

# 华创医药投资观点&研究专题周周谈·第114期

## 精麻行业近况更新及2025年经营展望

本周专题联系人：朱珂琛

华创医药团队：

首席分析师 郑辰

执业编号：S0360520110002 邮箱：zhengchen@hcyjs.com

联席首席分析师 刘浩

执业编号：S0360520120002 邮箱：liuhao@hcyjs.com

医疗器械组组长 李婵娟

执业编号：S0360520110004 邮箱：lichanjuan@hcyjs.com

中药和流通组组长 高初蕾

执业编号：S0360524070002 邮箱：gaochulei@hcyjs.com

分析师 万梦蝶

执业编号：S0360523080008 邮箱：wanmengdie@hcyjs.com

分析师 王宏雨

执业编号：S0360523080006 邮箱：wanghongyu@hcyjs.com

分析师 朱珂琛

执业编号：S0360524070007 邮箱：zhukechen@hcyjs.com

本报告由华创证券有限责任公司编制

卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议。

请仔细阅读PPT后部分的分析师声明及免责声明。

# 第一部分

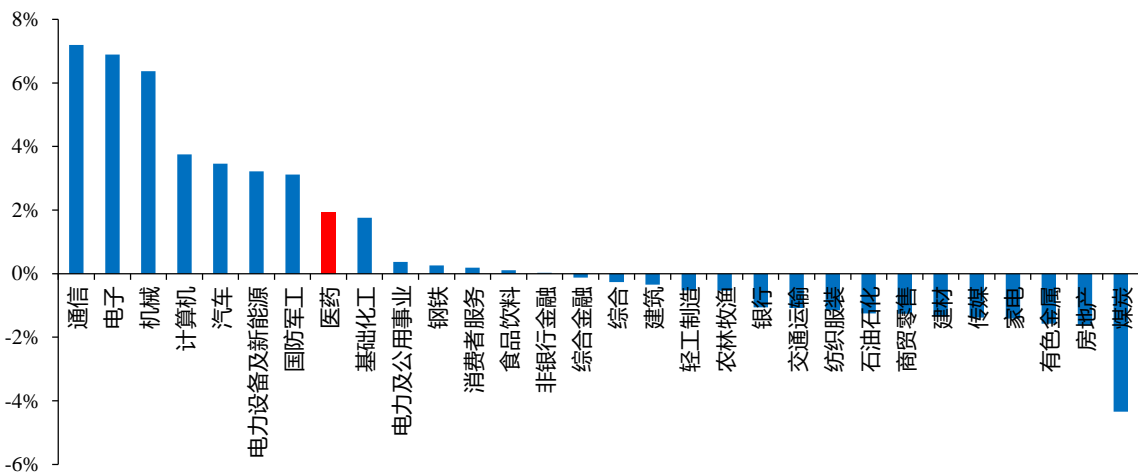
01 行情回顾

02 板块观点和投资组合

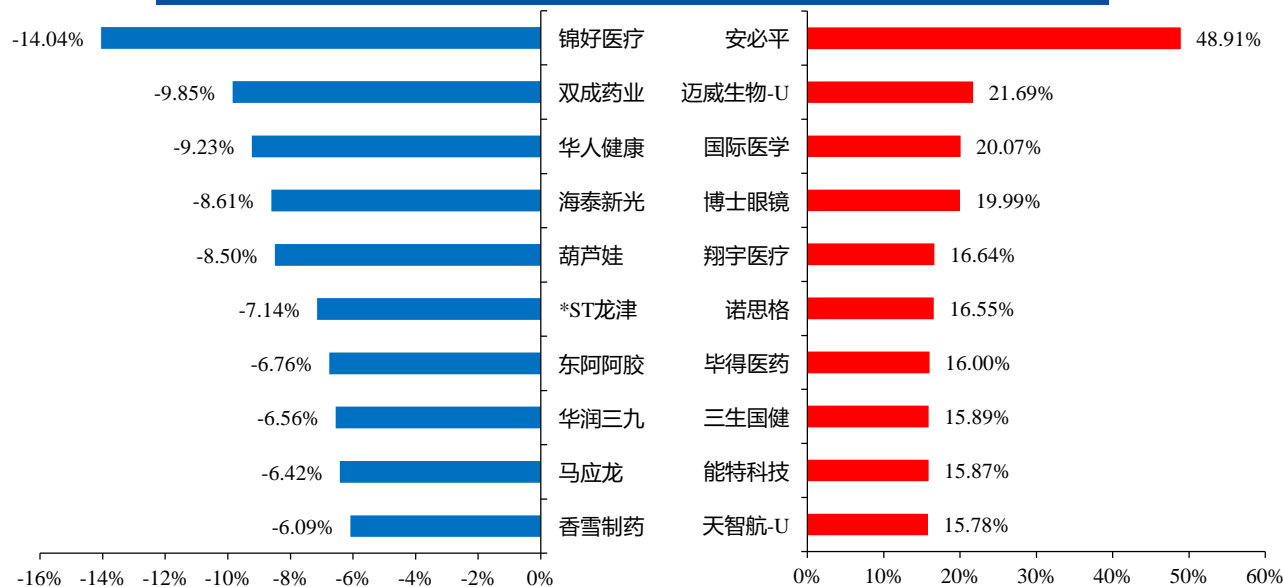
03 行业和个股事件

- 本周，中信医药指数上涨1.93%，跑赢沪深300指数1.44个百分点，在中信30个一级行业中排名第8位。
- 本周涨幅前十名股票为安必平、迈威生物-U、国际医学、博士眼镜、翔宇医疗、诺思格、毕得医药、三生国健、能特科技、天智航-U。
- 本周跌幅前十名股票为锦好医疗、双成药业、华人健康、海泰新光、葫芦娃、\*ST龙津、东阿阿胶、华润三九、马应龙、香雪制药。

## 本周中信一级行业指数涨跌幅



## 本周涨幅排名前/后十名的股票



## 第二部分

01 行情回顾

**02 板块观点和投资组合**

03 行业和个股事件

- **整体观点：**当前医药板块的估值处于低位，公募基金（剔除医药基金）对医药板块的配置处于低位，考虑到美债利率等宏观环境因素的积极恢复、大领域大品种对行业的拉动效应，我们对2025医药行业的增长保持乐观。投资机会上，我们认为有望百花齐放。
- **创新药：**看好国内创新药行业从数量逻辑（me-too速度、入组速度等经营指标）向质量逻辑（BIC/FIC等产品指标）转换，迎来产品为王的阶段。2025年，建议更加重视国内差异化和海外国际化的管线，看好最终能够兑现利润的产品和公司。建议关注：恒瑞、百济、贝达、信达、康方、科伦、康宁、诺诚健华、科济、康诺亚、和黄、先声、首药、歌礼、金斯瑞传奇、翰森、荣昌等。
- **医疗器械：**1) 国务院2024年3月发布的设备更新政策正在加速推进，各地方陆续出台具体更新方案，关注订单落地后给相关公司带来的业绩增量，首推迈瑞医疗、澳华内镜、开立医疗、新华医疗、海泰新光；2) IVD关注集采弹性和高增长，首推新产业、安图生物、迪瑞医疗、普门科技；3) 高值耗材关注电生理赛道和骨科赛道。骨科首推春立医疗，关注三友医疗、威高骨科等。电生理关注惠泰医疗、微电生理；4) 低值耗材处于低估值高增长状态，国内受益产品升级及渠道扩张，海外订单逐季度恢复，关注维力医疗、振德医疗；5) 医保控费等环境下，ICL渗透率有望提升，推荐金域医学，关注迪安诊断。
- **创新链（CXO+生命科学服务）：**海外投融资有望持续回暖，国内投融资底部盘整有望触底回升，创新链浪潮正在来临，底部反转正在开启。CXO：产业周期或趋势向上，目前已传导至订单面，有望逐渐明显传导至业绩面，25年有望重回高增长车道。生命科学服务：行业需求有所复苏，供给端出清持续，此前加杠杆式经营模式，相关公司有望在进入投入回报期后带来高利润弹性。长期来看，行业渗透率仍非常低，国产替代依旧大趋势。此外，并购整合助力公司做大做强有望成为贯穿板块生命周期的一条主线。
- **医药工业：**特色原料药行业成本端有望迎来改善，估值已处于近十年低位，行业有望迎来新一轮成长周期。建议关注重磅品种专利到期带来的新增量和纵向拓展制剂逐步进入兑现期的企业。建议关注同和药业、天宇股份、华海药业。

- **中药：**1) 基药：目录颁布虽有迟到，但预计不会缺席，考虑到独家基药增速远高于非基药，预计未来市场会反复博弈基药主线，建议关注昆药集团、康缘药业、康恩贝，相关弹性标的还有方盛制药、盘龙药业、贵州三力、新天药业、立方制药等；2) 国企改革：2024年以来央企考核体系调整后更重视ROE指标，有望带动基本面大幅提升，建议重点关注昆药集团；其他优质标的还包括太极集团、康恩贝、东阿阿胶、达仁堂、江中药业、华润三九等；3) 其他：新版医保目录解限品种，如康缘药业等；兼具老龄化属性+中药渗透率提升+医保免疫的OTC企业，建议关注确定性强的细分适应症龙头以及高分红标的，如片仔癀、同仁堂、东阿阿胶、达仁堂、羚锐制药（高分红）、江中药业（高分红）、马应龙等；具备爆款特质的潜力大单品：以岭药业（八子补肾）、太极集团（藿香正气、人工虫草）、健民集团（体培牛黄）等。
- **药房：**展望2025年，考虑到处方外流+格局优化等核心逻辑有望显著增强，结合估值处于历史底部，我们坚定看好药房板块投资机会，具体为1) 处方外流或提速：“门诊统筹+互联网处方”已成为当下处方外流的较优解，更多省份有望跟进；同时各省电子处方流转平台逐步建成，前提条件已经具备，处方外流或进入倒计时；2) 竞争格局有望优化：随着B2C、O2O增速放缓，药房与线上的竞争中逐渐由弱势回归均势，悲观时期已经过去，线上线下融合大潮或将加速到来；此外，相较于中小药房，上市连锁具备显著优势，线下集中度稳步提升趋势明确。综合来看，我们建议关注老百姓、益丰药房、大参林、漱玉平民、健之佳、一心堂，排名不分先后。
- **医疗服务：**反腐+集采净化医疗市场环境，有望完善医疗行业市场机制、推进医生多点执业，在长周期下民营医疗综合竞争力有望显著提升；同时商保+自费医疗的快速扩容，有望为民营医疗带来更多差异化竞争优势。建议关注：1、固生堂：需求旺盛且复制性强的中医赛道龙头；2、眼科：华夏眼科、普瑞眼科、爱尔眼科等；3、其他细分赛道龙头：海吉亚医疗、国际医学、通策医疗、三星医疗、锦欣生殖。
- **血制品：**十四五期间浆站审批倾向宽松，采浆空间进一步打开，各企业品种丰富度不断提升、产能稳步扩张，行业中长期成长路径清晰。随着疫情的放开，血制品行业供给端和需求端均有较大弹性有待释放，各公司业绩也有望逐步改善。建议关注天坛生物、博雅生物。

## | 精麻行业报告目录

### 深度系列

- 人福医药 (600079) 深度研究报告：麻药龙头，归核化持续推进
- 恩华药业 (002262) 深度研究报告：专注中枢神经，研发加码
- 苑东生物 (688513) 跟踪分析报告：国际化与精麻线兑现，经营发展迎新周期

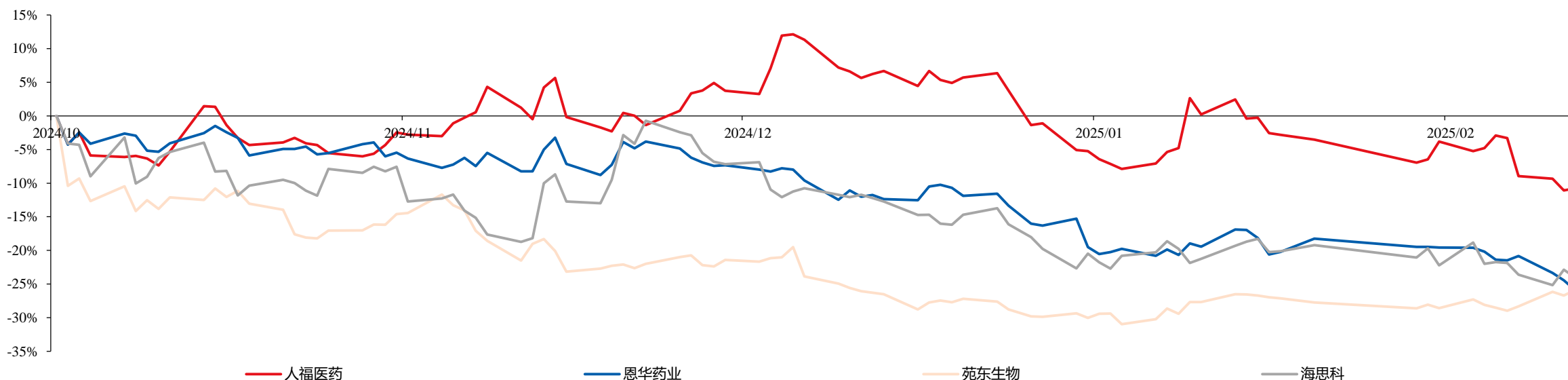
### 跟踪专题

- **华创医药投资观点&研究专题周周谈第114期：精麻行业近况更新及2025年经营展望**
- 华创医药投资观点&研究专题周周谈第68期：精麻行业近况更新及2024年经营展望
- 华创医药周观点20230909：人福医药研发管线拆解
- 华创医药周观点20230812：恩华药业研发管线拆解
- 华创医药周观点20230728：对比人福医药和恩华药业
- 华创医药周观点20230224：麻醉领域近十年全球新药进展梳理
- 华创医药周观点20230107：手术恢复，关注麻醉药品和器械

## 近期精麻行业整体调整幅度明显

- 2024年四季度以来恩华药业、海思科、苑东生物股价出现明显调整，人福医药自12月起也开始大幅回撤，精麻整体股价表现不佳，我们认为，市场对精麻方向的主要担忧包括：
- 第一，对行业政策风险的担忧。**2024Q4精麻行业政策变动频繁，一方面，集采节奏加快开，2024年底河北两次集采分别涉及到第二类精神药品和恩华的核心产品依托咪酯；另一方面，12月15日精麻管理条例修订，其中第三十三条“麻醉药品和精神药品实行政府定价，在制定出厂和批发价格的基础上，逐步实行全国统一零售价格。”调整为“麻醉药品和第一类精神药品实行政府指导价。”市场担心精麻药品的定价逻辑可能发生变化。
- 第二，对行业未来稳定增长的担忧。**2024年医药反腐常态化开展，同时DRG 2.0时代担心院内手术量增速放缓，市场担心精麻行业的需求以及企业业绩存在一定不确定性。

### 精麻行业2024Q4至今股价复盘



## 政策层面：2024年底部分联盟集采再度引发对行业的担忧

### ■ 京津冀赣化学药品集采：首次纳入二类精神药品

- 2024年11月22日，河北药械中心发文牵头京津冀联盟集采，其中纳入布托啡诺、地佐辛、纳布啡、喷他佐辛、氨酚羟考酮、奥沙西洋等二类精神药品纳入集采目录，成为多年以来首次针对精麻管制药品展开的集采。此次集采仅江西跟标，实际覆盖到河北+江西两个省份。2024年12月10日，集采结果公布，其中喷他佐辛和奥沙西洋流标，苑东生物独家中选布托啡诺，南京优科独家中选地佐辛，人福医药和国药国瑞联合中选纳布啡，人福独家中选氨酚羟考酮。部分企业布托啡诺在集采前实际进院价格已调整至20元（1mg规格）左右，因而相较于挂网价，布托啡诺中选价格的表观降幅较大，其余产品降价幅度相对温和。
- 《关于印发医疗机构药品集中采购工作规范的通知》其中第四十九条：“国家实行特殊管理的麻醉药品和第一类精神药品不纳入药品集中采购目录。第二类精神药品、医疗放射药品、医疗毒性药品、原料药、中药材和中药饮片等药品可不纳入药品集中采购目录”。因此，集采文件一直明确的是麻醉和一类精神药品（即红处方）不集采，而二类精神药品（白处方）并未有此要求。

### ■ 京津冀联盟集采二精产品情况梳理

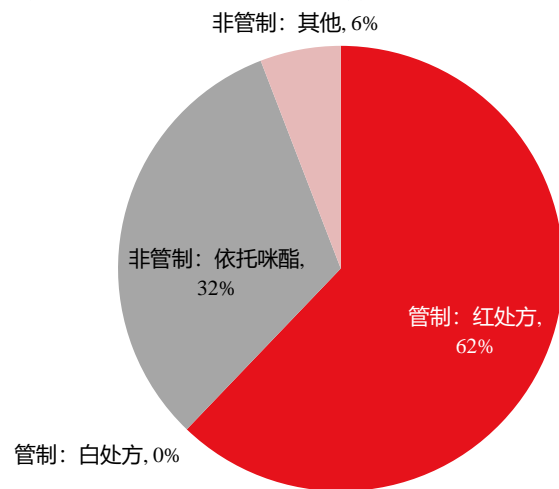
产品	采购量 (万支/片, 河北+江西)	企业	规格	中选价格 (元)	集采前价格 (元)	价格降幅	2023年院内市场规模 (亿元)	23年院内市场份额
布托啡诺	235.9	苑东生物	1mg	10.8	42.7	-75%	20.5	纯光脚
			4mg	31.2	123.3	-75%		
地佐辛	59.5	南京优科	5mg	91.5	116	-21%	47.4	5%
			10mg	155.6	197.2	-21%		
纳布啡	116.6	人福医药	10mg	40.6	-	-	13.6	46%
			20mg	69.1	86.4	-20%		
		国药国瑞	10mg	41.6	53.1	-22%		1%
氨酚羟考酮	123.6	人福医药	5mg羟考酮+325mg对乙酰氨基酚	9.2	9.9	-7%	2.9	纯光脚
喷他佐辛	39.78	流标	-	-	-	-	9.0	-
奥沙西洋	614.1	流标	-	-	-	-	3.3	-

## 政策层面：2024年底部分联盟集采再度引发对行业的担忧

### ■ 京津冀赣化学药品集采：人福、恩华收入结构中二精白处方占比极低，集采即使扩面对业绩也几乎无影响

- **此次集采对恩华无任何影响，对人福而言更多是增量。**此次未涉及到恩华相关产品，而人福涉及到纳布啡和氨酚羟考酮片两款产品，但整体体现为增量。根据中康数据显示，2023年氨酚羟考酮片国内市场规模约2.9亿元，而人福的氨酚羟考酮片在国内基本没有实现销售，此次独家中选后将获得河北+江西合计提供123.6万片的带量。纳布啡原本为人福独家品种，近年来由于扬子江的强势布局，2024Q3人福纳布啡市场份额已下降至56%，集采后人福有望在河北实现份额的重新提升。
- **人福、恩华收入结构中二精白处方占比极低，二精白处方集采即使扩面对业绩也几乎无影响。**根据模型测算，我们预计宜昌人福2024年收入达91亿元，其中麻醉药品收入71亿元，红处方占比83%、白处方占比仅14%（瑞马唑仑为创新药不集采，占比4%）。2024年恩华药业预计麻醉线收入约32亿元，其中咪达唑仑（力月西）已从二类精神药品升至一类精神药品，依托咪酯为非管制类麻醉药品，增长主要动力来自于羟、瑞、舒、阿、TRV 130五款红处方产品，因此恩华实际上目前已无二类精神类的白处方收入贡献。

### ■ 恩华药业麻醉线2024年收入结构预测



### ■ 宜昌人福麻醉药品2024年收入结构预测

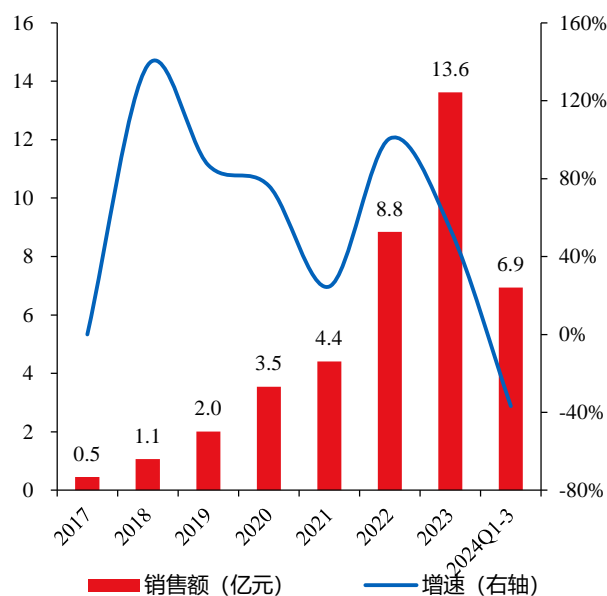


## 政策层面：2024年底部分联盟集采再度引发对行业的担忧

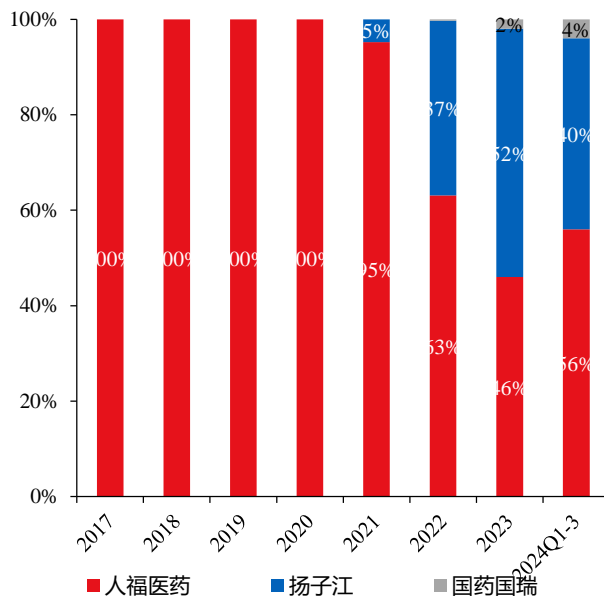
### 京津冀冀化学药品集采：苑东有望借助此次集采实现精麻收入快速增长

- 与人福、恩华等传统精麻企业相比，过去苑东在精麻领域的布局采取差异化路线，比如布局纳洛酮、纳美芬等阿片拮抗剂以及舒更葡糖钠等肌松拮抗剂等。而随着研发的推进，公司逐步切入政策壁垒更高、竞争格局更优异的麻醉镇痛领域，2024年公司纳布啡、布托啡诺两款镇痛白处方顺利获批。
- 此次河北集采二精药品，对苑东而言也是较好的增长机会。苑东布托啡诺独家中选河北集采，按10.8元中选价（1mg规格）计算，仅河北+江西区域集采带量将为苑东带来2548万元收入，纳布啡虽未中选河北集采，但价格保持在40.6元/支（10mg规格）水平，在其他省份正常稳定推广的基础上，我们预计2025年纳布啡和布托啡诺将为公司带来可观的业绩贡献。

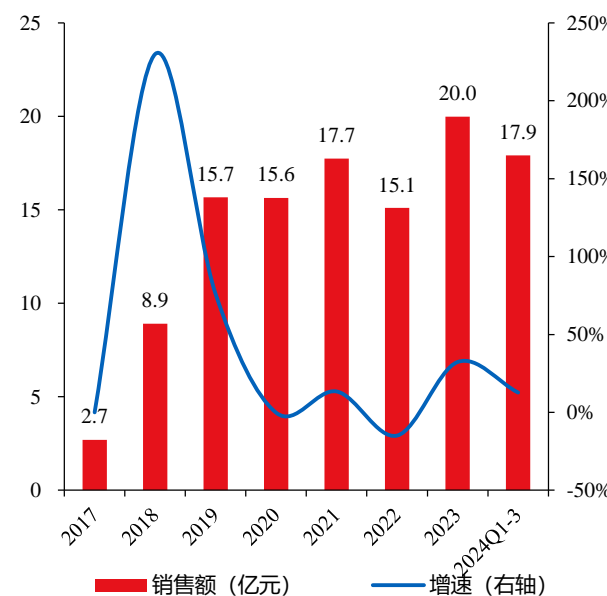
#### 中国纳布啡市场



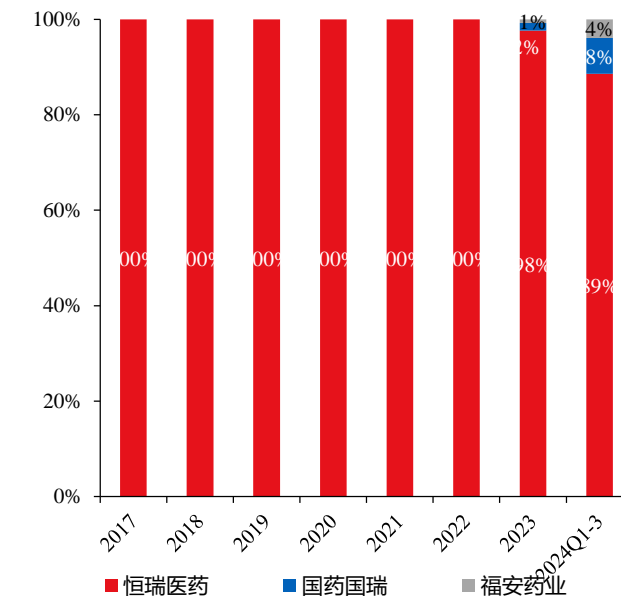
#### 中国纳布啡竞争格局



#### 中国布托啡诺市场



#### 中国布托啡诺竞争格局

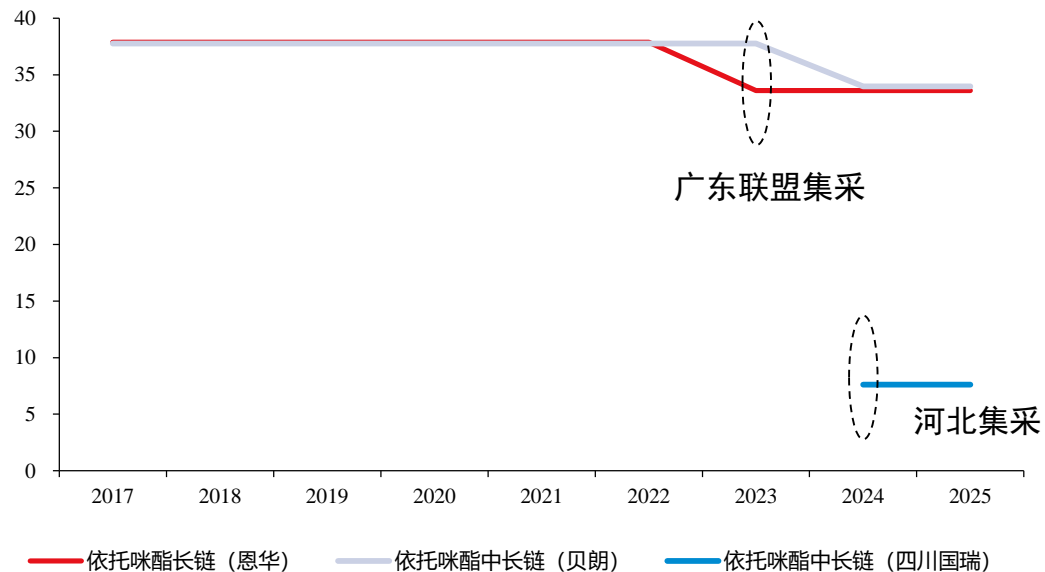


## 政策层面：2024年底部分联盟集采再度引发对行业的担忧

### ■ 河北国家、联盟集采接续：针对依托咪酯的续约未区分剂型，恩华未能中选

- 2024年12月18日，河北药械集中采购中心再次发布《河北省国家、联盟（省）集采到期接续药品集中采购文件》，其中依托咪酯的续约规则做出较大调整，文件将依托咪酯注射液、乳状注射液、中/长链脂肪乳注射液三种剂型未做区分。
- 2025年1月17日集采结果开标，由于未区分剂型，恩华的长链依托咪酯需要和其他国产仿制的中长链依托咪酯共同竞标，最终四川国瑞以7.6元/支价格（规格：10ml:20mg）独家中选，而在集采前依托咪酯主要市场份额均集中在恩华，因此恩华依托咪酯在此次河北集采预计损失近百万支市场。

### ■ 中国依托咪酯长链和中长链最低中标价（元/支）



### ■ 中国依托咪酯研发格局

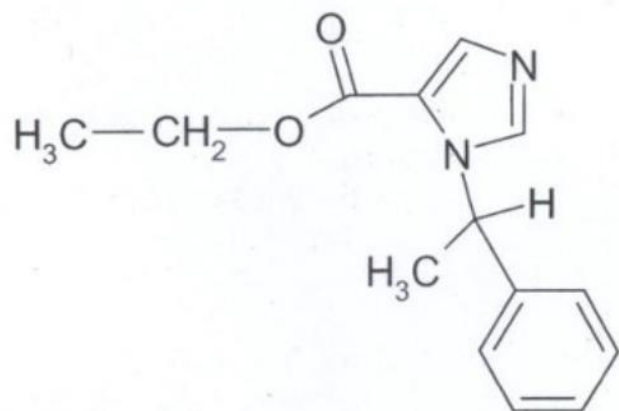
产品	企业	上市时间	一致性评价进度	2023年销售额 (百万)
依托咪酯水针	恩华药业	1995	未过评	0
	恒瑞医药	1996	未过评	0
依托咪酯乳液 (长链)	恩华药业	2002	未过评	942
依托咪酯乳液 (中长链)	德国贝朗	2009	原研	0.01
	恩华药业	2023	过评	0
	远大生命科学	2023	过评	0
	石四药	2024	过评	0
	四川国瑞	2024	过评	-
	扬子江	2024	过评	-
	南京燃点	2024	过评	-
	人福医药	2024	过评	-
	云南龙海天然植物	-	申报上市	-
	本溪恒康	-	申报上市	-
	齐鲁制药	-	申报上市	-
重庆药友	-	申报上市	-	

## 政策层面：2024年底部分联盟集采再度引发对行业的担忧

### ■ 河北国家、联盟集采接续：依托咪酯集采扩面可能性极低，对恩华业绩影响有限

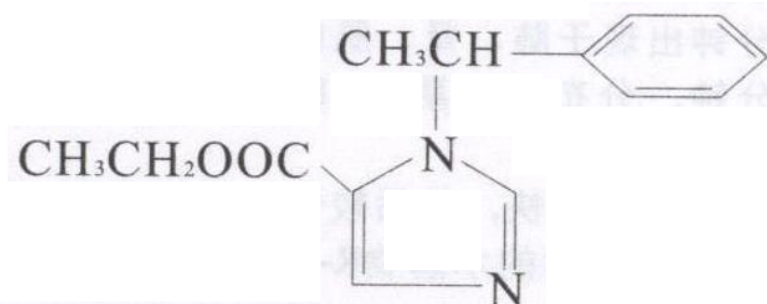
- 我们认为，此次河北集采结果很难再传导至其他省份或者引发新一轮针对恩华依托咪酯的国采或省采，主要原因在于：
  - 第一，广东十一省联盟在2022年首次集采依托咪酯，当时集采形式均为恩华独家议价谈判，降价极为温和（20mg规格价格从37.74元/支降至33.59元/支，降幅11%），较多省份2024年已按照此价格进行联动续约，仅河北省做出续约规则的调整。
  - 第二，依托咪酯长链和中长链分子式、分子量存在较大差异，本质不属于同一产品。类似逻辑可参考丙泊酚中长链脂肪乳和丙泊酚乳状注射液，两款产品在国采中做了非常明确的区分，先后于第四批和第九批纳入国采。依托咪酯长链为恩华独家剂型，且在无参比制剂的情况下后续格局也不会发生变化，难以达到国采门槛。

### ■ 依托咪酯中长链分子结构



分子式：C<sub>14</sub>H<sub>16</sub>O<sub>2</sub>N<sub>2</sub>  
分子量：342.4

### ■ 依托咪酯长链分子结构



分子式：C<sub>14</sub>H<sub>16</sub>N<sub>2</sub>O<sub>2</sub>  
分子量：244.29

## 政策层面：精麻管理条例修订存在市场分歧

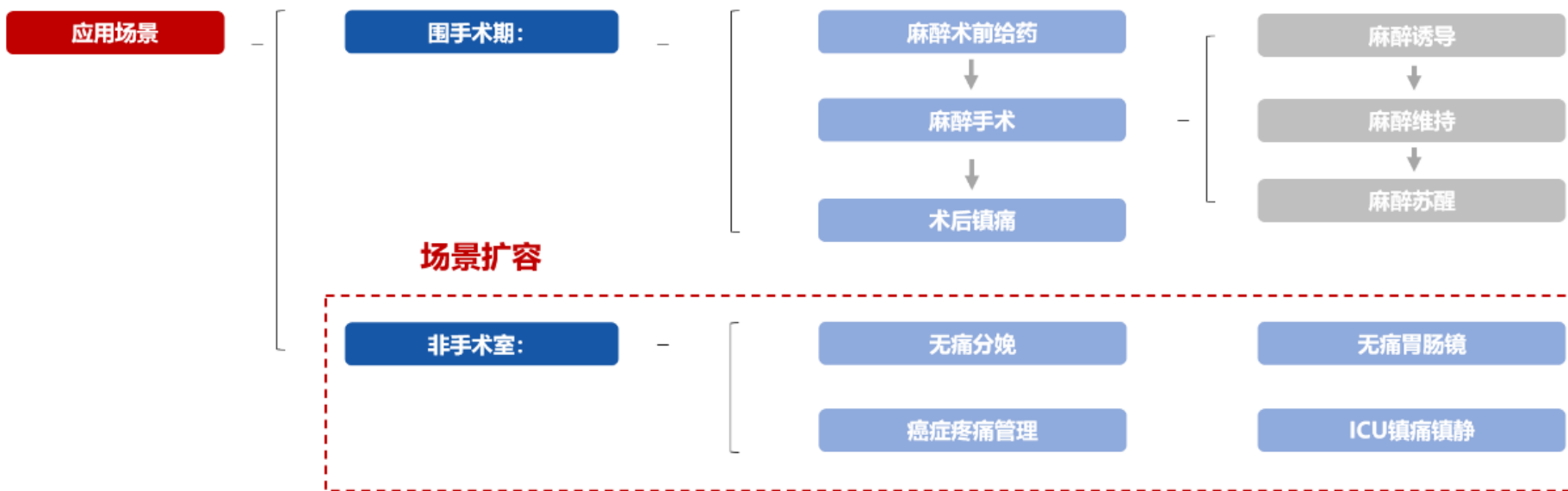
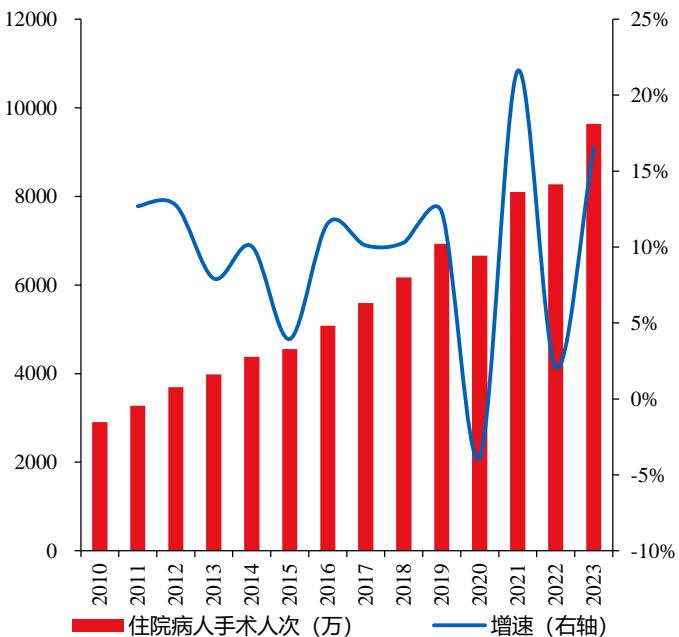
- 2024年12月，国务院令第797号发布，其中第三十三条“麻醉药品和精神药品实行政府定价，在制定出厂和批发价格的基础上，逐步实行全国统一零售价格。”调整为“麻醉药品和第一类精神药品实行政府指导价。” **市场担心精麻政府定价模式被放开。**
- 但从实际情况来看，精麻药品的定价权经历了发改委到医保局的过程（发改委2020年31号文），医保局在接手前后的两个文件：
- **医保局2019年67号文**——依法管理麻醉药品和第一类精神药品价格。麻醉和一精价格继续依法实行最高出厂价格和最高零售价格管理。其中，对发改委已按麻醉和一精制定公布**政府指导价的**，暂以已制定价格为基础.....作为临时价格执行。
- **医保局2020年21号文**——决定对政府已制定的麻精药品价格统一实施过渡性调整，其中对原发改委已按麻精药品制定公布**政府指导价的**，原则上以已制定的价格为基础，测算公布最高出厂价格和最高零售价格。
- 因此，2019、2020年发改委和医保局进行了定价权的移交和新定价规范的更新，医保局在实际执行过程中一直执行的都是政府指导价格，而精麻药品上一版修订为2016年，**2024年底此次精麻管理条例的修订实现了精麻管理条例和医保局新工作规范的表述统一，并没有实质性变更精麻药品价格管理机制。**

## 精麻行业刚需属性依然明确，不必担心需求

- 在医药反腐常态化、DRG2.0推进的大环境下，市场担心院内手术量或持续承压。但根据国家统计局权威口径的中国住院病人手术量数据来看，即使在2023年下半年反腐高压态势下，2023年中国住院病人手术量达9639万台，同比增长17%，而2024年和2025年反腐边际改善的趋势是明确的，因此我们认为，院内手术量也一定会有增长。
- 此外，疼痛管理扩容有望为我国麻醉药品市场带来可观增量。我国麻醉药品原先主要用于手术治疗，近年来随着医保支付限制减少、政策支持力度加大以及药企专业化的学术推广，麻醉药品逐渐由手术科室拓展至ICU、妇科、骨科、外科等全科室，疼痛管理场景更加多元化，同时也为麻醉药品的增长提供了新增量。

■ 中国住院病人手术量及增速

■ 麻醉药品使用场景



## 2025年各家精麻企业依然有较为积极的增长预期

- 具体到公司层面，人福医药、恩华药业、苑东生物和海思科等精麻企业基于自身发展禀赋，在精麻领域进展不断，同时2025年业绩层面也具备较好增长潜力，且当前板块已具备较好的估值性价比：
- 人福医药：**人福医药估值的底层逻辑在于优质精麻资产稳定增长带来的利润贡献和控股股东变更后治理改善带来的估值修复，根据测算，核心子公司宜昌人福在2025年收入体量有望到100亿，22-25年CAGR为15%。当前股价对应2025年估值仅13倍，具备较好的估值性价比。
- 恩华药业：**存量核心产品力月西、福尔利稳定增长，“羟瑞舒阿”四款潜力新品高增长有望延续，重磅新药TRV 130术后镇痛潜力巨大，基于此公司麻醉线未来20-30%增速仍值得期待，当前股价对应2025年估值为15倍。
- 苑东生物：**尽管第十批国采对短期国内制剂增长节奏有所扰动，但在公司依托高效的研发转化效率，2025年国内高端制剂依然有较多增量，全年业绩增长预期不变，同时2025年精麻和国际化不单单是逻辑上的验证，而是在业绩端贡献出明确增量，公司中长期成长逻辑明确。
- 海思科：**环泊酚当前国内依然保持较快的放量节奏，海外III期临床结束，2025H1有望向FDA递交上市申请；同时，克利加巴林、考格列汀也顺利完成医保准入，2025年将开始贡献收入；麻醉方向HSK21542年内也有望取得积极进展，与环泊酚的销售团队具备一定协同。

## 精麻企业盈利预测表

证券代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润			PE	
			2024E	2025E	2026E	2025E	2026E
600079.SH	人福医药	334	21.9	25.1	30.1	13	11
002262.SZ	恩华药业	212	11.9	13.8	16.5	15	13
688513.SH	苑东生物	56	2.7	3.2	3.9	18	14
002653.SZ	海思科	334	4.7	6.1	8.4	55	40

- 血液瘤布局全面，适应症拓展推动销售增长。诺诚健华在血液瘤领域布局6款产品，覆盖骨髓瘤、白血病及非霍奇金淋巴瘤各个细分适应症。已上市BTK抑制剂奥布替尼随着国内独家适应症r/r MZL获批并纳入医保，销售有望显著提升；奥布替尼一线治疗CLL/SLL的NDA已于2024年8月获CDE受理。此外，国内首款CD19单抗坦昔妥单抗联合来那度胺治疗r/r DLBCL的上市申请已于2024年6月获得CDE受理并纳入优先审评，预计将于今年上半年上市。
- 自免开启公司第二成长曲线。自免疾病患者人群庞大，全球自免患病人数预计达到5亿以上，中国自免发病人数约8000万人。自免市场已成为仅次于肿瘤及感染的第三大市场。诺诚健华凭借领先的小分子研发能力，在自免领域布局多款差异化小分子药物，有望开启公司第二成长曲线。BTK抑制剂奥布替尼治疗原发性免疫性血小板减少症（ITP）的研究已推进至III期，治疗系统性红斑狼疮（SLE）IIb期临床已完成患者入组，治疗原发进展型多发性硬化（PPMS）的III期临床已获FDA同意，同时FDA建议启动奥布替尼治疗继发进展型多发性硬化（SPMS）的III期临床研究。在JAK/TYK2信号通路上，公司布局了JAK1/TYK2抑制剂ICP-332及变构抑制剂ICP-488。ICP-332治疗特应性皮炎（AD）已读出II期积极数据，展现同类最优潜力，将启动临床III期研究。ICP-488高选择性靶向TYK2，治疗中重度斑块状银屑病的II期研究达到主要终点，在每日一次6 mg和9 mg两个剂量组中，ICP-488的PASI 75应答率分别达到77.3%和78.6%，PASI 90应答率分别达到36.4%和50.0%。公司差异化布局口服IL-17小分子药物ICP-923，已在临床前研究中展现出了优异的疗效，有望凭借给药便捷性与注射型IL-17生物制剂进行差异化竞争。
- 实体瘤布局me-better品种，预计首款产品即将报产。公司在实体瘤领域布局五款候选产品，包括选择性更好的pan-FGFR抑制剂ICP-192、潜在更优的二代TRK抑制剂ICP-723、SHP2抑制剂ICP-189等。其中，ICP-723治疗NTRK融合阳性肿瘤和ICP-192治疗胆管癌已进入注册II期临床，ICP-723已处于pre-NDA阶段，预计将于近期递交上市申请。

- **高值耗材集采陆续落地，迎来新成长，重点推荐骨科、电生理、神经外科赛道，关注春立医疗、威高骨科、三友医疗、惠泰医疗、迈普医学等。**

骨科：1) 受益老龄化，国内骨科市场前景广阔。2) 国内骨科手术渗透率低。相比于发达国家，我国骨科市场未来是一个高成长高增量的市场。集采后手术价格的下降有望拉动手术量提升。3) 骨科植入物集采对国产龙头是利好，且国产龙头为应对集采也更重视研发、纷纷进行了业务拓展、更积极开拓国际市场。骨科植入物集采落地后国产龙头有望迎来新成长。重点关注春立医疗、威高骨科、三友医疗。

电生理：1) 中国心律失常发病率高，但我国手术渗透率相较美国等发达国家有很大提升空间。2) 中国电生理市场进口替代空间广阔，2020年国产化率不足10%。随着国内企业技术突破（如三维技术）以及政策支持国产，进口替代有望加速。3) 福建牵头的电生理集采中，主流国内企业均有中标。对于市场份额低的国产企业而言集采有望加速提升市占率。重点关注惠泰医疗、微创电生理。

神经外科：迈普医学已形成完善的神经外科高值耗材产品线，主要产品具备独特优势且协同效应显著，销售放量在即。业绩驱动因素：1) 集采影响转向利好；2) 拓展已有产品适应症和应用科室，并持续开拓新产品；3) 海外收入实现持续高增长；4) 2023/2024年股权激励计划落地。

- **IVD受益诊疗恢复有望回归高增长，重点推荐发光和ICL，关注迈瑞医疗、新产业、安图生物、迪瑞医疗、普门科技、金域医学、迪安诊断。**

化学发光：1) IVD中规模最大（21年超300亿元）且增速较快（21年-25年CAGR预计为15-20%左右）的细分赛道。2) 发光赛道国产替代空间广阔。目前国内发光市场国产市占率20-25%左右。国产替代从二级医院向三级医院渗透，从传染检测向其他检测领域渗透。23年安徽IVD集采国产发光品牌安图、迈瑞等报量占比靠前，集采有望进一步加速发光的国产替代。3) 海外市场进一步打开成长空间。以迈瑞、新产业等为代表的国产发光企业海外业务进展迅速，逐步从装机放量转向试剂放量，安图的出海业务刚刚起步且势头强劲。推荐迈瑞医疗、新产业、安图生物、迪瑞医疗、普门科技。

ICL：国内ICL市场渗透率相较于国外仍有较大差距，在分级诊疗推进、医保控费压力加大、DRG/DIP付费方式改革、基层医疗建设的推动下，国内ICL行业有望进入快速发展期。此外疫情期间的应收账款持续稳定收回，24年计提应收减值有望收窄。推荐金域医学，建议关注迪安诊断。

- **医疗设备受益国产替代大浪潮、大规模设备更新政策等。重点推荐澳华内镜、开立医疗、迈瑞医疗、海泰新光、新华医疗、三诺生物。**

软镜赛道：国产企业技术水平与进口差距缩小，产品性价比高，放量可期。澳华内镜新一代旗舰产品AQ-300对标奥林巴斯下一代4K旗舰产品X1。AQ-300具有4K+光学放大、可变硬度等功能，还搭配有小镜种，目标是三级医院市场。开立医疗带有光学放大和可变硬度功能的镜体已获批；超声内镜已在国内拿证，打破进口垄断。国产软镜与进口差距进一步缩小。

硬镜赛道：微创手术在国内渗透率有较大提升空间。国内硬镜市场国产替代空间广阔，国内硬镜企业技术进步加速国产替代。

新华医疗：多维度促进产品结构优化，毛利率有望持续提高；海外业务发展迅速，国际业务前景可期。

三诺生物：传统BGM主业稳健发展，积极拥抱行业变革，有望在CGM赛道迸发新活力。

国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造，我们认为本次医疗设备更新将给国产医疗设备企业带来放量机会。

- **低值耗材处于低估值高增长状态，国内入院情况逐步恢复，海外订单好转，关注维力医疗、振德医疗、英科医疗、中红医疗。**

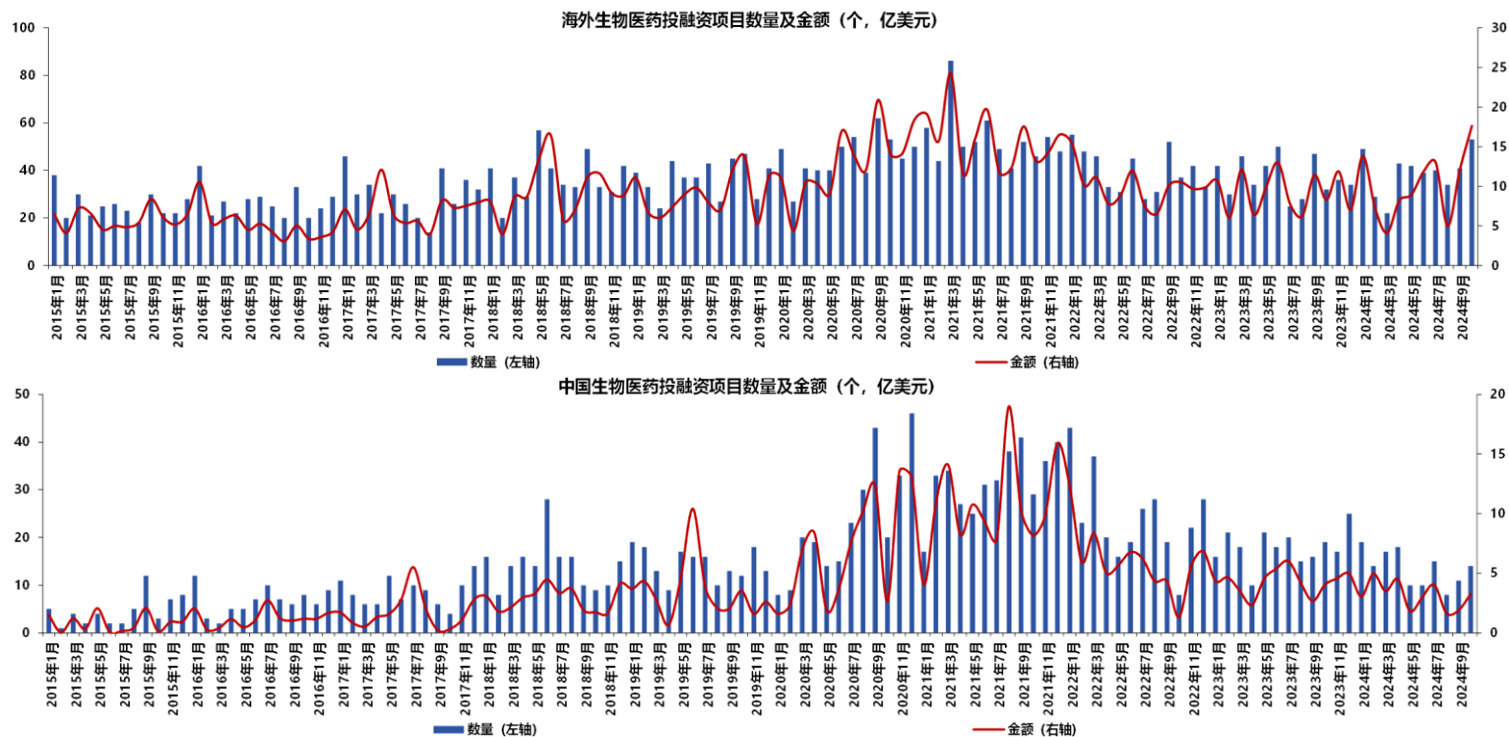
23年以来，低值耗材厂商海外大客户进入去库存周期，国内厂商订单量同比减少，经过近一年时间的消化，23Q4和24Q1的订单出现明显好转。国内三季度低耗新产品入院节奏放缓，四季度以来入院放缓情况边际减弱，国内业务也在恢复中。低值耗材厂商国内外业务均在改善中。推荐维力医疗、振德医疗。

一次性手套行业拐点有望到来，上行转折可期。2020年开始，疫情的爆发带来一次性手套需求量飙升，但由于手套产能难以在短时间扩充，供需错位下一次性手套价格快速上涨，量价齐升下相关企业实现了业绩的显著增长。为了进一步吸收潜在订单，国内外相关厂商提出了扩产计划。但从2021年开始，由于疫苗接种逐渐得到普及，新冠疫情也逐步得到控制，一次性手套需求量降低，此外，市场新增产能开始投放，同时原材料成本开始下降，一次性手套价格进入下行通道，行业在供需关系调整中逐渐回归理性。从当前情况来看，一次性手套行业调整已趋于稳定，且曙光已现，一次性手套行业拐点有望到来，上行转折可期。建议关注英科医疗、中红医疗。

# 创新链（CXO+生命科学服务）：底部反转，否极泰来

- **前瞻指标出现改善迹象。**海外生物医药投融资项目数量和金额连续几个季度回暖并企稳，美元降息周期开启，2024年9月海外尤其是美国生物医药投融资数据积极，10月进一步向好，趋势有望持续。**中国生物医药市场环境不断向好，生物医药投融资有望触底回升。**24年7月国务院常务会议审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》，多地支持生物医药产业政策细化落地，各地生物医药产业投资基金加快设立，市场环境不断向好。中国生物医药投融资金额下滑幅度大于海外，调整时间长于海外，且渠道更加单一，有望迎来更大的恢复弹性。生物医药投融资与创新药研发投入有较大正相关性。而创新链从下游的创新药到中游提供研发生产外包的CXO到上游提供设备试剂耗材的生命科学服务是一脉相承，创新链浪潮正在来临，底部反转正在开启。

## 海外/中国生物医药投融资项目数量及金额（个，亿美元）



- CXO产业周期或趋势向上**：海外生物医药投融资连续几个季度展现回暖趋势，海外需求或迎来向上周期；中国生物医药投融资筑底有望回升，国内需求或迎来触底反弹。**改善节奏**：Biotech受投融资影响大于Pharma，而Biotech融资改善向询单、订单、收入传导大概需要2-3个季度，因此投融资好转会从24H1开始在CXO订单面逐渐体现，投融资好转持续带来订单面向上的持续，订单向收入转化需要周期，业绩面体现略微滞后于订单面体现。**需求结构**：目前海外需求 > 国内需求，CDMO需求 > 临床CRO需求 > 临床前CRO需求。CDMO公司海外收入占比普遍高于临床CRO和临床前CRO，因此上述改善逻辑在CDMO板块演绎更早更清晰，大多数标的24H1在手/新签订单表现亮眼，24Q3趋势延续。前述高增长订单已经逐渐开始转化为收入，部分标的已经表现出24年季度间收入环比明显改善趋势，24Q4业绩能见度高确定性强，季度间环比改善趋势明确，25年有望重回高增长车道，收入高增长、产能利用率提升下实现利润的加速增长。
- 建议关注**：1、估值低，具备全球竞争力，产业周期趋势向上改善逻辑演绎更早更清晰的国内头部CDMO如药明康德、药明生物、药明合联、康龙化成、凯莱英等；2、一方面持续开拓海外市场，另一方面努力提升国内市场份额，有望在国内生物医药投融资回暖趋势下实现更大恢复弹性的国内头部CRO公司如泰格医药、昭衍新药、诺思格等。

## CDMO相关标的新签/在手订单金额、项目数量及增速（单位：亿元、个）

公司	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	订单说明
药明康德		323.6	324.1	348.4		431.0	438.2	期末在手订单金额（不含特定商业化生产项目） 期末在手订单金额增速（不含特定商业化生产项目）
		25%		18%		33%	35%	
康龙化成		15%+（同比22年底）		5%~	20%+	15%+		23年为期末在手订单金额增速，24年为区间新签订单金额增速
						18%+		
凯莱英	9.1		8.7		9.7			截至报告期披露日在手订单金额（不含报告期已确认收入，亿美元） 截至报告期披露日在手订单金额增速（不含报告期已确认的收入）
			-24%		7%			报告期末在手订单金额增速
					20%+		新签订单保持良好态势	报告期末在手订单金额增速
博腾股份	469		186		533			报告期末在手订单金额增速
	18%		5%		14%			报告期末在手订单金额增速
					40%+		40%+	截至报告期末小分子原料药CDMO在手未执行订单金额增速
九洲药业					14%			报告期末在手订单金额增速
						15%		报告期末在手订单金额增速
药石科技					20%			报告期末在手订单金额增速
							新签订单保持向好趋势	报告期末在手订单金额增速
皓元医药	3.9	4.5	4.5+	4.3				报告期末在手订单金额增速
			48%	16%				报告期末在手订单金额增速
					在手订单金额稳健 在手项目数同比增加20%		在手订单金额稳健	报告期末在手订单金额增速

- 15年以来，国产创新药崛起大浪潮催生并推动生命科学服务板块高速发展，叠加21年前后新冠相关产品需求旺盛，各公司纷纷加大多方面投入、拉高经营杠杆，以期快速发展。22年以来，伴随着新冠相关产品需求断崖式下降，全球和中国生物医药资本退潮，生命科学服务行业进入景气下行阶段，相关公司收入端承压，同时消化高经营杠杆，利润端承压更甚。
- **短期来看，行业需求有所复苏。**生命科学服务需求可以分为海外市场需求和国内市场需求，其中国内市场需求又可进一步划分为科研端需求、工业端CXO需求、工业端药企需求。由于生命科学服务行业发展起步较晚，大部分公司处于海外市场开拓初期阶段，海外收入占比偏低，以国内收入为基本盘。海外生物医药投融资回暖，一方面，生命科学服务海外需求有望迎来向上阶段，另一方面，海外需求向上有望借助国内CXO传导至生命科学服务国内需求的工业端CXO需求，而国内科研端需求稳步增长，国内工业端药企需求有望伴随着国内生物医药投融资迎来触底回升，行业需求有所复苏，整体趋势向好。同时伴随着2年多的行业调整，供给端出清持续，细分龙头市场份额有所提升，相关公司有望相继进入投入回报期并带来高利润弹性。
- **长期来看，行业渗透率仍非常低，国产替代依旧大趋势。**我国整体科学研究起步较晚，研究与试验发展经费投入占生产总值比例、人均研发支出水平相较国外发达国家存在较大差距。国产替代依旧大趋势。生命科学服务板块整体国产市占率低，尤其是仪器，绝大部分市场长期被海外企业占据。但经过多年发展，不论是仪器、试剂还是耗材，已经不乏在部分细分领域产品达到国际先进水平并已占据一定国内市场份额的国产公司。政策端，国家高度重视供应链自主可控，需求端，集采及医保控费、进口供应短缺等使得客户选择国产意愿变强，国产替代进程有望持续推进。
- **此外，并购整合助力公司做大做强有望成为贯穿板块生命周期的一条主线。**生命科学服务板块具备细分品类多、单一品类市场规模不大等特征，而纵观全球几家生命科学服务巨头发展历史，不难发现，他们全部都是平台型公司，产品覆盖全面，同时，并购是其扩品的重要路径，也是成长的必由之路。新“国九条”以来，鼓励并购相关政策频出，国内生命科学服务上市公司账上现金较为充裕，并购条件充分，而非上市公司近年来经营承压，买卖方意愿强烈，政策东风下，生命科学服务行业迎来并购时代，产业格局或将重塑。

## 【药房】处方外流提速，竞争格局优化，药房板块否极泰来

- 展望2025年，考虑到处方外流+格局优化等核心逻辑有望显著增强，结合估值处于历史底部，我们坚定看好药房板块投资机会，具体为1) 处方外流或提速：“门诊统筹+互联网处方”已成为当下处方外流的较优解，更多省份有望跟进；同时各省电子处方流转平台逐步建成，前提条件已经具备，处方外流或进入倒计时；2) 竞争格局有望优化：随着B2C、O2O增速放缓，药房与线上的竞争中逐渐由弱势回归均势，悲观时期已经过去，线上线下融合大潮或将加速到来；此外，相较于中小药房，上市连锁具备显著优势，线下集中度稳步提升趋势明确。综合来看，我们建议关注老百姓、益丰药房、大参林、漱玉平民、健之佳、一心堂，排名不分先后。

## 【中药】重点推荐基药、国企改革，同时关注医保解限以及呼吸条线催化

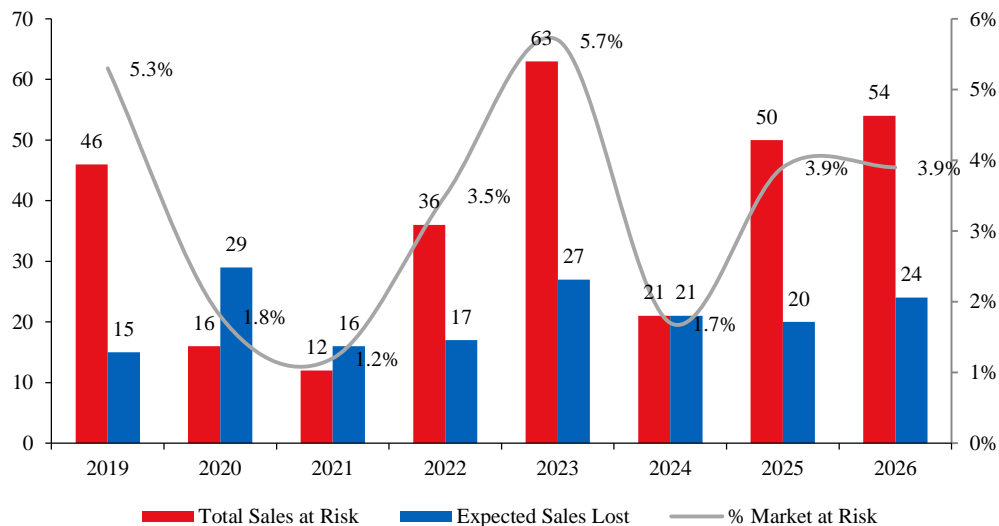
- 基药：目录颁布虽有迟到，但预计不会缺席，考虑到独家基药增速远高于非基药，预计未来市场会反复博弈基药主线，建议关注昆药集团、康缘药业、康恩贝，相关弹性标的还有方盛制药、盘龙药业、贵州三力、新天药业、立方制药等；
- 国企改革：2024年以来央企考核体系调整后将更重视ROE指标，有望带动基本面大幅提升，建议重点关注昆药集团；其他优质标的还包括太极集团、康恩贝、东阿阿胶、达仁堂、江中药业、华润三九等；
- 其他：新版医保目录解限品种，如康缘药业等；兼具老龄化属性+中药渗透率提升+医保免疫的OTC企业，建议关注确定性强的细分适应症龙头以及高分红标的，如片仔癀、同仁堂、东阿阿胶、达仁堂、羚锐制药（高分红）、江中药业（高分红）、马应龙等；具备爆款特质的潜力大单品：以岭药业（八子补肾）、太极集团（藿香正气、人工虫草）、健民集团（体培牛黄）等。

## 【医疗服务】看好具备全国化扩张能力优质标的，重点推荐固生堂

- 反腐+集采净化医疗市场环境，有望完善医疗行业市场机制、推进医生多点执业，在长周期下民营医疗综合竞争力有望显著提升；同时商保+自费医疗的快速扩容，有望为民营医疗带来更多差异化竞争优势。建议关注：1、固生堂：需求旺盛且复制性强的中医赛道龙头；2、眼科：华夏眼科、普瑞眼科、爱尔眼科等；3、其他细分赛道龙头：海吉亚医疗、国际医学、通策医疗、三星医疗、锦欣生殖。

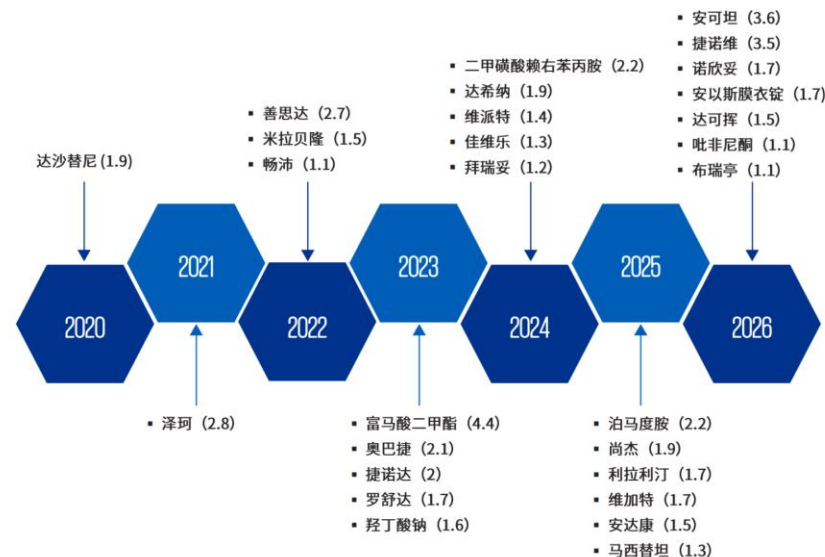
- 建议关注重磅品种专利到期带来的新增量和纵向拓展制剂逐步进入兑现期的企业。
- 专利悬崖下，关注重磅慢病产品的增量。根据Evaluate Pharma数据显示，2019年至2026年，全球有近3000亿美元原研药（如沙班类、列汀类、列净类等新慢病重磅品种）陆续专利到期，仿制药价格约为专利药的10%-20%，2019-2026年仿制药的替代空间大概为298-596亿美元。而随着增量仿制药对专利药份额的侵袭，会进一步扩容特色原料药市场。建议关注同和药业、天宇股份。
- 向下游制剂端延伸，部分企业已经入业绩兑现期：原料制剂一体化企业具备较强成本优势，在当前国内外的仿制药环境下都较为舒适。建议关注纵向拓展制剂已进入业绩兑现期的华海药业。

## 2019-2026专利到期可能影响的原研药销售额(十亿美元)



数据来源：Wind, Evaluate Pharma, 华创证券

## 2020-2026即将专利过期的重磅品种 (2019年销售额, 十亿美元)



资料来源：Wind, KPMG, 华创证券

- 维持推荐：维力医疗、振德医疗、澳华内镜、开立医疗、迈瑞医疗、普门科技、春立医疗、海泰新光、金域医学、新产业、新华医疗、迈普医学、三诺生物、九安医疗、和黄医药、信达生物、乐普生物、诺诚健华、信立泰、人福医药、苑东生物、通化东宝、卫信康、恩华药业、同和药业、仙琚制药、华海药业、昂利康、普瑞眼科、华夏眼科、三博脑科、国际医学、九州通、百普赛斯、华大智造、毕得医药、奥浦迈、诺思格、泰格医药。
- 新增推荐：鱼跃医疗、天宇股份。

### 推荐标的盈利预测表

细分行业	代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
医疗器械	688236.SH	春立医疗	52	1.4	2.8	3.5	37	18	15
医疗器械	688212.SH	澳华内镜	57	0.8	1.3	2.0	70	44	28
医疗器械	300633.SZ	开立医疗	131	2.6	4.8	6.4	50	27	21
医疗器械	300832.SZ	新产业	507	19.9	24.2	29.8	26	21	17
医疗器械	603309.SH	维力医疗	35	2.4	3.0	3.7	15	12	9
医疗器械	603301.SH	振德医疗	57	4.7	5.0	6.2	12	11	9
医疗器械	300760.SZ	迈瑞医疗	3,126	128.2	148.4	172.7	24	21	18
医疗器械	688677.SH	海泰新光	44	1.4	1.9	2.3	31	23	19
医疗器械	603882.SH	金域医学	182	2.4	7.4	9.3	76	25	20
医疗器械	301033.SZ	迈普医学	31	0.7	1.0	1.4	45	31	22
医疗器械	300298.SZ	三诺生物	146	3.8	4.7	5.7	38	31	26
医疗器械	002432.SZ	九安医疗	218	17.0	18.0	20.0	13	12	11
医疗器械	002223.SZ	鱼跃医疗	390	20.0	23.0	26.5	19	17	15
创新药	1801.HK	信达生物	630	-3.5	-0.2	8.1	-	-	-
创新药	2157.HK	乐普生物	54	-3.5	-1.1	1.8	-	-	-
创新药	0013.HK	和黄医药	205	-0.2	6.6	13.7	-	31	15
创新药	688428.SH	诺诚健华	252	-5.3	-5.3	-3.7	-	-	-
化药	002294.SZ	信立泰	332	6.4	7.1	8.8	52	47	38
化药	600079.SH	人福医药	326	24.3	27.9	31.8	13	12	10
化药	603676.SH	卫信康	42	2.8	3.5	4.3	15	12	10
化药	002262.SZ	恩华药业	216	12.0	14.0	16.7	18	15	13
原料药	300636.SZ	同和药业	33	1.4	1.7	2.3	25	19	15
原料药	002332.SZ	仙琚制药	97	6.8	8.5	10.6	14	11	9
原料药	600521.SH	华海药业	223	13.0	16.1	19.9	17	14	11
原料药	002940.SZ	昂利康	27	0.9	1.5	2.3	32	18	12
原料药	300772.SZ	天宇股份	87	0.6	2.6	4.0	143	34	22
生物制品	600867.SH	通化东宝	150	1.4	9.3	11.4	110	16	13
医疗服务	301267.SZ	华夏眼科	161	5.6	6.4	6.9	29	25	23
医疗服务	000516.SZ	国际医学	146	1.6	3.5	6.0	94	41	24
医疗服务	301293.SZ	三博脑科	108	0.9	1.0	1.2	117	105	94
医疗服务	301239.SZ	普瑞眼科	75	0.5	2.1	2.6	154	36	29
医疗服务	2273.HK	固生堂	77	4.1	5.6	7.5	19	14	10
生命科学服务	688293.SH	奥浦迈	49	0.4	0.9	1.4	116	54	35
生命科学服务	301080.SZ	百普赛斯	65	1.3	1.7	2.1	50	39	30
生命科学服务	688073.SH	毕得医药	55	1.2	1.7	2.2	47	33	25
CXO	301333.SZ	诺思格	59	1.2	1.7	1.9	49	35	31
CXO	300347.SZ	泰格医药	533	12.5	15.6	19.0	43	34	28

## 第三部分

01 行情回顾

02 板块观点和投资组合

**03 行业和个股事件**

2月18日，在上海交通大学医学院附属瑞金医院举行的2025医疗人工智能与精准诊疗发展论坛上，瑞金医院携手华为共同发布瑞智病理大模型RuiPath。针对传统及数字化智慧病理发展中的痛点，如三甲医院病理医生诊断工作量巨大、数智化基础薄弱、传统AI模式中覆盖病种少、已公开病理大模型算力需求大、多模态训练难度大等业界普遍的业务痛点，RuiPath实现4大创新，包括场景与应用创新、模型与算法创新、存算协同创新和AI工具链创新。在 RuiPath 的知识深度层面，以亚专科病理医生为例，其在前10年的学习历程中，至少需研读50本相关专业书籍，学习诊断50万张病理切片。而 RuiPath 在短短2个月的研发进程里，“研读”了300余本病理诊断书籍，“阅览”100万张数字切片。

2月20日，来自Arc Institute、英伟达、斯坦福大学、加州大学伯克利分校和加州大学旧金山分校的科学家们，联合发布了生物学大模型Evo2。团队称，Evo 2 是迄今为止最大的公开 AI 生物学模型，完整版高达400亿参数，包含12.8万个物种的9.3万亿个核苷酸。它囊括了生物学的基本语言：DNA、RNA 和蛋白质，能够一次分析长达一百万个核苷酸的序列长度。作为基因组基础模型，具有生成整个基因组、预测突变、理解非编码DNA的能力，可以广泛应用于生物分子研究，精准医学、药物研发，合成生物等。此外，Evo2是生物学领域最大规模的全面开源模型之一，发布了包括训练数据、训练和推理代码以及模型权重，引爆了学术界。

2月21日，医院再次迎来诊疗数智化的重大突破——“创新药临床应用智能决策系统（IDICDS）在临床科室开启试点应用，标志着医院在人工智能赋能医疗领域又迈上了新的台阶，为肿瘤及罕见病患者的治疗带来了新的希望，也意味着医院在推进创新药物临床应用方面迈出了坚实的步伐，率先将大模型技术应用于创新药的临床决策环节。“创新药临床应用智能决策系统（IDICDS）”是由北大医院信息中心与北京药识科技有限公司强强联合、精心打造的成果。该系统巧妙地将电子病历等丰富的临床数据与药识科技专业、全面的临床用药知识库相融合，并借助当前以Deepseek为代表的先进的推理大模型技术本地化部署，为医院量身定制插件式的软硬件集成解决方案。

排序	涨幅前五名	本周涨跌幅	原因分析	排序	跌幅前五名	本周涨跌幅	原因分析
1	安必平	48.91%	AI 医疗概念	1	锦好医疗	-14.04%	前期涨幅较多，短期回调
2	迈威生物-U	21.69%	创新药板块	2	双成药业	-9.85%	无特殊原因
3	国际医学	20.07%	AI 医疗概念	3	华人健康	-9.23%	股东减持
4	博士眼镜	19.99%	AI 医疗概念	4	海泰新光	-8.61%	股东减持
5	翔宇医疗	16.64%	AI 医疗概念	5	葫芦娃	-8.50%	无特殊原因

资料来源：WIND资讯

- 1、集采力度超预期；
- 2、创新药谈判降价幅度超预期；
- 3、医疗领域整顿时间超预期。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别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，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。