

医药

超配	中性	低配
----	----	----

股票名称	代码	评级	目标价
翰森制药	3692 HK	买入	HK\$24.15
再鼎医药	ZLAB US	买入	US\$62.32
马应龙	600993 CH	买入	RMB37.49
东阿阿胶	000423 CH	买入	RMB83.78
康泰生物	300601 CH	买入	RMB33.69
京东健康	6618 HK	买入	HK\$42.61
迈瑞医疗	300760 CH	买入	RMB418.10
锦欣生殖	1951 HK	买入	HK\$4.78
海吉亚	6078 HK	买入	HK\$44.96
药明生物	2269 HK	买入	HK\$26.12

2025 年中国医疗行业展望：关注“三医”协同发展下的医改增量政策

- 我们预计，中国医疗行业供需端将持续获得优化。
- 我们认为，“三医”协同发展带来的增量政策红利将推动估值修复。
- 展望 2025 年，我们比较看好 A 股生物医药子行业包括：疫苗、中药、医疗设备；看好的 H 股生物医药板块，包括互联网药店、创新药、医院、研发外包，并推荐 10 只首选股。

2025 年中国医疗改革开始进入“三医”协同发展阶段：我们认为，在需求端，医疗反腐、医保治理、商业健康保险、药价治理的稳步推进对于提高资源配置效率，减轻人民就医负担，进而释放就医需求有积极意义；在供给端，医疗服务价格、医保支付方式、药品器械监管体系的改革和优化调整减轻了医疗机构和医药企业的后顾之忧，创造了健康的行业环境，提高了优质医疗服务和产品的供给能力。

2025 年中国医疗行业有望迎来业绩改善下的估值修复：1) 影响行业发展的负面因素逐步减弱，医疗行业经营秩序开始恢复常态；2) “三医”协同发展带来的增量政策红利加速释放；3) 大部分医疗子行业在 2023、2024 年已经渡过了受负面政策影响而导致的业绩低点。我们预计，2025 年 A/H 医疗上市公司的收入、利润增速有望恢复至 10% 左右。

2025 年行业展望和首选股推荐：基于我们已覆盖的标的，在细分行业层面。在化学制剂与创新药行业，我们认为中国药品市场开始转向以创新药驱动行业发展，我们看好**翰森制药**（3692 HK，买入，目标价：HK\$24.15）和**再鼎医药**（ZLAB US，买入，目标价：US\$62.32）。在生物制品领域，我们看好竞争格局良好的大品种发展，比如**康泰生物**（300601 CH，买入，目标价：RMB33.69）。我们认为，品牌非处方中成药（OTC-TCM）在 2025 年的发展仍将保持突出，我们推荐**马应龙**（600993 CH，买入，目标价：RMB37.49）和**东阿阿胶**（000423 CH，买入，目标价：RMB83.78）。我们认为，随着政策支持和医保线上购药的渗透率提升，互联网医疗行业将受益（比如**京东健康**（6618 HK，买入，目标价：HK\$42.61））。我们预计，医疗设备龙头公司（如**迈瑞医疗**（300760 CH，买入，目标价：RMB418.10））将受益于医疗系统招投标恢复常态和国内新基建需求增长。我们看好民营医疗机构持续受益于社会办医政策的支持与增量医改政策利好，我们推荐**锦欣生殖**（1951 HK，买入，目标价：HK\$4.78）和**海吉亚**（6078 HK，买入，目标价：HK\$44.96）。我们预计 CXO 行业将在 2025 年迎来收入和利润的双重改善，我们推荐**药明生物**（2269 HK，买入，目标价：HK\$26.12）。

行业风险：监管的不确定性；融资活动复苏慢于预期；药品价格下降；出生率下降；；宏观经济风险。

研究团队

赵冰, 分析师

证书编号: S1680519040001

电话: +86 21 6015 6766

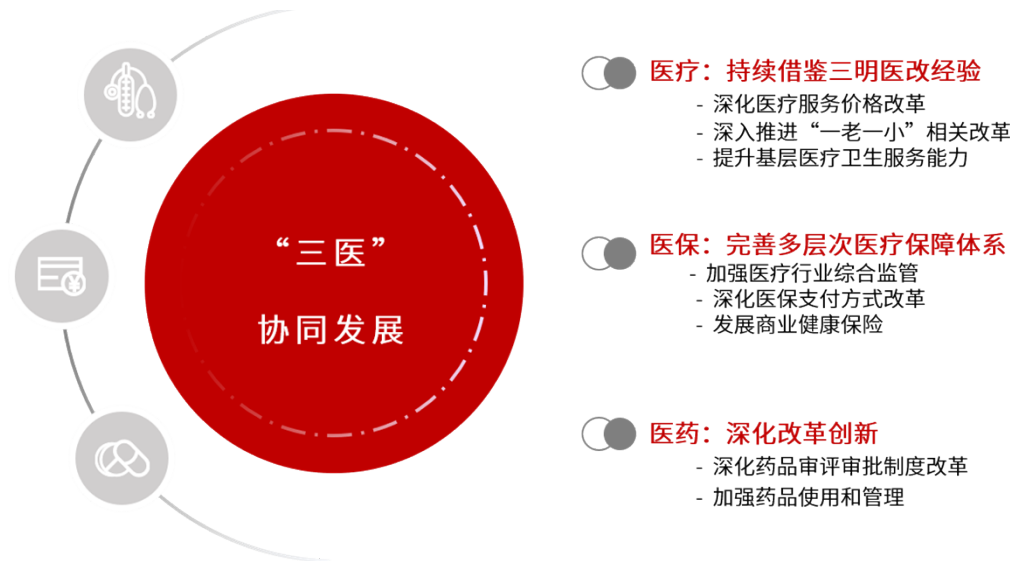
电邮地址: bingzhao@huaxingsec.com

目录

焦点图表.....	3
投资概述.....	6
一、2025 年中国医改：中国医疗行业进入高质量发展新阶段.....	8
1.1 医疗：深入推广三明医改经验.....	9
1.1.1 医疗服务价格调整利好高价值的医疗技术服务.....	9
1.1.2 医疗反腐长期利好行业健康发展.....	13
1.2 医保：赋能医疗产业链，完善多层次医疗保障体系.....	16
1.2.1 医保核查：维持医药行业稳定发展的必要措施.....	16
1.2.2 医保支付改革：缩短回款周期，赋能医疗产业链.....	19
1.2.3 商业健康保险有望成为中国医疗支付新增量.....	21
1.3 医药：鼓励创新和加强监管并重.....	24
1.3.1 药监系统完善的政策建设有望持续释放红利.....	24
1.3.2 药价治理是完善药品使用和的重要手段.....	26
1.3.3 并购和 NewCo 支撑医药行业融资缓慢复苏.....	29
二、2025 年中国医药市场展望：维持超配评级，关注行业增量政策带来的投资机会.....	35
2.1 中国医疗宏观数据：2025 年医疗供需将保持稳步发展.....	35
2.1.1 医疗供给端：医疗服务供给和效率持续提升.....	35
2.2 A/H 医药上市公司：2025 年行业有望迎来估值修复.....	39
2.2.1 2025 年制约医疗行业的负面因素有望减弱.....	39
2.3 2025 年 A/H 医药行业展望.....	40
2.3.1 A/H 医药行业：我们预计行业 25 年收入、利润增速有望超过 10%.....	40
2.4 2025 年医药各子行业展望.....	43
2.4.1 化学制剂和创新药：政策扶持向创新药方向转型发展.....	43
2.4.2 生物制品：部分子行业 2025 年有望实现困境反转.....	44
2.4.3 中药：品牌 OTC-TCM 长期受益医改政策红利.....	44
2.4.4 医药商业：互联网医药电商有望迎来新的发展机遇.....	45
2.4.5 医疗器械：龙头企业将受益于医疗系统招投标恢复常态.....	45
2.4.6 医疗服务：2025 年将重回增长通道.....	46
行业风险.....	49

焦点图表

图表 1：2025 年中国医改的方向：“三医”协同



数据来源：国家医保局，华兴证券整理

图表 2：2025 年医疗行业各项政策对各子行业影响矩阵分析

政策	化学制剂	处方中药	创新药	线下药店	互联网药店	医疗设备	医疗耗材	医院	CRO
医疗 医疗服务价格调整						X	X	√√	
医药经营秩序恢复			√			√√√	√	√	
医保 医保核查	X	X		XX			XX	X	
医保支付改革	√	√	√√	√			√√	√√√	
商业健康险			√√	√	√√			√√	
医药 药品审评审批政策完善			√√						√√
药品价格改革	XX	XX		X	√√			X	
医疗行业投融资环境变化			√						√√

数据来源：华兴证券整理

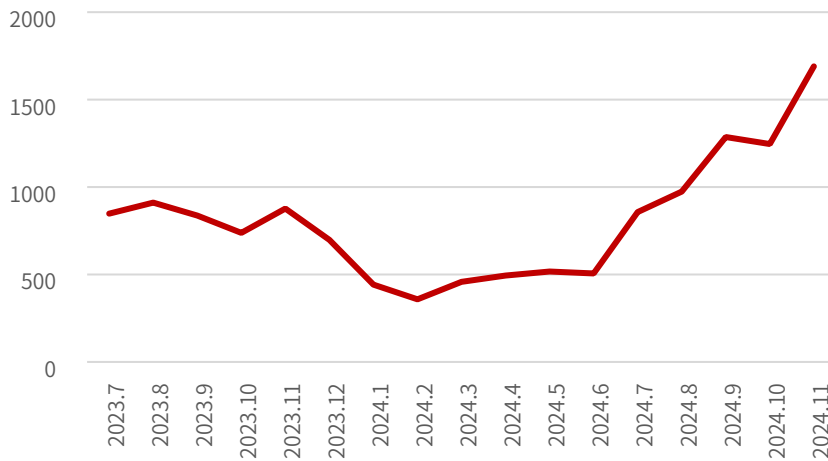
注：√：正面影响；X：负面影响。√和 X 数量多少反映影响程度变化。

图表 3：中国医疗服务价格改革“三步走”实施方案



数据来源：国家医保局，华兴证券整理

图表 4：2023 年 7 月以来医疗系统发布的招标公告项目数



数据来源：正福易找标，华兴证券整理

图表 5：中国医保支付改革的未来发展方向


数据来源：国家医保局，华兴证券整理

图表 6：根据对 2025 年医疗行业政策前景的分析

公司名称	股票代码	评级	目标价	推荐原因
翰森制药	3692 HK	买入	HK\$24.15	近年来积极向创新药和对外合作方向拓展，有效地抵御了集采降价影响。
再鼎医药	ZLAB US	买入	US\$62.32	公司拥有领先的药物组合，预期多个产品将于近两年上市，其中包括 TIVDAK，Bemarituzumab 及咕诺美林-曲司氯铵（KarXT）有望于 2025 年上市。
康泰生物	300601 CH	买入	RMB33.69	公司重点布局多联多价、成人疫苗以及创新疫苗，市场空间广阔，为公司持续增长提供动力。
马应龙	600993 CH	买入	RMB37.49	考虑到马应龙治痔类产品领先的品牌力以及“医+药+健康”全产业链的发展潜力，我们认为享受一定估值溢价较为合理。
东阿阿胶	000423 CH	买入	RMB83.78	在实施了包括“四个重塑”和“1238”战略在内的多项改革后，东阿阿胶的运营取得了显著改善，优化了运营效率。过去几年，公司的收入和盈利能力都回到了复苏轨道，我们预计公司将保持这一增长势头。
京东健康	6618 HK	买入	HK\$ 42.61	公司不断开放自身供应链和医疗健康服务能力，与生态上下游紧密合作，深挖相应客户需求、提升客户复购率和新用户留存率，公司保持了稳健的收入增速。
迈瑞医疗	300760 CH	买入	RMB418.10	得益于公司在海外持续的高端客户突破，公司 2024 年整体经营稳健，有效地抵御了医疗体系招投标放缓的影响。
海吉亚	6078 HK	买入	HK\$44.96	肿瘤专科龙头企业，拥有快速自建扩张和并购扩张的高效运营模式；受益于就医需求释放。
锦欣生殖	1951 HK	买入	HK\$76.81	公司围绕辅助生殖，打一体化生育服务。考虑到国家对生育领域的政策扶持，我们看好中国辅助生殖市场的持续扩张所带来的价值重估潜力。
药明生物	2269 HK	买入	HK\$26.12	受益于全球医药研发行业需求持续复苏，我们认为，龙头 CXO 公司有望在 2025 年实现利润率提升，同时保持业绩长期的成长性。

数据来源：公司数据，华兴证券预测。仅包括我们已经覆盖的公司。

投资概述

“三医”协同发展推动中国医疗行业进入高质量发展的新阶段

2025 年，中国医疗改革将围绕“三医”协同发展不断深化，工作重点在于探索各项医改政策、监管、信息等方面的联动协同。我们认为，“三医”协同发展将主要侧重于在中国医疗的需求端与供给端协同发力，推动中国医疗行业持续增长并进入高质量发展的新阶段。

2025 年中国医改重要关注点

医疗改革：医疗服务价格改革是中国医改的重要增量政策，我们认为，2025 年医疗服务价格改革的目的在于调动医护人员积极性、充分体现医务人员的劳务技术价值。我们认为，医疗服务价格改革利好高劳务技术价值、符合老龄化和鼓励生育政策方向和使用新兴医疗技术的医疗服务。基于对中国医疗反腐进程的研究，我们认为，2024 年底开始中国医疗行业经营秩序已经逐步从反腐政策的冲击中恢复正常，因此，医疗反腐有利于行业的长期健康发展。我们认为，受益的子行业包括医疗信息化、国产高性价比医疗产品和民营医疗机构。

医保改革：我们认为，我国医保监管已经进入智能化、常态化、规范化发展方向，2024 年医保追回资金数额预计少于 2021 年。我们认为，2024 年底开始的医保支付改革将在 2025 年显著缩短回款周期、改善企业现金流，利好医疗服务、化学制剂、中药、医疗设备等行业板块。我们认为，通过便利赔付方式，商业健康保险中的疾病保险有望成为中国医疗支付的新增量。

医药改革：我们认为，2025 年医药领域改革将延续鼓励创新和加强监管。不断完善药品监管制度建设着眼于解决创新能力不足、定价不合理、进院困难等创新药行业发展面临的问题，有望在 2025 年持续释放政策红利。我们认为，2025 年的药价治理有望打通药品药械在不同区域、不同渠道的价格壁垒，加快全国药品统一大市场的形成，将利好供应保障能力更强的医药企业。我们预计，在并购和 NewCo 模式带领下，2025 年中国医疗行业融资情况有望缓慢复苏。

2025 年中国医药市场展望：维持超配评级，关注行业增量政策带来的投资机会

2025 年中国医疗供需稳步发展，推动行业持续增长

在供给端，我们认为，民营医院快速扩张成为中国医疗服务供给主要的增长驱动力；公立医院改革则通过提升效率和公益性改革优化供给结构、提高服务质量。在需求端，我们认为，我国就诊人数将保持稳定增长，医疗费用结构逐步向非药收入（如医疗服务）倾斜。这一改变，不仅体现了我国医疗服务质量和技术的提升，同时也反映出国家在药品控费和资源优化配置方面的成效。随着医疗改革推进及各项负面因素影响逐步消退，中国医疗行业供需端的持续优化将为行业的长期发展提供坚实支撑。

关注 2025 年中国医疗行业的估值修复

我们预计，2025 年 A/H 医药行业将迎来估值修复和高质量增长。我们认为利好行业估值修复的主要因素包括：1) 医疗反腐、带量采购等负面因素逐步消退，医疗行业经营秩序开始恢复常态；2) “三医”协同发展带来的增量政策红利加速释放，这些政策包括加速创新药审批、商业健康险直接结算、建立医保预付金制度和医保加强与医疗机构和企业直接结算，以及提高医疗服务价格等。通过我们对 A 股医疗行业季度财报研究发现，大部分医疗子行业在 2023、2024 年已经渡过了受负面政策影响而导致的业绩低点。展望 2025 年，在 A/H 股中，我们比较看好 A 股生物医药子行业包括：疫苗、中药、医疗设备；看好的 H 股生物医药板块，包括互联网药店、创新药、医院、研发外包。

医药各子行业 2025 年展望及我们覆盖的公司推荐

化学制剂与创新药：展望 2025 年，化学制剂行业有望受益于集采后市场份额集中度的提升，同时龙头企业逐步向创新药转型将推动行业保持增长。在我们的覆盖中，我们推荐**翰森制药 (3692 HK, 买入, 目标价: HK\$24.15)**，凭借强大的创新药管线和对外合作，公司在集采环境下依然表现稳健，预计将持续实现价值重估。我们还推荐**再鼎医药 (ZLAB US, 买入, 目标价: US\$62.32)**，其领先的药物组合和多个重磅新药上市潜力将推动公司未来收入快速增长。

生物制品：2025 年，生物制品行业部分领域（如疫苗）有望摆脱疫情影响，重新进入增长通道。我们看好竞争格局良好的大品种，和集采影响消退的细分市场。在我们的覆盖中，我们推荐**康泰生物（300601 CH，买入，目标价：RMB33.69）**，其创新疫苗业务具有广阔市场空间，并积极拓展海外业务，未来增长潜力显著。

中药：中药行业长期受益于政策支持与老龄化需求，品牌非处方中成药（OTC-TCM）表现尤其突出。我们推荐**马应龙（600993 CH，买入，目标价：RMB37.49）**，其传承与创新策略让品牌始终保持活力，预计未来将持续受益于全产业链发展和品牌溢价。另推荐**东阿阿胶（000423 CH，买入，目标价：RMB83.78）**，凭借多项改革优化运营效率，其市场地位和盈利能力持续提升。

医药商业：我们认为，互联网医疗行业将受益于“互联网+医疗健康”的政策支持和医保线上购药的渗透率提升。在我们的覆盖中，我们推荐**京东健康（6618 HK，买入，目标价：HK\$42.61）**，其全渠道生态布局和领先的供应链体系将推动公司稳步增长。

医疗器械：2025 年，医疗器械行业龙头将受益于医疗系统招投标恢复常态和国内新基建需求增长。我们推荐**迈瑞医疗（300760 CH，买入，目标价：RMB418.10）**，作为医疗器械龙头，其海外拓展和国产替代优势显著，未来增长潜力突出。

医疗服务：2025 年，随着社会办医政策的支持与增量医改政策利好，医疗服务行业预计将迎来需求释放和盈利增长。在医院领域，我们推荐**海吉亚（6078 HK，买入，目标价：HK\$44.96）**，作为肿瘤专科医院的龙头，其并购与内部自建扩张有望推动业绩持续提升。辅助生殖领域，我们看好**锦欣生殖（1951 HK，买入，目标价：HK\$4.78）**，其在一体化生育服务中的领先地位将推动长期收入增长。随着全球降息周期开启和医药研发需求复苏，CXO 行业将在 2025 年迎来收入和利润的双重改善。在我们的覆盖中，我们推荐**药明生物（2269 HK，买入，目标价：HK\$26.12）**，其强大的抗体偶联药物（ADC）业务和全球领先的 CRDMO 能力将成为未来增长的重要驱动力。

行业风险：监管的不确定性；融资活动复苏慢于预期；药品价格下降；出生率下降；宏观经济风险。

一、2025 年中国医改：中国医疗行业进入高质量发展新阶段

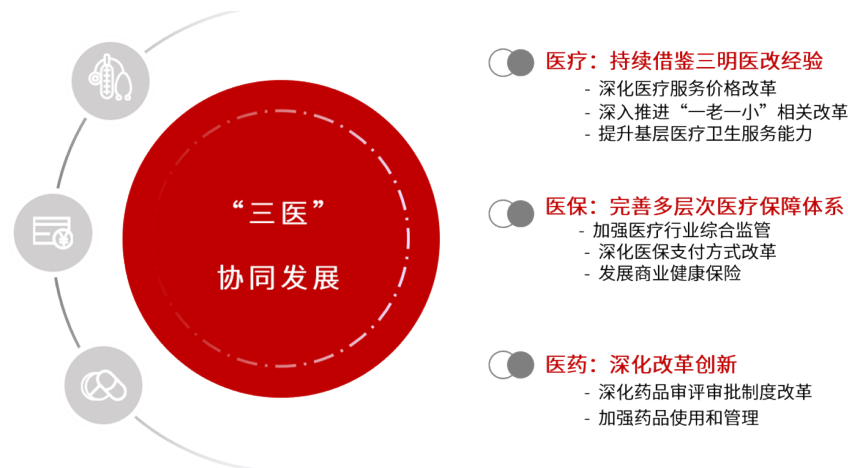
2024 年 6 月 3 日，国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革 2024 年重点工作任务》的通知（以下称《通知》）。根据《通知》，医改下一阶段重点是探索建立医保、医疗、医药统一高效的政策协同、信息联通、监管联动机制，提出了 7 个重点改革方向和 22 项主要任务。

根据《通知》，三医（医疗、医保、医药）协同发展改革的主要内容包括：

- 1) 医疗方面要坚持公益性导向，深入推进供给侧结构性改革，健全优质高效、连续协同、富有韧性的整合型服务体系，增强医疗卫生服务的公平性、可及性、连续性，不断提升服务人民健康的能力和水平；
- 2) 医保方面要加强全民医保制度建设，推进基本医疗保险省级统筹，改革医保支付方式，促进商业健康保险规范发展；建立健全体现医疗服务技术劳动价值的收费机制，定期评估、动态调整诊断、手术、护理等医疗服务价格，有序引导群众到基层就诊，激发医疗机构和医务人员活力；
- 3) 医药方面要从研发、生产、流通、使用全流程发力，完善药品供应保障体系，大力支持创新研发和成果转化，持续优化审评审批流程，推进药品耗材等集中采购扩面，加强质量安全监管。

展望 2025 年，我们认为，中国医改将进入“三医”协同发展的新时期，本轮以人民健康为中心的医改将带来医保支出和人民就医需求的增长，推动中国医疗行业进入高质量发展新阶段。

图表 7：2025 年中国医改的方向：“三医”协同



数据来源：国家医保局，华兴证券整理

我们预计中国医疗各子行业受到改革政策的影响包含正负两方面，我们在图表 8 中总结了这些影响。在医疗改革方面，我们相信中国将继续推动医疗服务价格调整，这将有利于医院，特别是那些专注于肿瘤治疗和辅助生殖等高价值医疗技术服务的医院。同时，政府在 2023 年发起的为期五年反腐运动将促进医疗行业的长期健康发展；我们相信，随着反腐工作常态化开展后，创新药物和具有成本效益的国产医疗器械和设备将看到更多机会。

对于医保改革，随着中国努力消除与医保相关的不合规行为，医保审计可能会对药品（化学药品和中药）和消耗品制造商、线下药店和医院经营产生一定的负面影响。然而，以缩短回款周期为重点的医保支付改革应使医疗服务提供者（包括医院）、药品和医疗耗材制造商等子行业受益。与此同时，中国一直在推动商业健康保险的发展，以作为国家基本医保的补充。更广泛和高效的医疗保险覆盖率有利于创新药企业、医院和药店的未来经营发展。

对于医药方面的改革，我们认为，完善的药物审评、审批政策，以及改善医疗行业的融资环境，将推动创新药和 CRO 子行业的发展。药品定价改革可能会对化学药品和中药、医院和线下药店造成压力，我们认为线上药店的影响可能最小。

图表 8：2025 年医疗行业各项政策对各子行业影响矩阵分析

政策	化学制剂	处方中药	创新药	线下药店	互联网药店	医疗设备	医疗耗材	医院	CRO/CXO
医疗									
医疗服务价格调整						X	X	√√	
医药经营秩序恢复			√			√√√	√	√	
医保									
医保核查	X	X		XX			XX	X	
医保支付改革	√	√	√√	√			√√	√√√	
商业健康险			√√	√	√√			√√	
医药									
药品审评审批政策完善			√√						√√
药品价格改革	XX	XX		X	√√			X	
医疗行业投融资环境变化			√						√√

数据来源：华兴证券整理

注：√：正面影响；X：负面影响。√和 X 数量多少反映影响程度变化。

1.1 医疗：深入推广三明医改经验

1.1.1 医疗服务价格调整利好高价值的医疗技术服务

- 医疗服务价格改革将利好高劳务技术价值、符合老龄化和鼓励生育政策方向和使用新兴医疗技术的医疗服务。
- 到 2025 年第三季度前，国家医保局要求做好省级医疗服务价格改革落地。
- 我们预计医院子板块将受益于医疗服务价格调整。

根据国家医改整体规划，国家支持三明医改向纵深推进，各地要按照“腾空间、调结构、保衔接”的路径，结合实际加大探索，推进改革整体联动，促进服务上下协同，深化以公益性为导向的公立医院改革，推动以治病为中心转向以人民健康为中心。根据我们 2023 年 2 月的报告《三明医改：中国医改的镜鉴，引领行业 2023 年起复苏》，在三明医改的成功经验中，医疗服务价格调整发挥了关键作用。2011-2023 年，三明市共调整 11 批次共 1.04 万项次医疗服务价格，第 12 次调价已于 2024 年启动。根据三明市医保局数据，至 2024 年 9 月，三明全市公立医院“医、药、检”的收入结构，从改革前 2011 年的 18.4：60.1：21.5 优化为 2023 年的 46.1：29.8：24.1。

今年以来，医疗服务价格改革成为与行业反腐、医保监管并行的一项重要改革任务。我们认为，医疗服务价格改革是医保局牵头进行的“三医联动”改革（始于 2015 年）的最后一块拼图，关系到过去几年通过集采、谈判、飞检等腾出的医保空间，能否换成医疗机构、医生的阳光收入。

2021 年 8 月 31 日，国家医保局等八部门联合印发《深化医疗服务价格改革试点方案》（以下简称《试点方案》），标志国家开始探索形成可复制可推广的医疗服务价格改革经验。2021 年 12 月，国家医保局选定唐山、苏州、厦门、赣州、乐山五个城市作为改革试点城市。2024 年 3 月，国家医保局在 3 个试点省份（内蒙古、浙江、四川）开展医疗服务价格改革。根据《试点方案》要求，建立规范有序的价格分类形成机制，主要把医疗服务分为通用型和复杂型。

通用型医疗服务：医疗机构普遍开展、服务均质化程度高的诊察、护理、床位、部分中医服务等列入通用型医疗服务目录清单。通用型医疗服务的政府指导价围绕统一基准浮动。

复杂型医疗服务：未列入通用型医疗服务目录清单的复杂型医疗服务。构建政府主导、医院参与的价格形成机制，尊重医院和医生的专业性意见建议。

《试点方案》要求建立灵敏有度的价格动态调整机制，通用型医疗服务项目价格参照城镇单位就业人员平均工资、居民消费价格指数变化进行定期评估、动态调整。建立健全调价综合评估指标体系，将医药卫生费用增长、医疗服务收入结构、要素成本变化、药品和医用耗材费用占比、大型设备收入占比、医务人员平均薪酬水平、医保基金收支结余、患者自付水平、居民消费价格指数等指标列入评估范围，明确动态调整的触发标准和限制标准。

根据各地医保局数据，在 2023 年首轮调价中，乐山的调价项目数量位居首位（共调整了 754 项），苏州的调价项目数量相对较少（共调整了 100 项）。值得注意的是，厦门和乐山在首轮调价中未对通用型项目进行调价（厦门在 2020 年已对普通门诊诊查费进行较大幅度调整，所以未开启通用型调价；乐山经评估调价未达到通用型项目启动条件，所以未开启通用型调价）。唐山和苏州在首轮调价中仅涉及调增项目，未涉及调减项目。这些举措说明五个试点城市在结合各自城市实际情况的基础上，严格按照项目启动条件，实施了有升有降的价格调整策略。

根据首批 4 个试点城市医保局的公开文件（苏州市未公布相关数据），医疗服务价格调整后：1) 唐山市 2023 年全市公立医疗机构医疗服务性收入提高 1 个百分点，药品收入降低 1.95 个百分点，卫生材料收入降低 0.47 个百分点；2) 厦门市 2023 年公立医院医疗收入增加约 2693 万元；3) 赣州市 2023 年医疗机构收费增加 3897.46 万元，其中医保平均报销 70%，患者自负 30% 左右；调价涉及的 424 项均纳入医保报销范围，医保基金支出增加 2728.98 万元，仅占全市医保基金年度支出 0.27% 左右；4) 乐山 2023 年首轮调价 754 个项目，医保基金支出增加 1017 万元。综合来看，各试点城市在此次医疗服务价格调整中，基本实现了“患者负担不增加、医保基金可承担”的预期目标，调价效果良好。

根据医药趋势对首批试点城市价格调整的研究，调高的医疗服务价格一般是过往不被重视，价格长期处于低位，但技术劳务价值高的项目。而降价的医疗服务主要集中在设备、物耗占比为主，同时服务量较大、费用影响大的检查、化验类项目。

根据厦门市医保局，在厦门市，肾移植手术的医疗服务价格是 9000 元，调整为 11700 元，涨幅为 30%。厦门市核磁共振平扫的检查费用，从原来的 700 元下降到了 630 元，降幅 10%；日常体检、糖尿病复诊都需要做的糖化血红蛋白测定，价格从原来单次 72 元，下降到了 64 元，降幅达到了 11%。

2024 年国家医保局发布的两次《关于开展医疗服务价格规范治理的通知》针对的对象都是检查检验等物耗为主的服务项目，比如第一批的血栓弹力图试验、糖化血红蛋白测定、B 型钠尿肽测定、B 型钠尿肽前体测定 4 类医疗服务项目的价格；第二批肿瘤标志物的检验项目，具体包含了糖类抗原测定、癌胚抗原测定、甲胎蛋白测定等 10 个检验项目。

图表 9：2023 年试点城市医疗服务项目首轮调价情况

试点城市	项目	调增	调减	总计
唐山	通用型	7	0	7
	复杂型	260	0	260
	总计	267	0	267
苏州	通用型	13	0	13
	复杂型	87	0	87
	总计	100	0	100
厦门	通用型	0	0	0
	复杂型	167	16	183
	总计	167	16	183
赣州	通用型	11	8	19
	复杂型	294	111	405
	总计	305	119	424
乐山	通用型	0	0	0
	复杂型	738	16	754
	总计	738	16	754

数据来源：试点城市医保局、卫健委网站，华兴证券整理

2021 年开始，国家医保局通过编制立项指南，将原来地方医疗服务价格项目进行了统一和规范。按照“成熟一批、发布一批”的工作思路，截至 2024 年 11 月，国家医保局共发布 17 批立项指南，包括主项目 271 个，加收项 250 个，拓展项 88 个，总计收费编码 609 个。

我们认为，立项指南对于医疗服务发展具有较强的引领作用。2024 年 6 月 15 日，国家医保局印发《产科类医疗服务价格项目立项指南（试行）》，将各地原有产科类医疗服务价格项目映射整合为 30 项，同时将“分娩镇痛”“导乐分娩”“亲情陪产”等项目单独立项，助力构建生育友好型社会。产科类服务项目多以人力投入为主，设备投入等成本占比不高。按成本定价的逻辑，产科类服务项目定价存在被低估的情况。

根据内蒙古医保局介绍，在最新的产科立项上，单胎分娩此前为 800 元，调整后常规分娩价格上调为 1100 元、复杂分娩价格上调为 1500 元，以充分体现复杂项目的医务人员劳务技术价值。医疗服务价格调整后，产科服务质量得到有效提升，也同时推动了医疗资源的合理配置和利用，切实提高了孕产妇和家属的满意度和幸福感。

图表 10：国家医保局医疗服务价格立项指南工作进展



数据来源：国家医保局，华兴证券整理

目前看，医疗服务价格调整总体上相对滞后，拖累“三医”协同发展与治理的步伐，其中一个非常显著的表现就是医疗机构亏损面扩大加深，导致医保按病种付的基础数据不真实。为了促进三医协同发展，医保局的医疗服务价格项目立项指南和卫健委的医疗服务项目技术规范、医疗机构的立项申请三者必然需要协同发展和治理。根据 11 月 23 日国家医保局组织召开的“医疗服务价格项目立项指南”新闻发布会介绍，中国医疗服务价格改革将以“三步”方式推进。

图表 11：中国医疗服务价格改革“三步走”实施方案



数据来源：国家医保局，华兴证券整理

我们认为医疗服务价格改革是中国医改的重要增量政策，医疗服务改革也体现了聚焦老龄化背景、生育友好、战略性新兴产业等重要方向。比如，在护理类立项指南（试行）中，新设立“免陪照护服务”价格项目；在诊疗类，增加器官移植中的异种器官移植、CT 扫描的人工智能辅助诊断等扩展支付项目。我们预计，未来中国医疗服务价格调整将加快速度、加大幅度，医疗服务价格全国统一管理的时代将很快到来。

总体而言，我们预计医院子行业将从医疗服务价格调整中受益，特别是那些参与提供高价值医疗技术服务的业务，如肿瘤治疗和人工辅助生殖（IVF）等。

图表 12：医疗服务价格调整方向和目标



数据来源：国家医保局，华兴证券整理

1.1.2 医疗反腐长期利好行业健康发展

- 根据正福易找标发布的 2024 年 10 月、11 月项目招标公告数量，我们认为，在经历政府的整改措施后，医疗机构的经营活动已经全面恢复。
- 医疗反腐对于医疗行业的长期健康发展有积极影响。
- 我们预计，医疗设备、医用耗材和医院子行业将受益于中国反腐运动的常态化。

近年来，医疗反腐与医疗制度改革并行，医保控费、药占比、药代备案制、带量采购等一系列政策相继落地。医疗反腐的主要目的是重塑医疗行业清正廉洁之风，重建医疗新秩序，使医疗领域的高价格体系土崩瓦解，从而全面提升医疗服务质量。

全国医药领域腐败问题集中整治工作自 2023 年 7 月 21 日正式启动，到 2024 年 6 月完成第一轮工作。此外，中国政府还发起了一项为期 5 年的反腐败运动，因此对医疗领域的影响将持续到 2027 年。此次医药反腐风暴涵盖了医药行业生产、流通、销售、使用、报销的全链条，以及医药领域行政管理部门、行业学（协）会、医疗卫生机构、医药生产经营企业、医保基金等全领域，实现医药领域全覆盖。

根据 2023 年 8 月 15 日，国家卫健委官网发布的《全国医药领域腐败问题集中整治工作有关问答》，本轮医药腐败集中整治的六个重点方面包括：

- 1、医药领域行政管理部门以权寻租；
- 2、医疗卫生机构内“关键少数”和关键岗位，以及药品、器械、耗材等方面的“带金销售”；
- 3、接受医药领域行政部门管理指导的社会组织利用工作便利牟取利益；
- 4、涉及医保基金使用的有关问题
- 5、医药生产经营企业在购销领域的不法行为
- 6、医务人员违反《医疗机构工作人员廉洁从业九项准则》

图表 13：中国 2023 年 7 月启动的医疗反腐的主要阶段



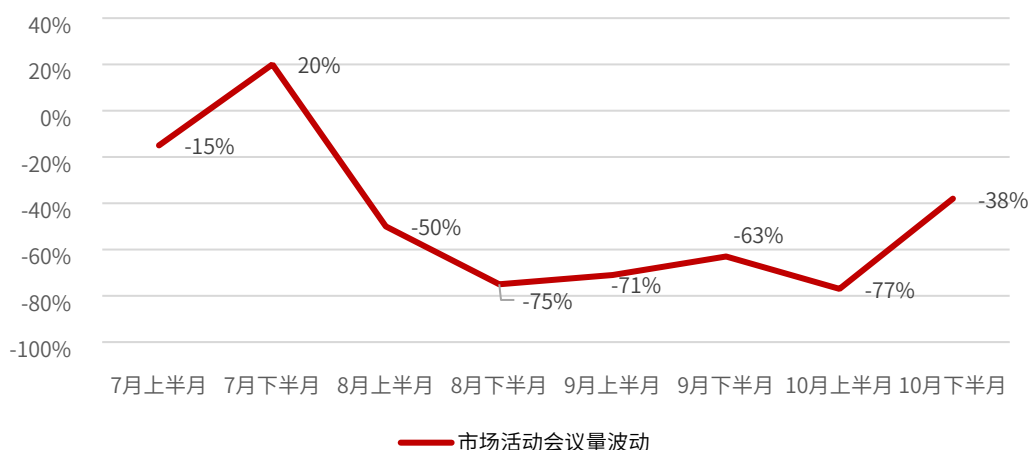
数据来源：德勤，华兴证券整理

图表 14：2024 年以来医疗行业反腐主要政策和重要报告梳理

时间	政策	主要内容
2024 年 1 月	《纵深推进新征程纪检监察工作高质量发展：坚决打赢反腐败斗争攻坚战持久战》，中纪委网站	未来中纪委将集中力量打击医疗领域的腐败，尤其是那些存在重大风险，并且具有行业性、系统性和地域性的腐败案件。
2024 年 2 月	《深度关注：严查医疗领域隐蔽利益输送》中纪委网站	坚决查处新型腐败和隐性腐败。
2024 年 3 月	《深化整治重点领域腐败·罪名与案例：公立医疗机构工作人员收受回扣如何定性》中纪委网站	通过三个具体案例深度解析公立医疗机构工作人员收受回扣行为性质的判定问题。
2024 年 5 月	国家卫生健康委等 14 部委联合发布《2024 年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点》	提出加强医药生产经营企业防范医药领域商业贿赂行为的合规指引。
2024 年 9 月	《一刻不停推进反腐败斗争》中纪委网站	再次点名医疗反腐问题，强调要瞄准医疗等民生领域的痛点，进行精准整治。招投标领域的腐败行为被严查，包括招标代理服务、专家评标等方面。

数据来源：政府网站，华兴证券整理

德勤在 2023 年出版的《医疗行业强监管形势解读及市场趋势》报告中指出，从 2023 年 8 月份开始，企业自办会议总量出现明显下滑，并持续到 10 月。根据德勤的报告，本轮反腐行动不论是持续时长，还是影响，都不仅限于短期。作为一个为期五年的深入整改项目，其后续还将伴有定期的严格执行。

图表 15：2023 年 7 月-10 月医疗行业市场活动量变化


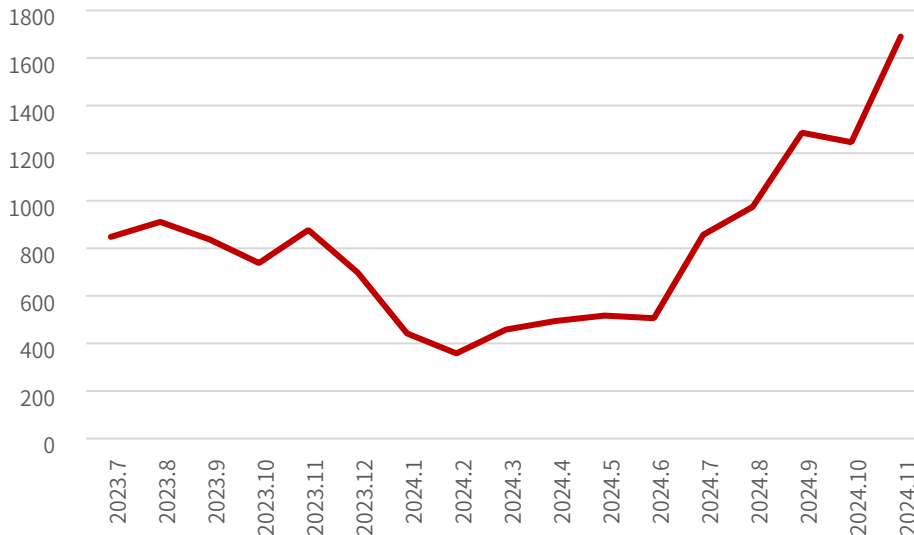
数据来源：德勤，华兴证券整理

医疗领域的腐败现象常集中在药品回扣和设备采购等环节，因此也是本轮反腐的重点领域。受到反腐运动的影响，2023 年中开始，各地医疗机构均推迟了医疗设备的招标采购。因此，各地医疗机构设备采购项目数变化能反映医疗反腐对医疗系统的影响程度。

我们通过“正福易找标”研究医疗系统每月发布的“医疗设备采购”招标公告（包括公开招标公告和邀请招标公告两类）数量。“正福易找标”隶属于政府采购信息网（财政部指定的政府采购宣传

媒体），可以实时地推送政府采购标讯信息，时效性高、覆盖面广。根据“正福易找标”数据，1H24，网站发布的招标公告项目数低于 2H23，而 24 年 7 月以后则出现明显复苏。进入 4Q24，发布的招标项目数显著超过了 2H23，显示医疗机构在经历集中整治以后，医疗机构的各项业务活动开始恢复正常。

图表 16: 2023 年 7 月以来医疗系统发布的招标公告项目数



数据来源：正福易找标，华兴证券整理

我们认为，未来相关部门将继续加强对医疗领域的监管，严查各类腐败行为，确保医疗行业的公平、公正和透明。我们预计，未来医疗行业的整治将更加全面，这包括加强对医疗机构的管理，规范医疗服务的流程，提高医疗服务的质量，保障患者的合法权益等。

我们认为，在医疗体系反腐政策持续推进后，我国医药板块得以长期健康发展。我们认为，有望获益的医疗子行业包括：

- 1) 医疗信息化：随着医疗系统各项工作走向正规化，医疗数据的透明度要求更高，医疗信息化渗透率有望持续升高；
- 2) 创新药和高性价比的国产医疗设备和器械：药品、器械、设备领域的违规销售费用是反腐重点打击对象，而真正有效的创新药和高性价比国产医疗设备和器械反而能受益于行业的良性发展；
- 3) 民营医疗机构：目前医疗反腐主要集中在公立医疗机构开展，反腐有望为医疗体系创造公平的竞争环境。

总体而言，我们预计医疗设备、医用耗材和医院子行业将受益于反腐运动常态化。

1.2 医保：赋能医疗产业链，完善多层次医疗保障体系

1.2.1 医保核查：维持医药行业稳定发展的必要措施

- 我们认为，2024 年医保基金追回数额或将多于 2022 和 2023 年，但少于 2021 年。
- 我们认为，2018 年以来对医保基金使用的严格监管有效遏制了的欺诈骗保等违法行为。
- 统一的医保信息平台 and 智能监控系统的应用升级了医保基金监管的手段。

医保核查是国家医保局对定点医药机构（含定点医疗机构和定点零售药店）进行的检查，旨在确保其按照医保协议提供服务，安全、合理、有效地使用医保基金，维护医保基金的安全，保障参保人员的权益。医保核查的手段在形式上主要分为现场检查和非现场检查两种。现场检查具体包括飞行检查、日常巡查、专项检查、重点检查、专家审查等方式，各种检查方式在医保基金的监管实务中通常结合使用。其中飞行检查是由医疗保障行政部门组织实施，对定点医疗机构开展的预先告知的现场监督检查，是现场检查的重要手段，也是医保核查的常规手段。自 2018 年 9 月飞行检查首次纳入全国医保基金核查至今，国家医保局每年都会组织全国性的医保基金飞行检查。非现场检查则以智能监控为主，大数据模型的应用可以实现医院前端提醒、经办端事中审核、行政端事后监管的全流程防控。

图表 17：2019-2023 年历次全国性医保飞行检查情况

年份	飞检组	医药机构数量	查出违规金额（十亿元）
2019	69	177 家	2.23
2020	61	定点医疗机构 91 家、医保经办机构 56 家、承办城乡居民医保和大病保险的商业保险公司 40 家	0.54
2021	30	定点医疗机构 68 家、医保经办机构 30 家	0.56
2022	24	定点医疗机构 48 家、医保经办机构 23 家	0.98
2023	34	定点医疗机构 66 家、医保经办机构 32 家	0.92

数据来源：国家医保局，华兴证券整理

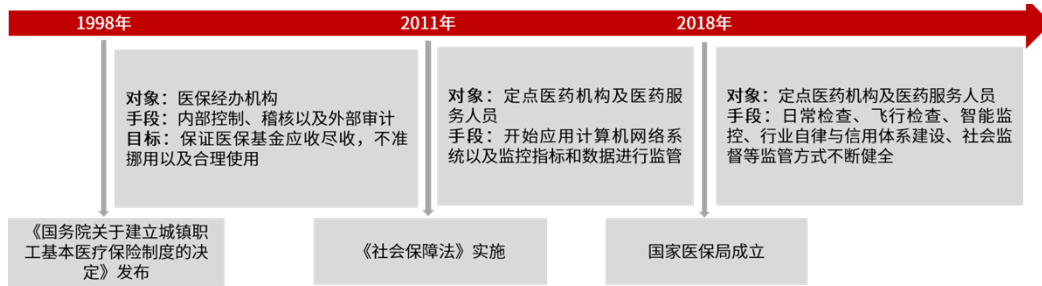
我国医保基金监管的历史大致可以分为三个阶段：

第一阶段：从 1998 年《国务院关于建立城镇职工基本医疗保险制度的决定》发布到 2011 年《社会保障法》的实施之前。第一阶段的监管对象主要是医保经办机构，监管手段主要是经办机构的内部控制、稽核以及外部审计，监管主体主要有劳动保障部门、财政部门、审计部门和由多方机构代表组成的监管组织，监管目标主要是保证医保基金应收尽收、不准挪用及合理使用医保基金等。

第二阶段：从 2011 年《社会保障法》实施到 2018 年国家医保局成立前。这一阶段医保基金监管的重点开始由第一阶段的保障基金不被挪用，转移到定点医药机构和医药服务人员。在监管手段上开始重视应用计算机网络系统以及监控指标和数据的分析。

第三阶段：从国家医保局成立至今。这一时期医保基金监管的法律和体制机制基础不断夯实，《国务院办公厅关于推进医疗保障基金监管制度体系改革的指导意见》、《医疗保障基金使用监督管理条例》等政策法规的发布为医保基金监管工作指明了方向。在检查方式方面，常态化的日常检查，突击性的飞行检查，借助大数据、人工智能等信息技术的智能监控，行业自律与信用体系建设，社会监督等监督方式不断健全完善。

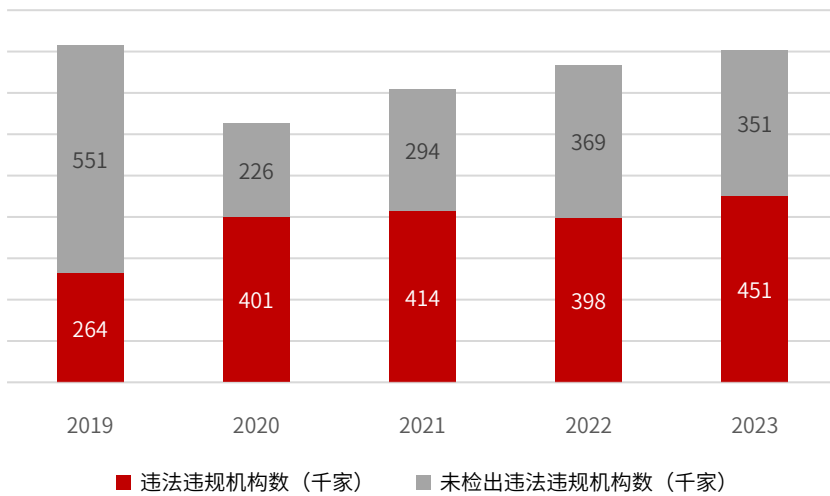
图表 18：中国医保基金监管的发展历程



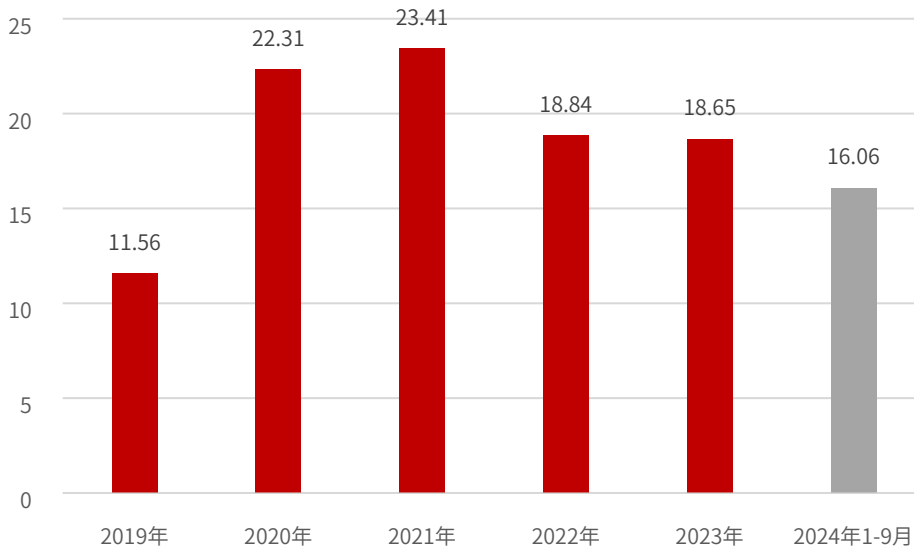
数据来源：中国医疗保险，华兴证券整理

根据各年度全国医疗保障事业发展统计公报披露，近几年，全国医保系统对定点医药机构的检查持续增强，检查覆盖面不断扩大。违法违规机构的检出率由 2019 年的 32% 先上升至 2020 年的近 65%，而后又持续回落到 2023 年的 56%。根据国家医保基金监管蓝皮书披露，2024 年 1-9 月，医保追回资金达 160.6 亿元。我们据此推测，2024 年医保追回资金数额可能会超过 2022 和 2023 年的水平，但是仍少于 2021 年。

图表 19：2019-2023 年医保基金对医疗机构检查的结果



数据来源：国家医保局，华兴证券整理

图表 20: 2019-9M24, 医保基金核查追回的医保资金 (十亿元)


数据来源: 国家医保局, 华兴证券整理

我们认为, 出现这一变化趋势的原因主要有:

- 1) 2018 年以来, 随着监管力度的加大, 过去一段时间里医保资金使用过程中的各类违法违规问题浮出水面。因此在 2020 年前后检出违法违规机构的绝对数量和比例都有明显的增加。
- 2) 对于医保基金使用的强力监管, 有效地震慑了欺诈骗保等违法违规行为, 违法违规机构的检出率在 2020-2023 年间有明显的下降。
- 3) 统一的医保信息平台 and 智能监控系统的建设和应用, 为潜在违法违规问题的识别提供了可能。例如国家医保局今年推动药品追溯码“应扫尽扫”, 加快药品耗材追溯体系的建设, 并将其用于智能监管系统。这突破了原有监管手段的限制, 为针对性地识别医保药品重复销售、虚售、反流、串换等潜在的违规问题提供了解决方案, 有效地惩治了相关的违法违规行为。因此, 2024 年追回医保资金的金额相较 2022 和 2023 年有所增加。

我们认为未来监管方向包括:

- 1) 智能化监管将持续深入。2022 年全国统一医保信息平台的建成打破了数据壁垒, 实现了对医保数据资源的有效整合, 为智能监管提供了数据支持, 标志着全国医保进入智能监管大时代。2024 年, 药品追溯码的推广以及药品耗材追溯平台的建设为根治假药、回流药这一医保监管领域的顽疾提供了可能。未来, 随着医保相关数据的不断积累, 数字化、智能化医保监管的作用将不断凸显。
- 2) 常态化监管将继续推进。国家医保局从 2019 年至今, 每年组织全国性的医保基金飞行检查, 并不定期开展“回头看”。2023 年 5 月《国务院办公厅关于加强医疗保障基金使用常态化监管的实施意见》指出要推进飞行检查常态化、推进专项整治常态化、推进日常监管常态化、推进智能监控常态化、推进社会监督常态化。随着医保智能监控系统的落地应用, 非现场检查的效率不断提高, 为常态化监管提供了便利。
- 3) 规范化监管将不断完善。国家医保局先后出台《基本医疗保险用药管理暂行办法》、《医疗机构医疗保障定点管理暂行办法》、《零售药店医疗保障定点管理暂行办法》、《医疗保障行政处罚程序暂行规定》、《医疗保障基金使用监督管理举报处理暂行办法》、《医疗保障基金飞行检查管理暂行办法》等行政法规, 医保基金监管的规范化程度不断提高。

总之，医保基金监管的加强惩治了行业乱象，规范了医药行业参与者的行为，督促各主体依法合规经营。对于医药企业来说，由于受监管措施的冲击，可能导致短期经营成果不佳。但长期来看，医保基金监管净化了市场环境，维护了市场秩序，同时保护了医保基金的安全和可持续发展。

从对子行业的影响来看，我们预计医保严监管可能会对医院、线下药店和医药制造类公司（包括化学药、中药和医用耗材）的经营业绩产生短期负面影响。然而，从长远来看，我们认为医保严监管将改善市场环境，恢复市场秩序，保障医保资金的安全和可持续发展。

1.2.2 医保支付改革：缩短回款周期，赋能医疗产业链

- 我们认为下一阶段医保支付改革的主要关注点是高效利用政策工具，赋能医疗机构和企业的发展。
- 医保支付改革将显著缩短回款周期，改善企业现金流，利好医疗服务、化学制剂、中药、医疗设备等行业板块。

医保支付改革旨在提高医保基金的使用效率，引导医疗机构控制成本，对于基本医疗保障制度的稳定发展具有重要意义。自 2018 年国家医保局组建以来，医保支付改革的主要方向是节约医疗成本和治疗费用支付的标准化。2021 年以来，大力推进仿制药集采和创新药医保谈判为中国医疗行业高质量发展打下坚实的基础。2024 年，以实现诊疗标准化为目标的 DRG/DIP 支付制度改革进入收官之年。根据国家医保局数据，目前全国 393 个统筹地区，116 个统筹地区已于 2024 年上线 2.0 版分组方案，275 个统筹地区均已开展分组方案测算工作，拟于 2025 年 1 月启用执行。DRG/DIP 支付方式改革有望在 2025 年实现公立医疗机构全覆盖，推动我国诊疗的规范化发展。

我们认为，医保支付改革下一阶段主要任务是用好医保基金预付、结算等方面的政策工具，赋能医疗机构和医疗企业，显著改善全国医疗行业的现金流水平。

图表 21：中国医保支付改革的未来发展方向



数据来源：国家医保局，华兴证券整理

1) 赋能医疗机构

2024 年 11 月，国家医保局办公室、财政部办公厅印发了《关于做好医保基金预付工作的通知》（医保办函〔2024〕101 号，以下简称《通知》）。根据《通知》，实施预付金制度的地区，原则上以之前 1-3 年的医疗保险基金月平均支出额为基数，结合医疗机构年度综合评价、信用评价等情况进行调整，预付规模为 1 个月左右。此外，《通知》还要求，实施医保预付金地区，职工医保累计结余应不低于 12 个月基金预付规模；居民医保基金累计结余不低于 6 个月预付规模。

我们认为，建立预付金制度有望缓解医疗服务行业回款压力，有效调动医疗机构积极性。根据《通知》，建立医保基金预付金是为了帮助医疗机构解决医疗费用垫付压力、提高医疗服务能力、增强参保人员就医获得感而设置的周转资金。医保基金预付金只能用于药品、耗材等医疗费用周转支出，不得用于医疗机构基础建设投入、日常运营、偿还债务等非医疗费用支出。我们认为，预付金制度的实施，能切实为医疗机构可持续发展赋能助力，进而为参保群众提供更优质的医疗保障，促进药品和耗材企业稳健运行。

2) 赋能医药企业

2024 年 11 月 14 日，国家医保局党组书记、局长章轲表示，要探索创新医保基金结算方式，探索构建以直接结算、即时结算、同步结算为基础的医保科学结算体系；积极推进医保与医院、药企、器械耗材厂家的直接结算、即时结算。根据国家医保局，部分地方已经开展了医保基金对集采中选企业的直接结算，企业的货款结算周期从原来的至少 6 个月缩减为 30 天左右。根据医保局，以内蒙古为例，2024 年 1-6 月共为 164 家集采中选药品配送企业直接结算货款 43 亿元，为企业节省资金成本近 1 亿元。

在针对医疗机构拖欠企业货款的问题上，国家也出台相应的政策进行治理。《国家医疗保障局办公室关于加强区域协同做好 2024 年医药集中采购提质扩面的通知》明确，将不按时回款的医疗机构进行通报约谈。国家十四部门《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》，将回款结算列为聚焦的关键环节。各地医保局要求将“药械结算回款率”作为对医疗机构的考核指标。根据 DRG/DIP2.0 方案，基金预付要向与医保有长期合作、管理规范、信用良好以及在医保政策落地等方面表现较好的机构倾斜，实现通过激励约束医疗机构积极回款。

我们研究了 2019-2023 年期间，部分 A/H 股医药子公司的回款天数。医药流通行业是医疗机构和医药制造公司的桥梁，目前 A/H 股医药流通行业应收账款回款天数普遍接近 100 天左右。A 股的医院子行业主要由特色专科构成，其面对的主要是自费患者，因此 2019-2023 年应收账款回款天数出现明显的下降趋势；而 H 股的医院子行业主要由综合性医院构成，2021 年以后，应收账款回款天数出现上升趋势，2021-2023 年，应收账款回款天数分别为 65.74/70.37/71.44 天。从制药行业情况来看，无论是化学药还是中药，2021-2023 年应收账款回款天数均保持上升趋势，其中，H-化学制剂 2021-2023 年应收账款回款天数分别为 52.02/59.54/68.78 天，23 年同比 21 年上升近 17 天。这些数据表明，各地医保局并没有完全实现带量采购后加快报销资金结算的改革目标，大多数制药公司或医院也没有从增加的采购量中完全获益。

我们预计，随着医保支付改革的推进，医疗服务、化学制剂、中药、医疗设备等行业的应收账款回款天数将得到显著改善。这将显著提高企业的资金流动性，减少对外部融资的需求，降低财务成本；同时减少医药行业的坏账发生率，保护企业的盈利能力。

总体而言，我们认为医院仍将是医保支付改革最大的受益方，因为医保资金是医院运营的主要收入来源。其他子行业，如医药制造行业和线下药店业绩也应有积极的影响，因为它们处于医院端支付的下游（如大多数制药企业）或受益于直接医保结算（如带量采购药品的生产商和药店）。

图表 22：2019-2023 年 A/H 股医药部分子行业应收账款回款天数

板块	2019	2020	2021	2022	2023
A-医药生物					
化学制剂	75.67	82.11	73.26	75.38	74.38
中药	72.85	73.36	67.13	73.64	74.24
血液制品	64.14	63.80	62.95	40.27	33.69
医药流通	97.20	97.04	94.34	99.90	98.40
线下药店	21.53	19.29	21.78	25.08	29.43
医疗设备	69.62	50.55	44.56	49.67	57.75
医疗耗材	75.57	47.44	48.62	62.24	69.01
医院	71.33	67.92	55.75	56.09	44.86
H-医药生物					
化学制剂	42.09	56.34	52.02	59.54	68.78

中药	64.45	72.22	65.74	70.37	71.44
医药流通	86.97	95.43	98.62	100.13	96.14
医疗耗材			72.41	89.37	75.12
医院	64.45	72.22	65.74	70.37	71.44

数据来源：万得，华兴证券整理

1.2.3 商业健康保险有望成为中国医疗支付新增量

- 我们认为，拓宽资金来源，引入更多的商业保险和公共资源是提升医疗支付能力的唯一途径。
- 通过便利赔付方式，在国家医保局的支持下，我们预计商业健康保险将达到 10% 的增速，利好保费收入的增长。
- 我们预计，商业健康保险作为医保改革的增量政策，将对医院、线上/线下药店和创新药子行业的经营业绩产生长期积极影响。

根据国家医保局发布的文章《医保带来的发展新增量》（11 月 27 日），商业健康保险是“1+3+N”多层次医疗保障体系的重要组成部分，对于满足广大群众的多层次医疗保障需求具有重要作用。其中，“1”代表基本医疗保险，“3”指的是城乡医疗救助、补充医疗保险以及商业健康保险，“N”代表其他多种形式的医疗保障措施，包括慈善捐赠、医疗互助等。国家医保局正在谋划探索推进医保数据赋能商业保险公司、医保基金与商业保险同步结算以及其他有关支持政策，引导商保公司和基本医保差异化发展。

构建多层次医疗保障体系是我国深化医改的重要任务之一，未来国家医保和商业健康保险将构成我国医疗体系两大支柱，并各自发挥着重要作用。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》明确了医保制度改革的指导思想、基本原则和总体目标，提出“一个体系”、“四个机制”、“两大支撑”的改革框架，确立了我国构建多层次医疗保障制度体系架构。其中，“一个体系”是力争到 2030 年，全面建成以基本医疗保险为主体，医疗救助为托底，补充医疗保险、商业健康保险、慈善捐赠、医疗互助共同发展的多层次医疗保障制度体系。

我们认为，国家大力发展商业健康保险的主要原因在于：在收入端，医保局不能连年增加医保缴费金额；在支出端，医保局也不能大幅挤压医疗服务业、医药产业的支付空间，或者将经济负担转嫁给广大患者。因此，扩大医疗支付能力改革的出路只能是扩大筹资来源，让更多商保和社会资源参与进来。

根据健康国策 2050 研究，商业健康保险在我国医疗保障体系中的重要作用包括：

- 1) 平衡医疗公平和效率的有效手段。医疗领域的公平和效率，即如何能保障最广大群众的基本需求，又能使医疗市场保持有效率、高质量的运转。因此，必须依靠多层次医疗保障体系的支撑，让政府主导的基本医疗保险“保基本”，扩大覆盖面并确保基本公平；同时发挥市场调节作用，提升商业健康保险的支付能力和市场参与度，实现医疗市场供需匹配。
- 2) 商业健康保险与基本医疗保险能相互赋能。商业健康保险作为市场机制配置资源的制度安排，可以有效弥补基本医疗保险覆盖不足、水平不高的缺陷。商业健康保险具有广泛布局的市场化网络、精算能力、信息化水平等优势，可以辅助定点医疗机构监督、控制医疗费用，提升医保基金使用的科学性和合理性。
- 3) 有助于协助个人合理分担医疗费用。商业保险公司通过开发重大疾病保险、报销型医疗保险、大病补充保险、惠民保等产品，缓解患者支付压力，减轻社保基金赔付压力。同时，部分商业健康保险产品还将创新药、新技术项目和新耗材器械纳入报销范围，不断扩大保障领域，为客户提供高层次的健康保障服务。

商业健康险近年来的发展面临挑战

在政策与市场多因素推动下，我国商业健康保险经历了高速发展期（2011-2021 年）。受宏观经济放缓和商业险政策便利性影响，2021 年以后，商业健康险增速显著下降，但是 2011-2023 年

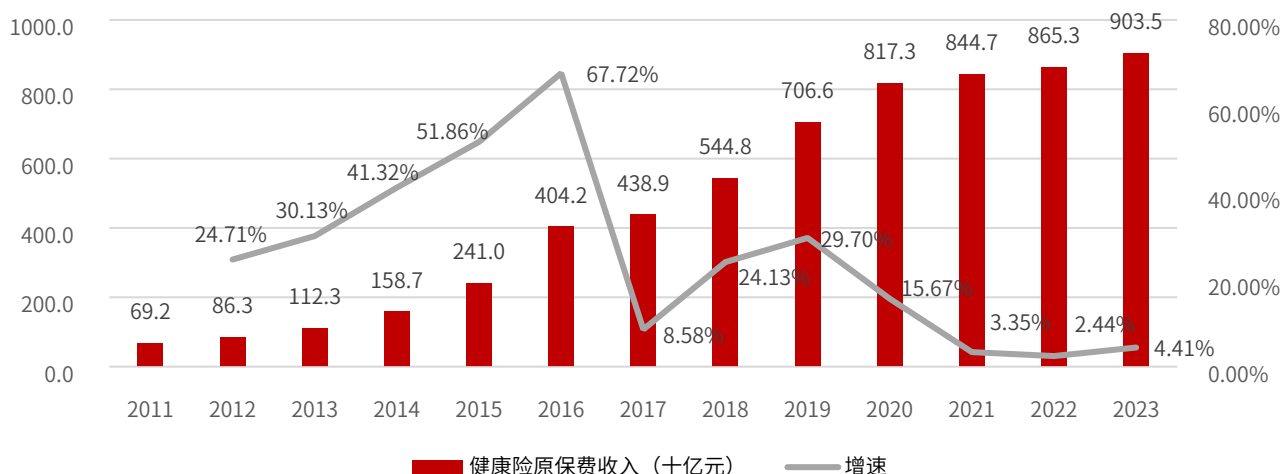
的十多年间保费增长超 10 倍。根据中国保险统计年鉴，我国商业健康保险整体水平并不高，2022 年保险深度 0.72%、保险密度 613 元/人，相比美国 2022 年保险深度和保险密度这两个指标 4.9% 和 1.6 万元/人的水平仍有较大差距。我们认为中国商业健康保险有进一步扩张的空间。我们预计，在医保局的支持下，将有利于商业健康险的保费收入的增长，该行业未来将以 10% 的速度增长。

图表 23：我国商业健康保险经历的四个发展阶段



数据来源：健康国策 2050，华兴证券整理

图表 24：我国商业健康保险保费收入及增速，2011-2023 年



数据来源：《中国保险统计年鉴》，华兴证券整理

目前，我国商业健康险存在的问题主要有：

- 1) 产品同质化严重。我国商业健康保险是典型的以个人业务为主的发展模式，与发达国家以企业为主的模式差距较大，这是商业健康保险整体发展不足的重要原因。由于保险公司与医疗机构、医保部门之间数据共享难度大，无法精算定价，导致商业保险产品创新受阻。
- 2) 无法适应我国当前的医保支付改革。根据国家医保局要求，DRG/DIP 支付方式将于 2025 年底前实现全覆盖。由于只要患者选择了医保，其自费部分也将算进整体 DRG/DIP 单次就诊费用里，这将导致常见的补充型商业保险难以发挥其提高保障水平的作用。
- 3) 赔付情况不理想。我国的商业健康保险理赔金计算通常要求参保人群先行垫付高额医疗费用，理赔难度大、体验不佳等问题突出。根据《中国保险统计年鉴》，从 2023 年我国短期健康险赔付率指标看，138 家保险公司平均综合赔付率 39.42%，赔付率超过 50% 的保险公司仅 38 家；相较于欧美发达市场 70%~80% 的赔付率，我国商业健康保险的赔付水平仍有较大提升空间。根据卫生统计年鉴，2023 年我国医疗支出为 5.7 万亿，其中 2.8 万亿来自医保体系，患者自付规模 2.5 万亿，商业健康险仅支付了 0.39 万亿，占比约 7%。

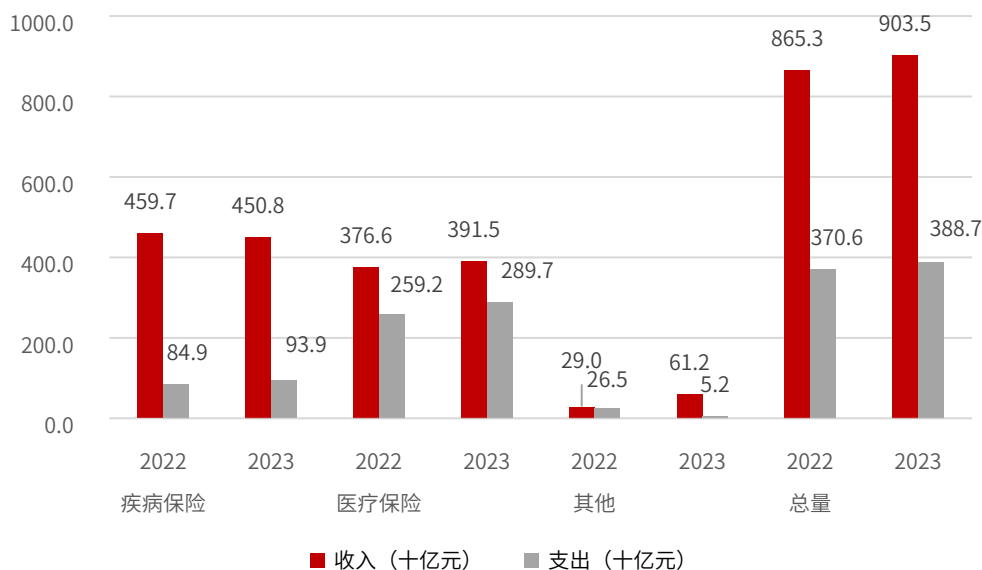
便利赔付方式，疾病保险有望为行业贡献新增量

院内直赔直付是属于商业健康险发展的“基础设施”。为了实现商业健康险在公立医院的直接赔付，2024 年 9 月底，在上海医保局、上海金融监管局、上海保险交易所的推动下，中国太平洋保险旗下的太平洋健康险、中国人寿保险股份有限公司上海市分公司作为首批参与商业保险公司，与 12 家在沪医疗机构正式上线医保和商保直赔服务，服务覆盖门诊和住院。在上海的案例里，上海保交所建立直赔服务平台，可以解决医院垫付资金的顾虑：由保司先存入备用金，平台来完成赔付款的日清月结。

目前，我国的商业健康险主要分为疾病保险、医疗保险、护理保险和失能保险四类，前两者是保费收入的主要来源，而疾病保险又以重疾险为主。根据中国保险行业协会和国家金融监督管理总局的统计数据，2023 年，健康险的总体年保费收入为 9035 亿元，同比 2022 年增幅约 5.5%，其中医疗保险保费收入同比增幅约 3.9%，护理保险、失能保险等其他保险保费收入同比增幅较大，达到了 111%，而疾病保险的保费收入则有所下降。

从支出的结构看，2023 年健康险的总体支出为 3887 亿元，同比 2022 年增幅约 4.9%，赔付率保持在 43%左右。其中，疾病保险的赔付支出金额为 939 亿元。根据中国保险行业协会《2023 年度商业健康保险经营数据分析报告》中相关数据估测，2023 年疾病保险中重疾险的赔付支出金额约 855 亿元，对应的保费收入为 4108 亿元。医疗保险赔付支出是健康险赔付支出的主要构成，占比约 70%，且赔付率较高，在 2023 年达到了 74%。我们认为，在商业健康保险领域，通过提高赔付便捷性，疾病保险有望为行业贡献新增量。

图表 25：2022/2023 年中国商业健康险收入支出结构



数据来源：中国保险行业协会，国家金融监督管理总局，华兴证券整理

我们预计，随着商业健康保险被引入作为中国医保改革的增量政策，将对医院、线上/线下药店和创新药子行业的经营业绩产生长期积极影响。

1.3 医药：鼓励创新和加强监管并重

1.3.1 药监系统完善的政策建设有望持续释放红利

- 目前，国家药监局已经初步建立了涵盖药品全生命周期管理的法律和监管框架（“四梁八柱”体系）。
- 我们预计，药品审评审批制度的完善将对创新药和 CRO 子板块的发展产生积极影响。

自 2015 年 8 月，国务院发布《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》，标志着中国医药行业改革开始启动。2015-2024 年期间，国家药品监督管理局不断深化药品审评审批制度的完善，促进医药产业高质量发展。2024 年 7 月 5 日，国务院审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》(以下称《方案》)是创新药领域的标志性事件。《方案》核心在于通过政策引导和支持，全面促进创新药的研发、审批、使用和支付等关键环节协同发展。李强总理 2023 年曾指出，生物医药的竞争是全球性的竞争，是发展环境的竞争；要着眼医药研发创新难度大、周期长、投入高的特点，给与全链条支持。我们认为，《方案》的实施有助于解决目前医药产业面临的挑战，如源头创新能力不足、创新药定价不合理、创新药进院困难等现象，推动创新药行业实现高质量发展。

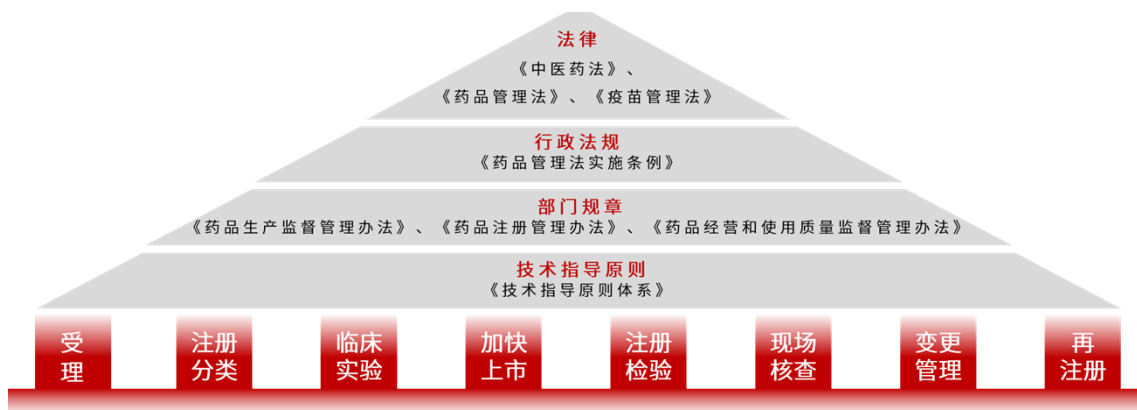
图表 26：2015-2024 年中国药品审评审批制度发展的重要里程碑



数据来源：国家药品监督管理局，华兴证券整理

目前，国家药品监督管理局已经初步建立了覆盖药品全生命周期管理法律法规体系的“四梁八柱”。中国药监体系的“四梁八柱”是指管理药品、医疗器械、化妆品包括法律法规、部门规章、规范性文件和技术指导原则（四梁）的基本管理框架，覆盖了医药品全生命周期 8 个方面（八柱）。其中，最重要的法律体系包括《疫苗管理法》（2019 年）、《药品管理法》（2019 年）和《中医药法》（2017 年），其构成了药品监管制度体系的基础。我们认为，药监系统的管理体系从安全和创新两个方面入手，推动我国从制药大国向制药强国跨越，有力保护和促进了公众健康。

图表 27：覆盖药品全生命周期管理法律法规体系的“四梁八柱”



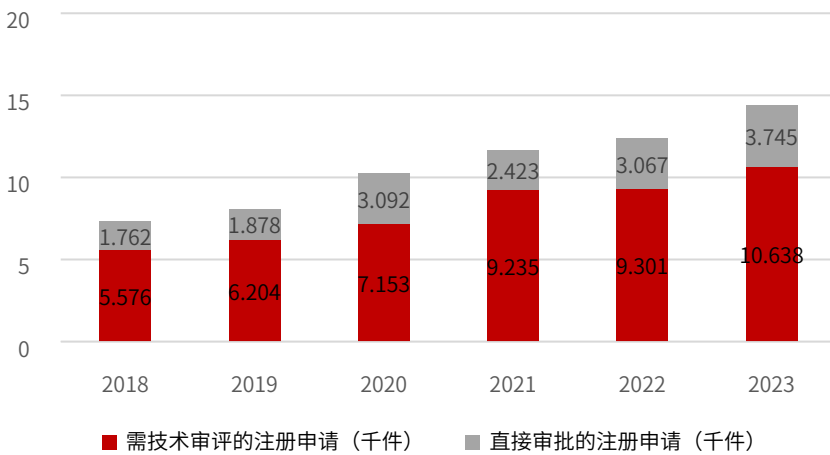
数据来源：国家药品监督管理局，华兴证券整理

药品医疗器械审评审批制度的有序推进，以及审评审批流程的持续优化，有力地推动了大批创新药、创新医疗器械获批上市。2024 年 7 月，国家药品监督管理局发布《关于印发优化创新药临床试验审评审批试点工作方案的通知》，在试点区域（北京和上海）将创新药临床审批时限降至 30 日。根据之前的临床审批相关文件，目前我国法定审批时限为 60 日，根据国家药监局数据，2023 年平均临床审批用时为 47 日。

根据国家药品监督管理局网站，近年来国家药品监督管理局药品的受理量、审批量显示我国的药品创新成果已经进入了爆发期。2018-2023 年，药品注册受理年均增长 18.6%；创新药临床试验批准年均增长 29%。一大批具有明显临床价值、满足临床急需的新药获批上市，进一步满足的群众的用药需求。

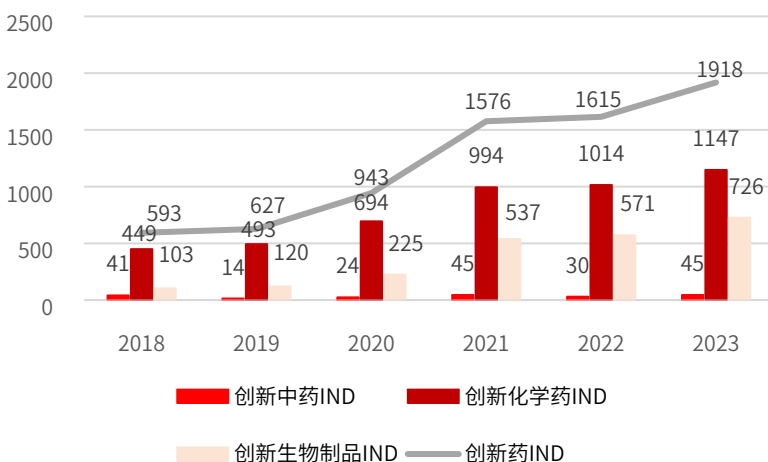
我们预计，随着国家明显提升在支付端、审批端对于创新药的鼓励和支持，创新药行业有望受益于国家对新质生产力产业的扶持，并将带领中国制药医药工业进入高质量发展阶段。

图表 28：2018-2023 年药品注册受理情况

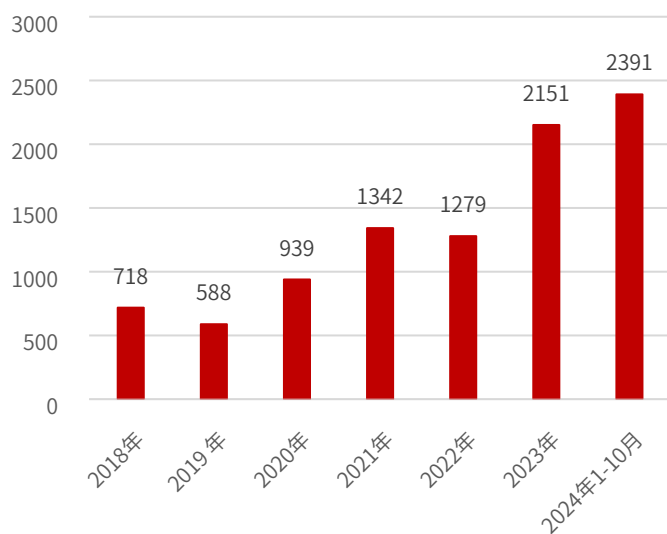


数据来源：国家药品监督管理局，华兴证券整理

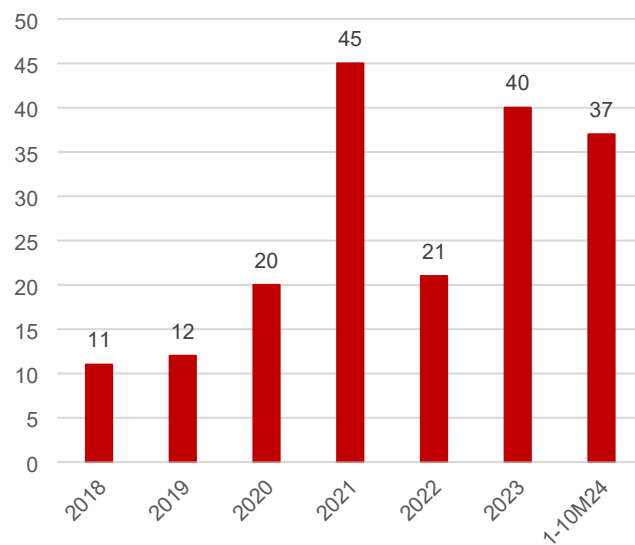
图表 29：2018-2023 年创新药临床试验批准情况



数据来源：国家药品监督管理局，华兴证券整理

图表 30: 2018-10M24 药品上市审批数量


数据来源: 国家药品监督管理局, 华兴证券整理

图表 31: 2018-10M24 创新药批准上市数量


数据来源: 国家药品监督管理局, 华兴证券整理

我们预计, 药物审评审批政策的不断完善, 将对创新药和 CRO 子行业的发展产生积极影响。

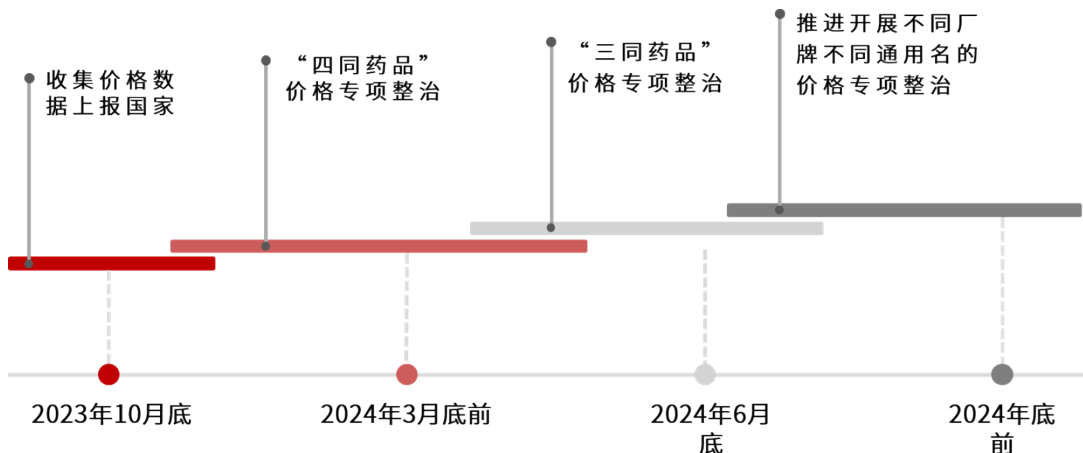
1.3.2 药价治理是完善药品使用和管理的重要手段

- 从“四同药品”价格治理入手, 2025 年药品价格治理将加快全国统一药品大市场的形成。
- 药品价格治理将利好供应保障能力更强的药企。
- 我们预计, 由于线上渠道将更多地受到药企的关注, 线上药店子板块将受益于药价治理。

1.3.2.1 药价管理是国家医保局在医药改革领域的抓手

药品价格是国家医保局自 2018 年成立以来在医药改革中的主要抓手, 因为药价管理是体现医保战略购买的主要手段。2024 年之前, 国家主要通过实施“两票制”、“零加成”、集中带量采购等一系列改革, 挤出药品价格的“水分”。然而, 在医院内, 由于市场规模、运输距离、回款效率等客观因素, 同一药品的价格在全省不同医院之间仍存在差距; 在医院之外, 零售市场渠道细碎、参与主体多元、信息封闭程度高, 药品价格也存在较大差异。此外, 各省虽然都建立了药品集采平台, 但是这些平台之间均互相独立、数据没有实现互联互通, 导致药品价格信息出现不对称。2023 年底, 国家医保局制定了药品价格治理的四步治理工作方案。

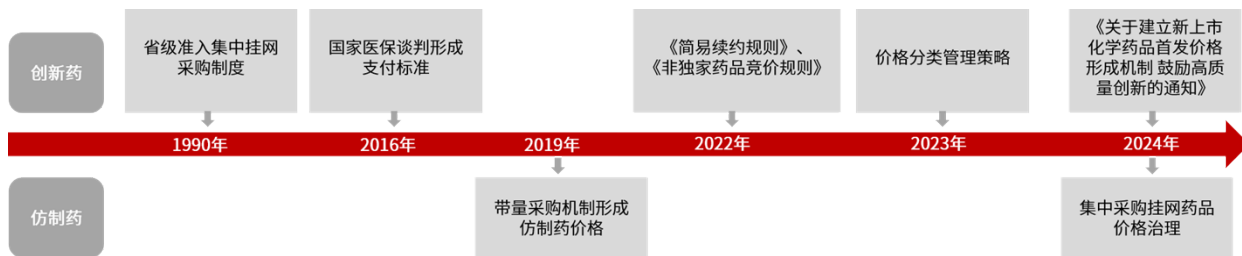
图表 32：国家医保局药价治理工作步骤



数据来源：国家医保局，华兴证券整理

2024 年 7 月 18 日，国家医保局宣布“全国医疗保障标准化工作组”正式成立。目前，医保标准化工作已经拥有一定基础，但全国尚未形成统一价格体系。过去，少数药品生产企业为谋求利益最大化，在不同的销售渠道中设计出多个不同的产品规格，想方设法从医保基金套取资金。随着药品耗材编码的落地，真正打通了药械生产、流通、配送、使用、结算全流程，做到“带码招采、带码入库、带码使用、带码支付”，实现信息数据全链条管理，也预示着药品追溯体系的全面升级。2024 年，药品价格治理从针对医院的挂网平台，延伸到了线下实体医保药店和线上医药电商平台，多个省市先后上线了药品比价小程序，全渠道、无死角扫描。

图表 33：药品全生命周期价格管理措施



数据来源：国家医保局，华兴证券整理

1.3.2.2 挂网药品价格治理有望促进实现全国药品统一大市场

2024 年 1 月，国家医保局发布的《关于促进同通用名同厂牌药品省际间价格公平诚信、透明均衡的通知》，要求对照全国现有挂网药品价格统计形成的监测价，对“四同药品”（指通用名、厂牌、剂型、规格均相同的药品）全面梳理排查。该通知的发布，标志着从 2024 年开始，国家医保局将药品价格治理作为其核心工作任务。“挂网监测价”主要特点包括：

- 1) 企业自主指定。保证价格在企业可承受范围之内以保障供应；
- 2) 不对标全国最低价。“挂网监测价”从目前交易价格出发，采用统计中位数或众数等具有公允性的手段确定。
- 3) 允许动态调整。“挂网监测价”可以随着各地价格涨跌而动态调整。

截至国家医保局设定的 3 月底期限，“四同药品”政策已初见成效，各地均已建立起药品价格监测机制，不少医保内药品价格均实现不同程度的下调。

2023 年开始，医保支付从医院内逐渐延伸至院外药房和线上平台，国家医保局对药品价格治理的范围也随之扩大。2024 年 5 月，国家医保局下发《关于做好药品价格风险处置（第一批）的函》以及《关于请做好医保定点零售药店药价风险品种（2024 年第一季度）核查处置工作的函》，标志着在医院药价治理的同时，药品零售渠道价格治理也提上了日程。2024 年 5 月，国家医保局印发了《关于开展“上网店，查药价，比数据，抓治理”专项行动的函》（以下简称“函件”），提出以网络售药平台“即送价”（网络售药平台药品外卖价、小时达等当日同城即时配送模式价格）为锚点，将省级集采平台挂网价格、集中带量采购中选价格、定点零售药店药品价格等各渠道药价与其比对，如发现异常高价，立即督促医药企业主动调整。

随着 2023 年门诊统筹政策落地，越来越多符合条件的定点零售药店成为门诊统筹定点药店，并能够享受较高报销比例。而在此过程中，部分门诊统筹定点药店采取不公平的定价策略，对医保、非医保采取不同结算方式；线上线下不同售药渠道，线下价格显著高于线上，造成医保资金损失。根据国家医保局函件，选择网售“即送价”作为抓手主要系是因为网络售药平台信息透明、方便比价、一些领域竞争充分，药品价格具有一定参照意义，同时创新地改革药品价格监测方式方法。

根据国家医保局函件，医保局对于零售药价的要求：

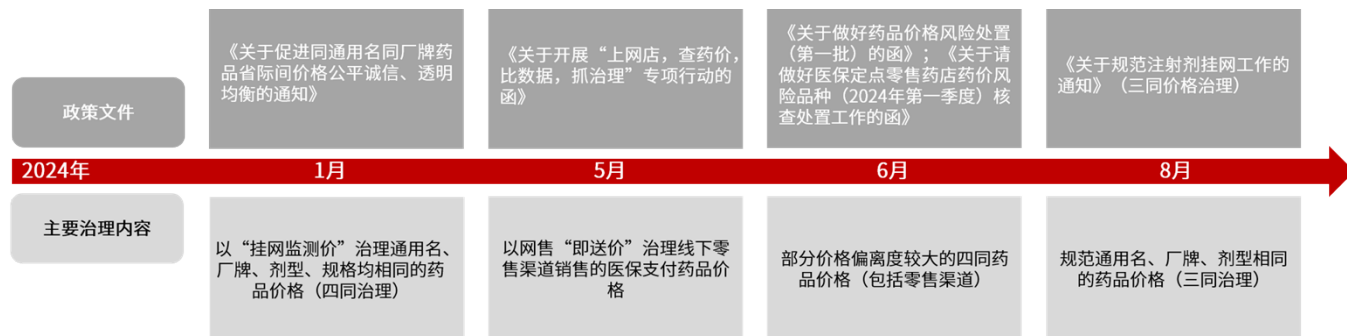
- 1) 不能异常高价：定点药店实际销售价格不应高于本省药店销售价格众数；
- 2) 不能显著高于网上售价：同一定点药店的线下销售价格不应明显高于该药店通过网络售药平台展示的价格，但允许有 10%~20% 价格差异空间；
- 3) 纳入医保支付结算的售价不应高于非医保支付结算的售价。即统一药品结算价格，不能因为是否报销有不同的价格。

目前看，虽然药店价格治理还处于初步尝试阶段，现阶段纳入治理的品种并不多。长期来看，借助门诊统筹的强化，地方医保定点零售药店价格开始向省级平台价格趋同。

8 月 4 日，国家医保局正式发布《关于规范注射剂挂网工作的通知》标志着“三同价格治理”正式打响，其治理对象主要针对“通过改变药品的包装规格、剂型等方式，变相提高药品价格”的漏洞。《通知》包含 3 部分内容：

- 1) 简化了注射剂挂网形式：明确 8 月 30 日前完成注射剂最小制剂单位的挂网价和医保编码转换，其他计价单位形式的医保编码将于 11 月起停用。
- 2) 统一规定包装规格价格换算的结果：挂网价格统一保留 2 位小数；对于单支挂网价不高于 2 元的，第 3 位小数直接进位；对于单支挂网价高于 2 元的，第 3 位小数直接去尾。
- 3) 对新的换算结果做好采购风险防范工作：新挂网的药品价格与换算结果最低值的比值大于 1.8 倍且 ≤ 3 倍的药品平台信息标识为黄色；比值大于 3 倍的药品平台信息标识为红色。医疗机构采购下单时，黄标药品弹窗提示采购风险，红标药品弹窗警告采购风险，医院应优先采购低风险药品。

根据药品价格治理四步走方案，“三同”价格治理作为第三步，目前从注射剂开始打响了第一枪，未来片剂、胶囊剂等剂型也终将迎来规范治理。以临床价值为导向的全国药品统一大市场正加速形成。

图表 34：2024 年药品价格治理主要时间线


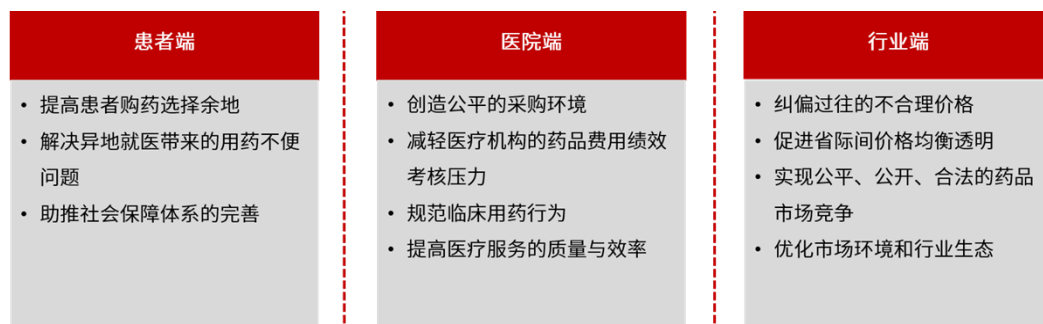
数据来源：国家医保局，华兴证券整理

我们认为，2025 年药品价格治理仍将深入开展：

- 1) 价格治理常态化。随着“挂网监测价”的持续更新，未来常态化对比联动将成为价格治理的重要方式。
- 2) 实现价格管理闭环。未来药价治理工作在药品全生命周期不同阶段采取有针对性的价格管理政策措施，加速推动形成价格管理闭环。预计未来国家医保局还将探索同品同厂不同规格和剂型（二同），以及同品不同厂药品（一同）价格管理进行探索。
- 3) 本次价格治理并非对标国家最低价，因此药企必须对产品价格体系更好地维护，整体规划产品价格区间，重新规划营销费用、临床推广方案。

我们认为，从院内到院外，覆盖线上和线下，这场全链条的药价治理行动在重塑药店、电商平台、企业市场行为的同时，更意在优化医保基金战略购买机制。

总体而言，我们预计在线药店子行业将受益于药品价格治理，因为在线渠道将受到制药公司的更多关注。

图表 35：四同药品价格治理意义


数据来源：国家医保局，华兴证券整理

1.3.3 并购和 NewCo 支撑医药行业融资缓慢复苏

- 并购和药品权益转让将带动中国医疗行业，尤其是创新药企业的融资复苏。
- 根据华兴资本数据，3Q24 国内医药及生物技术并购市场交易数量共 20 笔，交易金额总计 24.26 亿美元，较去年同期上升约 174%；平均单笔交易金额 1.1 亿美元，较去年同期上升 206%。

- 我们看好国内创新药公司及其上游 CXO 公司。

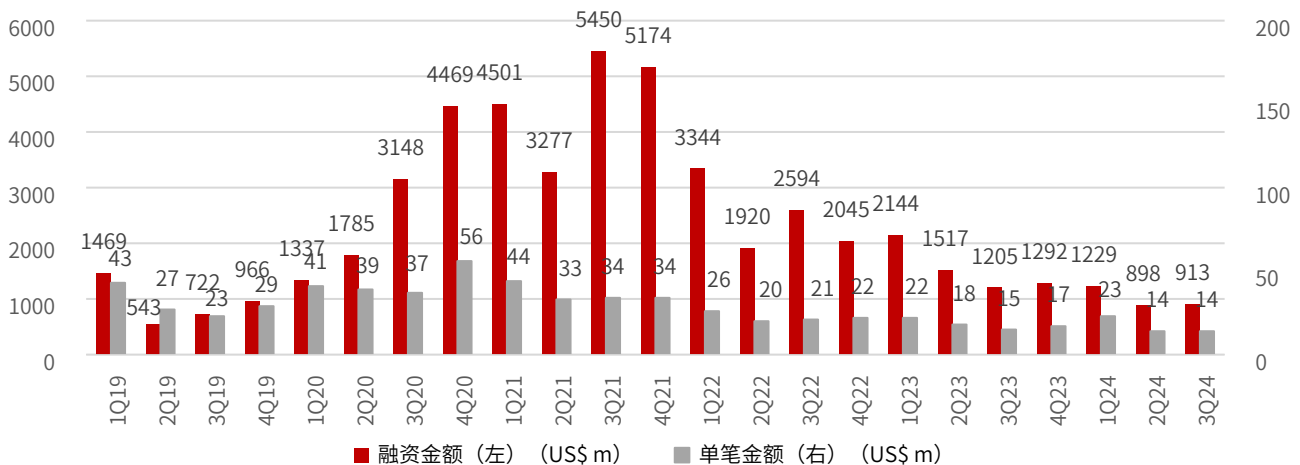
医药行业的投融资金额，可以看作整个行业景气度的先行指标。根据华兴资本数据，从国内医药与生物技术行业私募融资市场情况看，3Q24 私募融资领域完成交易 9.13 亿美元，环比 2Q24 上升 2%，同比 3Q23 回落约 24%。3Q24 私募融资领域完成交易 63 笔。根据华兴资本数据，国内医疗领域私募融资整体交易以偏早期为主，84% 的交易为 B 轮及以上；交易细分领域中，大分子生物药和细胞治疗占比最高，各占总交易金额的 14%。

根据华兴资本数据，3Q24 国内医药及生物技术并购市场交易数量共 20 笔，交易金额总计 24.26 亿美元，较去年同期上升约 174%；平均单笔交易金额 1.1 亿美元，较去年同期上升 206%。

根据华兴资本数据，3Q24 国内共 3 家医药及生物技术公司完成 IPO 融资，融资总额约 2.23 亿美元，较去年同期下降 84%；平均单个 IPO 融资金额 7,449 万美元，较去年同期下降 51%。

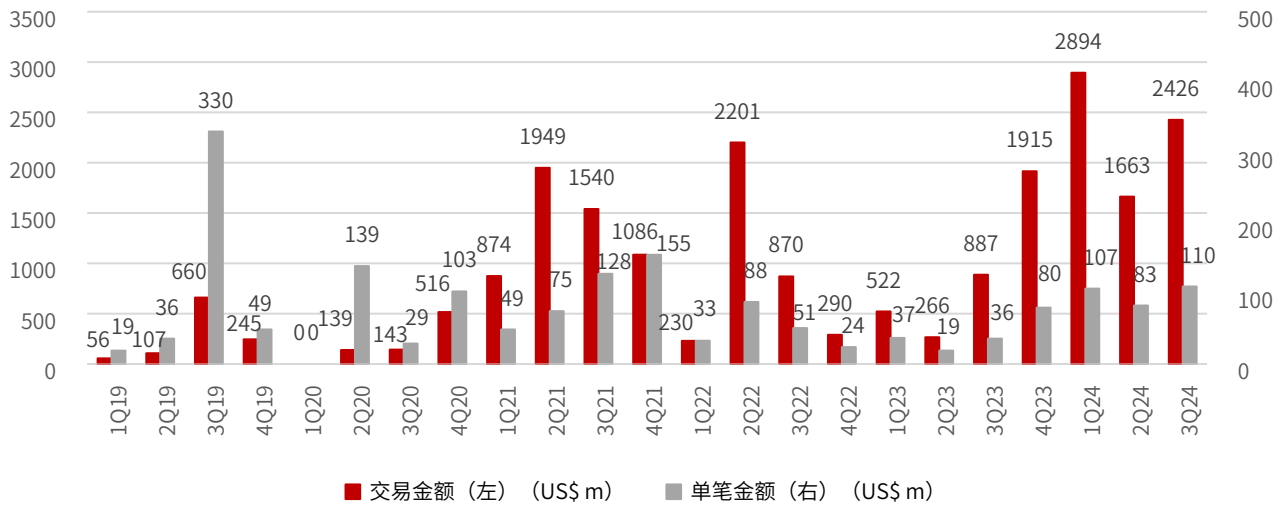
由此可见，并购已成为医药行业融资的主要手段。2024 年前三季度医疗行业私募融资+并购+IPO 交易规模相当于 2021 年医疗行业总交易规模的 28%。随着美元进入降息周期，我们预计 2025 年中国医疗行业融资情况有望获得一定好转。

图表 36：2019-3Q24 中国医药及生物技术行业私募融资交易情况（季度）



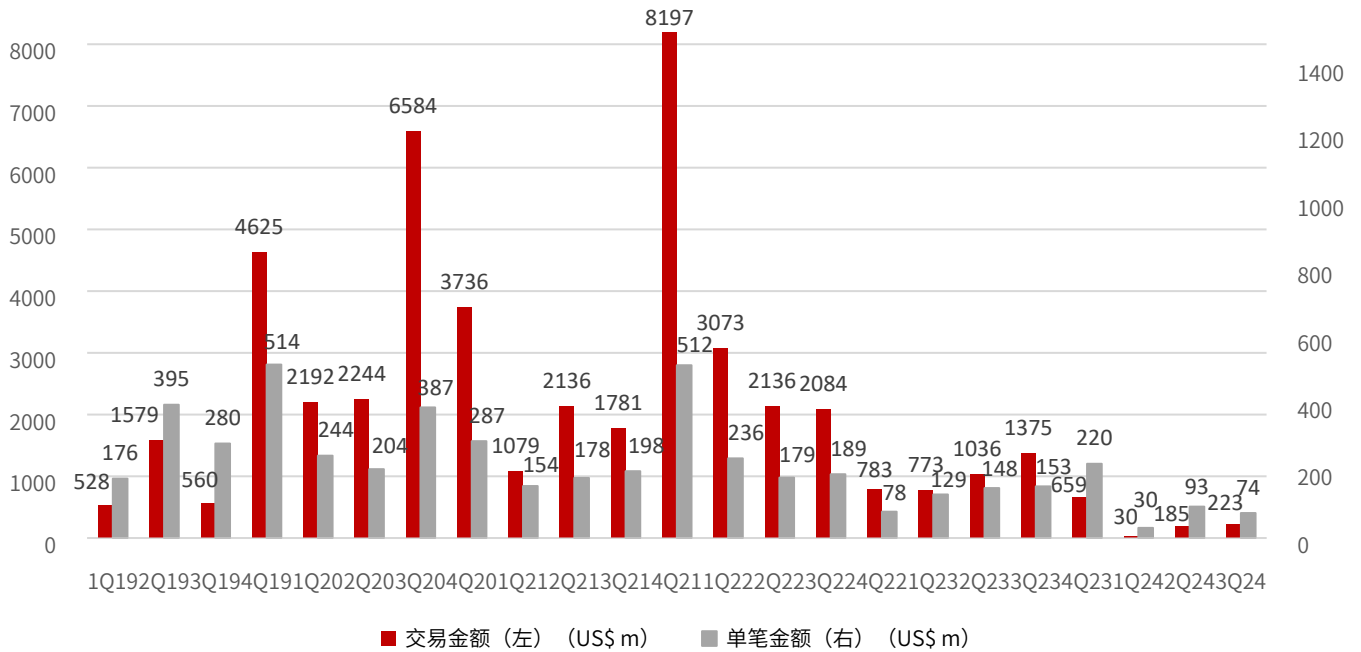
数据来源：华兴资本，华兴证券整理

图表 37: 2019-3Q24 中国医药及生物技术行业并购交易情况 (季度)

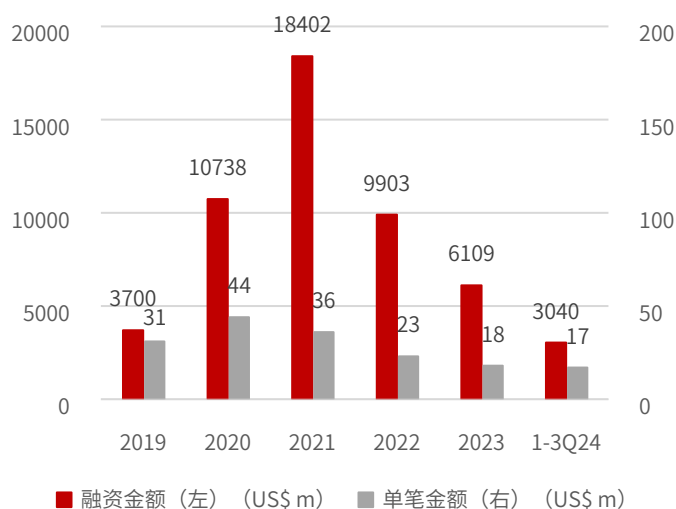


数据来源: 华兴资本, 华兴证券整理

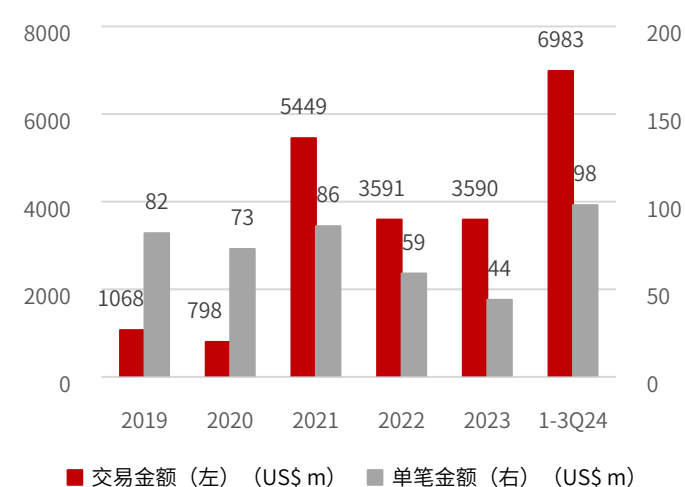
图表 38: 2019-3Q24 中国医药及生物技术行业 IPO 情况 (季度)



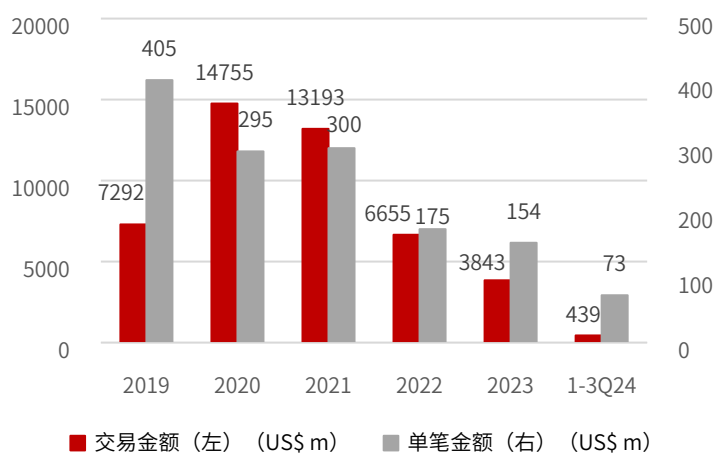
数据来源: 华兴资本, 华兴证券整理

图表 39: 2019-3Q24 中国医药及生物技术行业私募融资交易情况 (年度)


数据来源: 华兴资本, 华兴证券整理

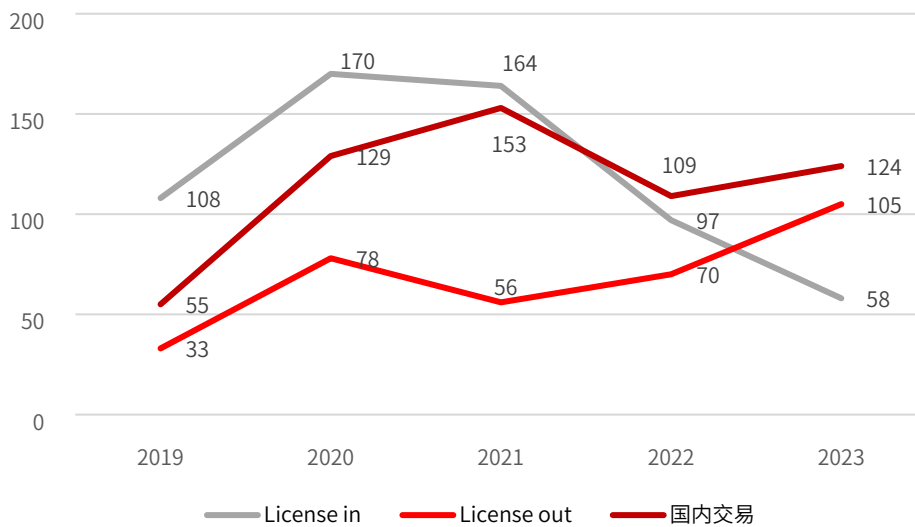
图表 40: 2019-3Q24 中国医药及生物技术行业并购交易情况 (年度)


数据来源: 华兴资本, 华兴证券整理

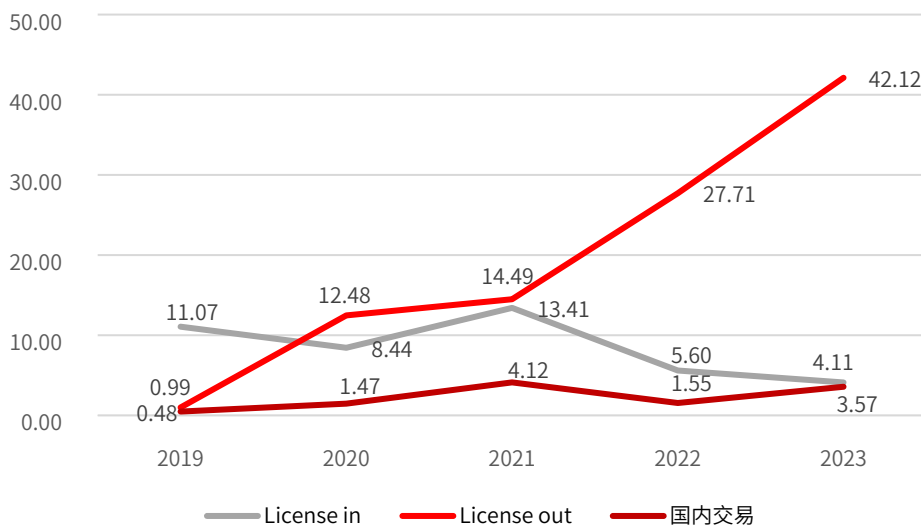
图表 41: 2019-3Q24 中国医药及生物技术行业 IPO 情况 (年度)


数据来源: 华兴资本, 华兴证券整理

此外, 药品权益转让也日益成为支撑中国药企收入的重要来源。根据医药魔方数据, 2023 年 License out (国内转国外) 的 BD 交易数量首次反超 License in (国外转国内) 的 BD 交易数量。我国 License out 的交易总金额自 2021 年起迎来高速增长, 并以 70.41% 的复合增长率维持着高速增长, 显示中国已成为了全球生物医药创新管线输出国。国内交易 (国内转国内) 总金额和数量均在 2021 年达到峰值, 在 2022 年显著回落后, 在 2023 年开始重新迅速回暖。2023 年, 国内交易总交易额为 35.74 亿美元, 约占对外许可交易总金额的 8.5%。受限于国内买方资金实力和交易权益地区主要集中于大中华区, 国内转国内交易的总金额距离国内转国外交易有着相当大的差距。

图表 42: 2019-2023 年国内生物医药 license in、license out 及国内交易事件数


数据来源: 医药魔方, 华兴证券整理

图表 43: 2019-2023 年国内生物医药 license in、license out 及国内交易事件总金额 (十亿美元)


数据来源: 医药魔方, 华兴证券整理

2024 年, NewCo 模式开始火热, 多家国内药企如恒瑞医药、康诺亚、嘉和生物等纷纷采用这种模式实现产品国际化。NewCo 模式本质上是 BD+融资, 是一种创新药研发和国际化的新模式, 主要通过和海外资本合作成立新公司 (NewCo), 将特定管线资产的海外权益授权给这家新公司, 以获得股权和资金支持, 从而实现产品的国际化。我们认为, 通过 NewCo 交易, 国内 Biotech 拿到了和资产 BD 同样的首付款来推进公司后续开发; 更重要的是, 由于掌握了 NewCo 的部分股权, 国内制药企业仍有机会分享 NewCo 未来在资本市场的增值, 通过 NASDAQ 上市或者最终被 MNC 并购完成变现。

图表 44: 部分国内 Biotech 参与的 NewCo

交易日期	授权方	受权方	投资机构	交易资产
2021 年 3 月	海思科	FL2021-001	Foresite Capital	FTP-637
2021 年 6 月	艾力斯	ArrlVent Biopharma	高瓴资本、礼来亚洲基金、OrbiMed、Octangon Investment、万物资本、Lyra Capital	伏美替尼
2024 年 5 月	恒瑞医药	Hercules	贝恩资本联合 Atlas Ventures、RTW 资本、Lyra 资本	GLP-1 产品组合
2024 年 7 月	康诺亚	Belenos Biosciences	OrbiMed 控股	两款双抗新药 CM512 和 CM536
2024 年 8 月	嘉和生物	TRC 2004	Two River、Third Rock Ventures	GB261
2024 年 9 月	岸迈生物	Vignette Bio	Foresite Labs 孵化并由 Foresite Capital、启明创投美国、Samsara Biocapital 以及 Mirae Capital Life Science 共同投资	BCMA × CD3 双抗

数据来源: 动脉橙数据库, 华兴证券整理

我们认为, 随着创新药政策红利的进一步释放, 行业投融资在并购和 BD 交易驱动下逐渐复苏, 市场对于创新药的关注度有望重新提升。我们建议关注具备核心技术平台及拥有药品专利, 管线布局在新靶点、新机制的 First-in-class 药品, 且拥有强大商业化能力的国产创新药企业及其上游 CXO 公司。

二、2025 年中国医药市场展望：维持超配评级，关注行业增量政策带来的投资机会

2.1 中国医疗宏观数据：2025 年医疗供需将保持稳步发展

2.1.1 医疗供给端：医疗服务供给和效率持续提升

根据卫健委《2023 年卫生健康事业发展统计公报》（以下称公报），2023 年末，全国各类医疗卫生机构总数为 1070785 个，同比 2022 年增加 37867 个，YoY 3.5%；其中中医院同比增加 1379 个，同比增长 3.7%。按医院属性分，2023 年，民营医院为 2.7 万家，同比增长 5.4%，其数量增长超过公立医院的增速（2023 年为 0.2%）。按等级分，2023 年，三级医院为 3855 个，同比增长 9.4%，这说明高等级医院依然是市场供给增长的主力。

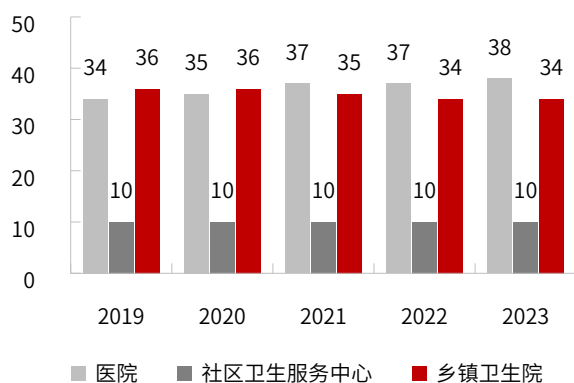
根据公报，2023 年末，全国医疗卫生机构床位总数为 1017.4 万张，同比增长 4.3%。其中，医院床位数为 800.5 万张（占 78.7%），基层医疗卫生机构为 182.0 万张（占 17.9%），专业公共卫生机构为 32.5 万张（占 3.2%）。医院中，公立医院床位占 69.2%，民营医院床位占 30.8%。根据公报，2023 年医院床位增加 34.2 万张（YoY 4.5%），其中公立医院增加 17.2 万张（YoY 3.2%），民营医院增加 16.9 万张（YoY 7.3%）。每千人口医疗卫生机构床位数由 2022 年的 6.92 张增加到 2023 年的 7.23 张。

我们认为，展望 2025 年，民营医院供给有望持续超过公立医院，成为推动中国医疗服务供给端增长的主要驱动力。

根据公报，从 2023 年病床使用情况来看，全国医院病床使用率为 79.4%，其中公立医院病床使用率为 86.0%。同比 2022 年，医院病床使用率增加 8.4 ppt（其中公立医院增加 10.4 ppt）。2023 年，医院出院者平均住院日为 8.8 日（其中：公立医院为 8.4 日），同比 2022 年，医院出院者平均住院日减少 0.4 日（其中公立医院减少 0.3 日）。根据卫健委数据，2024 年 1-4 月，医院病床使用率为 80.8%，同比提高 0.2 个百分点；社区卫生服务中心为 55.3%，同比提高 3.5 个百分点；乡镇卫生院为 58.8%，同比提高 2.4 个百分点。三级医院平均住院日为 7.6 日，比上年同期减少 0.6 日，二级医院平均住院日为 8.5 日，比上年同期减少 0.3 日。

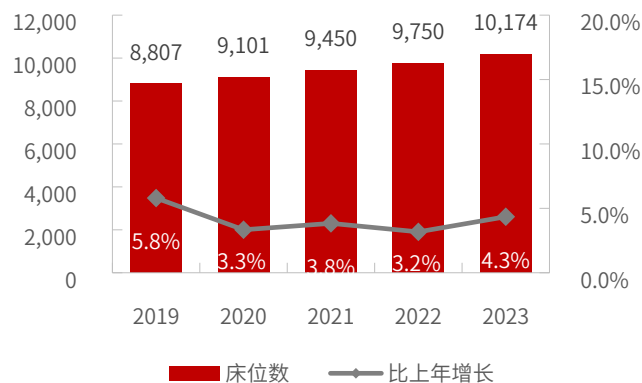
我们认为，在疫情和反腐等扰动医疗端就医秩序的因素消除后，我国就医需求将得到恢复性发展。2023 年开始的以公益性为导向深化公立医院改革，旨在通过提高医疗服务质量满足人民群众的医疗需求，实现社会效益和经济效益的统一。公立医院公益性改革的成果主要体现在提高医院经营效率（比如减少住院日，提升病床周转率）、就医人次的增加和就医费用的控制等方面。

图表 45：2019-2023 年全国各等级医疗机构数量（单位：千个）



数据来源：卫健委，华兴证券整理

图表 46：2019-2023 年全国医疗机构床位数及增速（单位：千张）



数据来源：卫健委，华兴证券整理

图表 47：2022/2023 年全国医疗卫生机构数及床位数变化

机构类别	机构数 (个)		YoY 增速	床位数 (张)		YoY 增速
	2022	2023		2022	2023	
医疗机构总计	1,032,918	1,070,785	3.7%	9,749,933	10,173,727	4.3%
医院按属性分 (总计)	36,976	38,355	3.7%	7,662,929	8,004,519	4.5%
公立医院	11,746	11,772	0.2%	5,363,364	5,535,788	3.2%
民营医院	25,230	26,583	5.4%	2,299,565	2,468,731	7.4%
等级医院:						
三级医院	3,523	3,855	9.4%	3,445,405	3,710,398	7.7%
二级医院	11,145	11,946	7.2%	2,773,482	2,853,416	2.9%
一级医院	12,815	13,252	3.4%	732,490	746,599	1.9%

数据来源：卫健委，华兴证券整理

图表 48：2022-4M24 全国医院病床使用情况和平均住院日

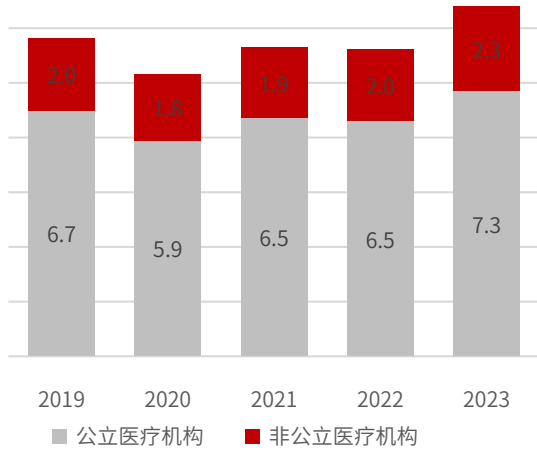
机构类别	病床使用率 (%)			患者平均住院日 (天)		
	2022	2023	4M24	2022	2023	4M24
医院按属性分:	71.0	79.4	80.8	9.2	8.8	8.0
公立医院	75.6	86.0	-	8.7	8.4	-
民营医院	59.7	63.5	-	11.0	10.7	-
等级医院:						
三级医院	79.8	91.1	91.2	8.4	8.1	7.6
二级医院	67.7	74.3	76.0	9.7	9.5	8.5
一级医院	51.6	54.1	57.5	10.2	9.5	8.2

数据来源：卫健委，华兴证券整理

2.1.2 医疗需求端：就诊人次有望保持稳步增长

从诊疗量来看，在经历 2020-2022 疫情冲击后，整个医疗机构的诊疗量和住院量低于 2019 年水平。根据公报，2023 年，在疫情影响因素消退后，全国医疗卫生机构总诊疗人次达到 95.5 亿，比上年增加 11.3 亿人次 (YoY 13.5%)。同比 2022 年，2023 年公立医疗机构诊疗量为 72.4 亿人次 (YoY 12.2%)，非公立医疗机构诊疗量为 23.1 亿人次 (YoY 17.3%)。根据卫健委数据，2024 年 1-4 月，全国医疗卫生机构总诊疗人次达 25.0 亿人次 (不包含诊所、医务室、村卫生室数据)，YoY 15.9%。2024 年 1-4 月，医院诊疗人次为 14.8 亿人次，同比增长 13.3%，其中：公立医院为 12.4 亿人次，同比增长 13.8%；民营医院为 2.4 亿人次，同比增长 10.8%。

我们认为，展望 2025 年，随着医疗机构进入高质量发展阶段，就诊人数有望进一步增长，预计全国总诊疗人数将在 2025 年保持 5% 左右的增速 (2012-2019 年 CAGR 为 3.4%)。由于诊疗量和医疗费用增长紧密相关，我们预计随着诊疗量的稳步增长，以及非药费用 (检查、医疗服务等) 的持续增长，我国医疗费用在 2025-2030 有望保持 10% 以上的年增长率。

图表 49: 2019-2023 年全国医疗机构总诊疗人次 (单位: 十亿人次)


数据来源: 卫健委, 华兴证券整理

图表 50: 2022-2023 年全国各级医疗卫生机构诊疗人次变化

机构类别	诊疗人次总数 (十亿次)		YoY 增速	入院人次总数 (百万次)		YoY 增速
	2022	2023		2022	2023	
医疗卫生机构合计:	8.4	9.6	13.4%	246.9	301.9	22.3%
医院 (按属性分)	3.8	4.3	11.5%	201.0	245.0	21.9%
公立医院	3.2	3.6	11.6%	163.0	200.1	22.7%
民营医院	0.6	0.7	11.1%	37.9	44.9	18.4%
等级医院:						
三级医院	2.2	2.6	17.9%	116.3	148.3	27.5%
二级医院	1.2	1.2	1.7%	65.2	75.3	15.5%
一级医院	0.2	0.3	19.0%	11.1	12.7	15.0%
基层医疗卫生机构	4.3	4.9	15.7%	36.2	45.5	25.6%
其他机构	0.3	0.3	3.0%	9.7	11.4	17.9%
合计中非公医疗卫生机构	2.0	2.3	17.3%	38.7	45.8	18.3%

数据来源: 卫健委, 华兴证券整理

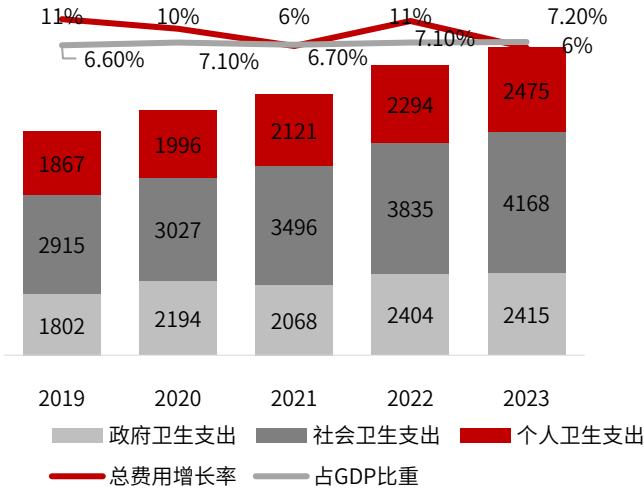
2.1.3 我国医疗费用增长驱动力由药费转向非药收入

根据公报, 2023 年全国卫生总费用为 90575.8 亿元 (YoY 6%), 虽然较 2022 年增速稍有放缓, 但近 5 年内整体仍呈上升趋势。2019-2023 年, 我国卫生总费用总量增长了 37.57%, 占 GDP 的比重保持上升态势, 至 7.2%, 显示出医疗健康事业在国家经济发展中的地位日益提升。

根据公报, 2023 年, 政府卫生支出为 24147.9 亿元 (占 26.7%), 社会卫生支出为 41676.8 亿元 (占 46.0%), 个人卫生支出为 24751.1 亿元 (占 27.3%), 人均卫生总费用为 6425.3 元。政府卫生支出在 2023 年维持稳定, 与前几年变化不大, 社会卫生支出的比重则从 2019 年的 44.3% 上升

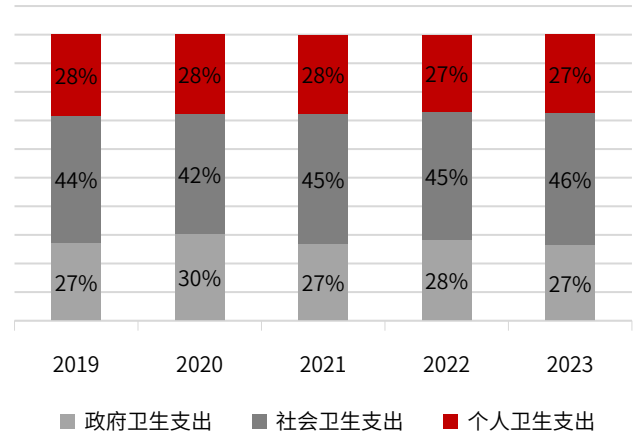
至 2023 年的 46.0%，而个人卫生支出占比则从 2019 年的 28.4% 下降到 27.3%，显示了社会资金在医疗服务领域参与度的持续提高和医疗公平性的提升。

图表 51: 2019-2023 年我国医疗卫生总费用及增速 (单位: 十亿元)



数据来源: 卫健委, 华兴证券整理

图表 52: 2019-2023 我国医疗卫生总费用构成占比 (%)

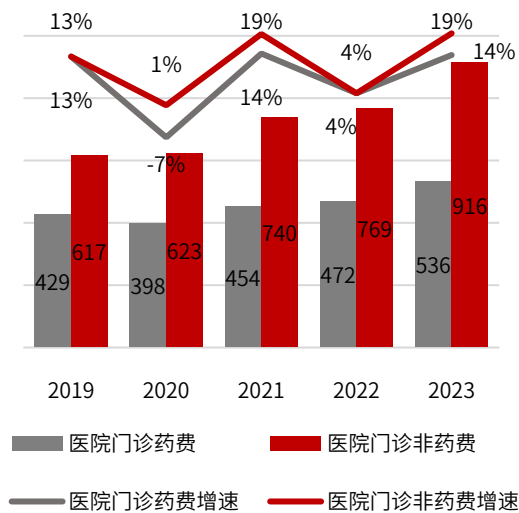


数据来源: 卫健委, 华兴证券整理

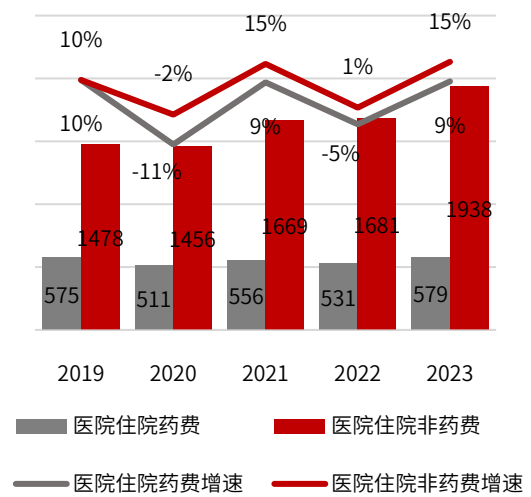
根据公报, 从 2023 年我国医院门诊和住院费用构成来看, 药费和非药费均有不同幅度的提升。2023 年, 我国医院门诊药费达到 5357 亿元, 同比增长 14%; 医院门诊非药费收入为 9161 亿元, 同比增长 19%。门诊收入中, 非药费的增长幅度显著高于药费, 表明随着医疗技术进步和服务升级, 我国医疗机构门诊收入逐渐由药品收入转向非药品类收入。

根据公报, 2023 年的住院药费收入为 5788 亿元, 同比增长 9%; 住院非药费用收入为 19376 亿元, 同比增长 15%。与医院门诊费用变化趋势类似, 住院非药费用的增速也高于药费。同时, 2019-2023 年住院药费增速低于门诊药费增速, 显示医院端医保支付改革和医疗服务价格改革发挥了重要的作用。

整体来看, 我国医院端医疗费用构成在近 5 年内持续发生变化, 非药费用占比不断提升, 而药费增速则趋于平缓。这不仅体现了我国医疗服务质量和技术的提升, 同时也反映出国家在药品控费和资源优化配置方面的成效。我们认为, 未来非药费用增长有望成为我国医疗费用增长的主要驱动力。

图表 53：我国医院门诊药费、非药费及增速（单位：十亿元）


数据来源：卫健委，华兴证券整理

图表 54：我国医院住院药费、非药费及增速（单位：十亿元）


数据来源：卫健委，华兴证券整理

2.2 A/H 医药上市公司：2025 年行业有望迎来估值修复

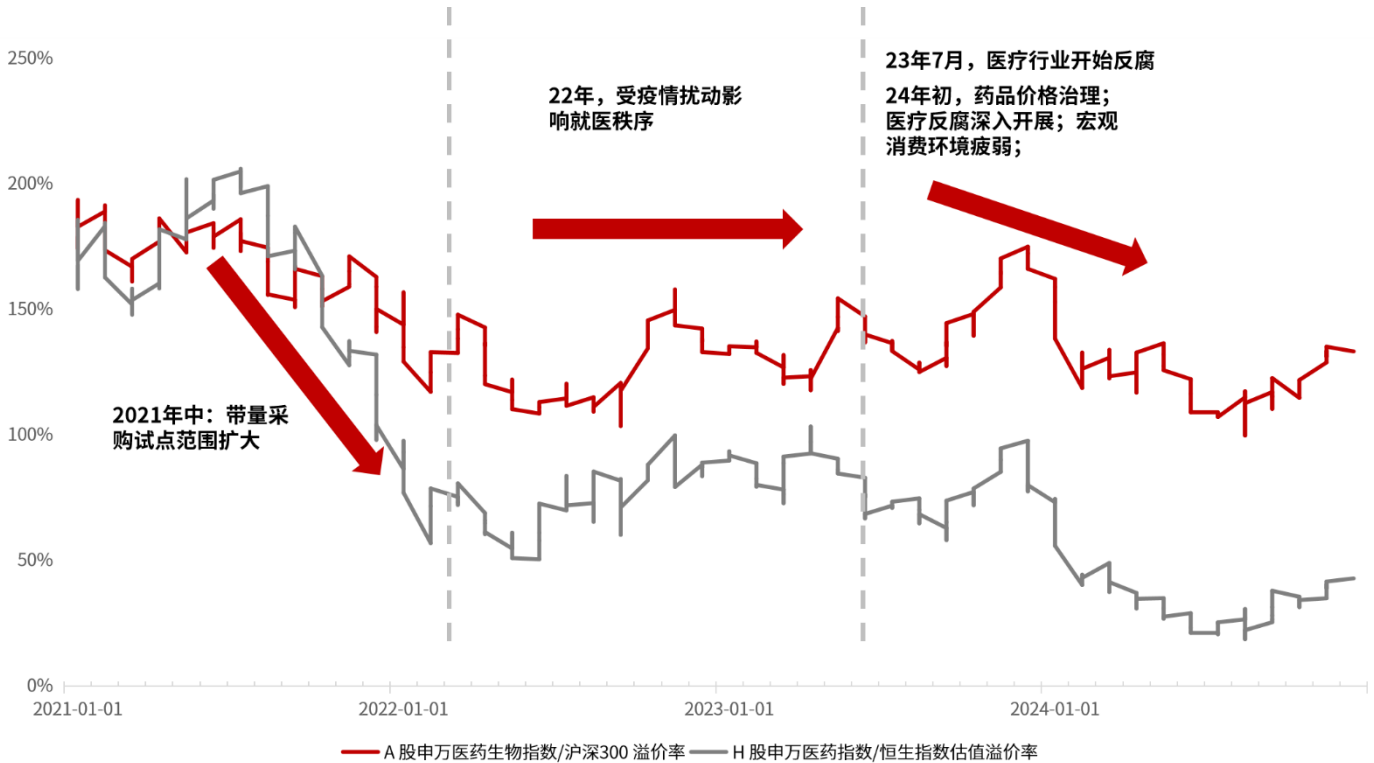
2.2.1 2025 年制约医疗行业的负面因素有望减弱

我们认为，始于 2023 年中的医疗反腐，对医疗端（尤其是公立医院）的业务开展造成一定的扰动，成为制约 2024 年 A/H 医疗行业估值修复的重要因素。此外，2024 年初开始的药品价格治理和宏观消费环境弱于预期，导致 2024 年 1-9 月份 A/H 医疗行业财报低于市场预期，进而导致投资人普遍下调了对医疗行业的估值。

从估值水平来看，A/H 医药估值目前处于近三年底部位置。截至 2025 年 1 月 9 日，A 股医药行业平均 PE 约为 25X，H 股医药行业平均估值约为 14X。然而，从估值溢价率水平来看，A 股医药行业估值相对沪深 300 溢价率约为 130%，与 2022 年-2023 年水平接近；H 股医药行业估值相对恒生指数溢价率为 40%，远低于 2022 年的水平。我们认为，导致 H 股医药表现较弱的原因，除医药行业自身原因外，可能还包括地缘政治因素、美国利率高企等。

展望 2025 年，我们认为中国医疗行业发展中的各项积极因素有望驱动 A/H 股医疗行业的估值修复。首先，近年来严重拖累行业表现的负面影响因素（比如带量采购和医疗反腐）正在逐渐消退。其次，“三医联动”改革进入协调发展新时期，增量政策有望推动行业业绩增速加快。比如，医药端的支持创新药审评审批改革；医保端的推动商业健康险直接结算，和通过医保基金预付和对医疗机构的即时结算改善行业回款周期；以及医疗端的提高医疗服务价格和医院招采秩序逐渐恢复常态。我们认为，随着医疗行业供需保持健康发展，2025 年有望在 2024 年较低基数的基础上出现业绩反弹。根据我们的预测，医药制造业的收入、利润增速有望恢复至 10% 左右，2025 年 A/H 医疗行业有望实现业绩增长驱动下的估值修复。

图表 55：关键事件对行业估值溢价率的影响



数据来源：万得，华兴证券整理

2.3 2025 年 A/H 医药行业展望

根据申万医药行业分类，我们将 A/H 股医药分为六大子行业进行讨论，即：1) 化学制药；2) 中药；3) 生物制品；4) 医药商业；5) 医疗器械；6) 医疗服务。

2.3.1 A/H 医药行业：我们预计行业 25 年收入、利润增速有望超过 10%

近年来，医疗行业各种负面影响对各子行业的业绩影响周期不尽相同。比如，由于各子行业开始带量采购的时间不同，导致医疗子行业财务报表受其影响的周期并不一致。医疗反腐虽然早期由于开展范围较大，短期内影响了医药企业在医院内的销售，但随着后期反腐主要集中于关键岗位，因此对行业整体的影响范围也开始收窄。由于 A 股公司最新财报为 9M24，H 股公司最新财报为 1H24，我们以 A 股医药公司单季度收入增速和净利润变化情况，来研究政策对医疗各子行业的影响（根据申万行业分类）。

从 2022-9M24 A 股生物医药公司的单季度业绩表现来看（图表 56），收入增速低点出现在 3Q23（主要系反腐影响），而净利润增速低点出现在 4Q22（主要受 2021 年新冠相关收入高基数影响）。进入 2024 年，虽然医疗行业收入端仍保持平稳，但是医疗反腐深化、医保核查、医院内招投标延后等各项负面政策，影响了利润率水平较高的医疗产品的销售。因此，医疗行业 1Q24-3Q24 单季度利润增速为 0.39%/-4.70%/-17.43%。

从二级子行业角度看，由于受疫情和集采影响，2022-23 年，化学原料药、化学制剂、其他生物制品、线下药店、医疗耗材、体外诊断、诊断服务、医院、其他医疗服务等多个子行业均出现单季度收入增长低点。而进入 2024 年，出现收入增长低点的子行业包括：中药和血液制品（同期高基数影响），疫苗（宏观消费弱于预期）、研发外包（新冠相关业务高基数影响；受融资影响，创新药行业需求减弱），医疗设备（医院招标采购推迟）。从 2022-9M24 单季度净利润增速变化来看，

大部分行业净利润增速低点均在 2023 年之前出现，2024 年出现净利润增速低点的主要是疫苗（3Q24）和诊断服务（3Q24）。在 1Q24-3Q24 期间，单季度净利润增速出现下滑趋势的子行业主要有中药和线下药店，我们认为这主要受医保核查和药品价格治理影响。

图表 56: 1Q22-3Q24 A 股医药各子行业收入同比增速 (%)

收入 YoY (%)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
A-医药生物	14.27	6.61	9.53	7.88	2.08	5.39	-2.87	-1.60	0.68	-1.26	0.43
原料药	9.07	4.39	10.10	-0.30	5.31	-4.87	-6.37	-9.59	-0.44	10.25	6.99
化学制剂	4.32	0.89	1.62	3.10	5.91	6.59	-4.97	-2.61	5.27	4.72	4.81
中药	1.25	2.64	1.87	10.72	14.00	12.57	0.43	-2.27	-0.56	-6.16	-3.24
血液制品	28.21	49.34	5.19	17.43	25.72	13.24	22.57	2.23	-5.22	12.67	-6.69
疫苗	48.92	4.60	-7.68	-9.51	3.82	-8.13	19.33	13.78	-11.10	-32.75	-46.79
其他生物制品	-12.83	3.14	14.79	-4.92	1.73	28.21	28.45	25.27	23.21	0.86	0.34
医药流通	7.18	2.26	10.29	6.35	13.67	13.17	-2.04	4.86	0.10	-2.07	4.46
线下药店	16.93	27.04	24.66	48.67	26.42	15.87	9.85	-2.32	11.44	4.69	5.39
医疗设备	137.81	11.64	13.59	17.20	21.31	16.04	4.25	-3.37	-1.69	-0.96	-3.85
医疗耗材	-29.43	-17.16	-7.14	-4.66	-6.26	-9.05	-2.14	-5.18	2.30	11.67	10.62
体外诊断	91.78	28.15	47.72	10.35	-78.63	-60.05	-60.33	-54.80	-11.41	0.40	4.28
诊断服务	50.14	67.81	26.92	24.85	-39.01	-43.51	-37.13	-38.94	-9.23	-7.41	-11.36
医疗研发外包	66.94	69.55	62.88	43.29	9.67	-0.63	-3.57	-8.16	-12.32	-9.45	-1.69
医院	8.86	-5.02	9.71	-13.12	26.36	34.69	12.21	39.00	2.09	2.93	-0.32
其他医疗服务	13.30	7.94	10.25	-6.15	5.29	3.34	-5.03	0.05	4.02	6.38	4.71

数据来源：万得，华兴证券整理

图表 57: 1Q22-3Q24 A 股医药各子行业净利润同比增速 (%)

净利润 YoY (%)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
A-医药生物	23.03	-7.51	1.85	-76.40	-28.26	-16.16	-9.30	-53.49	0.39	-4.70	-17.43
原料药	10.99	5.53	-7.97	49.04	-19.53	-25.33	-23.98	-112.29	-4.28	21.87	26.91
化学制剂	-12.83	-6.14	-21.81	220.17	13.37	4.82	3.44	-147.11	65.57	68.97	-13.22
中药	3.51	-24.14	-4.51	-97.59	55.93	34.75	17.03	-3.38	-7.79	-9.99	-10.66
血液制品	12.22	26.80	2.35	208.64	38.03	3.49	17.87	-59.99	11.28	18.03	4.42
疫苗	49.07	-54.48	-40.37	-42.59	1.49	-33.23	-2.73	-61.48	-54.76	-42.90	-64.73
其他生物制品	-136.88	-203.69	-866.27	-160.23	-751.87	54.79	230.93	18.88	56.47	-67.12	-11.74
医药流通	-17.74	3.71	9.10	-272.27	8.02	-41.50	-11.93	1,297.95	-1.30	-8.37	-4.61
线下药店	-1.66	9.02	23.34	140.93	32.52	17.04	5.68	-56.84	-3.13	-31.32	-37.12
医疗设备	379.21	24.46	55.29	4.70	24.37	24.93	-22.04	-25.09	-6.18	-9.76	-30.66
医疗耗材	-70.81	-62.07	-31.09	438.56	-14.84	-16.78	-20.00	-68.79	11.66	12.47	13.57
体外诊断	104.22	21.72	54.93	-106.53	-90.85	-73.59	-79.46	714.76	-21.34	-14.29	10.74
诊断服务	78.72	114.39	9.73	-309.85	-83.24	-86.03	-79.14	33.45	-92.54	-47.46	-138.28
医疗研发外包	25.68	117.17	103.54	-17.16	19.29	-22.37	-15.56	-60.89	-41.08	-32.14	-29.18
医院	-398.29	-54.92	50.99	-99.15	10,710.80	120.29	18.98	105.60	-17.98	16.21	-13.40
其他医疗服务	-43.81	-3.82	20.14	-40.11	7.88	14.30	9.51	-53.06	19.58	-1.20	-5.34

数据来源: 万得, 华兴证券整理

考虑到诊疗量和医疗需求的增长, 以及三医协同改革政策利好的持续兑现, 我们预计 2025 年 A/H 股医疗行业收入、利润增速有望超过 10%。根据万得一致预期, 2024-2026 年 A 股医药生物板块收入 CAGR 为 12%, 净利润 CAGR 为 24%; 2024-2026 年 H 股生物医药板块收入 CAGR 为 8%, 净利润 CAGR 为 21%。

根据万得业绩预测以及我们通过行业政策分析, 展望 2025 年, 在 A/H 股中, 我们比较看好 A 股生物医药子行业包括: 疫苗、中药、医疗设备; 看好的 H 股生物医药板块, 包括互联网药店、创新药、医院、研发外包。

图表 58: 2024-26 年 A/H 股医药行业收入、净利润增速 CAGR

板块	24-26 收入 CAGR	24-26 净利 CAGR	板块	24-26 收入 CAGR	24-26 净利 CAGR
A-医药生物	11.85%	23.51%	H-医药生物	8.02%	20.53%
化学制药	12.84%	25.68%	化学制药	9.02%	10.27%
原料药	15.30%	24.18%	原料药	10.38%	11.73%
化学制剂	12.46%	26.01%	化学制剂	4.94%	9.06%
中药	9.49%	15.04%	中药	-51.57%	-23.58%
生物制品	17.69%	38.35%	生物制品	27.08%	-
血液制品	14.21%	15.17%			

疫苗	15.04%	37.50%	疫苗	26.85%	
其他生物制品	21.81%	53.46%	其他生物制品	27.08%	
医药商业	9.54%	14.84%	医药商业	9.72%	16.27%
医药流通	8.79%	13.54%	医药流通	7.91%	9.83%
线下药店	14.86%	18.88%			
			互联网药店	32.46%	38.07%
医疗器械	18.07%	23.98%	医疗器械	11.67%	25.95%
医疗设备	17.09%	24.00%	医疗设备	15.05%	20.52%
医疗耗材	19.27%	25.21%	医疗耗材	11.44%	26.20%
体外诊断	18.89%	22.43%			
医疗服务	13.02%	22.41%	医疗服务	15.80%	19.93%
诊断服务	8.35%	69.41%	诊断服务	23.14%	17.62%
医疗研发外包	14.11%	19.44%	医疗研发外包	16.37%	21.90%
医院	12.86%	24.73%	医院	14.05%	14.38%
其他医疗服务	15.47%	18.85%	其他医疗服务		

数据来源：万得，华兴证券整理

2.4 2025 年医药各子行业展望

在本节，我们将进一步研究根据申万分类的医药六大子行业的情况，以及我们对每个行业在 2025 年的看法，包括在各子行业推荐的股票。

2.4.1 化学制剂和创新药：政策扶持向创新药方向转型发展

2024 年 12 月，国家正式启动第十批国家组织药品集采。本次集采从治疗领域看，涉及 62 个品种涵盖 10 个治疗大类，集中在心脑血管系统药物、全身用抗感染药物、消化系统及代谢药等治疗领域。根据国家医保局数据，国家医保局已开展 9 批次国家组织药品集采，共涉及 374 种药品，占公立医疗机构采购金额的比例超 30%，集采品种的平均降幅超过 50%。1Q-3Q24 年，A 股化学制剂行业收入增速和净利润增速分别为 5.27%/4.72%/4.81% 和 65.57%/68.97%/-13.22%，行业的利润增速表现好于收入增速。我们认为其主要原因是化学制剂行业大品种已经完成集采，行业整体受益于医保内销售放量 and 国产替代。展望 2025 年，我们认为随着带量采购提升了行业集中度，叠加化药龙头积极向创新药转型，化学制剂行业有望呈现强者恒强的态势。

根据申万分类，创新药公司主要分布在化学制剂和其他生物制品子行业。2024 年，创新药行业的政策扶持力度明显加大。2024 年 7 月发布的《全链条支持创新药发展实施方案》充分体现了国家对于推动创新药全产业链发展的决心，同时对创新药发展生态进行全方位的改革和提升。2024 年下半年，北京、上海、广东、成都等地陆续出台相应支持创新药细则，内容包括加快新药审评审批进度、奖励与补贴真创新项目、优化新药上市推广与支付程序等。回顾导致 2021-2024 年创新药行业出现调整的因素，主要包括：1) 市场对创新药企业盈利能力担忧；2) 市场对热门靶点的扎堆研发而产生了激烈的低效竞争的担忧；3) 多款创新药的出海进程受挫，导致市场对创新药企业国际化前景产生质疑；4) 在美国高利率背景下，市场对投资回报的担忧。展望 2025 年，随着美国高利率风险逐渐解除，创新药医保支付、定价将获得较大改善，我们认为市场对于创新药的关注度有望重新提升。我们看好的投资机会包括：1) 化药龙头公司向创新药转型；2) 拥有成熟商业化平台的创新药公司。

我们的首选股：**翰森制药**（3692 HK，买入，目标价：HK\$24.15，详见翰森制药（3692 HK）：创新药和合作收入抵消仿制药收入下滑）：公司是化药龙头企业之一，近年来积极向创新药和对外合作方向拓展，有效地抵御了集采降价影响。根据 1H24 报告，公司创新药收入达 36.3 亿元，占公司产品销售收入的比例上升至 71.1%（2023 年为 67.9%）。1H24，公司合作收入 14.0 亿元（1H23 仅

为 0.28 亿元)。我们预计公司营收/归母净利润 2023-26 年 CAGR 为 7.8%/4.5%。我们基于 DCF 的目标价为 HK\$24.15 (WACC: 8.5%, 永续增长率 4.0%)，最新目标价对应 2025 年 P/E 为 39X。我们预计，随着市场对公司创新能力、业务转型和充裕现金流的认可，公司有望获得价值重估。

再鼎医药 (ZLAB US, 买入, 目标价: US\$62.32, 详见再鼎医药 (ZLAB US) 2023 年业绩符合预期, 关注卫伟迦商业化进展): 公司拥有领先的药物组合, 预期多个产品将于近两年上市, 其中包括 TIVDAK, Bemarituzumab 及咕诺美林-曲司氯铵 (KarXT) 有望于 2025 年上市。公司 23/24 年上市的重磅产品主要为卫伟迦 (艾加莫德), 我们预测卫伟迦 2024-26 的营收为 0.61 亿美元/1.08 亿美元/1.93 亿美元。我们的新目标价格 (WACC: 11.2%, 永续增长率 3.0%) 对应 2025 年企业价值/营收为 11 倍, 大幅高于同行平均水平 5 倍 2025 年企业价值/营收。考虑到公司未来预计销售增长及新产品上市的影响, 我们认为公司估值溢价合理。

2.4.2 生物制品: 部分子行业 2025 年有望实现困境反转

2024 年, 受宏观经济环境影响, 二类自费疫苗的销售出现较大下滑。1Q-3Q24, 疫苗行业收入增速为 -11.10%/-32.75%/-46.79%。生物制品行业长期依赖单品驱动业绩增长, 由于不同公司的产品所处的生命周期和竞争格局各不相同, 因此 2024 年行业内公司业绩表现出现较大的分化。以 HPV 疫苗为例, 根据中检院批签发数据, 2024 年 1-10 月, 9 价 HPV 疫苗批签发 100 批次, 万泰及沃森 2 价 HPV 疫苗分别批签发 43 批和 14 批, 较去年同期有较大幅度下降 (2023 年, 9 价 HPV 疫苗批签发 149 批次, 2 价 HPV 疫苗批签发 317 批次)。而由于竞争格局日趋激烈, 2024 年 6 月, 华兰疫苗 (华兰生物 (002007 CH) 子公司) 决定自 2024 年 6 月 5 日起对公司四价流感疫苗产品价格进行调整: 四价流感病毒裂解疫苗 (成人剂型、预充式 0.5ml/支) 调整至 88 元/支; 四价流感病毒裂解疫苗 (成人剂型、西林瓶 0.5ml/瓶) 调整至 85 元/瓶。

展望 2025 年, 我们仍然看好竞争格局良好、持续放量、增长潜力不断兑现的高成长性品种, 以及生物制品集采影响出清后的发展机会 (比如胰岛素)。

我们的首选股: 康泰生物 (300601 CH, 买入, 目标价 RMB 33.69, 详见康泰生物 (300601 CH) 狂犬疫苗、水痘疫苗有望近两年放量; 海外拓展加速): 根据公司公告, 水痘减毒活疫苗已于 2024 年 4 月获批上市, 将于今年推进准入工作, 我们预计 25 年将实现放量。同时, 公司重点布局多联多价、成人疫苗以及创新疫苗, 市场空间广阔, 为公司持续增长提供动力。我们预测公司 2024-26 年营收/归母净利润 CAGR 分别为 26%/39%。DCF 目标价为 33.69 元 (WACC: 8.7%, 永续增长率 2.0%), 对应 2025 年的 P/E 为 21x。我们认为公司的 PCV13 和 HDCV 疫苗市场潜力巨大, 海外业务积极开展, 有望在未来几年带来业绩惊喜, 因此公司理应享有一定估值溢价。

2.4.3 中药: 品牌 OTC-TCM 长期受益医改政策红利

2024 年, 虽然受到药品价格治理、医疗反腐、带量采购等影响, 1Q-3Q24 中药行业净利润增速仍然保持平稳增长。我们认为, 中药行业仍属于国家政策重点扶持的子行业, 同时, 老龄化人口比例提高将提高疾病预防需求, 因此中药行业未来有望在收入稳定增长的同时, 利润出现显著改善。从成本端来看, 2022-23 年疫情期间, 大部分中药材价格都处于历史高位, 近期随着宏观消费环境的疲弱, 大部分中药材价格都保持平稳。以成都中药材价格指数为例, 2024 年 1 月为 253, 12 月为 255。

展望 2025 年, 我们看好品牌非处方中成药 (OTC-TCM): 1) OTC-TCM 将持续受益于医疗消费化趋势和潜在的涨价预期。部分国企非处方中成药的表现将同时受益于国企改革预期的催化作用。2) 在药品价格治理过程中, 品牌力强的 OTC-TCM 产品, 价格体系管理完善, 对业绩影响不大。3) 品牌中药对渠道有更强的掌控力, 确保产品价格上涨的红利能反应到公司报表。

我们的首选股: 马应龙 (600993 CH, 买入, 目标价: RMB37.49, 详见马应龙 (600993 CH) 传承与创新让老字号中药品牌保持活力; 首次覆盖给予买入评级): 我们认为, 马应龙依托肛肠领域的品牌影响力和产品产业的结构优势, 通过一系列“守正出奇”的策略打造“国药新网红”形象, 保持了四百年老字号品牌年轻活力。我们预计公司 23-26E 收入和利润的 CAGR 分别为 17.7%和 20.1%。我们基于 DCF 的目标价 37.49 元 (WACC: 9.0%, 永续增长率 1.0%) 对应公司 2025 年 24xPE 估值, 略高于行业平均 23x PE 估值水平。考虑到马应龙治痔类产品领先的品牌力以及“医+药+健康”全产业链的发展潜力, 我们认为享受一定估值溢价较为合理。

东阿阿胶 (000423 CH, 买入, 目标价: RMB83.78, 详见东阿阿胶 (000423 CH) 阿胶龙头外延健康消费品和拓展客户群体; 首次覆盖给予买入评级): 在实施了包括“四个重塑”和“1238”战略在内的多项改革后, 东阿阿胶的运营取得了显著改善, 优化了运营效率。过去几年, 公司的收入和盈利能力都回到了复苏轨道, 我们预计公司将保持这一增长势头。我们预计, 东阿阿胶在 2023-26E 的收入 CAGR 20%, 这主要得益于其不断扩大的产品组合和客户群体带来的市场份额的增长。我们基于 DCF 的目标价 83.78 元 (WACC: 8.6%, 永续增长率 1.5%) 对应公司 2025 年 31xPE 估值, 对于行业平均估值水平 23 倍溢价约 35%。考虑到公司在中药行业地位、知名品牌效应和 OTC 市场产品销售的领先地位, 我们认为享受一定估值溢价较为合理。

2.4.4 医药商业: 互联网医药电商有望迎来新的发展机遇

2024 年, 医药商业除了面对不利的宏观消费环境, 下游医疗需求不振等局面, 还受到药品价格调整、医保核查等影响行业业绩增长的趋严的政策环境制约。除 1Q24 受同期低基数影响, 线下药店的收入 YoY 增速达到 11.44% 外; 医药商业各子行业其余季报期的收入增速均低于 5%, 净利润增速同比均为负增长。受宏观政策环境较大变化影响, 2025 年医药商业公司必须改变经营模式、守正创新才能抵御业绩的下行风险。比如, 医药流通公司应布局批零一体化、器械配送、中药配送等创新业务以提升公司效益。线下药房公司则需要缩减资本开支, 聚焦精耕细作, 提高运营效率。

展望 2025 年, 我们认为互联网医药电商面临不错的发展前景。我们认为: 1) 影响互联网电商的高基数 (比如, 2023 年底流感影响) 在 2024 年逐渐出清; 2) 药价治理中, 国家医保局以网络售药平台“即送价”为锚点, 显示国家对于互联网平台能发挥药价治理重要作用的认可。此外, 多省开放了线上购药医保结算权限, 将大幅提升医药电商的用户数和使用频率; 3) 国家政策支持“互联网+医疗健康”的发展。未来, 国家将完善“互联网+”医疗服务医保支付政策, 我们预计将进一步推动医药电商市场的渗透。互联网药房将在未来加速布局线下门店, 通过线上线下融合的方式提升用户体验和服务质量

我们的首选股: 京东健康: (6618 HK, 买入, 目标价: HK\$ 42.61, 详见京东健康 (6618 HK) 利润稳步增长, 全方位创新巩固行业优势): 面对 2024 年疲弱的宏观消费环境, 公司持续聚焦“零售药房+医药健康服务”生态闭环, 全渠道布局业务协同与优势互补, 不断强化行业领先的供应链体系。根据 1H24 财报, 公司通过不断开放自身供应链和医疗健康服务能力, 与生态上下游紧密合作, 深挖相应客户需求、提升客户复购率和新用户留存率, 从而保持了稳健的收入增速。我们预测公司 2023-2026E 的收入和归母净利润 CAGR 分别为 9.7%/22.3%。我们 HK\$42.61 的目标价 (WACC: 10.6%, 永续增长率 3.0%) 对应 2.3 倍的 2025 年 P/S, 高于互联网医疗可比平台的 1.4 倍均值。鉴于京东健康有更活跃的客户、更高的第三方佣金以及更多的医疗产品销售, 我们认为公司理应获得估值溢价。

2.4.5 医疗器械: 龙头企业将受益于医疗系统招投标恢复常态

1Q-3Q24 年, A 股医疗设备行业收入增速和净利润增速分别为 -1.69%/ -0.96%/ -3.85% 和 -6.18%/ -9.76%/ -30.66%, 显示医疗设备行业受医疗系统招投标延后影响仍在持续。然而, 龙头公司利用海外出口和国产替代等利好, 有效地抵御了政策的下行风险 (比如带量采购和反腐)。展望 2025 年, 受益于医疗新基建带来的新增需求, 叠加医疗系统招投标恢复, 医疗设备行业龙头公司的成长性将更为显著。

1Q-3Q24 年, A 股医疗耗材领域收入增速和净利润增速分别为 2.30%/ 11.67%/ 10.62% 和 11.66%/ 12.47%/ 13.57%。2023 年, A 股防疫相关的医用耗材、体外诊断行业的收入、利润增速出现较大调整, 部分影响了 1Q24 业绩增长。2Q24 以后, 医疗耗材领域的疫情影响和集采影响基本出清。展望 2025 年, 随着影响行业发展的负面因素逐渐消除, 我们认为医疗耗材行业将回归行业正常增长通道。其中, 随着医疗需求的稳步发展, 叠加集采逐渐落地, 与手术有关的高值耗材、IVD 等行业将重回增长通道。

我们的首选股: 迈瑞医疗 (300760 CH, 买入, 目标价: RMB418.10, 详见迈瑞医疗 (300760 CH) 业绩符合预期, 体外诊断业务驱动增长): 得益于公司在海外持续的高端客户突破, 公司 2024 年整体经营稳健, 有效地抵御了医疗体系招投标放缓的影响。我们预计公司 2023-26 年收入 CAGR 和净利润 CAGR 为 15%。我们认为迈瑞医疗作为医疗器械龙头, 受益于国内医疗新基建、国产替代化和

海外拓展，理应享有一定溢价。我们基于 DCF 的目标价 418.10 元（WACC: 7.5%，永续增长率 3.0%），对应 30 倍的 2025 年 P/E，高于同业 18 倍的平均水平，凸显其行业领先地位。

2.4.6 医疗服务：2025 年将重回增长通道

1) 医院业务

始于 2023 年中的医疗反腐，对医院行业估值造成显著影响。从中国医疗行业的供需变化来看，2023 年民营医院床位数 YoY 增长达到 7.3%（公立医院为 YoY 3.2%），2024 年 1-4 月份就诊人数的增幅，民营医院为 10.8%（公立医院为 13.8%）。这些数据显示民营医院已经成为中国多层次医疗服务的重要组成部分。展望 2025 年，随着医疗行业改革的深化，高质量的医疗服务有望激发就医需求的释放。我们认为，随着国家对社会办医的鼓励和支持，社会办医已经越发成为激活医疗消费需求、满足差异化医疗服务需要的重要力量。此外，受益于医疗服务价格改革的推进，为民营医疗机构的价格提升打开空间。

在“三医”联动改革中，医保已成为推动医疗服务行业发展的重要驱动力。以辅助生殖为例，当前已将部分辅助生殖项目纳入医保的有北京、广西、甘肃、山东、上海、湖北、广东、云南、四川等地区。根据广西医保局数据，自广西地区在 2023 年 11 月将辅助生殖纳入医保后，截至 2024 年 10 月 31 日，一年内，广西开展的治疗性辅助生殖医疗服务项目门诊结算人次已达 15.77 万人次，医保基金支出为 3.17 亿元，平均报销比例为 58.59%，极大减轻参保人员医疗费用负担。根据锦欣生殖 24 年中期电话会，1Q24 广西地区辅助生殖初诊量同比有 40% 增长。随着医保对医疗服务领域的支持力度加大，医疗服务行业的盈利有望持续回升。

我们的首选股：在医院领域，海吉亚(6078 HK, 买入，目标价: HK\$44.96, 详见海吉亚(6078 HK) 1H24 业绩稳健增长，未来有望持续提升盈利能力)：海吉亚为市场上唯一的以肿瘤专科医院为特色的医疗服务上市公司。随着公司业务规模扩大与并购医院的收入快速增长，我们预计公司 24-26 年收入增速有望达到 50%/26%/22%。公司在 1H24 业绩说明会上表示大规模投入高峰期已过，未来公司将更多专注于提高内生增长。考虑到公司业务的增长性以及行业竞争格局，我们认为应给予公司行业 2025 年 P/E 均值 (22x) 溢价 20% 的估值水平 (18x P/E*2025 年 EPS)，即目标价为 HK\$ 44.96（港币与人民币汇率为 0.91），以反映我们对海吉亚医院肿瘤业务的看好。

锦欣生殖 (1951 HK, 买入，目标价: HK\$4.78, 详见锦欣生殖 (1951 HK) 围绕辅助生殖，打一体化生育服务；首次覆盖给予买入)：随着对辅助生殖 (AR) 技术的了解愈加广泛，服务愈加普及，政府政策的支持力度逐步加大，中国的辅助生殖服务市场也在不断增长。我们预计锦欣在 2023-26 年的收入 CAGR 为 15%；同期净利润 CAGR 为 21%，略快于收入的增长。基于港币/人民币汇率 0.91，和 29x2024 年 PE 估值（基于国内可比公司平均水平，相当于 24x2025 年 PE 估值），我们得出目标价为 HK\$4.78。我们对锦欣的长期业务发展充满信心，并看好中国辅助生殖市场的持续扩张所带来的价值重估潜力。

2) CXO/CXO

2024 年 12 月 7 日，美国公布了 2025 财年《国防授权法案》(NDAA) 最终协议文本，显示《生物安全法案》未被列入其中。2024 年 1 月以来，美国众议院议员提交《生物安全法案》草案，要求美国商务部、财政部和国防部对部分中国 CXO 公司进行制裁。2024 年，《生物安全法案》成为影响我国生物医药产业和 CXO 行业估值的重要外部因素。随着《生物安全法案》纳入 NDAA 失败，意味着短期内扰动 CXO 行业估值的负面因素消除。

我们认为，CXO 行业融资端与需求端有望持续好转。11 月 7 日，美国联邦储备委员会宣布将联邦基金利率目标区间下调 25ppt 到 4.50% 至 4.75% 之间。随着全球进入降息周期，我们预计医药投融资环境有望在 2025 年改善。从需求端来看，以 GLP-1 为代表的多肽药物快速放量 and ADC 市场的持续扩容，为全球 CXO 行业带来新的业务增量。受益于全球医药研发行业需求的持续复苏，我们认为，龙头 CXO 公司有望在 2025 年实现利润率提升，同时保持业绩长期的成长性。1Q-3Q24 年，A 股 CXO 行业收入增速为 -12.32%/-9.45%/-1.69%，显示行业的收入降幅已经开始收窄。

我们的首选股：在 CRO 领域，药明生物 (2269 HK, 买入，目标价: HK\$ 26.12, 详见药明生物 (2269 HK) 在充满挑战的市场环境中，仍保持营收增长)：在 2024 年上半年，药明生物新增了 61 个综合 CRDMO 项目，使项目总数达到 742 个。从分子种类来看，ADC 是最大的贡献者，同比增

加 52% 至 167 个项目，这主要受到行业需求增加的推动。我们认为，公司的抗体偶联药物（ADC）分子业务有望从行业强劲需求中受益，我们预计 2023-2026 年期间营收/ 归母净利润的年复合增长率为 12%/7%。基于 DCF 的目标价为 HK\$ 26.12（WACC：9.9%，永续增长率 2.0%），对应 2025 年的 P/E 为 26x。

图表 59：根据对 2025 年医疗行业政策前景的分析

公司名称	股票代码	评级	目标价	推荐原因
翰森制药	3692 HK	买入	HK\$24.15	近年来积极向创新药和对外合作方向拓展，有效地抵御了集采降价影响。
再鼎医药	ZLAB US	买入	US\$62.32	公司拥有领先的药物组合，预期多个产品将于近两年上市，其中包括 TIVDAK，Bemarituzumab 及咕诺美林-曲司氯铵（KarXT）有望于 2025 年上市。
康泰生物	300601 CH	买入	RMB33.69	公司重点布局多联多价、成人疫苗以及创新疫苗，市场空间广阔，为公司持续增长提供动力。
马应龙	600993 CH	买入	RMB37.49	考虑到马应龙治痔类产品领先的品牌力以及“医+药+健康”全产业链的发展潜力，我们认为享受一定估值溢价较为合理。
东阿阿胶	000423 CH	买入	RMB83.78	在实施了包括“四个重塑”和“1238”战略在内的多项改革后，东阿阿胶的运营取得了显著改善，优化了运营效率。过去几年，公司的收入和盈利能力都回到了复苏轨道，我们预计公司将保持这一增长势头。
京东健康	6618 HK	买入	HK\$ 42.61	公司不断开放自身供应链和医疗健康服务能力，与生态上下游紧密合作，深挖相应客户需求、提升客户复购率和新用户留存率，公司保持了稳健的收入增速。
迈瑞医疗	300760 CH	买入	RMB418.10	得益于公司在海外持续的高端客户突破，公司 2024 年整体经营稳健，有效地抵御了医疗体系招投标放缓的影响。
海吉亚	6078 HK	买入	HK\$44.96	肿瘤专科龙头企业，拥有快速自建扩张和并购扩张的高效运营模式；受益于就医需求释放。
锦欣生殖	1951 HK	买入	HK\$76.81	公司围绕辅助生殖，打一体化生育服务。考虑到国家对生育领域的政策扶持，我们看好中国辅助生殖市场的持续扩张所带来的价值重估潜力。
药明生物	2269 HK	买入	HK\$26.12	受益于全球医药研发行业需求持续复苏，我们认为，龙头 CXO 公司有望在 2025 年实现利润率提升，同时保持业绩长期的成长性。

数据来源：公司数据，华兴证券预测。仅包括我们已经覆盖的公司。

图表 60: 华兴医药覆盖公司估值表

公司名称	股票代码	收盘价 2025/1/9	市值 (百万 美元)	EPS				P/E				EPS CAGR 2023-26E
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
创新药												
天演药业	ADAG.O	US\$1.95	86	-US\$3.02	-US\$3.57	N/A	N/A	-1	-1	N/A	N/A	N/A
百济神州	6160.HK	HK\$110.10	19,607	-US\$0.64	-US\$0.40	US\$0.10	US\$0.52	-21	-250	1002	193	N/A
信达生物	1801.HK	HK\$33.10	6,970	-RMB0.66	-RMB0.27	RMB0.64	RMB1.61	-46	-112	47	19	N/A
创胜集团	6628.HK	HK\$0.60	34	-RMB1.14	-RMB1.30	-RMB1.24	-RMB0.44	0	0	0	-1	N/A
再鼎医药	ZLAB.O	US\$24.30	2,659	-US\$3.42	-US\$3.13	-US\$2.10	US\$0.22	-7	-8	-12	110	N/A
仿制药												
翰森制药	3692.HK	HK\$16.48	12,574	RMB0.52	RMB0.56	RMB0.57	RMB0.63	29	27	26	24	7%
石药集团	1093.HK	HK\$4.46	6,672	RMB0.49	RMB0.50	RMB0.53	RMB0.57	9	9	8	8	5%
CRO												
泰格医药	300347.SZ	RMB50.25	6,046	RMB2.32	RMB2.55	RMB3.05	RMB3.59	22	20	16	14	16%
药明康德-H	2359.HK	HK\$52.75	19,582	RMB3.24	RMB3.19	RMB3.57	RMB4.05	16	17	15	13	8%
药明生物	2269.HK	HK\$16.92	8,930	RMB0.78	RMB0.74	RMB0.90	RMB0.96	22	23	19	18	7%
疫苗												
康泰生物	300601.SZ	RMB14.97	2,326	RMB0.77	RMB1.18	RMB1.62	RMB2.05	19	13	9	7	39%
智飞生物	300122.SZ	RMB24.96	8,312	RMB3.36	RMB2.03	RMB2.09	RMB2.22	7	12	12	11	-13%
医药流通												
上海医药-A	601607.SH	RMB20.07	10,352	RMB1.02	RMB1.56	RMB1.66	RMB1.73	20	13	12	12	19%
国药控股	1099.HK	HK\$20.15	8,083	RMB2.90	RMB3.20	RMB3.66	RMB4.17	7	6	6	5	13%
医疗器械												
迈瑞医疗	300760.SZ	RMB236.28	39,851	RMB9.55	RMB11.75	RMB13.86	RMB15.71	25	20	17	15	18%
血制品												
博雅生物	300294.SZ	RMB28.99	2,034	RMB0.94	RMB1.18	RMB1.35	RMB1.51	31	25	21	19	17%
华兰生物	002007.SZ	RMB16.11	4,098	RMB0.81	RMB0.93	RMB1.09	RMB1.29	20	17	15	12	17%
互联网医药												
京东健康	6618.HK	HK\$28.40	11,677	RMB0.68	RMB1.09	RMB1.22	RMB1.19	42	26	23	24	21%
平安好医生	1833.HK	HK\$6.25	899	-RMB0.11	RMB0.08	RMB0.05	RMB0.07	-57	78	125	89	-186%
非处方中成药												
华润三九	000999.SH	RMB50.53	6,849	RMB2.22	RMB2.68	RMB2.92	RMB3.22	23	19	17	16	13%
片仔癀	600436.SH	RMB205.50	17,247	RMB4.64	RMB5.23	RMB6.25	RMB7.28	44	39	33	28	16%
同仁堂	600085.SH	RMB37.85	7,221	RMB1.22	RMB1.54	RMB1.81	RMB2.05	31	25	21	18	19%
云南白药	000538.SZ	RMB57.20	14,197	RMB2.29	RMB2.53	RMB2.70	RMB2.99	25	23	21	19	9%
神威药业	2877.HK	HK\$8.14	865	RMB1.28	RMB1.36	RMB1.46	RMB1.69	7	7	6	5	10%
东阿阿胶	000423.SZ	RMB61.75	5,532	RMB1.79	RMB2.26	RMB2.75	RMB3.33	34	27	22	19	23%
马应龙	600993.SH	RMB24.82	1,488	RMB1.03	RMB1.33	RMB1.59	RMB1.78	24	19	16	14	20%
医院												
海吉亚	6078.HK	HK\$13.78	1,101	RMB1.08	RMB1.48	RMB1.86	RMB2.38	14	10	8	6	30%
锦欣生殖	1951.HK	HK\$2.52	893	RMB0.12	RMB0.15	RMB0.18	RMB0.22	23	18	15	13	22%
线下药房												
老百姓	603883.SH	HK\$15.68	1,658	RMB1.59	RMB1.96	RMB2.51	RMB3.01	11	9	7	6	24%
益丰药房	603939.SH	HK\$24.45	4,124	RMB0.94	RMB1.16	RMB1.48	RMB1.78	29	23	18	15	24%
中医诊疗												
固生堂	2273.HK	HK\$28.35	888	RMB1.05	RMB1.50	RMB2.00	RMB2.62	30	21	16	12	36%

数据来源: 万得, 华兴证券预测

行业风险

- **监管的不确定性：**中国的医疗改革仍在往前推进，相应的政策变化，包括仿制药、中药产品和医疗器械的带量采购，以及 DRG/DIP 的实施，已经在很大程度上被纳入公司的估值考虑因素。如果医疗监管机构发布新的改革措施来控制成本或进一步收缩对药品销售的监管，相关公司的财务状况可能会受到影响。
- **融资活动复苏慢于预期：**医药企业，尤其是专注于创新药物研发的企业，严重依赖股权融资来资助其研发。2021 年以来，受新冠疫情和市场低迷表现的影响，行业的融资进程已大幅放缓。融资环境如维持较长时间的不利局面，将可能会影响医药公司的研发、商业化进展及财务状况。
- **药品价格下降：**虽然受带量采购和医保谈判影响导致的药品价格下降已逐渐稳定，带量采购范围的扩大仍可能会影响到竞争激烈的仿制药品种销售。此外，销售量的扩大可能不足以抵消相关产品的降价所带来的影响。这两种情况的出现都可能影响公司的业绩表现。
- **出生率下降：**近年来，中国的生育率开始下降，全国数据显示，2023 年人口仍呈净下降趋势。出生人数减少对疫苗公司的影响最大（在我们的覆盖公司中），尤其是从疫苗规划中获益的公司。人口减少也会影响医疗公司的长期增长前景。
- **宏观经济影响：**鉴于部分医疗品的可选消费品属性，比如大健康产品、OTC-TCM、疫苗等，中国经济长期低迷对消费者消费能力造成一定压力，可能会削弱其销售额，从而对公司的财务业绩产生负面影响。

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。