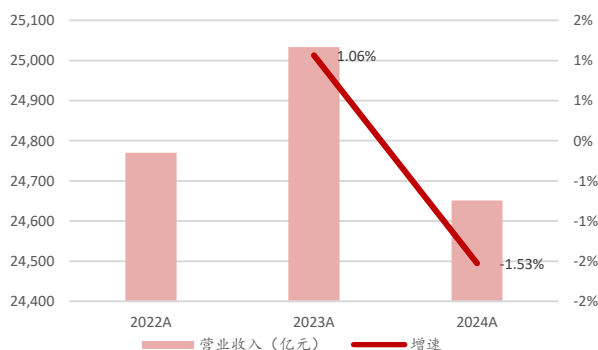
24 年行业诊疗水平也进一步增加，根据 24 年医保局数据，我国“2024 年享受门诊待遇总人次 66.89 亿人次，同比增长 37.44%，其中职工享受门诊待遇总人次 35.29 亿人次，同比增长 43.82%，居民享受门诊待遇总人次 31.60 亿人次，同比增长 30.95%”，就诊人数正在逐步增长，我们看好医药行业的长期发展，维持强大于市评级。

## 一、板块整体仍然承压，细分子板块有望率先恢复

从营收情况来看，2024 年申万医药板块整体营业收入为 2.47 万亿元，同比减少 1.53%，整体实现归母净利润（扣非）为 1228.35 亿元，同比减少 8.07%；

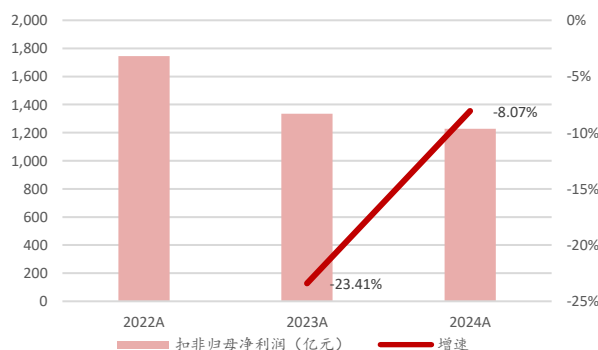
25 年一季度，医药板块整体实现收入 6037.04 亿元，同比减少 6.14%，归母净利润（扣非）为 428.23 亿元，同比减少 15.66%。

图表 1.2022-2024 年申万医药板块营业收入情况及增速



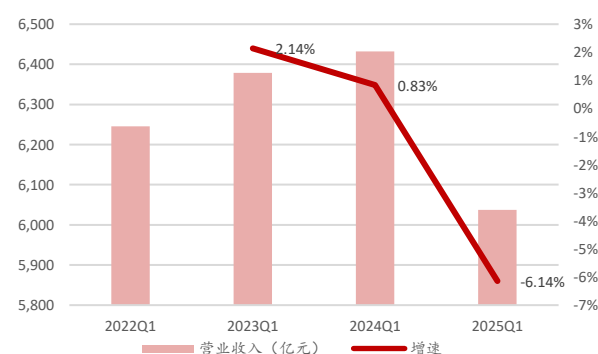
资料来源：Wind，中银证券

图表 2.2022-2024 年申万医药板块扣非归母净利润情况及增速



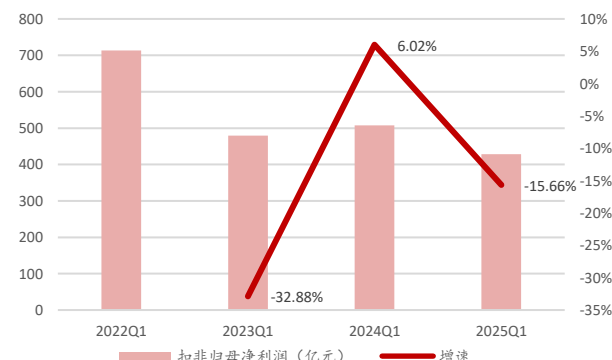
资料来源：Wind，中银证券

图表 3.2022-2025 年申万医药板块 Q1 营业收入情况及增速



资料来源：Wind，中银证券

图表 4.2022-2025 年医药板块 Q1 扣非归母净利润情况及增速



资料来源：Wind，中银证券

从整体情况上看，24 年及 25 年一季度医药板块仍然存在一定压力，我们判断医药板块整体仍然受到集采和反腐的影响。23 年国家医保局组织了第八批和第九批药品集采，覆盖 80 个品种；医疗耗材集采方面包括人工晶体、运动医学等相关产品，集采的价格下降在 24 年逐步体现，使板块承压。

反腐方面，虽然 24 年 4 月，卫健委等部门对反腐逐步开始纠偏，提出反腐主要针对关键少数、重点领域，但我们判断医疗反腐事件仍然对医药的治疗习惯产生一定影响，或导致医生对一些高价值/高价产品的使用较为谨慎。但整体来看，我们认为，反腐的影响已经逐渐在弱化，根据 24 年医保局公布的《2024 年医疗保障事业发展统计快报》数据：“2024 年享受门诊待遇总人次 66.89 亿人次，同比增长 37.44%，其中职工享受门诊待遇总人次 35.29 亿人次，同比增长 43.82%，居民享受门诊待遇总人次 31.60 亿人次，同比增长 30.95%”，就诊人数正在逐步增长，虽然就诊人数不能完全代表医疗手术量，但也侧面体现出反腐对行业的影响在逐步消退。

### 化学制剂板块仍处于恢复阶段，关注创新药 BD 进展

分板块来看，化学制剂板块整体 24 年实现营收 5445.03 亿元，同比增长 3.75%；扣非归母净利润为 289.61 亿元，同比增长 14.06%；25 年 Q1 实现营收 1262.91 亿元，同比减少 11.26%。扣非归母净利润为 113.12 亿元，同比减少 35.87%。

其中制药板块 24 年实现营收 4479.63 亿元，同比增长 7.69%；扣非归母净利润为 229.33 亿元，同比增长 25.63%；25 年 Q1 实现营收 1022.43 亿元，同比减少 9.72%。扣非归母净利润为 88.56 亿元，同比减少 40.18%。

24 年化学制剂板块收入及利润均正增长，我们预计主要与化学制药相关公司 BD 相关，如恒瑞医药、百利天恒等公司 24 年均有创新药海外 BD，这对相关公司的收入和利润均产生贡献。目前，中国创新药行业快速发展，在 ADC、多抗等领域数据优异，在此背景下，我们认为中国创新药通过 BD 形式的出海有望持续，25 年化学制药板块收入及利润情况有望持续好转。

原料药方面，24 年原料药板块实现营业收入 965.39 亿元，同比减少 11.33%，扣非归母净利润为 60.28 亿元，同比减少 15.55%；25 年一季度，原料药板块实现营业收入 240.48 亿元，同比减少 17.25%，扣非归母净利润为 24.56 亿元，同比减少 13.33%。

图表 5.化学制剂板块近年来营业收入情况

产品种类	2022A	2023A	2024A	2022Q1	2023Q1	2024Q1	2025Q1
化学制剂板块营业收入（亿元）	5,301.51	5,248.42	5,445.03	1,293.50	1,391.43	1,423.08	1,262.91
同比增速(%)		(1.00)	3.75		7.57	2.27	(11.26)
制药板块营业收入（亿元）	4,144.35	4,159.70	4,479.63	1,018.22	1,085.26	1,132.49	1,022.43
同比增速(%)		0.37	7.69		6.58	4.35	(9.72)
原料药板块营业收入（亿元）	1,157.16	1,088.71	965.39	275.28	306.17	290.60	240.48
同比增速(%)		(5.92)	(11.33)		11.22	(5.09)	(17.25)

资料来源：wind，中银证券

图表 6.化学制剂板块近年来扣非归母净利润情况

产品种类	2022A	2023A	2024A	2022Q1	2023Q1	2024Q1	2025Q1
化学制剂板块扣非归母净利润（亿元）	301.67	253.92	289.61	113.56	112.81	176.39	113.12
同比增速(%)		(15.83)	14.06		(0.66)	56.37	(35.87)
制药板块扣非归母净利润（亿元）	179.68	182.54	229.33	80.01	81.85	148.05	88.56
同比增速(%)		1.59	25.63		2.29	80.89	(40.18)
原料药板块扣非归母净利润（亿元）	121.99	71.38	60.28	33.54	30.96	28.34	24.56
同比增速(%)		(41.49)	(15.55)		(7.71)	(8.46)	(13.33)

资料来源：wind，中银证券

### 高值耗材板块率先恢复，设备端关注进口替代情况

医疗器械方面，板块整体 24 年实现营收 2405.36 亿元，同比增长 2.49%；扣非归母净利润为 289.24 亿元，同比减少 6.89%；25 年 Q1 实现营收 564.47 亿元，同比减少 3.07%。扣非归母净利润为 81.60 亿元，同比减少 14.28%。



其中设备板块 24 年实现营收 1098.11 亿元，同比减少 1.45%；扣非归母净利润为 159.62 亿元，同比减少 19.01%；25 年 Q1 实现营收 255.53 亿元，同比减少 4.48%。扣非归母净利润为 41.93 亿元，同比减少 12.86%；我们判断，24 年设备板块受反腐影响，导致医院的设备采购量在 24 年下滑，但我们认为，医疗设备的更新需求较刚性，后续随着反腐的结束，设备采购有望逐步恢复。另一方面，随着近期中美关税博弈的展开，一些外资占比高的领域如核磁，CT 等大型设备，有望加快进口替代的速度。

医疗耗材板块 24 年实现营收 880.76 亿元，同比增长 12.73%；扣非归母净利润为 86.63 亿元，同比增长 33.77%；25 年 Q1 实现营收 214.58 亿元，同比增长 5.41%。扣非归母净利润为 26.35 亿元，同比增长 1.93%。

我们认为，医疗耗材板块已经逐步走出集采影响，冠脉支架、关节类、脊柱类、运动医学和人工晶体集采均已经展开集采，甚至已经进行了二次续标，从续标结果上来看，相关产品的续标价格基本已经稳定，从 24 年年报及 25 年一季报的情况来看，也再次印证集采对板块的影响已经逐步出清，后续随着医疗创新耗材产品的逐步上市，耗材领域有望持续向好。

IVD 板块 24 年实现营收 426.49 亿元，同比减少 5.51%；扣非归母净利润为 42.99 亿元，同比减少 11.90%；25 年 Q1 实现营收 94.36 亿元，同比减少 15.19%。扣非归母净利润为 13.33 亿元，同比减少 37.22%；IVD 板块受到 DRGs，集采等方面影响，行业整体承压，静待后续恢复。

图表 7. 医疗器械板块近年来营业收入情况

产品种类	2022A	2023A	2024A	2022Q1	2023Q1	2024Q1	2025Q1
医疗器械板块营业收入（亿元）	3,104.60	2,346.96	2,405.36	1,012.52	571.52	582.34	564.47
同比增速(%)		(24.40)	2.49		(43.55)	1.89	(3.07)
设备板块营业收入（亿元）	985.71	1,114.28	1,098.11	398.72	265.52	267.52	255.53
同比增速(%)		13.04	(1.45)		(33.41)	0.75	(4.48)
医疗耗材板块营业收入（亿元）	747.31	781.32	880.76	180.24	180.41	203.57	214.58
同比增速(%)		4.55	12.73		0.10	12.84	5.41
IVD 板块营业收入（亿元）	1,371.58	451.36	426.49	433.56	125.59	111.26	94.36
同比增速(%)		(67.09)	(5.51)		(71.03)	(11.41)	(15.19)

资料来源：wind，中银证券

图表 8. 医疗器械板块近年来扣非归母净利润情况

产品种类	2022A	2023A	2024A	2022Q1	2023Q1	2024Q1	2025Q1
医疗器械板块扣非归母净利润（亿元）	725.57	310.63	289.24	373.37	94.52	95.19	81.60
同比增速(%)		(57.19)	(6.89)		(74.68)	0.70	(14.28)
设备板块扣非归母净利润（亿元）	166.86	197.07	159.62	177.24	51.70	48.12	41.93
同比增速(%)		18.11	(19.01)		(70.83)	(6.93)	(12.86)
医疗耗材板块扣非归母净利润（亿元）	87.38	64.76	86.63	26.40	21.61	25.85	26.35
同比增速(%)		(25.89)	33.77		(18.14)	19.58	1.93
IVD 板块扣非归母净利润（亿元）	471.33	48.80	42.99	169.73	21.21	21.23	13.33
同比增速(%)		(89.65)	(11.90)		(87.50)	0.08	(37.22)

资料来源：wind，中银证券

## CXO 板块一季度恢复正增长，伴随投融资恢复行业增长有望持续

CXO 板块方面，板块整体 24 年实现营收 910.94 亿元，同比减少 4.03%；扣非归母净利润为 131.69 亿元，同比减少 22.76%；25 年 Q1 实现营收 225.58 亿元，同比增长 12.05%。扣非归母净利润为 34.32 亿元，同比增长 17.84%。

CXO 板块一季度重回正增长，拆分来看，海外业务、CDMO 业务占比高的企业如药明康德、康龙化成等公司率先恢复，一季度收入和利润均同比正增长，我们判断主要与国外投融资率先恢复相关。而国内临床业务占比高的企业仍然存在一定压力，但值得关注的是，国内对创新药的支持政策一直在推进，2024 年 7 月，国务院常务会议审议通过了《全链条支持创新药发展实施方案》，政策端进一步对创新药领域进行支持，我们认为随着创新政策的逐步落地，国内投融资也有望逐步恢复，关注相关企业后续业绩变化。

图表 9.CXO 板块近年来营业收入情况

产品种类	2022A	2023A	2024A	2022Q1	2023Q1	2024Q1	2025Q1
CXO 板块营业收入（亿元）	893.72	949.20	910.94	197.54	209.23	201.31	225.58
同比增速(%)		6.21	(4.03)		5.92	(3.78)	12.05

资料来源: wind, 中银证券

图表 10. CXO 板块近年来扣非归母净利润情况

产品种类	2022A	2023A	2024A	2022Q1	2023Q1	2024Q1	2025Q1
CXO 板块扣非归母净利润（亿元）	184.74	170.49	131.69	39.86	40.28	29.12	34.32
同比增速(%)		(7.71)	(22.76)		1.04	(27.70)	17.84

资料来源: wind, 中银证券

### 25 年 Q1 药店板块利润下降幅度收窄，有望逐步复苏

医药流通板块整体 24 年实现营收 9017.44 亿元，同比增长 0.27%；扣非归母净利润为 107.19 亿元，同比减少 9.28%；25 年 Q1 实现营收 2298.15 亿元，同比减少 1.03%。扣非归母净利润为 34.66 亿元，同比减少 13.83%。

药店板块整体 24 年实现营收 1162.17 亿元，同比增长 4.86%；扣非归母净利润为 31.91 亿元，同比减少 32.42%；25 年 Q1 实现营收 296.11 亿元，同比减少 0.24%。扣非归母净利润为 14.12 亿元，同比减少 3.45%。

药店板块近两年业绩承压，一方面受到消费等因素影响，导致高毛利的消费类产品销售量下降；另一方面，药品比价对药店板块也产生一定冲击。但从 25 年一季度业绩上来看，药店板块 25 年一季度利润端的下降幅度正逐步收窄，虽然 24 年一季度流感等因素影响较大，24 年一季度药店板块业绩基数较高，但龙头公司如大参林、益丰药房，25 年一季度仍保持收入和利润正增长，这也进一步体现药店板块的韧性。除此之外，由于行业药店盈利能力下降，我们推测各龙头药店的自建新店的速度有望逐步放缓，这有望使药店板块报表的费用端逐渐好转，药店板块业绩有望逐步回暖。

图表 11.医疗商业板块近年来营业收入情况

产品种类	2022A	2023A	2024A	2022Q1	2023Q1	2024Q1	2025Q1
流通板块营业收入（亿元）	8,452.30	8,993.52	9,017.44	2,124.46	2,331.78	2,321.96	2,298.15
同比增速(%)		6.40	0.27		9.76	(0.42)	(1.03)
药店板块营业收入（亿元）	967.35	1,108.26	1,162.17	203.90	266.33	296.81	296.11
同比增速(%)		14.57	4.86		30.62	11.44	(0.24)

资料来源: wind, 中银证券

图表 12.医疗商业板块近年来扣非归母净利润情况

产品种类	2022A	2023A	2024A	2022Q1	2023Q1	2024Q1	2025Q1
流通板块扣非归母净利润（亿元）	109.54	118.16	107.19	38.53	39.21	40.22	34.66
同比增速(%)		7.87	(9.28)		1.76	2.58	(13.83)
药店板块扣非归母净利润（亿元）	46.86	47.22	31.91	11.36	15.13	14.62	14.12
同比增速(%)		0.77	(32.42)		33.11	(3.34)	(3.45)

资料来源: wind, 中银证券

### 中药板块相对稳定

中药板块方面，板块整体 24 年实现营收 3540.13 亿元，同比减少 4.84%；扣非归母净利润为 239.86 亿元，同比减少 17.40%；25 年 Q1 实现营收 929.74 亿元，同比减少 8.15%。扣非归母净利润为 113.98 亿元，同比下降 5.25%，行业整体相对稳定。

图表 13. 中药板块近年来营业收入情况

产品种类	2022A	2023A	2024A	2022Q1	2023Q1	2024Q1	2025Q1
中药板块营业收入（亿元）	3,496.11	3,720.08	3,540.13	881.77	1,016.81	1,012.28	929.74
同比增速(%)		6.41	(4.84)		15.31	(0.45)	(8.15)

资料来源: wind, 中银证券

图表 14. 中药板块近年来扣非归母净利润情况

产品种类	2022A	2023A	2024A	2022Q1	2023Q1	2024Q1	2025Q1
中药板块扣非归母净利润（亿元）	228.62	290.39	239.86	96.18	129.95	120.30	113.98
同比增速(%)		27.02	(17.40)		35.10	(7.43)	(5.25)

资料来源: wind, 中银证券

## 医疗服务逐步回暖，长期空间仍值得关注

医疗服务板块逐步回暖，板块整体 24 年实现营收 590.64 亿元，同比增加 1.02%；扣非归母净利润为 32.61 亿元，同比减少 29.69%；25 年 Q1 实现营收 143.85 亿元，同比增长 4.93%。扣非归母净利润为 11.01 亿元，同比增长 24.84%，行业整体回暖。

目前，公立医院仍然在我国医疗体系中占主导地位，但随着中国民众对于医疗服务需求不断增长，公立医院的医疗卫生资源面临有限性的挑战，尤其是优质医疗资源相对集中，难以满足日益增长的多样化和可及性需求。在此背景下，随着我国医药卫生体制改革的不断深化，医疗领域引入社会资本有利于增加医疗服务领域供给。从长远视角来看，医院板块仍然具有长期的增长逻辑。

图表 15. 医疗服务（医院）板块近年来营业收入情况

产品种类	2022A	2023A	2024A	2022Q1	2023Q1	2024Q1	2025Q1
医疗服务（医院）板块营业收入（亿元）	452.85	584.66	590.64	88.10	131.67	137.10	143.85
同比增速(%)		29.11	1.02		49.46	4.12	4.93

资料来源: wind, 中银证券

图表 16. 医疗服务（医院）板块近年来扣非归母净利润情况

产品种类	2022A	2023A	2024A	2022Q1	2023Q1	2024Q1	2025Q1
医疗服务（医院）板块扣非归母净利润（亿元）	0.82	46.37	32.61	(2.20)	8.70	8.82	11.01
同比增速(%)		5,583.49	(29.69)		(496.09)	1.32	24.84

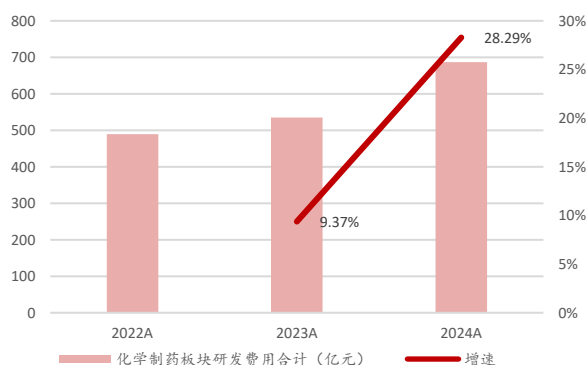
资料来源: wind, 中银证券

## 行业研发费用不断提高，销售费用逐步下降

行业研发费用不断增长，整体看，医药板块 2024 年行业研发费用总计 1383.29 亿元，较 23 年同比提高 1.25%；其中产品类公司研发费用提高较大，化学制药板块合计研发投入 686.60 亿元，同比增长 28.29%；医疗耗材板块合计研发投入 63.11 亿元，同比增长 8.87%。

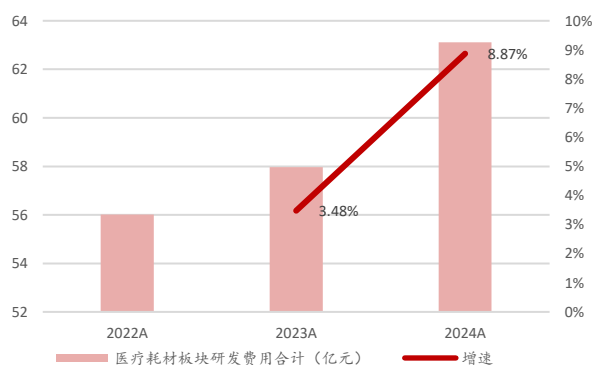
销售费用率方面，集采也使行业销售费有所下降，24 年行业整体销售费用率为 13.33%，较 23 年下降 0.48 个百分点。

图表 17. 化学制药板块研发费用合计及增速



资料来源: Wind, 中银证券

图表 18. 医疗耗材板块研发费用合计及增速



资料来源: Wind, 中银证券

## 投资建议

根据 24 年年报及 25 年一季报, 我们依旧建议关注三条主线, 1、具备稳健增长的领域。医疗器械和药品是最先经历集采的板块, 不少品种的影响已经逐步出清, 尤其是医疗耗材领域, 24 年年报及 25 年一季报已经逐步印证, 我们认为行业的成长性伴随新产品的上市有望持续, 继续重点关注。器械领域建议关注骨科: 三友医疗、大博医疗、爱康医疗、威高骨科; 眼科: 爱博医疗; 心脑血管: 惠泰医疗、心脉医疗、乐普医疗; 药品领域建议关注: 恒瑞医药、信立泰、京新药业、仙琚制药、康辰药业等标的。

2、25 年, CXO 板块和医疗设备板块, 随着国内投融资以及财政政策的向好, 后续有望逐步迎来反转, 建议关注 CXO: 阳光诺和、益诺思、昭衍新药、美迪西等标的; 设备板块建议关注: 联影医疗、迈瑞医疗、开立医疗等标的。

3、创新领域伴随 24 年国家谈判的逐步落地, 建议关注进入兑现或者放量阶段相关标的, 以及未来具备出海能力的企业, 如: 信达生物、康方生物、科伦博泰、百利天恒、贝达药业、迈威生物、诺诚健华等标的。

其他方面, 我们建议关注中药: 同仁堂、昆药集团、天士力、马应龙等; 原料药: 华海药业、司太立、普洛药业等; 医疗服务: 爱尔眼科、通策医疗、海吉亚医疗、三星医疗等; 疫苗: 百克生物、智飞生物、康希诺等; 零售药店: 健之佳、大参林、益丰药房等。

## 风险提示

**集采政策实施力度超预期的风险。**若后续带量集中采购政策持续加码, 企业端产品降价过多, 可能对企业利润有较大负面影响。

**企业研发不及预期风险。**创新药品与创新器械的研发存在一定的不确定性, 企业的研发投入、产品推广等方面, 存在一定的研发不及预期风险。

**与投资相关的风险。**医疗服务、零售药店乃至创新药与创新器械均存在资产并购或者管线并购等, 因此存在一定的投资风险。

**产品销售不及预期风险。**若相关创新产品在临床端推广阻力较大, 产品销售不及预期, 将会对长经营产生不利影响。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；  
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；  
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；  
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；  
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；  
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371