

医药生物周报 (25年第19周)

美国药品价格改革回顾

优于大市

核心观点

本周医药板块表现弱于整体市场，医疗器械板块领涨。本周全部A股上涨2.29%（总市值加权平均），沪深300上涨2.00%，中小板指上涨1.49%，创业板指上涨3.27%，生物医药板块整体上涨1.01%，生物医药板块表现弱于整体市场。分子板块来看，化学制药上涨0.62%，生物制品上涨1.06%，医疗服务上涨0.54%，医疗器械上涨1.67%，医药商业上涨0.36%，中药上涨1.52%。医药生物市盈率（TTM）32.26x，处于近5年历史估值的61.93%分位数。

美国药品价格改革回顾。2025年5月12日，Trump政府发布行政命令，为美国患者提供“最惠国待遇”处方药定价，即在符合法律规定的情况下，美国卫生与公众服务部部长（HHS）应促进制药企业以最惠国待遇价格直接向美国消费者销售其产品。

国信医药观点：Trump政府此次提出的行政命令与其首届任期未提出的“最惠国待遇”定价规则（Most Favored Nation, MFN Rule）在思路上基本一致，均为以海外市场药品价格为锚点，压低美国市场定价，以此削弱大型制药企业议价能力。从2020年行政命令最终由于诉讼等原因未能实施来看，此次提出的行政命令可能也会面临相似的司法程序阻碍，并且其落地仍需要进一步补充实施细节，短期对行业的影响相对有限。考虑到Trump政府在2020年就曾推出过一系列药品价格改革相关的政策/行政命令，并且医疗及社会保障（Healthcare and social security）作为其2024年大选竞选纲领（Agenda 47）12项重点内容之一，也再次强调了包括恢复美国本土生产、最惠国价格、增强进口等一系列政策，同时近期由众议院共和党通过预算和经济调和程序（reconciliation）推出的一揽子立法方案“The One, Big, Beautiful Bill”也提出了大规模削减Medicaid支出（十年内拟削减至少8800亿美元），包括严格的工作与社区服务要求、收入与资产审查，以及对无证移民资助的限制等，预计后续还将会进一步推出医药行业相关政策。

风险提示：研发失败风险；商业化不及预期风险；地缘政治风险；政策超预期风险。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
300760.SZ	迈瑞医疗	优于大市	2,716	116.7	151.1	176.4	—	23.3	18.0	15.4	—
603259.SH	药明康德	优于大市	1696	93.5	111.6	127.3	145.1	18.1	15.2	13.3	11.7
300832.SZ	新产业	优于大市	408	18.3	23.8	29.5	—	22.3	17.1	13.8	—
301363.SZ	美好医疗	优于大市	103	3.6	4.6	5.7	6.9	28.3	22.2	18.2	14.9
300633.SZ	开立医疗	优于大市	133	1.4	3.1	4.0	4.8	93.3	42.4	33.5	27.5
688212.SH	澳华内镜	优于大市	62	0.2	0.5	1.0	1.2	297.2	115.6	63.7	50.4
300685.SZ	艾德生物	优于大市	80	2.5	3.8	4.7	—	31.6	21.2	17.2	—
603301.SH	振德医疗	优于大市	52	3.9	3.9	5.0	5.7	13.4	13.3	10.4	9.0
603882.SH	金域医学	优于大市	142	(3.8)	6.9	8.5	—	(37.3)	20.6	16.8	—
9926.HK	康方生物	优于大市	702	(5.1)	0.3	7.3	17.9	(136.5)	2421.8	96.2	39.2
6990.HK	科伦博泰生物-B	优于大市	677	(2.7)	(7.2)	(3.0)	4.8	(253.7)	(93.9)	(224.1)	142.5
0013.HK	和黄医药	优于大市	182	2.7	25.0	8.6	11.8	67.1	7.3	21.2	15.4
2162.HK	康诺亚-B	优于大市	109	(5.2)	(8.0)	(5.8)	0.5	(21.2)	(13.6)	(18.7)	227.3
1530.HK	三生制药	优于大市	269	20.9	23.9	27.1	30.7	12.9	11.3	9.9	8.8
1789.HK	爱康医疗	优于大市	57	2.7	3.3	4.0	4.8	21.0	17.2	14.2	11.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

行业研究·行业周报

医药生物

优于大市·维持

证券分析师：马千里

010-88005445

maqianli@guosen.com.cn

S0980521070001

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939

chenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

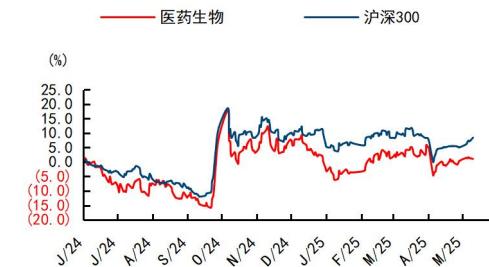
证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《医药生物周报 (25年第18周) -2024年及2025一季度A股生物医药行业财报总结》——2025-05-10

《医药生物周报 (24年第17周) -ASCO摘要标题整理, 25Q1公募基金医药持仓分析》——2025-04-30

《医药行业快评：ASCO年会标题发布，多项国产创新药成果入选口头报告》——2025-04-27

《医药生物周报 (25年第16周)：映恩生物完成港股IPO，继续推荐关注具备全球潜力的创新药标的》——2025-04-24

《医药生物行业2025年4月投资策略——关注出海加速的创新药以及政策支持的服务板块》——2025-04-21

内容目录

美国药品价格改革回顾	4
新股上市跟踪	8
本周行情回顾	9
板块估值情况	11
推荐标的	12
风险提示	14

图表目录

图1: 申万一级行业一周涨跌幅 (%)	9
图2: 申万一级行业市盈率情况 (TTM)	11
图3: 医药行业子板块一周涨跌幅 (%)	11
图4: 医药行业子板块市盈率情况 (TTM)	11
表1: 近期 A 股/H 股医药板块新股上市情况跟踪	8
表2: 本周 A 股涨跌幅前十的个股情况	10

美国药品价格改革回顾

事件：2025年5月12日，Trump政府发布行政命令（Executive Order），为美国患者提供“最惠国待遇”处方药定价（Delivering most-favored-nation prescription drug pricing to American patients），即在符合法律规定的情况下，美国卫生与公众服务部部长（HHS）应促进制药企业以最惠国待遇价格直接向美国消费者销售其产品。

美国联邦政府医疗相关支出负担较重。2022年，美国医疗支出达到4.46万亿美元，占GDP的17.5%，人均支出几乎是其他高收入国家的两倍，整体看美国医疗支出的前三大项目分别为医院、医生服务、处方药（仅包括零售渠道，其他在门诊/住院/护理过程中使用的药品计入对应服务成本）。其中，其中政府资金主导的Medicare/Medicaid/CHIP等合计支出1.77万亿美元（2012~2022年CAGR=5.9%），占当年美国联邦政府总支出6.27万亿美元的约28%，是排名第一的支出大类，相比之下，私人部门商业保险支出仅1.29万亿美元（2012~2022年CAGR=3.9%），支出规模及复合增速均低于政府端支出。出于政策执行的可行性考虑，历届美国联邦政府在试图削减开支或推动政府医疗支出改革时，大多选择以处方药作为主要抓手。

■ 1990年《预算调和法案》(OBRA 90, Omnibus Budget Reconciliation Act of 1990)

首次在联邦层面确立了Medicaid药品“最惠价”（Best Price）政策，其背景为由联邦与州政府共同资助的Medicaid计划，其中药品支出是增长最快的支出项目之一，但缺乏统一的联邦议价机制，国会希望压低Medicaid支付的处方药成本，同时借助联邦立法提高对制药企业的议价能力。

OBRA 1990要求制造商提供折扣换取联邦报销资格，品牌药法定折扣为23.1%或“最惠价”折扣（制药商在美国市场上向任何商业购买方提供的最低价格），并且制造商需要定期向CMS（联邦医疗保险和医疗补助服务中心）申报平均制造商价格（AMP）及最惠价格用于政府核算折扣。

■ 1992年《公共卫生服务法》340B

1992年《公共卫生服务法》第340B节，其背景为在OBRA 90强制药企为Medicaid提供折扣/最惠价格后，药企通过减少向低收入群体服务机构（如社区诊所、公立医院）提供药品折扣以维持其净价格，导致SNP机构（Safety Net Providers）药品负担大增，服务能力下降。因此，1992年在《公共卫生服务法》基础上通过了340B节修正案，要求所有参与Medicare/Medicaid报销的制造商必须签署340B并向合格结构提供折扣药品。

■ 2003 年《医疗保险现代化法案》(Medicare Prescription Drug, Improvement, and Modernization Act of 2003)

2003 年 12 月, 小布什总统任期内签署并于 2006 年开始实施, 其背景为 2000s 初, Medicare 被保险人面临不断上升的处方药支出负担, 但 Medicare 未涵盖门诊处方药, 该法案首次引入 Medicare Part D 计划(处方药保险计划), 该计划由私营保险公司进行运营, 符合要求的 Medicare 被保险人可以自愿选择 PDP(处方药计划)或 MA-PD (Medicare Advantage 计划)等。

2006 年(实施首年)的药品报销规则为:

1) **起付线**: 0~250 美元患者自付; 2) **初始保险阶段**: 保险计划支付 75%, 患者自付 25%, 直至自付部分达到 2250 美元; 3) **覆盖缺口阶段**: 患者全额自付直至总支出达到 5100 美元(即所谓的“甜甜圈漏洞/donut hole”, 患者只有完全自付数千美元药品支出后, 才能进入高报销比例的下一阶段); 4) **灾难承保阶段**: 自付比例 5%, 其他大部分由政府承担, 少部分由运营保险公司承担。

该法案还引入了“不得干预条款”(Non-Interference Clause), 明确禁止联邦政府在 Medicare Part D 项目中直接干预药品价格谈判, 即 HHS 不得干预药品制造商、药房和处方药计划提供者(PDP)之间的价格谈判, 也不得设定统一的药品报销目录或价格体系。

■ 2020 年 Trump 政府推出一系列行政命令

2020 年, Trump 政府在首届任期末推出了一系列行政命令和政策提案, 旨在降低处方药价格, 包括:

1) **“最惠国待遇”定价规则 (Most Favored Nation, MFN Rule)** : 2020 年 11 月发布, 原定于 2021 年 1 月开始实施, 主要适用于 Medicare Part B 覆盖的注射/输注类药品, 核心机制为 Medicare 支付价格将参考 OECD 国家中药价最低者, 以“国际参考定价”替代现行平均销售价格+6%加成模式, 希望通过国际对标, 压低药品定价, 削弱药企在美国市场的议价能力。但政策引发了医药行业强烈反对, 多家药企提起诉讼, 最终该政策被多个法院裁定程序违法, 最终未能实施。

2) **药品“回扣”改革行政命令 (Remove the Safe Harbor for Rebates Rule)** : 禁止药品制造商向 PBM(药品福利管理机构)和保险计划提供回扣, 要求直接将回扣让利给患者。该行政命令于 2020 年 7 月签署, 当年 11 月 HHS 发布《最终规则》, 2021 年由于诉讼导致生效时间推迟, 2022 年随着 Biden 政府推出 IRA 法案而进一步延迟至 2032 年生效。

3) **进口药品计划 (Importation Rule)** : 于 2020 年 9 月由 HHS 和 FDA 共同发布的一项联邦规则, 允许各州和药品分销商从加拿大进口处方药, 以降低美国药品价格。

4) **Part D Senior Savings Model**: 由 Trump 政府推动并由 CMS 创新中心推出的一项自愿性示范项目, 于 2021~2023 年执行, 约一半的 Part D 受保人选择参与计划, 该项目为 Medicare 受保人提供以每月 35 美元自付上限即可获得胰岛素的选项, 该计划最终被 Biden 政府纳入 IRA 法案。

■ 2022 年《通胀削减法案》(IRA)

2022 年 8 月, Biden-Harris 政府通过了《通胀削减法案》(The Inflation Reduction Act, IRA), 方案旨在抑制过度的通胀, 政策主要围绕能源安全、气候变化及医药等领域。其中, 医药行业相关政策包括延长《平价医疗法案》(Obama Care) 补贴发放, 胰岛素自付上限, 处方药价格改革及 Medicare 报销规则等。

1) 胰岛素: 根据 IRA 法案规定, 自 2023 年 1 月 1 日起, Medicare Part D 参保人的胰岛素月自付部分上限为 35 美元, 年自付额上限 420 美元, 超出部分将由 Medicare 或 Part D 运营方承担, 并且 Part D 不得对胰岛素药物的报销使用免赔额 (deductible)。

- ◆ Eli Lilly: 2023 年 3 月 1 日, Lilly 宣布其无品牌名胰岛素 Lispro (赖脯胰岛素) 降价至 25 美元/支 (价格于 2023 年 5 月 1 日生效); Humalog/优泌乐 (赖脯胰岛素) 及 Humulin/优泌林 (精蛋白锌重组人胰岛素) 降价 70% (新价格于 2023Q4 生效); 推出对标 Sanofi 产品 Lantus 的可互换胰岛素类似物 Rezvoglar (甘精胰岛素), 定价 92 美元/5 支, 价格较 Lantus 降低 78% (价格于 2023 年 4 月 1 日生效); 对于包括商业保险在内的参保人自动实行 35 美元自付封顶, 无保险患者可以通过 Lilly Insulin Value Program 以 35 美元/月价格购买 Lilly 的胰岛素产品。
- ◆ Novo Nordisk: 曾于 2020 年推出无品牌名胰岛素 Insulin Aspart (门冬胰岛素, 定价为 NovoLog 的 50%)、2022 年推出无品牌名胰岛素 Insulin Degludec (德古胰岛素, 定价较 Tresiba 降低 65%); 2023 年 3 月 14 日, 宣布将 NovoLog/诺和锐 (门冬胰岛素) 价格下调 75%, Novolin/诺和灵 (重组人胰岛素) 和 Levemir/诺和平 (地特胰岛素) 价格下调 65%, 无品牌名产品的价格也将相应下调, 新价格将于 2024Q1 生效。
- ◆ Sanofi: 曾于 2022 年 6 月推出无品牌名甘精胰岛素 (unbranded Lantus biologic), 定价较 Lantus/来得时 (甘精胰岛素) 降低 60%; 2023 年 3 月 16 日, Sanofi 宣布 Lantus 在美国标价 (list price) 降低 78%, Apidra/艾倍得 (谷赖胰岛素) 标价降低 70%, 对包括商业保险在内的所有患者 (无保险患者通过 Insulins Valyou Savings Program), 自费部分将不超过每月 35 美元, 新价格于 2024 年 1 月 1 日生效。

2) 价格谈判: 由于 Part D 设立时引入的“不干涉条款”禁止联邦政府直接与药企进行价格谈判, 并且 Part D 采用了“官督商办”的公立医保商保化模式, 即由政府出资, 商业保险公司经办运营, IRA 法案重新赋予联邦政府与药企谈判原研药价的权利。

- ◆ 数量: 2026 年执行 10 款 (Part D 药物, 已于 2024 年 8 月公布品种及价格)、2027 年执行 15 款 (Part D 药物, 已公布入选品种, 预计 25H2 公布谈判价格)、2028 年执行 15 款 (Part B+D), 2029 年及以后每年执行 20 款药品 (Part B+D)。
- ◆ 入选规则: 1) 花费高: 在 Medicare Part B/D 中支出较高的产品 (首批入选的 10 款产品 2023 年 Medicare 支出均超过 20 亿美元); 2) 具有市场竞争优势: 尚无仿制药/生物类似物上市; 3) 上市时间长: 从首个 FDA 批准的适应症开始计算, 小分子满 7 年或生物药满 11 年则可纳入谈判 (入选后实施时间为第 T+2 年)。

- ◆ 豁免条件：1) 不包括血液制品；2) 已获批适应症均为罕见病（孤儿药）；3) biotech 企业，如果该产品在 Part B/D 支出占比 $\leq 1\%$ ，并且其来自 Part B/D 的收入占总收入比例 $> 80\%$ （2026~2028 年）；4) Medicare 支出不足 2 亿美元的品种。
- ◆ 降价幅度：HHS（美国卫生与公共服务部）针对纳入谈判的药品与药企谈判以确定“最大公平价格”（maximum fair price），该价格将在以下三者中取最低价：1) Part D 药物扣除全部价格优惠后的平均协商价格（主要基于净价和 ASP，而非标价）；2) Part B 药物平均销售价格；3) 非联邦采购价格为基准，依据上市后时间不同划分为三个阶段，上市 9~12 年的品种降价 25%，12~16 年的降价 35%，16 年以上的降价 60%。
- ◆ 惩罚机制：如果选定的药物未能在谈判中达成一致，则药企将被收取消费税（excise tax），前三个季度收入销售额的 65%，每三个月增加 10 个百分点，从第 10 个月开始收取销售额的 95%。

3) 报销规则：2023 年以前，Medicare Part D 针对单个受保人的报销规则分为四个阶段：起付线/免赔额（Deductible），受保人自付全额药物费用（不包括 Tier 1/2 级别的低价药）；初级承保（Initial Coverage），理论上自付比例为 25%，但不同的计划对不同等级药品的支付比例不同，大部分情形下受保人仅需要支付较低额度的 copay（共付额）部分；承保缺口（Coverage gap），在自付费用达到一定总额前，受保人需支付药物费用的 25%，该阶段也被称为“甜甜圈洞”（donut hole）；巨灾保险（Catastrophic coverage），患者自付费用大幅降低，品牌/非品牌药物支付上限为 3.7 美元/9.2 美元或 5% 药物费用中较大者。

2024 年，Medicare 对 Part D 报销规则进行了改革，取消了巨灾阶段患者 5% 自付，该部分现在由 Part D 运营方承担；2025 年开始，将取消承保缺口阶段，患者自付部分 2000 美元封顶。

从海外药企 2025Q1 财报情况看，报销规则对部分院外使用的口服肿瘤药净价格造成了一定的冲击，如 AstraZeneca 的奥希替尼在美国市场销量增长 20%+，但销售额仅个位数增长。

小结：Trump 政府此次提出的行政命令与其首届任期末提出的“最惠国待遇”定价规则（Most Favored Nation, MFN Rule）在思路上基本一致，均为以海外国家市场价格为锚点，压低美国市场定价，削弱大型制药企业议价能力。从 2020 年行政命令最终由于诉讼等原因未能实施来看，此次提出的行政命令可能也会面临相似的司法程序阻碍，并且其落地仍需要进一步补充实施细则，短期对行业的影响相对有限。考虑到 Trump 政府在 2020 年就曾推出过一系列药品价格改革相关的政策/行政命令，并且医疗及社会保障（Healthcare and social security）作为其 2024 年大选竞选纲领（Agenda 47）12 项重点内容之一，再次强调了包括恢复美国本土生产、最惠国价格、增强进口等政策，同时近期由众议院共和党通过预算和经济调和程序（reconciliation）推出的一揽子立法方案“The One, Big, Beautiful Bill”也提出了大规模削减 Medicaid 支出（十年内拟削减至少 8800 亿美元），包括严格的工作与社区服务要求、收入与资产审查，以及对无证移民资助的限制等，预计后续还将会进一步推出医药行业相关政策。

新股上市跟踪

◆ 近期 A 股/H 股医药板块新股上市情况跟踪

表1: 近期 A 股/H 股医药板块新股上市情况跟踪

证券代码	公司简称	上市进展	公司简介
603014.SH	威高血净	5月8日申购	威高血净成立于2004年，自成立以来始终专注于血液净化医用制品的研发、生产和销售，主要产品包括血液透析器、血液透析管路、血液透析机以及腹膜透析液，分别围绕血液透析和腹膜透析领域，辅以透析配套产品的销售，是国内产品线最为丰富的血液净化医用制品厂商之一。

资料来源：中国证监会，港交所，国信证券经济研究所整理

本周行情回顾

本周全部A股上涨2.29%（总市值加权平均），沪深300上涨2.00%，中小板指上涨1.49%，创业板指上涨3.27%，生物医药板块整体上涨1.01%，生物医药板块表现弱于整体市场。分子板块来看，化学制药上涨0.62%，生物制品上涨1.06%，医疗服务上涨0.54%，医疗器械上涨1.67%，医药商业上涨0.36%，中药上涨1.52%。

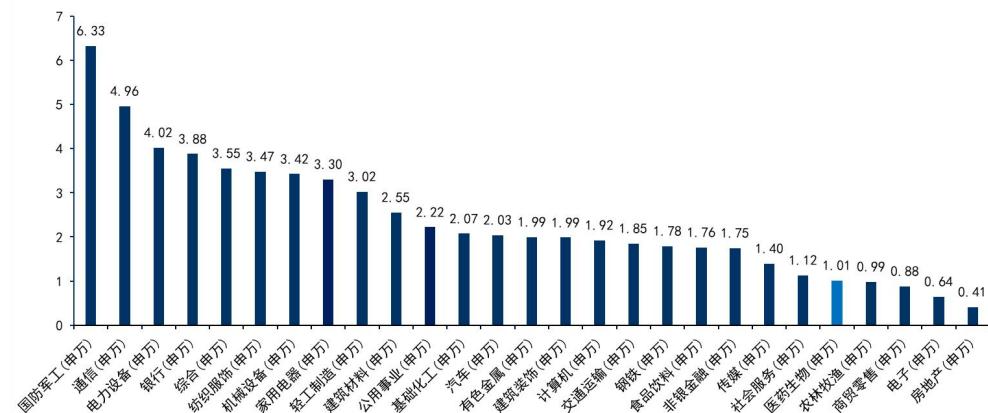
个股方面，涨幅居前的是锦好医疗（24.38%）、常山药业（23.59%）、海创药业-U（22.76%）、*ST春天（20.65%）、ST香雪（19.64%）、春光智能（19.28%）、金凯生科（18.98%）、中金辐照（16.96%）、*ST生物（16.46%）、*ST贤丰（15.49%）。

跌幅居前的是ST葫芦娃（-18.29%）、永安药业（-17.82%）、*ST苏吴（-15.31%）、*ST双成（-14.44%）、热景生物（-11.42%）、一品红（-9.74%）、九芝堂（-9.59%）、荣昌生物（-8.45%）、伟思医疗（-8.43%）、科兴制药（-8.39%）。

本周恒生指数上涨1.61%，港股医疗保健板块下跌3.96%，板块相对表现弱于恒生指数。分子板块来看，制药板块下跌3.21%，生物科技下跌5.39%，医疗保健设备下跌1.44%，医疗服务上涨0.62%。

市场表现居前的是（仅统计市值50亿港币以上）远大医药（25.97%）、健康之路（7.82%）、先健科技（6.80%）、科济药业-B（5.90%）、时代天使（5.48%）；跌幅居前的是心泰医疗（-17.01%）、一脉阳光（-13.89%）、复宏汉霖（-12.64%）、康诺亚-B（-12.40%）、博安生物（-11.77%）。

图1：申万一级行业一周涨跌幅（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表2: 本周 A 股涨跌幅前十的个股情况

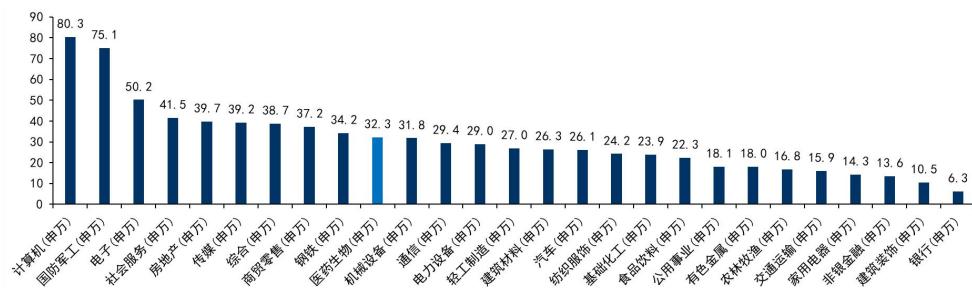
本周涨幅前十		本周跌幅前十	
股票简称	涨幅	股票简称	跌幅
锦好医疗	24.38%	ST 葫芦娃	-18.29%
常山药业	23.59%	永安药业	-17.82%
海创药业-U	22.76%	*ST 苏昊	-15.31%
*ST 春天	20.65%	*ST 双成	-14.44%
ST 香雪	19.64%	热景生物	-11.42%
春光智能	19.28%	一品红	-9.74%
金凯生科	18.98%	九芝堂	-9.59%
中金辐照	16.96%	荣昌生物	-8.45%
*ST 生物	16.46%	伟思医疗	-8.43%
*ST 贤丰	15.49%	科兴制药	-8.39%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 本表仅做列示, 不做推荐

板块估值情况

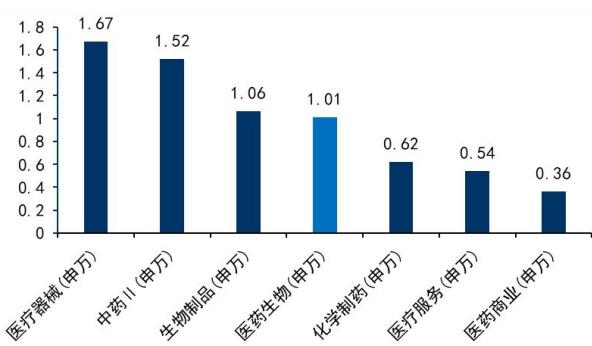
医药生物市盈率 (TTM) 32.26x, 全部 A 股 (申万 A 股指数) 市盈率 18.43x。分板块来看, 化学制药 37.86x, 生物制品 38.40x, 医疗服务 28.46x, 医疗器械 33.28x, 医药商业 20.04x, 中药 27.00x。

图2: 申万一级行业市盈率情况 (TTM)



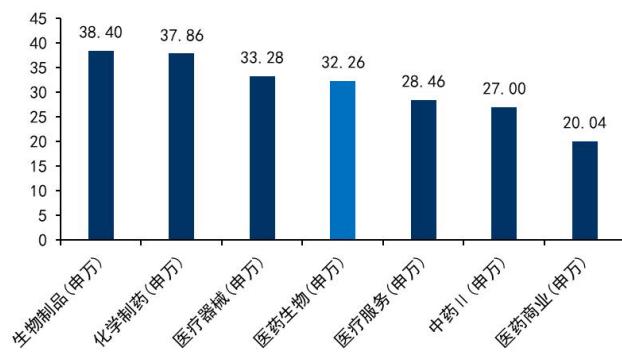
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 医药行业子板块一周涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 医药行业子板块市盈率情况 (TTM)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

推荐标的

迈瑞医疗：公司作为国产医疗器械龙头，研发和销售实力强劲，国际化布局成果显著。公司受益于国内医疗新基建和产品迭代升级，并在海外加快高端客户拓展。微创外科、心血管等种子业务高速放量，“三瑞”数智化方案引领转型升级。

联影医疗：公司致力于为全球客户提供高性能医学影像设备、放射治疗产品、生命科学仪器及医疗数字化、智能化解决方案。高端升级+拓展海外市场驱动公司未来实现稳健增长，成长为全球影像设备龙头企业。

药明康德：公司是行业中极少数在新药研发全产业链均具备服务能力的开放式新药研发服务平台，有望全面受益于全球新药研发外包服务市场的快速发展。公司“一体化、端到端”的新药研发服务平台，无论是在服务的技术深度还是覆盖广度方面都能满足客户提出的多元化需求。

新产业：公司为化学发光免疫分析领域的龙头，拥有技术、生产和销售等在内的多重优势，坚实庞大的装机基础未来将持续带动试剂销售，促进进口替代，同时国际化和平台化布局将开启新成长曲线。

美好医疗：公司专注于医疗器械精密组件及产品的设计开发、制造和销售，具备提供医疗器械组件及产品开发的全流程服务能力，目前核心业务为家用呼吸机组件和人工植入耳蜗组件，作为平台型企业，公司延伸能力突出，目前已经延伸至其他医疗器械产品组件和家用及消费电子组件。

开立医疗：开立医疗是国内“超声+软镜”行业领军企业，持续丰富业务矩阵，公司超声业务已经历 20 多年发展，建立了较为完善的营销网络渠道，超声行业也逐步进入成熟期。作为国产软镜后起之秀，开立在国内市场已跻身市占率第三。同时持续布局微创外科和心血管介入，新业务成长可期。

澳华内镜：公司为国产软镜设备龙头，软镜市场国产化率提升空间巨大，公司旗舰产品 AQ-300 于 2022 年底前上市，性能媲美进口产品，目前市场推广进展顺利，有望带动收入高增长和盈利能力提升。

艾德生物：公司是肿瘤精准诊断领域的龙头企业，产品线布局领先，构建了从靶向治疗到免疫治疗的全方位伴随诊断产品体系，在院内渠道具备强大的销售壁垒；此外，公司产品顺利出海，中长期发展空间广阔。

振德医疗：公司是国内医用敷料行业龙头，随着国内 C 端业务的深耕、高端敷料业务的持续拓展，盈利能力有望提升；2024 年疫情相关业务影响逐步出清，随着医院手术量恢复，常规产品增长逐季恢复，公司有望迎来业绩拐点。

药康生物：公司是一家专业从事实验动物小鼠模型的研发、生产、销售及相关技术服务的高新技术企业，系亚洲小鼠突变和资源联盟企业成员以及科技部认定的国家遗传工程小鼠资源库共建单位。近年来海外市场营收增速较快，各业务线条均稳健增长。

金域医学：公司基于高强度的自主研发和产学研一体化，每年推出数百项创新项目，高端技术平台的不断完善和“医检 4.0”数字化转型战略落地将驱动公司盈利能力稳健提升。

康方生物(9926.HK)：公司为专注创新的双抗龙头，在研管线丰富，双抗、ADC、单抗等不同分子形态已形成梯队。依沃西持续验证 FIC & BIC 潜力，公司与 Summit 合作持续推进全球的临床。卡度尼利与依沃西已经成功实现了国内的商

业化，有望成为重磅品种。

科伦博泰生物-B(6990.HK): 公司 ADC 产品早期临床数据优秀，研发进度在全球范围内较为领先，且已经与默沙东达成了深度的合作，有利于产品实现在全球的商业化潜力。公司未来 2~3 年的营收主要来源于默沙东的首付款和里程碑付款，产品销售将在 2025 年后开始放量。

和黄医药(0013.HK): 公司是一家处于商业化阶段的创新型生物医药公司，专注于发现、开发及商业化治疗癌症及免疫性疾病的靶向疗法及免疫疗法。呋喹替尼 2023 年底在美国获批上市后迅速放量，赛沃替尼也有望向 FDA 递交上市申请，索乐匹尼布临床数据优秀，预计将于 2025 年获批上市。

康诺亚-B(2162.HK): 公司的司普奇拜单抗是首个获批上市的国产 IL4R 单抗，季节性过敏性鼻炎适应症是司普奇拜单抗获批的第三个适应症，此前，成人中重度特应性皮炎适应症和慢性鼻窦炎伴鼻息肉适应症分别于 2024 年 9 月和 2024 年 12 月获批上市，三个适应症均有可能通过 2025 年的国谈进入医保。

三生制药(01530.HK): 公司是一家集研发、生产和销售为一体的生物制药领军企业，在肾科、皮肤科、自身免疫科、肿瘤科的药物有多年的研究、销售经验。

爱康医疗(1789.HK): 公司是中国第一家将 3D 打印技术商业化的人工关节领域龙头公司，公司产品线齐全，借助集采提升市场份额，加速进口替代，巩固龙头地位。骨生物材料和数字化骨科将成为新增长点。

风险提示

研发失败风险；商业化不及预期风险；地缘政治风险；政策超预期风险。

附表：重点覆盖公司盈利预测及估值

代码	公司简称	子行业	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE			ROE 24A	PEG 25E	投资 评级	
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E			
300760.SZ	迈瑞医疗	医疗器械	2,716	116.7	151.1	176.4	-	23.3	18.0	15.4	-	32.5%	0.8	优于大市
300832.SZ	新产业	医疗器械	408	18.3	23.8	29.5	-	22.3	17.1	13.8	-	21.3%	0.6	优于大市
688212.SH	澳华内镜	医疗器械	62	0.2	0.5	1.0	1.2	297.2	115.6	63.7	50.4	1.5%	1.4	优于大市
688161.SH	威高骨科	医疗器械	107	2.2	2.9	3.4	-	47.6	36.5	31.1	-	5.7%	1.5	优于大市
688271.SH	联影医疗	医疗器械	1,126	12.6	17.0	20.8	23.3	89.3	66.1	54.2	48.4	6.3%	2.9	优于大市
688050.SH	爱博医疗	医疗器械	150	3.9	5.2	6.4	-	38.6	29.0	23.6	-	16.1%	1.0	优于大市
301363.SZ	美好医疗	医疗器械	103	3.6	4.6	5.7	6.9	28.3	22.2	18.2	14.9	10.5%	0.9	优于大市
688236.SH	春立医疗	医疗器械	52	1.2	3.0	3.6	-	41.2	17.2	14.5	-	4.4%	0.3	优于大市
300049.SZ	福瑞股份	医疗器械	84	1.1	2.1	2.8	3.6	73.8	40.4	29.9	23.2	6.5%	0.9	优于大市
300463.SZ	迈克生物	医疗器械	71	1.3	5.3	6.4	-	56.0	13.4	11.2	-	2.0%	0.1	优于大市
300685.SZ	艾德生物	医疗器械	80	2.5	3.8	4.7	-	31.6	21.2	17.2	-	13.8%	0.6	优于大市
688358.SH	祥生医疗	医疗器械	33	1.4	1.7	2.0	2.3	23.1	19.1	16.6	14.5	9.9%	1.1	优于大市
688389.SH	普门科技	医疗器械	56	3.5	5.1	6.2	-	16.2	11.0	9.0	-	16.8%	0.3	优于大市
688029.SH	南微医学	医疗器械	117	5.5	6.9	8.0	8.9	21.1	17.0	14.6	13.2	14.5%	1.0	优于大市
603301.SH	振德医疗	医疗器械	52	3.9	3.9	5.0	5.7	13.4	13.3	10.4	9.0	6.8%	0.9	优于大市
688626.SH	翔宇医疗	医疗器械	62	1.0	1.4	1.8	2.2	59.9	43.7	35.0	28.5	5.0%	1.6	优于大市
605369.SH	拱东医疗	医疗器械	41	1.7	1.6	1.9	2.1	24.2	25.8	22.0	19.4	10.1%	3.4	优于大市
300633.SZ	开立医疗	医疗器械	133	1.4	3.1	4.0	4.8	93.3	42.4	33.5	27.5	4.6%	0.8	优于大市
688575.SH	亚辉龙	医疗器械	83	3.0	5.1	6.7	-	27.4	16.1	12.4	-	10.9%	0.3	优于大市
688617.SH	惠泰医疗	医疗器械	399	6.7	8.8	11.3	14.7	59.2	45.5	35.1	27.1	26.8%	1.5	优于大市
002653.SZ	海思科	化学制药	475	4.0	5.5	6.9	8.7	120.2	86.9	68.6	54.8	9.4%	2.9	优于大市
688062.SH	迈威生物-U	生物药	80	(10.4)	(5.2)	(1.3)	-	(7.7)	(15.5)	(63.4)	-	-66.5%	0.2	优于大市
300601.SZ	康泰生物	生物药	155	2.0	8.1	10.0	-	77.0	19.3	15.6	-	2.1%	0.2	优于大市
688687.SH	凯因科技	生物药	46	1.4	2.0	2.6	-	32.5	23.2	17.7	-	7.7%	0.6	优于大市
688319.SH	欧林生物	生物药	64	0.2	0.7	1.3	-	308.0	98.4	48.1	-	2.2%	0.6	优于大市
688443.SH	智翔金泰-U	生物药	105	(8.0)	(6.7)	(4.4)	(0.5)	(13.2)	(15.7)	(24.0)	(224.5)	-37.5%	0.3	优于大市
688278.SH	特宝生物	生物药	300	8.3	10.7	15.4	21.7	36.3	28.0	19.5	13.8	32.4%	0.7	优于大市
000999.SZ	华润三九	中药	541	33.7	37.4	40.8	48.6	16.1	14.5	13.3	11.1	16.9%	1.1	优于大市
600557.SH	康缘药业	中药	73	3.9	6.1	6.8	-	18.6	11.9	10.8	-	8.7%	0.4	优于大市
600129.SH	太极集团	中药	116	0.3	13.0	15.6	-	435.6	8.9	7.4	-	0.8%	0.0	优于大市
688046.SH	药康生物	生命科学与 工业上游	50	1.1	1.3	1.7	1.9	45.2	37.6	29.9	26.4	5.1%	1.9	优于大市
301080.SZ	百普赛斯	生命科学与 工业上游	56	1.2	1.6	2.3	2.8	45.5	35.9	25.0	20.0	4.7%	1.1	优于大市
688293.SH	奥浦迈	生命科学与 工业上游	48	0.2	0.8	1.1	1.5	226.4	61.1	42.6	31.1	1.0%	0.7	优于大市
603259.SH	药明康德	CXO	1,696	93.5	111.6	127.3	145.1	18.1	15.2	13.3	11.7	16.1%	1.0	优于大市
000739.SZ	普洛药业	CXO	162	10.3	11.2	12.6	14.0	15.8	14.5	12.9	11.6	15.3%	1.4	优于大市
603127.SH	昭衍新药	CXO	113	0.7	3.3	3.8	4.1	152.6	34.3	29.7	27.4	0.9%	0.4	优于大市
301096.SZ	百诚医药	CXO	38	(0.5)	0.5	0.9	1.2	(72.4)	72.1	44.4	32.9	-2.0%	-0.3	优于大市
688076.SH	诺泰生物	CXO	119	4.0	5.8	7.9	11.0	29.5	20.6	15.0	10.9	15.2%	0.5	优于大市
688222.SH	成都先导	CXO	62	0.5	0.6	0.8	1.0	121.2	98.8	79.8	64.2	3.7%	4.2	优于大市
603882.SH	金域医学	医疗服务	142	(3.8)	6.9	8.5	-	(37.3)	20.6	16.8	-	-5.2%	-0.4	优于大市
300015.SZ	爱尔眼科	医疗服务	1,199	35.6	41.4	48.8	57.6	33.7	29.0	24.6	20.8	17.2%	1.7	优于大市
1066.HK	威高股份	医疗器械	250	20.7	23.0	25.3	27.7	12.1	10.9	9.9	9.0	8.7%	1.6	优于大市
1789.HK	爱康医疗	医疗器械	57	2.7	3.3	4.0	4.8	21.0	17.2	14.2	11.9	10.4%	0.8	优于大市
2005.HK	石四药集团	化学制药	81	9.8	9.6	10.0	10.9	8.2	8.4	8.1	7.4	14.7%	2.3	优于大市
0512.HK	远大医药	化学制药	246	22.9	20.6	22.9	25.9	10.8	12.0	10.8	9.5	15.0%	2.8	优于大市
0013.HK	和黄医药	化学制药	182	2.7	25.0	8.6	11.8	67.1	7.3	21.2	15.4	5.0%	0.1	优于大市
2162.HK	康诺亚-B	生物药	109	(5.2)	(8.0)	(5.8)	0.5	(21.2)	(13.6)	(18.7)	227.3	-20.8%	0.1	优于大市
9926.HK	康方生物	生物药	702	(5.1)	0.3	7.3	17.9	(136.5)	2421.8	96.2	39.2	-7.6%	-9.6	优于大市
1530.HK	三生制药	生物药	269	20.9	23.9	27.1	30.7	12.9	11.3	9.9	8.8	13.5%	0.8	优于大市
6990.HK	科伦博泰生物-B	生物药	677	(2.7)	(7.2)	(3.0)	4.8	(253.7)	(93.9)	(224.1)	142.5	-8.1%	0.4	优于大市

2480.HK	绿竹生物-B	生物药	40	(1.7)	(1.5)	(1.3)	1.2	(23.9)	(27.5)	(31.6)	34.6	-19.7%	0.1	优于大市
2268.HK	药明合联	CXO	414	10.7	14.0	19.2	26.0	38.7	29.6	21.6	15.9	16.1%	0.9	优于大市
2273.HK	固生堂	医疗服务	72	3.1	3.8	4.8	6.1	23.5	19.0	15.0	11.8	12.9%	0.7	优于大市
2666.HK	环球医疗	医疗服务	90	20.3	21.2	22.0	22.9	4.4	4.2	4.1	3.9	11.8%	1.0	优于大市

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理、预测

注: 总市值以 2025/05/09 股价计算

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032