

# 强于大市

## 医药生物行业 2025 年度策略

### 2025 年医药生物板块的三点思路

整体而言，医药生物板块 2024 年整体承压，但是 2025 年依然值得期待。集采实施多年后，许多品种已经逐步进入到价格平稳窗口期。考虑到我国庞大的人口基数，产品在集采降价后可及性往往大幅提高。同时，伴随资金面因素的回暖，CXO 和科研服务的需求及医疗设备采购有望逐步恢复。此外，创新仍然是医药生物板块中值得关注的点，有望给企业带来新的增量。

#### 行情

■ 整体来看，医药行业 2024 年表现相对低迷，截止到 2024 年 11 月 26 日，申万医药生物板块上半年下跌 11.46%，排名第 31 位，跑输沪深 300 指数 23.38pct。分子板块来看，截止到 2024 年 11 月 26 日，医药流通板块实现正向收益，其他医药行业的子板块普遍呈现负收益状态。从估值上来看，截止到 2024 年 11 月 26 日，医药生物板块的整体估值为 26.93x，与 2021 年的估值水平相比仍然较低。

#### 支撑评级的要点

- **集采后的刚需板块仍具备稳健成长性。**医药公司三季报的报表多出现承压，且为 23 年 Q3 板块业绩基数相对较低的情况下发生。我们认为投资者对“反腐”和“集采”这两点的预期已经充分的反映。在“量”方面，我们预计反腐对行业的影响会逐步减弱，行业本身刚需性仍然存在。我们预计在不考虑价格的因素下，未来医药行业规模的增速会逐渐回归到与手术量对应的水平上。在“价”方面，部分未集采的行业仍然可能会受到政策的扰动，已经集采过的品种，我们认为许多品种已经逐步进入到价格平稳窗口期。考虑到我国庞大的人口基数，产品在集采降价后的可及性往往大幅提高。同时，伴随老龄化的加速，不少集采产品渡过价格降价周期后，收入仍会保持稳定的增长，与之对应的相关标的有望进入平稳增长区间。
- **关注投融资领域及财政资金的变化，CXO 和设备有望迎来反转机会。**过去几年，由于投融资环境压力相对较大，医药行业中与投融资相关性较大的医药外包、科研服务等板块持续承压。随着二级市场的回暖，我们预计国内投融资情况也有望逐步回暖。并且近些年全球投融资已经逐步回暖。除此之外，一些新兴领域的出现（如 ADC、多肽药物等），也为医药行业的投资进一步增加新的动力。这有望进一步增加 CXO、科研服务等业务的需求，在此背景下，以国内业务为主的 CXO 和科研服务板块有望逐步走出低谷。设备更新的变化也值得关注：由于反腐等因素国内医院端医疗设备采购在 2024 年出现明显的推迟。但是，一方面，随着地方财政化债等增量政策出台，医院资金压力有望进一步缓解，另一方面，目前部分地区已经公布了更新方案和投资规模，随着具体更新方案的实施，我们预期 2024 年上半年推迟的医疗设备采购需求有望在 2025 年逐步释放。
- **创新仍旧值得关注。**创新仍然是医药生物板块中值得关注的点，一方面，在集采降价压力下，创新产品有望给企业带来新的增量，目前看国内头部企业已相继加大研发投入，在新兴技术领域布局，积极拓宽研发管线，在研项目有序推进，各企业积极投入科研经费布局新兴赛道，寻找新的业务增长点。另一方面，在政策层面，近年来，我国高度重视医疗器械产业的创新发展，各级政府陆续出台了多项激励政策，鼓励国产医疗器械加快创新、推动高端医疗器械国产化，促进新技术的推广应用，加快国内医疗器械产业的发展。

#### 投资建议

- 如上文所述，我们建议关注三条主线：
- 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，且竞争格局也已经相对稳定，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、创新领域建议关注进入兑现或者放量阶段，以及未来具备出海能力的企业，如：信达生物、康方生物、科伦博泰生物、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，与投资相关的风险，产品销售不及预期风险。

#### 相关研究报告

- 《医药生物行业周报》20241124
- 《医药生物行业周报》20241117
- 《医药生物行业周报&三季报总结》20241111

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

证券分析师：梁端玉

duanyu.liang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523090003

## 目录

|  |    |
|--|----|
| 一、24 年医药相对承压，期待 25 年表现.....              | 5  |
| 1.1 2024 年医药生物板块压力较大.....                | 5  |
| 1.2 25 年医药生物板块仍然值得期待.....                | 6  |
| 二、三点思路：稳健增长、困境反转、创新药械.....               | 8  |
| 2.1 集采后的刚需板块仍具备稳健成长性.....                | 8  |
| 2.2 关注投融资领域及财政资金的变化，CXO 和设备有望迎来反转机会..... | 9  |
| 2.3 创新仍旧值得关注.....                        | 11 |
| 三、细分子行业.....                             | 13 |
| 3.1 医疗器械：集采影响逐步出清，后续有望逐步回归稳健增长.....      | 13 |
| 3.2 CXO：关注国内 CRO 的恢复情况.....              | 15 |
| 3.3 创新药：政策持续加码，出海仍为主旋律.....              | 16 |
| 3.4 中药：关注后续政策支持力度.....                   | 20 |
| 3.5 原料药：扰动风险出清，关注新产品增量.....              | 21 |
| 3.6 医院：长期仍然存在增长空间.....                   | 22 |
| 3.7 零售药店：短期内行业受到比价政策影响，渠道能力重要性凸显.....    | 23 |
| 投资建议.....                                | 27 |
| 风险提示.....                                | 28 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图表 1. 2024 年申万各一级行业涨跌幅情况（截止至 2024.11.26）             | 5  |
| 图表 2. 2024 年申万医药生物板块及生物医药各二级子板块涨跌幅情况（截止至 2024.11.26） | 6  |
| 图表 3. 申万医药生物指数近些年估值情况（TTM、整体法、剔除负值）                  | 6  |
| 图表 4. 2024 年三季度 SW 医药生物板块收入及利润同比增速中位数                | 7  |
| 图表 5. 2020-2023 年我国医保基金的总收入和总支出情况                    | 8  |
| 图表 6. 基本医疗保险制度参保人数及覆盖率（1999-2018 年）                  | 9  |
| 图表 7. 全球大型药企研发支出情况（单位：十亿美元）                          | 10 |
| 图表 8. 全球医药生物公司融资规模（单位：十亿美元）                          | 10 |
| 图表 9. 部分中国创新医疗器械行业政策                                 | 11 |
| 图表 10. 近年医疗器械板块研发费用及研发费用率                            | 12 |
| 图表 11. 医疗器械板块研发费用排名 Top10 企业                         | 12 |
| 图表 12. 医疗器械板块营业收入（单位：亿元）                             | 13 |
| 图表 13. 医疗器械板块归母净利润（单位：亿元）                            | 13 |
| 图表 14. 医疗器械集采情况                                      | 14 |
| 图表 15. 中国新增上市创新医疗器械数量                                | 15 |
| 图表 16. 中国医疗器械市场规模趋势预测（亿元）                            | 15 |
| 图表 17. 医疗研发外包板块营业收入（单位：亿元）                           | 15 |
| 图表 18. 医疗研发外包板块归母净利润（单位：亿元）                          | 15 |
| 图表 19. CXO 公司业绩情况（百万元）                               | 16 |
| 图表 20. 化学制剂板块营业收入（单位：亿元）                             | 16 |
| 图表 21. 化学制剂板块归母净利润（单位：亿元）                            | 16 |
| 图表 22. “十四五”医药工业发展规划医药创新政策                           | 17 |
| 图表 23. 化学创新药临床试验申请（IND）申报数（个）                        | 17 |
| 图表 24. 近年新药上市申请（NDA）数（个）                             | 17 |
| 图表 25. 2019 年全球各国人均医疗健康支出（美元）                        | 18 |
| 图表 26. 2024H1 年中国创新药 license out 统计                  | 19 |
| 图表 27. 中药板块营业收入（单位：亿元）                               | 20 |
| 图表 28. 中药板块归母净利润（单位：亿元）                              | 20 |
| 图表 29. 中药板块市盈率（TTM，剔除负值）                             | 20 |
| 图表 30. 部分国家层面主要中药行业政策及公告情况                           | 21 |
| 图表 31. 原料药板块营业收入（单位：亿元）                              | 21 |
| 图表 32. 原料药板块归母净利润（单位：亿元）                             | 21 |
| 图表 33. 近年专利到期可能影响的原研药销售额                             | 22 |
| 图表 34. 医院板块营业收入（单位：亿元）                               | 22 |
| 图表 35. 医院板块归母净利润（单位：亿元）                              | 22 |

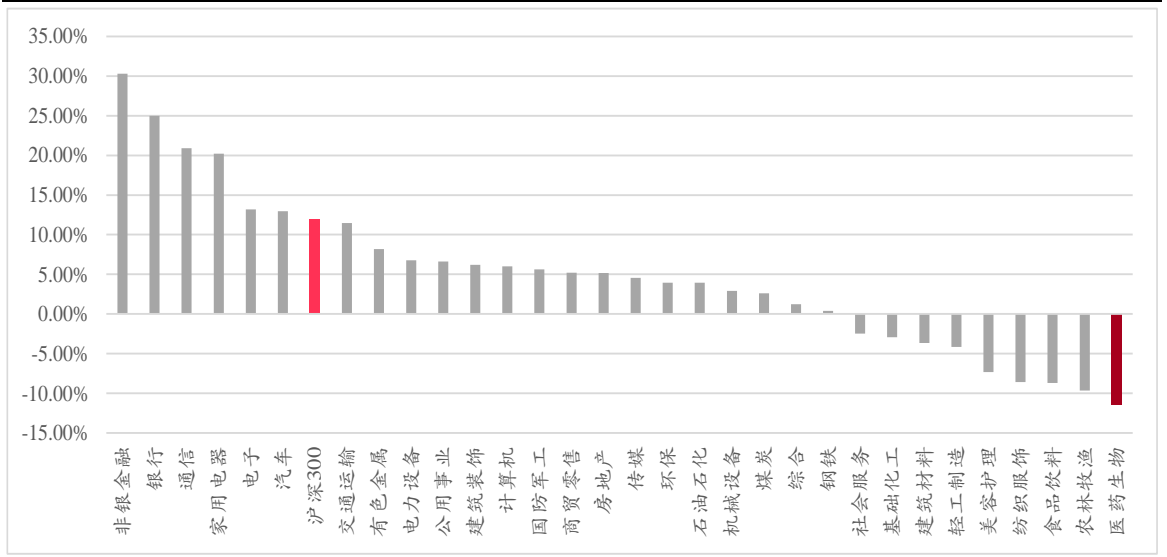
|  |    |
|--|----|
| 图表 36. 医疗服务公司业绩情况 (百万元) .....            | 22 |
| 图表 37. 眼科专科医院各细分项目收入情况 (单位: 百万元) .....   | 23 |
| 图表 38. 近年中国公立医院及民营医院诊疗人次 (单位: 亿人次) ..... | 23 |
| 图表 39. 线下药店板块营业收入 (单位: 亿元) .....         | 24 |
| 图表 40. 线下药店板块归母净利润 (单位: 亿元) .....        | 24 |
| 图表 41. 2022 年头部零售药店主要地区门店占比情况 .....      | 25 |
| 图表 42. 各地门诊统筹药店价格管理及支付标准情况 .....         | 26 |

## 一、24 年医药相对承压，期待 25 年表现

### 1.1 2024 年医药生物板块压力较大

整体来看，医药行业 2024 年表现相对低迷，截止到 2024 年 11 月 26 日，申万医药生物板块上半年下跌 11.46%，排名第 31 位。同期沪深 300 指数上涨 11.92%，医药生物板块跑输沪深 300 指数 23.38pct。

图表 1. 2024 年申万各一级行业涨跌幅情况（截止至 2024.11.26）



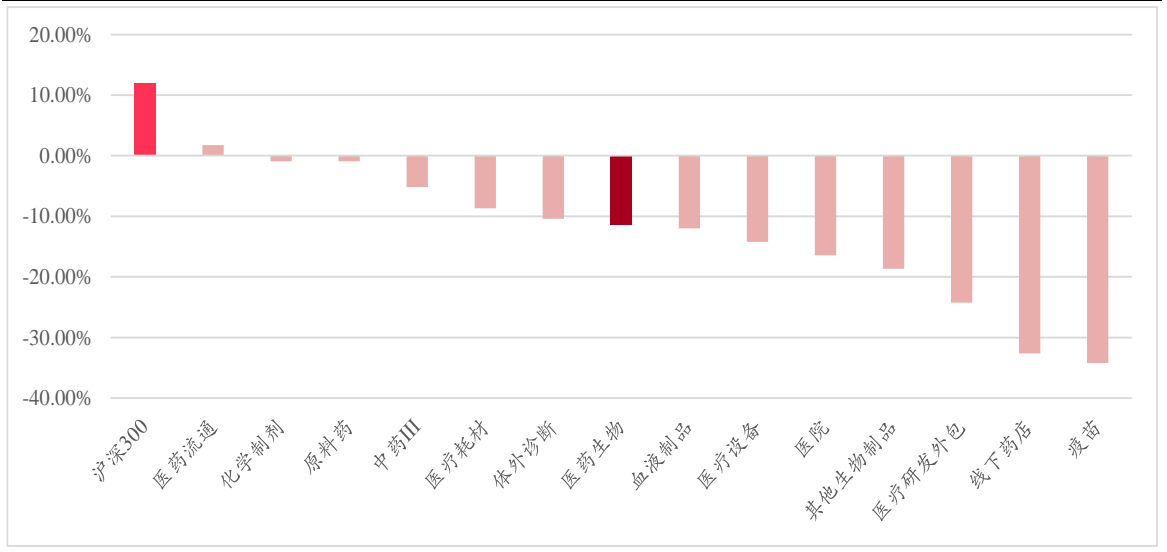
资料来源：iFinD，中银证券

分子板块来看，截止到 2024 年 11 月 26 日，医药流通板块实现正向收益，其他医药行业的各个子板块普遍呈现负收益率状态。其中，化学制药板块和原料药表现相对抗跌，跌幅为 0.91%；相比之下，疫苗板块、线下药店和医疗研发外包板块则遭受较大冲击，跌幅分别达到 34.23%、32.62%和 24.26%，成为跌幅最大的三个细分领域。

**产品类子板块存在一定超额收益。**值得关注的是，以产品为主的细分板块，如原料药（-0.91%）、化学制剂（-0.91%）、中药（-5.19%）、医疗耗材（-8.66%）和体外诊断（-10.42%）等，尽管同样面临负收益率的挑战，但均跑赢整体医药指数（-11.46%）。

回溯过去几年，自 2018 年集采政策逐步实施以来，药品价格的大幅下降对相关产品类公司的短期业绩产生直接影响，多数公司陷入业绩与估值的双重压力之下。但截止到目前，随着集采的边际影响逐渐变弱，产品类公司正逐渐回归至正常的发展轨道。今年各板块的表现再次证明这一点，未来随着医药行业需求的不断增长以及价格因素的逐步弱化，我们预期大多数集采后的品种收入依然能够保持稳健增长。

图表 2. 2024 年申万医药生物板块及生物医药各二级子板块涨跌幅情况（截止至 2024.11.26）



资料来源: iFinD, 中银证券

## 1.2 25 年医药生物板块仍然值得期待

从估值上来看, 截止到 2024 年 11 月 26 日, 医药生物板块的整体估值为 26.93x, 与 2021 年的估值水平相比仍然较低。我们认为, 从目前来看医药生物板块具备一定的配置价值。

图表 3. 申万医药生物指数近些年估值情况 (TTM、整体法、剔除负值)



资料来源: iFinD, 中银证券

医药生物板块 2024 年受到医药反腐和医疗设备更新政策造成的招采购推迟影响, 营业收入及归母净利润整体承压。SW 医药生物板块 2024 年 Q1-Q3 收入端及归母净利润增速承压, 营业收入同比增速中位数为-0.51%, 归母净利润同比增速中位数为-6.73%。其中, 医药生物板块在 Q3 单季的收入增速相比 Q2 有所改善, Q3 同比增速中位数为 0.53%。

整体来看, 随着“医药反腐”相关因素的影响正在逐步褪去, 行业的手术量也在逐步恢复。伴随着手术及诊疗的逐步恢复和伴随设备更新政策落地带来的招采购需求集中释放, 我们认为, 2025 年医药生物板块业绩仍然值得期待。



图表 4. 2024 年三季度 SW 医药生物板块收入及利润同比增速中位数

|        | 营业收入同比增速 (%)   |                |               |                |                | 归母净利润同比增速 (%)  |                |                |                |                |
|--------|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|        | 2024<br>Q1-Q3  | 2023Q4         | 2024Q1        | 2024Q2         | 2024Q3         | 2024<br>Q1-Q3  | 2023Q4         | 2024Q1         | 2024Q2         | 2024Q3         |
| 医药生物   | <b>(0.51)</b>  | 0.26           | 1.26          | <b>(0.44)</b>  | <b>0.53</b>    | <b>(6.73)</b>  | <b>(4.96)</b>  | 1.32           | <b>(4.50)</b>  | <b>(6.66)</b>  |
| 化学制药   | <b>0.62</b>    | <b>(1.91)</b>  | 1.85          | <b>(1.70)</b>  | <b>1.86</b>    | <b>4.05</b>    | <b>(15.92)</b> | 6.38           | 5.36           | <b>3.67</b>    |
| 原料药    | <b>1.72</b>    | <b>(9.90)</b>  | 2.35          | 1.19           | <b>(2.52)</b>  | <b>1.62</b>    | <b>(31.01)</b> | <b>(6.37)</b>  | 5.36           | <b>(22.92)</b> |
| 化学制剂   | <b>0.24</b>    | <b>(0.45)</b>  | 1.56          | <b>(1.95)</b>  | <b>3.65</b>    | <b>5.52</b>    | <b>(4.94)</b>  | 10.74          | 6.02           | <b>7.58</b>    |
| 中药     | <b>(5.29)</b>  | <b>(0.68)</b>  | <b>(3.10)</b> | <b>(7.63)</b>  | <b>(3.52)</b>  | <b>(16.30)</b> | 13.78          | 0.98           | <b>(16.50)</b> | <b>(18.57)</b> |
| 生物制品   | <b>1.05</b>    | 13.48          | 3.40          | 2.45           | <b>(2.56)</b>  | <b>(5.70)</b>  | 3.28           | <b>(3.78)</b>  | <b>(5.86)</b>  | <b>(1.43)</b>  |
| 血液制品   | <b>3.83</b>    | 12.59          | 1.64          | 17.52          | <b>(3.05)</b>  | <b>19.66</b>   | <b>(10.21)</b> | 13.12          | 24.14          | <b>5.20</b>    |
| 疫苗     | <b>(17.79)</b> | 3.19           | <b>(4.30)</b> | <b>(16.02)</b> | <b>(15.63)</b> | <b>(39.25)</b> | <b>(4.00)</b>  | <b>(47.41)</b> | <b>(42.89)</b> | <b>(11.57)</b> |
| 其他生物制品 | <b>7.03</b>    | 15.08          | 8.23          | 4.99           | <b>2.98</b>    | <b>2.32</b>    | 10.57          | 7.15           | <b>(1.06)</b>  | <b>0.64</b>    |
| 医药商业   | <b>2.24</b>    | 0.35           | 5.93          | <b>(1.08)</b>  | <b>3.56</b>    | <b>(10.43)</b> | <b>(20.38)</b> | 4.90           | <b>(18.24)</b> | <b>(6.29)</b>  |
| 医药流通   | <b>(0.21)</b>  | 0.35           | 0.02          | <b>(2.83)</b>  | <b>2.65</b>    | <b>(6.99)</b>  | <b>(4.06)</b>  | 4.90           | <b>(14.31)</b> | <b>(0.83)</b>  |
| 线下药店   | <b>7.19</b>    | 1.21           | 13.46         | 3.51           | <b>4.69</b>    | <b>(19.50)</b> | <b>(62.57)</b> | 5.65           | <b>(28.32)</b> | <b>(29.64)</b> |
| 医疗器械   | <b>(0.51)</b>  | <b>(4.99)</b>  | <b>(0.45)</b> | 3.52           | <b>0.74</b>    | <b>(9.03)</b>  | 7.05           | <b>(0.56)</b>  | <b>(1.22)</b>  | <b>(8.32)</b>  |
| 医疗设备   | <b>(6.47)</b>  | <b>(5.85)</b>  | <b>(7.48)</b> | <b>(4.39)</b>  | <b>(4.31)</b>  | <b>(30.04)</b> | <b>(17.49)</b> | <b>(22.25)</b> | <b>(26.29)</b> | <b>(16.70)</b> |
| 医疗耗材   | <b>8.53</b>    | 12.83          | 8.16          | 12.75          | <b>13.69</b>   | <b>12.71</b>   | 27.18          | 4.82           | 14.56          | <b>15.06</b>   |
| 体外诊断   | <b>(0.52)</b>  | <b>(25.79)</b> | <b>(1.91)</b> | <b>(0.11)</b>  | <b>(0.17)</b>  | <b>(6.73)</b>  | 25.66          | 7.43           | <b>(0.63)</b>  | <b>(15.13)</b> |
| 医疗服务   | <b>0.94</b>    | 16.17          | 4.03          | 0.94           | <b>0.01</b>    | <b>(27.43)</b> | <b>(12.14)</b> | <b>(17.80)</b> | <b>(19.66)</b> | <b>(29.28)</b> |
| 诊断服务   | <b>(10.05)</b> | <b>(33.03)</b> | <b>(8.01)</b> | <b>(5.98)</b>  | <b>(11.16)</b> | <b>(83.71)</b> | <b>(59.50)</b> | <b>(85.54)</b> | <b>(19.92)</b> | <b>(98.56)</b> |
| 医疗研发外包 | <b>1.97</b>    | 12.61          | 1.38          | 0.54           | <b>(0.12)</b>  | <b>(29.04)</b> | <b>(34.00)</b> | <b>(13.96)</b> | <b>(30.15)</b> | <b>(34.89)</b> |
| 医院     | <b>1.59</b>    | 31.17          | 5.09          | 2.25           | <b>0.26</b>    | <b>(12.24)</b> | 54.50          | <b>(33.69)</b> | 0.85           | <b>(9.79)</b>  |

资料来源: ifind, 中银证券

## 二、三点思路：稳健增长、困境反转、创新药械

### 2.1 集采后的刚需板块仍具备稳健成长性

2024 年医药生物板块的“量”“价”关系均受到影响，反腐使行业手术量出现波动，集采的持续使行业的价格一直受到扰动，我们认为这是今年医药生物板块表现相对较弱的原因。

但从投资者预期上来看，由于医药公司季报的报表多出现承压，且为 23 年 Q3 板块业绩基数相对较低的情况下发生，所以，我们认为投资者其实对“反腐”和“集采”这两点的预期已经充分的反映。

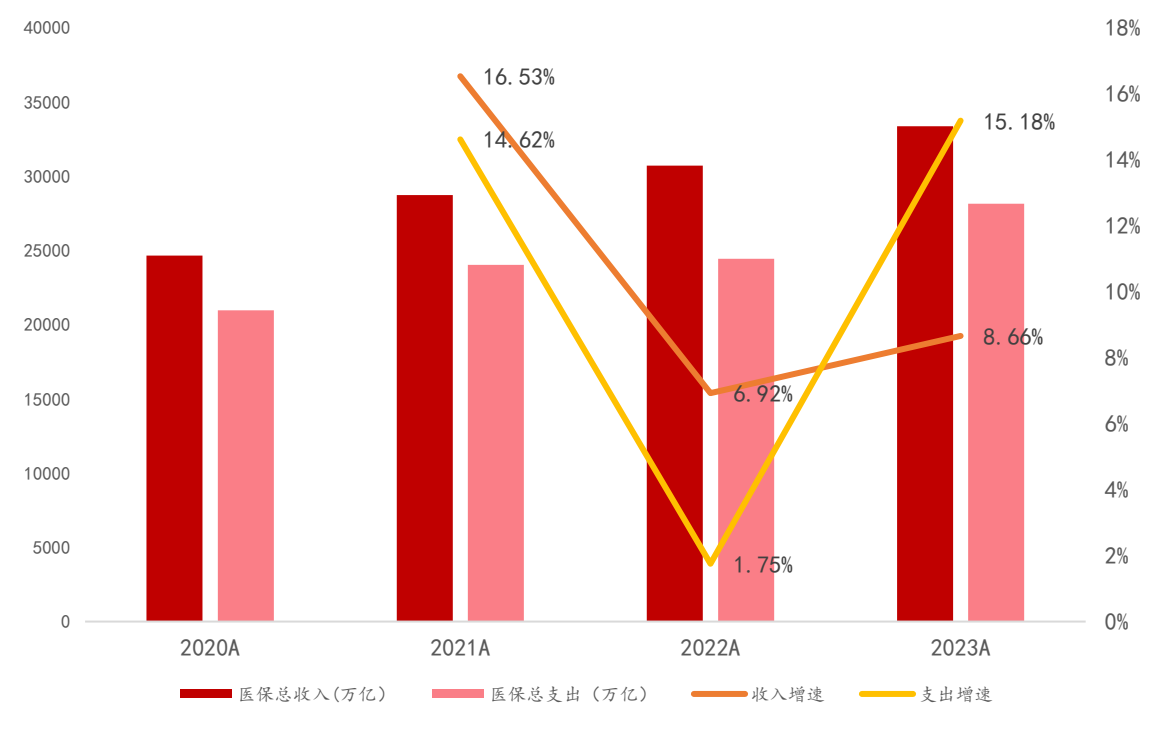
预期已经充分反映，行业后续的变化更为重要。同时，反腐和集采的趋势也会进一步影响整个板块的发展情况。

反腐方面，目前反腐已经实施了一年以上，从时间上看，其影响相对预期更长，目前尚未看到明确反腐结束的政策文件，且反腐对医生诊疗习惯会存在一定的改变，所以我们认为未来反腐仍会持续。

但是我们预计反腐对行业的影响会逐渐减弱，因为医药行业本身刚需性仍然存在，行业的自然增长也仍然存在，所以在不考虑价格的因素下，预计未来医药行业规模的增速会逐渐回归到与手术量对应的水平上。但在这个过程中，临床刚需产品的价值可能会进一步体现，而非刚需、存在带金销售的产品未来或将存在一定压力。

集采方面，集采的本质还是源自于医保的压力，目前看医保基金的压力仍然存在，根据 2023 年医保局发布的《医疗保障事业发展统计快报》，我国医保总收入为 3.3 万亿元，同比增速为 8.66%，总支出为 2.8 万亿，同比增速为 15.18%，支出增速明显高于收入增速。

图表 5. 2020-2023 年我国医保基金的总收入和总支出情况



资料来源：医保局，中银证券

从医保覆盖上来看，我国医保覆盖率已经达到了较高的水平，截止到 2018 年，我国医保覆盖率已经达到 95% 以上，这意味着未来医保资金覆盖人数的增加也相对有限。



图表 6. 基本医疗保险制度参保人数及覆盖率 (1999-2018 年)

| 年份   | 城镇职工基本医疗保险年末人数 (万人) | 城镇居民基本医疗保险年末参保人数 (万人) | 新农合参保人数 (万人) | 覆盖率 (%) |
|------|---------------------|-----------------------|--------------|---------|
| 1999 | 2,065.3             | -                     | -            | 1.6     |
| 2000 | 3,786.9             | -                     | -            | 3.0     |
| 2001 | 7,285.9             | -                     | -            | 5.7     |
| 2002 | 9,401.2             | -                     | -            | 7.3     |
| 2003 | 10,901.7            | -                     | -            | 8.4     |
| 2004 | 12,403.7            | -                     | 8,000.0      | 15.7    |
| 2005 | 13,782.9            | -                     | 17,900.0     | 24.2    |
| 2006 | 15,731.9            | -                     | 41,000.0     | 43.2    |
| 2007 | 18,020.3            | 4,291.0               | 72,600.0     | 71.8    |
| 2008 | 19,995.6            | 11,826.0              | 81,500.0     | 85.3    |
| 2009 | 21,937.4            | 18,209.6              | 83,300.0     | 92.5    |
| 2010 | 23,734.7            | 19,472.0              | 83,600.0     | 94.6    |
| 2011 | 25,227.1            | 22,116.1              | 83,200.0     | 96.9    |
| 2012 | 26,485.6            | 27,155.7              | 80,500.0     | 99.1    |
| 2013 | 27,443.1            | 29,629.4              | 80,200.0     | 100.9   |
| 2014 | 28,296.0            | 31,450.9              | 73,600.0     | 97.5    |
| 2015 | 28,893.1            | 37,688.5              | 67,000.0     | 97.2    |
| 2016 | 29,531.5            | 44,860.0              | 63,879.0     | 100.0   |
| 2017 | 30,322.7            | 87,358.7              | 13,300.0     | 94.2    |
| 2018 | 31,673.0            | 89,738.0              | 13,300.0     | 96.5    |

资料来源: 历年中国卫生和计划生育统计年鉴, 历年中国统计年鉴, 国家医疗保障局 2018 年全国基本医疗保障事业发展统计公报, 中银证券

所以从整体来看, 在医保支付压力持续存在的背景下, 医疗行业控费措施会持续推进, 集采政策亦将不断深化, 后续病组 (DRG) 和按病种分值 (DIP) 的付费模式将在全国各地逐步推广实施。

总的来说, 我们预计未来医药生物板块的手术量仍会持续稳健的增长, 但由于集采仍然存在, 部分未集采的行业仍然可能会受到政策的扰动。而对于已经集采过的品种, 由于其价格已经保持稳定, 且往往具备以下特点:

- 1、在首次集采中, 这些品种已实现大幅度的价格下调, 其毛利率已经进入比较平稳的水平。
- 2、降价之后, 这些品种所在的行业格局逐渐稳固, 形成新的竞争格局。由于渠道、品牌、成本等多重壁垒的存在, 新进入者较少。
- 3、这些品种仍然具备成长空间。根据广东省医疗保障局的数据, 以心脏支架为例, 自 2020 年新增支架集采后, 2021-2023 年, 中选心脏支架的使用量分别为 160 万条、183 万条和 218 万条, 年均增长率高达 17%。

所以, 我们认为许多品种已经逐步进入到价格平稳窗口期, 且从近期支架、骨科、胰岛素等产品的一些集采续标情况来看, 这些品种价格往往还能有不同程度的上浮。考虑到我国庞大的人口基数, 产品集采降价后的可及性往往大幅提高, 且伴随老龄化的加速, 不少集采产品渡过价格降价周期后, 收入仍会保持稳定的增长, 与之对应的相关标的有望进入平稳增长区间。

## 2.2 关注投融资领域及财政资金的变化, CXO 和设备有望迎来反转机会

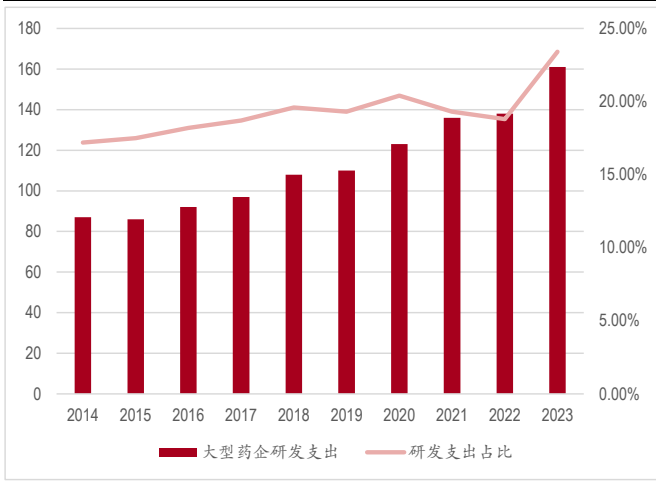
过去几年, 由于投融资环境压力相对较大, 这也使得医药行业中, 与投融资相关性较大的医药外包、科研服务等板块持续承压。

9 月 24 日, 中国人民银行、金融监管总局、中国证监会三部门联合发布多项重要政策, 进一步促进经济增长, 明确提出重点支持股票市场稳定发展。

在政策加持下, 二级市场逐渐走出低谷, 上证指数从 2024 年下旬以来的最低点 2689.7 点上涨到 3674.4 点, 股票市场情绪逐渐走高。

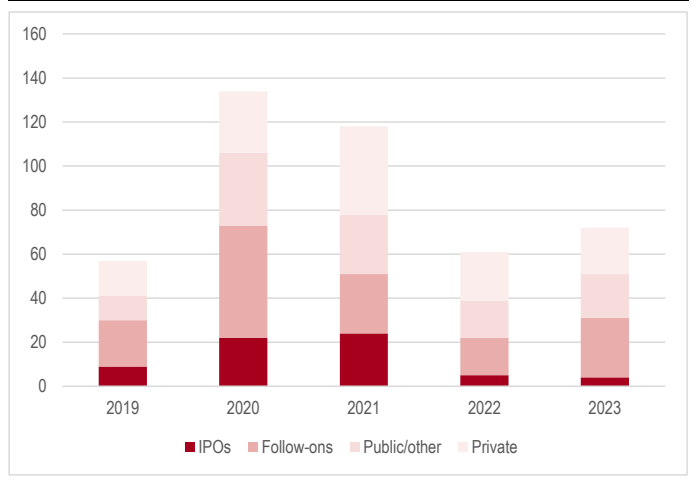
随着二级市场的回暖，我们预计国内投融资情况也有望逐步回暖。并且近些年全球投融资已经逐步回暖，根据 IQVIA 数据，全球医药生物融资在经历 2020-2021 年的高峰后，在 2022 年出现较大幅度的回落。2023 年全球医药生物融资规模已经出现反弹，医药生物公司（Biopharma）总融资额达到了 720 亿美元，同比增长 18%。2023 年，公开募集、和追加投资等渠道的融资规模均出现同比增长。

图表 7. 全球大型药企研发支出情况（单位：十亿美元）



资料来源: IQVIA, 中银证券

图表 8. 全球医药生物公司融资规模（单位：十亿美元）



资料来源: IQVIA, 中银证券

除此之外，一些新兴领域的出现，也为医药行业的投资进一步增加新的动力，如 ADC、多肽药物等，多肽药物目前仍然面临供不应求，司美格鲁肽在 2023 年多地区出现供给短缺的情况。这有望进一步增加 CXO、科研服务等业务的需求，在此背景下，以国内业务为主的 CXO 和科研服务板块有望逐步走出低谷。

### (1) ADC

肿瘤治疗目前仍然是创新药研发中的重要方向，ADC 具有高特异性靶向能力和强效杀伤作用，因此在肿瘤治疗方面具有较大的潜力。

ADC 药物的生产涉及抗体生产、毒素与连接子合成、偶联过程和纯化，以及制剂灌装等流程。偶联反应需要关注反应浓度、投料量、时间、缓冲体系、pH 等因素，且过程中涉及放热反应，需要进行温度控制。连接子与抗体进行偶联的过程中，需要控制抗体上所连接的毒素数量（DAR），从而保证了药品的均一性。ADC 药物涉及高活性毒素，需要进行设施设备清洁管理杜绝交叉污染，同时需要做好人员和环境的防护。此外，为了保障稳定性 ADC 药物往往以冻干形式存在，因此 ADC 的生产涉及到冻干灌装的工艺。

### (2) 多肽药物

在 2023 年，多肽药物在血糖管理与减重适应症方面均表现出优异的销售增长，在其他适应症方面也表现出亮眼的成绩。诺和诺德的司美格鲁肽在 2023 年的销售额超过了 200 亿美元，其中应用于减重适应症的司美格鲁肽销售额在 45 亿美元以上。礼来的替尔泊肽在 2023 年降糖适应症销售额超过了 50 亿美元，减重适应症于 2023 年年末获批，上市 2 个月内销售额超过 1.7 亿美元。

多肽药物目前仍然面临供不应求，司美格鲁肽在 2023 年多地区出现供给短缺的情况。礼来和诺和诺德目前均在积极进行产能扩张。

多肽药物的发展很大程度上依赖于多肽生产工艺的发展与成熟，第二代多肽生产方法基因重组法与化学合成法使得多肽可以进行大规模生产和分离纯化。基因重组法在前期的投入非常大，在大规模生产后可以一定程度上降低成本，但是基因重能表达的结构相对有限。化学合成法的研发周期较短可以进行快速生产，是目前多肽药物合成中较广泛应用的方法。

除科研服务外，设备更新的变化也值得关注，由于反腐，过去疫情等因素的影响，国内医院端医疗设备采购在 24 年出现明显的推迟。

但一方面，随着地方财政化债等增量政策出台，医院资金压力有望进一步缓解，且 2024 年 11 月 11 日，国家医保局办公室与财政部办公厅联合印发《关于做好医保基金预付工作的通知》，要求做好医保基金预付工作，缓解医疗机构资金压力。另一方面，目前部分地区已经公布了更新方案和投资规模，例如：广东省公布医疗卫生领域设备更新的投资规模为 53.9 亿元，24.2 亿元来源为申请中央投资，其余资金由使用单位自筹，由地方财政及专项债券等解决。随着具体更新方案的实施，我们预期 2024 年上半年推迟的医疗设备采购需求有望在 2025 年逐步释放。

### 2.3 创新仍旧值得关注

创新仍然是医药生物板块中值得关注的点，一方面，在集采降价压力下，创新产品有望给企业带来新的增量，目前看国内头部企业已相继加大研发投入，在新兴技术领域布局，积极拓宽研发管线，在研项目有序推进，各企业积极投入科研经费布局新兴赛道，寻找新的业务增长点。

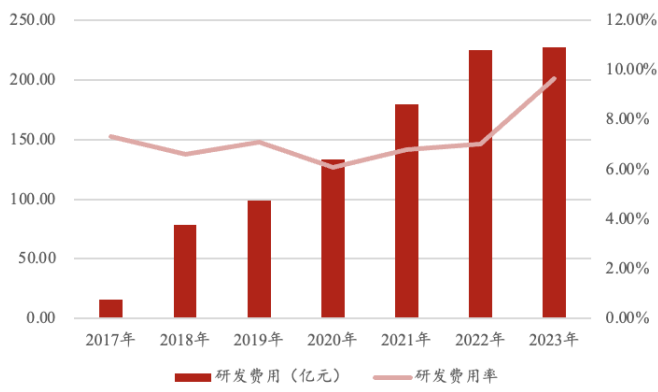
另一方面，在政策层面，近年来，我国高度重视医疗器械产业的创新发展，各级政府陆续出台了多项激励政策，鼓励国产医疗器械加快创新、推动高端医疗器械国产化，促进新技术的推广应用，加快国内医疗器械产业的发展。根据国家药监局的数据，截至 2024 年 7 月 8 日，我国已经批准 277 个创新医疗器械上市，其中 2024 年以来批准 27 个，涉及支气管导航操作控制系统、眼底病变眼底图像辅助诊断软件、体外心室辅助设备、肾动脉射频消融仪等多款高端医疗器械，涵盖手术机器人、人工智能医疗器械、心肺支持辅助系统等多领域。

图表 9. 部分中国创新医疗器械行业政策

| 发布时间        | 发办单位      | 政策名称                                    | 主要内容   |
|-------------|-----------|---|--|
| 2023 年 12 月 | 国家药监局     | 《支持福建探索海峡两岸融合发展新路推动药品医疗器械化妆品监管创新发展工作方案》 | 《工作方案》聚焦药品、医疗器械、化妆品监管创新，提出 7 项重点任务，包括：支持福建省内的台资药品上市许可持有人和医疗器械注册人发展、支持福建省内的台资化妆品注册人发展、支持福建开展进口第一类医疗器械备案、支持台湾地区进口医疗器械注册人在福建省内开展境内第三类医疗器械注册申报、支持福建在探索两岸中药传承创新融合发展上先行先试、支持福建开展两岸药品监管科学研究、支持福建持续加强两岸医药民间交流。 |
| 2022 年 4 月  | 国务院       | 《“十四五”国民健康规划》                           | 加强对防控所需药品和医疗器械应急研发、检验检测、体系核查、审评审批、监测评价等工作的统一指挥与协调。建立国家参考品原料样本和病患信息应急调用机制，完善药品紧急研发攻关机制。深化药品医疗器械审评审批制度改革，对符合要求的创新药、临床急需的短缺药品和医疗器械、罕见病治疗药品等，加快审评审批。   |
| 2021 年 12 月 | 国家药监局     | 《“十四五”医疗装备产业发展规划》                       | 构建面向患者全方位、全生命周期的新型医疗装备创新和技术转化体系已成为全球医疗科技创新热点，“创新链、产业链、服务链”等快速调整优化；优化创新医疗装备注册评审流程，支持拥有发明专利，技术属于国内首创且国际领先，具有显著临床应用价值的医疗装备进入特别审批通道，优先审批。  |
| 2021 年 9 月  | 国家药监局     | 《“十四五”全民医疗保障规划》                         | 鼓励产品创新，鼓励商业保险机构提供医疗、疾病、康复、照护、生育等多领域的综合性健康保险产品或服务，逐步将医疗新技术、新药品、新器械应用纳入商业健康保险保障范围。   |
| 2021 年 7 月  | 国家发改委等四部门 | 《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》               | 提升国家重点实验室等重大医学科研平台设施和装备水平。建设高水准、国际化、开放性的药物、医疗器械装备、疫苗等临床科研转化平台和创新技术孵化基地。  |
| 2021 年 3 月  | 国家药监局     | 《关于进一步促进医疗器械标准化工作高质量发展的意见》              | 提升标准科技支撑能力，推动标准化工作与科技创新体系深度融合，注重科研与标准的有效衔接，加强标准科研支撑能力，促进医疗器械标准化与科技创新、产业发展紧密结合。   |
| 2021 年 3 月  | 国家药监局     | 《关于开展医疗器械质量安全风险隐患排查治理工作的通知》             | 国家局及时通报相关企业名单，各省级药品监管部门重点排查相关企业质量管理体系自查、原材料采购、生产工艺控制、成品检验和不良事件监测体系运行情况，特别是创新医疗器械与产品创新点有关的生产工艺是否得到有效控制，以及附条件审批产品所附条件是否得到有效落实。   |

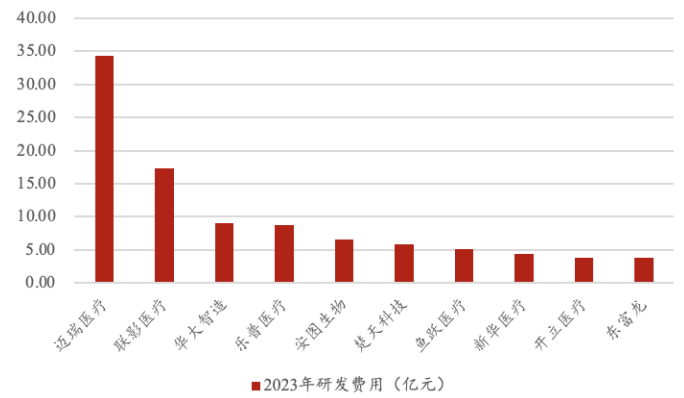
资料来源：中商产业研究院，中银证券

图表 10. 近年医疗器械板块研发费用及研发费用率



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 11. 医疗器械板块研发费用排名 Top10 企业



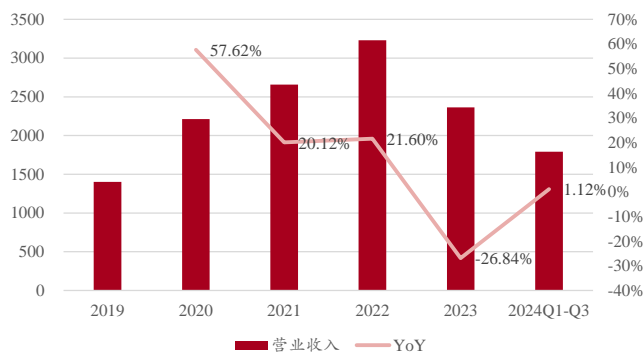
资料来源: iFinD, 中银证券

## 三、细分子行业

### 3.1 医疗器械：集采影响逐步出清，后续有望逐步回归稳健增长

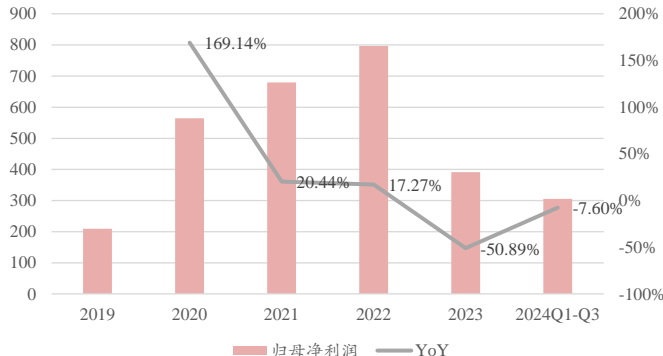
整体来看，医疗器械板块正在逐步从低谷走出，由于集采等各方面因素的影响，医疗器械板块 23 年收入端和利润端均存在下滑，而从 24 年三季度看，集采的影响正在逐步出清，上市公司收入端整体已经逐步回归正增长，24 年前三季度收入端同比增长 1.12%，虽然利润端仍然存在一定压力，但已较 23 年有所好转。

图表 12. 医疗器械板块营业收入（单位：亿元）



资料来源: ifind, 中银证券

图表 13. 医疗器械板块归母净利润（单位：亿元）



资料来源: ifind, 中银证券

医疗器械端的逐步恢复我们认为主要源自于两方面：

1、从近期部分耗材的续标上来看，降价已经缓和，目前冠脉支架、关节类、脊柱类、运动医学和人工晶体集采陆续开展，其中支架和部分骨科品种已经进行了二次续标，从续标结果上来看，政策不断优化，价格基本已经稳定，这意味着行业的风险已经基本出清。



图表 14. 医疗器械集采情况

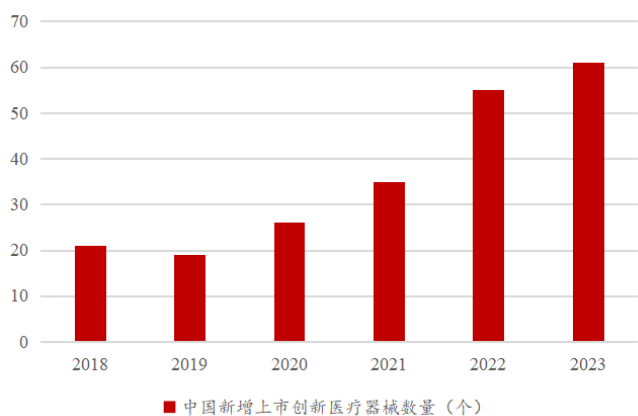
|         | 冠脉支架  | 关节  | 脊柱   | 冠脉支架续约   | 人工晶体和运动医学集采   | 人工关节续约   |
|---------|---|---|--|--|---|--|
| 时间      | 2020 年 10 月                                     | 2021 年 8 月  | 2022 年 9 月   | 2022 年 9 月   | 2023 年 11 月   | 2024 年 5 月   |
| 采购周期    | 2 年   | 2 年   | 3 年  | 3 年  | 2 年   | 3 年  |
| 意向采购量   | 报送采购总需求的 80% 累加                                 | 全国医疗机构总需求量的 90%   | 按采购总需求的 80% 累加得出   | 填报总量不得低于 2021 年实际采购量的 95%                          | 按参加本次集中带量采购每一家医疗机构报送的各产品采购需求量累加得出   | 按参加本次接续采购的每一家医疗机构报送的各产品系统采购需求量累加得出   |
| 产品分组    | 无   | 分 A、B 组   | 分 A、B、C 组  | 无  | 分 A、B 组   | 分 A、B 组  |
| 入围规则    | 按申报价格竞价比价，低价入围                                  |   |  |  |   |  |
| 入围企业数量  | 27 进 10，中选率 37%                                 | 48 进 44 家，中选率 92%；A 组产品中选率更高                                    | 低于最高申报价 4 折即可入围，中选率无限制                                       | 未公布  | 未公布   | 61 进 54 家，中选率 88.52%   |
| 中选规则一   | 申报价≤最低申报价 1.8 倍的，或者申报价>最低产品申报价 1.8 倍，但低于 2850 元 | 价格≤同竞价单元中最低价格 1.5 倍，或者价格>1.5 倍，但≤最高有效申报价 50%                    | 价格≤同竞价单元中最低价的 1.3 倍；或者价格>1.3 倍，但≤最高有效申报价的 50%，同时满足情形二，不存在情形三 | 确定中标最高价 798 元，不高于最高限价均能中标                          | 价格≤同竞价单元中最低价的 1.3 倍；或者价格>1.3 倍，但≤最高有效申报价的 50%，同时满足情形二、三   | 价格≤同竞价单元最低竞价比价格 1.2 倍的，或价格>同竞价单元最低竞价比价格 1.2 倍，但不高于陶瓷类髋关节产品系统 7588 元、陶瓷-聚乙烯类髋关节产品系统 6761 元、合金-聚乙烯类髋关节产品系统 5615 元、膝关节产品系统 5162 元     |
| 中选规则二   |   | A 组企业，价格不高于 B 组最高拟中选比价价格，且 A 组价格不高于最高有效申报价的 50%；设置髋关节各产品系统的竞价规则 | A 组企业，报价≤B 类最高拟中选的限价要求                                       |  | 人工晶体类：价格≤同类产品同折算规则最高有效申报价的 60%，不受规则一的限制；<br>运动医学类：价格≤同类产品同折算规则最高有效申报价 40%，不受规则一的限制                            | 复活中选。未按规则一获得中选资格的有效申报企业，若竞价比价格不高于陶瓷类髋关节产品系统 7987 元、陶瓷-聚乙烯类髋关节产品系统 7117 元、合金-聚乙烯类髋关节产品系统 5910 元、膝关节产品系统 5434 元，该企业获得复活中选资格，不受规则一的限制 |
| 采购量分配原则 | 无特别说明   | 中选企业的未分配量和未中选企业意向采购量共同组成剩余量，剩余量由医疗机构按规则自主决定。                    | 中选企业的未分配量和未中选企业意向采购量共同组成剩余量，剩余量由医疗机构按规则自主决定。                 | 量价挂钩：中选产品根据排名梯度分配基础量，对中选顺位靠前的企业予以倾斜，对中选顺位靠后的企业适当约束 | 竞价单元内按中选排名及中选依据，梯度分配协议采购量。医疗机构报量但未中选产品采购需求量的 90%、医疗机构报量但企业未申报产品采购需求量的 90% 以及中选产品的待分配量共同组成剩余量，由医疗机构自主选择分配给中选企业 | 竞价单元内按中选排名及中选规则，梯度分配协议采购量。医疗机构报量但未中选产品系统凑够需求量的 90%、医疗机构报量但企业未申报产品系统采购需求量的 90% 以及中选产品系统的待分配量共同组成剩余量，由医疗机构自主选择分配给中选企业                |
| 降价幅度    | 平均降幅 93%  | 平均降幅 82%  | 平均降幅 84%   | 未公布  | 人工晶体类耗材平均降幅 60%，运动学类耗材平均降幅 74%  | 平均降幅 6%  |
| 伴随服务费   | 否   | 是   | 是  | 是  | 是   | 是  |

资料来源：政府公告，地方医疗保障局，央视网，国家组织医用耗材联合采购平台，中银证券

2、行业的手术量依旧维持稳定增长，医疗器械刚需性较强，未来随着随着人口老龄化趋势加剧、居民生活水平不断提升，各医疗系统对于医疗器械的需求也有望不断增长。近年来我国医疗器械产业持续保持稳步发展态势。根据中商产业研究院披露的数据，2023 年中国医疗器械工业市场规模达 1.18 万亿元，同比增长 10.03%，2024 年市场规模预计将达到 1.28 万亿元。

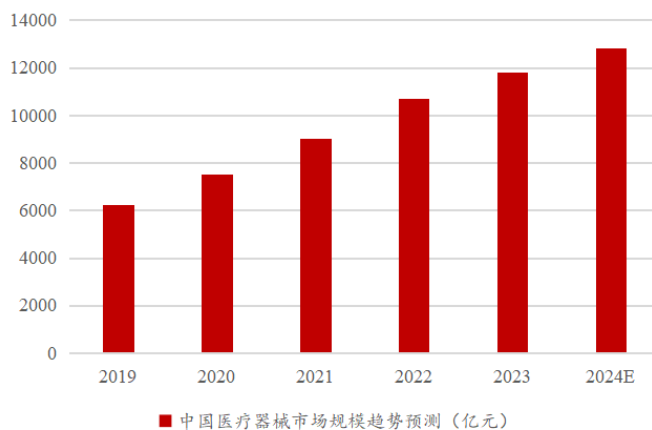


图表 15. 中国新增上市创新医疗器械数量



资料来源：中商产业研究院，中银证券

图表 16. 中国医疗器械市场规模趋势预测 (亿元)



资料来源：中商产业研究院，中银证券

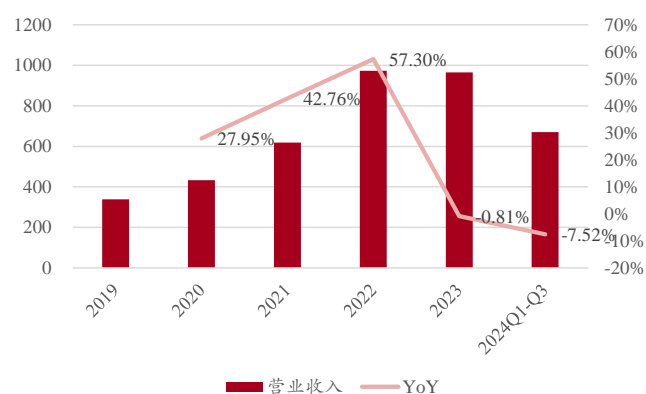
整体来看，随着价格逐步趋于稳定，我们认为医疗器械的不少细分板块，未来随着老龄化的不断加剧，逐步回归到稳定增长的态势中来，如骨科、心脑血管、人工晶体等领域，并且，不少器械行业仍然存在较多未满足的需求，随着企业新产品的不断上市，行业有望保持稳定快速增长。

对于医疗设备端，我们在上文中已经提到，我们预计随着地方财政化债等增量政策的逐步落地，医院资金压力有望进一步缓解，24 年推迟的采购需求有望在 25 年得到释放，设备类的公司的收入有望呈现较高的弹性增长。

### 3.2 CXO：关注国内 CRO 的恢复情况

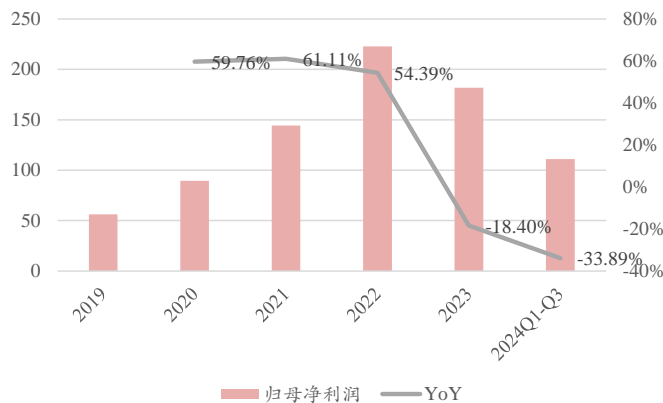
从 24 年前三季度来看，CXO 板块依然承压，收入方面，2024Q1-Q3 板块上市公司端营业收入为 671 亿元，同比下降 7.52%。利润方面，上市公司端归母净利润 2024Q1-Q3 归母净利润为 111 亿元，同比下降 33.89%。

图表 17. 医疗研发外包板块营业收入 (单位：亿元)



资料来源：ifind，中银证券

图表 18. 医疗研发外包板块归母净利润 (单位：亿元)



资料来源：ifind，中银证券

但从龙头公司第三季度的表现上来看，不少龙头公司第三季度收入增速情况已经逐步改善，如美迪西、凯莱英等公司，24 年环比均出现改善。目前资本市场正在逐步回暖，后续投融资也有望逐步恢复，前端 CRO 业务有望率先复苏。

政策方面，国内创新药发展的政策环境在 2024 年向好，创新药在 2024 年作为新兴产业首次在《政府工作报告》中被提及。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》，会议指出：要全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/348125055007007006>