



Research and
Development Center

医药生物行业 2025 年年度策略报告

行业政策环境边际好转，商保及 AI 医疗或助行业转暖

2024 年 12 月 31 日

证券研究报告

行业研究

行业投资策略

唐爱金 医药行业首席分析师
执业编号: S1500523080002
邮箱: tangaijin@cindasc.com

曹佳琳 医药行业分析师
执业编号: S1500523080011
邮箱: caojialin@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师
执业编号: S1500524030003
邮箱: zhangzhongtao@cindasc.com

赵丹 医药行业分析师
执业编号: S1500524120002
邮箱: zhaodan1@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅
大厦 B 座
邮编: 100031

行业政策环境边际好转，商保及 AI 医疗或助行业转暖

2024 年 12 月 31 日

➤ **行业运行及估值动态：**在高基数、医疗反腐、DRGS 改革、集采降价等因素影响下，行业整体增长承压。2024 年前三季度行业总收入同比持平，归母净利润同比下降 7.3%，行业因疫情期间扩容竞争加剧，整体毛利率自 2022Q1 以来持续下降，2024 前三季度已下降至 32.8%，净利率自 2022 年末维持基本稳定，2024 年三季度为 8.1%。从二级市场表现来看，医药生物行业 2024 年初至今跌幅为 10.17%，在 SW31 个一级子行业中排名倒数第一，且从 2022 年 7 月份至今持续调整。

➤ **医保+商保一站式结算，助力商业健康保险发展，提升行业高端医疗需求支付力。**受限于赔付的便捷性、及时性不足，中国商业健康保险赔付率较低，2023 年占国内医疗卫生总支出不足 5%。2024 年 11 月国家医保局联合金融监管局，推动医保+商保一站式同步结算支付模式，有望解决商保发展阻力，依托全国统一、广泛覆盖、标准规范的国家医保系统平台和医保大数据，推出新型健康保险，提升医疗端支付力。

➤ **1) 生命科研服务国产龙头，有望受益于进口替代+并购重组。**政策加码科研投入，企业端研发投入力度有望触底回升，“科学技术进步法”等政策利好国产厂家进口替代。此外，2024 年证监会发布“新国九条”，推动企业并购重组，利好已经上市且有资本积累的龙头企业，通过并购重组提升自身市场份额，建议关注海尔生物、阿拉丁。

➤ **2) “全链条支持创新药”政策春风，加速创新药商业化。**国家深化卫生体制改革政策提到要制定支持创新药发展的制度，国内多地已对创新药研发及商业化制定扶持政策，未来国产创新药 IND、开展的临床试验、NDA 和上市的数量以及出海有望迎来新的高潮，此外，创新药海外市场获批及 BD 项目落地成绩显著，建议关注信达生物、泽璟制药。

➤ **3) 老龄化背景下家用器械需求提升，设备更新迭代助力远端设备采购回暖。**①老龄化进程加速，家庭健康器械需求加速增长，根据华经产业研究院数据，预计 2025 年家用医疗设备市场将达到 3500 亿元，建议关注可孚医疗、鱼跃医疗、美好医疗等；②国债支持医疗设备更新迭代，随着政策逐步落地，2025 年院端设备采购有望回暖，建议关注迈瑞医疗、开立医疗、联影医疗。

➤ **4) 海外市场去库存结束+部分产品集采放量，医疗耗材行业或迎拐点。**①低值耗材海外去库存结束，2024 年迎来业绩拐点，2025 年有望恢复常态化增长，建议关注振德医疗、稳健医疗；②人工骨集采落地，降价后市场渗透率有望不断提升，2025 年或将迎来放量增长，建议关注奥精医疗。

➤ **5) 中药板块高基数已消化，看好补库存及国企改革催化。**国药系 2025 年迎“十四五”收官战，改革或进一步深化，此外，中药企业 2024 年经历了行业性下降，2025 年或将迎来补库存周期，建议关注太极集团、葵花药业。

➤ **6) 医药商业加速整合器械商业，医保局预付款政策或将改善现金流。**医药商业行业受高基数影响，增速下降，2025 年有望修复。此外，预付金制度执行，或将改善企业现金流情况，流通平台龙头企业器械业务叠加

CSO 代理新业务，或加速增长，建议关注国药控股、国药股份、九州通、上海医药、百洋医药。

➤ **风险因素：**政策落地不及预期风险；需求复苏不及预期风险；集采降价超预期风险。

1. 行业运行与估值动态：三重负贝塔拖累业绩表现，商保一站式结算政策或助支付力提升	7
1.1. 复盘：高基数、医疗反腐、集采降价三重负贝塔下，行业增长整体承压.....	7
1.1.1. 集采、反腐、DRGs 医疗改革新政影响，2024 年行业增长承压.....	8
1.1.2. 行业疫情期间扩容及政策压力下，竞争加剧致企业盈利能力下降.....	10
1.2. 医药板块估值：跌幅较深，估值性价比突出.....	11
1.3. 医保+商保一站式结算有望拉动支付端增量.....	14
1.3.1. 老龄化背景下基本医保可持续压力受挑战.....	14
1.3.2. 中国商业健康保险快速发展，但占医疗卫生总支出比例不足 5%.....	14
1.3.3. 医保+商保一站式结算，有望拉动商保发展.....	14
2. 生命科研服务国产龙头，有望受益于进口替代+并购整合	16
2.1. 我国政策春风及持续加大研发经费支出利好需求.....	16
2.2. 国内多项政策法规逐步完善，带动行业加速进口替代.....	17
2.3. 并购重组是科学服务板块的重要发展路径.....	18
2.4. 建议关注科研仪器龙头企业海尔生物、及科研试剂阿拉丁.....	18
2.4.1. 海尔生物：科研及医疗多场景智慧解决方案供应商，有望受益于并购重组.....	18
2.4.2. 阿拉丁：盈利能力回升，内生+外延双轮驱动加快发展.....	18
3. “全产业链支持创新药”政策逐步落地，创新药进入商业化兑现的收获期	20
3.1. 全产业链支持创新药政策逐步落地，为创新药研发、审批、进院、支付、投融资全链条开辟绿色通道.....	20
3.2. TCE 抗体在实体瘤和自免领域取得里程碑式突破.....	22
3.3. 建议关注具有创新平台优势及重磅品种即将商业化的信达生物、泽璟制药.....	24
3.3.1. 泽璟制药：商业化迎来收获期，抗体药物有望成为公司新的增长点.....	24
3.3.2. 信达生物：商业化表现强劲，重磅品种上市在即.....	25
4. 老龄化趋势下家用医疗器械需求提升，设备更新迭代助力院端设备采购回暖	26
4.1. 老龄化趋势+消费补贴落地，家用医疗器械需求景气度提升.....	26
4.2. 设备更新迭代逐步落地，院端设备采购有望回暖.....	28
5. 海外去库结束+集采放量，医疗耗材拐点出现	31
5.1. 海外去库结束，低值耗材企业业绩恢复，估值有待回升.....	31
5.2. 集采加速人工骨渗透率提升，产品有望放量增长.....	32
6. 中药板块基数及渠道库存已基本消化，看好补库存及国企改革催化	34
6.1. 2025 年迎“十四五”收官战，国企改革有望进一步深化发展.....	34
6.2. 2024Q1-3 仅 31% 中药企业收入增长，2025 年中药企业有望迎补库周期.....	35
6.3. 关注：太极集团、葵花药业.....	36
7. 医药商业受益于器械集采加速整合器械商业，医保局预付款政策改革或将改善现金流	36
7.1. 医药行业修复+预付金制度催化.....	36
7.2. 预付金制度+新业务催化，2025 年医药流通板块有望迎估值修复.....	37
7.3. 建议关注国药股份、上海医药、九州通、百洋医药.....	39
8. 关注标的逻辑及估值	40
9. 风险提示	41

表 目 录

表 1. SW 生物医药三级子行业营收同比增速.....	8
表 2. SW 生物医药三级子行业归母净利润同比增速.....	9
表 3. 利好生命科学上游服务行业的国家政策.....	15
表 4. 我国生命科学科研服务领域目前主要存在四类参与者.....	16
表 5. 多项政策促进行业发展，加速行业进口替代.....	16
表 6. 新“国九条”之后并购重组相关政策梳理.....	17
表 7. 生命科研上市公司市值营收规模及账上现金情况.....	17
表 8. 2024 年中央和地方出台的鼓励创新药发展的相关政策.....	21
表 9. 随访时间越久 AMG757 治疗后线 SCLC 患者的 mOS 表现出了越长的趋势.....	23
表 10. JANX007 后线治疗 mCPRC 相比竞品有较大竞争优势.....	24
表 11. JANX007 后线治疗 mCPRC 的临床效果与 mCPRC 2L 治疗手段相媲美.....	24
表 12. 国企改革政策的回顾.....	34
表 13. 国药系核心上市公司人员变动汇总.....	35
表 14. 中药企业近 10 年收入变动复盘.....	35
表 15. 百亿市值以上中药企业存货账期变动.....	36
表 16. 近年核心医药流通企业市占率变动.....	37
表 17. 近年核心医药流通企业应收账款账期变动.....	37
表 18. 2025 年器械批发有望受益于设备“以旧换新”政策.....	38
表 19. 九州通、上海医药和百洋医药的 CSO 新业务.....	39
表 20. 医药流通企业盈利预测及估值 (ifind 市场一致预期).....	39
表 21. 关注的个股估值表.....	40

图 目 录

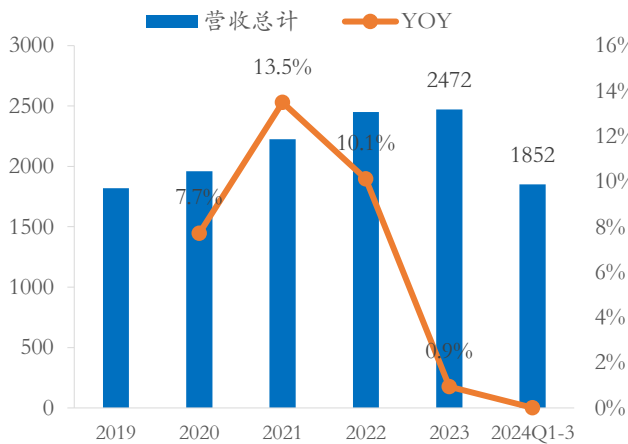
图 1. SW 生物医药板块近年总营收规模（十亿）及增速.....	6
图 2. SW 生物医药各子行业总营收增速增长趋势.....	6
图 3. SW 生物医药板块近年归母净利润及增速.....	6
图 4. SW 生物医药各子行业利润端增长趋势.....	6
图 5. SW 生物医药行业季度营收及增速.....	7
图 6. SW 生物医药行业季度归母净利润及增速.....	8
图 7. SW 生物医药板块销售毛利率（%）变化趋势.....	9
图 8. SW 生物医药子行业销售毛利率变化趋势.....	9
图 9. SW 生物医药板块销售净利率变化趋势.....	10
图 10. SW 生物医药子行业销售净利率变化趋势.....	10
图 11. SW 生物医药指数 2012 年至今涨幅走势图.....	10
图 12. 2023 年初至今生物医药板块走势.....	10
图 13. 过去一年 SW 生物医药指数绝对收益率及相对收益率在各行业中排名.....	11
图 14. 2016 年至今 SW 生物医药行业动态市盈率(TTM)及相对沪深 300 指数市盈率溢价率.....	11
图 15. SW 生物医药动态市盈率 (TTM) 在 SW31 个一级子行业中排名对比.....	12
图 16. SW 生物医药二级子行业 2023 年初至今涨跌幅.....	12
图 17. SW 生物医药二级子行业动态市盈率变化趋势（单位：倍）.....	12
图 18. 生命科学科研服务行业产业链结构图.....	15
图 19. 我国 2014-2022 年研究与试验发展经费支出.....	16
图 20. 我国研究与试验发展经费支出（按类别，亿元）.....	16
图 21. 2024 年形式审查环节的通过数量与通过率创新高.....	21
图 22. 2024 年医保谈判成功率基本与以往持平.....	21
图 23. 2024 年医保谈判/竞价平均价格降幅为 63%，最高降幅超过 93%.....	22
图 24. TCE 分子作用机理.....	22
图 25. 2018-2022 年中国 65 岁以上人口占比情况.....	26
图 26. 2008-2018 年中国居民慢性病患病率情况.....	26
图 27. 我国家用医疗设备市场规模变化.....	26
图 28. 2024 年我国设备更新招标情况（预算金额：亿元，项目数量：个）.....	28
图 29. 截至 12 月 1 日部分省份设备更新招标公告拟采购产品清单.....	29
图 30. 我国医用敷贴和一次性耗材出口情况.....	31
图 31. 我国部分低值耗材企业 2022-2024Q3 收入增长变化.....	32
图 32. 2020 年我国骨科骨缺损修复市场竞争格局.....	33
图 33. 近年全国医药流通市场规模变动.....	37
图 34. 2023 年全国医药流通市场区域分布情况.....	37

1. 行业运行与估值动态：三重负贝塔拖累业绩表现，商保一站式结算政策或助支付力提升

1.1. 复盘：高基数、医疗反腐、集采降价三重负贝塔，行业增长整体承压

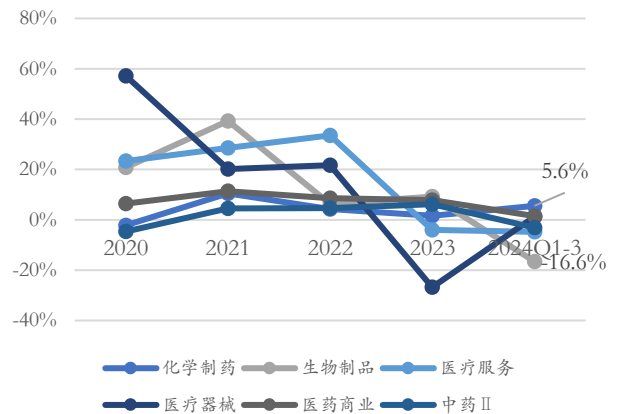
2023年SW生物医药464个上市公司（剔除ST和北交所个股），营收总计达24720亿元，同比增速放缓至0.9%，相较于2020-2022年（增速均高于7.7%），2023年增长承压，主要是受疫情相关资产高基数和医疗反腐双重压力影响。464家公司总营收规模2024前三季度为18520亿元，与去年同期基本持平。二级子行业板块中，2024年前三季度，除医疗器械和化学制药增速修复，其余细分子板块收入增速均有回落，其中收入增速最低的为生物制品板块，2024年前三季度收入同比下降16.6%。

图1.SW 生物医药板块近年总营收规模（十亿）及增速



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

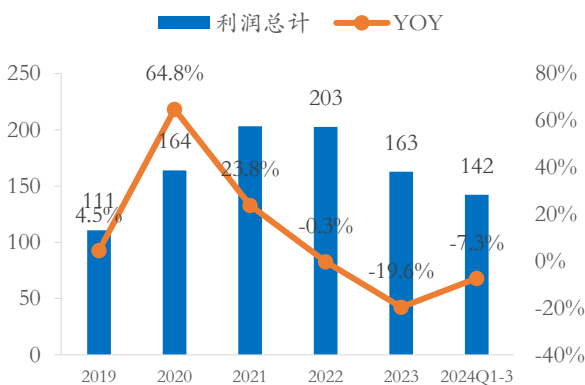
图2.SW 生物医药各子行业总营收增速增长趋势



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

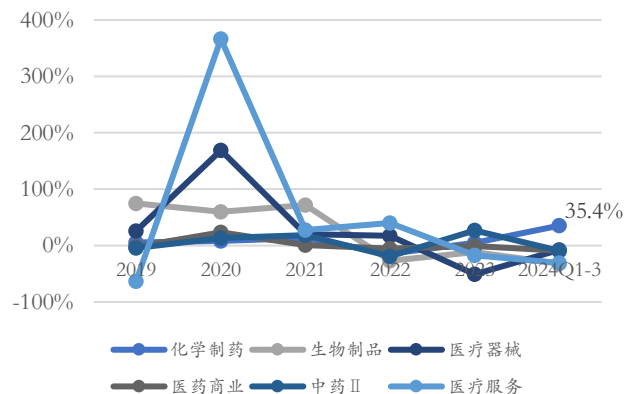
从利润端来看，2023年SW生物医药板块归母净利润下降19.6%至1630亿元。2021年至2023年扣非归母净利润同比增速持续回落，2024前三季度归母净利润为1420亿元，同比下降7.3%，业绩端整体承压。二级子行业中，生物制品和医疗服务板块利润增速下降幅度最大，2024前三季度分别为-32.9%和-31.1%，表现较好的为化学制药，同比增长35.4%。

图3.SW 生物医药板块近年归母净利润及增速



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图4.SW 生物医药各子行业利润端增长趋势

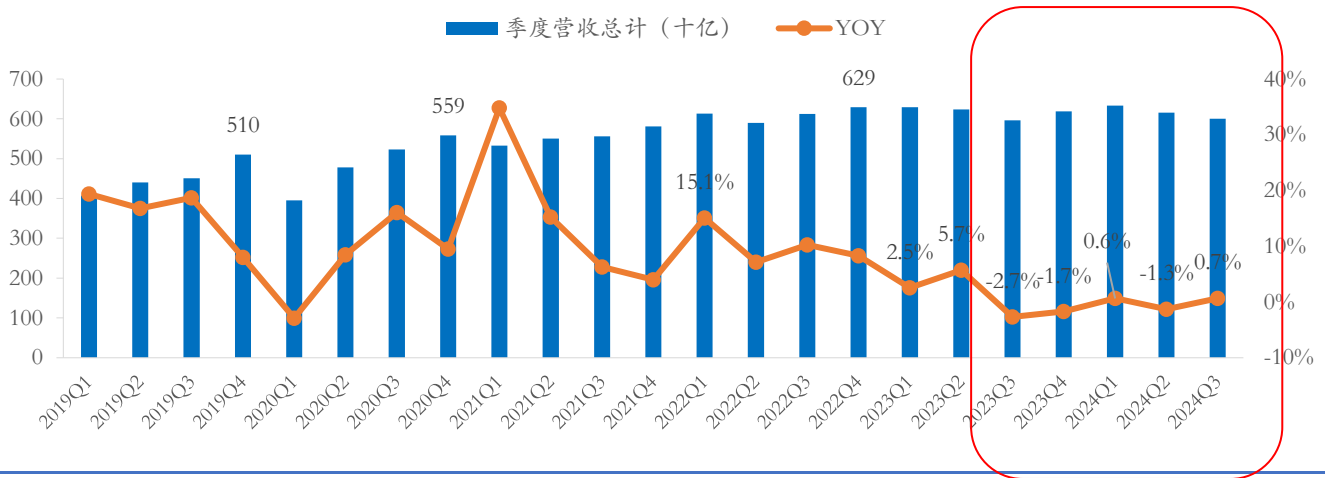


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

1.1.1. 集采、反腐、DRGs 医疗改革新政影响，2024 年行业增长承压

从单季度营收角度来看，2024 年 Q1、Q2、Q3 各季度营收总额同比增速分为 0.6%、-1.3%、0.7%，受到医疗机构反腐、集采降价、DRGS 等医疗改革政策的变动，行业增长短期承压。

图5.SW 生物医药行业季度营收及增速



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

三级子板块中，2024 年前三季度疫苗板块收入下降幅度最大，同比下降 31.8%，其他同比下降的子板块有诊断服务（-9.3%）、医疗研发外包（-7.5%）、体外诊断（-3.5%）、中药（-3.3%）、医疗设备（-2.0%）、血液制品（-0.3%）；同比增长的子板块有医疗耗材（8.3%）、线下药店（7.2%）、化学药品（6.0%）、其他生物制品（4.5%）、医院（1.7%）、医药流通（0.8%）。

化学制剂行业，仿制药集采降价，而创新药保持增长，经历新冠疫情冲击，2020 年短期负增长，2021-2024 年前三季度保持整体正向平稳增长。

原料药行业，2021Q1 增速冲高（基数及下游备货和涨价等原因），之后增速持续回落，2023 年总收入呈现负增长，2024 年前三季度增速转正。

疫苗行业，在新冠疫苗和 HPV 等大品种拉动，2020 年下半年到 2022 年呈现高速增长，2023 年增速回落，2024 年前三季度因反腐、行业竞争加剧和终端需求不足等原因，首次呈现同比负增长态势。

其他生物制品行业，因神州细胞、荣昌生物、君实生物等生物创新药企业主产品上量，行业增长较好。

体外诊断行业，因 2020-2022 年新冠检测高基数，及企业盈利后扩张导致供给大幅增多，叠加集采降价以及 DRGS 执行导致检测量承压，IVD 板块在 2023 年承压增长，2024 年前三季度行业出现负增长，但整体下降幅度逐渐收窄。

医疗耗材行业，2020 年受口罩及手套等新冠防护产品拉动，呈现高增长态势，自 2022 年开始同比负增长，2024 年前三季度同比增速已经转正。

医疗设备行业，受益于疫情、贴息贷款、进口替代等，2020-2023 年行业持续高景气，2024 年前三季度因医疗反腐及上年高基数（贴息贷款拉动的订单）影响，同比负增长。

医院行业（眼科、口腔、体检、综合医疗服务），2020 年和 2022 年受疫情影响，收入增长承压，2023 年疫后修复，2024 年前三季度进入常态化增长态势，但受宏观大环境影响，增速较低。

医院研发外包行业，2019年至2022年间快速发展，而后受美国生物安全法案影响，海外客户订单意愿下降，叠加下游创新药投融资不景气，行业进入负增长。

诊断服务行业，新冠核酸检测拉高了2020-2022年收入基数，2024年前三季度因行业竞争加剧、IVD集采降价和院内DRGs政策执行，收入端依然承压，表现为负增长。

医药流通行业，2023年因疫情需求和呼吸道感染增多带来的药品需求增加，2023年营收增速高于往年，受2023年同期高基数影响，2024年前三季度增速较为低迷。

线下药店行业，2023年同期高基数情况下，2024年前三季度营收依然实现5-10%的增长。

中药行业，2023年同期高基数背景下，2024年前三季度增长承压，同比负增长。

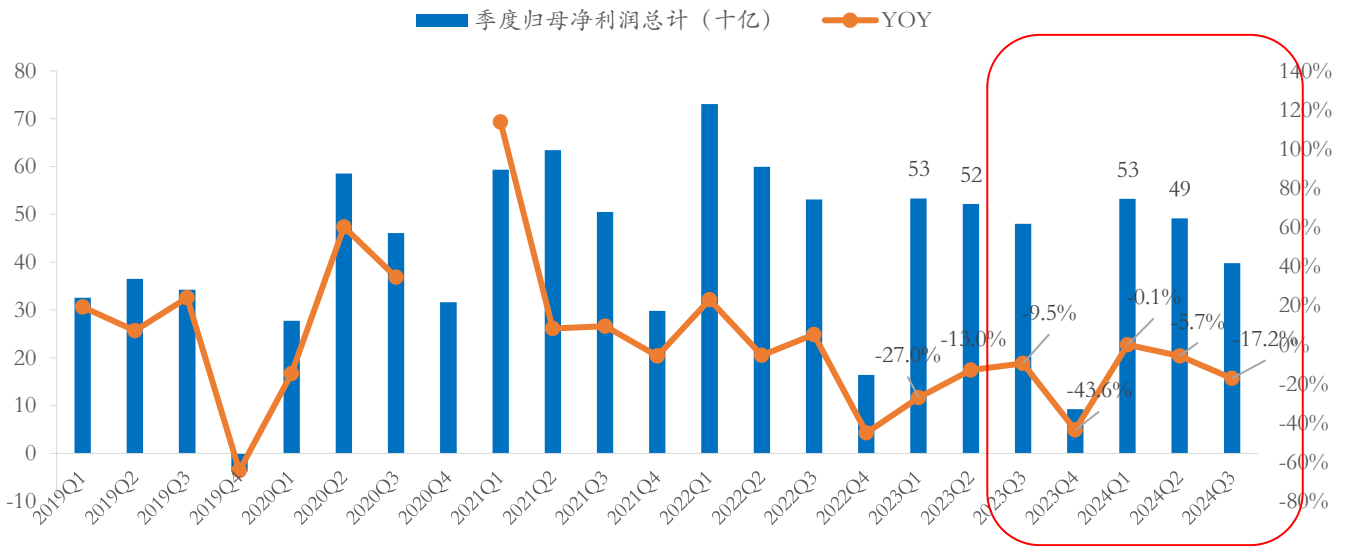
表1.SW 生物医药三级子行业营收同比增速

SW申万医药三级子行业	2020Q1			2021Q1			2022Q1			2023Q1			2024Q1						
	-2	-3	-4	-2	-3	-4	-2	-3	-4	-2	-3	-4	-2	-3					
化学制剂	-7.2%	-5.8%	-1.4%	-2.5%	24.8%	18.1%	13.1%	10.4%	3.7%	3.4%	3.3%	3.7%	5.9%	6.8%	3.7%	2.3%	7.2%	6.2%	6.0%
原料药	-3.4%	6.8%	8.2%	-0.5%	36.7%	16.0%	14.1%	11.1%	8.2%	7.5%	9.4%	6.9%	13.2%	5.2%	2.0%	-1.3%	-3.0%	2.1%	3.6%
疫苗	2.5%	15.9%	22.8%	28.8%	43.7%	50.0%	52.9%	48.3%	63.1%	34.3%	16.3%	8.9%	3.8%	-2.8%	4.7%	6.9%	-11.1%	-22.4%	-31.8%
血液制品	10.4%	-0.8%	2.9%	3.8%	10.2%	22.1%	24.9%	28.3%	32.7%	29.2%	20.1%	19.2%	26.6%	20.0%	21.0%	15.8%	-4.8%	3.2%	-0.3%
其他生物制品	11.4%	15.5%	20.4%	16.4%	67.4%	40.0%	31.0%	29.7%	7.5%	2.3%	3.3%	-1.9%	-5.7%	6.7%	9.0%	11.1%	11.1%	6.9%	4.5%
体外诊断	11.2%	54.9%	72.0%	75.7%	187.1%	81.4%	55.8%	45.6%	204.3%	116.2%	95.2%	70.6%	-78.7%	-73.0%	-70.3%	-67.5%	-13.0%	-6.9%	-3.5%
医疗耗材	36.1%	91.0%	98.1%	69.2%	143.1%	44.9%	16.8%	7.3%	-24.9%	-20.7%	-15.1%	-13.0%	-3.0%	-4.2%	-3.3%	-3.5%	2.6%	7.1%	8.3%
医疗设备	13.8%	34.7%	35.5%	35.0%	53.5%	38.3%	35.7%	16.9%	20.0%	12.3%	13.6%	14.6%	21.8%	19.9%	15.1%	10.2%	-0.7%	-1.2%	-2.0%
医院	-27.4%	-14.1%	6.0%	2.9%	101.7%	68.0%	31.1%	22.3%	5.7%	-1.4%	4.2%	-0.9%	28.0%	28.0%	24.0%	27.5%	2.2%	2.8%	1.7%
医疗研发外包	18.1%	27.2%	32.0%	28.1%	61.1%	52.4%	46.3%	42.9%	72.6%	70.6%	65.3%	57.4%	12.2%	4.6%	2.7%	-0.8%	-11.9%	-10.5%	-7.5%
诊断服务	2.8%	54.7%	54.9%	55.8%	93.9%	23.5%	15.9%	16.4%	47.0%	52.3%	43.2%	38.2%	-39.0%	-41.4%	-40.1%	-39.8%	-9.2%	-8.3%	-9.3%
医药流通	-5.7%	-2.9%	2.3%	4.9%	27.0%	21.4%	14.5%	11.1%	6.5%	4.4%	6.4%	6.4%	14.4%	14.0%	8.4%	7.5%	0.1%	-1.0%	0.8%
线下药店	44.9%	44.9%	25.8%	25.6%	16.1%	15.8%	17.1%	14.5%	17.4%	22.4%	23.4%	30.4%	26.4%	20.9%	17.0%	10.8%	11.4%	8.1%	7.2%
中药	-8.3%	-7.1%	-4.4%	-2.9%	17.2%	11.1%	7.5%	5.1%	1.4%	2.1%	2.2%	4.7%	14.1%	13.4%	9.0%	6.1%	-0.8%	-3.3%	-3.3%
总计	-2.9%	3.0%	7.5%	8.1%	34.8%	24.1%	17.4%	13.6%	15.1%	11.0%	10.8%	10.1%	2.5%	4.1%	1.8%	0.9%	0.6%	-0.3%	0.0%

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

从单季度利润角度来看，2024年Q1, Q2, Q3各季度的利润总额同比增速分别为-0.1%，-5.7%，-17.2%，业绩整体承压。

图6.SW 生物医药行业季度归母净利润及增速



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

三级子板块中，2024年前三季度归母净利润同比增长的有血液制品(+11.6%)、医疗耗材(+12.8%)、化学制剂(+47.4%，主要是创新药企业的高研发投入导致亏损的情况有所改善)；同比负增长的细分方向有诊断服务(-93.2%)、疫苗(-53.4%)、医疗研发外包(-33.8%)、线下药店(-22.3%)、医疗设备(-14.7%)、其他生物制品(-12.6%)、体外诊断(-11.4%)、医院(-9.4%)、中药(-9.3%)、医药流通(-4.6%)。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 8

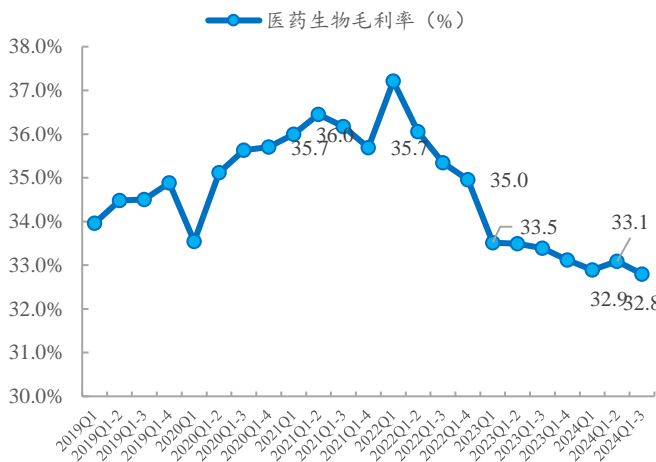
表2.SW 生物医药三级子行业归母净利润同比增速

SW申万医药三级子行业	2020Q1	2020Q1-2	2020Q1-3	2020Q1-4	2021Q1	2021Q1-2	2021Q1-3	2021Q1-4	2022Q1	2022Q1-2	2022Q1-3	2022Q1-4	2023Q1	2023Q1-2	2023Q1-3	2023Q1-4	2024Q1	2024Q1-2	2024Q1-3
化学制剂	-40.4%	-4.2%	-41.0%	9.0%	88.9%	-7.4%	37.2%	27.8%	-42.9%	-38.2%	-40.9%	-29.1%	26.2%	26.9%	60.7%	23.7%	94.7%	87.5%	47.4%
原料药	13.7%	22.2%	23.5%	6.7%	35.2%	4.4%	0.3%	-10.5%	17.0%	20.1%	12.6%	20.8%	-1.7%	-13.6%	-12.6%	-21.1%	-12.1%	-9.0%	-0.6%
疫苗	-22.0%	35.1%	75.4%	77.7%	92.5%	145.9%	92.6%	76.4%	79.3%	-9.3%	-21.7%	-26.0%	1.4%	-16.7%	-12.3%	-19.8%	-53.6%	-48.3%	-53.4%
血液制品	20.0%	18.4%	25.4%	31.7%	29.2%	32.3%	31.5%	2.6%	19.0%	17.8%	11.7%	42.9%	40.7%	20.7%	20.8%	3.0%	12.4%	15.3%	11.6%
其他生物制品	529.1%	102.4%	71.9%	39.7%	151.4%	80.1%	55.7%	98.7%	-4.0%	-16.9%	-25.7%	-48.5%	-64.0%	-27.2%	-5.2%	3.9%	58.3%	-13.4%	-12.6%
医院	-424.7%	-164.2%	-35.7%	-165.9%	-122.3%	-178.0%	38.3%	-56.9%	-58.1%	110.1%	66.1%	6.0%	1225.4%	291.1%	91.6%	355.5%	-18.3%	-6.7%	-9.4%
医疗研发外包	5.5%	82.3%	65.2%	60.3%	202.7%	58.6%	53.9%	61.5%	37.2%	82.6%	87.1%	54.6%	22.0%	-6.4%	-9.0%	-18.5%	-41.1%	-35.9%	-33.8%
诊断服务	-34.4%	230.8%	267.8%	213.1%	491.2%	4.5%	-7.7%	4.4%	42.2%	51.3%	37.3%	8.7%	-83.2%	-84.7%	-83.2%	-91.1%	-92.5%	-70.5%	-93.2%
体外诊断	65.4%	183.1%	206.6%	323.1%	340.0%	86.3%	62.2%	61.2%	308.4%	166.7%	135.2%	76.1%	-90.8%	-86.7%	-85.5%	-80.3%	-24.0%	-19.0%	-11.4%
医疗耗材	17.5%	145.9%	205.7%	191.8%	403.7%	94.6%	22.8%	-5.7%	-69.0%	-64.6%	-58.3%	-53.3%	-12.6%	-14.4%	-16.0%	-21.5%	11.7%	12.4%	12.8%
医疗设备	10.9%	66.2%	67.2%	75.6%	79.7%	33.1%	29.0%	17.8%	7.9%	5.8%	21.7%	19.4%	25.6%	25.1%	6.4%	0.3%	-5.9%	-8.1%	-14.7%
医药流通	-12.6%	0.4%	9.6%	19.8%	55.4%	32.7%	10.9%	1.6%	-23.7%	-7.4%	-0.7%	-14.1%	20.1%	-4.0%	-6.5%	0.0%	-1.3%	-5.1%	-4.6%
线下药店	40.7%	48.9%	39.4%	40.9%	24.7%	18.7%	10.3%	-1.6%	-1.3%	4.2%	9.4%	31.2%	32.7%	24.6%	18.9%	-3.7%	-3.1%	-16.8%	-22.3%
中药Ⅲ	-19.6%	-12.6%	-0.9%	13.6%	20.1%	23.4%	11.8%	18.4%	-6.2%	-14.8%	-9.8%	-18.9%	52.7%	42.7%	31.7%	26.9%	-7.8%	-9.0%	-9.3%
总计	-14.7%	24.9%	28.1%	84.8%	113.9%	42.3%	30.9%	23.8%	23.1%	8.3%	7.4%	-0.3%	-27.0%	-20.7%	-17.5%	-19.6%	-0.1%	-2.8%	-7.3%

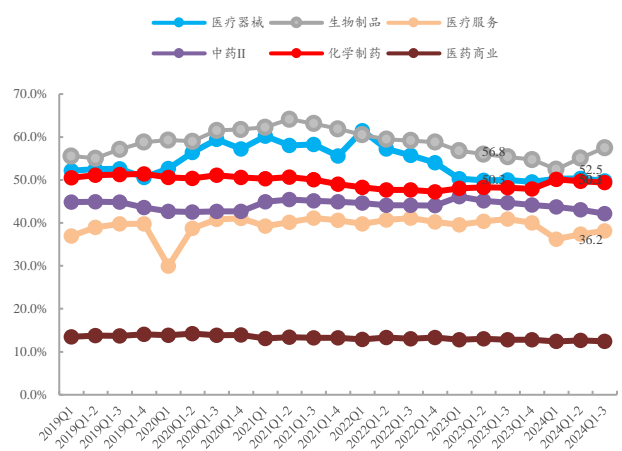
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

1.1.2. 行业疫情期间扩容及政策压力下, 竞争加剧致企业盈利能力下降

从销售毛利率角度来看, SW 医药生物行业整体毛利率自 2022Q1 持续下降, 2024 前三季度 SW 医药生物行业整体毛利率下降至 32.8%。细分子行业中, 生物制品的销售毛利率水平最高, 2024 年前三季度生物制品因创新药盈利水平提升, 毛利率提升至 57.5%; 医疗器械行业毛利率从 2022Q1 的 61.5% 回落至 2024Q1-3 的 49.7%; 医药商业毛利率整体保持稳定, 因新冠疫情需求短期激增, 中药板块毛利率短期拉升后回落, 医疗服务子行业毛利率显著回落, 2024 前三季度为 38.1%, 化学制剂板块因创新药收入占比提升, 2024 年前三季度毛利率提升至 49.4%。

图7.SW 生物医药板块销售毛利率 (%) 变化趋势


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 (注: 销售毛利率为截止至季报、中报、年报的数据)

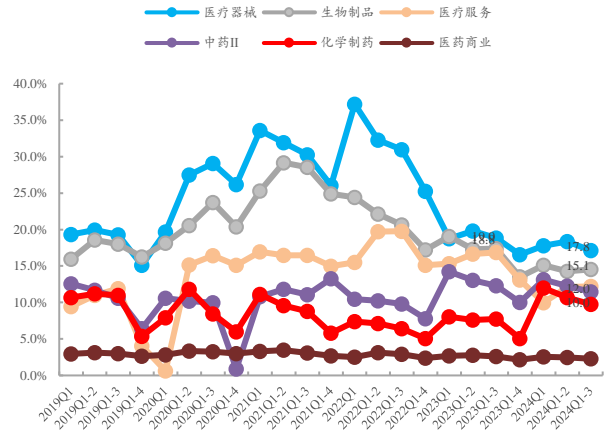
图8.SW 生物医药子行业销售毛利率变化趋势


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 (注: 销售毛利率为截止至季报、中报、年报的数据)

从销售净利率角度来看, 2024 前三季度 SW 医药生物行业的销售净利率为 8.1%, 较疫情前 2019Q1 的 8.6% 略有降低。细分子行业中, 医疗器械板块的销售净利率由 2022Q1 的 37.2% 回落至 2024 前三季度的 17.1%, 跟疫情之前的水平相当。2024 年前三季度, 生物制品的销售净利率水平下降至 14.5%; 医疗服务的销售净利率水平自 2024Q1 触底后, 2024 年前三季度修复至 12.2%; 中药板块销售净利率 2024 前三季度为 11.5%, 较 2023 年同期回落; 医药商业板块销售净利率整体保持稳定。

图9.SW 生物医药板块销售净利率变化趋势


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 (注: 销售净利率为截止至季报、中报、年报的数据)

图10.SW 生物医药子行业销售净利率变化趋势


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 (注: 销售净利率为截止至季报、中报、年报的数据)

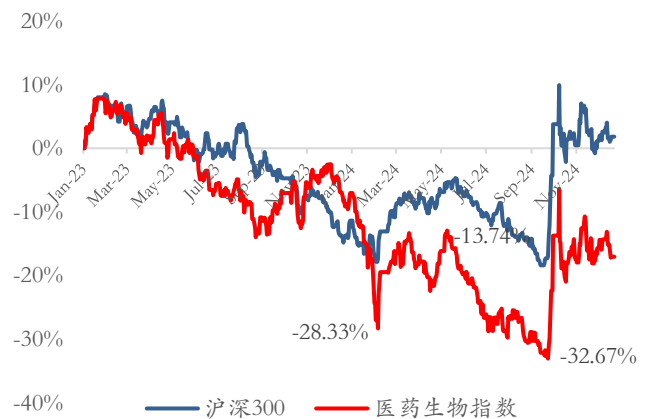
1.2. 医药板块估值: 跌幅较深, 估值性价比突出

SW 生物医药板块 2012 年初至 2024 年 12 月 18 日, 累计涨幅突出, 达 124.84%, 显著跑赢大盘, 其中最高涨幅达 301% (2021 年 7 月), 2020 年 8 月至 2024 年 09 月回调幅度较大, 2024 年 9 月底跟随大盘修复, 近 2 个月为震荡走势。

医药生物行业 2023 年年初至 2024 年 12 月 18 日, 指数跌 17.04%, 跑输沪深 300 指数。2023 年初至 2024 年 2 月最大跌幅为 28.33%, 2 月初至 4 月底指数跌幅收窄至-13.74%, 因行业收入和利润增长不及预期, 2024 年三季度进一步下跌, 跌幅最高达 32.7% (2024 年 9 月 18 日), 9 月底至 10 月初跟随市场上涨。

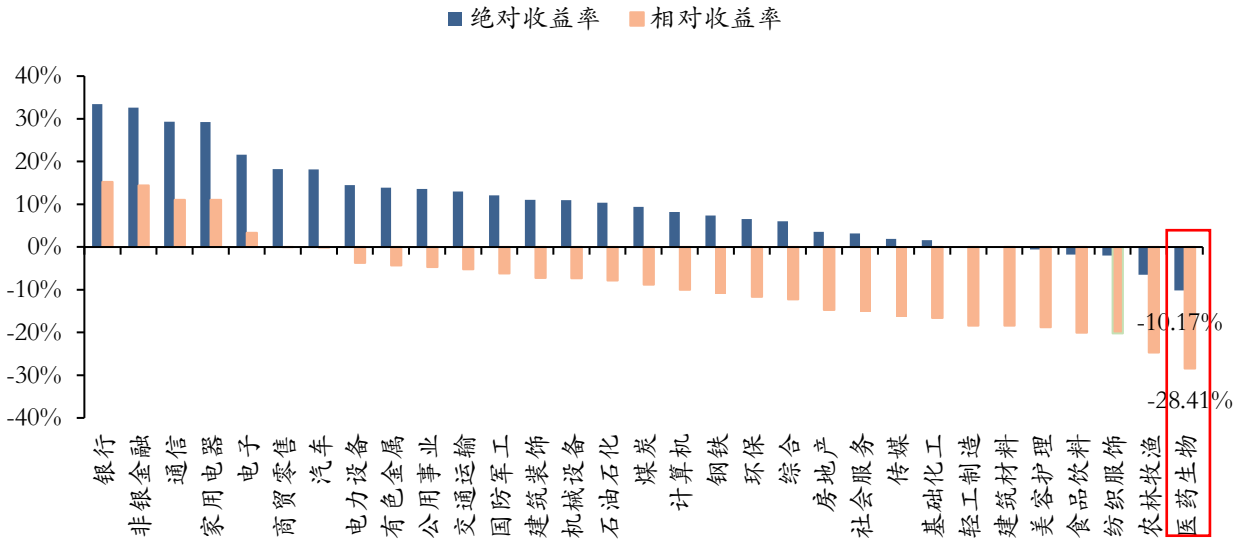
图11.SW 生物医药指数 2012 年至今涨幅走势图


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 (数据截止 2024 年 12 月 18 日)

图12.2023 年初至今生物医药板块走势


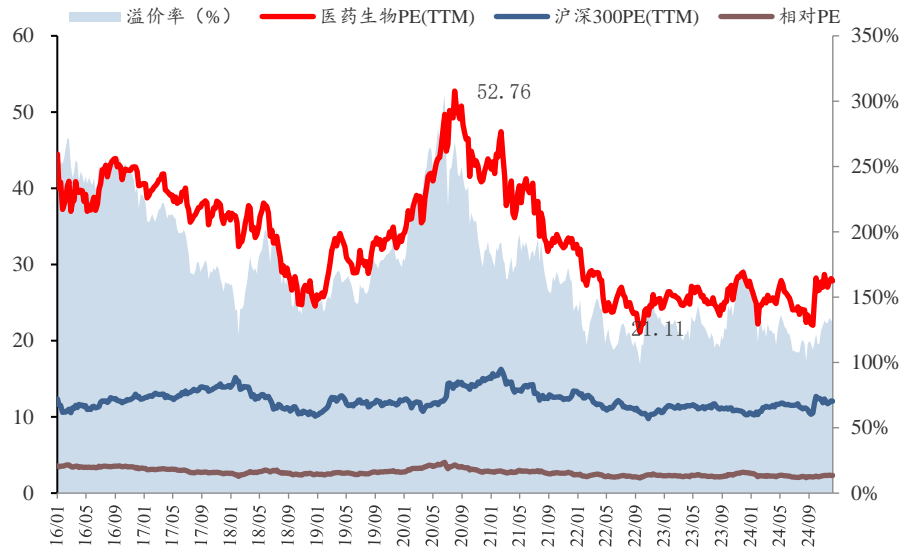
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 (数据截止 2024 年 12 月 18 日)

2023 年 12 月 19 日至 2024 年 12 月 18 日, 1 年期 SW 生物医药指数绝对收益率为-10.17%, 相对沪深 300 指数收益率为-28.41%, 在 31 个一级子行业中涨幅排名第 31 名, 跌幅最大, 主要是 2024 年初至 9 月底跌幅居前, 而 9 月底市场大涨时涨幅落后。

图13.过去一年 SW 生物医药指数绝对收益率及相对收益率在各行业中排名


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 (注: 数据截止 2024 年 12 月 18 日, 相对收益率为相对沪深 300 指数)

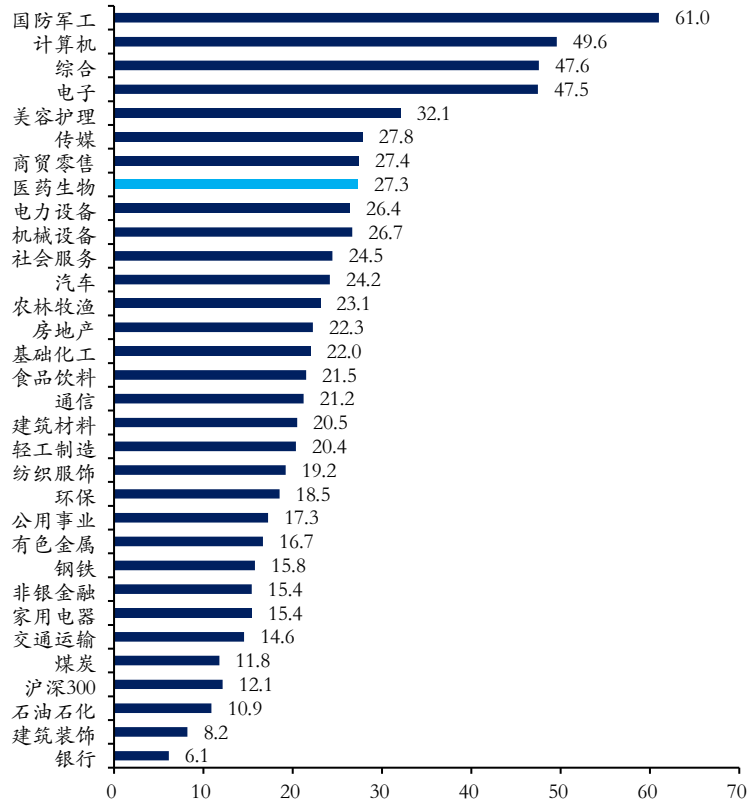
SW 医药生物指数 2016 年年初至 2024 年 12 月 18 日的平均动态市盈率为 33.35 倍, 最高为 2020 年 8 月 4 日的 52.76 倍, 最低为 2022 年 9 月 23 日的 21.11 倍, 2024 年 12 月 18 日动态市盈率为 27 倍。

图14.2016 年至今 SW 生物医药行业动态市盈率(TTM)及相对沪深 300 指数市盈率溢价率


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 (注: 数据截止 2024 年 12 月 18 日, 相对收益率为相对沪深 300 指数)

SW 生物医药行业的动态市盈率为 27.3 倍，在 SW31 个一级子行业中，排名第 8 位。

图15.SW 生物医药动态市盈率 (TTM) 在 SW31 个一级子行业中排名对比

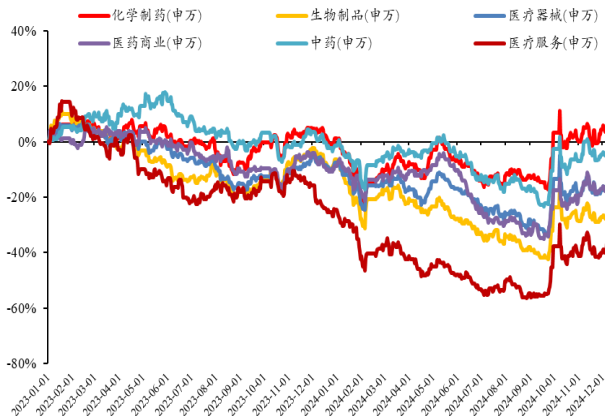


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 (数据截止 2024 年 12 月 18 日)

2023 年年初至 2024 年 12 月 18 日 SW 生物医药二级子行业中，医疗服务板块跌幅最大，跌幅 39.09%；生物制品板块跌幅 29.64%；化学制药板块表现最好，全年涨幅 0.45%。

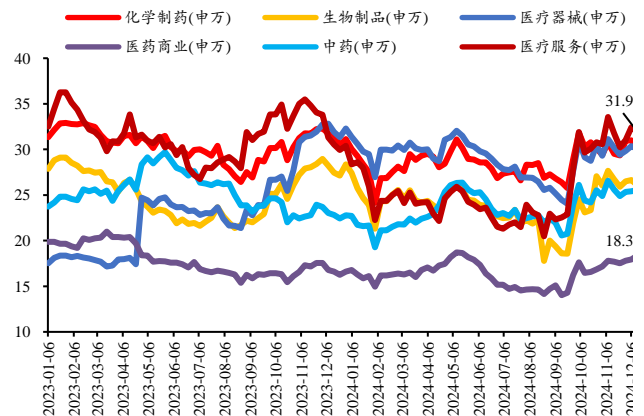
子行业估值：2024 年 12 月 18 日 SW 生物医药二级子行业中，化学制药估值 29.71 倍，中药估值为 25.13 倍，医疗服务板块估值 31.40 倍；医疗器械估值为 29.34 倍；医药商业估值最低为 18.10 倍。

图16.SW 生物医药二级子行业 2023 年初至今涨跌幅



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 (数据自 2023 年 1 月至 2024 年 12 月 18 日)

图17.SW 生物医药二级子行业动态市盈率变化趋势 (单位: 倍)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 (数据自 2023 年 1 月至 2024 年 12 月 18 日)

1.3. 医保+商保一站式结算有望拉动支付端增量

中国基本医疗保险覆盖已达95%以上人口。至2023年底，基本医疗保险参保人数达13.34亿人，参保覆盖面稳定在95%以上，其中，参加城镇职工基本医疗保险（下称“城镇职工医保”）人数为3.71亿人，参加城乡居民基本医疗保险（下称“城乡居民医保”）人数9.63亿人。目前，中国已建成全世界最大、覆盖全民的基本医疗保障网。

1.3.1. 老龄化背景下基本医保可持续压力受挑战

一是**医保基金的可持续性受到挑战**。虽然从全国数据来看医保基金可以实现收支平衡，但是部分地区收支平衡压力较大，不少统筹区的基金结存早已越过“满足六个至九个月支付需求”的红线。

二是**居民医保个人缴费采取等额缴费制导致公平性问题**。自制度建立以来，城乡居民医保一直采取按照人头缴纳等额医保费的做法。这种筹资机制造成不同支付能力的参保者负担严重失衡。财经大健康表明有研究发现，低收入组居民的医保缴费负担是高收入组的10倍以上。

三是**随着人口老龄化，退休职工不缴费所带来的医保基金压力问题逐步凸显**。按照现行政策，退休人员及其单位均不再缴纳医保费。伴随退休人员日益增多，这一政策或将给职工医保基金的财务可持续性带来较为严重冲击。

中国城镇职工医保和城乡居民医保的实际报销率只有70%和50%左右。同时，大病保险和医疗救助兜底能力较为有限，无法解决人民群众重大疾病医疗的后顾之忧。2022年，中国个人现金卫生支出占卫生总费用的比重为27.0%。虽然相较于2012年有明显下降，但是与世界卫生组织（WHO）倡导的15%目标，以及经合组织（OECD）国家平均水平仍有较大差距。

1.3.2. 中国商业健康保险快速发展，但占医疗卫生总支出比例不足5%

中国商业健康保险市场快速发展。商业医保保费收入从2012年863亿元增长至2022年8693亿元，年均复合增长率达到26%，增速显著高于其他险种。据中国保险行业协会数据，商业健康险目前覆盖人群约7.5亿人，特别是惠民保作为普惠性质的商业健康险，近年来快速覆盖全国百余个城市，成为中国多层次健康保障体系中的重要组成部分。虽然近年来商业险逐步发展，但在医疗卫生支出中占比仍然较小。2023年，国内医疗卫生总支出达到9.05万亿，其中2.8万亿来自医保体系，商业健康险支付占比不足5%。

鉴于目前基本医疗保险及居民医疗筹资和支付情况，发展商业健康保险大势所趋，财经大健康表明，加快商业健康险要推动以下三点：

一是**明确功能定位和需求**。商业健康保险发展应以中高收入阶层为目标群体，围绕基本医保外的药物、服务和自付费用开发各种有吸引力的产品，激发中高收入群体购买积极性；

二是**推动信息共享**。在确保医保数据信息安全的前提下，推进医保个人信息授权查询和使用试点，提升商保产品质量和经办效率；

三是**完善监管和市场秩序**。建立健全商业健康保险市场的监管体系，规范市场行为，促进理赔政策和条款透明化，简化管理程序，缩短理赔周期，保护消费者权益。

1.3.3. 医保+商保一站式结算，有望拉动商保发展

目前商保较低的赔付率导致消费者虽然购买了商业医疗险，投保人获得感会大幅度降低，从而影响投保人对保险的信任度以及对服务的感知。传统的商业保险事后理赔方式，需要患者先行垫付治疗费用，再收集好病历、发票、医疗凭证等信息，递交材料，申请理赔，交由保险公司审核、打款，这个周期一般需要 10-30 天的时间，部分险种甚至理赔需要两个月以上。

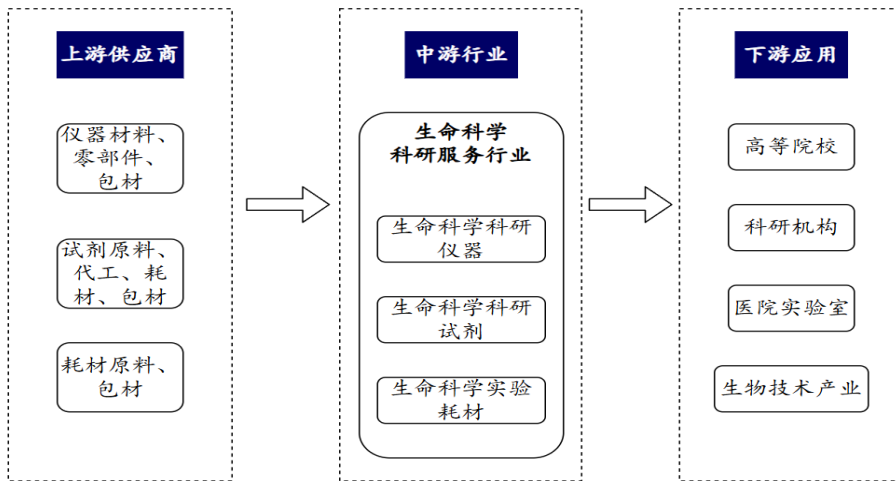
2024 年 11 月 7 日国家医保局召开商保赋能座谈会，提出有效发挥医保系统平台全国统一、广泛覆盖、标准规范和医保大数据规模大、结构好、更新快等优势，积极赋能商保加快发展，不断完善“1+3+N”多层次医疗保障体系建设。“商保+医保”一站式同步结算支付模式在上海医保局、上海金融监管局、上海保交所的推动下，上海实现了两家商保公司和 12 家公立医院“医保+商保”的一站式结算。

2. 生命科研服务国产龙头，有望受益于进口替代+并购整合

2.1. 我国政策春风及持续加大研发经费支出利好需求

生命科学科研服务业为生命科学研究和技术创新提供支持，为高校、科研机构、医院和生物医药企业等提供多种产品和服务，包括科研工具、技术服务和解决方案。主要包括提供试剂、仪器、耗材，以及专业技术支持、信息交流、科技培训和技术咨询等，以促进科研工作的高效进行。生命科学科研服务上游供应商包括实验仪器材料及零部件供应商、科研试剂原料及耗材原料和包材的供应商，下游客户主要包括高等院校、科研机构、医院实验室、生物技术产业的企业研发部门等。

图18.生命科学科研服务行业产业链结构图



资料来源：普华有策咨询，信达证券研发中心

生命科学科研服务行业是国家产业政策重点支持领域，国家出台了一系列的利好政策，推动生物技术和信息技术融合创新，加快发展生物医药、生物育种、生物材料、生物能源等产业，做大做强生物经济。加大民生领域科技投入，包括检测试剂、疫苗和生物药物、新型化学药物制剂研制。国家正积极构建一个以创新为驱动力的经济发展新模式，这些政策的实施有望为科研服务行业注入新动力。

表3.利好生命科学上游服务行业的国家政策

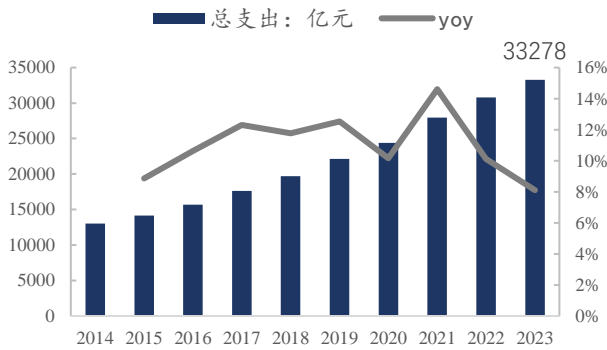
政策文件	发布机构	发布时间	相关主要内容
《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	中国共产党中央委员会	2020年10月	发展战略性新兴产业。加快壮大新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等产业。
《长三角科技创新共同体建设发展规划》	科技部	2020年12月	聚焦公共安全、食品安全、民生保障、生态环境、智慧城市、智慧医疗等社会发展领域，优化区域科研力量布局，完善民生领域科研体系。加大民生领域科技投入，加强检测试剂、疫苗和生物药物、新型化学药物制剂研制，共同加强传染病防治药物、罕见病药物和高性能医疗设备研发，提高疫病防控和公共卫生领域研发水平和技术储备能力。
《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年大会远景目标纲要》	全国人民代表大会	2021年3月	聚焦新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等战略性新兴产业，加快关键核心技术创新应用，增强要素保障能力，培育壮大产业发展新动能。推动生物技术和信息技术融合创新，加快发展生物医药、生物育种、生物材料、生物能源等产业，做大做强生物经济。
《关于落实〈政府工作报告〉重点工作分工的意见》	国务院	2022年3月	强化国家战略科技力量，加强国家实验室和全国重点实验室建设，发挥好高校和科研院所作用，改进重大科技项目立项和管理方式，深化科技评价激励制度改革。强化企业创新主体地位，持续推进关键核心技术攻关，深化产学研用结合，促进科技成果转移转化。加强知识产权保护和运用。
《企业技术创新能力提升行动方案》	科技部、财政	2022年8月	聚焦企业创新能力关键环节，突出问题导向，强化精准施策，加大激励力

案（2022-2023 年）》	部	度，优化创新服务，提振发展信心，引导支持各类企业将科技创新作为核心竞争力。
-----------------	---	---------------------------------------

资料来源：环球网，中国政府网，信达证券研发中心

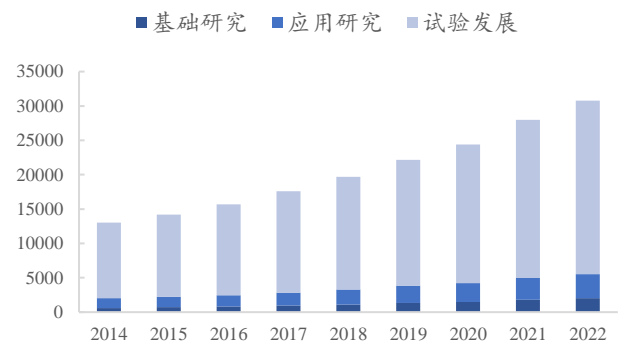
国内科研和开发机构研究与试验发展经费支出持续攀升。根据国家统计局公开数据，国家的研究与试验发展经费支出从 2014 年的 13015.63 亿元增长至 2023 年的 33278 亿元，期间复合增速 10.99%。国家研究发展经费大部分用于试验发展，带动科研相关试剂的需求增长。

图19.我国 2014-2022 年研究与试验发展经费支出



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

图20.我国研究与试验发展经费支出（按类别，亿元）



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

国内生命科学科研服务行业起步较晚，有四类参与者分别是：细分领域的专业产品或服务公司、数量众多的经销商、外资生命科学服务巨头和政策推动下迅速发展起来的综合服务商。目前国内市场主要由外资生命科学服务巨头主导。国内企业多为中小型企业，成立时间较短，专注于特定类型的试剂、耗材或仪器设备，行业整体分散，集中度较低。

表4.我国生命科学科研服务领域目前主要存在四类参与者

公司类型	公司特点
细分领域的专业性产品或服务公司	侧重于细分领域的产品生产或服务，产品种类相对有限，企业规模普遍较小
数量众多的经销商	侧重于产品的销售，产品种类较多，但普遍专业技术不强、售后服务较弱、区域性
外资生命科学服务巨头	普遍规模庞大、产品种类齐全，占据市场主导地位，面向全球布局
政策的推动下迅速发展起来的综合服务商	侧重于为客户提供全方赢的造业服务，产品种类齐全，拥有成熟的销售渠道、先进的仓储物流系统和完善的服务体系

资料来源：普华有策咨询，iFinD，信达证券研发中心

2.2. 国内多项政策法规逐步完善，带动行业加速进口替代

国家推出多项政策推动生命科学科研科技自立自强，从而带动行业向国产化进军，加速进口替代。党的二十大报告提出：“坚持面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求、面向人民生命健康，加快实现高水平科技自立自强。”《中华人民共和国科学技术进步法》明确提出，“在功能、质量等指标满足采购需求的条件下，政府采购应当购买国产仪器。”

表5.多项政策促进行业发展，加速行业进口替代

国家政策	相关内容
《“十四五”卫生与健康科技创新专项规划》	到 2025 年，开发 20-30 种具有自主知识产权的重大新药、关键试剂耗材和高端医疗器械， 不断提高国产化自主供给率。
《中华人民共和国科学技术进步法》	在功能、质量等指标满足采购需求的条件下，政府采购应当购买国产仪器， 且对于首次投放市场的国产仪器，政府采购应当率先购买，不得以商业业绩为理由予以限制。

资料来源：海尔生物 2024 中报，信达证券研发中心

2.3. 并购重组是科学服务板块的重要发展路径

国外科研服务具体企业通过战略性的联合与兼并活动，积极地整合行业资源和优化市场布局，形成协同互补的技术优势、产品线和市场渠道，从而更有效地满足客户需求和拓展业务范围，把握新兴市场的机遇，并有力地抢占市场份额，国际巨头如赛默飞世尔、丹纳赫、默克和安捷伦通过并购和战略合作实现规模增长和市场份额提升。

2024 年国内并购重组新政，助力国产优质龙头做大做强由于科学服务行业细分品类较多、客户粘性强、更新迭代快，仅依靠单一公司的研发能力覆盖众多细分领域、打开客户市场较为困难。从全球科学服务行业发展历史来看，通过兼并收购拓宽业务范围是科学服务企业发展的主要途径。

新“国九条”以来并购重组相关政策频出。政策主体包括国务院、证监会、交易所，更大力度支持并购重组，支持上市公司向新质生产力方向转型升级、加强产业整合。2024 年 9 月 24 日，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（“并购六条”），提出六条主要措施促进上市公司并购重组。**我们认为并购重组是科学服务板块主要发展路径，行业有望借助政策东风迅速整合发展。**

表6.新“国九条”之后并购重组相关政策梳理

时间	发布单位	政策	相关内容
2024-4-12	国务院	《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	鼓励上市公司聚焦主业。综合采用并购重组、股权激励等方式提高发展质量
2024-4-30	上海证券交易所	《上海证券交易所上市审核委员会和并购重组审核委员会管理办法(2024年4月修订)》	严把并购重组准入关、优化并购重组审议程序、加强对委员管理监督
2024-4-30	上海证券交易所	《上海证券交易所上市公司重大资产重组审核规则(2024年4月订)》	活跃并购重组市场，支持上市公司通过并购重组提升投资价值，加强对重组上市监管力度
2024-4-30	深圳证券交易所	《深圳证券交易所上市公司重大资产重组审核规则》(2024年修订)	完善重组小额快速审核机制、明确重组交易中获得股份相关主体的投资者适当性管理要求
2024-6-19	中国证监会	《关于深化科创板改革服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》	优化科创板上市公司股债融资制度、更大力度支持并购重组、完善股权激励制度
2024-9-13	上海证券交易所	《上市公司并购重组规则、政策与类例一本通》	便利上市公司筹划和实施并购重组，进一步激发并购重组市场活力，支持经济转型升级高质量发展
2024-9-24	中国证监会	《关于深化上市公司并购、重组市场改革的意见》	支持上市公司向新质生产力方向转型升级、鼓励上市公司加强产业整合、提升重组市场交易量效率

资料来源：中国政府网，上海证券交易所，深圳证券交易所，iFinD，信达证券研发中心

科学服务板块的上市公司主要在 2020-2022 年间上市，且伴随大型公共卫生事件对行业板块景气的推动，大多数标的均完成了较充盈的资本积累，为可能的并购落地提供资金支持。我们梳理了科学服务标的公司在手货币资金及交易性金融资产等数据。

表7.生命科研上市公司市值营收规模及账上现金情况

类别	企业	总市值 亿元	2023 年营收 (亿)	2023 归母净利润 (亿)	账上现金 (亿)	账上现金/市 值	PB
服务	诺禾致源	56.27	20.02	1.78	15.32	0.27	2.29
耗材	昌红科技	94.57	9.31	0.32	8.98	0.09	6.09
	洁特生物	19.64	4.63	0.35	5.39	0.27	1.91
化学试剂	阿拉丁	42.88	4.03	0.86	5.76	0.13	4.35
	泰坦科技	36.59	27.70	0.73	10.51	0.29	1.31
模式动物	药康生物	58.14	6.22	1.59	11.98	0.21	2.74
	南模生物	19.71	3.67	(0.21)	10.25	0.52	1.13
设备仪器	海尔生物	108.64	22.81	4.06	19.20	0.18	2.57
	华大智造	220.42	29.11	(6.07)	47.76	0.22	2.55
	禾信仪器	47.60	3.66	(0.96)	1.92	0.04	10.94
	聚光科技	72.79	31.82	(3.23)	12.56	0.17	2.50
	莱伯泰科	20.90	4.16	0.28	5.48	0.26	2.46

	皖仪科技	19.53	7.87	0.44	3.72	0.19	2.28
	楚天科技	44.80	68.53	3.17	7.67	0.17	0.95
	东富龙	106.59	56.42	6.00	28.34	0.27	1.35
	泰林生物	22.81	2.70	0.20	3.97	0.17	3.94
生物试剂	百普赛斯	53.14	5.44	1.54	19.87	0.37	2.05
	诺唯赞	95.23	12.86	(0.71)	34.81	0.37	2.36
	义翘神州	79.78	6.46	2.60	48.49	0.61	1.25
	优宁维	26.17	12.26	0.40	14.76	0.56	1.24
	和元生物	35.96	2.05	(1.28)	6.57	0.18	1.75
	奥浦迈	45.95	2.43	0.54	14.31	0.31	2.13
	皓元医药	77.60	18.80	1.27	4.84	0.06	3.09
	纳微科技	75.03	5.87	0.69	3.51	0.05	4.40
	毕得医药	42.79	10.92	1.10	12.74	0.30	2.05
	键凯科技	36.37	2.92	1.16	5.16	0.14	2.84

资料来源：iFinD，信达证券研发中心，数据截止2024年12月17日

2.4. 建议关注科研仪器龙头企业海尔生物、及科研试剂阿拉丁

2.4.1. 海尔生物：科研及医疗多场景智慧解决方案供应商，有望受益于并购重组

海尔生物（688139）成立于2005年，主要从事生物医疗低温存储设备的研发、生产和销售，是基于物联网转型的生命科学与医疗创新数字化场景方案服务商。公司主要业务涵盖生命科学和医疗创新两大领域，面向医院、生物医药企业、高校科研机构、疾控、血站等广泛的用户群体，提供以智慧实验室、数字医院、智慧公共卫生、智慧用血场景为主的涵盖多类产品和服务的数字场景综合解决方案。

生命科学业务：多场景方案构建智慧服务，受益下游扩容行业全面升级

海尔生物提供从样本安全场景到智慧实验室的整体解决方案。公司拥有丰富的产品矩阵，涵盖超低温保存箱、恒温冷藏箱、生物安全产品等，能够满足科研高校和制药用户的多样化需求。海尔生物还通过“数字化+细胞制备”的创新模式，提供封闭式、自动化的智慧细胞管理全景方案，包括细胞生产工艺流程管理、物料智慧管理等功能，助力中国生物培养产业高质量发展。

医疗创新业务：“内生+外延”双轮驱动，产业布局助推优质发展

海尔生物通过内生产品升级迭代和外延并购整合，不断加速产业布局落地。公司专注于提供医疗创新解决方案，包括智能血液管理、疫苗管理信息化、药房自动化等。近年来，公司先后收购了重庆三大伟业、金卫信、苏州康盛、苏州厚宏等多家企业，进一步强化了在医疗创新领域的竞争优势。此外，公司在研发方面持续投入，不断突破核心技术，确保产品先进可靠。

2.4.2. 阿拉丁：盈利能力回升，内生+外延双轮驱动加快发展

阿拉丁是国内科研试剂“研产销”一体化的领军企业，营业收入从2020年的2.34亿元增长到2023年的4.03亿元，年复合增长率达19.82%。我们认为公司在科研服务领域“产品丰富”+“全渠道网络”，有望保持高端化学科研试剂业务10+%稳定增长，通过“内生+外延”双轮驱动公司业务加快增长。

行业端：我国科研试剂市场复合增速超18%，市场格局分散存整合并购空间

科研服务行业是国家产业政策重点支持领域，国家出台了一系列的利好政策。根据国家统计局公开数据，国家的研究与试验发展经费支出从 2014 年的 13015.63 亿元增长至 2023 年的 33278.00 亿元，期间复合增速 10.99%。国家研究发展经费大部分用于试验发展，带动科研相关试剂的需求增长。根据皓元医药 2024 年半年报数据，中国科研试剂市场规模从 2018 年的约 250 亿元增长到 2022 年的约 480 亿元，复合年均增长率约为 18%。科研试剂主要分为化学试剂及生物试剂。目前国内科研试剂行业以中小企业为主，行业集中度待提升。国际品牌龙头大企业发展历程是通过联合及并购拓展产品线，抢占市场份额，为国内企业的并购拓展提供参考。

企业端：持续强化品牌+渠道+产品，“内生+外延”双轮驱动公司加快发展

①**品牌端**：公司近三年研发费用持续提升，加强技术创新，严格把控品质，目前已成为科研化学试剂龙头品牌企业。②**渠道端**：公司在行业内率先建立了电商平台，国内外科研重地建设仓库，在全国完成了 5 大仓储布局，实现了次日达服务，并在美国、新加坡、爱尔兰、德国等地设有海外子（孙）公司。触及广泛客户群体并增强客户粘性及供货能力，同时积极发展或者并购当地经销商以拓展海外业务。③**产品端**：公司自研+并购持续拓展产品线，公司常备库存试剂产品品种超过 7 万种，SKU 总数超过 46 万。④**战略定位**“内生+外延”双轮驱动加快发展。2024 年公司收购源叶生物 51% 股权，互补协调并拓展生物试剂，通过参股德国等海外代理商，积极地拓展国际市场。

3. “全产业链支持创新药”政策逐步落地，创新药进入商业化兑现的收获期

3.1. 全产业链支持创新药政策逐步落地，为创新药研发、审批、进院、支付、投融资全链条开辟绿色通道

从中央到地方紧锣密鼓出台的政策来看，国家对创新药的支持态度较为明确。

从中央层面来看：《2024年政府工作报告》出现“加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展”的表述，这是创新药首次出现在政府工作报告中，而且还被纳入具有生产力跃迁意义的“新质生产力”范畴，这凸显了医药工业的变革趋势，体现了我国从医药生产大国向医药强国转变的发展方向；《深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务》提到了要制定关于全链条支持创新药发展的指导性文件，加快创新药的审评审批；《关于建立新上市化学药品首发价格形成机制鼓励高质量创新的通知》的征求意见稿，旨在探索更加符合创新药行业发展的药品定价模式，有利于调动企业的积极性；《国家医疗保障局关于进一步推广三明医改经验持续推动医保工作创新发展的通知》明确了医保工作的方向是通过“腾笼换鸟”的办法，为创新药的支付腾出空间；国务院发布的《全链条支持创新药发展实施方案》中提到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，合力助推创新药突破发展。要调动各方面科技创新资源，强化新药创制基础研究，夯实我国创新药发展根基。

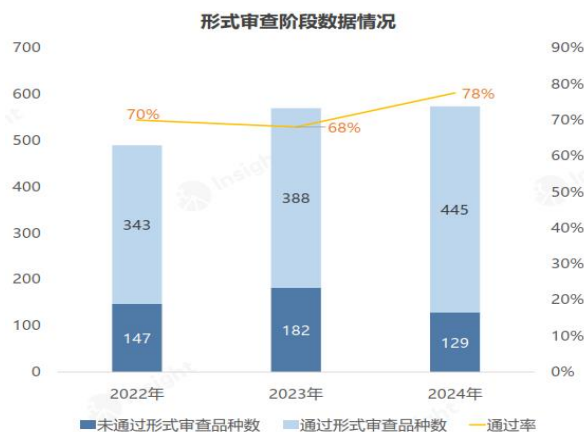
从地方政府层面来看：《上海市进一步完善多元支付机制支持创新药械发展的若干措施》、《北京市支持创新医药高质量发展若干措施（2024年）》则从创新药进院、拓宽支付路径等方面给予了支持；《广州开发区（黄埔区）促进生物医药产业高质量发展办法》、《珠海市促进生物医药与健康产业高质量发展若干措施（征求意见稿）》、广东省《关于进一步推动广东生物医药产业高质量发展的行动方案》则对创新药物的研发环节给予了重点支持，可以看出从中央到地方，政府对创新药都给与了足够的重视。

表8.2024年中央和地方出台的鼓励创新药发展的相关政策

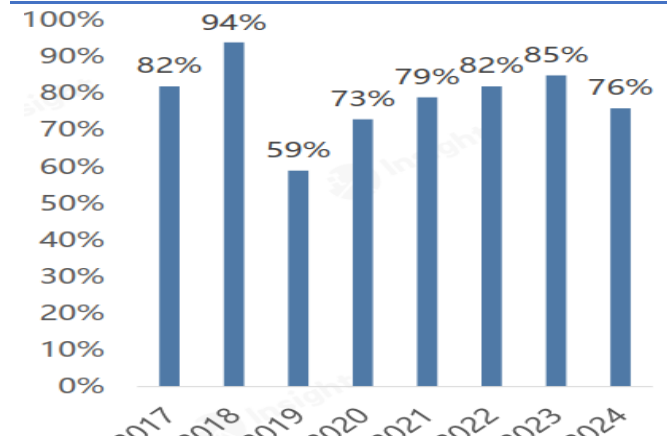
时间	文件	具体内容
2023年7月	《上海市进一步完善多元支付机制支持创新药械发展的若干措施》	1) 多方合作加强商业健康保险产品供给, 推动商业保险公司开发覆盖更多创新药械的商业健康保险产品, 形成与基本医保目录的有机衔接; 2) 加大购买商业健康保险政策支持力度; 3) 完善创新药械价格形成机制。积极争取国家有关部门支持政策, 对谈判纳入国家医保目录的创新药给予更多扶持, 鼓励医药企业创新; 4) 加快创新药械临床应用; 5) 加大创新药械医保支付支持。
2024年2月	《关于建立新上市化学药品首发价格形成机制鼓励高质量创新的通知》的征求意见稿	首发价格试行以量化评价为基础的分类办理模式, 将价格支持优先导向更高水平、更优质、更急需、更可靠的医药创新, 新上市化学药品首发价格增加集中受理挂网模式, 一次受理、全国同行。
2024年3月	《2024年政府工作报告》	加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展。
2024年4月	《北京市支持创新医药高质量发展若干措施(2024年)》	1) 取消医疗机构药品数量限制, 全年药事会召开不少于4次。2) 《中关村创新医疗器械产品目录》按季度更新, 实施创新药械“随批随进”。3) 对符合条件的新、药新技术费用, 不计入DRG病组支付标准。4) 国谈药和创新医疗器械涉及的诊疗项目, 不受医疗机构总额预算指标限制。
2024年4月	《广州开发区(黄埔区)促进生物医药产业高质量发展办法》	对创新药、改良型新药和生物类似药, 在国内临床试验研发投入1,000万元以上的, 根据其临床研发进度, 分阶段最高按实际投入临床研发费用的40%给予资助: 完成I、II、III期临床试验的, 经认定, 分别给予最高1,000万元、2,000万元、3,000万元扶持, 单个企业每年最高资助1亿元。
2024年4月	《珠海市促进生物医药与健康产业高质量发展若干措施(征求意见稿)》	对完成I、II、III期临床试验阶段, 分别给予最高300万元、500万元和1,000万元一次性奖励。对获得药品注册证书并实现销售的, 最高给予1,000万元奖励。
2024年5月	《广州市医疗保障局关于印发广州医保支持创新医药发展若干措施的通知》	优化创新药械采购挂网流程, 简化企业申报资料; 不对定点医疗机构下达医保总额预算指标。对定点医疗机构发生的国谈药品等创新药费用, 实行单列结算或纳入按病种分值付费(DIP)予以分值加成; 及时将创新药械、创新医疗技术按规定纳入本市医保支付范围。
2024年5月	《国家医疗保障局关于进一步推广三明医改经验持续推动医保工作创新发展的通知》	以集中采购为驱动力实现更深层次、更高质量的“腾笼换鸟”, 集中采购腾出的费用空间首先向人民群众释放改革红利, 同时为促进体现新质生产力的新药、新诊疗项目进入临床应用腾出空间, 为医疗服务价格调整创造条件。
2024年6月	《深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务》	制定关于全链条支持创新药发展的指导性文件。加快创新药、罕见病治疗药品、临床急需药品等以及创新医疗器械、疫情防控药械审评审批。制定发布第五批鼓励研发申报儿童药品清单和第四批鼓励仿制药品目录。
2024年7月	《全链条支持创新药发展实施方案》	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, 合力助推创新药突破发展。要调动各方面科技创新资源, 强化新药创制基础研究, 夯实我国创新药发展根基。
2024年10月	《关于进一步推动广东生物医药产业高质量发展的行动方案》	加大创新药械全链条支持; 加快创新平台和基础设施建设; 促进研发服务平台建设; 促进公立医院开展创新药械临床试验; 提升临床研究支撑能力; 加快创新药临床试验审评审批进程。

资料来源: 政府网站, 信达证券研发中心

从支付端来看, 2024年创新药医保谈判覆盖面广、成功率高、降价幅度温和。2024年医保谈判一共有445个药品通过形式审查, 形式审查通过率达到78%, 创近三年新高, 表明企业申报医保谈判的意愿持续提高, 对医药谈判的规则认知也更为清晰。2024年谈判成功率为76%, 相比过去几年虽略有下降但基本持平。从降幅情况来看, 药品价格降幅温和, 与过去几年也基本持平, 平均降幅63%, 最高降幅94%。

图21.2024年形式审查环节的通过数量与通过率创新高


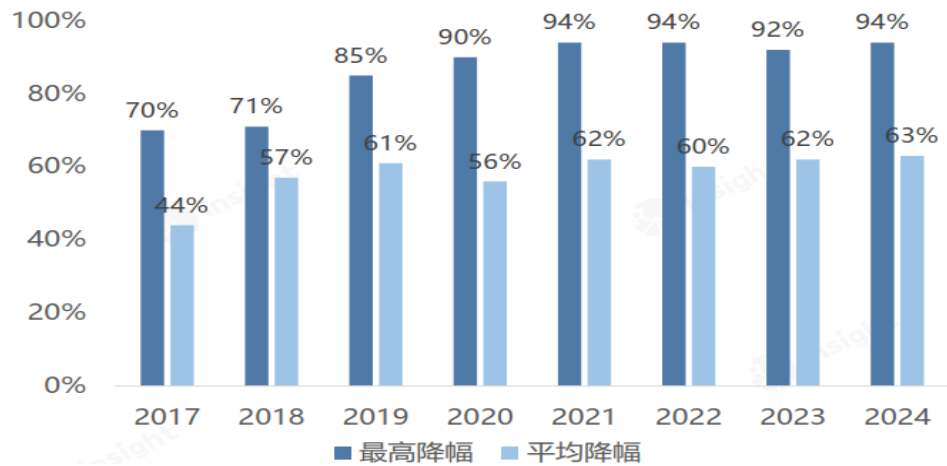
资料来源: 丁香园, 信达证券研发中心

图22.2024年医保谈判成功率基本与以往持平


资料来源: 丁香园, 信达证券研发中心

图23.2024年医保谈判/竞价平均价格降幅为63%，最高降幅超过93%

2017-2024年医保谈判价格降幅分析³

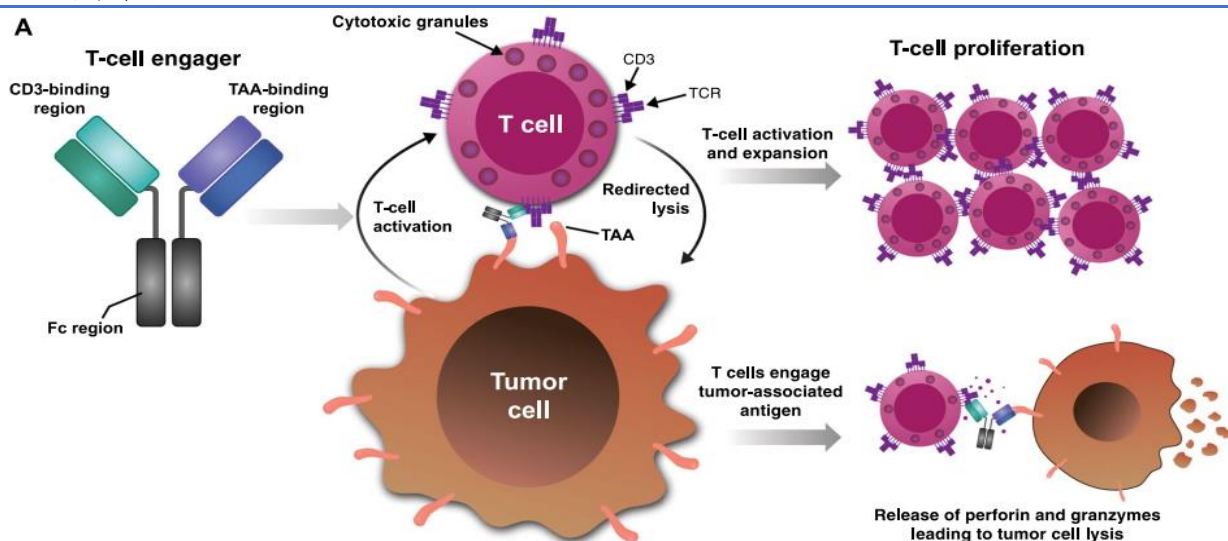


资料来源：丁香园，信达证券研发中心

3.2. TCE 抗体在实体瘤和自免领域取得里程碑式突破

从技术维度来看：TCE 抗体在实体瘤和自免领域的里程碑式突破，让我们看到作为“靶向免疫”的 TCE 抗体有望接棒“靶向化疗”的 ADC 引领未来几年创新药行业的发展。过去几年 ADC 作为创新药行业的“明星”受到了较大的关注和追捧，但 EVOKE-01 试验、TROPiCS-04 试验、TPOPION-LUNG01 试验、TROPION-Breast01 试验均没有取得总生存期 (OS) 的获益，暴露了 ADC 的局限性。TCE 分子本质是利用人体自身的 T 细胞杀伤靶细胞，其作用机理是当 TCE 分子与肿瘤细胞和 T 细胞相互作用时，会促进 T 细胞和肿瘤细胞之间形成细胞溶解突触，T 细胞通过该突触可以将穿孔素和凋亡诱导蛋白酶（颗粒酶）注入附着的肿瘤细胞中，从而诱导肿瘤细胞凋亡，此外突触的形成还会导致 TCR 的交联和 T 细胞的活化，从而导致促炎细胞因子的释放和 T 细胞增殖的诱导。

图24.TCE 分子作用机理



资料来源：Charles M. Rudin 等《Emerging therapies targeting the delta-like ligand 3 (DLL3) in small cell lung cancer》，信达证券研发中心

作为全球首个在实体瘤里面获批上市的 TCE 分子，安进公司的 CD3/DLL3 TCE 分子 AMG757 后线治疗小细胞肺癌 (SCLC) 表现出了随访时间越久，mOS 越久的趋势，在最近的 2024 年 ESMO Asia 会议上公布的针对后线 SCLC 亚洲人群的 mOS 已达到 19 个月，已大幅领先现有标准治疗，这一临床突破展现了 TCE 分子治疗肿瘤的优势即可以有效提高患者的总生存期。

表9.随访时间越久 AMG757 治疗后线 SCLC 患者的 mOS 表现出了越长的趋势










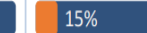
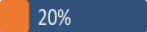



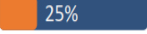


药物	AMG757	AMG757	AMG757
靶点/药物模态	DLL3/CD3双抗	DLL3/CD3双抗	DLL3/CD3双抗
适应症	ES-SCLC	ES-SCLC	ES-SCLC
患者基线	中位治疗线数为2	中位治疗线数为2 (1-6)	中位治疗线数为2 (1-6)
前线方案	至少接受过2种治疗其中一种是化疗	至少接受过2种治疗其中一种是化疗	至少接受过2种治疗其中一种是化疗
临床研究阶段	临床II期	临床II期	临床II期
临床研究代码	DeLLphi-301 (NCT05060016)	DeLLphi-301 (NCT05060016)	DeLLphi-301 (NCT05060016)
数据来源	2023 ESMO	2024 WCLC	2024 ESMO Asia
剂量	10mg Q2W	10mg Q2W	10mg Q2W
有效性			
可评估人数 (有效性)	100	99	41 (亚洲患者)
中位随访时间	10.6月	13.6月	16.6月
ORR	40.00%	40.40%	46.30%
CR	1.00%	2.00%	4.90%
PR	39.00%	38.40%	41.50%
SD	30.00%	30.30%	34.10%
PD	20.00%	19.20%	9.80%
DCR (95% CI)	70.00%	70.7%(60.7%-79.4%)	80.50%
mPFS/月	4.9	4.3	5.4
mOS/月	14.3	15.2	19
mDoR/月	9.7	NE (6.9, NE)	7.2
安全性			
可评估人数 (安全性)	99		
>=3级 TRAE	/	/	/
>=3级 TEAE	/	/	/
SAE	59%	/	/
最常见的3级以上TRAE	/	/	/
剂量中断比例	14%	/	/
剂量减量比例	/	/	/
停药比例	4%	/	0.00%
死亡比例	/	/	/
DLT剂量及类别	/	/	/
>=3级CRS	0%	/	0.00%
>=3级ICANS (免疫效应细胞相关神经毒性综合征)	0%	/	/

资料来源: Charles M. Rudin等《Emerging therapies targeting the delta-like ligand 3 (DLL3) in small cell lung cancer》, 信达证券研发中心

TCE 另一标志性事件则是 Biotech Janux Therapeutics 发布了其 CD3/PSMA TCE 双抗 JANX007 后线治疗转移性去势抵抗性前列腺癌 (mCPRC) 亮眼的 1a 期的临床数据: 16 名中位治疗线数 4 线的 mCPRC 患者, PSA=100%, PSA90=63%, PSA99=31%, ORR=50%, DCR=63%, mPFS=7.4 个月; 从安全性数据来看: 本次更新的数据 CRS 和 TRAE 主要限于 1 级以及 2 级, 最大耐受剂量尚未达到。这一数据相比与竞品较为亮眼。


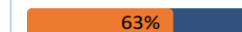



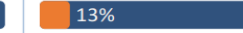











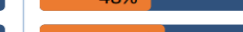


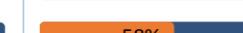
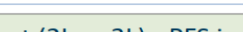
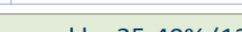
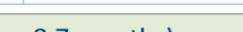
此外, mCPRC 患者目前 2 线的治疗手段如恩扎卢胺、阿比特龙、多西他赛、核药 Pluvicto, mPFS 介于 2.9-8.3 月, ORR 介于 0-50%, PSA90 介于 1%-33%, PSA50 介于 13%-58%, JAN007 治疗中位治疗线数 4 线的 mCPRC 临床数据已经可以与 2 线的这些治疗品种相媲美, 加之 JANX007 作为一种 TCE 双抗还存在与其他品种联合用药的可能性, 将来有望覆盖更多的 mCPRC 人群。

表10. JANX007 后线治疗 mCPRC 相比竞品有较大竞争优势

Characteristic	Median Tx line	mPFS	ORR	Best PSA decline ≥ 50%	Best PSA decline ≥ 90%	≥ PSA50 at 12wks**	≥ PSA90 at 12wks**
JANX007 (≥ 2mg target)	5L	7.4 mo† (8/16 IP*)					
Pluvicto + SOC (7.4 GBq)	3L	8.7 mo (SOC 3.4 mo)					
AMG509 (≥ 0.75 mg target)	4L	7.8 mo					NR
ARX517 (≥ 2 mg)	5L	NR				NR	NR

资料来源: Janux Therapeutics, 信达证券研发中心

表11. JANX007 后线治疗 mCPRC 的临床效果与 mCPRC 2L 治疗手段相媲美

5L Treatment		PFS (months)	ORR ⁺	PSA90	PSA50
JANX007		7.4*			
1L Treatment	2L	PFS (months)	ORR	PSA90	PSA50
Enzalutamide	Abi	2.9			
	Doc	6.8			
Abiraterone	Enza	8.1			
	Doc	4.4			
Docataxel	Abi	5.6			
	Enza	8.3			
ARPi or Abi	Pluvicto	11.6			

- Pluvicto in earlier line treatment (2L vs 3L) - PFS improved by 35-40% (12 vs 8.7 months) -

资料来源: Janux Therapeutics, 信达证券研发中心

正如 DESTINY-Breast03 试验和 EV-302 试验“引爆”ADC 行业一样，AMG757 和 JNX007 药物的临床表现展现了 TCE 抗体的潜力，成为行业发展的标志性事件，我们认为 TCE 抗体将跳出血液瘤的范畴，扩展到实体瘤和自身免疫疾病领域，实体瘤相关的公司如泽璟制药、信达生物、百济神州、友芝友/中国生物制药等，自免相关的公司如神州细胞、德琪医药等。

3.3. 建议关注具有创新平台优势及重磅品种即将商业化的信达生物、泽璟制药

3.3.1. 泽璟制药：商业化迎来收获期，抗体药物有望成为公司新的增长点

多个产品迎来商业化阶段，“造血”能力显著增强。除了原本的多纳非尼正常放量以外，凝血酶成功纳入 2024 年国家医保目录，该产品由于生产成本低、止血效果突出、竞争格局良好，加之由在血制品领域有很强销售能力的远大辽宁来负责商业化，我们预计 2025 年将有较好的商业化销售额增长表现。除此之外，杰克替尼的上市申请正在稳步推进，我

们预计 2025 年初左右会获批上市，该产品由于其良好的有效性和安全性加之竞争格局良好，填补了骨髓纤维化领域的治疗空白，有望成为公司另一重磅产品。

抗体平台得到初步验证，有望成为公司新的重要看点。2024 年公司抗体药物研发进展不断，PD-1/TIGIT 双抗 ZG005 针对一线标准治疗失败的宫颈癌患者临床数据相比于竞品表现出了同类最佳竞争优势，CD3/DLL3/DLL3 三抗 ZG006 针对后线的小细胞肺癌患者同样相比于竞品表现出了同类最佳竞争优势，而且随着该领域的竞争格局的不断变化，ZG006 具有较强的出海预期，更为重要的是公司是国内唯二 TCE 平台被注册性临床试验验证过的公司，在 TCE 赛道具有较强的领先优势。

3.3.2. 信达生物：商业化表现强劲，重磅品种上市在即

商业化表现强劲，经营效率显著提高。公司目前拥有 3000 人左右的商业化团队，覆盖 3000+ 城市、5000+ 医院、1000+ DTP 药房，已经形成强大的销售网络。2024 年上半年取得产品收入 38.11 亿元，同比增长 55.1%，2024 年单三季度取得产品收入超 23 亿元，同比增长 40%。公司的经营效率和财务表现进一步提升，2024 年上半年公司毛利率 84.1%，同比提升 1.8 个百分点；销售及市场推广费率 48.6%，同比下降 5.9 个百分点；管理费用率 5.2%，同比下降 4.9 个百分点。

多款重磅产品已提交 NDA 申请，后续研发管线丰厚。公司围绕肿瘤、心血管及代谢、自身免疫、眼科四大疾病领域布局了多项具有全球创新潜力的研发管线，其中肿瘤管线 9 款产品获批上市，1 款产品递交 NDA，2 款产品处于关键临床阶段，超 10 款产品处于临床开发阶段，涵盖单抗、多抗、细胞治疗和小分子多种药物形式，其他疾病领域 2 款产品商业化，2 款产品递交 NDA，2 款产品处于关键临床阶段，10 款左右产品处于临床开发阶段。

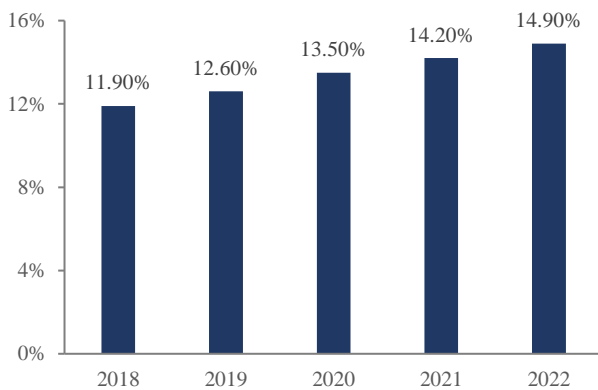
公司重磅品种玛仕度肽首个临床 III 期 GLORY-1 试验达到主要研究终点和所有次要终点，2024 年 2 月用于肥胖或超重患者长期体重管理适应症的首个 NDA 申请已获国家药监局受理。此外，用于治疗甲状腺眼病的替妥尤单抗、银屑病的匹康奇拜单抗均有望 2025 年获批上市。

4. 老龄化背景下家用医疗器械需求提升，设备更新迭代助力院端设备采购回暖

4.1. 老龄化趋势+消费补贴落地，家用医疗器械需求景气度提升

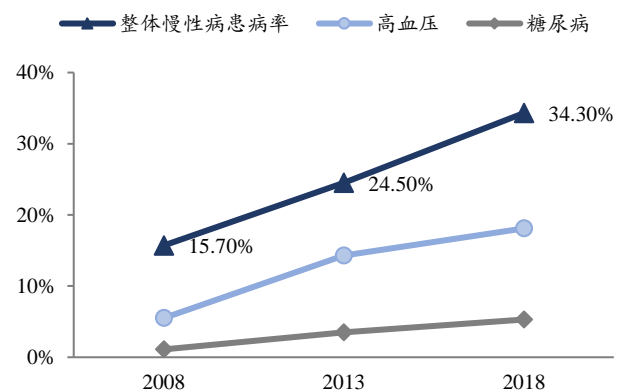
从需求情况来看，人口老龄化加剧和慢性病患者率提升，催生日常家庭监测与预防需求。根据国家统计局数据，我国 65 岁以上老年人口占比逐年提升，2022 年达 2.10 亿人，占比达 14.90%，卫健委预计到 2035 年左右将进入重度老龄化阶段，60 岁及以上老年人口将突破 4 亿人，在总人口中的占比将超过 30%。随着老龄化程度加深，伴随而来的慢性病患者率持续提升，根据《中国卫生健康统计年鉴》数据显示，中国居民慢性病患者率从 2008 年的 15.7% 提升到了 2019 年的 34.3%，使用家用医疗器械可以帮助慢性病患者更好地监测自身的身体状况，尽早发现身体问题，从而及时采取措施进行治疗和预防。

图25.2018-2022 年中国 65 岁以上人口占比情况



资料来源：wind，国家统计局，信达证券研发中心

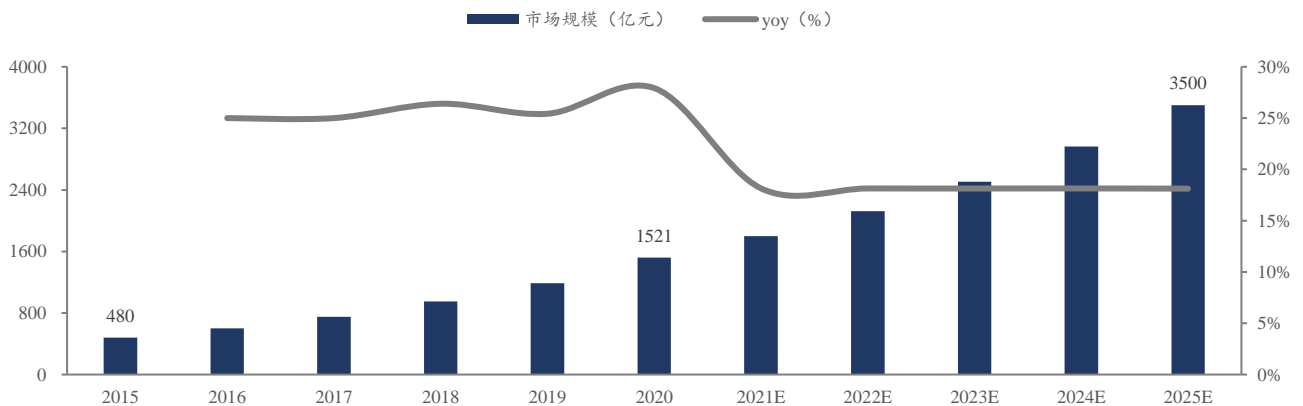
图26.2008-2018 年中国居民慢性病患者率情况



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴（2022）》，信达证券研发中心

从市场规模来看，我国家用医疗设备市场增长趋势明显。根据华经产业研究院及《中国医疗器械白皮书 2020》数据显示，2015-2020 年，我国家用医疗设备市场规模自 480 亿元增至 1521 亿元，预计 2025 年家用医疗设备市场将达到 3500 亿元。随着个人健康意识的不断增强，家用医疗器械已经成为很多家庭的常备“小家电”。

图27.我国家用医疗设备市场规模变化



资料来源：华经产业研究院，《中国医疗器械白皮书 2020》，信达证券研发中心

从政策驱动来看，从2024年7月起，各地方消费品以旧换新落地政策陆续出台，居家适老化产品被重点提及，涵盖产品包括康复辅具类（轮椅、助行器、助听器等）、健康监测类（血糖仪、血压计等）、慢病管理类（呼吸机、制氧机等），我们认为适老产品的消费补贴有望提振家用医疗器械的消费需求，**建议关注家用医疗器械相关标的，如可孚医疗、鱼跃医疗、怡和嘉业和美好医疗。**

4.1.1. 可孚医疗：产品聚焦成效凸显，听力保健业务为公司打造第二成长曲线

①公司作为国内领先的家用医疗器械品牌商，拥有近万个型号及规格的产品，已构建了大型电商平台、大型连锁药房、自营门店等相融合的立体式营销渠道，近年来，公司聚焦核心品类发展，2024年上半年敷贴/敷料、理疗仪、助听器、雾化器等核心单品收入同比增长超30%，成为公司业绩增长的重要驱动力，我们认为公司聚焦品类的战略效果已经逐步体现，未来随着战略持续深化，核心单品市场份额有望不断提升。

②公司捕捉到助听器行业发展痛点，设立健耳助听器验配中心，是国内为数不多的同时拥有助听器验配工具、助听器连锁验配中心、验配师培训资质的企业，通过精细化的运营管理和专业的验配服务，健耳在客户中树立了良好的品牌形象，迅速积累了一定的优质客户，销售收入获得了快速增长，有望成为第二增长曲线。

4.1.2. 鱼跃医疗：家用医疗器械龙头，三大核心赛道稳步向前

①公司深耕家用医疗器械行业超25年，凭借广泛的产品线和强大的品牌影响力，已成为国内家用医疗器械领域的龙头企业。公司聚焦呼吸制氧、血糖及POCT、消毒感控三大核心赛道，积极拓展急救、眼科、智能康复等新业务，通过丰富的产品组合式，为公司未来长期发展注入持续增长动力。

②“线上+线下”、“海外+国内”全渠道发展。公司拥有超过1000人的渠道、终端线上及外销团队，在全球设置了多个区域服务中心。一方面，随着国内各大电商平台的自主品牌旗舰店的开设，公司直营能力不断加强，各平台线上销量均处于行业领先地位，另一方面，公司通过强化海外属地化团队建设，持续拓宽海外渠道，为公司产品提供新的增长空间。

4.1.3. 美好医疗：夯实两大基石业务，加速新客户拓展，平台扩张能力凸显

①公司是家用呼吸机市场龙头企业客户A和人工植入耳蜗全球市场龙头企业客户B的核心供应商，随着合作持续加深，“呼吸机组件”和“人工植入耳蜗组件”业务已成为公司的基石业务，2024年随着下游客户去库结束，基石业务已企稳恢复，我们认为未来随着大客户合作持续加深，基石业务有望保持稳健增长。

②依托液态硅胶模具和自动化技术，公司逐步拓展了血糖管理、体外诊断等细分赛道，随着公司客户、产品线、应用领域的逐步增加，公司销售收入来源更为多元化，展现较好的成长性。此外，公司具备胰岛素注射笔的量产能力，经过小批量交付后，获得客户认可，2024Q3已实现批量交付，业务发展势头良好，未来有望成为公司的第二增长曲线，为公司贡献较强的增长动力。

4.1.4. 怡和嘉业：本地化布局加速提升海外市占率，强化自主品牌建设，国内潜力可期

①公司深耕欧美主流医保市场，在海外已搭建了完善的分销网络，其中在美国市场，公司和RH合作进一步加深，在经销区域上新增了加拿大市场，在经销产品方面新增了肺病机，区域和品类进一步增强了两家合作的粘性；此外，公司加大海外本地化建设，2023年公司

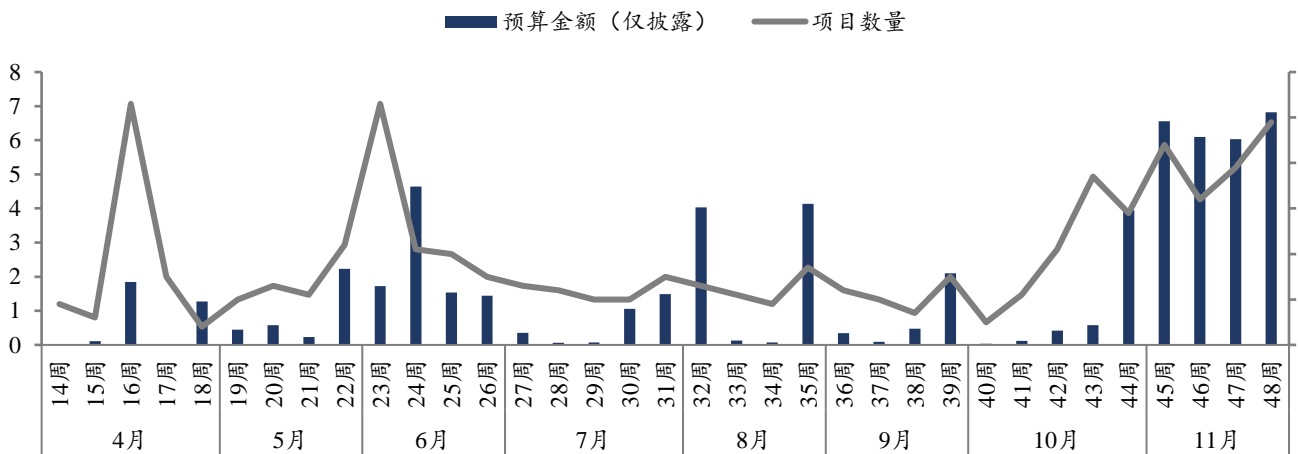
陆续在法国等地建立子公司，搭建云平台，提升海外市场的服务支撑能力，全球市场占有率有望不断提升。

②2020 年公司在国内家用无创呼吸机市场上占据 15.6% 的份额（按销售额口径），仅次于瑞思迈和飞利浦，在通气面罩市场占据 37.7% 的份额（按销售额口径），位列行业第一。近年来，公司不断加强自主品牌建设，依托经销高效地进行市场拓展，未来随着国内家用呼吸机渗透率不断提升，公司有望凭借本土品牌及价格优势抢夺进口品牌市场，夯实龙头地位，增长潜力较大。

4.2. 设备更新迭代逐步落地，院端设备采购有望回暖

2023 年下半年开始，受医疗整顿影响，大部分医院招投标节奏有所放缓，医疗设备销售市场增长承压。2024 年 3 月 7 日，国务院发布了《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，随后各省市医疗卫生领域设备更新政策陆续落地实施。从执行节奏来看，随着医疗整顿边际影响变弱，在政策推动下，医疗设备采购进度有所加速，自 2024 年 10 月以来，设备更新的招标项目呈现上扬趋势，其中 10 月末出现了招标总金额的大幅上涨，自 11 月开始，连续四周总招标金额突破 6 亿元，截至 12 月 1 日，我国医疗领域设备更新招标公告已披露的预算总金额达 61 亿元，院端设备采购呈现回暖趋势。

图28.2024 年我国设备更新招标情况（预算金额：亿元，项目数量：个）



资料来源：众成数科，信达证券研发中心（注：2024 年第 14 周（4 月 1 日）至 48 周（12 月 1 日））

从采购产品类别来看，全国各省设备更新招标采购品种逐渐增加，大部分省份采购的仍然是以超声影像诊断设备、CT、MR、DSA、DR 为代表的大型医学影像设备和体外诊断设备为主。

图29.截至 12 月 1 日部分省份设备更新招标公告拟采购产品清单

各省份设备更新采购意向拟采购产品清单情况										
产品类别	广东省	浙江省	湖南省	湖北省	云南省	福建省	山东省	安徽省	重庆市	贵州省
超声影像诊断设备										
计算机断层摄像X射线机 (CT)										
数字化X射线诊断系统 (DR)										
消化道内镜										
磁共振成像设备										
血管造影X射线机 (DSA)										
胸腹腔镜										
多功能监护仪										
移动式C形臂X射线机 (含O形/G形)										
生化分析仪器										
麻醉机										
医用显微镜										
血细胞分析仪										
鼻咽喉镜										
关节镜										

资料来源：众成数科，信达证券研发中心

我们认为随着设备更新迭代政策逐步落地，医院招标采购活动有望逐渐恢复，带动医疗设备需求回暖。此外，财政部 2024 年 12 月 5 日发布《关于政府采购领域本国产品标准及实施政策有关事项的通知（征求意见稿）》表明，在政府采购活动中，对本国产品的报价给予 20% 的价格扣除，用扣除后的价格参与评审，我们认为该方案的落地实施有望加速医疗设备国产率进一步提升，**建议关注迈瑞医疗、开立医疗、联影医疗、澳华内镜。**

4.2.1. 迈瑞医疗：国内招采恢复+海外高端持续突破，设备龙头行稳致远

①在国内市场，2024 年受医疗领域整顿和医疗设备更新项目等多因素影响，医院采购推迟，叠加医院建设资金紧张，医疗设备采购需求低迷，公司国内业务增长承压，**国内设备类业务上半年下滑 12%，但体外诊断试剂等跟诊疗量相关的耗材业务增长超 30%，成为拉动国内市场增长的重要动力。我们认为随着国内招采活动逐步恢复，设备采购需求有望复苏，叠加国内耗材业务持续高增长，国内市场有望恢复较快增长。**

②在海外市场，随着公司在欧美和新兴市场国家高端客群和中大样本量实验室的持续突破，产品质量逐步获得高端客户认可，后续有望通过拳头产品带动其他品类入院，叠加公司加大本地化生产建设，整体解决方案输出能力不断增强，公司生命信息与支持、体外诊断、医学影像三大主业的海外市场渗透率有望持续提升。我们认为迈瑞医疗当前在其可及市场的全球市占率较低，存在较大的提升空间，成长持续性较强。

4.2.2. 开立医疗：超声增速有望恢复，内窥镜业务渐成规模，盈利稳定

①公司是国内较早研发并掌握彩超设备和探头核心技术的企业，2023 年公司新一代超高端彩超平台 S80/P80 系列正式小规模推向市场，全面完善全身介入及妇产解决方案。此外，公司还推出了内镜超声、血管内超声（IVUS）等产品，在超声领域拥有较强的竞争优势，2024 年上半年，受医疗政策影响，超声等医疗设备的招标量相比去年同期下滑较多，叠加上半年高基数影响，公司收入端增长承压。我们认为随着设备以旧换新政策落地，医疗设备的招标逐步恢复，公司业务有望回归正常增长轨道。

②公司内窥镜业务经过多年的研发和市场投入，产品力和市场认可度逐步提升，目前，公司搭建了可覆盖软镜高、中、低端市场的系列内镜产品（包括 HD-580、HD-550、HD-500），推出了国内首款头端可拆卸式设计的电子十二指肠内窥镜 ED5GT 等多款新产品，进一步

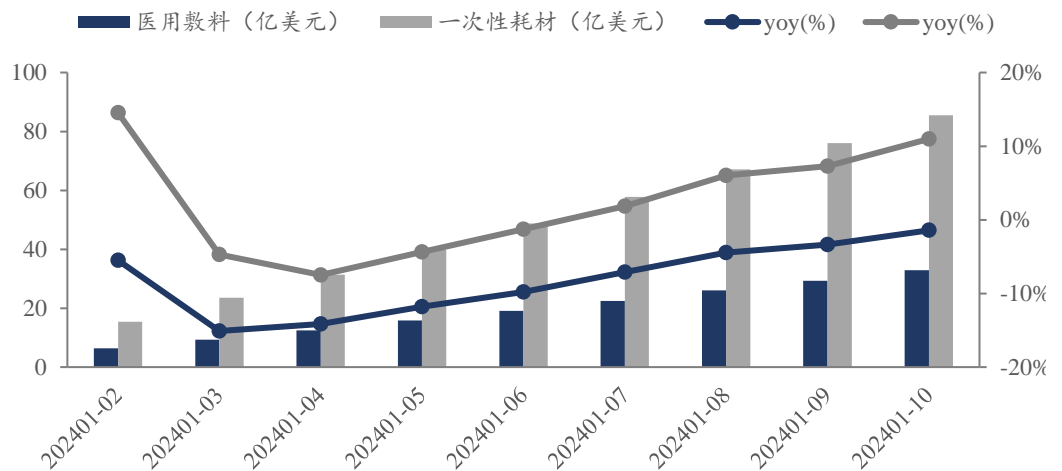
丰富和完善公司产品组合，提升内镜设备在医疗机构采购中标中的竞争力，加速进口替代进程，为公司内镜业务注入持续增长动力。随着内镜业务规模不断扩大，业务逐步进入稳定的盈利收获期。

5. 海外去库结束+集采放量，医疗耗材拐点出现

5.1. 海外去库结束，低值耗材企业业绩恢复，估值有待回升

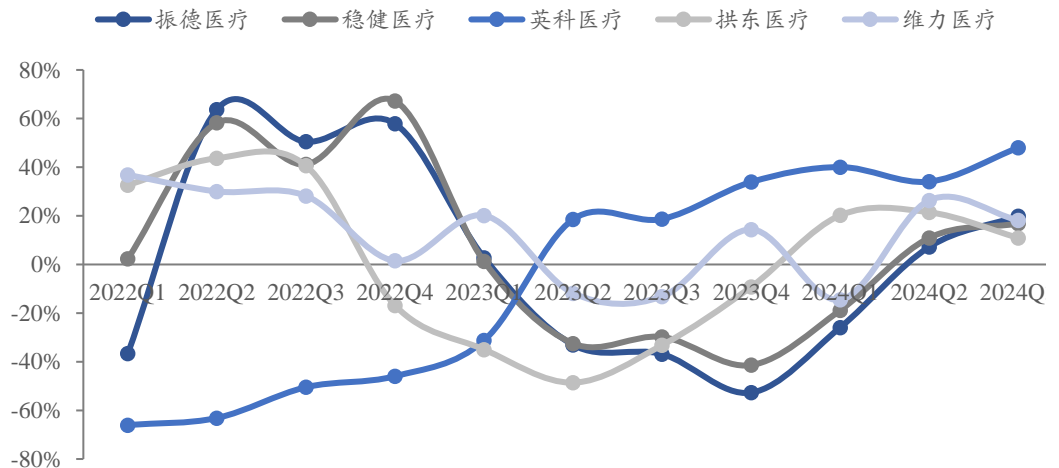
低值耗材产品主要包括医用卫生材料及敷料类、注射穿刺类、医用高分子材料类、医用消毒类、麻醉耗材类、手术室耗材类产品，国内的大型低值耗材公司大多以海外 ODM、OEM 起家，海外业务占比较高。根据中国医药保健品进出口商会统计数据，2024 年 1-10 月我国医用敷料出口额为 32.88 亿美元 (yoy-1.43%)，出口降幅逐步缩窄。一次性耗材产品 2024 年 1-10 月出口额为 85.49 亿美元 (yoy+12.41%)，从二季度开始出口额呈现加速增长趋势，体现了较高的景气度。我们认为医用敷料产品和一次性耗材产品在经历 1 年左右下游去库存后，海外需求已经基本恢复，未来有望保持稳定发展。

图30.我国医用敷贴和一次性耗材出口情况



资料来源：中国医药保健品进出口商会，信达证券研发中心

整体来看，2020-2023 年，我国医用耗材出口经历疫情、贸易管制等因素影响后，2024 年展现出明显的企稳回升势头，回归常态化增长。我们认为国内大型医用耗材公司通过多年合作，已经和海外大型品牌商客户建立了稳定的伙伴关系，客户粘性高，叠加疫情期间，国内低耗企业凭借着良好的生产供应能力以及稳定可靠的产品质量，拓展了新客户群体，海外渠道进一步打开，随着海外订单的有序恢复，低耗企业业绩有望迎来拐点。此外，在当前地缘政治冲突频发的国际环境下，我们认为海外大型品牌客户出于供应链安全的考量，对 OEM、ODM 厂商的海外生产能力将更为重视，在海外具备生产能力的公司在订单获取上将更具竞争优势，建议关注具有海外生产供应能力的低值耗材企业，如振德医疗、稳健医疗、维力医疗。

图31.我国部分低值耗材企业 2022-2024Q3 收入增长变化


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

5.1.1. 振德医疗: 海外市场“去库结束+生产本地化”, 业绩增长拐点已现

①海外市场, 随着下游客户去库结束, 公司境外业务恢复良好, 稳步增长, 2024Q3 公司实现境外主营业务收入 6.45 亿元 (yoy+24.36%)。我们认为公司和头部的品牌客户都已经建立了合作, 未来业务增长主要来自品类的拓展和已经合作品类的供应份额增加, 随着公司在全球产能投建落地, 公司未来在海外订单获取上更具有竞争优势, 和大客户合作有望进一步加深。

②国内市场, 我们认为公司经过多年的研发积累和市场布局, 产品矩阵逐步丰富, 销售渠道显著拓宽, 自有品牌的影响力不断提升, 其中“一次性手术感控产品”受益于感控需求升级呈现较快增长, 而“现代伤口敷料”随着产品力不断提升, 有望在国产替代的春风下扬帆向前, “手术感控+现代敷料”双轮驱动, 成长可期。

5.1.2. 稳健医疗: 医用耗材回归稳态, 全棉时代品牌力强化, 实现高质量增长

①感染防护业务扰动逐步消除, 公司常规医用耗材业务稳步发展, 从 2019 年的 13.6 亿元增长至 2023 年的 29.5 亿元 (CAGR=21.36%), 2024 年上半年实现营业收入 15.5 亿元, 同比上升 7.5%。我们认为随着海外 OEM 客户去库结束, 需求回暖, 叠加国内医院拓展持续深化, 公司医用耗材业务有望保持稳步增长。

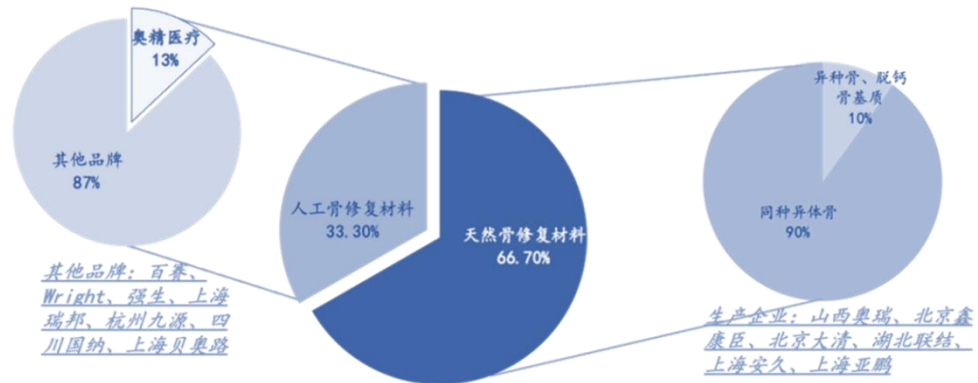
②“Purcotton 全棉时代”以全棉制品为标签, 通过整合直营门店、品牌巡展、明星代言、赛事赞助、新媒体、广告等多种传播手段, 强化品牌影响力, 围绕“一朵棉花、一种纤维”, 构建差异化的产品矩阵, 其中核心爆品干湿棉柔巾 2024H1 实现营业收入 6.8 亿元 (yoy+24.8%), 引领增长。我们认为全棉时代未来有望凭借其在健康消费品领域的品牌影响力, 持续推出爆款产品, 助力公司实现高质量增长。

5.2. 集采加速人工骨渗透率提升, 产品有望放量增长

受同种异体骨舆情事件影响, 人工骨市场份额有望逐步提升。由于我国骨修复材料行业发展较晚, 医生在临床上习惯使用同种异体骨、自体骨, 目前同种异体骨在骨科骨缺损修复市场仍旧占据主要地位, 骨科骨修复材料市场约有三分之二为同种异体骨。2024 年 8 月,

山西奥瑞生物材料有限公司涉嫌非法购买遗体、残肢作为原材料，生产“同种异体骨植入性材料”一案引发社会关注，舆情事件影响下，同种异体骨存在的法律和伦理问题，或将影响其临床应用，我们预计人工骨修复材料的市场占有率有望进一步提高。

图32.2020年我国骨科骨缺损修复市场竞争格局



资料来源：奥精医疗招股说明书，信达证券研发中心

集采降价，人工骨修复材料性价比进一步凸显，放量有望加速。2023年，国家组织人工晶体类及运动医学类医用耗材集中带量采购工作，此次集采耗材主要包括治疗白内障用人工晶体、粘弹剂；治疗肌肉、韧带、软骨等损伤的锚钉、固定钉、固定板、缝线等固定物，人工韧带，半月板修复耗材以及人工合成骨、异种骨骨类重建物等。从中标情况来看，运动医学类耗材平均降价74%，其中人工骨修复材料领域的领先企业-奥精医疗的骨科人工骨修复材料产品以330元/cm³的价格中选。2024年上半年，全国各省区市陆续开展集采中选产品的三方协议签订工作，并开始陆续落地执行，我们认为随着集采落地执行，人工骨修复材料市场有望快速增长。

5.2.1 奥精医疗：仿生矿化胶原技术领先，人工骨修复材料市场龙头正扬帆

①在骨修复材料使用上，我国非自体骨使用比例远低于美国，存在较大的提升空间。由于自体骨供给有限，且造成二次创伤与并发症，叠加同种异体骨在临床使用的法律和伦理问题引发社会关注，我们认为人工骨替代天然骨的速度有望加快，市场有望持续扩容。

②公司的矿化胶原人工骨修复材料具有“制备工艺仿生、微观结构仿生、组织成分仿生”特点，生物相容性、成骨速度、孔结构等各项性能比肩自体骨，且供给充足，具有较好的临床应用前景。目前，公司产品管线丰富，骨科、口腔、神外三大领域齐发力，成长可期，其中在骨科领域，公司钛合金产品集采后性价比优势更为凸显，有望呈现加速放量增长趋势；在齿科领域，公司完成对德国口腔种植企业 HumanTech Dental 公司的收购，口腔种植体和齿贝有望形成较好的协同效应，为公司打造第二增长曲线。

6. 中药板块基数及渠道库存已基本消化，看好补库存及国企改革催化

6.1. 2025 年迎“十四五”收官战，国企改革有望进一步深化发展

2025 年既是“十四五”收官之年，也是“国有企业改革深化提升行动方案”的收官之年。自 2018 年以来，国企改革推出多个行动和方案，诸如“双百行动”、“科改示范行动”、“三年行动（2020-2022）”、“新三年行动（2023-2025）”等。我们认为，2025 年值得重点关注国企改革条线带来的边际变化。随着国企改革的深入，叠加在激励、竞争、创新等基础性制度精准发力，国企的核心竞争力有望持续提升。

表12. 国企改革政策的回顾

项目	日期	主要内容
双百行动	2018年8月	1. 在稳妥推进股权多元化和混合所有制改革方面率先突破。重点是积极引入各类投资者实现股权多元化，鼓励通过改制上市等多种方式发展混合所有制经济。 2. 在健全法人治理结构方面率先突破。重点是真正将董事会对企业中长期发展的决策权、经理层成员选聘权、经理层成员业绩考核和薪酬分配权、职工工资分配权等落实到位。 3. 在完善市场化经营机制方面率先突破。重点是全面推行经理层成员任期制和契约化管理，按照“市场化选聘、契约化管理、差异化薪酬、市场化退出”的原则，大力推行职业经理人制度。 4. 在健全激励约束机制方面率先突破。重点是要真正建立起与劳动力市场基本适应、同国有企业经济效益和劳动生产率挂钩的工资决定和正常增长机制，规范实施员工持股、股权激励、岗位分红权等中长期激励，构建工资收入市场化对标体系，严格按照绩效考核结果落实收入能升能降的“强激励、硬约束”机制。 5. 在解决历史遗留问题方面率先突破。 6. 全面加强党的领导、党的建设。重点是坚持两个“一以贯之”，准确界定企业党组织、董事会、监事会、经理层等治理主体的职责权限，坚持党组织领导班子研究讨论是董事会、经营层决策重大问题的前置程序。
科改示范行动	2020年4月	1、在完善公司治理体制机制方面。提出加快推动科技型企业董事会应建尽建、配齐配强；健全董事选聘、管理、考核、评价、退出等机制，提高董事会科学决策水平；全面落实科技型企业董事会依法行使重大决策、选人用人、薪酬分配等权利。 2、在健全市场化选人用人机制方面。提出科技型企业全面推行经理层成员任期制和契约化管理，加快建立职业经理人制度。 3、在强化市场化激励约束机制方面。提出科技型企业工资总额可以实行单列管理，且不列入集团公司工资总额预算基数、不与集团公司经济效益指标挂钩；大力推行股权激励、分红激励、员工持股、超额利润分享、虚拟股权、骨干员工跟投等中长期激励方式。 4、在激发科技创新动能方面。提出充分发挥科技型企业技术创新决策、研发投入和成果转化中的主体作用；建成一支结构合理、素质优良、创新能力强的科技人才队伍；支持和带动其他大中小企业和各类主体实现融通创新等。 5、在坚持党的领导加强党的建设方面。提出把加强党的领导与完善公司治理结合起来，支持董事会、经理层依法履职；探索不同所有制结构的科技型企业党组织更好发挥作用，推动党的建设与中心工作深度融合；落实“三个区分开来”要求，按照尽职免责原则，建立健全科技型企业容错纠错机制等。
三年行动方案	2020-2022年	1、要完善中国特色现代企业制度，坚持“两个一以贯之”，形成科学有效的公司治理机制。 2、推进国有资本布局优化和结构调整，聚焦主责主业，发展实体经济，推动高质量发展，提升国有资本配置效率。 3、积极稳妥推进混合所有制改革，促进各类所有制企业取长补短、共同发展。 4、要激发国有企业的活力，健全市场化经营机制，加大正向激励力度，也由此提高效率。 5、形成以管资本为主的国有资产监管体制，着力从监管理念、监管重点、监管方式、监管导向等多方位实现转变，进一步提高国资监管的系统性、针对性、有效性。 6、推动国有企业公平参与市场竞争，强化国有企业的市场主体地位，营造公开、公平、公正的市场环境。 7、推动一系列国企改革专项行动落实落地。 8、加强国有企业党的建设，推动党建工作与企业的生产经营深度融合。
新三年行动方案	2023-2025年	1、优化国有经济布局，加快建设现代产业体系。 2、完善国有企业科技创新机制，加快实现高水平自立自强。 3、强化国有企业对重点领域保障，支撑国家战略安全。 4、以市场化方式推进整合重组，提升国有资本配置效率。 5、推动中国特色现代国有企业现代公司治理与市场化经营机制长效化。 6、健全以管资本为主的国资监管体制。 7、营造更加市场化法治化国际化的公平竞争环境。 8、全面加强国有企业党的领导和党的建设。

资料来源：国务院国资委，澎湃新闻，信达证券研发中心

国企改革条线的标的大致可划分成央企和地方国企。其中，央企方面主要系国药系（诸如国药控股、国药股份、国药一致、国药现代、太极集团、中国中药、天坛生物、卫光生物等）和华润系（华润医药、华润三九、江中药业、东阿阿胶、昆药集团、天士力、华润双鹤等）。地方企业方面具有众多代表性企业，诸如哈药股份、同仁堂、康恩贝等。

我们认为，2025 年值得重点关注国药系整体机会，一方面系 2024 年国药系企业已完成管理层的更迭，展望 2025 年有望迎来新变化；另一方面系 2024 年医药行业大环境面临挑战，国药系多数标的业绩预计基本筑底，2025 年业绩提升存在较高空间。

表13. 国药系核心上市公司人员变动汇总

日期	事件	涉及公司
2024年3月	赵炳祥担任国药集团总经理	国药集团
2024年6月	白忠泉担任国药集团董事长	国药集团
2024年6月	太极集团董事长李阳春退休离任	太极集团
2024年8月	国药现代董事长董增贺、总裁连万勇因工作安排原因辞任，公司聘任刘勇为总裁并代为履行董事长职责。	国药现代
2024年8月	连万勇担任国药控股总裁	国药控股
2024年9月	连万勇担任国药控股执行董事，赵炳祥担任国药控股董事长。	国药控股
2024年10月	俞敏担任太极集团董事长，而于宗斌担任太极集团总经理。	太极集团
2024年11月	国药一致总经理林兆雄因工作安排调整原因辞任，公司党委副书记兼副总经理李进雄在公司总经理空缺期间牵头负责经营管理工作。	国药一致
2024年11月	国药股份董事长姜修昌退休，国药股份党委书记蒋昕代为履行公司董事长。	国药股份

资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

6.2. 2024Q1-3 仅 31% 中药企业收入增长，2025 年中药企业有望迎补库周期

复盘近 10 年中药板块企业营收增长变动情况，近 10 年收入上升占比低于 50% 的仅出现 2 次：①2020 年受新冠疫情影响，仅 46% 的中药企业收入上升；②2024Q1-3 由于“四同”、医疗环境整顿、终端药店不景气等诸多因素影响，2024Q1-3 中药板块收入上升的占比仅 31%。展望 2025 年，我们认为影响企业营收的负面因素正逐步被消化，同时中药企业在 2024Q1-3 进行积极的营销改革，诸如健民集团营销模式从发出模式改为纯销模式；同时，借助行业整顿的势头积极消化渠道库存，为 2025 年增长蓄力。

表14. 中药企业近 10 年收入变动复盘

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1-3	
收入上升	企业数	54	52	58	58	55	52	32	58	49	43	22
	占比	77%	74%	83%	83%	79%	74%	46%	83%	70%	61%	31%
收入持平	企业数	3	3	3	2	0	0	0	0	0	0	0
	占比	4%	4%	4%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
收入下降	企业数	13	15	9	10	15	18	38	12	21	27	48
	占比	19%	21%	13%	14%	21%	26%	54%	17%	30%	39%	69%

资料来源：ifind，信达证券研发中心

我们筛选了市值超 100 亿的中药上市公司（共 25 家），我们发现：①24Q3 存货账期同比下降的企业有 12 家（占比约 48%），其中羚锐制药、马应龙、东阿阿胶、佐力药业在 24Q1-3 业绩表现亮眼。②对比近 3 年的存货账期，多数企业 24Q3 的存货账期创近 3 年的新高，诸如同仁堂、太极集团、达仁堂、济川药业、天士力、葵花药业等。

我们认为，存货账期的长短一方面与公司终端纯销增长情况相关，另一方面与公司自己的渠道库存管理策略相关，同时与企业自身库存管理及生产策略均有关系。2024Q3 中药企业库存延长，一方面与终端销售不景气相关，另一方面与企业渠道库存管理&纯销管理相关。我们认为若企业 2024 年渠道库存清理较为干净，则其业绩释放空间将较大，2025 年其存货周期也将下降，同时营收端将有明显增长。

表15. 百亿市值以上中药企业存货账期变动

证券名称	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
同仁堂	267	279	292	288	266	296	300	294	214	229	262	307	284	324	349
太极集团	115	121	119	125	108	99	99	104	92	91	106	109	113	125	127
羚锐制药	228	178	193	197	232	187	190	198	238	202	200	194	188	179	175
达仁堂	124	124	126	131	115	114	118	107	118	129	131	117	136	142	151
白云山	52	56	58	65	55	57	58	66	53	56	59	65	54	60	63
昆药集团	150	136	140	134	114	135	140	132	143	151	147	143	144	149	137
片仔癀	185	204	207	211	186	185	187	193	177	175	186	202	195	228	233
康美药业	591	603	609	460	359	386	389	302	247	251	256	240	239	235	225
天士力	202	200	199	195	205	206	204	178	199	194	201	204	237	225	217
济川药业	79	75	86	92	102	115	108	90	93	98	111	89	105	130	129
康恩贝	166	160	166	155	153	174	156	151	142	147	164	158	150	152	157
江中药业	91	107	108	110	109	103	103	102	79	92	106	93	90	109	119
马应龙	46	48	50	52	43	49	52	58	65	66	60	60	52	51	55
珍宝岛	282	256	188	110	116	80	91	90	168	188	241	172	137	236	284
步长制药	319	270	283	287	384	271	264	324	325	320	364	372	409	375	348
东阿阿胶	689	594	542	512	468	444	394	405	361	345	318	289	216	244	222
云南白药	126	131	128	132	116	118	121	110	88	92	93	90	75	77	79
吉林敖东	214	210	209	187	183	189	196	188	191	203	209	180	150	189	218
华润三九	95	110	122	119	110	111	122	104	105	101	111	118	134	139	147
奇正藏药	189	143	159	144	184	163	164	137	223	195	202	158	215	158	168
众生药业	178	198	173	191	184	179	180	179	151	161	168	167	163	157	162
以岭药业	111	155	149	159	142	155	150	146	158	157	180	183	164	183	200
葵花药业	101	115	131	126	116	141	154	112	75	108	110	109	122	143	172
红日药业	177	162	149	152	162	177	194	225	293	275	266	268	242	246	248
佐力药业	204	194	181	205	192	189	195	201	208	208	211	219	173	157	156

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

6.3. 关注: 太极集团、葵花药业

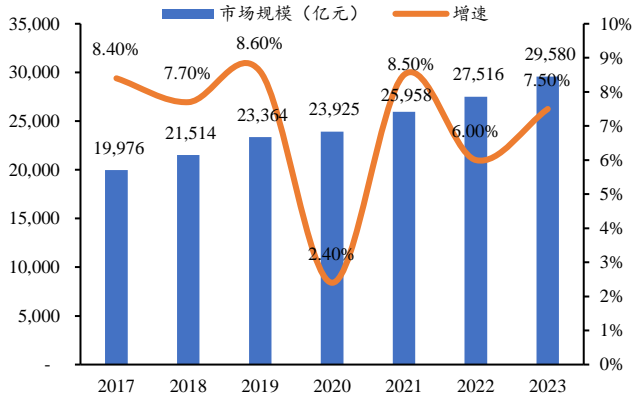
太极集团: ①2025 年既是“十四五”收官年, 又是“国企改革新三年行动(2023-2025 年)”的收官年, 叠加 2024 年太极集团已完成管理层的更迭, 我们认为 2025 年太极集团有望迎新一波国企改革的机遇。从主观能动性的角度上看, 我们认为公司有较强的驱动力去实现企业“十四五”规划的目标。②从财务报表客观的表现上看, 我们认为 2024 年业绩或将承压, 2025 年公司从营销管理、渠道管理、产品开发等多个层面均存在释放业绩空间。我们认为公司的核心品种诸如藿香正气水、急支糖浆等均存在进一步提升的空间。③根据 ifind 盈利预测的市场一致预期, 2024-2026 年太极集团的归母净利润预计分别为 7.9 亿元(同比-4%)、10.25 亿元(同比+30%)、12.58 亿元(同比+23%), 对应 2024/12/13 的 PE 估值分别为 19 倍、14 倍、12 倍。

葵花药业: ①2024Q1-3 公司进行多层次的营销改革, 同时 2024Q3 单季度进行渠道方面的清理, 2024Q3 单季度营收仅 4.39 亿元(同比-63%), 扣非归母净利润仅 0.01 亿元(同比-100%), 归母净利润仅 1.01 亿元(同比-53%)。②展望 2025 年我们认为营销管理有望开始展露新成效, 叠加公司自身的品牌效应仍有较强号召力, 我们预计 2024 年将是公司的业绩底, 2025 年业绩有望迎来新一波复苏。

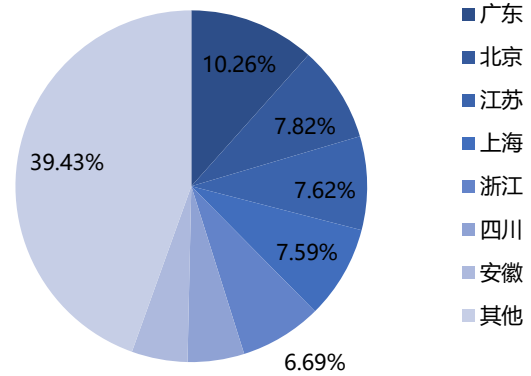
7. 医药商业受益于器械集采加速整合器械商业, 医保局预付款政策改革或将改善现金流

7.1. 医药行业修复+预付金制度催化

医药流通市场概况: ①2023 年全国医药流通市场规模达 29580 亿元, 2017-2023 年间医药流通市场规模 CAGR 约达 7%。②从区域市场划分上看, 中国医药流通市场规模 TOP3 的区域分别为广东、北京和江苏, 占比分别为 10.36%、7.89%、7.69%。

图33.近年全国医药流通市场规模变动


资料来源：商务部，信达证券研发中心

图34.2023年全国医药流通市场区域分布情况


资料来源：商务部，信达证券研发中心

医药流通竞争格局：医药流通市场呈现出“4+n”的市场格局，2023年CR4约达42.32%。其中，国药控股市占率为20.17%，上海医药为8.8%，华润医药为8.27%，九州通为5.08%。

表16.近年核心医药流通企业市占率变动

名称	2020	2021	2022	2023
国药控股	19.08%	20.07%	20.07%	20.17%
上海医药	8.02%	8.31%	8.43%	8.80%
华润医药	8.38%	9.12%	9.23%	8.27%
九州通	4.63%	4.72%	5.10%	5.08%
重药控股	1.89%	2.41%	2.47%	2.71%
国药一致	2.49%	2.63%	2.67%	2.55%
南京医药	1.66%	1.74%	1.83%	1.81%
国药股份	1.69%	1.79%	1.65%	1.68%
中国医药	1.64%	1.40%	1.37%	1.31%
海王生物	1.67%	1.58%	1.38%	1.23%
英特集团	1.05%	1.03%	1.11%	1.08%
嘉事堂	0.97%	0.99%	0.95%	1.01%
柳药集团	0.65%	0.66%	0.69%	0.70%
鹭燕医药	0.65%	0.68%	0.71%	0.67%
人民同泰	0.33%	0.36%	0.35%	0.35%

资料来源：ifind，商务部，信达证券研发中心

7.2. 预付金制度+新业务催化，2025年医药流通板块有望迎估值修复

◆ 预付金制度有望缩短医药流通板块账期

从医药流通企业应收账款账期上看，2020-2023年间大部分医药流通企业存在账期延长趋势，诸如上海医药应收账款账期从2020年的94天延长至2023年的97天，而重药控股从134天延长至138天。我们认为，应收账款账期相对较长是压制医药流通板块估值的重要因素。

表17.近年核心医药流通企业应收账款账期变动

名称	2020	2021	2022	2023
国药控股	106	109	111	107
上海医药	94	92	97	97
华润医药	101	96	96	98
九州通	78	76	69	63

重药控股	134	137	145	138
国药一致	74	78	73	76
南京医药	74	79	90	88
国药股份	73	43	45	53
中国医药	102	111	116	125
海王生物	156	157	180	179
英特集团	71	70	71	73
嘉事堂	113	108	112	102
柳药集团	142	143	151	166
鹭燕医药	87	92	101	104
人民同泰	150	141	145	140
润达医疗	148	137	165	226
瑞康医药	194	205	211	176
百洋医药	84	87	93	98
药易购	4	3	4	8
浙江震元	51	51	54	58
达嘉维康	171	167	148	137
塞力医疗	225	226	274	295
合富中国	167	159	182	245
开开实业	57	56	53	103
国发股份	230	157	164	216

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

2024年11月11日国家医保局、财政部两部门联合发布的《关于做好医保基金预付工作的通知》进一步将预付金制度规范化,从制度上明确了预付金的使用范围、拨付条件和支出标准,并规范了预付金的流程管理、会计核算和资金监督。预付金可用于药品和医用耗材采购等医疗费用的资金流转,使医院能够更快地向供应商支付款项,减少医疗和医药行业的垫资压力,提升行业现金流水平。我们认为,预付金制度有效缓解医疗机构的资金压力,同时医药流通企业的账期也有望逐步缩短,从而医药流通整体板块估值有望回暖。

◆ 器械批发+CSO 有望为医药流通贡献新增量

当前医药器械领域市场集中度相对较低,2023年国药控股器械批发业务占总收入比例约22%,而上海医药约14%。从增速上看,2020-2023年国药控股器械批发业务收入CAGR约14%,而上海医药约24%。展望2025年,我们认为器械板块的“以旧换新”等政策有望带来新增量,对于医药流通龙头而言,其有望借助此东风进行业务扩张。

表18.2025年器械批发有望受益于设备“以旧换新”政策

项目 (亿元)	2020	2021	2022	2023
国药控股: 器械批发	879.78	1,074.12	1,196.06	1,295.84
同比	27.48%	22.09%	11.35%	8.34%
占总收入比例	19.28%	20.61%	21.66%	21.72%
上海医药: 非药批发	192.19	246.00	341.00	363.00
同比		28%	39%	6%
占总收入比例	10.01%	11.40%	14.70%	13.95%

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

从CSO收入规模上看,目前九州通的规模最大,2023年其CSO收入规模约196亿元,而

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 38

综合毛利率仅 14%，主要系被器械方面拉低毛利率。上海医药 CSO 业务主要包括进口创新药品+疫苗，2023 年其 CSO 业务合计约 81 亿元。百洋医药主要是做院外 CSO 起家，2023 年其收入规模约 44 亿元，由于其代理迪巧时间较早，而迪巧毛利率较高（65%以上）且 2023 年其收入规模约 20 亿元，因而拉高其综合毛利率。展望 2025 年，我们认为 CSO 业务随着企业产品矩阵的扩充，叠加医药销售终端景气度有所回升，预计将为医药流通企业贡献第二增长动力。

表19.九州通、上海医药和百洋医药的 CSO 新业务

项目 (亿元)	2021A	2022A	2023A
一、九州通	130.10	134.13	195.84
同比增长	11.01%	3.10%	46.01%
毛利率	10.67%	13.64%	14.24%
1-药品总代理	49.30	66.51	106.96
同比	3.63%	34.91%	60.82%
毛利率	16.82%	22.01%	21.19%
2-器械总代理	80.80	67.62	88.88
同比	16.02%	-16.31%	31.44%
毛利率	6.91%	5.40%	5.87%
二、上海医药	59.81	63.03	81.00
同比		5.38%	28.51%
进口疫苗	43.00	43.70	52.00
同比	-18%	2%	19%
药品CSO	16.81	19.33	29.00
同比		15%	50%
三、百洋医药	29.05	37.00	44.00
同比增长	34.10%	27.38%	18.91%
毛利率	48.27%	46.12%	43.17%

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

7.3. 建议关注国药股份、上海医药、九州通、百洋医药

我们认为，2024 年医药板块整体业绩有望筑底，2025 年医药板块政策利空风险较小，叠加业绩方面有望复苏，因而 2025 年医药流通板块也有望迎来复苏。此外，预付金制度有望缩短医药流通企业应收账款账期，同时创新业务有望给流通企业带来新增量。

从个股上看，①国药股份具有国企改革、精麻用药业务、宜昌人福投资收益贡献等催化；②上海医药拥有国企改革、器械业务+CSO 业务增量+工业板块创新药上市贡献等催化，③九州通的 REITs 落地有望大幅改善其现金流水平+万店联盟业务催化；④百洋医药 CSO 业务存量层面仍存增长空间（诸如迪巧钙片、海陆滴眼液销售额仍未达峰，未来 3 年仍存可观增长空间），叠加新品 BD 的预期。

表20.医药流通企业盈利预测及估值 (ifind 市场一致预期)

公司	总市值 (亿元)	利润			PE估值		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
国药股份	262.04	22.02	23.91	25.93	11.90	10.96	10.11
上海医药	694.10	50.76	56.35	62.96	13.67	12.32	11.02
九州通	263.72	23.04	26.02	29.54	11.45	10.14	8.93
百洋医药	131.40	8.50	10.57	13.09	15.46	12.43	10.04

资料来源: ifind, 信达证券研发中心 (注: ①国药股份、上海医药、九州通采用 ifind 市场一致预期; ②估值截至 2024/12/30)

8. 关注标的的逻辑及估值

1) **生命科研服务国产龙头，有望受益于进口替代+并购重组。**我国政策春风持续加大科研经费支出且企业端研发投入力度景气度有望触底回升，“科学技术进步法”等政策利好国产厂家进口替代。追溯海外巨头企业的发展史就是并购史，2024年证监会“新国九条”以来政策推动并购重组，利好已经上市且有资本积累的龙头企业通过并购重组整合行业，提升自身市场份额。关注海尔生物、阿拉丁。

2) **“全链条支持创新药”政策春风，助力创新药加速商业化：**国家深化卫生体制改革政策中专门提到要制定支持创新药发展的制度，国内上海、北京、广州等地方政府已对创新药研发及商业化推出扶持政策；国产创新药 IND、开展的临床试验、NDA 和上市的数量以及出海都迎来新的高潮，创新药海外市场获批及 BD 项目落地成绩显著。关注信达生物、泽璟制药。

3) **老龄化下需求高景气的消费类医疗健康资产：**①老龄化叠加疫后家庭健康器械需求加速增长，根据华经产业研究院数据，预计 2025 年家用医疗设备市场将达到 3500 亿元。关注可孚医疗、鱼跃医疗、美好医疗等；②国债支持医疗设备更新在 2024 年年底开始逐步落地，2025 年院端设备采购有望回暖，关注迈瑞医疗、开立医疗、联影医疗。

4) **海外市场去库存结束+部分产品集采降价后的放量，医疗耗材行业或迎拐点：**①低值耗材医疗刚需，我们认为疫情高基数及海外去库存结束，2024 年已是业绩拐点，2025 年或回复常态化增长，关注振德医疗、稳健医疗；②人工骨 23 年以来的集采基本已落地，集采降价后市场渗透率提升，2025 年或迎来集采降价后量的增长，关注奥精医疗。

5) **中药板块高基数已经消化，看好补库存及国企改革催化。**国药系央企医药企业经历管理调整及改革，2025 年迎“十四五”收官战，改革或进一步深化。且中药企业 2024 年行业性下降，2025 年或迎补库存周期。关注太极集团、葵花药业。

6) **医药商业加速整合器械商业，医保局预付款政策或将改善现金流。**医药商业行业 2024 年高基数下增速下降，2025 年有望修复，叠加预付金制度或将改善现金流情况，且医疗器械商业流程因集采、反腐及卫生体系改革，流通平台龙头企业器械业务叠加 CSO 代理新业务，或加速增长。关注国药控股、国药股份、九州通、上海医药、百洋医药。

表21.关注的个股估值表

主线	股票代码	公司简称	总市值	归母净利润(百万元)			PE		
			亿	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
生命科学上游	688139	海尔生物	112	470	578	697	24	19	16
	688179	阿拉丁	39	122	155	169	32	25	23
创新药	688266	泽璟制药	168	-144	53	348	-116	315	48
	1801.HK	信达生物	577	-605	302	1,540	-95	191	37
家用品牌器械	301087	可孚医疗	75	364	467	577	21	16	13
	002223	鱼跃医疗	371	2,038	2,342	2,720	18	16	14
	301363	美好医疗	128	390	491	614	33	26	21
	301367	怡和嘉业	58	210	278	352	28	21	17
高端医疗设备	300760	迈瑞医疗	3,138	13,309	15,844	18,788	24	20	17
	300633	开立医疗	130	345	545	706	38	24	18
医疗器械耗材	603301	振德医疗	60	434	502	617	14	12	10
	300888	稳健医疗	247	813	1,006	1,177	30	25	21
品牌重要	600129	太极集团	144	790	1,025	1,258	18	14	11
	600998	九州通	264	2,322	2,582	2,890	11	10	9
医药商业	600511	国药股份	262	2,202	2,391	2,593	12	11	10
	601607	上海医药	694	5,076	5,635	6,296	14	12	11
	301015	百洋医药	131	842	1,051	1,305	16	13	10

资料来源：iFinD，信达证券研发中心，数据截止 2024 年 12 月 30 日

9. 风险提示

9.1.1. 宏观环境风险：

医药行业与国家宏观经济政策以及产业政策密切相关，国民经济发展的周期波动、国家行业发展方向等方面政策变化可能对公司的生产经营造成影响。近年来，国际地缘性政治冲突激烈，国际贸易摩擦不断，全球经济面临下行的压力。如果未来全球宏观经济景气度持续走低，或将对公司的经营情况造成不利影响。

9.1.2. 生命科学研发服务风险：

需求修复不及预期风险：下游创新药及投融资不景气或影响行业需求及盈利能力的修复情况

国家生命科学领域进口替代政策实施不及预期风险：生命科学领域国产对进口品牌的替代受益于国内政策的推动，如政策执行不及预期或影响行业业绩表现。

并购重组政策不及预期风险：证监会及交易所等鼓励并购重组而非 IPO，利好已经上市的生命科学领域龙头企业并购资产，存在落地不及预期风险。

9.1.3. 创新药风险：

研发及商业化不及预期风险：创新药在研管线的研发进度不及预期，核心产品销售不及预期、临床数据不及预期等。

全链条支持创新药政策落地不及预期风险：创新药产业发展受益于国家政策导向及扶持，如政策落地不及预期或影响二级市场板块关注度和相关企业的经营情况。

9.1.4. 医疗器械风险

政策落地节奏不及预期风险：医院端设备采购依赖设备更新迭代政策的落地节奏，若进度不及预期，对医疗设备器械企业销售收入存在影响；

消费复苏不及预期：家用医疗器械大部分直接销往 C 端，若消费持续疲软，或将影响 C 端用户对家用医疗器械的购买需求。

地缘政治冲突及关税导致出海受阻风险：低值耗材企业大部分以 OEM 和 ODM 的形式出海，若地缘政治冲突加剧，海外需求或者运输或将受到影响，此外，关税保护政策一定程度上削弱了国内低值耗材出口的成本优势，竞争力或将下降，导致出口额下滑。

9.1.5. 中成药有以下风险：

销售不达预期：中药在 OTC 和院内市场竞争较为激烈，若公司在终端销售不及预期，则营收及利润均有所影响。

集采降价超预期：中成药全国集采结果仍未公布，若后续中成药全国集采降价超预期，相关标的业绩或将承压。

国企改革进展不及预期：中药企业多数属于国企，若 25 年国企改革进展不及预期，则企业的经营效率、质量等或将不及预期。

9.1.6. 商业批发业务等有以下风险：

预付金政策落地不及预期：市场预期预付金制度或将缩短医药流通企业的账期水平，若后续预付金政策落地时间、预付金额度、执行效率不及预期，则医药流通企业应收账款账期改善或将有所迟滞。

应收账款回收不及时：医药流通行业属于类金融行业，在产业链运作当中承担起资金周转的角色（如给医院、药店等提供账期），若应收账款回收不及时或将影响整体业务运转效率以及质量。

医药板块复苏不及预期：若后续政策端仍继续整改医药行业的环境，或者医疗需求不及预期，这些因素或将影响医药板块业绩回暖，进而影响医药流通企业。

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

贺鑫，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5年医药行业研究经验，2024年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超2年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。