

2025年医药生物行业策略

否极泰来，黎明将至

证券分析师：朱国广

执业证书编号：S0600520070004

联系邮箱：zhugg@dwzq.com.cn

2024年12月5日

过去近3-4年受到医保结余和集采扩面压制、医疗反腐、消费降级及海外大国博弈等影响，医药指数下跌约50%，2025年医药行业能否扭转颓势？**2025年行业判断**：从行业政策、估值水平、调整周期、筹码结构等多维度支撑医药板块有望走强。正文从医保结余和商保积极变化、DRG对医院不同科室影响、仿制药集采变化趋势及医疗反腐进入新阶段等进行全面分析，2024年为医疗反腐最具挑战一年，2025年有望迎来积极变化。从去过医药指数表现比较糟糕背景下，但仍然有涨幅翻倍、涨幅70%分别有10支、20支个股，主要扎堆于中药（华润三九、佐力药业、羚锐制药、方盛制药、江中药业、济川药业等）、创新药（百利天恒、科伦药业、海思科、艾力斯等）、高端仿制药（恩华药业、特宝生物等）、AI医疗（润达医疗）等。**看好的子行业排序分别为：创新药>消费医疗>CXO>中药>医疗器械>药店>医药商业等。**

创新药：国产创新药颇具全球竞争力，扭亏及战略性出海为战略性方向。 1) **国产创新药研发实力显著提高。** 2017年以来，国产新药各阶段临床试验数量和药品上市数量稳步增长，2020年至2023年从207起上升至286起，同时高技术力疗法和FIC产品比例上升明显； 2) **国内商业化及BD出海驱使其实现扭亏盈利。** 多元化盈利模式大大提高了创新药企扭亏为盈的可能性，同时加强了创新药资产的确切性； 3) **海外市场打开创新药天花板。** 全球医药市场规模整体呈现增长趋势，国产创新药license-out金额也在逐年上升，24 Q1-Q3披露总交易金额达336亿美元，同比增加100%； 4) **国内政策强化。** 全链条支持创新药发展政策逐步落地，24年国谈目录谈判成功率超过了90%，较总体成功率高16个百分点。**建议关注百济神州、信达生物、海思科、恒瑞医药、迪哲药业、亚盛医药等。**

消费医疗：政策弹性大、静待消费回暖，把握业绩修复弹性的个股。 面对消费需求景气下行、医保控费政策等一系列压力因素，消费医疗/医疗服务板块短期增长承压，未来我们仍然看好该板块投资机会：1) 人口老龄化与医疗保健消费升级两大主线，推动需求持续增长及多元化，医疗服务是需求刚性最强、需求长期升级的消费品类。2) 新产品新技术新术式的出现，仍有望拉动平均价格水平。3) 民营医疗经过前十年快速扩张已进入体质增效阶段，当前行业加速出清，头部公司有望凭借规模、品牌、效率等优势继续提升份额。4) **消费国家政策推动。** **建议关注爱尔眼科、普瑞眼科等、爱美客、昊海生科等。**

医疗器械：围绕“老龄化+创新+出海”三大主线，把握2025年医疗器械赛道投资机会。 1) 医疗设备以旧换新促进潜在市场需求，根据国内部分省市所披露出的数据，县域医共体设备更新项目总金额现已达到63.08亿元。国产替代+海外出口推动长期稳定发展，建议关注迈瑞医疗、联影医疗、开立医疗、澳华内镜等；2) 院内高值耗材/IVD：集采逐步出清、有望加速国产替代进程，行业渗透率有望持续提升，建议关注行业景气度高，替代空间大的惠泰医疗、新产业、微电生理-U、三友医疗等；3) 老龄化趋势加速健康意识提升，看好渠道强、性价比高的自费产品，建议关注鱼跃医疗、三诺生物、爱博医疗、新华医疗等。

中药：医药内循环下首选中药，中药板块集采政策压制逐步释放，估值切换下具有性价比。 (1) 湖北中成药集采规则已落地，规则细则基本符合市场预期，且小儿鼓翘、丹滴等担心的大品种并未在目录内，中期来看，政策压制因素已经逐步释放；(2) 估值切换下，中药具有一定性价比：经过24年的调整，部分公司的业绩高基数逐步消化，同时切换25年业绩预期来看，估值不足20倍；(3) 筹码结构较好：公募中药持仓比例较低，2024Q3约8.5%；(4) 基药目录有望逐步推进。**关注佐力药业、济川药业、华润三九、方盛制药等。**

推荐标的：百济神州、恒瑞医药、海思科、信达生物、爱尔眼科、普瑞眼科、爱美客、佐力药业、联影医疗、迈瑞医疗。

风险提示：研发进展不及预期；商业化推进不及预期；海外审批或收益不达预期；集采风险，药品和耗材降价超预期风险；国际地缘政治风险等



- 1、行情回顾及基本面分析

- 2、行业重点政策梳理

- 3、消费医疗：消费属性强，刺激政策弹性大

- 4、创新药：国产创新药颇具全球竞争力，出海为战略性方向

- 5、医疗器械：内需复苏与出海机遇并存

- 6、中药：政策压制逐步释放，内循环下关注强品牌或强产品力

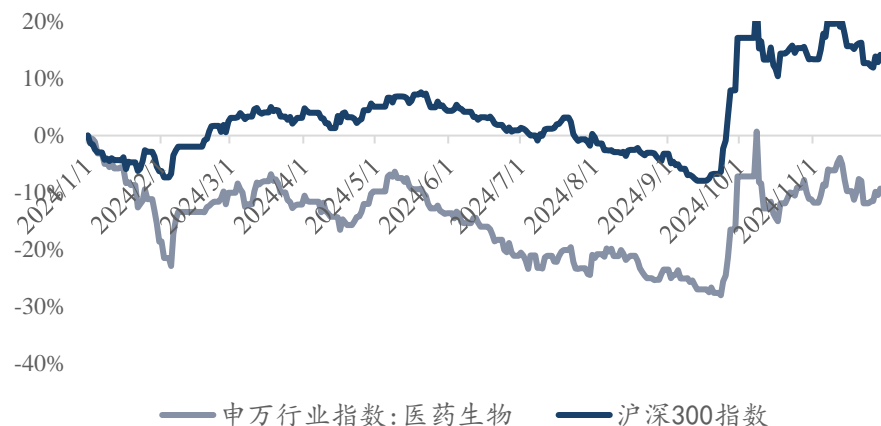
- 7、推荐标的

- 8、风险提示

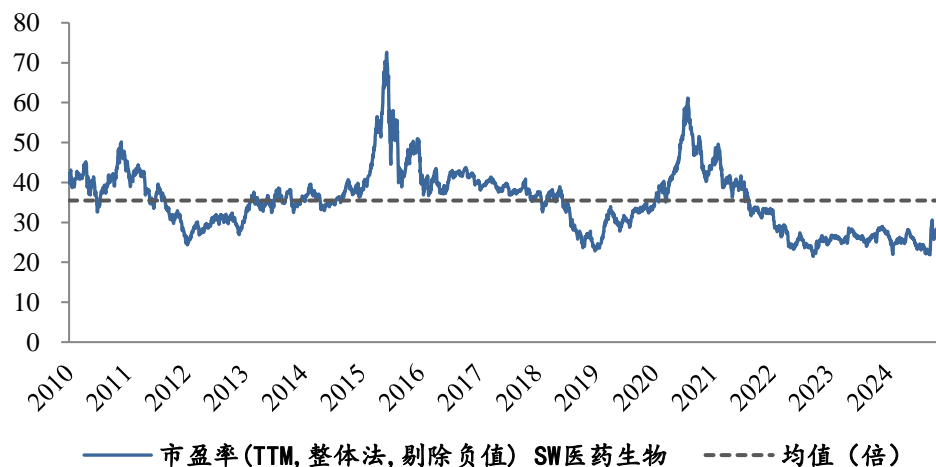
行情回顾及基本面分析

医药二级市场表现 (2024/1/1-2024/11/2)

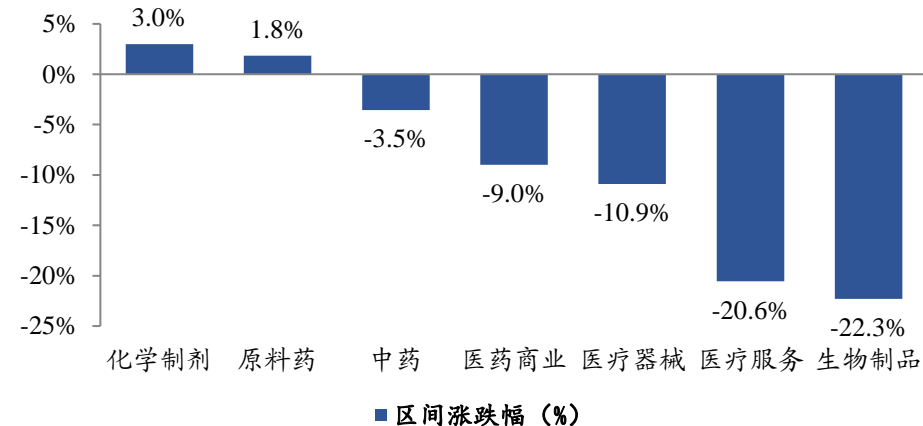
2024年医药指数相对沪深300走势



申万医药市盈率历史变化趋势



2024年医药子行业二级市场涨跌幅



- 2024年1月1日至11月29日，申万医药生物指数下跌9.3%，低于沪深300指数23.4个百分点。
- 2024年各医药子行业中，化学制剂领涨，其次是原料药，而中药、医药商业、医疗器械、医疗服务、生物制品板块均有不同程度的下跌。
- 2024年11月29日，申万医药板块市盈率（TTM）为28倍，约为近14年生物医药板块市盈率中位数35.5倍的79%。细分领域看：化药31倍、医疗服务31倍、医疗器械30倍、生物制品27倍、中药25倍、医药商业18倍。

■ 2021年7月至今，医药涨幅居前聚焦化药、中药板块；跌幅居前聚焦疫苗等板块。

- 分析上涨动因，包括疫后院内复苏（如恩华药业、科伦药业、海思科等）；生物领先技术（如百利天恒adc药物、通化金马ad药、艾力斯car-t、润达医疗AI诊断等）；政策鼓励及高股息（中药板块如佐力药业、方盛制药等）；国企改革（华润系、国药系公司）。
- 分析下跌原因，包括疫情后疫苗行业景气度下滑、消费降级以及集采政策影响等。

21M7至今医药板块涨幅前二十（经调整）

代码	公司	涨幅（21M7至今）	上市以来股价达最高点时间	总市值（亿元）
688506.SH	百利天恒-U	574.01%	24M10	866
300765.SZ	新诺威	358.39%	23M12	400
300049.SZ	福瑞股份	223.05%	15M6	101
000766.SZ	通化金马	183.66%	16M6	139
000999.SZ	华润三九	143.39%	24M10	579
600285.SH	羚锐制药	132.64%	24M10	124
300181.SZ	佐力药业	129.68%	24M10	120
603998.SH	方盛制药	111.41%	15M5	50
688278.SH	特宝生物	109.74%	24M10	303
600062.SH	华润双鹤	98.12%	22M5	222
000756.SZ	新华制药	97.71%	22M12	89
688578.SH	艾力斯	0.98%	24M5	275
600750.SH	江中药业	1.10%	24M4	128
002653.SZ	海思科	1.11%	24M10	441
688656.SH	浩欧博	1.30%	24M11	83
600566.SH	济川药业	1.33%	23M6	275
002262.SZ	恩华药业	1.43%	24M10	275
002422.SZ	科伦药业	1.84%	24M5	524
000423.SZ	东阿阿胶	2.23%	24M5	373
603108.SH	润达医疗	3.58%	23M11	112

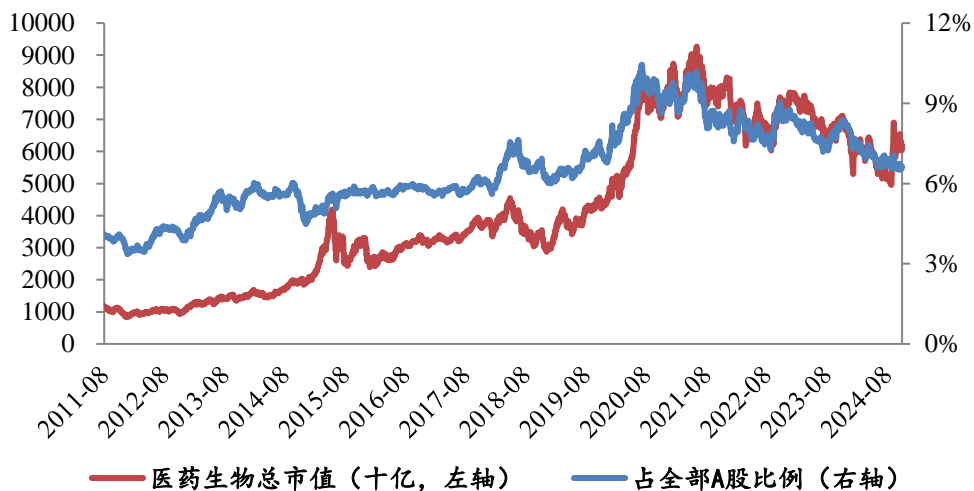
21M7至今医药板块跌幅前二十

代码	公司	跌幅（21M7至今）	总市值（亿元）
688580.SH	伟思医疗	-73.29%	29
603520.SH	司太立	-74.14%	27
688276.SH	百克生物	-74.57%	109
688217.SH	睿昂基因	-74.84%	12
300122.SZ	智飞生物	-75.29%	704
688026.SH	洁特生物	-75.48%	21
300142.SZ	沃森生物	-75.97%	237
300869.SZ	康泰医学	-77.20%	63
300725.SZ	药石科技	-77.33%	71
300363.SZ	博腾股份	-77.79%	95
603882.SH	金域医学	-78.38%	149
300630.SZ	普利制药	-79.21%	49
300601.SZ	康泰生物	-79.40%	207
688613.SH	奥精医疗	-80.74%	23
300595.SZ	欧普康视	-81.40%	169
688356.SH	键凯科技	-81.80%	35
688690.SH	纳微科技	-82.58%	82
600763.SH	通策医疗	-82.92%	222
688202.SH	美迪西	-85.82%	50
688185.SH	康希诺	-91.41%	111

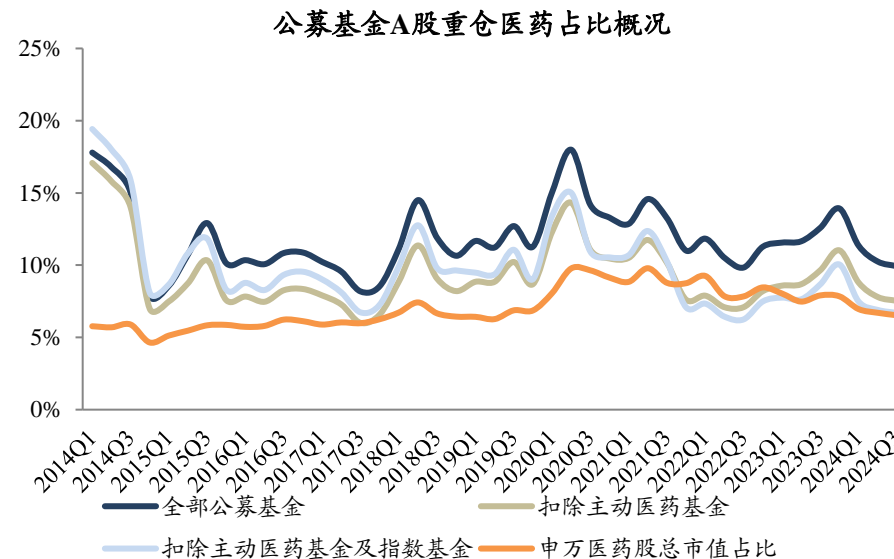
■ 医药行业占A股市值比重，公募基金持仓比重下降

- 截至2024年11月28日，A股医药行业总市值约6.2万亿元，占全部A股的市值比例从2013年10月18日的5.4%提升至6.6%，较2024年初的8.2%有所下降，与7月初的6.7%略有下降。
- 截至2024Q3，公募基金重仓医药行业的比例为9.93%，环比减少0.32pp；如果扣除主动医药基金及指数基金，重仓比例为7.53%，环比减少0.27pp，仍远低于2014峰值持仓比例20%。

医药股占A股总市值比重

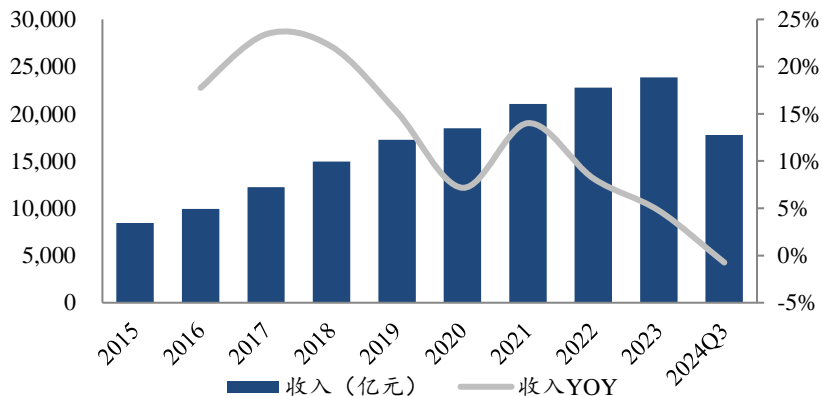


公募基金A股重仓医药行业比重 (截至2024Q3)

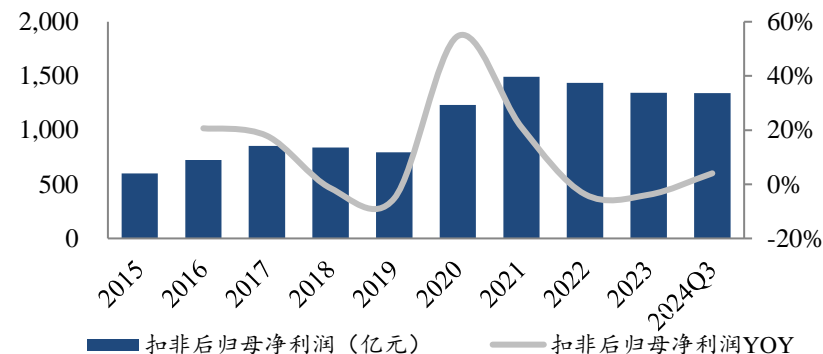


➤ 2024前三季度405家医药上市公司收入总额同比下降0.74%、归母净利润总额同比下降0.97%、扣非归母净利润总额同比增速达4.03%，我们判断主要仍受反腐影响较大，后续反腐力度持续减弱，恢复力度将明显增加。

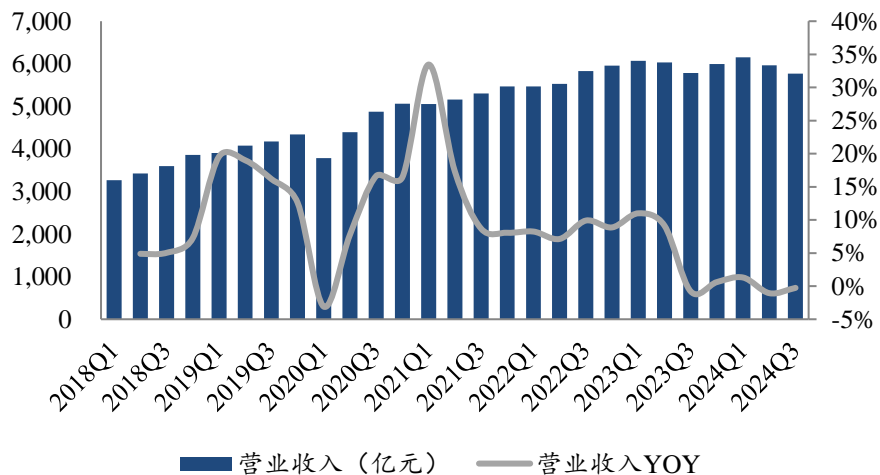
上市公司收入总额及增速 (2015-2024Q1-3)



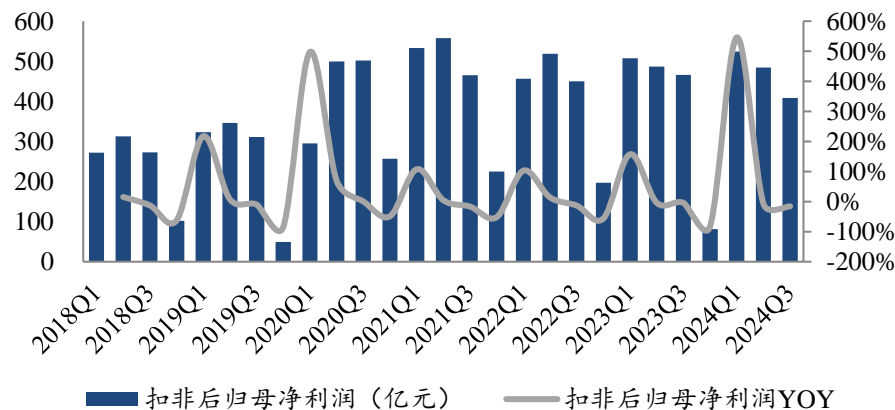
上市公司扣非归母净利润总额及增速 (2015-2024Q1-3)



上市公司收入总额及增速 (单季度)



上市公司扣非归母净利润总额及增速 (单季度)



医药重点政策梳理

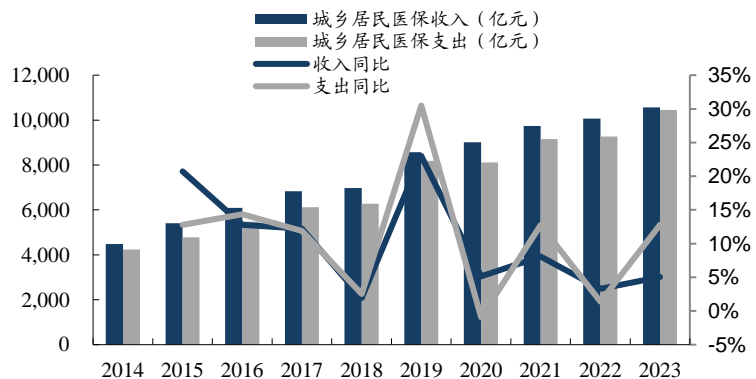
热点一：医保结余四季度现拐点，院内现金流压力缓解

➤ **2024年四季度医保基金结余转正。单月度数据看**，2024年4月起我国医保基金出现负结余情况，4月至7月负结余分别为143/138/88/131亿元。**分结构看，职工医保始终保持正结余，而城乡居民医保面临压力较大，导致医保基金出现负结余。**我国城乡居民医保基金自2024年4月起出现负结余情况，与2023年同期趋势相同。自2024年9月起，城乡居民月度结余再次转正，**2023年9月城乡居民医保负结余315.71亿元、2024年9月正结余284.02亿元，早于2023年的转正节点10月。**职工医保长期保持稳健正结余，4-10月职工医保当月结余最低149亿元（6月），最高657亿元（10月）。9月统筹基金结余在城乡居民医保结余转正带动下也转为正结余，当月结余709.21亿元，9月统筹基金收入同比+26.81%，支出同比-10.95%，表明医保基金收入有所改善。

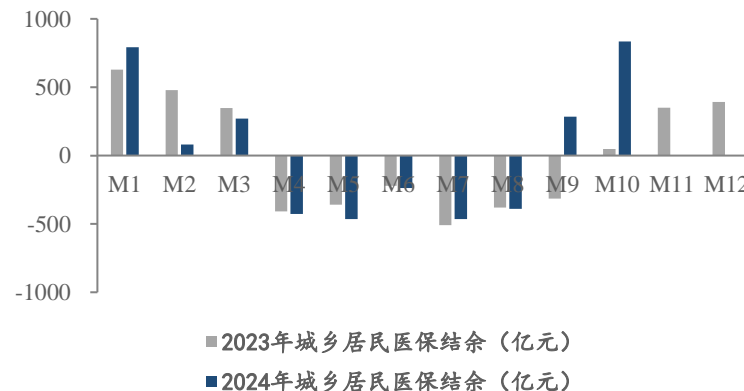
国家放开交保限制，增加激励机制，鼓励长效参保。2024年7月，国务院发布《关于健全基本医疗保险参保长效机制的指导意见》，第一，不再限制户籍，交保仅看居住地，缓解了很多长期在外工作的人不愿缴纳医保的现状。第二，在激励机制上，连续参保达到4年，每年可适当提高大病保险最高支付限额，最高不超过所在统筹地区大病保险原封顶线的20%。第三，在约束机制上，之前没参加医保，或生了病要突击参保的，需要至少有3个月的等待期（期间无法享受报销待遇），每少参保一年，就会多一个月等待期。

➤ **医保联合财政部解决医疗机构压力。**11月11日，国家医保局办公室、财政部办公厅发布《关于做好医保基金预付工作的通知》。意见指示：1) 建立预付金制度，用于定点机构药品和医用耗材采购等医疗费用周转支出；2) 规范预付金流程管理，做好会计核算；3) 强化预付金监督，明确工作要求。通过建立预付金制度，有利于减轻医院垫资压力，加快商业公司回款周期，也有利于院内处方药和耗材放量。

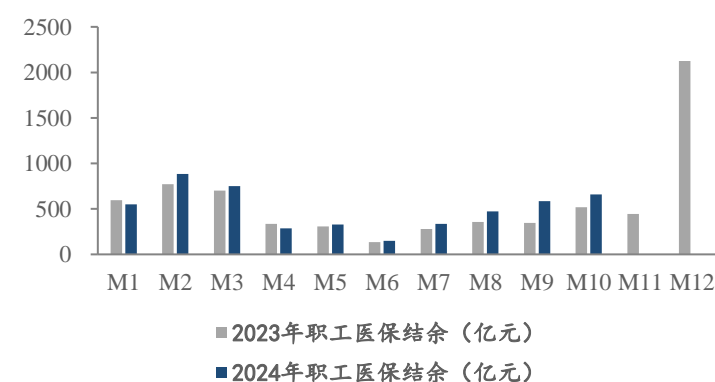
2014-2023年城乡居民医保基金收支情况



2023及2024年城乡居民医保基金月度结余情况



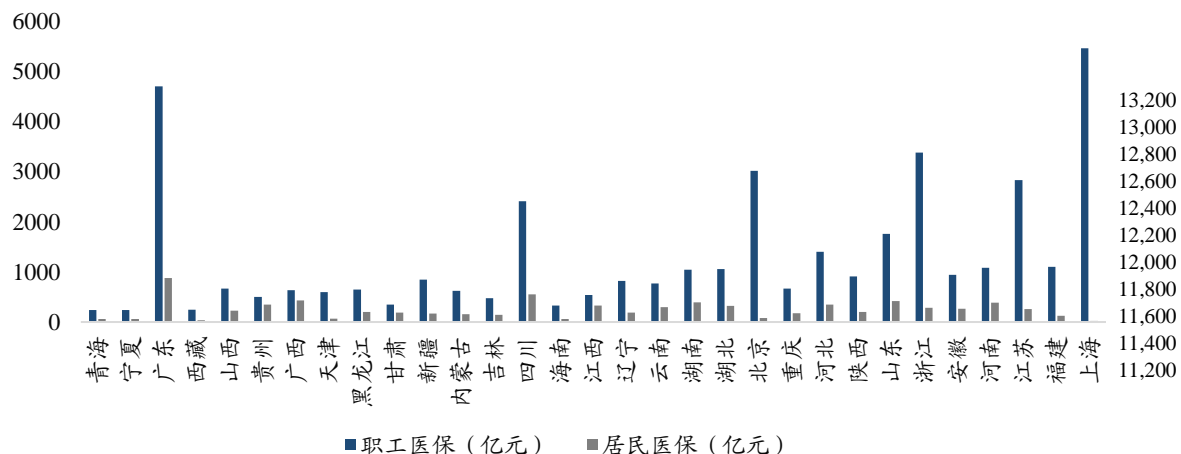
2023及2024年职工医保基金月度结余情况



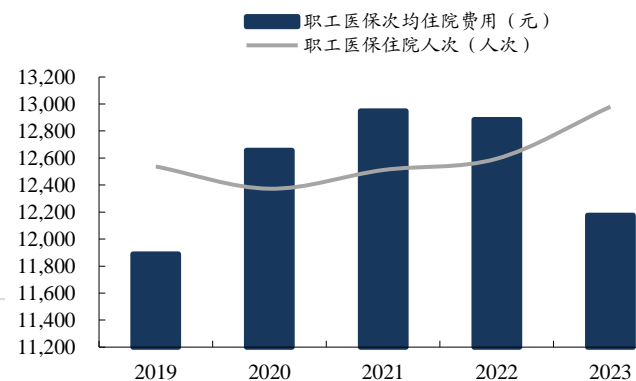
热点二：DRG控费效应显著，医药科室收入增速分化明显

- **绝大部分省份医保结余充足，可执行预付金制度。**从省级医保结余情况来看，所有省份的职工医保累计结余均较为充足，可支付月份大于12个月；而居民医保除江苏、福建、上海三地，其余省份可支付月份均大于6个月，可实行预付金制度，预计有望减轻医院垫资压力，加快商业公司回款周期，也有利于院内处方药和耗材放量。
- **DRG后控费效应明显，次均住院费用显著下降。**2021年全面执行DRG后，职工医保住院人次从2021年的5900万人次增加至2023年的8010万人次，但次均住院费用从2021年的12948元降至2023年的12175元，2023年同比降幅5.5%；居民医保住院人次从2021年的15348万人次增加至19923万人次，但次均住院费用从2021年的8023元下降至2023年的7674元，2023年同比降幅5.6%。DRG自2019年起实行，随着改革推广深化，控费成效自2021年起开始体现。
- **DRG和集采叠加，部分科室困境反转。**从样本医院数据来看，住院收入中肿瘤、手术收入、ICU等增速较快，其余检查、化验收入增速较慢、但依然保持增长。在DRG执行初期，骨科、ICU等次均治疗费用较高科室面临亏损压力较大。但随着骨科等耗材集采后价格大幅下降，而DRG点数并没有立即下调，以上科室反而在中短期内获得大量盈余。总体而言，肿瘤、骨科、ICU等科室目前经营状况较好，增速较快。

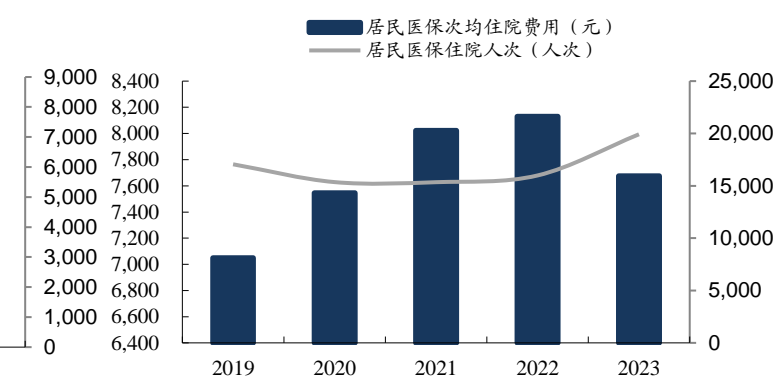
省级职工医保与居民医保累计结余情况



职工医保次均住院费用和人次变化



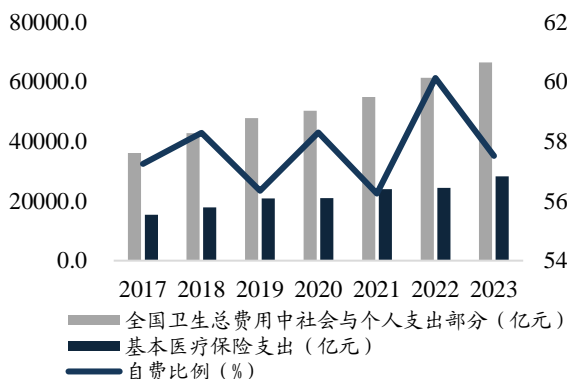
居民医保次均住院费用和人次变化



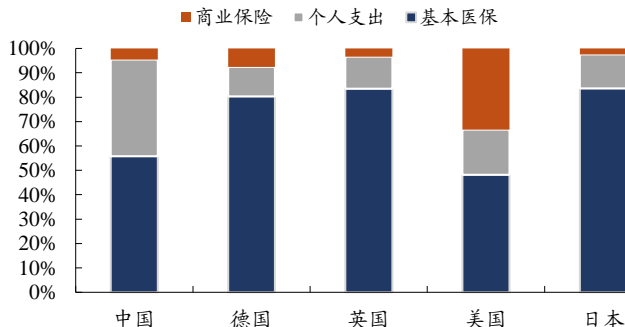
热点三：医保+商保协同结算，商保政策出现积极变化，有望带来新增量

- 我国居民医疗仍有较大自费负担，商保发展相对落后。** 全国卫生总费用中的社会与个人支出部分由2017年的36067.6亿元增长至2023年的66392.1亿元，但基本医疗保险基金支出从2017年的15419.52亿元增长至2023年的28208.38亿元，医保外居民自费部分费用仍保持在接近60%，居民医疗仍有较大自费负担。我国实行社会医疗保险模式，随着人口老龄化，居民对医疗保险的刚性需求日益凸显，但健康险与部分发达国家相比，我国的保险深度、保险密度有待提升，健康险仍有发展空间。我国基本医保占比高于美国，低于日本、英国和德国，商业健康保险相较美国（33.3%）和德国（7.6%）仍有提升空间。
- 当前商业健康险购买意愿不强，赔付金额远低于保费收入。** 2023年健康险保费收入为9035亿元，同比增长4.41%。2021年以来，健康险保费收入增速均保持低个位数，增长缓慢，2022年甚至出现负增长，表明我国居民对商业健康险购买意愿不足，商保推广受阻。从赔付情况来看，2023年商业健康险赔付3000亿元，相比9035亿元的保费收入，赔付仅为保费%。我们认为，赔付金额低主要由于：1) 信息不对称：全体人群的全面准确的健康信息相对敏感，商保公司难以获取，因而无法合理设计产品；2) 营销核验成本高：由于参保积极性低，销售保险产品需要大量资金用于宣传、补贴。另外，信息不互通，保险公司无法掌握参保人真实就医情况，需要付出大量成本核验；3) 理赔不便：参保人出险后，需自行垫资，等商保公司核验完所有的票据后，才能进行赔付，打击了参保与理赔积极性。

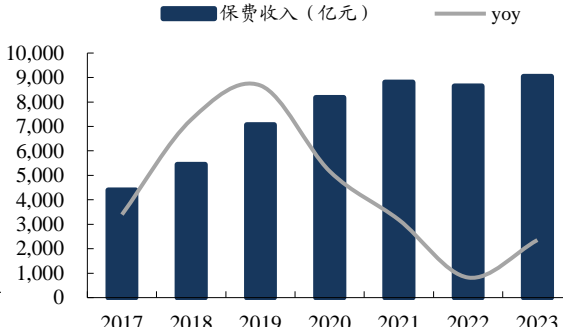
我国医疗费用自费比例仍然较高



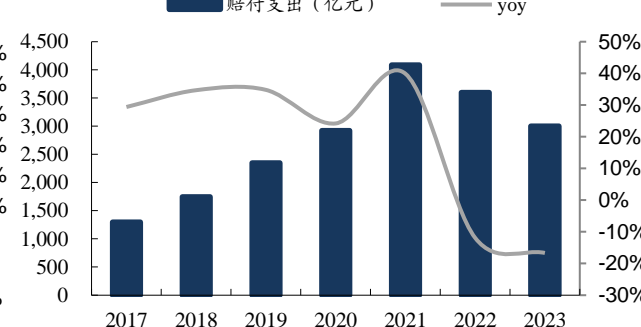
2023年各国医疗费用支出结构占比



2017-2023健康保险保费收入情况



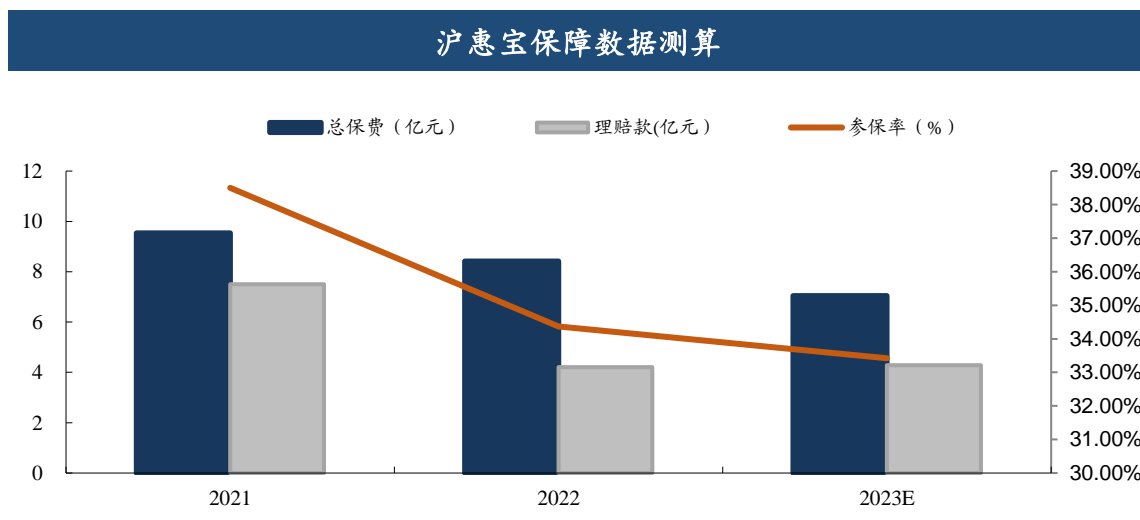
2017-2023健康保险赔付支出情况



热点三：医保+商保协同结算，商保政策出现积极变化，有望带来新增量

- 以惠民保探索多层次医保体系，打下商业医疗保险发展基础。** 仅面向窄人群筹资无法发挥保险风险分摊的本质，而恰逢2020年2月，《中共中央、国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》出台，多层次保障体系建设提上日程，借自费和医保准入到创新支付的推动，惠民保作为新的增量市场，具备了设计新的利益格局的可能；同时其产品本质上实现了健康体向带病体的转移支付，让药品创新支付找到了新的杠杆。在保险产品中，惠民保属于普惠保险的范畴。城市定制型补充医疗保险属于普惠保险中的普惠性质的保险。惠民保产品具有五个特征：1.产品可及的公平性；2.产品价格可负担，聚焦大额医疗费用的保障；3.政府参与；4.区域定制化；5.与基本医保的衔接和补充。从惠民保的本质上讲，与一般商业保险的“精算公平”不同，惠民保体现的公平性是“社会公平”。
- 沪惠宝微利运行，支持覆盖更多创新药。** 沪惠保自2021年4月首年推出，是创下了全国惠民保首年参保人数之最的现象级保险，共739万上海市民参保。截至2024年3月末，“沪惠保”三年累计结案案件超65万件，累计赔付金额超16亿元，单人三年累计最高赔付金额243.6万元。同时，理赔电子诊疗数据应用率达75%，平均结案时效仅2.3天。**从沪惠宝发展历程看，主要趋势为“加量不加价”，**在维持保费均价129元、延续历年保障责任的前提下升级保障水平：1)降低免赔额，将住院自费医疗费用的免赔额由2021年的2万元降低至2024年的1.2万元，扩大参保人群受益面；2)提升药品保障范围：“国内特定高额药品费用”由2023年的36种增至41种；“海外特殊药品费用”：种类由原先的15种增至28种。“Car-T”药品种类由原先的2种增至3种，对创新药支付能力提升。此外，我们对沪惠宝参保数据进行了测算，2021至2023年总保费约25亿元，累计理赔16亿元，不考虑补赔情况下，理赔率64%，属于微利状态，基本健康运行。

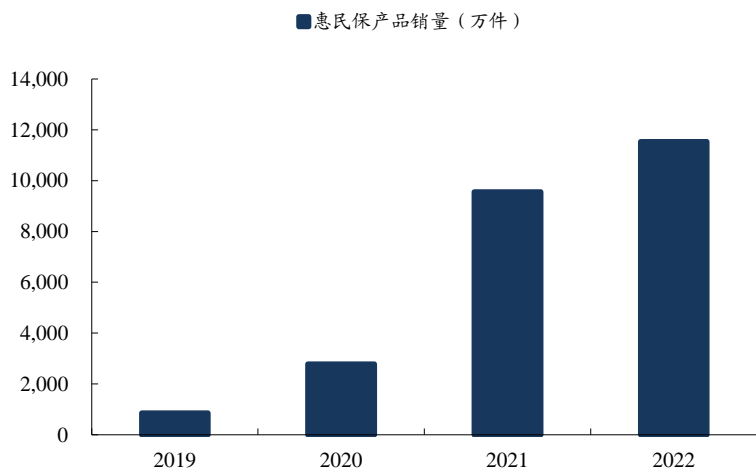
2024版沪惠宝保障内容					
保障内容	特定住院自费医疗费用保险金	国内特定高额药品费用保险金	质子、重离子治疗保险金	海外特殊药品费用保险金	CAR-T治疗药品费用保险金
保障金额	100万元	100万元	30万元	30万元	50万元
免赔额	基础免赔额由去年的1.6万元优化至1.2万元；连续一年续保且无理赔，免赔额1.1万元；连续两年续保且无理赔，免赔额1万元。				
非既往症人群	70%	70%	70%	70%	100%
既往症人群	50%	30%	30%	30%	100%



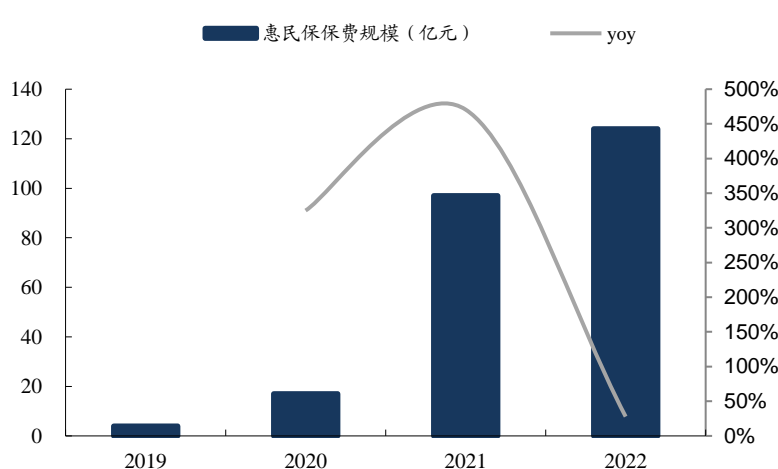
热点三：医保+商保协同结算，商保政策出现积极变化，有望带来新增量

➤ **惠民保已进入存量经营，亟需探索新发展阶段。**惠民保发轫之初，产品销量和参保人数均保持高速增长，但2022年开始，惠民保增速骤然下滑至28%，开始从早期跑马圈地不断补充区域发展到如今的存量经营。2022年12月，原银保监会下发《关于推进普惠保险高质量发展的指导意见》（征求意见稿），明确了2025年建立起普惠保险政策制度、服务标准和评价体系，同时规定了普惠保险的手续费应低于同类商业保险。我们认为，惠民保增长停滞主要由于：**1) 政府对赔付率做出要求，而保险公司难以如此精细化运作产品，导致亏损；2) 由于惠民保较高的免赔额，参保脱落率较高，叠加参保率指标，保险公司运作难度进一步加大；3) 惠民保的精算虽然在一定程度上引用了区域医疗数据，但商保与医保间依然存在数据壁垒，保险公司在产品设计、定价和优化方面面临困境。因此，新的产品运作模式亟待探索。**

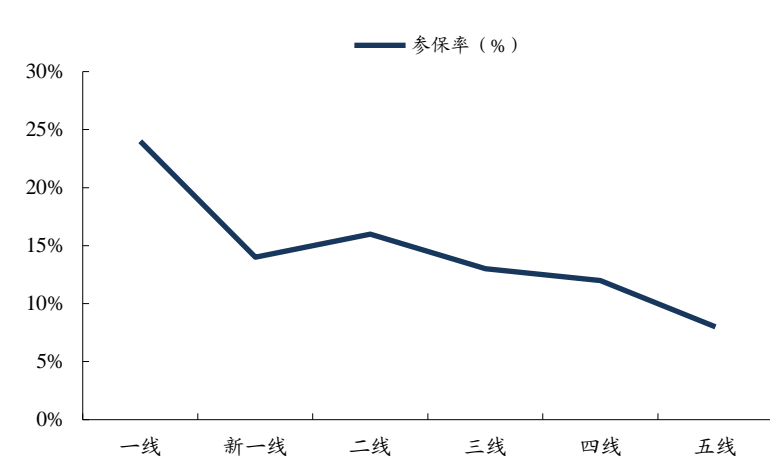
2019-2022惠民保产品销量



2019-2022惠民保保费规模



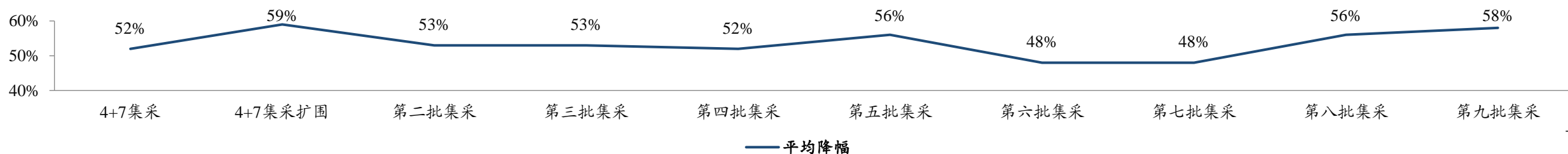
惠民保在不同城市参保率



- **鼓励商保政策频出，推动“医保+商保一站式结算”**。11月初国家医保局召开医保数据赋能商业健康险发展座谈会；为了落实上海《关于支持生物医药产业全链条创新发展若干意见》，上海第一人民医院在完成数据治理基础上、经过匿名化处理和安全加密，形成全国医疗体系首批合规、可交易的数据产品，在上海数据交易所重大疾病数据行业中心正式挂牌；11月19日，国家医保局官微发布《推动“医保+商保”一站式结算的思考》，其中上海已实现12家公立医院医保、商保一站式结算服务。11月28日，上海医保局明确商保产品更多聚焦基本医保未包括的自费医疗费用，形成与基本医保互补衔接；推进数据赋能，鼓励商保机构创新开发产品。下一步，上海将进一步完善医保数据资源合作利用机制，在产品开发、精准定价、快速理赔、合作监管等方面全流程支持商业健康保险发展，促进加快建成与中国特色医保制度相适应、与上海超大城市实际相符合、更加成熟定型的多层次医保制度体系，服务科技创新和现代化产业体系建设。
- **明确政商责任，商业健康保险有望成为支付增量**。试点案例方面，目前主要开展三类医保+商保一站式结算试点，医保将经个人授权后的健康数据供商保公司使用，商保公司据此开展快赔结算。济南市已启用医保与商业保险数据授权共享系统（政保通），群众可授权公司查询医保报销信息，线上一键赔付。2) 商保机构将产品规则内置于医保系统，实现商保与医保的一站式结算。浙江打造“浙江智慧医保大脑”，将该省惠民保纳入医保一站式结算通道；2) 孝感探索“双平台一通道”模式，医保和商保各建一个综合服务平台，两平台之间建立一个规范标准的对接通道。解决了个人医保数据的安全问题，又解决了医保和商保各自的边界问题。我们认为，随着医保、商保的信息互通和平台建设，有望唤醒潜在规模达数万亿元的商业健康保险市场，增量资金推动医药、医疗企业的业绩增长。**我们认为，随着探索逐渐深化，政商职责已逐渐明晰，有望推动医保+商保协同发展。政府职责包括：**1) 为产品设计、精算定价提供数据支持，打通商保与医保之间的数据壁垒；2) 通过各种政策组合拳实质性提升参保率，确保参保人群结构符合预期；3) 尊重商业性，不过多干预商保的定价、赔付率，保证支持政策的持续性。**商保公司职责包括：**1) 合理设计、定价产品，解决民众的医疗保障需求；2) 消除投保门槛，扩大筹资人群；3) 发挥自身在客户运营、理赔风控、健康管理、医疗产业融合等方面的专业能力，保证参保率和续保率，提升医疗支付的效率和社会运行的效率。随着政商职责确立，医保、商保的信息互通和平台建设，有望唤醒潜在规模达数万亿元的商业健康保险市场，引导增量资金推动医药、医疗企业的业绩增长，提升医疗支付销量。

热点四：仿制药集采，市场化下竞争格局决定价格走势

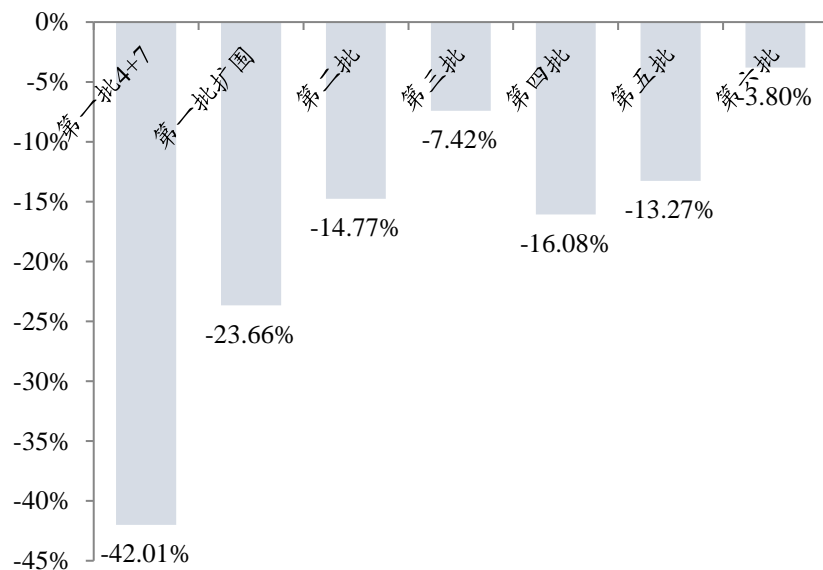
- **过去九批集采价格降幅：平均为53.5%。**从各批次集采药品平均价格降幅看，最低为第六及第七批（48%左右），最高为第一批及第九批（58%左右）。
- **集采续标定价逻辑：基于首批集采的充分降价，以及药品本身的市场化竞争，续约回归合理药价。**从集采药品的续约价格情况看，既有可能再降，也有可能上涨，我们认为主要取决于：
 - ① 首次集采是否充分降价。以二甲双胍为例，重庆科瑞制药的盐酸二甲双胍片在第三批国采中价格降至0.015元/片，但续约后即使最低价的华东药业的盐酸二甲双胍片仍有0.023元/片，续约价格上涨50%以上。同样以头孢氨苄口服常释剂型为例，华北制药的头孢氨苄胶囊在第二批国采中价格降至0.085元/粒，但续约后价格为0.159元/粒，续约价格上涨80%以上。
 - ② 药品本身竞争格局。以本次江苏国采续标为例，新增了价格纠偏环节，所有拟中选企业，根据其报价与同品种最低中选价的比值由高至低排序，排名前10%的企业应进一步降价，使价差比值达到剩余90%拟中选企业的平均价差比值。可见对于竞争激烈的品种，在未来续约时仍有降价空间。
 - ③ 以胰岛素续约为例，共13家企业的53个产品参与本次接续采购，49个产品获得中选资格，中选率92%，中选价格稳中有降，在首轮集采降价基础上又降低了3.8个百分点，其中14个产品价格上涨。首轮集采中价差最大的三代预混组，价差从2.3倍缩小至1.6倍，甘李药业的三代甘精胰岛素注射液涨幅达30%以上。可见对于集采的核心在于药价合理，即去除低质量的重复，加速高质量的创造。
- **第三批全国中成药集采：预计中成药集采降价相对化药相对温和。**10月25日下午，全国中成药联合采购办公室正式发布《全国中成药采购联盟集中采购文件（征求意见稿）》中提到“日均费用不高于同采购组日均费用均值的，其报价代表品报价降幅大于35%；高于均值的，其报价代表品报价降幅大于45%”，意味着日均费用只要在1.5倍最低日均费用范围内，最多降45%。根据该规则保底机制，预计中成药集采平均降幅不会高于化药的降幅。



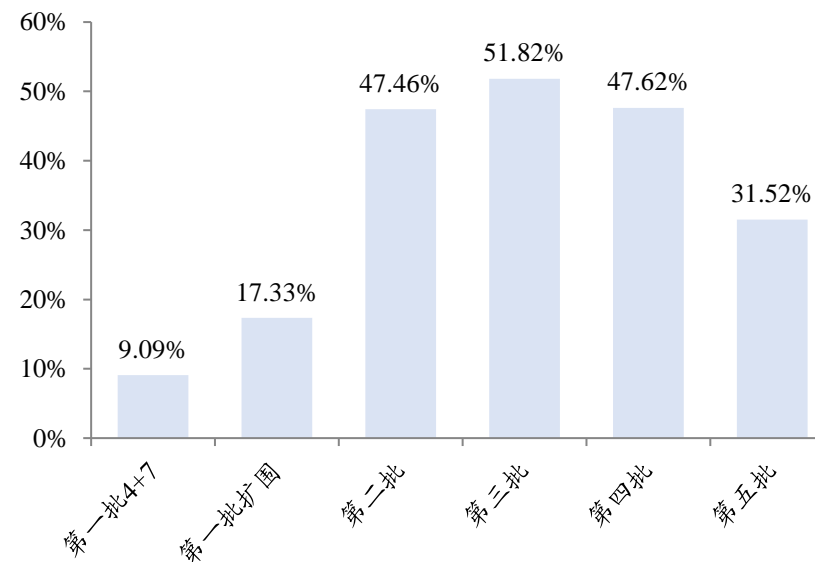
热点四：仿制药集采，市场化下竞争格局决定价格走势

- **集采续约降价区域温和。**我们分析过去六批集采品种续约的价格变动趋势，其中第一批4+7及第一批扩围的中标产品续约后，仍分别由-42%、-24%的价格二次降幅。但随着集采批次的不断深入，第五批集采中标产品续约价格降幅已低至-13.27%，第六批胰岛素集采平均降幅更是达-3.80%。我们认为这是由于集采价格机制的不断完善，以及入围产品充分竞争后的合理价格体现。
- **集采续约价格不变的品种占比较前几批有所提升。**复盘过去五批集采品种续约的价格情况，越来越多的产品在续约时将不会二次降价，第二~第五批续约品种不再降价的占比分别为47%、52%、48%、32%。

历届集采续约价格平均变动



历届集采续约价格不变情况占比



热点五：医疗反腐进入新阶段，2025年有望边际缓和

- 医疗反腐进行了一周年，2024年最难时刻过去，现进入到制度反腐新阶段。各省市场监管总局针对工业企业规范反腐行为、后续卫健委体系有望规范医生行为。
- 2024年5月，国务院印发《关于印发2024年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点的通知》。前后各省市场监督管理局、卫健委等机构均下发相关文件，重点聚焦以生产企业为主体的涉及商业贿赂相关的四大方面，包括1) 持续规范医药生产流通秩序；2) 集中整治群众身边不正之风和腐败问题；3) 坚决纠治行业乱象；4) 切实维护医保基金安全。预计未来将针对医疗机构进一步下发相关文件，以完善医疗反腐的全流程实施管理。

省份	相关文件或事件	发布时间	发布单位	重点
上海	《关于印发上海市2024年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点的通知》	2024.10	上海市卫健委	纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风
西藏	《西藏自治区关于违法违规使用医疗保障基金举报奖励办法实施细则》	2024.10	西藏自治区医保局	医保基金监管
宁夏	《关于公开征集违法违规使用医保基金问题线索的公告》	2024.10	宁夏省医保局	医保基金监管
福建	《关于印发2024年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点的通知》	2024.09	福建省卫健委	纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风
吉林	《吉林省医疗机构从业人员廉洁从业九项准则实施细则（试行）》	2024.08	吉林省卫健委	医疗机构人员廉洁从业
浙江	《浙江省深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务》	2024.08	浙江省卫健委	促进三医协同
海南	《关于医药领域不正之风和腐败问题专项整治举报事项的公告》	2024.07	海南省卫健委	纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风
河北	《河北省医药企业防范商业贿赂合规指引（试行）》	2024.07	河北省市场监督管理局	防范商业贿赂
甘肃	《关于印发甘肃省2024年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点的通知》	2024.07	甘肃省卫健委	纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风
北京	2024年“以案为鉴、以案促改”警示教育大会暨党风廉政建设和反腐败工作推进会	2024.07	北京市医保局	推动医保领域党风廉政建设和反腐败工作不断深化
重庆	《重庆市医药领域反商业贿赂合规指引》	2024.07	重庆市市场监督管理局	防范商业贿赂
山西	《医药生产经营企业防范商业贿赂合规指引》	2024.06	陕西省市场监督管理局	防范商业贿赂
辽宁	《辽宁通报4起群众身边不正之风和腐败问题典型案例》	2024.06	辽宁省纪检委	点名设备采购腐败问题
湖南	医保领域群众身边不正之风和腐败问题集中整治现场推进会暨纪检监察组组长座谈会	2024.06	湖南省医保局	省医保局对全省医保领域集中整治情况进行了总结和部署
广东	转发《关于印发2024年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点的通知》	2024.06	广东省医保局等	纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风
黑龙江	《黑龙江省公立医疗卫生机构医疗设备器械采购领域突出问题专项整治工作举报公告》	2024.06	黑龙江省卫健委	推进医疗设备器械采购领域突出问题专项整治
山东	《山东省大型医院巡查工作方案（2024-2026年度）》	2024.06	山东省卫健委	巡查大型医院，推动医疗行风建设
贵州	《贵州省卫生健康委员会党组书记杨慧接受纪律审查和监察调查》	2024.06	贵州省监察委员会	监察官员
云南	《关于印发2024年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点的通知》	2024.05	云南省人民政府	纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风
江西	《江西省医疗卫生机构医药购销领域商业贿赂不良记录管理暂行办法》	2024.05	江西省市场监督管理局	推动医药领域商业贿赂行为常态化整治
青海	《发挥条线协同作用 推动医药领域集中整治同频共振》	2024.04	青海省市场监督管理局	持续强化医药领域不正当竞争行为监管力度
天津	《天津市大型医院巡查工作实施方案（2024-2026年度）》	2024.04	天津市卫健委	巡查大型医院，推动医疗行风建设
湖北	《湖北省医药企业反商业贿赂行为合规管理指引（试行）》	2024.04	湖北省市场监管局	防范商业贿赂
河南	《医药生产经营企业防范商业贿赂行政指引》	2024.03	河南省市场监督管理局	防范商业贿赂
陕西	2024年度全省医疗保障系统党风廉政建设和反腐败工作会议	2024.03	陕西省医保局	安排部署2024年重点任务
江苏	全省医保系统党风廉政建设和反腐败工作会议	2024.02	江苏省医保局	安排部署2024年重点任务
新疆	2024年全区医疗保障系统党风廉政建设和反腐败工作视频会议	2024.02	新疆省医保局	安排部署2024年重点任务
内蒙	医保系统党风廉政建设和反腐败工作会议	2024.01	内蒙古医保局	持续推动医保系统党风廉政建设和反腐败工作再启新程
四川	《医药领域腐败问题整治的破与立》	2023.10	四川省纪委监委	安排部署2024年重点任务
广西	《关于公布全区医药领域腐败问题集中整治问题线索举报方式的公告》	2023.08	广西省医保局	集中整治医疗反腐，接受举报
安徽	《安徽省医疗机构及其工作人员廉洁从业行动实施方案（2021-2024年）》	2021.11	安徽省卫健委	纠正医疗领域不正之风

消费医疗：消费属性强，刺激政策弹性大

医美：消费降级导致增长降速，关注新材料新产品上市销售

■ 成熟医美产品受消费影响而降速；新材料新产品增长迅猛

➢ 受经济下行及消费降级影响，自2023年下半年以来，医美机构低价降价竞争更加明显，尤其中端价格带产品降速明显。以主要的医美公司及其大品种为例，华东医药、爱美客的再生类新产品医美终端消费需求疲弱在上市后的2-3年时间内实现快速放量，做到10亿+销售金额体量，但在2024年出现增速明显下降。而锦波生物胶原蛋白、江苏吴中童颜针，新产品上市以后依然取得快速增长，尤其是新材料品类的胶原蛋白实现了高速放量增长。

■ 医美终端监管和整顿落地执行，新品上市销售环境变好

➢ 2021年，国家八部委发布《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》，联合开展非法医美整治工作。2021年以来，政策方面对于医美行业管理标准、医美经营准入、人员资质管理、药品器械管理、广告宣传等多方面继续完善监管和整顿。我们认为，经过行业整顿和肃清，当前行业经营环境改善，有利于后续持证产品上市销售。

近年主要医美产品上市及销售情况

上市公司	产品	上市时间	主要材料成分	价格定位（元）	销售统计口径	2022		2023		2024H1	
						销售额（亿元）	同比增长	销售额（亿元）	同比增长	销售额（亿元）	同比增长
圣博玛	艾维岚童颜针	2021.08.01	PLLA微球	15000-18000	童颜针销售收入	6-7					
昊海生科	海魅玻尿酸	2020.08.07	透明质酸钠凝胶	8000-12800	玻尿酸销售收入	2.75	14.33%	6.02	118.75%	4.17	51.30%
华东医药	伊妍仕少女针	2021.08.29	PCL微球+CMC凝胶	18800	欣可丽美学收入	6.26	238.38%	10.51	67.89%	6.18	19.77%
爱美客	濡白天使童颜针	2021.07.21	PLLA微球+透明质酸钠凝胶	10000-13000	凝胶类注射产品收入	6.38	65.71%	11.58	81.50%	6.49	14.66%
锦波生物	薇漪美胶原蛋白	2021.06	胶原蛋白	5000-10000	重组胶原蛋白收入	3.34	104.91%	7.56	126.35%	5.79	109.03%
江苏吴中	艾塑菲童颜针	2024.04	PLLA微球	19800	医美生科板块收入	0.0027		0.076	2697%	0.8	

上市公司	产品	产品分类	应用前景	研发进展
昊海生科	氨基酸交联玻尿酸“海魅月白”	透明质酸钠凝胶	深层填充	24年末商业化上市销售
	无痛交联注射用交联透明质酸钠凝胶	透明质酸钠凝胶	深层填充，降低疼痛	临床试验
	智能交联胶原蛋白产品	胶原蛋白溶液	中胚层疗法，改善皮肤质量	注册检验
华东医药	透明质酸钠填充剂MaiLi Extreme	透明质酸钠凝胶	面部填充	注册受理，有望于2025年获批上市
	聚左旋乳酸胶原蛋白刺激剂 Lanluma®	再生类胶原蛋白刺激剂	面部补充	全国多中心注册临床研究
爱美客	光学射频治疗仪 V20	能量源设备	改善皱纹、良性皮肤病变、炎症性痤疮等	2024年7月完成国内注册补充资料递交，目前正在技术审评中
	重庆誉颜 YY001肉毒（中国商业化权益）	生物制品	改善皱纹	准备提交注册
	注射用A型肉毒毒素	生物制品	改善皱纹	注册申报
	米诺地尔搽剂	化学药品3类	用于头发再生治疗	注册申报

眼科：消费类项目量价承压，关注价格触底信号

■ 屈光视光消费升级类项目，24H1增速放缓，毛利率略有下降

➢ 2021年及之前，作为典型的消费升级类项目，屈光视光业务实现快速增长。尽管受到疫情影响波动，仍然保持较快复合增长。2023H2以来，受消费降级影响，屈光手术平均客单价有所下降，各家眼科连锁医院2024H1屈光收入增速放缓，但由于ICL、精雕/个性化半飞占比提升带来的业务结构调整，毛利率相对稳定。视光业务同样增速放缓，特别是由于OK镜业务占比下降，毛利率有所下降。

■ 屈光手术率/OK镜渗透率仍低，具备随消费改善的弹性

➢ 根据中南大学爱尔眼科学院发布的《国人近视手术白皮书》，2021年我国每千人近视手术量仅为0.7，低于同期发达国家水平，相较美国的2.6仍有3倍空间。OK镜作为临床最有效的近视防控手段，我们根据OK镜用量估算其渗透率仅2%左右。

➢ 我们认为，短期经济下行和消费降级带来价格竞争压力，但随着新的术式及耗材上市，仍有望推动平均客单提升。而随着经济趋势企稳，以及屈光手术率/OK镜渗透率的提高，屈光视光业务有望恢复增长。

眼科上市公司营收（亿元）及毛利率情况

爱尔眼科																	
屈光业务	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1	视光业务	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
收入	19.31	28.12	35.31	43.49	55.20	63.37	74.31	41.55	收入	11.72	14.77	19.30	24.54	33.78	37.79	49.60	23.71
同比增速	69.24%	45.62%	25.57%	23.17%	26.93%	14.80%	17.26%	3.15%	同比增速	34.40%	26.02%	30.67%	27.15%	37.65%	11.87%	31.25%	3.04%
毛利率	52.81%	52.38%	57.38%	58.12%	58.95%	56.82%	57.40%	57.19%	毛利率	53.66%	55.47%	55.92%	56.93%	58.04%	56.44%	57.05%	55.95%
华厦眼科																	
屈光业务	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1	视光业务	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
收入	3.02	4.60	6.04	7.27	9.58	10.73	12.07	6.94	收入	1.16	1.66	2.23	2.65	3.61	3.97	10.17	4.97
同比增速		52.32%	31.30%	20.36%	31.77%	12.00%	12.49%	6.61%	同比增速		43.10%	34.34%	18.83%	36.23%	9.97%	156.17%	4.63%
毛利率	45.72%	47.09%	45.35%	47.94%	52.55%	54.87%	54.51%	54.98%	毛利率	58.44%	56.32%	54.49%	53.11%	56.43%	55.60%	50.06%	46.32%
普瑞眼科																	
屈光业务	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1	视光业务	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
收入	2.65	3.88	5.42	6.72	8.72	9.71	12.96	6.92	收入	1.16	1.48	1.82	2.05	2.76	2.60	3.97	1.84
同比增速		46.42%	39.69%	23.99%	29.76%	11.35%	33.47%	-2.40%	同比增速		27.59%	22.97%	12.64%	34.63%	-5.80%	52.69%	-3.66%
毛利率	44.74%	47.25%	52.10%	51.57%	52.60%	50.47%	51.58%	48.96%	毛利率	47.13%	47.70%	45.99%	45.62%	46.84%	44.75%	51.45%	45.09%
何氏眼科																	
屈光业务	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1	视光业务	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
收入	0.89	1.24	1.55	1.77	2.01	2.04	2.39	1.31	收入	1.20	1.62	2.23	2.74	3.46	3.50	3.87	1.78
同比增速		39.33%	25.00%	14.19%	13.56%	1.49%	17.16%	-5.07%	同比增速		35.00%	37.65%	22.87%	26.28%	1.16%	10.57%	-6.81%
毛利率	55.26%	52.83%	53.94%	52.93%	46.58%	43.69%	44.85%	49.41%	毛利率	46.01%	49.17%	52.34%	52.11%	48.50%	48.35%	48.39%	44.37%

眼科：消费类项目量价承压，关注价格触底信号

■ 24H1消化高基数，24Q2开始执行人工晶体国家集采，白内障增速放缓

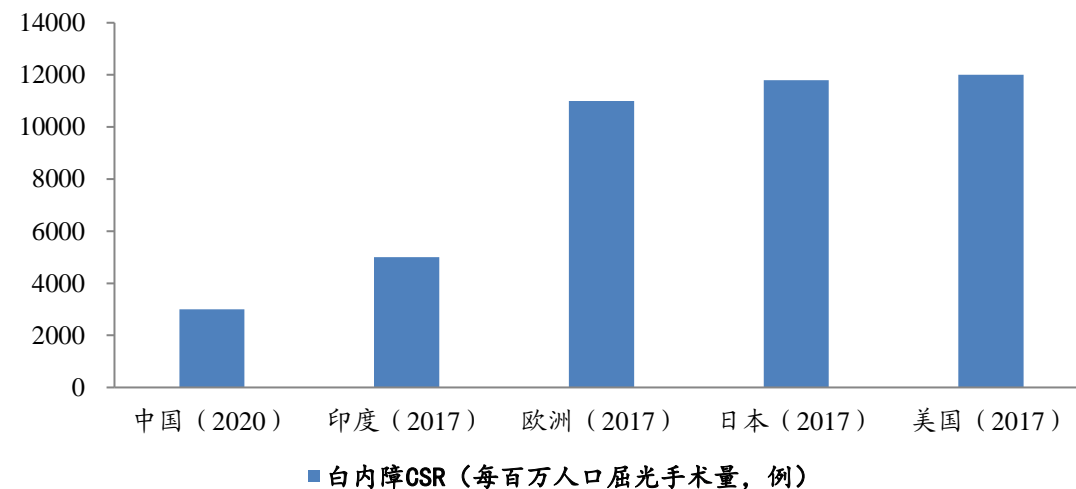
- 由于疫情期间积压需求释放&新增需求增长，23H1各家公司白内障业务实现爆发式高速增长，24H1仍在消化高基数；
- 自2019年起，人工晶体地方集采逐步推进；2023年底，国家带量采购推进，自2024Q2开始落地执行，平均降价达60%；

■ 白内障手术率仍有很大提升空间，老龄化+新术式，未来有望成为眼科重要增长点

- 根据中华医学会眼科学分会统计，我国60-89岁人群白内障发病率80%，90岁以上发病率达90%以上；而我国白内障手术率相较于发达国家仍然明显偏低；
- 随着技术水平提升，白内障手术逐渐形成现代以精准屈光性为特点的新阶段。从传统超声乳化白内障手术到飞秒激光辅助白内障手术，从单焦点晶体到多焦点、连续视程人工晶体，术式与耗材升级有望驱动自费项目增长；

- 尽管DGR控费与耗材集采影响传统白内障手术平均客单价，但随着老龄化需求增长+CSR提升+术式/耗材升级，白内障业务增长空间仍大。

全球每百万人口白内障手术率CSR对比



上市公司白内障业务情况 (收入：亿元)

公司	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
爱尔眼科								
收入	14.17	15.45	17.60	19.61	21.91	21.43	33.27	17.35
同比增速	44.44%	9.03%	13.92%	11.42%	11.73%	-2.19%	55.25%	3.64%
毛利率	38.21%	37.69%	40.10%	38.05%	37.67%	35.34%	37.97%	37.50%
华厦眼科								
收入	5.18	7.13	7.17	6.56	7.56	7.51	9.87	4.65
同比增速		37.64%	0.56%	-8.51%	15.24%	-0.66%	31.42%	-6.44%
毛利率	38.48%	34.73%	32.25%	30.94%	36.12%	38.01%	43.69%	37.03%
普瑞眼科								
收入	2.75	3.11	2.75	2.73	2.87	2.49	5.94	3.11
同比增速		13.09%	-11.58%	-0.73%	5.13%	-13.24%	138.55%	13.09%
毛利率	43.67%	46.20%	41.30%	40.24%	34.61%	30.85%	43.37%	42.31%
何氏眼科								
收入	1.22	1.41	1.51	1.53	1.57	1.33	2.05	0.93
同比增速		15.57%	7.09%	1.32%	2.61%	-15.29%	54.14%	-16.22%
毛利率	35.54%	36.16%	34.01%	37.57%	36.83%	31.16%	41.72%	44.56%

人工晶体采购梳理

时间	人工晶体集采结果
2019年	安徽开展集采，采购量为2018年耗材采购量的90%，平均降价20.5%，国产类18.1%，进口类20.9%；江苏省医保局组织开展第二次省级组团带量联盟采购，眼科人工晶体类平均降幅26.89%。
2020年	陕西10省开展单焦点、多焦点、散光晶体集采，平均降价44%，最高85%。
2021年	广东、江西、河南三省报量采购中，降幅最高达90%。
2021年	京津冀“3+N”联盟开展单焦点、双焦点、三焦点等晶体集采，平均降价16.91%。
2024年	平均降价达60%

口腔：种植集采加速行业出清，关注龙头份额提升

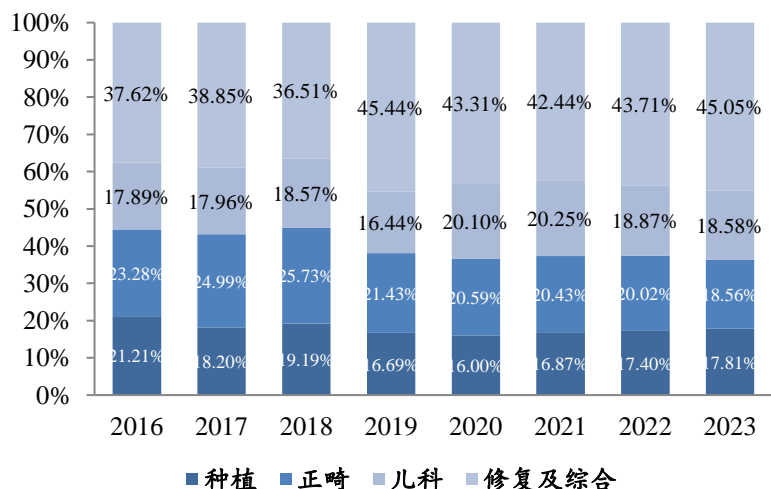
■ 种植集采大幅降价，加速行业出清，种植量实现高速增长

- 2023年4月，以四川省牵头的全国种植牙费用综合治理政策落地，口腔种植体产品均价降幅达到55%，单颗种植手术费用不超过4500元。种植项目集采大幅降价，对于口腔机构盈利能力、特别是依赖于单一种植业务小型口腔连锁影响较大，我们认为种植集采降价加速行业出清。
- 集采政策落地后，此前持观望态度的患者陆续就诊，带来种植量的增长，种植渗透率进一步提升。以通策医疗为例，政策实际执行后，从量的增长看，2023年，通策医疗种植量5.3万多颗，同比增长47%；从价的增长看，一方面，公司向患者推出低价种植业务，提升市场占有率。

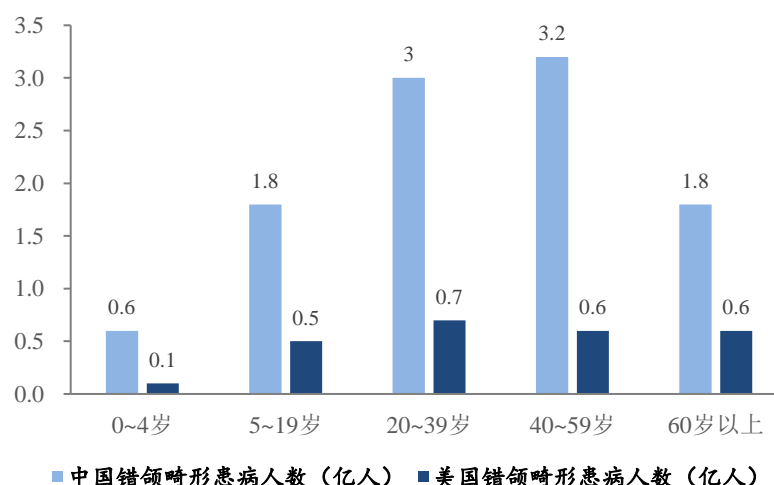
■ 正畸业务受消费降级影响较大，未来开发潜力大

- 受到消费降级影响，高客单的隐形正畸需求减少，增长降速，导致正畸业务平均客单价下降，收入下滑。尽管中国的隐形矫治市场在2019年已成为全球第二大市场，但隐形矫正的渗透率相对较低。以2020年的数据为例，中国约有10.4亿错颌畸形病例，其中仅有11%选择了隐形矫治器，而美国的使用率则高达31.9%。中国正畸市场尤其是隐形正畸领域，仍存在巨大的未开发潜力，未来有望随着消费改善而恢复较大增长弹性。

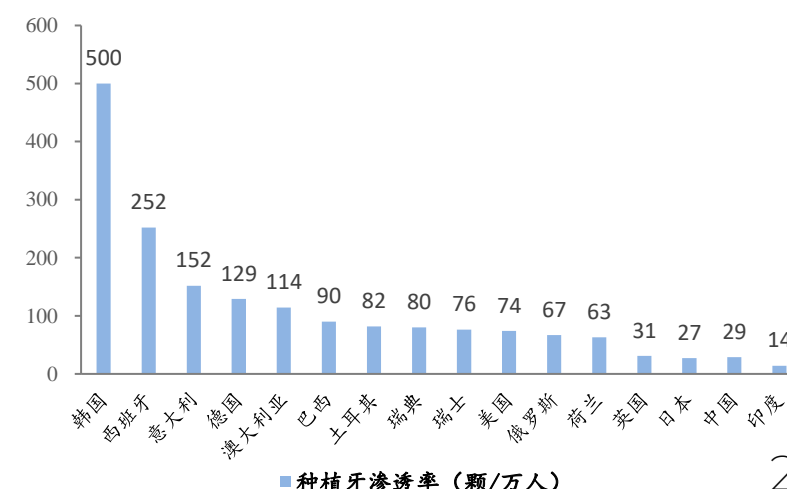
通策医疗收入拆分



2020年中美各年龄组错颌畸形患者数量（亿人）对比



2019年部分国家种植牙渗透率



口腔：种植集采加速行业出清，关注龙头份额提升

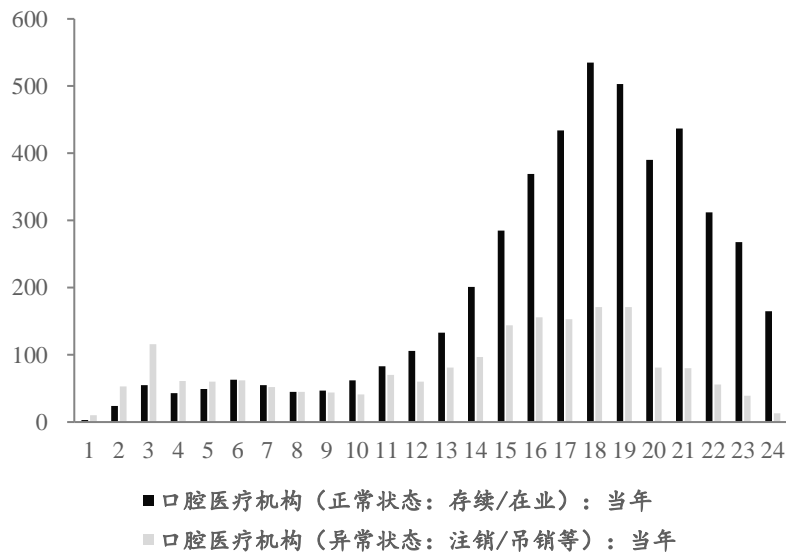
■ 以浙江省为例，口腔医院竞争激烈，供给端逐步出清。

➢ 浙江省2021年-2024年口腔医院（正常状态：存续/在业）分别为437家，312家，268家，165家，口腔医疗机构（异常状态：注销/吊销等）分别为80家，56家，39家，13家。由此可见，浙江省口腔医疗医院数量呈现出清态势，而行业规模依然保持增长，因此龙头份额有望提升。

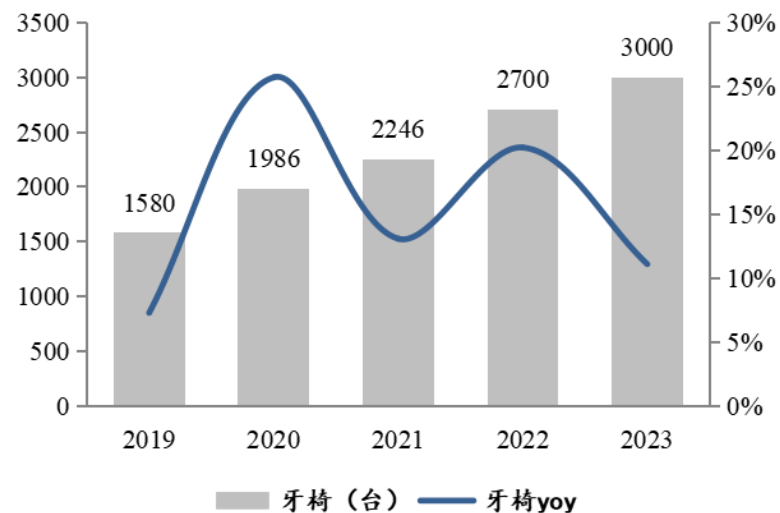
■ 口腔龙头逆势扩张，行业出清下，龙头份额有望持续提升。

➢ 截至2023年底，通策医疗拥有已营医疗机构84家；约3000张牙椅，同比增长11%；医生2133名，同比增长21%；在过去几年疫情期间依然保持逆势扩张。公司以“总院+分院”模式扩张，形成覆盖全省的机构服务网络。三大总院具备很强的口碑影响力，专业能力突出；“蒲公英分院”由点到面，加速省内市场下沉；省外进一步探索并购加盟模式，2023年收购娄底口腔医院股权。

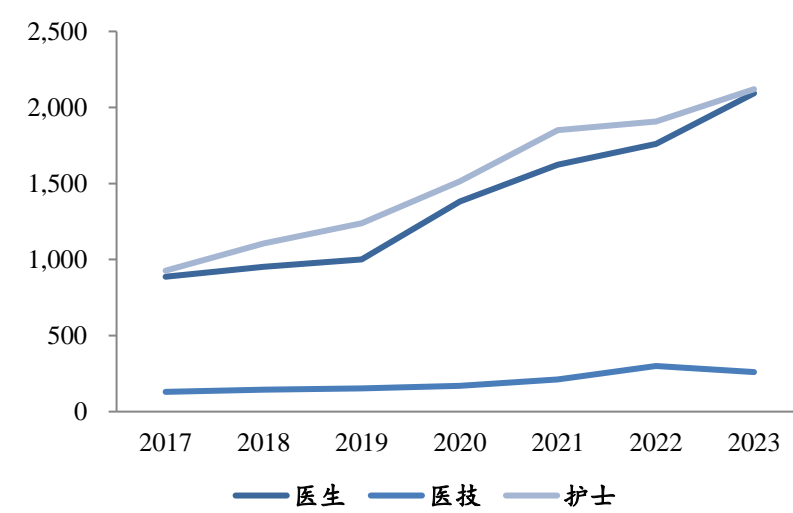
浙江省口腔医院存续数量



通策医疗牙椅数



通策医疗医护人员变化 (名)



■ 2024年并购重组政策频出，医院资产并购迎更大机遇

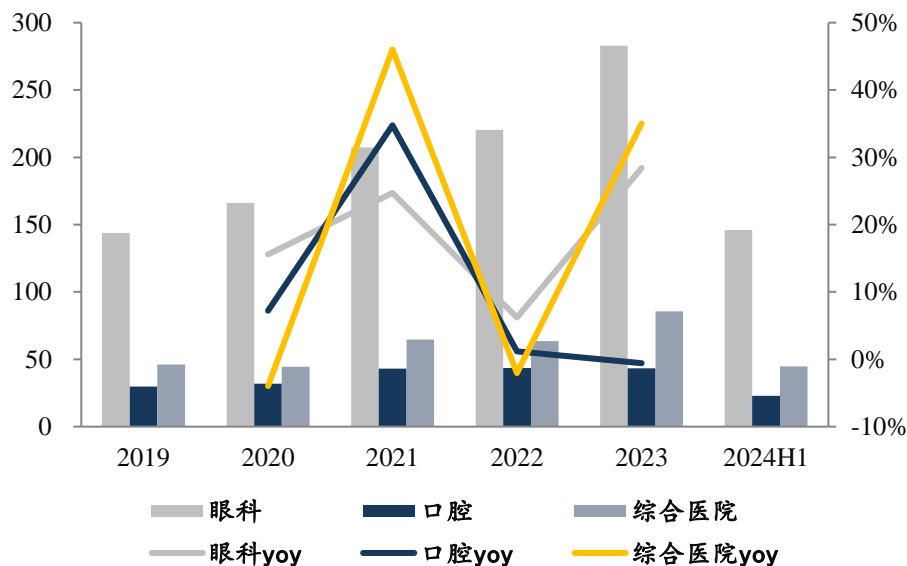
➢ 2023年，国资委召开中央企业提高上市公司质量暨并购重组工作专题会，助力提高核心竞争力、增强核心功能。2024年以来，国务院发布“新国九条”、中国证监会发布“并购六条”，鼓励上市公司并购重组。

■ 综合性医院内生增长稳健，并购资产贡献业绩增量

➢ 与其他专科医疗相比，综合性医院例如国际医学、新里程、盈康生命，在消费降级影响下，依然保持相对较快的稳健增速，而并购体外医院资产将有望增厚业绩；

➢ 盈康生命于2024年10月公告定增获批，扣除发行费用后实际募资额约9.6亿，所募资金全部用于补充流动资金，我们认为对于公司后续并购医院资产也将有资金保障。新里程集团在《重整计划（草案）》中承诺，根据公司经营发展需要，将在获取控制权后的三年内支持公司获得总额不低于30亿元的多种形式融资，用于保证公司的可持续发展。10月16日，公司发布公告称拟以自有资金或自筹资金3.2亿元人民币向新里程康养收购重庆新里程100%股权，此次收购是新里程集团正式开启体外资产注入的起点，未来将有更多优质资产注入。

综合医院营收仍保持较高增长（亿元）



2023-2024年并购重组相关标准及监管政策

时间	名称	发布单位	主要内容
2023.06.15	中央企业提高上市公司质量暨并购重组工作专题会	国资委	以上市公司为平台开展并购重组，助力提高核心竞争力、增强核心功能。同时进一步增强责任感和紧迫感，为中央企业实现高质量发展、在构建新发展格局中更好发挥作用提供坚实支撑。
2024.04.12	《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展若干意见》	国务院	聚焦加强监管和风险防范，注重保护投资人权益，加强资本市场法规建设，并提出了未来5年、2035年和本世纪中叶资本市场发展的目标问题。
2024.07.24	《企业兼并重组主要税收优惠政策指引》	国家税务总局	对现行有效的支持企业兼并重组主要税收优惠政策和税收征管文件进行了梳理，降低企业兼并重组税收负担水平，激发市场主体活力，促进经济高质量发展。
2024.09.24	《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》	中国证监会	提出六项主要内容：1) 支持上市公司向新质生产力方向转型升级；2) 鼓励上市公司加强产业整合；3) 进一步提高监管包容度；4) 提升重组市场交易效率；5) 提升中介机构服务水平；6) 依法加强监管。

公司	性质	时间	细则
盈康生命	定增	2024年10月	10月23日，公司公告，控股股东盈康医投的定增认购款9.7亿已全部到账。
新里程	并购	2024年10月	10月16日，公司发布公告称拟以自有资金或自筹资金3.2亿元人民币向新里程康养收购重庆新里程100%股权，

■ 静待消费回暖与板块需求修复，把握业绩修复弹性的个股

• 面对消费需求景气下行、医保控费政策等一系列压力因素，消费医疗/医疗服务板块短期增长承压，未来我们仍然看好该板块投资机会：1) 人口老龄化与医疗保健消费升级两大主线，推动需求持续增长及多元化，医疗服务是需求刚性最强、需求长期升级的消费品类。2) 新产品新技术新术式的出现，仍有望拉动平均价格水平。3) 民营医疗经过前十年快速扩张已进入体质增效阶段，当前行业加速出清，头部公司有望凭借规模、品牌、效率等优势继续提升份额。4) 2025年Q1新一轮消费刺激政策推动等。

➤ 选股思路与投资建议：

- 1) 可选消费类医疗，关注消费和需求端景气修复，及抗风险能力强的稳健龙头、扩张放缓后经营改善的弹性标的。建议关注：**普瑞眼科、爱尔眼科、通策医疗、固生堂**等；
- 2) 刚需严肃类医疗，关注盈利水平变化，及并购资产注入增厚业绩。建议关注：**海吉亚、国际医学、新里程、盈康生命**等
- 3) 新产品上市销售、产品出海机会。建议关注：**昊海生科、爱美客、时代天使、爱博医疗**等

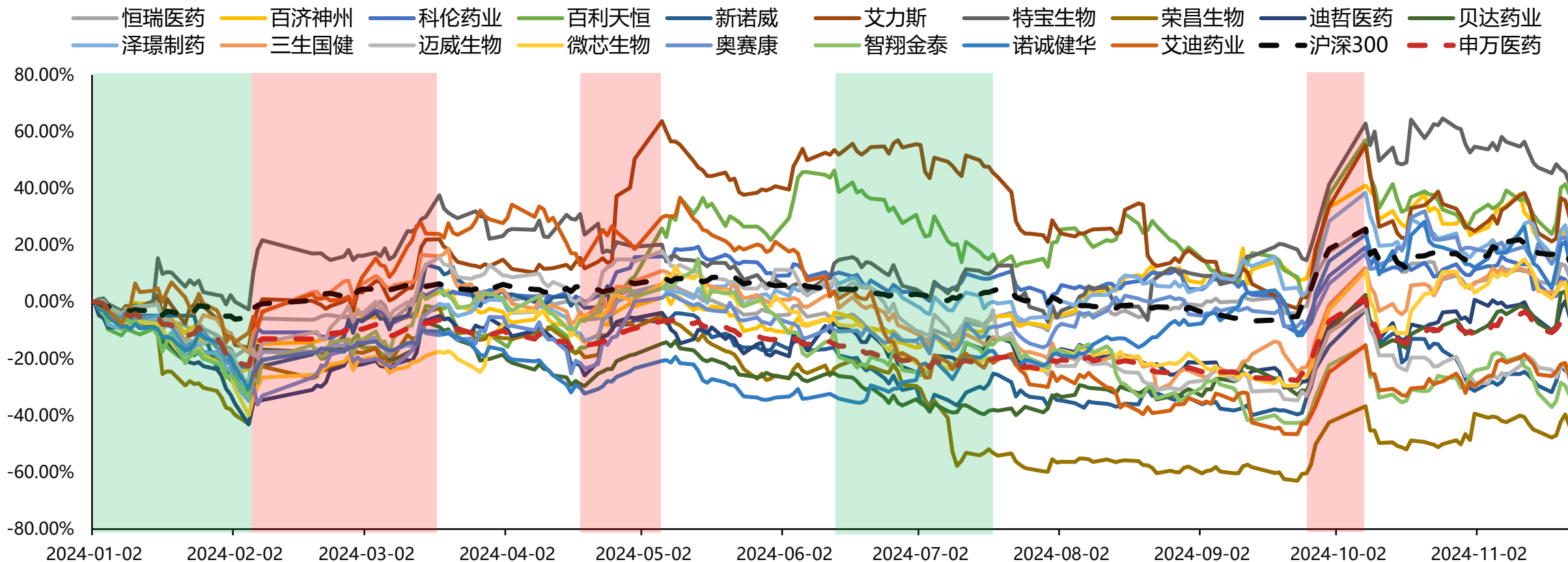
➤ **风险提示：**1) 医院扩张速度不及预期的风险；2) 医药行业政策不确定性；

创新药：国产创新药颇具全球竞争力，出海为战略性方向

- **研发实力显著增强，国产新药进入收获期。重点关注即将获批上市创新药产品多的企业。**自2017年以来，国产新药各阶段临床试验数量稳步增长，国产新药在国际多中心临床试验中的参与度也稳步增长，2020年至2023年从207起上升至286起，在这一趋势中，高技术力疗法和FIC产品比例上升明显，例如ADC的临床数量占比从2018-2020年的1.8%增长至2021-2023年的4.9%。2017年到2023年期间，我国创新药上市数量从2017年的43款增加至79款，国产创新药比例从2017年的2%增加至2023年的41%总体来看，中国上市创新明显增长，国产占比及生物药比例显著提升。
- **海外市场大有可为，国产新药出海正当时。重点关注有出海预期创新药产品多的企业。**据弗若斯特沙利文，全球医药市场规模整体呈现增长趋势，2023年全球医药市场规模达到了14723亿美元，预计到2030年将达到20694亿美元；相比于中国市场，部分海外发达国家展现出更高的创新药物市场支付能力，例如和黄的咪喹替尼美国定价为中国24倍、君实的特瑞普利单抗美国定价为中国33倍。国产创新药license-out金额也在逐年上升，22年科伦博泰与默沙东就多款ADC产品达成超过118亿美元年度合作、23年百利天恒与BMS就BL-B01D1达成8亿美元首付、84亿美元总金额，均创下记录。
- **国产新药进入商业化，创新药企逐步盈利。重点关注即将扭亏的企业。**在当前资本市场紧缩的背景下，创新药公司是否具备自我造血能力，已成为投资者选择股票的重要考量标准。艾力斯、百济神州等企业凭借其产品在国内外市场的成功上市和销售，逐步实现扭亏。自身产品商业化的典型代表是艾力斯，其核心产品伏美替尼2021年获批上市以来仅用3年时间，实现了2023年全年19.72亿元的销售额。除了自身产品商业化，科伦博泰、亚盛医药、百利天恒等公司通过将产品License-out的策略，也在2024年上半年实现了报表端盈利。多元化盈利模式大大提高了创新药企扭亏为盈的可能性，同时加强了创新药资产的确定性。
- **国内创新药政策逐步回暖，多维度支持创新。重点关注2024年参加国家医保谈判产品成功进入医保目录的企业。**从政策端看，全链条支持创新药发展政策逐步落地，进院、支付端对估值束缚有望解除。7月4日，国常会审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》，各地政府也迅速跟进实施。特别值得关注的是这一次政策对创新药进院端进行了大力的支持，如北京市取消了医疗机构药品数量的限制，上海市也明确对各级医院的用药目录品种数不设数量限制，推动目录药品落地。2024年11月28日国家医保局发布2024年版国家医保药品目录，创新药的谈判成功率超过了90%，较总体成功率高16个百分点。
- **推荐组合配置龙头及催化强的标的：**A股推荐恒瑞医药、百济神州、海思科，关注迪哲医药、三生国健、泽璟制药、奥赛康等；H股推荐信达生物、和黄医药、科伦博泰、亚盛医药，关注康方生物、康诺亚等。
- **风险提示：**创新药疗效不及预期风险、新药研发及审批进展不及预期、竞争格局恶化风险、医保谈判价格不及预期风险、药品销售不及预期、政策的不确定性、全球业务相关风险等。

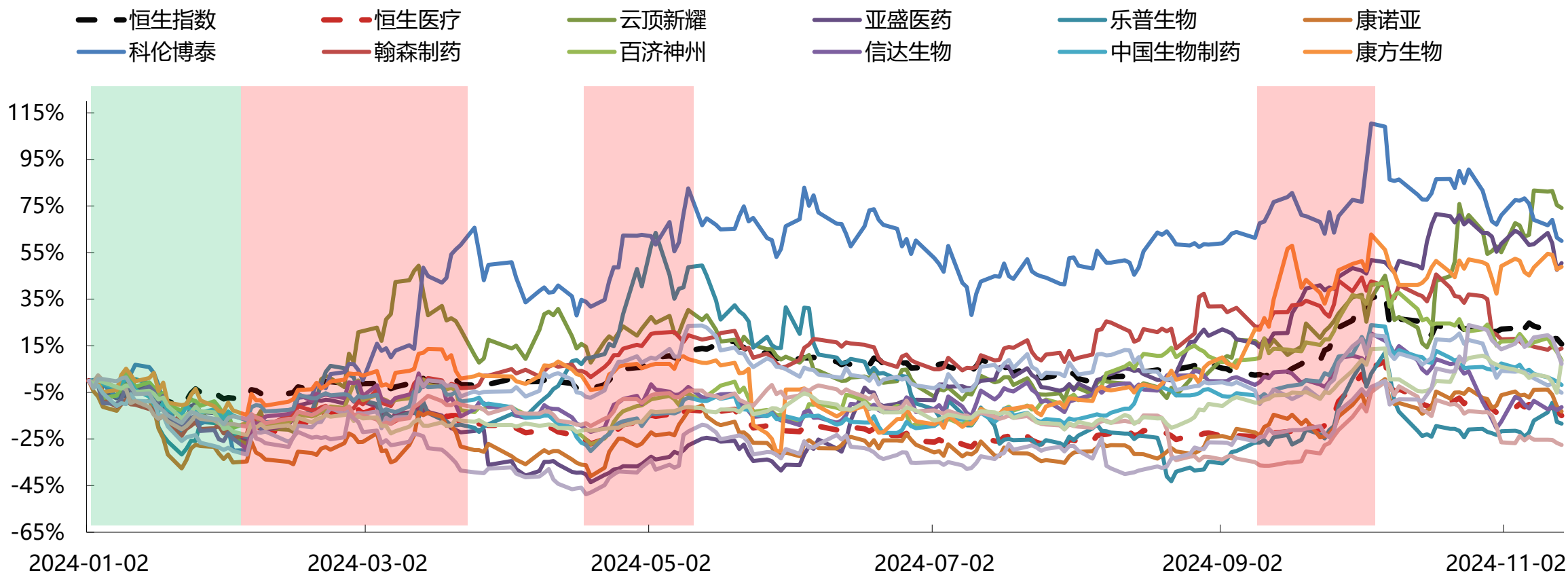
A股创新药年度复盘-Biotech已吹响反弹号角

- **创新药公司整体股价依然处于历史底部位置，2024年有3次比较明显的板块性上涨。**年初受到大盘下跌，以及美国参众两院提出针对华大集团、药明康德等中国生物技术公司的“生物安全法案”影响，创新药板块大幅下跌，到了显著低估的位置，2-3月开始逐步修复。4月底到5月初随着“全链条支持创新药发展”政策预期增强，以及24年ASCO年会临床数据催化的提前布局，创新药板块迎来第二波大涨。9月底到10月初随着大量利好政策释放以及外资流入等驱动，大盘快速上涨，创新药作为高成长、高弹性的板块同步大涨。
- **明显α机会：**1、销售快速放量、现金流大单品：艾力斯、特宝生物、艾迪药业、百济神州等；2、出海预期及海外进展：荣昌生物、百利天恒、诺诚健华、迪哲医药、迈威生物等。



港股创新药年度复盘-Biotech已吹响反弹号角

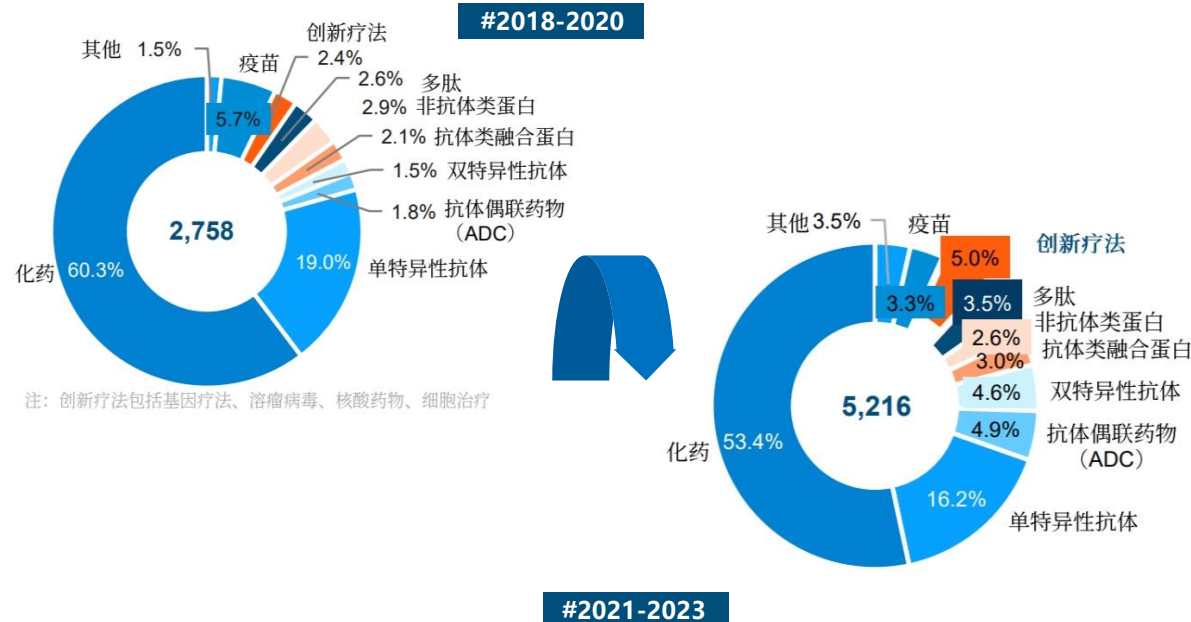
- **创新药公司整体股价依然处于历史底部位置，2024年有3次比较明显的板块性上涨。**年初受到大盘下跌，以及美国参众两院提出针对华大集团、药明康德等中国生物技术公司的“生物安全法案”影响，创新药板块大幅下跌，到了显著低估的位置，2-3月开始逐步修复。4月底到5月初随着“全链条支持创新药发展”政策预期增强，以及24年ASCO年会临床数据催化的提前布局，创新药板块迎来第二波大涨。9月底到10月初随着大量利好政策释放以及外资流入等驱动，大盘快速上涨，创新药作为高成长、高弹性的板块同步大涨。
- **明显α机会：**1、销售快速放量、现金流大单品：和黄医药、云顶新耀、翰森制药等；2、出海预期及海外进展：科伦博泰、康方生物、乐普生物、康诺亚、亚盛医药等。



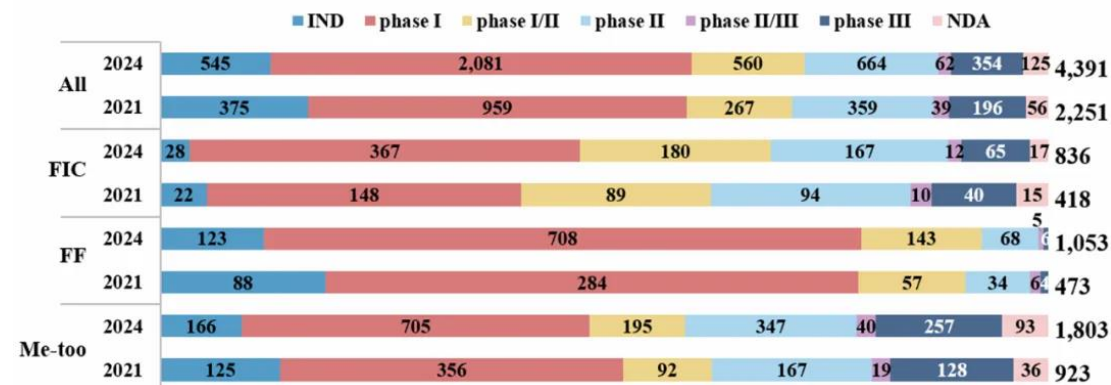
国产新药中高技术力疗法和 FIC 产品比例显著增加

- ▶ 近年来我国创新药管线数量不断增多，其中高技术力疗法占比显著提高。2018-2020年，我国新药临床试验数量为2,758条，其中化药占比约60%，抗体类药物研发已有探索。2021-2023年，我国新药临床试验数量为5,216条，增长近一倍；抗体偶联药物(ADC)的临床试验数量占比从1.8%增长至4.9%，以基因疗法、溶瘤病毒、核酸药物、细胞治疗为代表的高技术力疗法占比也在提高。
- ▶ 中国在研药物中 first-in-class (FIC) 产品显著增加。根据Nature Reviews Drug Discovery，中国在研药物中 FIC 产品从2021年的418个增至2024年的836个，增长率100%；fast-follow (FF) 产品从2021年的473个增至2024年的1053个，增长率123%；这两类药物的增速高于me-too产品（增长率95%）。

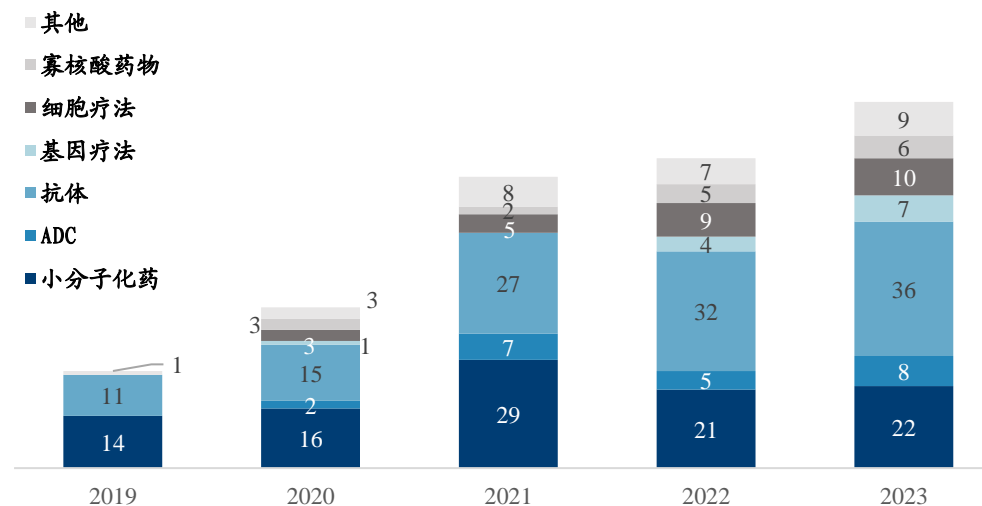
2018-2023中国新药临床试验药物类型



按创新水平划分2021年、2024年中国在研药物开发情况



近5年国产pFIC产品具体类型



全球重磅学术会议召开，临床数据不断催化

- **2025年上半年将陆续召开ASCO-GI、ELCC、AACR等国际学术大会，临床数据不断催化。** ASCO-GI将于2025年1月底召开，有望读出数据的创新药物有：奥赛康的CLDN18.2单抗等。欧洲肺癌大会（ELCC）将于2025年3月底召开，美国癌症研究协会年会（AACR）将于2025年4月25日-30日召开，相关摘要将于25年4月25日公布。

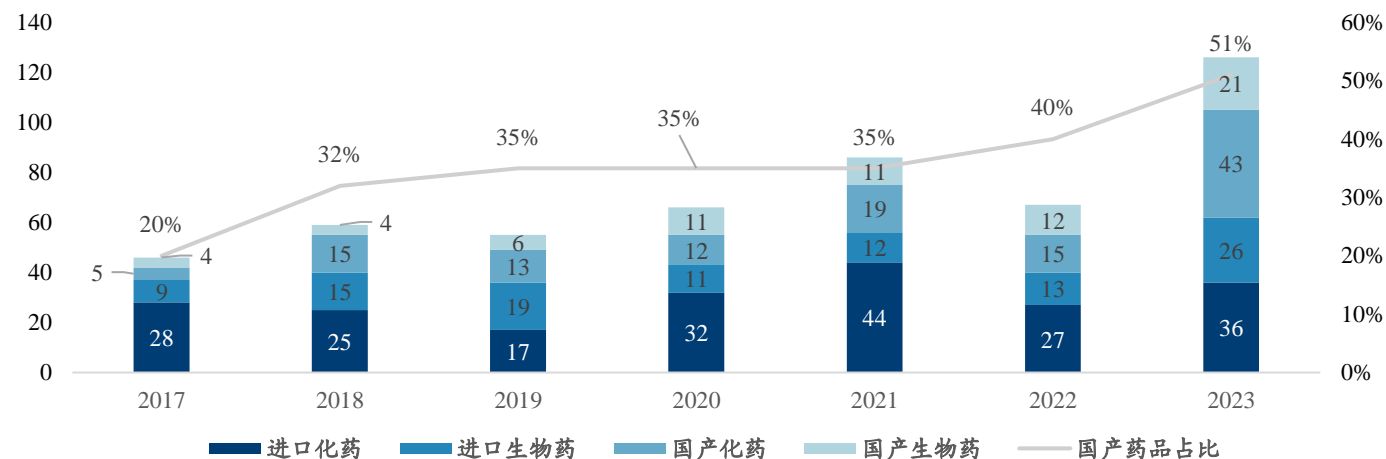
【东吴医药创新药团队】2025年重磅创新药会议一览

会议名称	召开时间	摘要首次披露时间	会议主题	官网链接
ASCO胃肠道肿瘤研讨会 (ASCO-GI)	2025/01/23-2025/01/25	2025/1/23	会议提供了最新的创新科学，以解决方案为重点的策略，以及胃肠道癌症治疗，研究和护理的多学科方法。	https://conferences.asco.org/gi/attend
欧洲肺癌大会 (ELCC)	2025/03/26-2025/03/29	2025/3/20 00:05 a.m. CET	会议致力于促进科学发展、传播教育和提高全世界肺癌专家的实践。	https://www.esmo.org/meeting-calendar/european-lung-cancer-congress-2025
美国癌症研究协会年会 (AACR)	2025/04/25-2025/04/30	2025/4/25	会议展示了最前沿的癌症科学和医学，包括人口科学与预防；癌症生物学、转化和临床研究。	https://www.aacr.org/meeting/aacr-annual-meeting-2025/
美国临床肿瘤学会 (ASCO) 年会	2025/05/30-2025/06/03	2025/4/23 10: 00 a.m. EST	世界上规模最大、学术水平最高、最具权威的临床肿瘤学会议。重要的临床试验成果会选择在ASCO上首次发布。	https://conferences.asco.org/am/attend
欧洲血液肿瘤协会 (EHA) 年会	2025/06/12-2025/06/15	2025/5/14	会议覆盖血液学的子专业，以及血液学最先进的临床实践，最新发现和研究。	https://ehaweb.org/congress/eha2025-congress/
美国糖尿病协会 (ADA) 年会	2025/06/20-2025/06/23	2025/5/19	美国糖尿病年会(ADA年会)是世界上最大、最负盛名的糖尿病学术会议。会议为参会者提供与领先的糖尿病专家交流互动、分享看法，为研究人员和医疗保健专业人士提供了解当前关于糖尿病研究、治疗和护理的重大进展。	https://professional.diabetes.org/scientific-sessions

新药NDA和上市数量逐年上升，国产比例增长显著

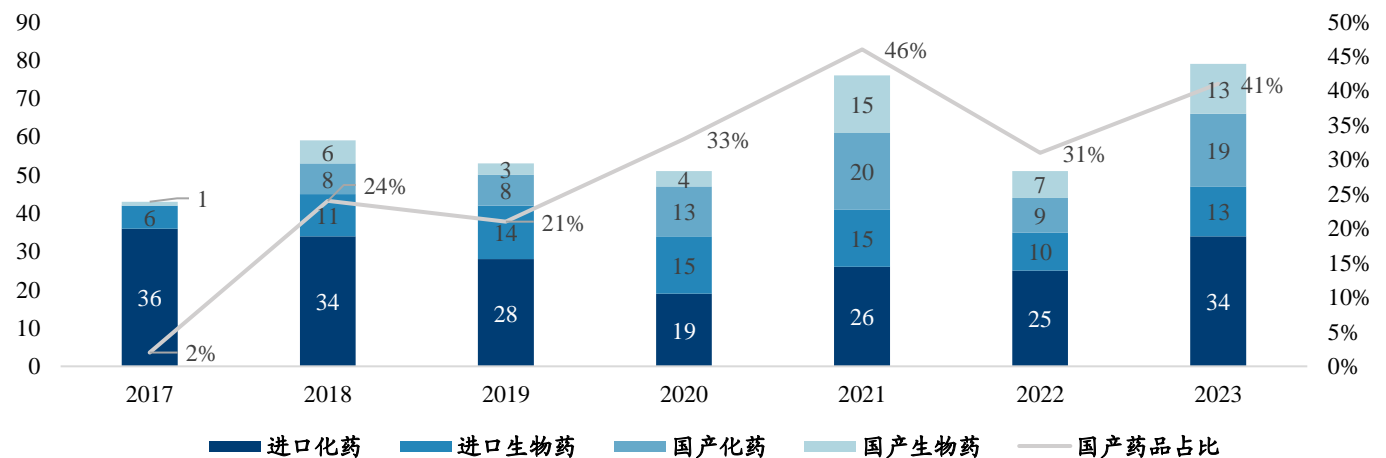
➤ **NDA申请量逐年上升，国产药品比例增长显著。** 跟随注册性临床增长趋势，2017~2023年中国 NDA 产品累计588 款，以进口产品为主，占比近 65%。但国产药品数量自 2018 年起明显增加，2023 年大批国产药品进入 NDA 阶段，共计 64 个，2017-2023 年国产 NDA 产品数量的复合年增长率超 36%。

2017-2023中国NDA创新药统计



➤ **中国上市创新明显增长，国产占比及生物药比例显著提升。** 2017年到2023年期间，我国创新药上市数量波动上升，从2017年的43款增加至79款。国产创新药比例有显著提高，从2017年的2%增加至2023年的41%；从创新药种类来看，生物药比例也在逐渐上升，从2017年的7款增加至26款。

2017-2023中国上市创新药统计



重点关注：即将获批上市创新药产品多的企业

- 新产品获批上市以及产品上市后放量情况是创新药股价表现的核心催化剂，我们对2024年底到2025年创新药的核心催化剂进行总结，需要重点跟踪关注：

处于申报上市阶段，有望今年底到明年获批上市的创新药品种

研发公司	药品名称	申报疾病	靶点	CDE承办日期	审评通道
凯因科技	培集成干扰素α-2注射液	成人慢性乙型肝炎 (HBV)	IFN	2024-09-30	
智飞生物	四价流感病毒裂解疫苗	流行性感冒	influenza virus	2024-09-30	
	普基仑赛注射液	CD19+ R B细胞急性淋巴细胞白血病	CD19	2024-07-20	优先审评
合源生物	纳基奥仑赛注射液	R/R LBCL	CD19	2024-09-26	
信达生物	匹康奇拜单抗注射液	中重度斑块状银屑病	IL-23p19	2024-09-26	
	玛仕度肽注射液	2型糖尿病	OXM; GLP-1R; GCGR	2024-08-01	
		成人肥胖或超重	OXM; GLP-1R; GCGR	2024-02-07	
	己二酸他雷替尼胶囊	1L ROS1+ R/R NSCLC	Trk; ROS1	2024-03-04	优先审评
乐普生物	注射用维贝柯妥塔单抗	2L+ ROS1+ R/R NSCLC	Trk; ROS1	2023-11-22	优先审评
		PD-1/PD-L1抑制剂治疗失败的R/R 鼻咽癌	EGFR	2024-09-25	拟优先审评
海思科	HSK21542注射液	成人维持性血液透析患者的慢性肾脏疾病相关的中度至重度瘙痒	κ opioid receptor	2024-09-23	优先审评
		腹部手术后镇痛	κ opioid receptor	2023-10-17	
恒瑞医药	瑞拉芙普-α注射液	R/R 胃及胃食管结合部腺癌	TGF-β; PDL1	2024-09-20	
	注射用瑞康曲妥珠单抗	HER2 突变NSCLC	HER2	2024-09-14	优先审评
	注射用HR20013	高度致吐性化疗 (HEC) 引起的恶心和呕吐	5-HT3 receptor; NK1	2023-12-14	
	硫酸艾玛昔替尼片	成人重度斑秃	JAK1	2024-09-05	
		成人和12岁及以上青少年中度至重度特应性皮炎	JAK1	2023-11-04	
		活动性强直性脊柱炎	JAK1	2023-08-24	
		类风湿性关节炎	JAK1	2023-11-30	
	苹果酸法米替尼胶囊	卡瑞利珠单抗联合法米替尼二线治疗宫颈癌	c-Kit; PDGFR; VEGFR	2023-12-06	
	全氟己基辛烷滴眼液	睑板腺功能障碍相关干眼病	not available	2023-02-01	
	注射用瑞卡西单抗	高胆固醇血症	PCSK9	2023-06-21	
瑞格列汀二甲双胍片 (II)	II型糖尿病	PEN2; DPP-4	2023-01-13		
仙琚制药	奥美克松钠注射液	拮抗中度肌松和深度肌松	not available	2024-09-18	
人福医药	注射用苯磺酸瑞马唑仑	全身麻醉; 镇静剂	GABAA receptor	2024-09-15	
禾元生物	植物源重组人血清白蛋白注射液	低白蛋白血症	albumin	2024-09-12	优先审评
三生制药	重组人血小板生成素注射液	慢性肝病相关血小板减少症	TPO receptor	2024-08-30	
	重组红细胞生成刺激蛋白(CHO细胞)注射液	接受促红细胞生成素治疗的成人透析患者	EPO	2024-07-12	
瑞迪奥医药	锝[99mTc]胍基烟酰胺聚乙二醇双环RGD肽注射液	放射性核素显像	αvβ3	2024-08-29	优先审评
	注射用甲苯磺酸钠烟酰胺聚乙二醇双环RGD肽	未披露	not available	2024-08-29	优先审评
通化金马	琥珀八氢吡啶片	用于轻、中度阿尔茨海默病的治疗。	AChE; BuChE	2024-08-29	
药石科技	邦瑞替尼片	中高危骨髓纤维化(MF)	JAK	2024-08-22	

重点关注：即将获批上市创新药产品多的企业

处于申报上市阶段，有望今年底到明年获批上市的创新药品种

研发公司	药品名称	申报疾病	靶点	CDE承办日期	审评通道
诺诚健华	奥布替尼片	初治的慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤	BTK	2024-08-21	
诺诚健华; Incyte	注射用坦昔妥单抗	R/R 不适合自体干细胞移植 (ASCT) DLBCL	CD19	2024-06-21	优先审评
翰森制药	甲磺酸阿美替尼片	EGFR-19DEL OR L858R R/R NSCLC	EGFR T790M	2024-08-20	优先审评
		含铂根治性化疗后未出现疾病进展的EGFR-19DEL OR L858R R/R NSCLC	EGFR T790M	2024-07-19	
科伦博泰	注射用芦康沙妥珠单抗	局部晚期或转移性EGFR突变非小细胞肺癌	TROP2	2024-08-20	优先审评
	注射用A166	HER2+ R/R乳腺癌	HER2	2023-05-11	
	塔戈利单抗注射液	R/R 鼻咽癌	PDL1	2024-05-12	
奥赛康	利厄替尼片	EGFR-19DEL OR L858R R/R NSCLC	EGFR T790M; BTK; ITK	2024-08-13	
健康元	TG-1000胶囊	单纯性甲型和乙型流感急性感染。	cap-dependent endonuclease	2024-08-12	
君实生物	特瑞普利单抗注射液	不可切除或转移性黑色素瘤	PD1	2024-08-12	
		R/R HCC	PD1	2024-07-18	
君实生物; 英派药业	senaparib胶囊	III-IV 期上皮性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌	PARP	2023-08-26	
天士力	注射用重组人尿激酶原	急性缺血性脑卒中	proUK	2024-08-07	
中国生物制药	贝莫苏拜单抗注射液	R/R RCC	PDL1	2024-08-01	
	盐酸安罗替尼胶囊	R/R RCC	FGFR; c-Kit; PDGFRβ; VEGFR3; VEGFR2; VEGFR1; EGFR	2024-08-01	
	库莫西利胶囊	用于既往内分泌经治的激素受体 (HR) 阳性、人表皮生长因子受体2 (HER2) 阴性局部晚期或转移性乳腺癌的治疗。	CDK2; CDK4; CDK6	2024-07-19	
中国生物制药; 首药控股	TQ05105片	中高危骨髓纤维化 (MF)	JAK2; JAK1; ROCK1; ROCK2	2024-07-13	
康方生物	依沃西单抗注射液	EGFR- ALK- R/R NSCLC	VEGF-A; PD1	2024-07-27	优先审评
	依若奇单抗	中重度银屑病	IL-12p40	2023-08-23	
信致医药	BBM-H901注射液	血友病B	factor IX	2024-07-25	优先审评
和铂医药	巴托利单抗注射液	全身型重症肌无力 (gMG)	FcRn	2024-07-18	
先声药业	盐酸达利雷生片	失眠	OX2R; OX1R	2024-07-16	
	注射用苏维西塔单抗	复发性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌	VEGF-A	2024-03-16	
李氏大药厂	索卡佐利单抗注射液	黑色素瘤; 宫颈癌	PDL1	2024-07-13	
诺思兰德	塞多明基注射液	严重下肢缺血性疾病 (CLI)	HGF	2024-07-12	
和黄医药	氢溴酸他泽司他片	EZH2+ R/R FL	EZH2	2024-07-04	优先审评
	醋酸索乐匹尼布片	原发性慢性免疫性血小板减少症 (ITP)	Syk	2024-01-11	优先审评
百济神州	注射用泽尼达妥单抗	HER2+ r/r胆道癌	HER2	2024-06-07	优先审评
贝达药业	酒石酸泰贝西利胶囊	HR+ /HER2- r/r乳腺癌	CDK4; CDK6	2024-05-01	
常山药业	艾本那肽注射液	II型糖尿病	GLP-1; GLP-1R	2024-04-25	

重点关注：即将获批上市创新药产品多的企业

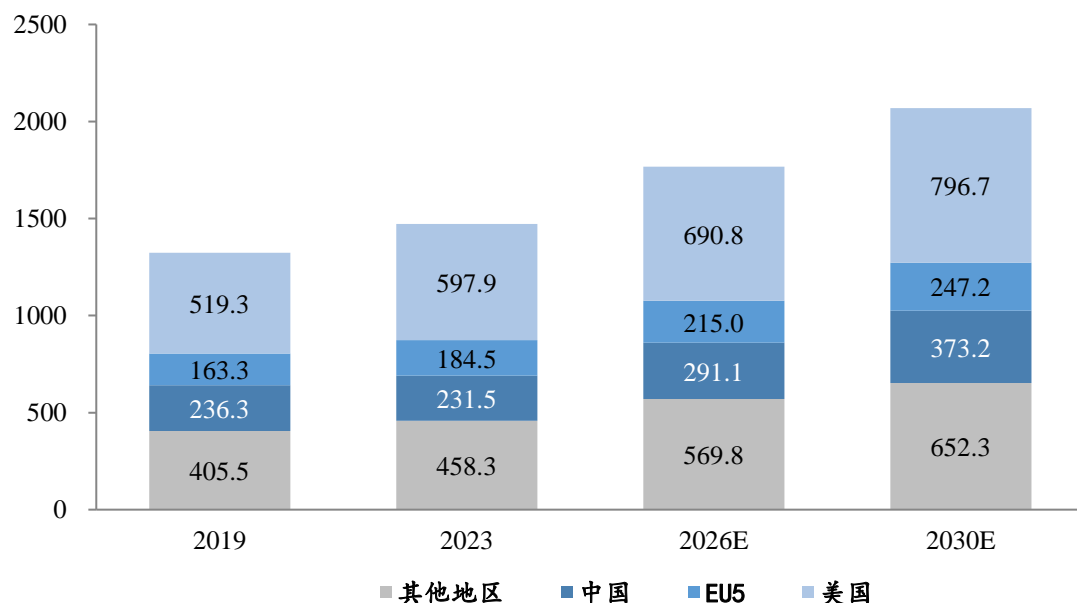
处于申报上市阶段，有望今年底到明年获批上市的创新药品种

研发公司	药品名称	申报疾病	靶点	CDE承办日期	审评通道
东阳光药	焦谷氨酸荣格列净胶囊	II型糖尿病	SGLT2	2024-01-11	
	磷酸安泰他韦胶囊	慢性丙型肝炎	NS5A	2023-08-02	
	英强布韦片	丙肝 (全基因型)	NS5B polymerase	2023-08-15	
复星医药	FCN-437c胶囊	HR+/HER2- 乳腺癌	CDK4; CDK6	2023-11-21	
	复迈替尼片	≥2岁儿童NF相关的PN	MEK1; MEK2	2024-06-06	优先审评
		树突状细胞和组织细胞肿瘤	MEK1; MEK2	2024-05-23	优先审评
海创药业	氩恩扎鲁胺软胶囊	转移性去势抵抗性前列腺癌 (mCRPC)	AR	2023-11-30	
华东医药	迈华替尼片	EGFR21 L858R R/R NSCLC	EGFR	2024-05-11	
加科思	枸橼酸格来雷塞片	KRAS G12C+ R/R NSCLC	KRAS G12C	2024-05-22	优先审评
齐鲁制药	艾帕洛利单抗注射液	癌症	PD1	2023-09-17	
上海医药	苹果酸司妥吉仑片	高血压	renin	2024-04-30	
	信诺拉生酯胶囊	反流性食管炎	proton pump	2023-02-11	
神州细胞	菲诺利单抗注射液	肝细胞癌	PD1	2024-01-17	
		头颈鳞细胞癌	PD1	2023-11-30	
石药集团	普卢格列汀片	II型糖尿病	DPP-4	2023-04-26	
四环医药	达希替尼片	ALK+ R/R NSCLC	ROS1; ALK	2024-04-25	
	毗罗西尼片	1L HR+/HER2- 乳腺癌	CDK4; CDK6	2023-08-30	
		2L+ HR+/HER2- 乳腺癌	CDK4; CDK6	2023-10-11	
特宝生物	怡培生长激素注射液	内源性生长激素分泌不足所致的儿童生长障碍	GH	2024-01-11	
信立泰	沙库巴曲阿利沙坦钙片	轻、中度原发性高血压	NEP; AT1R	2023-07-07	
泽璟制药	盐酸吉卡昔替尼片	中、高危骨髓纤维化	JAK2; JAK3; TYK2; JAK1; ALK2	2022-10-17	重大专项
长春高新	注射用金纳单抗	急性痛风性关节炎	IL-1β	2024-04-11	
众生药业	昂拉地韦片	成人单纯性甲型流感	PB2	2023-12-27	

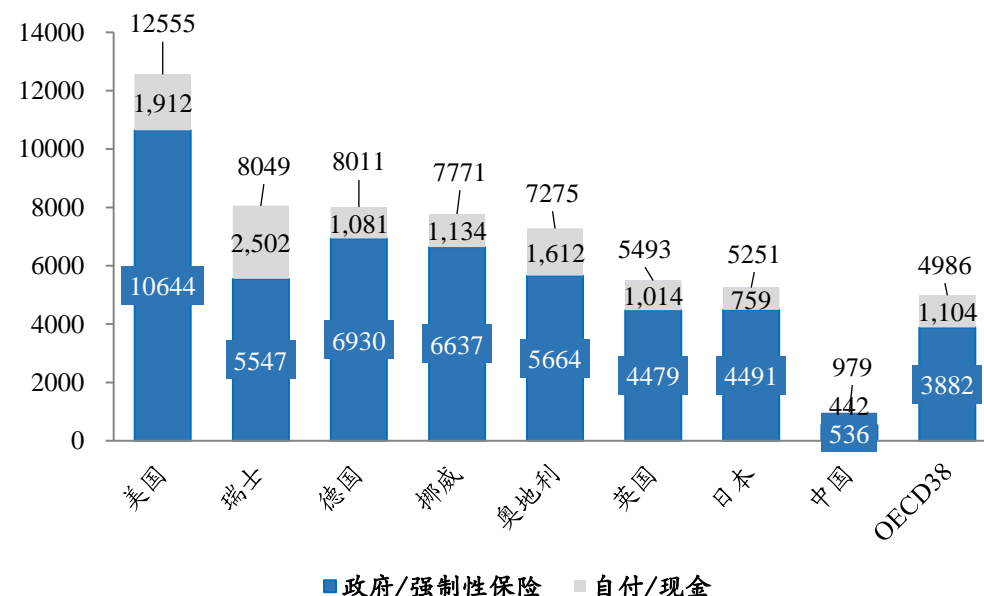
发达国家医药市场规模占比大，卫生支出多

- **海外广阔的医药市场吸引着中国生物医药企业走出国门。**据弗若斯特沙利文数据，全球医药市场规模整体呈现增长趋势、2019年至2023年全球医药市场规模从13245亿美元上升至14723亿美元，预计到2026年、2030年将分别达到17667亿美元和20694亿美元。其中，中国医药市场仅次于美国医药市场，位居全球第二，在2023年达到2315亿美元，预计到2026年、2030年将分别增长至2911亿美元和3732亿美元。
- **相比于中国市场，部分海外发达国家展现出更高的创新药物市场支付能力。**根据OECD的统计数据，2022年我国人均卫生支出为979美元，相比之下，排名第一的美国的人均卫生支出高达12555美元，是中国的13倍之多；而平均OECD人均卫生支出为4986美元，也是中国的5倍之多。这也与中国医保控费力度大、医药企业选择以降价换销量有关。

2019-2030E全球医药市场规模 (单位: 十亿美元)



2022年全球各地区人均卫生支出比例 (单位: 美元)



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/496143103233011004>