

创新、出海、商保三能共振，行业有望筑底反转

华泰研究

2024 年 12 月 31 日 | 中国内地

年度策略

创新药海外 BD 趋势渐成，剑指星辰大海

全球创新药市场规模超过万亿美元,是中国创新药市场的 50 倍以上。自 2023 年中国创新药在全球崭露头角后 24 年持续发力,截止到 11 月中,中国在全球 BD 交易中,数量占比 14%,总金额占比 30%,相比去年同期各增长 16%/54%,中国创新药已经成为全球医药创新不可忽视的重要组成部分。按目前趋势,我们保守估计长期中国创新药能贡献全球创新药总收入的 10%~15%,总利润的 3.3%~7.5%。按利润体量计,海外潜在市场至少为国内的 2.50~5.63 倍。未来几年,创新药的授权收入、利润贡献及海外市场的资产重估或将成为市值增长的核心动力。

新商保改变创新药械定价逻辑

国家医保局在 11~12 月多次公开表态要推动商业健康险与基本医保的有效衔接,我们认为医药行业有望走入新的商保时代,为行业提供巨大的变革契机:1) 商保释放中高端需求,医保负责基础兜底,彻底解决医保筹资难的问题;2) 商保的处方集和医保不重合,定价逻辑上与医保有本质区别,有限的降幅将为创新药械打开新的定价与销售规模上限;3) 商保药械不列入 DRGs 考核同时给予医保产品的准入待遇,解决医院不敢用药的负担。中国现有健康险市场(除去重疾险)仅不到 4,000 亿,其中一半以上为职工补充医疗保险,真正意义上的健康险不足千亿,赔付率也仅有 30~40%,毫无市场竞争力。我们预测到 2027 年,健康险有望增长到 3,000 亿元,对创新药械的赔付超过 2,000 亿元,对中国创新药市场形成实际助力。

2025 年持续看好出海与创新

中国创新药和设备器械的出海目前已经初具规模,且还在持续快速增长,考虑到海外市场更高的价格和更稳定的市场格局,我们认为已有资产出海或具备持续出海能力的创新药械有望成为明年市场表现最为耀眼的板块。创新药、大型设备、IVD 及部分高值耗材的海外资产重估有望成为明年医药结构性行情的主线。CXO 板块有望进一步修复,主要得益于 1) 地缘政治风险逐步明朗;2) 海外研发需求逐步走强;3) 受益于创新药 BD 出海,创新药企现金流改善,服务价格见底。中成药板块依旧呈现出明显的红利风格,看好品牌 OTC 及稳定高分红类的中成药持续表现强势。

风险提示:出海的地缘政治风险、集采降幅高于市场预期、医保筹资难度加大。

医药健康

增持 (维持)

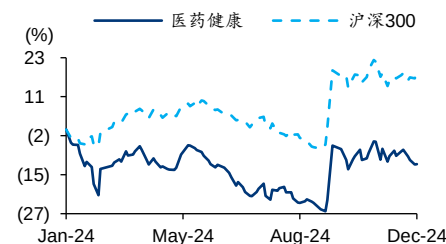
研究员

SAC No. S0570516120002
SFC No. BF1915

代雯

daiwen@htsc.com
+(86) 21 2897 2078

行业走势图



资料来源: Wind, 华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
康诺亚-B	2162 HK	60.93	买入
先声药业	2096 HK	10.75	买入
华东医药	000963 CH	51.09	买入
海思科	002653 CH	42.38	买入
恩华药业	002262 CH	35.22	买入
仙琚制药	002332 CH	15.38	买入
药明康德	2359 HK	103.82	买入
药明康德	603259 CH	96.12	买入
药明合联	2268 HK	42.33	买入
健友股份	603707 CH	20.85	买入
金斯瑞生物科技	1548 HK	23.95	买入
迈瑞医疗	300760 CH	366.69	买入
联影医疗	688271 CH	154.90	买入
开立医疗	300633 CH	40.93	买入
澳华内镜	688212 CH	60.40	买入
三诺生物	300298 CH	37.87	买入
万孚生物	300482 CH	33.52	买入
凯莱英	6821 HK	75.04	买入
凯莱英	002821 CH	105.20	买入
康龙化成	3759 HK	19.40	买入
康龙化成	300759 CH	36.69	买入
新产业	300832 CH	87.08	买入
普门科技	688389 CH	23.61	买入
爱尔眼科	300015 CH	17.55	买入
通策医疗	600763 CH	63.80	买入
华厦眼科	301267 CH	27.03	买入
固生堂	2273 HK	70.08	买入
锦欣生殖	1951 HK	3.32	买入
和黄医药	13 HK	27.92	买入
和黄医药	HCM US	18.29	买入
翰森制药	3692 HK	22.28	买入

资料来源: 华泰研究预测

正文目录

搏击广阔海外市场，创新药 BD 出海趋势已成	5
海外市场为国产创新药提供了更为广阔的舞台	5
国产创新药出海交易逆势增长，在全球占比提升	6
“集中式 BD”趋势显现，关注蓝海和空窗赛道的 FIC/BIC	8
ADC 初轮出海潮逐步放缓，进度领先品种仍有全球竞争力	8
GLP-1R 激动剂需求犹在，关注差异化国产品种	9
TCE 尚处研发窗口期，自免领域进度或决定成败	9
二代 IO 优化升级需求常在，国产品种进展迅速	10
其他领域：出海或多点开花	10
商保入局，国内价格变局	11
国内商保现状：增速迅猛，赔付比例较低	12
他山之石-美国医疗保险系统的历史与现状	13
国内商保展望：三医改革背景下有望蓬勃发展，看好创新药/创新器械受益	16
法案暂搁、需求回升，CXO 迎转机	18
法案焦虑缓解，地缘政治因素对股价影响渐弱	18
全球投融资回暖趋势已现，国内 BD 并购收入补位资金空缺	19
医疗器械：看好“利好政策+产品出海”助推板块积极向上	22
医疗设备：利好政策持续落地，看好板块发展否极泰来	22
高耗和 IVD：重视海外业务出色的国产龙头，关注国内集采影响	25
出海：高壁垒、高潜力的国产企业发展新方向	25
集采：影响趋于边际缓和，建议关注政策变化	31
医疗服务：看好消费复苏及支付端驱动，头部专科标的或最获益	32
政策端：深化医疗体系改革细分赛道政策频出，医保预付/商保利好支付端	33
消费属性专科标的或先受益，内生外延强劲龙头有望脱颖而出	35
中药：红利防守+国企改革+新品驱动	37
创新中药蓬勃向上，中药 OTC 重回增长	37
中成药集采常态化推进，驱动内部腾笼换鸟	37
中药创新药：政策倾斜鼓励，企业大有可为	38
中药 OTC：2024 年有所波动，2025 年重回增长	39
防守型红利资产仍具备吸引力	41
国企主题中寻找改革变化者	41
布局市场空间大、产品有增量的企业	42
重点公司推荐	43
行业内相关公司	49
恒瑞医药（600276 CH，未评级）	49
方盛制药（603998CH，未评级）	50
哈药股份（600664CH，未评级）	51
风险提示	52

图表目录

图表 1: MNC vs 国内创新药企: 收入加成平均利润率及费用率 (2023 年)	5
图表 2: 中国创新药海外潜在市场利润体量倍数估测表	6
图表 3: 全球创新药 BD 交易数量和金额趋势	6
图表 4: 中国创新药 BD 出海交易数量和金额趋势	6
图表 5: 中国创新药 BD 出海交易数量和金额的全球占比趋势	7
图表 6: 国产创新药 M&A 出海案例	7
图表 7: 创新药 M&A 平均金额对比	7
图表 8: MNC 的现金储备情况	8
图表 9: 司美格鲁肽临床数量 (横轴为最高进度)	9
图表 10: 替尔泊肽临床数量 (横轴为最高进度)	9
图表 11: 不同细胞因子对不同生命周期 B 细胞的抑制	9
图表 12: 中国医保体系介绍	11
图表 13: 中国“1+3+N”多层次医疗保障体系	12
图表 14: 中国商业健康险保费及增速 (2012-2023)	12
图表 15: 中国商业健康保险分类	13
图表 16: 2023 年美国医疗保险覆盖概况	13
图表 17: 2023 年美国各年龄段未参保比例	13
图表 18: Medicare 及 Medicare 优势计划参保人数 (2008-2021)	14
图表 19: Medicare 支出 (2008-2022)	14
图表 20: 联合健康 2023 年财务拆解	14
图表 21: 美国医疗制度发展历程	15
图表 22: 中国商保市场测算 (除团险、大病保险及惠民保)	16
图表 23: 中国商业健康保险发展历程	16
图表 24: 中国/美国/全球创新药销售额对比	17
图表 25: 中国药品创新药销售占比情况	17
图表 26: 《生物安全法案》及国内 CXO 指数行情回顾	18
图表 27: 药明合联 & 药明康德: 在手订单增长	19
图表 28: 药明合联 & 药明康德: 分地区收入	19
图表 29: 全球创新药一级市场融资事件数及金额 (2Q22-3Q24)	20
图表 30: 各 CXO 海外龙头 2024 年各季度对全年预期的对比	20
图表 31: 中国创新药企业融资及交易总金额	21
图表 32: SW 医疗设备板块公司 1-3Q24 及 1-3Q23 业绩对比	22
图表 33: 国内医疗设备行业招投标金额及同比增速	22
图表 34: 部分县域医共体及大型医院设备更新项目一览	23
图表 35: 国内医疗设备更新项目招标预算金额及项目数量情况	24
图表 36: 部分省份设备更新招标公告拟采购产品清单 (截至 12 月 1 日)	24
图表 37: 医疗器械出海阶段	25
图表 38: 2017-1H24 年新产业海外收入及同比增速	26
图表 39: 2017-1H24 年新产业海外收入在整体占比	26
图表 40: 2018-1H24 年新产业海外化学发光仪器装机量及中大型机占比	26
图表 41: 2018-1H24 年迈瑞医疗海外收入及同比增速	27
图表 42: 2018-1H24 年迈瑞医疗海外收入在整体占比	27
图表 43: 1H24 迈瑞医疗海外收入按地区拆分	27

图表 44: 2018-2023 年万孚生物海外收入及同比增速	28
图表 45: 2018-2023 年万孚生物海外收入在整体占比	28
图表 46: 2018-1H24 年普门科技海外收入及同比增速	28
图表 47: 2018-1H24 年普门科技海外收入在整体占比	28
图表 48: 2018-1H24 年南微医学海外收入及同比增速	29
图表 49: 2018-1H24 年南微医学海外收入在整体占比	29
图表 50: 1H24 南微医学海外收入按地区拆分	29
图表 51: 高值耗材前四批国采总结	30
图表 52: 2018-1H24 年春立医疗海外收入及同比增速	30
图表 53: 2018-1H24 年春立医疗海外收入在整体占比	30
图表 54: 2018-1H24 年爱康医疗海外收入及同比增速	31
图表 55: 2018-1H24 年爱康医疗海外收入在整体占比	31
图表 56: 集采政策持续向好, 倾向达到目标降幅即可中标	31
图表 57: A 股部分医疗服务标的 PE TTM 表现	32
图表 58: 港股部分医疗服务标的 PE TTM 表现	32
图表 59: 《深化医药卫生体制改革 2024 年重点工作任务》主要内容	33
图表 60: 辅助生殖、眼科、口腔等赛道 2022-2024 年出台较多细分政策	34
图表 61: “惠民保”设计细节一览	34
图表 62: 《国家医保局办公室财政部办公厅关于做好医保基金预付工作的通知》核心要点	35
图表 63: 国内医疗服务各细分赛道产业链及赛道特色一览	36
图表 64: 中成药集采复盘	37
图表 65: 中国中成药制造业收入 (2011-1H24)	38
图表 66: 中药新药 IND 获批数量及速度 (2018~9M24)	38
图表 67: 中药新药 NDA 获批数量及速度 (2018~9M24)	38
图表 68: 中药 1 类新药关键性临床结果	38
图表 69: 历年上市的中药新药在医保谈判中相对于医保参照药/临床对照药/同类竞品的价格倍数	39
图表 70: 中药 1 类新药销售表现	39
图表 71: 中国实体药店药品销售额 (2014~2023)	40
图表 72: 中国城市实体药店中成药销售额拆分 (按疾病分类, 2022)	40
图表 73: 重点省份实体药店中成药企业格局 (2023)	40
图表 74: 头部中药 OTC 公司存货周转天数	40
图表 75: 头部 OTC 企业/中药板块/实体药店中药饮片前三季度收入	40
图表 76: 生物医药各子版块 23 年现金分红金额与平均现金分红	41
图表 77: 生物医药各子版块 23 年股息率	41
图表 78: 中药红利公司盘点	41
图表 79: 中药产业链公司盘点 (国企或国企改革)	42
图表 80: 中药产业链公司盘点 (民企)	42
图表 81: 重点公司推荐一览表	43
图表 82: 重点推荐公司最新观点	44
图表 83: 恒瑞医药出海 BD 一览	49
图表 84: 方盛制药: 中药创新药收入 (2021~2023)	50
图表 85: 方盛制药: 中药创新药医院覆盖率比较	50
图表 86: 哈药股份收入拆分 (2023)	51
图表 87: 哈药股份: 工业净利率	51

搏击广阔海外市场，创新药 BD 出海趋势已成

基于渗透率、依从性、定价等的差异，全球创新药市场规模约为国内的 50~100 倍，广阔的海外市场为中国创新药提供了新沃土。近两年国产创新药通过 BD（商务拓展）/M&A（并购）出海势头正盛，我们认为 MNC（跨国企业）在补充产品管线的迫切压力下，或将持续买入处于估值洼地的中国创新药资产。我们有如下结论：

- 1) 24 年中国创新药 license-out 逆势增长，截止 11 月 18 日数量增长 16%，金额增长 54%；
- 2) 成为全球创新药重要参与者，交易项目数占比 14%，金额占比 30%；
- 3) 以利润计，中国创新药的海外规模至少为国内的 2.50~5.63 倍。

中国创新药的海外资产重估有望成为创新药板块 2025 年市值增长的主要驱动力。

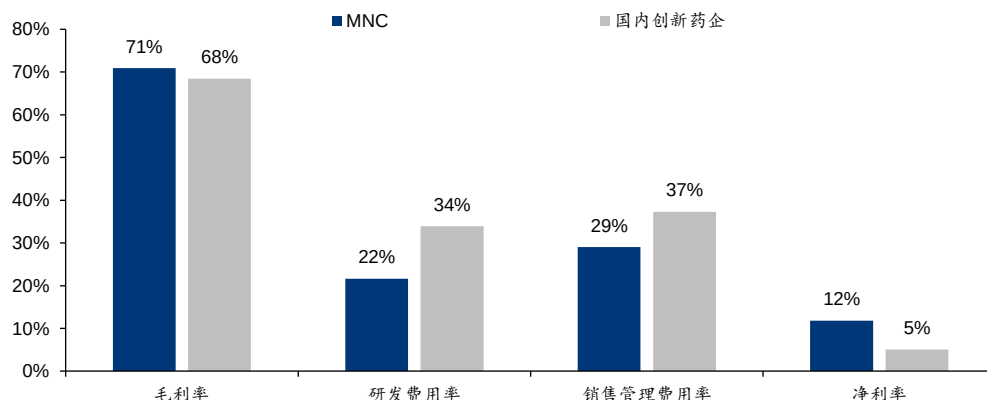
近年，国产创新药已初步建立了全球竞争力，出海逐步从“散发”模式向高潜力或确证性领域的“集中”模式转化。我们认为“集中式 BD”趋势下，重点赛道变的更加明确，ADC、GLP-1R 激动剂、TCE、二代 IO 等蓝海市场或热门空窗领域的 FIC/BIC 品种的全球稀缺性更加明显，有望角逐全球市场。因此，这些领域的头部产品和公司有望成为 MNC “集中式 BD”的主要受益方。

海外市场为国产创新药提供了更为广阔的舞台

海外创新药市场规模庞大。根据《中国商业健康险创新药支付白皮书（2024）》，2023 年我国创新药市场规模 1,400 亿元。而根据 IQVIA 统计，2023 年美国净价口径的药品支付金额达 4,350 亿美元；其中，根据 AAM 统计，2023 年品牌药在美国总药物支付金额中占 86.9%，对应 2023 年美国创新药市场规模约 3,780 亿美元。

全球市场创新药利润率更佳。比较国内创新药企和 MNC 的利润率及费用率，国内上市创新药企的毛利率略低于 MNC（68% vs 71%），而销售/管理费用率及研发费用率均显著高于 MNC，净利率则显著低于 MNC（5% vs 12%）。

图表1：MNC vs 国内创新药企：收入加成平均利润率及费用率（2023 年）



资料来源：Wind, iFinD, 华泰研究

中国创新药海外潜在市场利润规模有望大幅增长。以当前国内创新药利润规模为基准，未来中国创新药海外市场利润规模至少为国内的 2.50 至 5.63 倍，考虑：1) 当前全球创新药市场规模约为中国的 50 倍；2) 保守估计长期中国创新药贡献全球创新药总收入的 10%~15%；3) 保守估计创新药产品海外利润率为国内的 1.5 倍，且产品利润分成占比通常为 1/3 至 1/2。基于上述测算，海外市场有望为中国创新药提供更高的收益和更广阔的发展空间。

图表2：中国创新药海外潜在市场利润体量倍数测算表

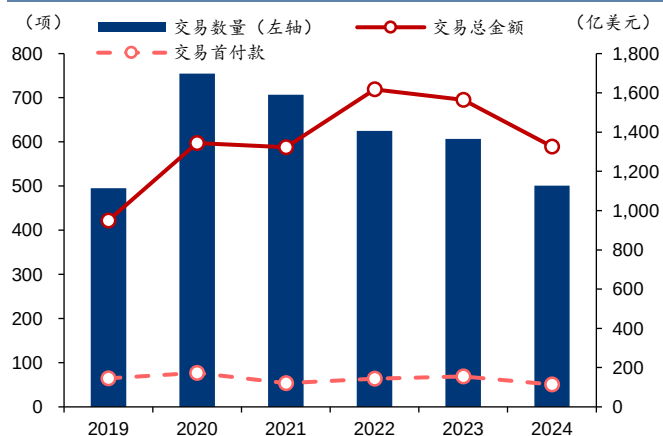
	保守估计	乐观估计
当前全球/中国创新药收入规模倍数	50	50
预期中国创新药销售收入占全球比	10%	15%
创新药海外/国内利润率倍数	1.5	1.5
利润分成	1/3	1/2
创新药海外潜在市场利润体量倍数	2.50	5.63

资料来源：《中国商业健康险创新药支付白皮书（2024）》，Frost & Sullivan，华泰研究预测

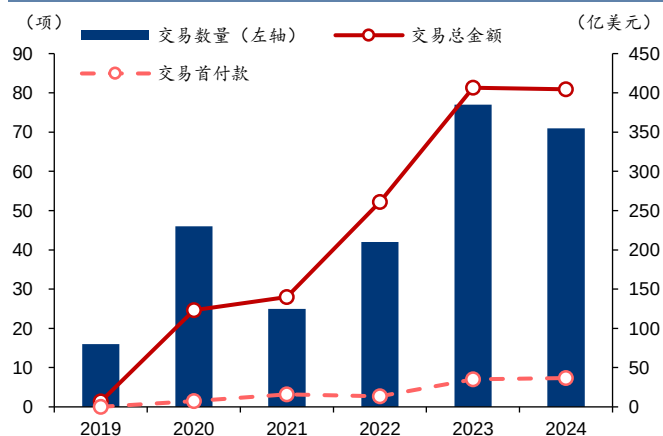
国产创新药出海交易逆势增长，在全球占比提升

全球创新药 BD 承压，但国产创新药 BD 出海项目数量及金额双双增长。截至 11 月 18 日，2024 年国产创新药达成 license out 交易数量 71 笔（2023 年同期 61 笔），同比增长 16%；涉及总金额达 404.54 亿美元（2023 年同期 261.87 亿美元），同比大幅提升 54%。同期，全球共发生创新药交易 501 笔（2023 年同期 530 笔），同比减少 5%；涉及总金额 1326.55 亿美元（2023 年同期 1295.16 亿美元），同比微增 2%。由于出海交易一般不涉及产品销售，我们预计后续受潜在关税等国际形势变动的影响有限。

图表3：全球创新药 BD 交易数量和金额趋势

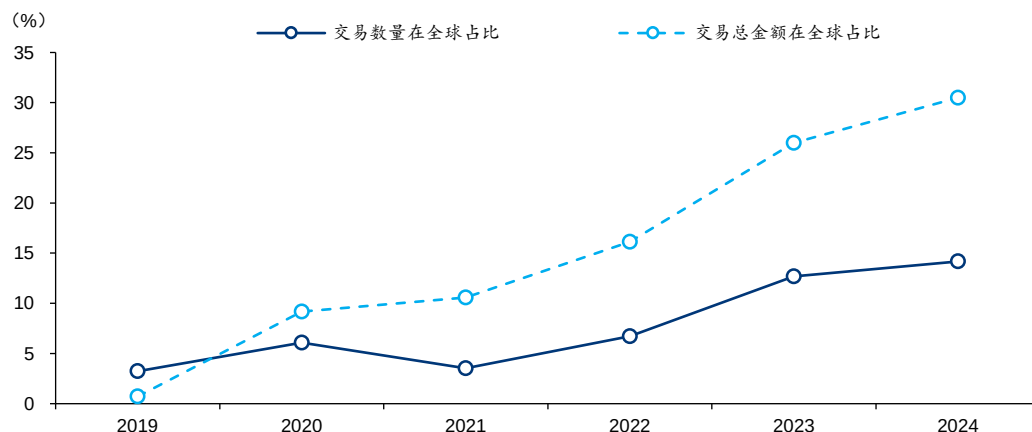
注：2024 年统计截至 11 月 18 日
资料来源：医药魔方，华泰研究

图表4：中国创新药 BD 出海交易数量和金额趋势

注：2024 年统计截至 11 月 18 日
资料来源：医药魔方，华泰研究

国产创新药 BD 在全球中占比提升，有望成为 MNC 研发管线的重要组成。截至 11 月 18 日，国产创新药 BD 出海在全球创新药 BD 中的项目数占比已达 14%（2019/2023 年全年 3/13%），总金额占比显著提升至 30%（2019/2023 年全年 1/26%），中国市场作为创新药研发的新锐力量逐渐得到认可。随着研发推进，达成对外授权的国产创新药有望陆续登上商业化舞台、分享海外市场收益。

图表5：中国创新药 BD 出海交易数量和金额的全球占比趋势



注：2024 年统计截至 11 月 18 日；因披露率差异，交易数量占比及交易总金额占比口径或有区别

资料来源：医药魔方，华泰研究

中国尚为创新药全球估值洼地，或持续成为 MNC 挑选 M&A 目标资产的重要目的地。MNC 即将密集迎来专利断崖期，亟需补充管线，以 M&A 方式快速引入已在临床研发阶段的潜力品种不失为一种选择。自阿斯利康收购亘喜生物开始，更多海外药企把目光投向中国市场。在创新研发能力提升和投融资持续承压的矛盾下，中国创新药企业不断增强的全球竞争力和认可度并未被充分定价，性价比愈发凸显，或持续吸引全球目光。

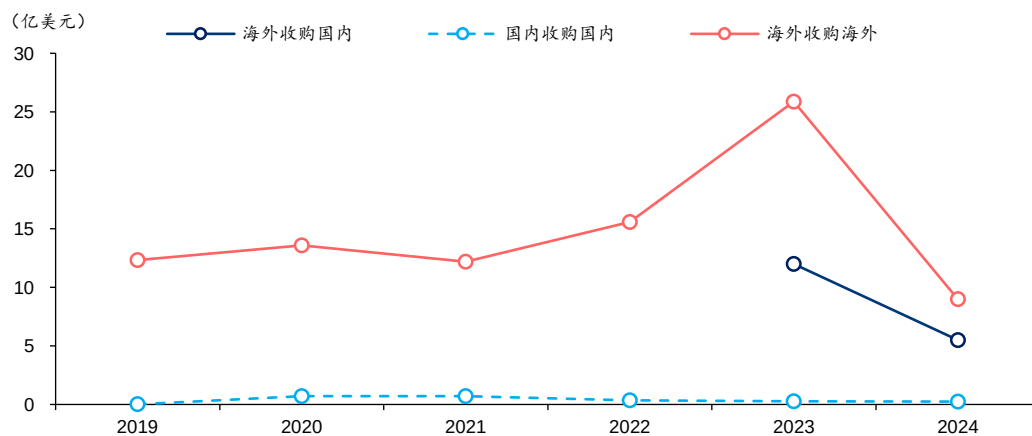
图表6：国产创新药 M&A 出海案例

日期	被收购方	收购方	被收购方特色	被收购方核心资产	支付对价	收购进展
2021 年 6 月	森朗生物	Avalon GloboCare	CAR-T；肿瘤免疫	Senl_1904B；Senl_NS7CAR	/	收购终止
2023 年 12 月	亘喜生物	阿斯利康	CAR-T；肿瘤；自免	GC012F	12 亿美元总金额	收购完成
2024 年 1 月	信瑞诺	诺华	肾病	阿曲生坦；zigakibart	/	拟收购
2024 年 3 月	葆元医药	Nuvation Bio	肿瘤	他雷替尼；safusidenib	/	收购完成
2024 年 4 月	普方生物	Genmab	ADC；肿瘤	rinatabart sesutecan； PRO1160；PRO1107；PRO1286	18 亿美元总金额	收购完成
2024 年 9 月	广州昂科 免疫	OncoC4	抗体；肿瘤免疫	AI-081；AI-071	/	拟收购
2024 年 11 月	普米斯	BioNTech	双抗；肿瘤免疫	PM8002	8 亿美元首付款， 9.5 亿美元总金额	拟收购

注：统计截至 2024 年 11 月 17 日

资料来源：医药魔方，华泰研究

图表7：创新药 M&A 平均金额对比

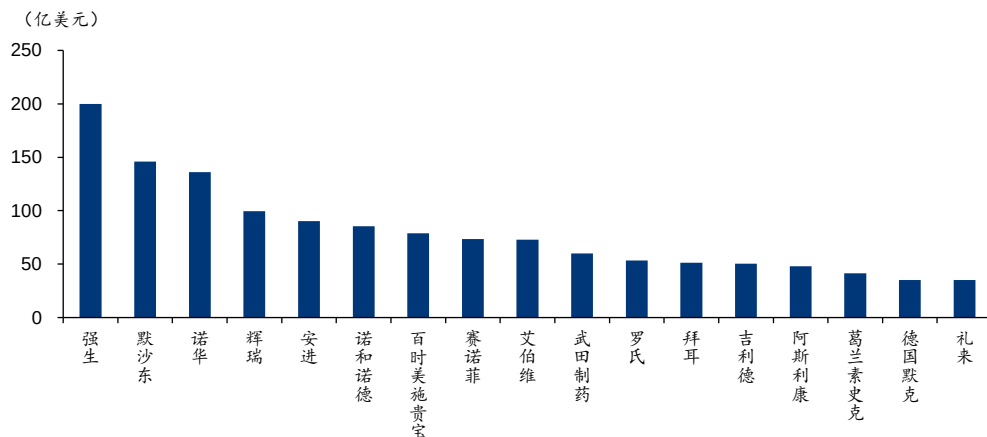


注：2024 年统计截至 11 月 18 日

资料来源：医药魔方，华泰研究

部分 MNC 仍有丰富现金储备，持续 BD/M&A 潜力充足。截至 3Q24，众多 MNC 现金储备充沛，12 家 MNC 的现金储备超 50 亿美元，其中强生、默沙东、诺华的现金储备均超 100 亿美元。从近 5 年 MNC 的 BD 并购节奏来看，仅辉瑞、艾伯维、默沙东、BMS 等 MNC 完成过大金额 BD（超过 20 亿美元首付款）或并购（超过 100 亿美元）。

图表8：MNC 的现金储备情况



注：除赛诺菲和罗氏为 1H24 报告期数据外，其余 MNC 现金储备数据均为 3Q24 报告期数据；10M24 罗氏以 18 亿美元并购 GenMark
资料来源：各公司公告，华泰研究

“集中式 BD”趋势显现，关注蓝海和空窗赛道的 FIC/BIC

回顾 2023 年以来 ADC、GLP-1R 激动剂、TCE、二代 IO 等领域的 BD 及并购潮，我们认为海外引进方愈发倾向于在优质空白赛道快速搭建管线，展现的结果即海外企业在短期内的“集中”BD 或并购，同时 MNC 对于中国创新药资产的筛选变得越来越细致深入，实现出海的国产新药基本在该领域整体或细分赛道中研发进度靠前，疗效安全性具备竞争优势。

ADC 首轮出海潮逐步放缓，进度领先品种仍有全球竞争力

ADC 出海暂时停滞，看好差异化品种打破僵局。2023 年合计 22 个国产 ADC 实现 BD 出海，涉及总金额 213 亿美元，并诞生多笔重磅交易；而 2024 年以来，ADC 交易热潮暂时放缓，或因：1) 各大 MNC 在 ADC 领域已经通过自研、BD、或收购布局了 ADC 产品；2) 上一轮 ADC 热潮始于德曲妥珠单抗的优异表现，引发第三代 ADC（相对低活性毒素+高 DAR 值）的研发热潮；但目前下一代 ADC 机制尚处验证阶段。

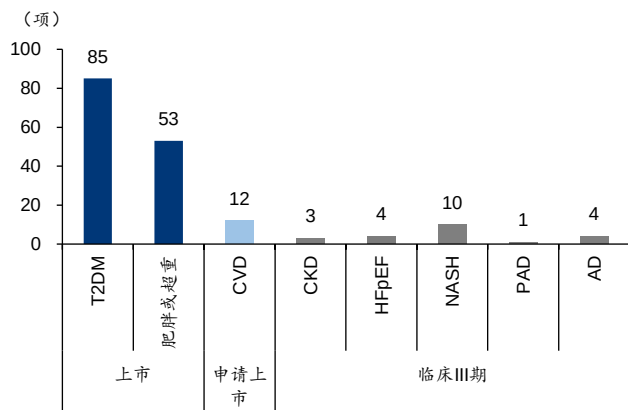
ADC 作为肿瘤治疗基石品种，临床价值继续高企。自从化免方案开始广泛应用于肿瘤治疗之后，ADC 作为对化疗端的升级方案和后线治疗的重点方案，已经历了各种对照临床研究和真实世界使用的验证。因此，我们认为 ADC 在肿瘤治疗中的基石地位不可撼动，在现有赛道中的 BIC 潜力产品和新机理的 FIC 品种仍然具有全球竞争力。

重点品种：1) SYS6010 (石药集团 EGFR ADC)，目前 NSCLC 适应症处于 III 期临床阶段；2) SHR-4602 (恒瑞医药 HER2 ADC) 由帕妥珠单抗和艾瑞布林衍生物构成，该结构成为全球 FIC，目前处于 II 期临床阶段；3) YL212 (再鼎医药 DLL3 ADC) 是全球临床进展最快的 DLL3 ADC，2024 年 10 月其治疗复发广泛期小细胞肺癌的结果在 ENA 大会上披露，ORR 达到 74%；4) RC88 (MSLN ADC)，全球临床进展最快的 MSLC ADC，卵巢癌适应症目前处于 II 期临床阶段。

GLP-1R 激动剂需求犹在，关注差异化国产品种

GLP-1 药物竞争激烈，差异性品种仍具竞争力。全球 GLP-1R 激动剂研发竞争日益激烈，但差异化产品仍有竞争力。2023 年 12 月，罗氏以 31 亿美元（27 亿现金+4 亿里程碑）收购 Carmot Therapeutics，获得了 GLP-1R/GIPR 双激动剂 CT-388（每周一次皮下注射）、CT-868（每日一次皮下注射）和 GLP-1R 激动剂 CT-996（每日一次口服），口服剂型受到重视。

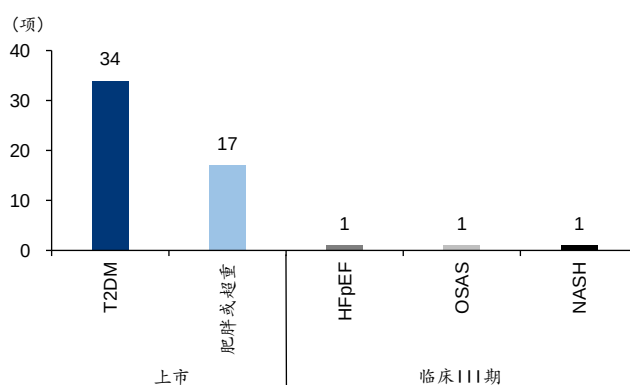
图表9：司美格鲁肽临床数量（横轴为最高进度）



注：1) 统计截止 2024 年 11 月；2) CVD 为心血管疾病，CKD 为慢性肾病，HFpEF 为射血分数保留的心衰，NASH 为非酒精性脂肪肝炎，PAD 为外周动脉疾病，AD 为阿尔兹海默病

资料来源：医药魔方，clinicaltrials.gov，华泰研究

图表10：替尔泊肽临床数量（横轴为最高进度）



注：1) 统计截止 2024 年 11 月；2) HFpEF 为射血分数保留的心衰，OSAS 为阻塞性睡眠呼吸暂停，NASH 为非酒精性脂肪肝炎

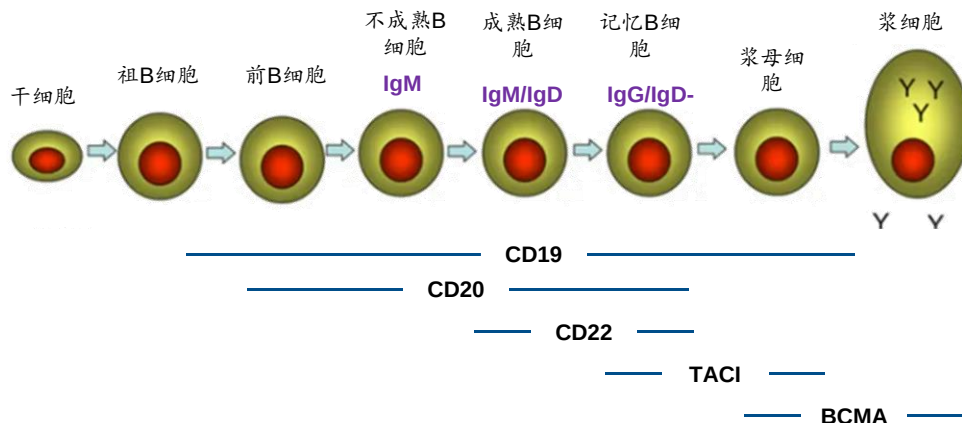
资料来源：医药魔方，clinicaltrials.gov，华泰研究

关注国产差异化品种：1) 小分子 GLP-1R 激动剂患者依从性较好，是未来的重点方向之一，且目前全球该领域进展，国产品种 HDM1002（华东医药）处于减重和降糖 II 期临床阶段；2) 双靶点、多靶点药物具有协同效应，疗效或更有优势，其中 DR10624（华东医药 GLP-1R/GCGR/FGF21 三激动剂）处于 II 期临床，UBT251（联邦制药 GLP-1R/GCGR/GIPR 三激动剂）处于 I 期临床。

TCE 尚处研发窗口期，自免领域进度或决定成败

TCE 打开自免新格局。目前大多自免疾病的疗效仍有优化余地，如类风湿性关节炎的疗效仍在 ACR20~ACR50 时代、强直性脊柱炎的疗效仍在 ASAS20~40 阶段、AD 的疗效大多还在 EASI-75 状态、SLE 的短期治愈和复发等仍未能解决等，此外更长的给药周期亦势在必行。如前文所述，TCE 初步验证了重度自免疾病解救治疗的潜力，由于 TCE 在自免领域的突破发生时间较近，目前 MNC 还处于管线起步阶段，有旺盛的管线构建需求。从靶点来看，CD19 拥有最广的 B 细胞类型覆盖谱，BCMA 等则覆盖了浆细胞，其相关 TCE 是海外自免治疗市场最为关注的类型，目前已实现出海的品种基本覆盖了上述两个靶点。

图表11：不同细胞因子对不同生命周期 B 细胞的抑制



资料来源：EBioMedicine. 2017 Feb;16:41-50，华泰研究

重点品种：结合研发进度和靶点布局，部分国产品种已有较强全球竞争力，包括：1) SIM0500（先声药业 BCMA/GPRC5D/CD3 三抗）处于 I 期临床阶段，进度处于全球前五；2) 康诺亚和诺诚健华联合研发的 CM355（CD20/CD3 双抗）I/II 期爬坡阶段；3) GR1803（智翔金泰 BCMA/CD3 双抗）处于 II 期临床阶段。

二代 IO 优化升级需求常在，国产品种进展迅速

PD-1/PD-L1 单抗存在局限。PD-1/PD-L1 单抗证实了 IO 药物在肿瘤治疗中的核心地位，但其在临床使用时仍面临肿瘤异质性、原发性/获得性耐药、肿瘤微环境、免疫相关毒性等未完全解决的问题。因此第二代 IO 药物始终是 IO 领域的下一步研究重点，但多个单靶 IO 药物的靶点如 TIGIT、CD47 等均未取得显著进展。

双抗率先启动二代 IO 时代，国产药物率先取得突破。双抗同时靶向两个抗原，具有提高患者响应率和克服耐药性的潜力。目前多款国产二代 IO 在临床进度方面全球领先，且其中佼佼者如依沃西单抗已在 III 期临床中验证了优于 PD-1/PD-L1 单抗的疗效，并成为全球首个在 III 期临床中头对头击败帕博利珠单抗的品种。

重点品种：1) 依沃西单抗验证了 PD-1 和 VEGF 两个靶点的协同效果，目前已有 3 款同机理双抗实现了出海，而 RC148（PD-1/VEGF 双抗）等同机理品种处于早期临床开发阶段；2) 促进 T 细胞发育和扩增的细胞因子有望和 PD-1 形成协同，免疫超级激动剂有望成为二代 IO 的另一个途径，目前 IB1363（信达生物 PD-1/IL-2 α 双抗）在免疫初治的黑色素瘤早期临床中取得 67.7% 的 ORR，其为全球首个数据读出的 PD-1/IL-2 α 双抗，此外 SHR-5495（恒瑞医药 PD-1/IL-2 α 双抗）、SIM0237（先声药业 PD-L1/IL-15 双抗）等均处于早期临床阶段，研发进度处全球第一梯队；3) IO 双靶点双抗有望成为 IO 耐药和冷肿瘤的应对方案，卡度尼利单抗（康方生物 PD-1/VEGF 双抗）和 FS222（PD-L1/F-1BB 双抗）为全球进度领先的 IO 双靶点双抗。

其他领域：出海或多点开花

自免：新机理带来新机遇。如上文所述，自免领域的探索不断推进，除 TCE 外，基于浆细胞的药物、级联反应内多细胞因子的双抗或多抗、补体通路的品种等均有全球 FIC 或 BIC 潜力。目前在该领域的头部品种包括 CM313（康诺亚 CD38 单抗）、索乐匹尼布（和黄医药 Syk 抑制剂）等。

呼吸：瞄准难治疾病。呼吸疾病需求旺盛，但包括 COPD、慢性咳嗽等在内的多种呼吸疾病治疗方案有限，属于蓝海市场。目前国产呼吸药物的出海已经初步验证，恒瑞医药和海思科等均有对外授权落地。其他全球进度领先的国产品种包括：1) HSK44459（海思科 PDE4B 抑制剂）处于 I 期临床阶段，间质性肺病适应症进度全球第二；2) 翰森制药和恒瑞医药的 P2X3 受体拮抗剂，研发进度均为全球前五；3) TQC3721（PDE3/4）抑制剂用于 COPD 的治疗，其进度排名全球前二。

商保入局，国内价格变局

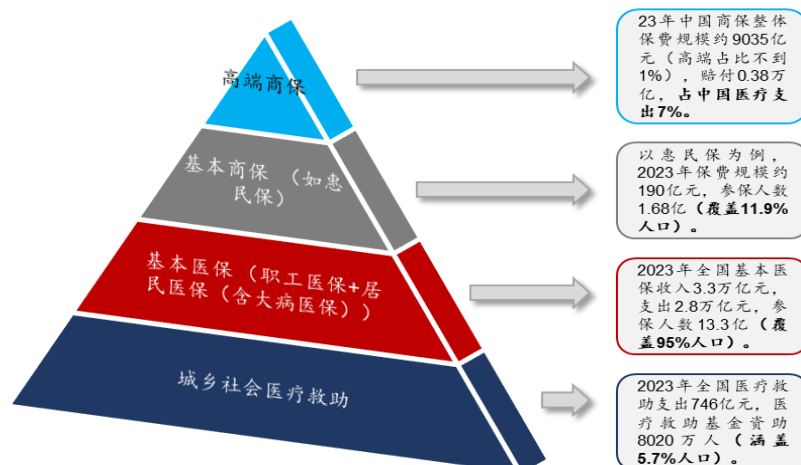
持续推进打造“1+3+N”多层次医疗保障体系，看好商保成为基础保障外的有力补充。2023年中国医疗支出为5.7万亿元，其中2.8万亿来自医保体系，患者自付规模2.5万亿，商业健康险(医疗险+重疾险)仅支付0.38万亿，三者分别占23年中国医疗总支出49%/超40%/7%，商业健康险在中国医疗体系内的占比极小。随着中国医保体系建设的不断推进，政府对商业保险机构的作用越来越重视，有望驱动商保进一步发展：1)在基本医保和大病医疗保险中引入商业保险公司参与，提高基本医疗的管理效率(“党的二十届三中全会决定”对医疗保障领域重大改革任务进行全面部署，国家医疗保障局将系统谋划，推动建立“1+3+N”多层次医疗保障体系)；2)出台税收优惠等政策措施，鼓励商业保险险种的发展。

图表12：中国医保体系介绍

层级	第一层次 基本医保	第二层次 大病医疗保险	第三层次 税优型健康险	第四层次 商业健康险
起始日期	上世纪90年代	2012年	2015年	改革开放以后
覆盖人群	全国人民	全国城乡居民医保参保人	全国纳税人群	全国人民
保险参与方	社保基金	社保基金、地方政府、保险公司	保险公司	保险公司
产品设计	国家统筹	社保、地方政府和保险公司拟定	保监会设计产品形态	公司自主设计
保费来源	员工和企业每月缴纳	社保基金、地方政府向保险公司给付	保单购买人	保单购买人
赔付来源	社保基金	承保保险公司	承保保险公司	承保保险公司
具体产品/项目	城镇职工基本医疗保险： 城镇居民基本医疗保险： 新型农村合作医疗保险	大病医疗保险	税优型医疗险	商业医疗险：重疾险： 其他健康险(长期护理、收入保障等)
保障范围	住院费用、统筹病种门诊费用	与城乡居民基本医保相衔接：参保人患大病发生高额医疗费用时，对城乡居民基本医保补偿后自费的合规医疗费用给予保障	与基本医保相衔接：用于补偿被保险人在经基本医保、补充医疗保险补偿后自费的医疗费用	基本医保赔付以外范围：商业医疗险：门诊、住院费用等长期重疾险：发生重疾时支付固定金额
保障水平	总体上，政策范围内住院费用支付比例将达到75%左右； 城镇居民医保和新农合政策范围内门诊费用支付比例将达到50%	大病医疗保险报销比例在50%以上	被保险人符合保险合同约定的医疗费用的自付比例不得高于10%	根据产品情况而定
利润分配机制	社保基金自负盈亏	地方政府与保险公司利润/损失共享，保险公司利润/损失有上限和下限	保险公司自负盈亏，微利经营	保险公司自负盈亏
可比系统	中国台湾基本医保	无	新加坡 CPF	美国、中国香港等

资料来源：Leadleo，华泰研究

图表13：中国“1+3+N”多层次医疗保障体系

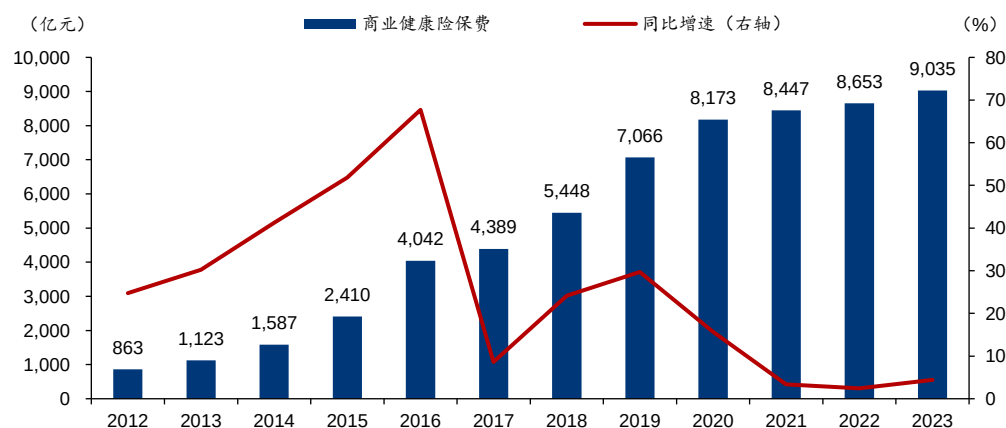


资料来源：国家医保局，华泰研究

国内商保现状：增速迅猛，赔付比例较低

中国商业健康险保费规模于2023年达到9,035亿元，其中人身险/财产险保费分别占总保费的81/19%，赔付比例分别35%/72%，人身险的赔付比例显著较低。而人身险和财产险均涵盖疾病、医疗、护理、失能收入四大类保险，其中疾病保险（含重疾险）和医疗保险为主要构成部分（22年数据，占总健康险保费54/42%）。其中：1）重疾险：市场核心构成+低赔付率，赔付额不一定用于医疗支出。保费规模占到商业健康险保费规模的45%，人身险保费的56%，而人身险的赔付比例仅为35%（23年数据），估测目前重疾险的赔付率也非常低。2）医疗险：构成多元，若财险则赔付率高。22年保费规模超3600亿，占商业健康险保费规模的42%，占人身险保费的31%，包括团险、大病保险、百万医疗险、惠民保等（其中团险、大病保险、惠民保均为不同程度嫁接在基本医保上的补充保险）。

图表14：中国商业健康险保费及增速（2012-2023）



资料来源：国家金融监管总局官网，华泰研究

图表15：中国商业健康保险分类



资料来源：国家金融监管总局官网，华泰研究

他山之石-美国医疗保险系统的历史与现状

美国的医疗体系由商业医疗保险和基础医疗保险两部分构成，其中商业医疗保险占主导。从医疗保险的发起到建立成熟的体系，完成医保的扩容，完善制度和政策，增加覆盖的深度，美国的医保发展历时超过半个世纪。整个体系的参与者有：1) 政府主导的基础医疗保险 (Medicare & Medicaid); 2) 私营保险组织，又称管理保健组织 (Managed Care Organizations, MCO); 3) 以及主导控费和医疗信息化的药品福利管理 (Pharmacy Benefit Manager, PBM)。

美国医保覆盖率 92.1%，其中商业医疗保险覆盖率 67.0%。美国的医疗主要分为两大部分：

1) 政府补助的基础医保，主要模式有 Medicare, Medicaid, 及退伍军人医疗保险，合计覆盖率为 37.4%，覆盖人群针对弱势群体，如老人 (65 岁以上)，儿童，残障及低收入人群；2) 商业医疗保险，主要覆盖就业人口，相对支付能力较好且健康风险较低，以雇员计划为主 (占人口 54.7%)，也有个人购买，合计覆盖率高达 67.0%。此外，大约 7.9% 的人没有任何医疗保险。

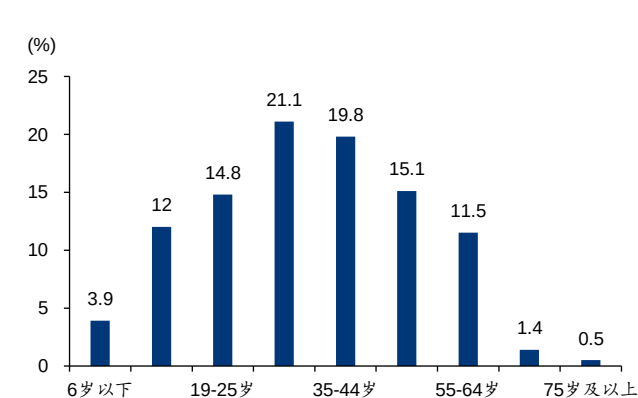
图表16：2023 年美国医疗保险覆盖概况

保险种类	任意保险覆盖率	仅享受一种保险	享受多种保险
任意保险计划	92.1%		
任意私人保险计划	67.0%	52.5%	14.5%
-雇员保险	54.7%	45.3%	9.4%
-个人购买	13.9%	6.4%	7.5%
-现役军人健康保险	2.8%	0.9%	1.9%
任意政府基础医疗保险	37.4%	22.2%	15.2%
-Medicare	18.8%	6.7%	12.1%
-Medicaid	21.3%	15.3%	6.0%
-退伍军人医疗保险	2.2%	0.2%	2.0%
未参保	7.9%		

注：以上覆盖率为总人口的覆盖率

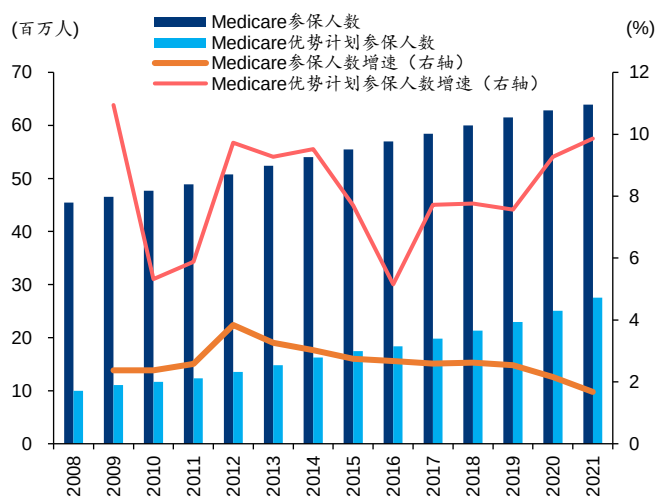
资料来源：United States Census Bureau，华泰研究

图表17：2023 年美国各年龄段未参保比例



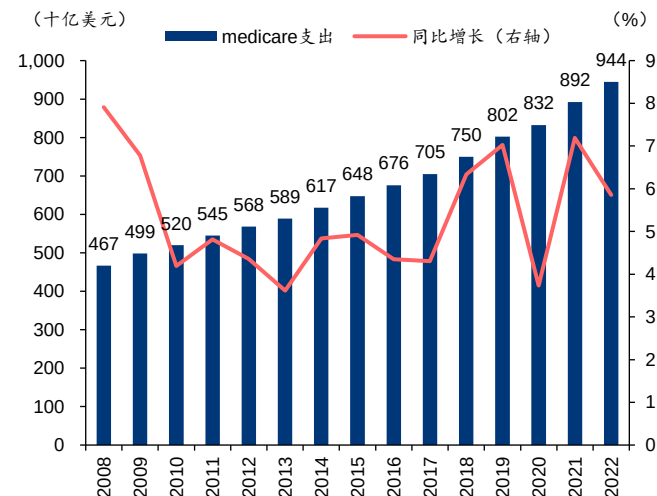
资料来源：United States Census Bureau，华泰研究

图表18: Medicare 及 Medicare 优势计划参保人数 (2008-2021)



资料来源: CMS, 华泰研究

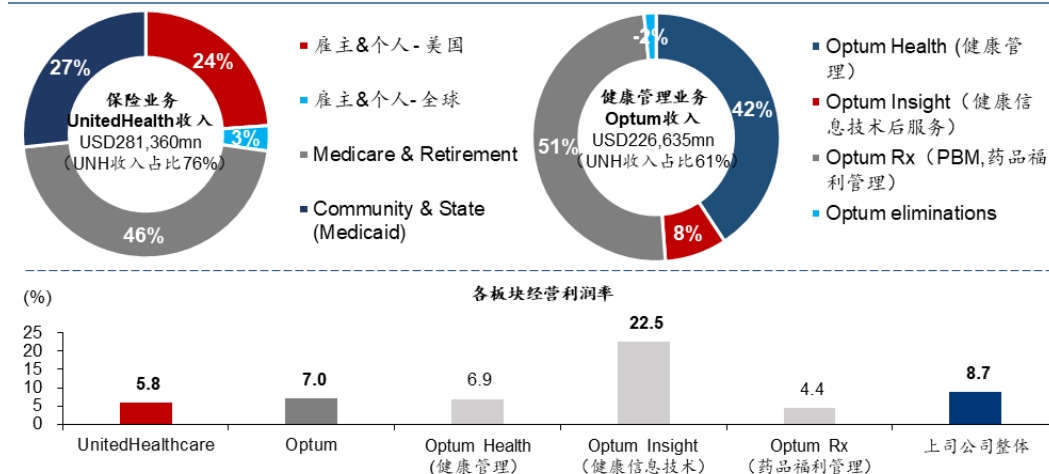
图表19: Medicare 支出 (2008-2022)



资料来源: CMS, 华泰研究

商业医疗保险: 规模庞大, 增速缓慢, 以集团业务为主。美国商业医疗保险有如下特点: 1) 覆盖面广, 种类繁多: 商业医疗保险是适龄劳动力人口唯一的选择, 覆盖了 67% 的美国人口, 其中由雇主为雇员购买的雇员商业保险占绝大多数。因此商业医疗保险以集团业务为主。医疗保险公司提供的产品类型多样、种类繁多, 很大程度上弥补了公共医疗保险计划对特定人群享受医疗服务的限制, 满足不同人群不同层次的需要。2) 竞争激烈, 缓慢增长: 由于品种繁多, 竞争激烈, 客户议价能力强, 商业医保的利润率并不高 (美国市场龙头联合健康 23 年保险业务经营利润率 5.8%, 低于公司整体 8.7% 经营利润率), 且相比 Medicare & Medicaid 增长缓慢 (以联合健康为例, 其美国商保业务 2023 年收入 +5.6% yoy, 对比 Medicare/Medicaid 分别同比增长 14/18%)。此外, 商业医疗保险集中度较高。

图表20: 联合健康 2023 年财务拆解

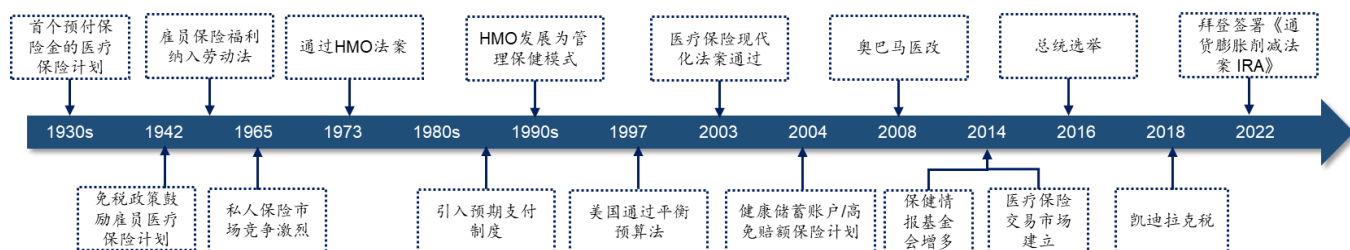


注: 两块业务收入占比超 100%, 主因报表层面还有 37% 的 elimination

资料来源: 联合健康 10K, 华泰研究

美国医疗保险沿革-逐步提高医疗保障“广度+深度”。在美国, 私人医疗保险发展早于公共医疗保险, 商业保险公司话语权比较高。政府一方面设立了基础医疗保险 Medicare & Medicaid, 加大覆盖广度; 另一方面通过政策促进私人医疗保险提供基础医疗保险的替代性或补充性产品, 进一步提高医疗保险的深度。

- 1) **免税政策鼓励商业医疗险迅速发展。**二战后美国国会通过“平衡法案”提出雇员医疗保险计划，缴纳款项免交联邦税、州和社会保障税，是私人医疗保险得以迅猛发展的根本原因。参保人数从 1940 年的 1300 万激增到 1955 年的 1 亿多。商业保险公司的市场份额也从 1940 年的 37% 增长到 55%，成为美国医疗保险市场的主导。
- 2) **弱势群体医疗服务需求催生基础医保落地。**50 年代商业保险公司迅速扩张，提供的团险价格相对低廉，大批团体雇员保险从“双蓝”计划转而投保到商业保险公司，增加了对非营利性私营组织的竞争压力，令“双蓝”在 60 年代放弃而统一税率，穷人和老人因此买不起保险。随后几十年，美国政府出台了一系列政策逐步调整公共医疗保险的覆盖面、保险范围和经营主体：
 - a) 1965 年，国会以 1935 年《社会保障法》修正案的形式通过了针对 65 岁及以上老年人的 Medicare 和针对穷人和残疾人的 Medicaid 计划。
 - b) 1997 通过平衡预算法（Balanced Budget Act of 1997, BBA）在基础医保之上引入市场化服务和付费主体，由商业保险公司来运营医疗保险业务，极大的重塑了服务流程和价格机制，推动了管理式医疗大扩容和医保替代计划 partC 的发展。
 - c) 2003 年的医疗保险现代化法案（Medicare Prescription Drug, Improvement, and Modernization Act, MMA）通过处方药计划（Part D）；
 - d) 2008 年奥巴马政府推动了新一轮的医改—医保改革法案（Patient Protection and Affordable Care Act, PPACA），进一步提高公共医保的覆盖面，计划向更多无保险的人提供医疗保险。
 - e) 2022 年拜登签署《通货膨胀削减法案 IRA》，该法案通过扩大福利、降低药品成本和提高未来几代人医疗保险计划的可持续性来改善医疗保险。
- 3) **鼓励商保经办公共医疗保险。**从 1990 年开始，美国政府开始将其主办的 Medicare 和 Medicaid 中的管理式医疗服务、理赔审核、结算支付等委托给蓝十字、蓝盾组织及其他商业保险机构经办，而后逐步放大权限，极大的重塑了服务流程和价格机制，推动了管理式医疗大扩容和医保替代计划 Medicare Advantage (partC) 的发展。从客户结构来看，基础医疗险客户占比已超过 35%。
- 4) **控费需求催生药品福利管理组织。**美国的 PBM（Pharmacy Benefit Manager，即药品福利管理）是提供综合性药品福利管理服务的第三方服务性组织，其主要业务包含电子报销系统，处方集管理，药品使用审查，药品邮购及多层共付等。成立的目的在于对医疗费用进行有效的管理，节省支出，增加药品效益。PBM 通过与药品企业、医疗服务机构、保险公司，医院签订合同，以求在不降低医疗服务的质量的前提下，影响医生和药剂师的处方行为，有效控制医疗费用的总开支。

图表21：美国医疗制度发展历程


资料来源：Leadleo，华泰研究

国内商保展望：三医改革背景下有望蓬勃发展，看好创新药/创新器械受益

我们看好完全独立于医保体系、不受 DRG/DIP 支付模式限制、能够覆盖常规医保目录外的药品和医疗设备以及更高的住院费用的商业保险产品实现市场承接。该体系中的百万医疗险（嫁接在医保之上，作为其补充，所以受 DRG/DIP 影响较大）或逐渐萎缩，而面向中/高收入人群的商业保险或迎来新的市场契机。我们认为上述市场有望在 2027 年达到超 3000 亿人民币水平，对应赔付额近 2000 亿人民币（假设平均简单赔付率为 64%），考虑：

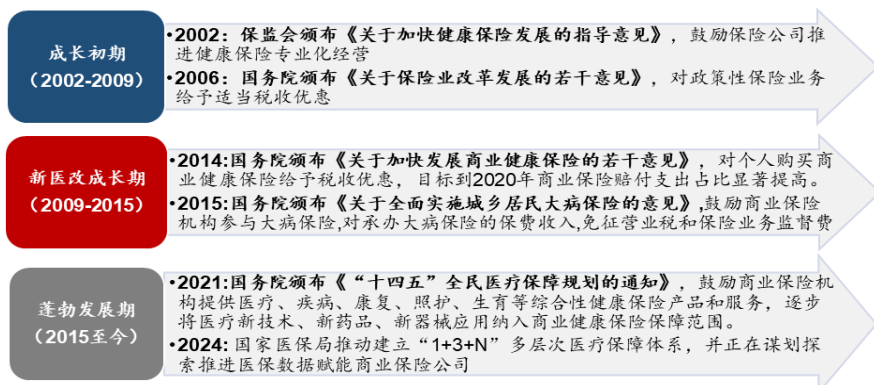
- 1) 受众广（合计面对 1.5 亿中/高收入人口及其背后家庭）：**a) 中端商业健康险（年保费大概 4 千元）：面对中国约 1.2 亿月收入在 5,000-100,000 元的人群；b) 高端商业健康险（年保费超 1 万元）：面对中国超 0.3 亿人月收入在 100,000 元以上的人群。
- 2) 政策鼓励：**配合三医医改节奏，国家从健康险税收、医疗服务覆盖范围、医保数据共享等多维度鼓励商业健康险发展。
- 3) 税优型健康险或为撬动商业健康险发展的重要杠杆：**税优健康险指保险公司销售的特定商业健康险，每年投入的保费在不超过 2,400 元的情况下，可以作为税前扣除，该属性使其具备撬动商业健康险发展的能力，尽管目前只有少数医疗险产品符合税优健康险的规定。

图表22：中国商保市场测算（除团险、大病保险及惠民保）

亿元	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
医疗险保费	669	705	1,077	1,926	3,094
--yoy (%)		5.3	52.8	78.9	60.7
--简单赔付率		65%	63%	63%	64%
医疗险赔付额		457	678	1,210	1,987
--yoy (%)			48.6	78.4	64.2
--百万医疗保费	650	670	603	542	488
yoy		3	-10	-10	-10
赔付率	65%	66%	67%	68%	69%
赔付额	423	442	404	369	337
--其他/高端保险保费	19	35	74	184	606
yoy		85.4	110.0	148.4	230.0
量（万人）	24	43	86	197	590
价（元）	8000	8,240	8,652	9,344	10,279
赔付率	39%	42%	47%	53%	61%
赔付额	7	15	35	97	370
--中端健康险种保费	-	-	400	1,200	2,000
yoy				200.0	66.7
量（亿人）			0.1	0.3	0.5
价（元）			4000	4000	4000
赔付率			60%	62%	64%
赔付额			240	744	1,280

资料来源：华泰研究预测

图表23：中国商业健康保险发展历程



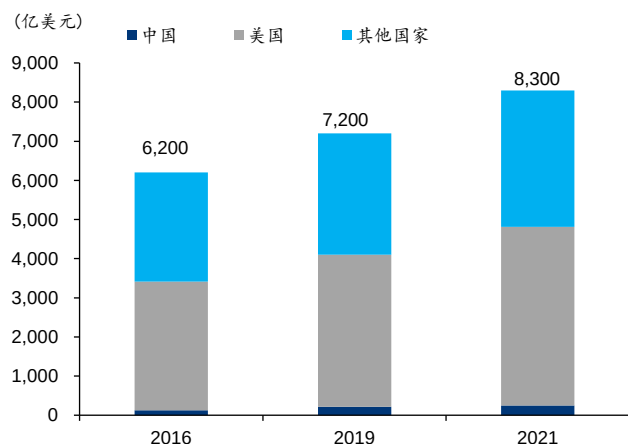
资料来源：国务院、保监会，华泰研究

商业健康险为创新药发展的重器，但现存保险覆盖弱。商业健康险中，惠民保及商业医疗险（百万医疗险、特药险）都是对创新药支付贡献较大的保险品类。根据《中国商业健康险创新药支付白皮书（2024）》，2023 年创新药市场规模约 1400 亿元，商业健康险对创新药的支付总额约 74 亿元，仅占整体创新药市场规模的 5.3%，说明目前商业保险对创新药支付的支撑仍然薄弱。

从赔付药品数量到渠道渗透，商保仍存广阔拓展空间。2023 年惠民保药品纳入数量为 550 个（45%为肿瘤创新药），商业医疗险药品纳入数量 441 种（56%为肿瘤创新药）。2023 年商业健康险赔付金额过千万的药品共计 18 个（2 个赔付过亿），肺癌、脑瘤、白血病为三大商保赔付额适应症。而在 2023 年商保赔付金额前 25 名的药品中，商保的渠道渗透率约 13%。

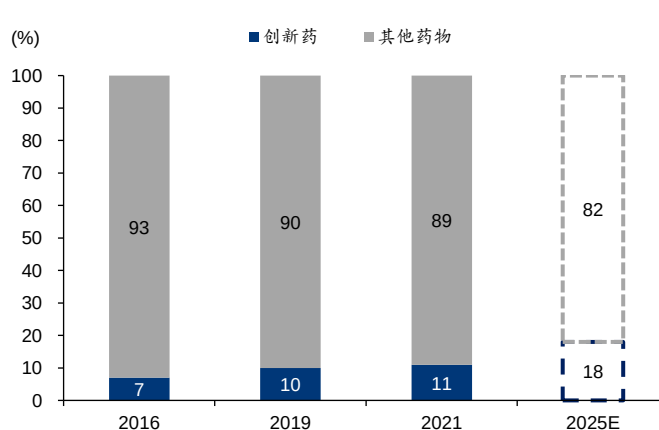
国产创新药进入商业化高峰，医保丙类目录出台在即。1) 中国创新药市场渗透率对比欧美国家较低；2) 丙类医保目录或将出台，针对研发成本较高、具有重要创新价值的药物品种，或有望作为 PBM 药品集的雏形；3) 作为“补充”角色的商业医疗险已经进入了一个存量经营的新阶段（惠民保 2022 年增速下降 28%），我们看好完全独立于医保体系、不受 DRG/DIP 支付模式限制、能够覆盖医保目录外的药品和医疗设备以及更高的住院费用的商业保险产品实现市场承接，从而进一步解决国内创新药的支付问题。

图表 24：中国/美国/全球创新药销售额对比



资料来源：BCG，华泰研究

图表 25：中国药品创新药销售占比情况



资料来源：BCG，华泰研究

法案暂搁、需求回升，CXO 迎转机

我们认为国内 CXO 有望触底回升，主要基于三大原因：

- 1) 地缘政治的不确定性大幅降低。《生物安全法案》短期难落地难度较大，且中长期我们认为海外对国内 CXO 产业替代难度较高，生物安全法案较难进一步扩面，法案带来的业绩不确定性有望进一步减弱；
- 2) 全球步入降息周期，创新药投融资金额逐步回升，CXO 上游需求端呈边际改善趋势；
- 3) 国内则有对外授权与并购收入补位资金空缺，成为创新药产业链的主力现金流来源。创新药 CXO 服务价格明确见底，需求有望进一步回升。

我们看好具备全球竞争力、在产业链中地位稳固的外向型 CXO，尤其是药明系的表现。

法案焦虑缓解，地缘政治因素对股价影响渐弱

我们认为地缘政治因素对国内 CXO 股价的影响渐趋弱化。于立法路径而言，《生物安全法案》借由 NDAA 预算法案以实现快速立法的规划受阻搁浅，且其独立立法进程遭遇国会换届，短期内落地施行的难度颇高，故而对股价的限制作用在当下有所缓解。从中长期维度审视，综合考量立法受阻且海外企业替代国内 CXO 难度较高，我们预计未来相关法案对 Medicare 和 Medicaid 药品代工生产产生影响的可能性偏低。

《生物安全法案》是 2024 年国内 CXO 股价的主要压制因素之一。《生物安全法案》最早的相关议题为 2023 年 12 月 4 日由 Bill Hagerty 提交参议院的 S.3385，该议案中的主要限制对象为华大系企业。但在 2024 年 1 月 25 日，时任美国众议院中美战略竞争特设委员会主席 Mark Gallagher 向众议院提交了 H.R.7085，新增对药明康德及相关公司的限制，拟禁止美国行政机构与受限公司及使用受限公司产品/服务的公司签订合同或使用服务/产品。国内头部 CXO 的海外收入占比较高，而该法案引发了市场对国内 CXO 海外业务的广泛担忧，造成国内 CXO 股价大幅回撤。

图表26：《生物安全法案》及国内 CXO 指数行情回顾



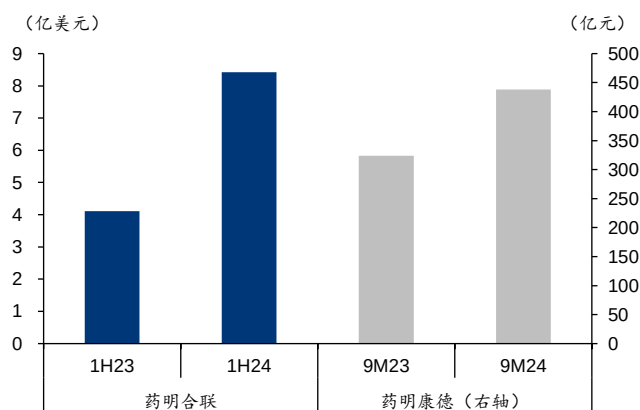
资料来源：美国国会，药明生物，iFinD，华泰研究

NDAA 夹带受阻，短期立法难度高。生物安全法案可通过单独立法以及预算法案夹带两种途径获批成为法律。目前预算法案夹带途径受挫，生物安全法案未纳入 2025 财年 NDAA，基本宣告推动方难以在年内通过该途径快速立法。单独立法途径则受制时间紧迫，众议院版本 H.R.8333 已在 2024 年 9 月通过，但参议院版本 S.3558 在 2024 年 3 月通过国土安全与政府事务委员会召开的听证会后，尚无全体会议讨论安排，且二者之间的存在差异仍需两院调和。在 2025 年 1 月 118 届国会任期结束后，未通过的法案将自动失效，此后若议员或提案方希望继续推动生物安全法案，则必须在 119 届国会开始后重新提交草案，并由新一届国会从头审议，周期较长。

国内 CDMO 产业替代难度较高。国内 CDMO 产业的效率和服务质量均是全球前列，国内企业在全球药品外包研发和生产端替代难度高：1) 美国药企对中国 CDMO 依赖程度高，依据 BIO 协会调查，124 家美国制药公司中约 79% 与中国 CDMO 有合作，替换周期可长达 8 年，寻找替代供应商并进行额外的测试及审批流程可能提高生产成本；2) 中国 CDMO 深度影响全球药物供给可及性，调查中近 40% 受访者认为与中国 CDMO 中断合作可能影响超过 10 万美国人，约 18% 受访者认为受影响患者数将超过 50 万人。

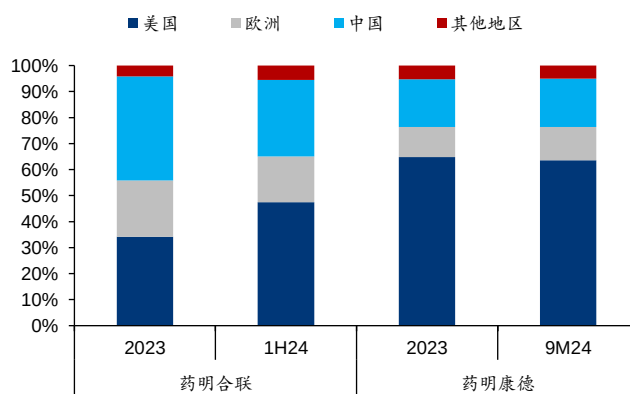
同时，产业链地位较为稳固的国内 CDMO 在手订单及海外业务即使在生物安全法案背景下亦表现出较高韧性。以药明合联和药明康德为例，药明合联截至 6M24 时，所拥有的在手订单金额达 8.42 亿美元，同比增长 105%；药明康德截至 9M24 的在手订单为 438.2 亿元，同比增长 35.2%。并且，药明康德 9M24 的欧美收入占比较 2023 年维持稳定，药明合联 1H24 欧美收入占比较 2023 年则进一步提升。综合考量国内 CDMO 企业所具备的难替代性以及前文所述生物安全法案短期内难以落地实施的状况，我们认为未来 Medicare 和 Medicaid 药品的代工生产被生物安全法案影响的可能性偏低。

图表27：药明合联 & 药明康德：在手订单增长



资料来源：药明合联 1H24 中报，药明康德 3Q24 季报，华泰研究

图表28：药明合联 & 药明康德：分地区收入

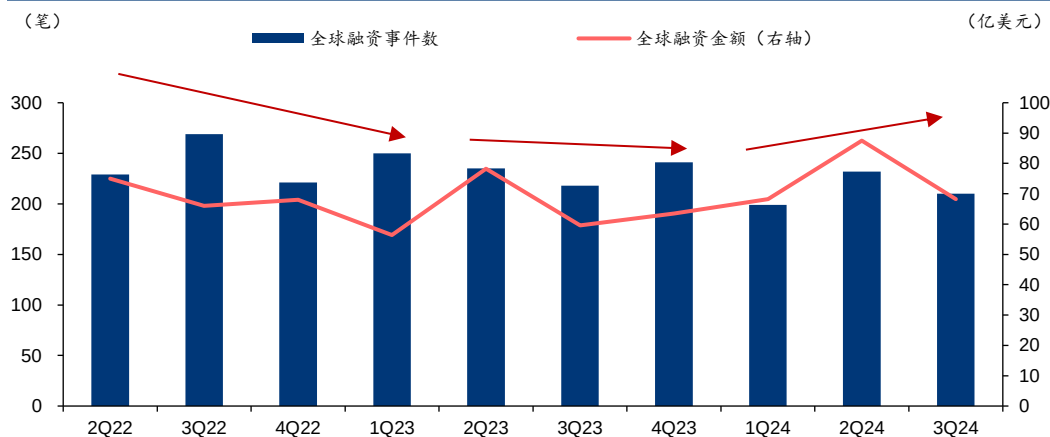


资料来源：药明合联 1H24 中报，药明康德 3Q24 季报，华泰研究

全球投融资回暖趋势已现，国内 BD 并购收入补位资金空缺

从 CXO 上游需求看，全球创新药投融资已步入回升通道，有望逐步转化为 CXO 订单增长，多家海外 CXO 企业亦对行业前景预期转向乐观。国内，2024 年快速增长的对外授权及并购收入及时补位资金空缺，为国内 CXO 业务稳定增长提供了有力支撑。

全球创新药 PE 融资逐渐走出寒冬。2024 年前三季度，尽管全球累计融资事件数同比-8.8% 至 641 笔，但融资金额同比+15.3% 至 223.91 亿美元，且各季度融资金额均实现同比增长，已完成筑底并恢复增长，有望逐步转化为 CXO 企业订单需求。

图表29：全球创新药一级市场融资事件数及金额（2Q22-3Q24）

注：一级市场轮次包含 IPO 前所有轮次，不含 IPO、增发及并购事件

资料来源：医药魔方，华泰研究

多家海外头部 CXO 在 3Q24 对未来预期转向乐观。今年第一季度与第二季度时，CXO 海外龙头企业普遍承受着下调业绩指引的压力。而到了第三季度，指引调整的趋势发生分化，Charles River、LabCorp、三星生物等公司相继上调全年业绩指引。且各公司于中长期的展望中，皆普遍表述了偏于乐观的行业评判，譬如 IQVIA 于三季度电话会议中指出，2024 年 biotech 相关投融资状况较 2023 年有显著提升，预估其将在未来一至一年半内反映于实际临床开发需求之上。

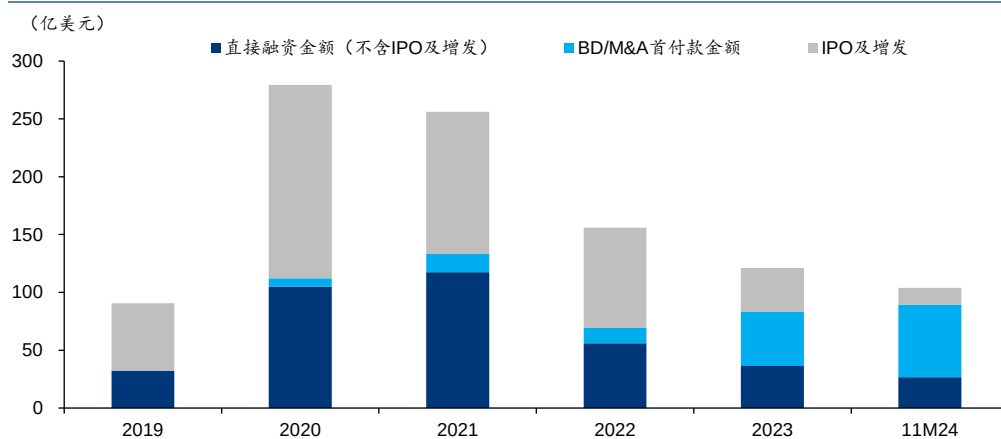
图表30：各 CXO 海外龙头 2024 年各季度对全年预期的对比

公司	指标	Q1-全年指引	Q2-全年指引	Q3-全年指引	Q3-2025 年及中长期展望
CRO					
Charles River	表端收入增速	1.0%-4.0%	(4.5)%-(2.5)%	(3.0)%-(2.0)%	基于并购重组推进及 biotech 增长复苏，预计需求不会进一步恶化，2025 年将延续当前趋势。
	Non-GAAP EPS	10.9 美元-11.4 美元	9.9 美元-10.2 美元	10.1-10.3 美元	
IQVIA	收入	153.25 亿美元-155.75 亿美元	154.25 亿美元-155.25 亿美元	153.50 亿美元-154.00 亿美元	TAS 有望持续复苏，R&D 板块各项前沿指标健康，biotech 相关投融资状况较 2023 年有显著提升，预估其将在未来一至一年半内反映于实际临床开发需求。
	经调整摊薄 EPS	10.95 美元-11.25 美元	11.10 美元-11.30 美元	11.10 美元-11.20 美元	
LabCorp	Biopharma Laboratory Services 收入增速	3.7%-5.7%	3.7%-5.0%	4.7%-5.6%	公司对于诊断和生物业务板块未来增长保持乐观。
ICON plc	收入增速	4.4%-7.4%	4.1%-5.3%	1.7%-2.2%	CRO 市场喜忧参半，但需求驱动因素已就位。
	经调整 EPS 增速	14.5%-18.5%	17.3%-18.8%	8.7%-10.2%	
CDMO					
Lonza	收入增速（固定汇率）	同比持平	同比持平	同比持平	暂未披露
	核心 EBITDA 利润率	20%+	20%+	20%+	
Samsung Biologics	收入增速	10%-15%	10%-15%	15%-20%	公司对未来市场需求乐观，将加速 5 号工厂的建设，将落地时间提前 5 个月至 4M25

注：红字为上调全年指引，蓝字为下调全年指引，黑字为维持全年指引

资料来源：各公司官网新闻（含预测），各公司投资者交流材料（含预测），彭博，华泰研究

出海交易为国产创新药行业发展提供了新的资金来源。截至 11 月 18 日，2024 年国产创新药直接融资金额（不含 IPO 及增发）及 BD/M&A 首付款金额总和达 89.26 亿美元，已超出 2022/2023 年全年水平（分别为 69.37/83.42 亿美元）。如前文所述，我们认为年底或将为 BD 集中落地期，且今年盛况或甚于往年；展望后续趋势，考虑到 MNC 密集迎来“专利悬崖”且尚有充足现金储备，我们认为国产创新药出海交易将持续火热，且往年所达成交易的里程碑收入或将陆续兑现。因此，国产创新药企业自 BD/M&A 中所获资金增长有望抵消自直接融资所获资金的下滑，驱动国产创新药物开发的新资金动能已就位，持续支撑国内 CXO 需求。

图表31： 中国创新药企业融资及交易总金额

注：1) 2024 年数据统计截至 11 月 18 日；2) BD/M&A 交易金额中仅包含首付款，不含后续里程碑收入等；3) 在医药魔方的创新药口径基础上，剔除 2023 年九洲药业、国药现代、美迪西、众生药业的增发融资。

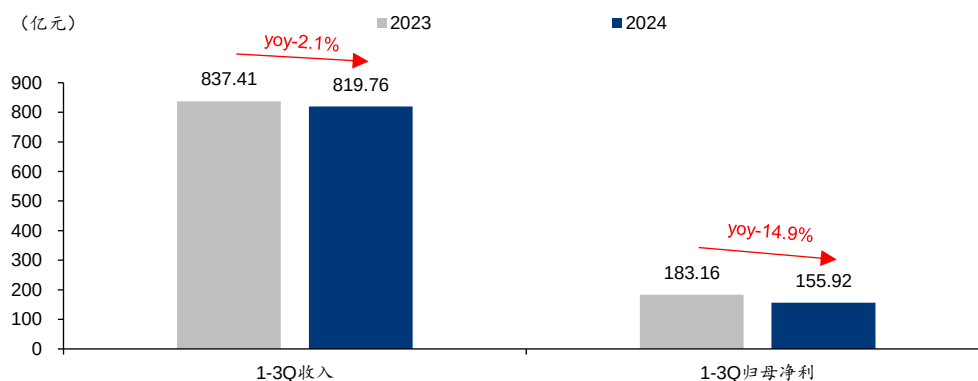
资料来源：医药魔方，华泰研究

医疗器械：看好“利好政策+产品出海”助推板块积极向上

医疗设备：利好政策持续落地，看好板块发展否极泰来

内外因素影响医疗设备板块前三季度业绩。从 A 股医疗设备上市公司业绩表现来看，板块今年前三季度业绩整体阶段性承压。根据 Wind，SW 医疗设备板块公司 2024 年前三季度合计实现收入 819.76 亿元（yoy-2.1%），合计实现归母净利 155.92 亿元（yoy-14.9%），我们推测主因国内医疗行业整顿及设备更新政策落地前市场观望情绪影响院端医疗设备类产品招采节奏，叠加板块部分公司为满足长期发展所需强化销售及研发能力建设。分季度看，板块 1Q24-3Q24 分别合计实现收入 266.77/301.18/251.80 亿元（yoy-0.9%/-1.7%/-3.8%），分别合计实现归母净利 52.16/66.63/37.13 亿元（yoy-6.4%/-9.8%/-30.7%），我们推测 3Q24 板块业绩增速环比进一步走弱主因内外因素持续影响叠加部分公司陆续于 3Q24 调整渠道库存水平影响收入确认节奏。

图表32：SW 医疗设备板块公司 1-3Q24 及 1-3Q23 业绩对比



资料来源：Wind，华泰研究

国内行业招投标已呈现边际回暖态势。从国内医疗设备板块大环境来看，行业招投标规模自 2H23 国内医疗行业整顿开始以来有所收缩，且 3M24 后国内行业对于设备更新政策落地前的观望情绪进一步导致院端采购节奏整体推迟；但自 9M24 国内院端常规采购需求持续恢复叠加各地设备更新政策落地提速以来，行业整体招投标规模已呈边际回暖态势（同比表现亦明显好转）。我们看好行业采购需求持续释放，带动相关医疗设备公司业绩企稳向好。

图表33：国内医疗设备行业招投标金额及同比增速



资料来源：众成数科，华泰研究

利好政策持续落地，利好板块长期向好发展。与发达国家相比，我国医疗设备（尤其是大中型医疗设备）的应用渗透率仍处于较低水平，如 2020 年我国每百万人 PET/CT 保有量仅为 0.61 台，而同期美国、澳大利亚、比利时每百万人 PET/CT 设备保有量分别为 5.73/3.70/2.86 台（灼识咨询数据）。为进一步提升医疗设备整体配置水平，国内相关方陆续出台支持性政策，我们看好板块在相关政策的引导下整体保持长期向好发展。其中，近期发布的相关行业利好政策具体包括：

1) 设备更新政策

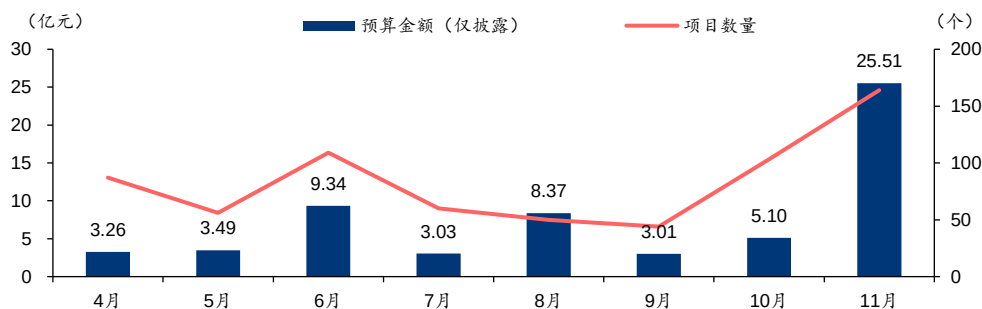
设备更新政策有望进一步提升行业需求增量规模。2024 年 3 月，国务院正式印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，该方案提出到 2027 年，我国工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较 2023 年增长 25% 以上（2024-2027 年 CAGR 超 6%）。其中，针对医疗领域的设备更新，该方案明确提出要推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。我们认为，此次政策支持力度大、时间周期长、覆盖范围广，有望给国内行业的中长期发展带来显著需求增量，并将为国产医疗设备厂家市场份额的跨越式提升提供难得机遇。

各地政策执行积极提速，行业扩容效应逐渐显现。由于今年为设备更新政策执行首年且各地在正式采购前需广泛收集终端医院需求并完成上报审批等流程，各地自 3Q24 起逐渐进入采购意向发布和招标阶段，其中多省卫健委及地区性头部医院已公告针对地区县域医联体和本院的详细采购计划，政策对于行业规模扩容的提振效应正逐渐显现。根据众成数科的资料，今年 4 月至 11 月，国内设备更新政策相关的招标预算金额和项目数量分别已达 61.11 亿元和 673 个，其中仅 11 月单月的招标预算金额和项目数量就分别已至 25.51 亿元（mom+400.2%）和 164 个（mom+59.2%），占比分别为 41.7% 和 24.4%。我们看好设备更新政策后续持续发力，并为行业相关公司贡献业绩增量。

图表34：部分县域医共体及大型医院设备更新项目一览

发布时间	采购方	采购总预算	采购品类	预计采购时间
2024 年 6 月	北京大学人民医院	4.6157 亿元	PET/CT、SPECT/CT、MR、CT、直线加速器、腹腔镜、麻醉剂等设备	2024 年 6-12 月
2024 年 7 月	浙江省人民医院	4.956 亿元	医学影像设备、内窥镜检查设备、胸腹腔镜治疗类设备、生命支持类设备等	2024 年 7-12 月
2024 年 8 月	安徽省卫健委	5.9 亿元	项目采购内容包括医疗设备设施。主要更新设备为核磁共振成像系统（MR）、数字减影血管造影设备（DSA）、计算机断层成像技术（CT）、数字化 X 射线系统（DR）、麻醉机、血液透析设备、手术室移动 C 臂 X 线机、光学相干断层扫描仪（OCT）、口腔 CBCT、超声诊断仪、腹腔镜、胃肠镜等	2024 年 9-10 月
2024 年 9 月	河北省卫健委	6.438 亿元	彩色超声诊断仪 179 台（预算 2.148 亿元）、计算机断层成像技术（CT）48 台（预算 3.84 亿元）、数字化 X 射线系统（DR）25 台（预算 0.45 亿元）	2024 年 11 月
2024 年 9 月	山西医科大学第一医院	2.9962 亿元	直线加速器、PET/CT、MR、CT、内窥镜手术机器人、DSA 等设备	2024 年 10 月
2024 年 10 月	吉林省卫健委	2.948 亿元	更新医学影像、医学检验、中医康复治疗、信息化设备等品目设备共计 251 台（套）	2024 年 12 月
2024 年 10 月	浙江省卫健委	18.46 亿元	采购内容为县域医共体有关医疗设备设施，主要包含医学检验、心电诊断、医学影像、手术治疗等品目	2024 年 12 月
2024 年 10 月	河南省卫健委	5.83 亿元	X 线计算机断层扫描仪（64 排 CT 及 64 排以下 CT）、数字化 X 线摄影系统、彩超、全自动生化分析仪、救护车五类品种	2024 年 12 月
2024 年 11 月	山西省卫健委	3.5 亿元	重点面向县级医院（含县级综合医院、中医医院、妇幼保健院）、乡镇卫生院和社区卫生服务中心，采取省级集中采购的方式，通过设备以旧换新的途径，提升县域医疗设备配置水平，加快推进县域医疗卫生服务能力建设	2024 年 12 月
2024 年 11 月	四川省卫健委	4.375 亿元	拟采购 CT、DR、彩超机 3 类，每一类设备均分为县级医疗机构和乡镇级医疗机构设备，其中 CT 设备 26 台、DR 设备 134 台、彩超设备 220 台	-
2024 年 12 月	辽宁省卫健委	4.48 亿元	医疗影像类、诊断类、治疗类及辅助类医疗设备	2025 年 1 月
2024 年 12 月	广东省卫健委	7.167 亿元	资料来源：华泰研究预测医学影像设备、内窥镜资料来源：华泰研究预测检查设备、胸腹腔镜治疗类设备、生命支持类设备等	2025 年 1 月

资料来源：各政府官网，各医院官网，华泰研究

图表35：国内医疗设备更新项目招标预算金额及项目数量情况


资料来源：众成数科，华泰研究

采购涉及品类众多，超声、CT、MR、DR等医学影像设备获益明显。从设备更新项目目前所涉及的产品品类来看，各地采购类目较为多样但重点较为集中。根据众成数科的资料，截至11月10日，全国各省设备更新招标采购品种涉及产品类别（细分品种）已达259个；其中，大部分省份优先采购的品类主要为超声、CT、MR、DR等产品，且伴随招采持续推进，内窥镜设备（包括消化道软镜、胸腹腔镜、宫腔镜、关节镜等）的采购优先级自11月起持续提升，采购量和采购种类明显增加。

图表36：部分省份设备更新招标公告拟采购产品清单（截至12月1日）

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										
计算机断层摄影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										
鼻咽镜										
关节镜										

注：方格内颜色深浅表示该省份采购意向中该产品的采购频次排名，颜色越深，采购频次排名越高；只标记各省排名前三位的医疗设备采购需求

资料来源：众成数科，华泰研究

2) 对本国产品的政府采购支持政策

政府采购支持性政策利好国产医疗设备公司。2024年12月，财政部对外发布《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）》，该通知要求政府采购活动中既有本国产品又有非本国产品参与竞争的，对本国产品的报价给予20%的价格扣除，并用扣除后的价格参与评审；采购项目或者采购包中包含多种产品，供应商提供的符合本国产品标准的产品成本之和占该供应商提供产品的成本总和80%以上的，对该供应商提供的产品整体给予20%的价格扣除，并用扣除后的价格参与评审；该通知同时还对本国产品的标准进行了详细界定。我们认为，该政策执行后将进一步提升国产医疗设备在政府采购过程中的整体竞争力，我国医疗设备领域的国产替代进程有望持续提速。

综上所述，我们认为高端医疗设备细分领域（如医学影像设备、生命监护与支持设备、内窥镜设备等）国产龙头有望凭借自身过硬的技术产品和持续完善的配套服务，在相关政策的支持下实现国产相关产品的加速突围。建议关注掌握行业核心技术、研发实力强劲且渠道布局全面的医疗设备细分领域领军型公司，如迈瑞医疗（300760 CH）、联影医疗（688271 CH）、开立医疗（300633 CH）、澳华内镜（688212 CH）等。

高耗和 IVD：重视海外业务出色的国产龙头，关注国内集采影响

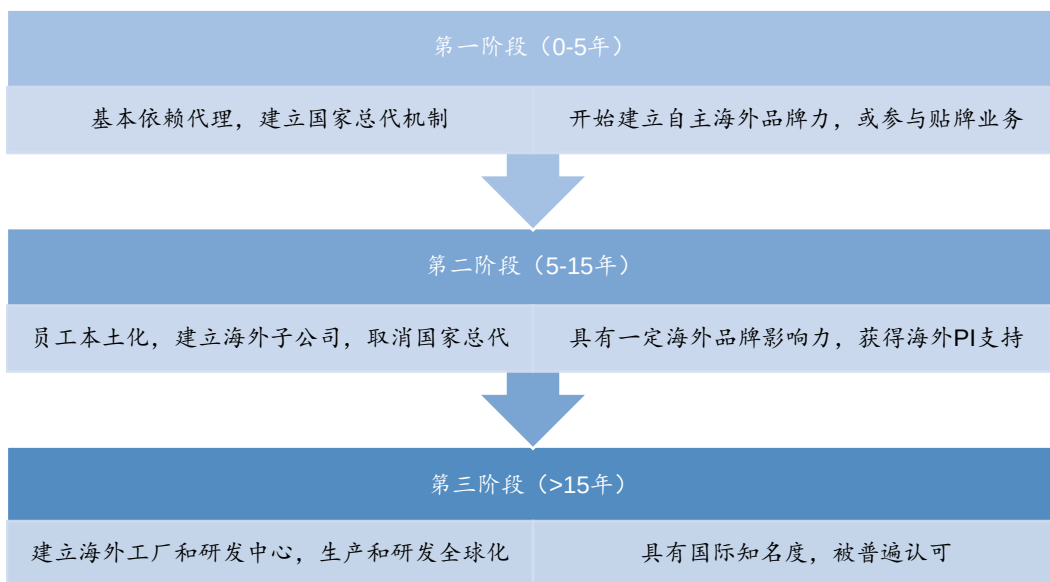
今年以来受反腐、DRG、集采等因素，国内耗材和 IVD 行业增长承受一定压力。展望 2025 年，我们建议关注海外布局完善、业务成熟的国产 IVD 和耗材龙头，国内需要关注政策端的变化，特别是国家或者省级联盟集采情况。

出海：高壁垒、高潜力的国产企业发展新方向

出海为国产企业带来增长机遇，也存在较高壁垒。近年来，国内 IVD 和耗材企业愈发重视海外市场，一方面因为国内医保控费、行业整顿、集采等压力长期存在，另一方面，对接全球市场会明显打开企业成长空间。而且，我们认为医疗器械出海壁垒较高，不仅需要花费大量时间成本和资金成本在海外进行产品临床和注册，而且也需要培育品牌、建立医生认知和信任，以及进行销售本土化和精细化等布局。

我们一般将出海分为三个阶段：

图表37：医疗器械出海阶段



资料来源：华泰研究

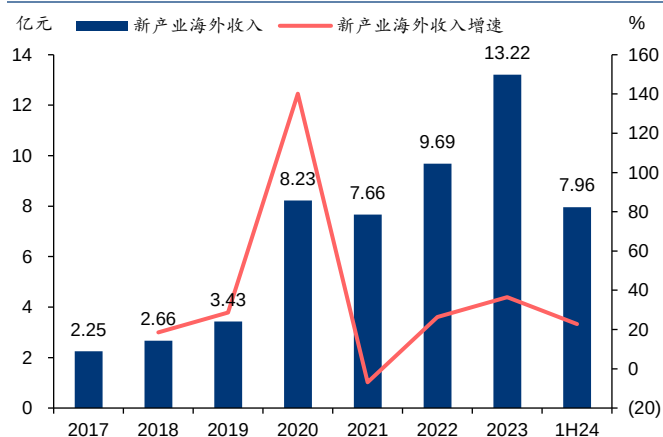
就具体类别来看，耗材、设备、IVD 相关器械等各个细分领域因产品特性、技术壁垒、竞争格局等均有差异，加之全球各市场的成熟程度不同，出海趋势各有不同。对中国自主品牌出海企业而言，因产品种类、市场环境和企业自身战略的差异，中国领先医疗器械厂商国际化水平尽管近年来提升较快，但整体仍有较大提升空间，也意味着更广阔的增长来源。

我们介绍耗材和 IVD 行业目前出海进度领先的几家企业如下：

1) IVD：多赛道开花结果，各国家初见规模

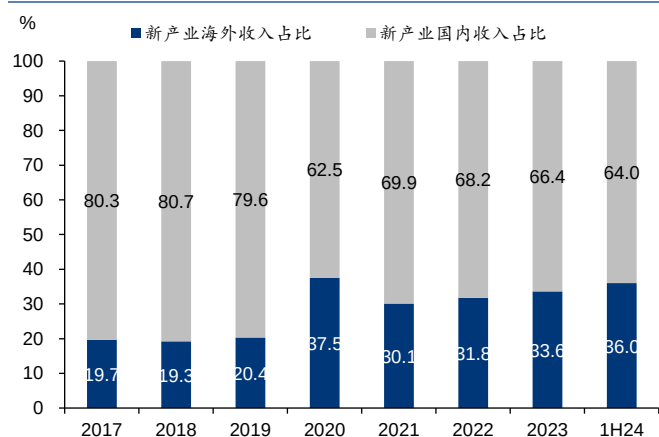
新产业在海外布局十数年，海外业务高速发展。1H24 新产业海外营收为 7.96 亿，占总营收 36%，同比增长 22.8%。新产业在 2011 年即开展海外业务，至今已 13 年，是国内最早发展海外业务的 IVD 公司之一。新产业海外收入占比从 2017 年约 20%提升至 1H24 年的 36%，海外收入贡献可观。

图表38：2017-1H24 年新产业海外收入及同比增速



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

图表39：2017-1H24 年新产业海外收入在整体占比

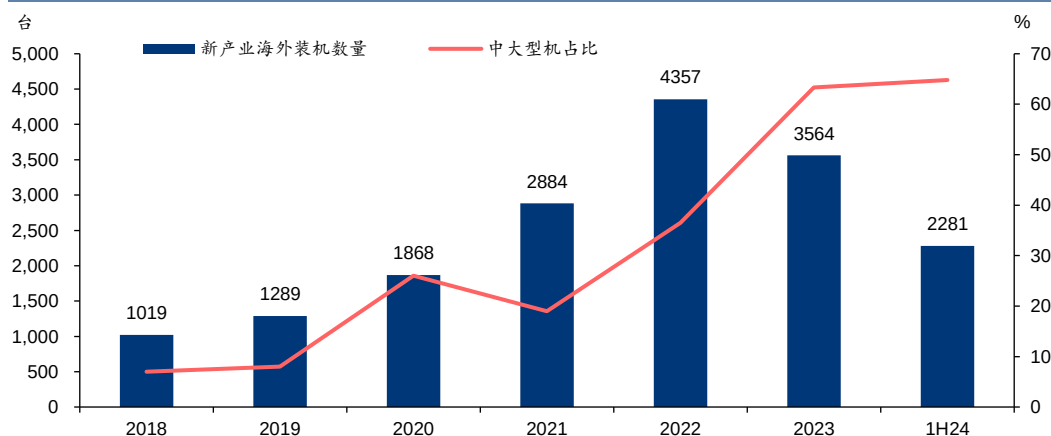


资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

海外业务布局策略由国家总代制调整到区域代理制，目前已成立 10 个海外子公司。公司已成功建立海外子公司运营模式，通过招聘本土员工、申请产品流通许可证等举措，强化本地化运营能力，并保障终端用户服务质量。截至 1H24 末，公司已进入海外 155 个国家和地区。海外业务布局策略由国家总代制调整到区域代理制，截至 1H24 末已实现本土化运营为目的的海外子公司数量达到 **10** 家，分布在亚洲、欧洲及美洲。

新产业海外品牌认可度提高，大型机装机占比提高。新产业公司通过“请进来+走出去”的模式，并充分发挥免疫诊断试剂菜单丰富的优势，与国际临床化学和实验室医学联盟 (IFCC)、欧洲临床化学和检验医学联合会 (EFLM) 等机构联合举办检验医学研讨会，以此持续提升品牌影响力，蓄力海外中大型终端突破，驱动海外仪器销售结构优化。1H24 海外发光仪装机 2281 台，中大型机占比 64.8%（同比+10.1pct）。海外装机数量快速增长及中大型机占比持续提升，为试剂收入快速增长奠定基础。

图表40：2018-1H24 年新产业海外化学发光仪器装机量及中大型机占比

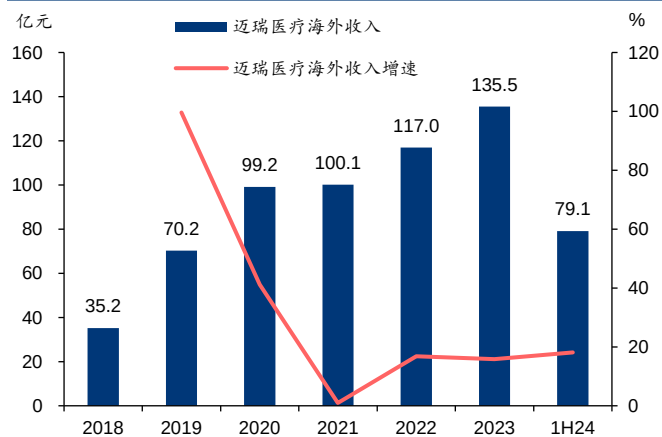


资料来源：公司公告，华泰研究

迈瑞医疗：全品类出海，可及空间广阔。迈瑞医疗生命信息与支持、体外诊断、医学影像等业务均持续突破海外高端客户。据迈瑞医疗 23 年报，迈瑞已布局的业务对应国际的可及市场空间超过 4500 亿元，而 23 年国际收入约为 135 亿元，对应的市场占有率仅为低个位数。其中，迈瑞预计当前海外发展中国家的可及市场空间和中国类似，均超过 1000 亿元，而 23 年在发展中国家的收入仅约为 88 亿元，对应的市占率仅不到 9%。

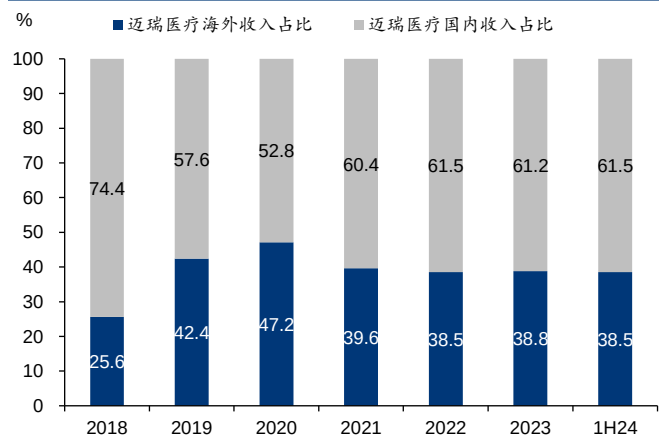
迈瑞医疗海外收入快速增长，欧洲及亚太地区表现亮眼。1H24 海外收入 79.06 亿元（同比+18.1%），海外收入占比达 38.5%，其中欧洲及亚太市场开发表现亮眼（1H24 公司欧洲/亚太地区收入同比+37.9%/+30.1%，分别在海外收入占比 22.3%/19.0%）。考虑海外高端客户合作持续深化，叠加发展中国家市场持续开拓，我们看好海外收入保持向好发展。

图表41：2018-1H24 年迈瑞医疗海外收入及同比增速



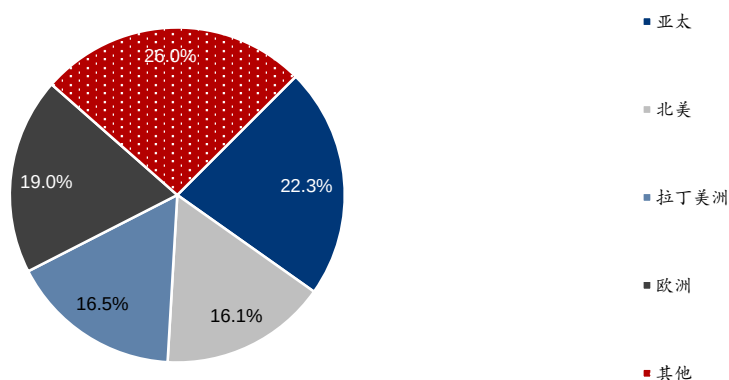
资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

图表42：2018-1H24 年迈瑞医疗海外收入在整体占比



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

图表43：1H24 迈瑞医疗海外收入按地区拆分



资料来源：公司公告，华泰研究

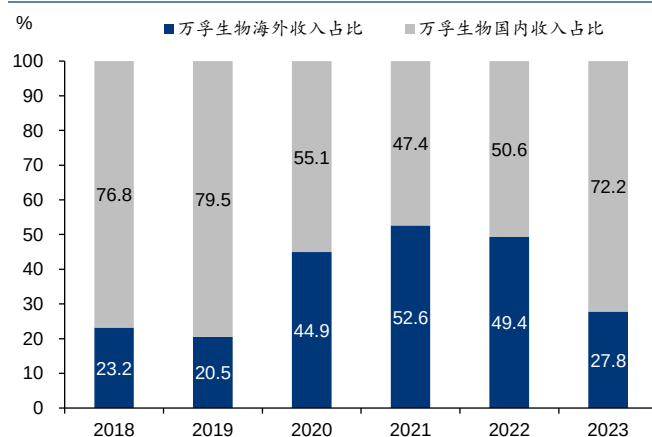
万孚生物：国际部业务领衔各区域核心业务收入增长。万孚生物国际市场收入目前主要来自免疫荧光平台和免疫胶体金平台，且万孚生物已开始导入凝血、血气、化学发光、分子诊断、干式生化等产品，布局领域包括心脑血管疾病、炎症、优生优育、传染病等，近年来国际市场的定量产品占比上升势头明显。考虑国际部荧光业务高装机持续，叠加化学发光等新品贡献明显增量，我们看好国际部业务领衔各区域核心业务收入增长。

图表44：2018-2023年万孚生物海外收入及同比增速



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

图表45：2018-2023年万孚生物海外收入在整体占比

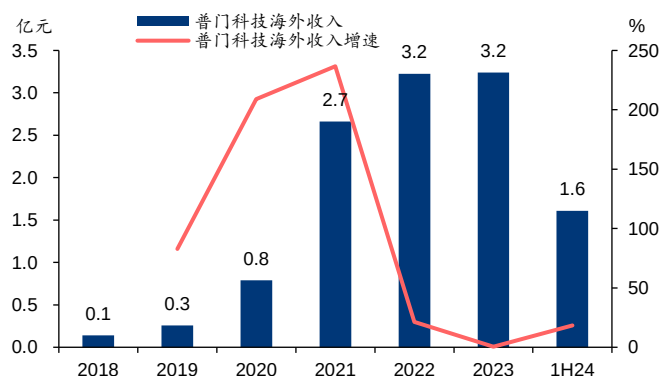


资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

三诺生物：CGM 产品性能过硬，海外市场空间可期。公司为国内血糖监测行业龙头，其CGM 产品采用独创性的第三代直接电子转移技术，产品检测准确性高且使用寿命相对较长（支持 15 天使用时长），整体竞争力突出。公司积极开拓海外市场并已实现阶段性突破；根据公司公告，其子公司三诺生物（香港）有限公司于 2024 年 11 月 29 日与 A.MENARINI DIAGNOSTICS S.r.l. 签署《经销协议》，主要就对方在欧洲超过 20 个国家和地区以联合品牌的方式独家经销公司的第一代、第二代 CGM 定制型号等事项进行约定。考虑该合作方在欧洲糖尿病护理产品领域的深厚布局，我们看好公司 CGM 产品嫁接其现有成熟渠道在欧洲快速放量。与此同时，公司 CGM 产品美国注册工作推进顺利，我们预计其有望于 25 年获得 FDA 批准。我们看好公司 CGM 产品后续在欧美成熟市场积极放量并增厚整体业绩。

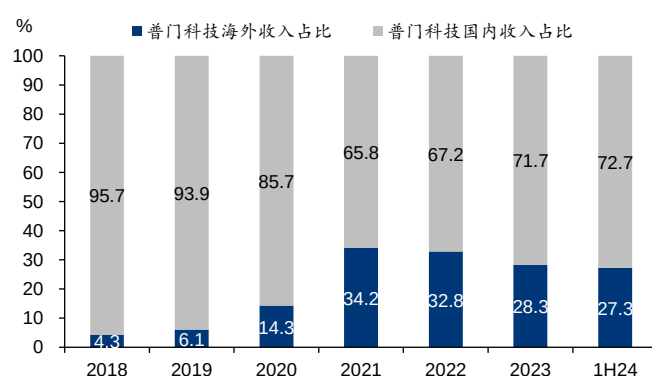
普门科技：糖化血红蛋白业务驱动海外收入快速增长。普门科技掌握糖化血红蛋白检测金标准技术路径，凭借优秀的性能、完备的产品线以及性价比优势，迅速拓展海外市场，糖化血红蛋白业务海外贡献收入占比已明显领先国内（23 年海外占比 68% vs 国内 32%），海外目前已覆盖欧洲、中东、东南亚、美洲等市场。1H24 普门科技海外收入 1.61 亿元，同比+18.3%，海外收入占比达 27.3%。

图表46：2018-1H24 年普门科技海外收入及同比增速



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

图表47：2018-1H24 年普门科技海外收入在整体占比

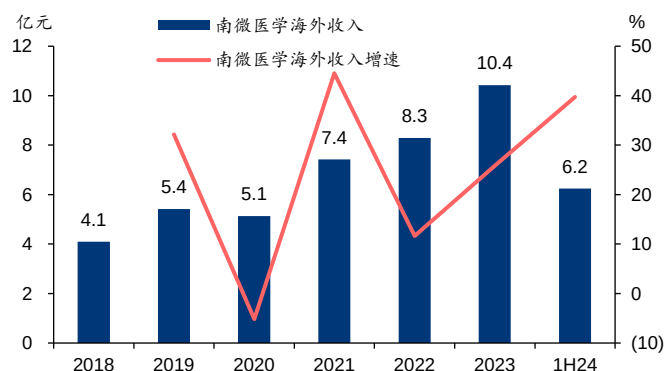


资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

2) 耗材：关注海外临床进度以及自主品牌建设

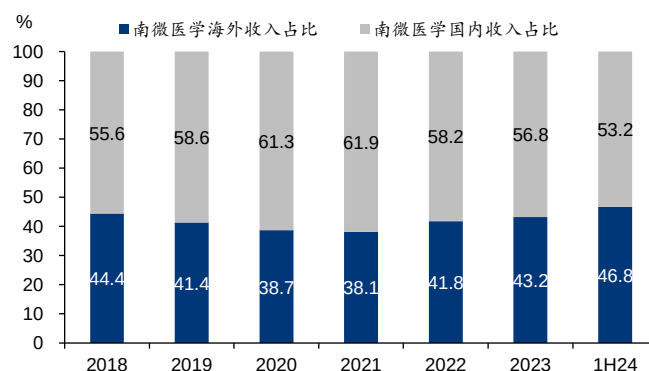
南微医学：布局发达国家市场的微创器械出海龙头。南微医学海外市场布局主要集中在美日欧等发达国家，抗风险能力强。1H24 南微医学海外收入 6.24 亿元，同比+39.7%，海外收入占比达 46.8%。其中亚太海外收入 1.16 亿元（同比+16.4%），美国区收入 2.8 亿元（同比+38.6%）、欧洲地区收入 2.2 亿元（同比+53.9%），南微医学持续加强海外各地区本地化建设，渠道覆盖面不断扩大，且一次性内科胆道镜在欧、美、日等国际市场推广顺利，海外收入同比高速增长。按占比来看，亚太地区贡献 18.6% 的海外收入，美国区占比 44.9%，欧洲区贡献 35.3%，海外收入集中在欧美发达国家市场，本地化策略下增速亮眼的同时，来源也更持续且稳定。

图表48：2018-1H24 年南微医学海外收入及同比增速



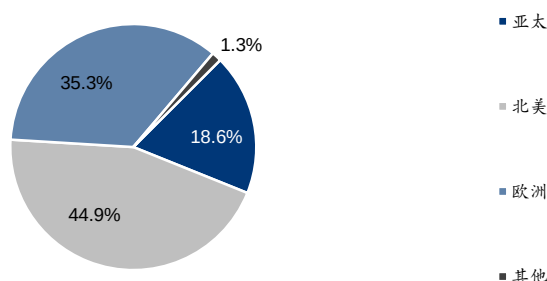
资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

图表49：2018-1H24 年南微医学海外收入在整体占比



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

图表50：1H24 南微医学海外收入按地区拆分



资料来源：公司公告，华泰研究

春立医疗、爱康医疗：国内受集采影响，海外业务重视程度提高。随着关节、脊柱、运动医学等骨科行业全产品线被集采，骨科高值耗材国产龙头的春立医疗和爱康医疗国内盈利能力明显下降，相应对海外业务重视程度明显提高。

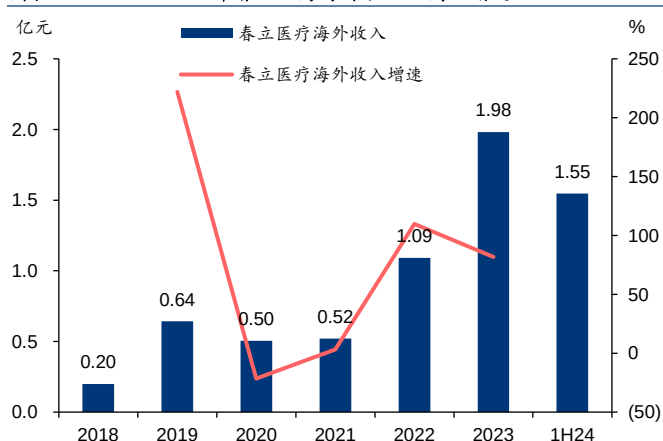
图表51：高值耗材前四批国采总结

	第一批国采	第二批国采	第三批国采	第四批国采
时间	2020.10	2021.8	2022.9	2023.9
采购品种	冠脉支架	人工关节	脊柱耗材	人工晶体、运动医学
采购周期	2年	2年	3年	2年
规则	1.所有27个产品按报价由低到高排名 2.前10名首先入围 3.入围后，申报价在一定范围内（≤最低报价的1.8倍，或≥最低报价的1.8倍但低于2850元），即可拟中选	1.根据医疗机构采购需求、企业供应能力、产品材质分为A、B两个竞价单元分别竞价，A单元意向采购量需占85% 2.同一竞价单元内，按照价格由低到高排序，确定入围企业 对于入围企业：申报价格在一定范围内（≤最低报价的1.5倍，或≥最低报价的1.5倍但≤限价的50%），即可拟中选 对于非入围企业：产品在不同竞价单元间横向对比，或在不同产品系统间横向对比，若价格符合一定条件，即可拟中选	1.根据医疗机构需求、企业供应意愿和能力、产品组合完整度分为A、B、C三个竞价单元，A单元产品一项采购量需占85% 2.A、B单元内的产品，按照价格排序，确定入围企业（如10进8，20进14等） 对于入围企业：申报价格在一定范围内（≤最低报价的1.3倍，或≥最低报价的1.3倍但≤限价的50%，以及其他附加条件），即可拟中选 对于非入围企业：在不同竞价单元间横向对比价格后符合条件或≤同产品系统类别限价的40%，即可拟中选 3.对于C单元内的产品，若报价≤A、B组平均拟中选价格，即可拟中选	1.按照确保临床使用和供应稳定、兼顾各类型产品和企业的原则，综合考虑医疗机构需求、企业供应意愿和供应能力等因素，分为A、B两个竞价单元分别竞价，A单元意向采购量需占85% 2.竞价规则 规则一：同一竞价单元内，按照价格由低到高排序，确定入围企业。 A竞价单元取得入围资格的企业，在满足价差控制在合理范围等条件下，获得拟中选资格； B竞价单元取得入围资格的企业，在满足价差控制在合理范围，且申报价格不高于A竞价单元最高中选价格等条件下，获得拟中选资格。 规则二：针对未按规则一获得拟中选资格的有效申报企业，采用适当方式，在保证公平竞争、保持竞争强度、去除虚高价格空间前提下，促进更多企业中选，增强预期稳定性，不受拟中选规则一中入围企业数量的限制。
中选情况	27进10，中选率37% 平均降幅93%	48进44，中选率92% 平均降幅82%	173进152，中选率88% 平均降幅84%	128进126，中选率98% 人工晶体降幅60%，运动医学降幅74%

资料来源：国家医保局，华泰研究

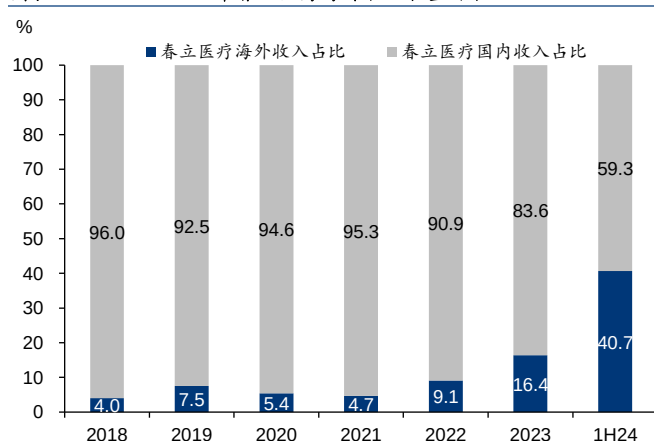
春立医疗 1H24 海外收入 1.55 亿元，海外收入占比达 40.7%，相比 23 年末占比提升 24.3%。
 爱康医疗 1H24 海外收入 0.96 亿元，海外收入占比达 14.6%，尚有提升空间。

图表52：2018-1H24 年春立医疗海外收入及同比增速



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

图表53：2018-1H24 年春立医疗海外收入在整体占比



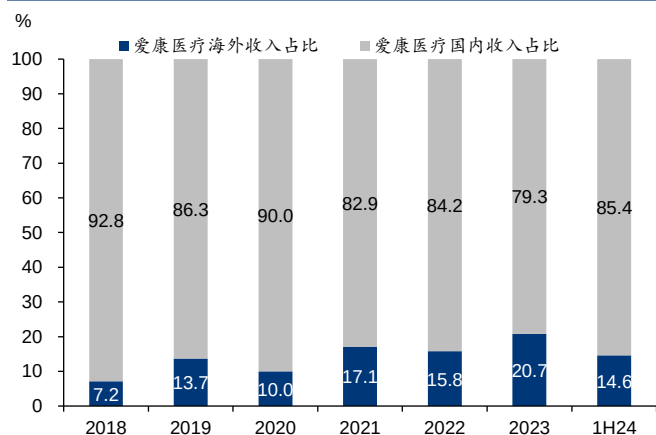
资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

图表54：2018-1H24 年爱康医疗海外收入及同比增速



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

图表55：2018-1H24 年爱康医疗海外收入在整体占比



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

集采：影响趋于边际缓和，建议关注政策变化

随着器械、耗材、IVD 试剂等集采政策持续推进，集采政策也不断成熟，目前带量采购政策边际趋向温和，近期比较重要的是国家第五批高值集采，以及化学发光肿瘤、甲功项目的二十八省联盟集采。我们认为影响集采结果的两个重要因素，分别是有无复活规则，以及集采产品的行业格局。如果在具有复活规则下，且集采产品竞争格局较好的情况下，国产龙头出厂价降幅或有限，有望通过份额提高来提高收入。

图表56：集采政策持续向好，倾向达到目标降幅即可中标



资料来源：国家联采办，各省医保局，华泰研究

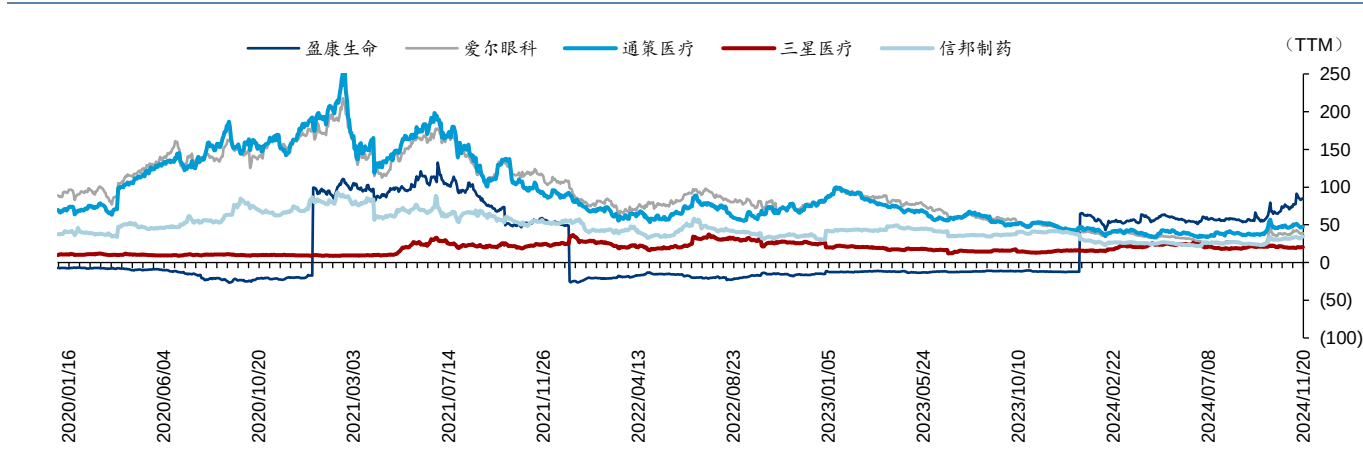
医疗服务：看好消费复苏及支付端驱动，头部专科标的或最获益

A/H 医疗服务板块在过往两年受环境波动、消费降级及部分耗材集采（如人工晶体、种植牙等）的影响，板块关注度有所降低，展望 2025 年，我们看好医疗服务板块投资价值回归，主因以下催化：

- 1) 消费复苏：外部因素扰动相对告一段落，宽松的财政及货币政策有望促进消费回归，消费医疗板块部分标的过往两年业绩已触底，此番复苏边际受益明显（板块涉及眼科、齿科、中医诊疗、辅助生殖、植发、体检等）；
- 2) 支付端改善：11 月关于医保预付及商保相关举措紧锣密鼓推进（国家医保局召开医保平台数据赋能商业健康保险发展座谈会，及发布《关于做好医保基金预付工作的通知》），我们看好医保占比偏高的严肃医疗机构实现长足的支付端改善（综合医院、肿瘤专科、康复医院等）。此外因港股近期海外资金流出，A/H 医疗服务价差进一步扩大，建议待港股医药 β 企稳右侧配置头部服务标的，更显弹性。

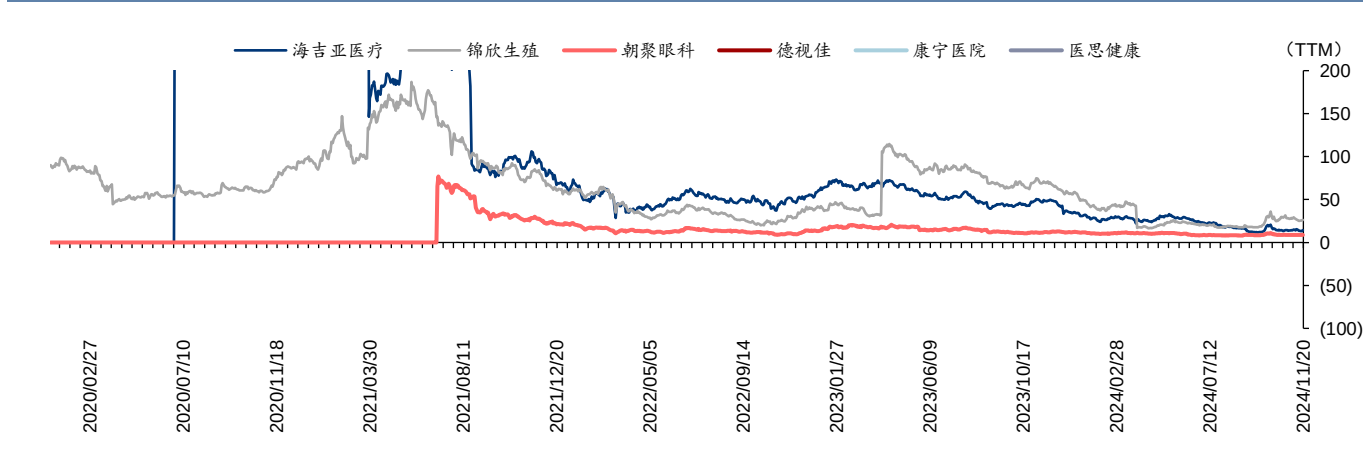
综上我们建议关注医疗服务 A 股头部标的爱尔眼科（眼科领头羊，海内外业务持续拓展）、通策医疗（种植业务引领收入增长，蒲公英分院持续贡献增量）、华厦眼科（消费眼科领衔增长，体内外医院有效整合），产业链相关公司还包括普瑞眼科、国际医学等；港股标的固生堂（中医诊疗龙头，内生外延齐头并进）、锦欣生殖（民营辅助生殖先锋，生育补贴+服务新入医保，政策顺周期）、海吉亚医疗（内生企稳，看好后续支付端回暖）、朝聚眼科，产业链相关公司还包括瑞尔集团等。

图表57：A股部分医疗服务标的 PE TTM 表现



资料来源：Wind，华泰研究

图表58：港股部分医疗服务标的 PE TTM 表现



资料来源：Wind，华泰研究



政策端：深化医疗体系改革细分赛道政策频出，医保预付/商保利好支付端

2024 加强深化医药卫生体制改革，细分赛道政策层出不穷。2024 年 6 月 6 日，国务院办公厅发布了《深化医药卫生体制改革 2024 年重点工作任务》(以下简称为“《工作任务》”)。今年的《工作任务》从进一步完善医疗卫生服务体系、推动公立医院高质量发展等 7 方面部署 22 条具体任务，聚焦医保、医疗、医药协同发展和治理，明确了 2024 年深化医改的重点与工作安排，着眼于推动卫生健康事业高质量发展，提高人民群众获得感、幸福感、安全感。

其中相较此前的政策，我们总结有以下增量：

- 1) 工作任务指出，要因地制宜学习推广三明医改经验。各地要按照‘腾空间、调结构、保衔接’的路径，具体表现为取消药品加成，调整医疗服务价格，优化重组医院收入结构，所调整的医疗服务价格须及时按规定纳入医保支付范围；财政补偿与医院收入补偿各种改革措施之间有效衔接后，建立科学合理的公立医院运行新机制；
- 2) DIP/DRG 改革进一步深化，合理确定支付标准并建立动态调整机制。对紧密型医疗联合体实行医保总额付费，完善总额测算、结余留用和合理超支分担机制。开展中医优势病种付费试点。研究对创新药和先进医疗技术应用给予在 DRG/DIP 付费中除外支付等政策倾斜；
- 3) 加大分级诊疗力度。将“根据规划合理设置国家医学中心和国家区域医疗中心”。截止目前，我国已设置 13 个类别的国家医学中心，国家区域医疗中心项目已发布 5 批名单，建设了 125 个国家区域医疗中心、114 个省级区域医疗中心。

图表 59：《深化医药卫生体制改革 2024 年重点工作任务》主要内容

序号	核心思想	主要措施
1	加强医改组织领导	加强医改工作统筹协调，加强医改监测，及时总结推广地方医改经验做法
2	深入推广三明医改经验	因地制宜学习推广三明医改经验，推进药品和医用耗材集中带量采购提质扩面，深化医疗服务价格改革，深化公立医院薪酬制度改革
3	进一步完善医疗卫生服务体系	提高公共卫生服务能力，加强基层医疗卫生服务能力建设，有序推进国家医学中心、国家区域医疗中心设置建设，深化紧密型医疗联合体改革，推进中医药传承创新发展，提升卫生健康人才能力，开展优质高效医疗卫生服务体系改革试点
4	推动公立医院高质量发展	推动各级各类公立医院高质量发展，深入实施公立医院高质量发展促进行动和公立医院绩效考核
5	促进完善多层次医疗保障体系	健全基本医疗保障制度，发展商业健康保险
6	深化药品领域改革创新	完善药品使用和管理，深化药品审评审批制度改革，完善药品供应保障机制
7	统筹推进其他重点改革	推进数字化赋能医改，深入推进“一老一小”相关改革，加强医药卫生领域综合监管

资料来源：国家医保局官网，华泰研究

除深化医疗卫生体系改革大方向上的进展，近年来医疗服务细分板块政策频出，例如：

- 1) 辅助生殖领域，继 23 年 7 月北京牵头将辅助生殖技术纳入医保，截至 24 年 10 月底目前已有 27 个省份及新疆生产建设兵团也已跟进，此外 10 月出台的加快完善生育支持政策更进一步提出加大生育补贴力度（或通过加大个税抵扣实现）及加强生殖健康服务，我们看好辅助生殖医疗患者支付意愿潜在加强，从而推动辅助生殖周期数的攀升；
- 2) 眼科领域，一方面耗材领域人工晶体国采降价约 60%，看好此举推动 24 年基础眼科业务以价换量，而“十四五”全国眼健康规划进一步强调医疗质量人才梯队搭建等，看好推动后续民营医疗机构进一步基层下沉；
- 3) 口腔方面，23 年 4 月起种植牙集采全国范围内平均降幅约 55%，9 月医保局发布配套口腔医疗服务保障管理工作通知，进一步强调夯实对于口腔耗材的管控，我们看好种植牙集采及此前正畸区域集采推动口腔业务需求量攀升。

除以上领域，医疗服务其他细分也有许多配套跟进政策陆续出台，我们看好各细分赛道持续向加大人员梯队建设、强化基层下沉、改善支付条件、做好药耗成本控制和供给等方向不断夯实及完善。

图表60：辅助生殖、眼科、口腔等赛道 2022-2024 年出台较多细分政策

- ❖ 2024年10月28日，国务院办公厅印发《关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施》的通知

辅助生殖

《关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施》

- **IVF：支付端利好频传，民营IVF龙头直接获益。**文件以下亮点直击辅助生殖行业痛点：1) 加大生育补贴力度（加大个人所得税抵扣力度）；2) 加强生殖健康服务（其中包括加强生殖保健技术研发应用，指导辅助生殖技术项目纳入医保报销范围）。我们看好此为继各地逐步将IVF纳入医保后（目前全国26个省市已将IVF服务纳入医保），提升至全国高度的又一重大支付端政策催化。
- **医院：间接受益，看好推动儿科、产科后续建设。**此次政策亦提出加强儿童医院、妇幼保健机构和综合医院、中医医院的产科、儿科建设。我们看好以儿科为重点和特色科室的民营综合医院/中医院间接受益。

- ❖ 22-24年关于加大全国眼健康力度的政策和对于人工晶体耗材集采执行同步进行中

眼科

《“十四五”全国眼健康规划（2021-2025年）》

- 该政策发布于22年初，旨在着力加强眼科医疗服务体系建设、能力建设、人才队伍建设，持续完善眼科医疗质量控制体系，推动眼科优质医疗资源扩容并下延。有效推进儿童青少年近视防控和科学矫治工作，进一步提升白内障复明能力，逐步提高基层医疗卫生机构对糖尿病视网膜病变等眼底疾病的筛查能力，推动角膜捐献事业有序发展。
- 此外眼科耗材集采执行中，2023年11月，国家发布《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公告(第2号)》，人工晶体、粘弹剂等眼科高值耗材正式被纳入国家集采范围，根据中选结果显示，人工晶体类耗材平均降价60%，中标企业既包括爱博医疗等国产企业，也包括爱尔康、强生、博士伦、蔡司等多家进口企业。此举对于基础眼科的发展有显著需求促进作用。

- ❖ 2023年9月13日，国家医保局发布的《关于进一步推进口腔医疗服务和保障管理工作的通知》

口腔

《关于进一步推进口腔医疗服务和保障管理工作的通知》

- 深刻认识做好口腔医疗服务和保障工作的重要意义。
- **加大口腔医疗服务供给能力，提升服务规范化水平。**加强口腔医疗机构建设，积极推进电子病历和医疗机构信息化建设，提高临床诊疗决策支持水平。严格落实医疗质量安全核心制度，执行有关诊疗指南、技术操作规范以及强制性行业标准。发挥国家口腔医学中心、国家临床重点专科建设项目单位的示范作用。
- **加强口腔耗材供应保障管理。**规范口腔耗材挂网采购。加强耗材采购、储存、使用、监测、评价、监督等全流程规范管理。优化医疗服务价格及医保政策。
- 加大监管工作力度，加强宣传引导。

资料来源：国务院办公厅、国家医保局，华泰研究

医保预付及积极赋能商保发展提上日程，有望改善医疗服务支付端。近期医保局在支付端改善方面布局系列工作：

1) 11月7日，国家医保局召开医保平台数据赋能商业健康保险发展座谈会，邀请头部10家保险机构参加，为医保局首次向商保行业系统对接医保资源，我们看好商保未来在支付端角色加重，以及医保数据打通和潜在丙类目录等配套陆续落地，医院患者端用药选择范围更广（目前已有“惠民保”等商业健康保险做简单参考）；

此外，2) 11月11日，《国家医保局办公室财政部办公厅关于做好医保基金预付工作的通知》发布，其中提出建立预付金制度（核定标准原则上以前一至三年相关医疗保险基金月平均支出额为基数，合理确定预付金的基础规模，预付规模应在1个月左右），我们看好财政医保宽松区域预付进一步规范化，而全国范围内医院端回款压力都有望得到长足改善。

图表61：“惠民保”设计细节一览

特色	细节
普惠性特征	惠民保具有“ 低门槛、低保费、高保额、高赔付率 ”等普惠性特征。
政府指导	惠民保通常由地方政府、商业保险公司以及第三方平台联合推出，政府在其中扮演指导和背书的角色。
定制化模式	考虑到各地方医保政策不一， 惠民保采用“一城一策”的定制化模式 。
共保体模式	多家保险公司共同承保的“共保体”模式受到青睐，以保证产品的可持续运营。
责任结构	责任结构大而全成为主流， 特药责任作为普遍责任纳入惠民保（CAR-T等） 。
既往症可保可赔	既往症可保可赔成为主流，差异化待遇成为趋势。
待遇水平	免赔和赔付比例水平有所下降，以适应参保效率逐年降低和健康体脱退的风险。
一站式结算	依托医保部门联网结算系统， 实现“医保+商保”的一站式“秒赔” 。
数据共享	探索医保数据共享机制、建立医保数据共享平台，支持商业健康险针对特定地区、特定人群开发产品。
政商合作	强化政商合作，协助商业保险公司做好宣传工作，为惠民保提供经办服务和网络平台，并纳入一站式结算平台。
可持续发展性	政府部门职能包括为产品设计、精算定价提供数据支持，实质性提升参保率，尊重商业性，保证支持政策的持续性。

资料来源：惠民保网站，华泰研究

图表62：《国家医保局办公室财政部办公厅关于做好医保基金预付工作的通知》核心要点**三个明确**

1. 明确政策内涵：预付金是医保部门预付给定点医疗机构用于药品和医用耗材采购等医疗费用的周转资金，不得用于医疗机构基础建设投入、日常运行、偿还债务等非医疗费用支出。药品和医用耗材集中带量采购医保基金专项预付按原规定执行。

2. 明确拨付条件：按照统筹地区医保统筹基金累计结余和医保基金运行风险等级作为拨付预付金的条件和标准。**原则上该统筹地区职工医保统筹基金累计结余可支付月数不低于12个月可实施职工医保统筹基金预付，居民医保基金累计结余可支付月数不低于6个月可实施居民医保基金预付。上年已出现当期赤字或者按照12个月滚动测算的方法预计本年赤字的统筹地区，不能预付。**

3. 明确支出标准：核定标准原则上以前一至三年相关医疗保险基金月平均支出额为基数，合理确定预付金的基础规模，**预付规模应在1个月左右。**

三个规范

1. 规范流程管理：符合条件的定点医疗机构于每年度1月上旬自愿向统筹地区医保部门申请预付金。医保部门审核后商财政部门确定预付医疗机构范围及预付金规模，**原则上于每年第一季度结束前按规定向定点医疗机构拨付预付金。**

2. 规范会计核算：医保部门和定点医疗机构应定期做好医保预付金对账工作，医保部门应做好预付金拨付、清算、核销的会计核算工作。定点医疗机构除按要求做好会计核算外，还应当单独设置台账管理，严格资金使用审批、支出程序，严禁借出或挪作他用。

3. 规范资金监督：保部门要将医保预付金纳入服务协议，细化相关条款。同时，明确医保部门收回预付金的情形，对无法收回的，停止向定点医疗机构拨付医保结算费用并申请进入司法程序，保证医保基金安全。

资料来源：国家医保局官网，财政部官网，华泰研究

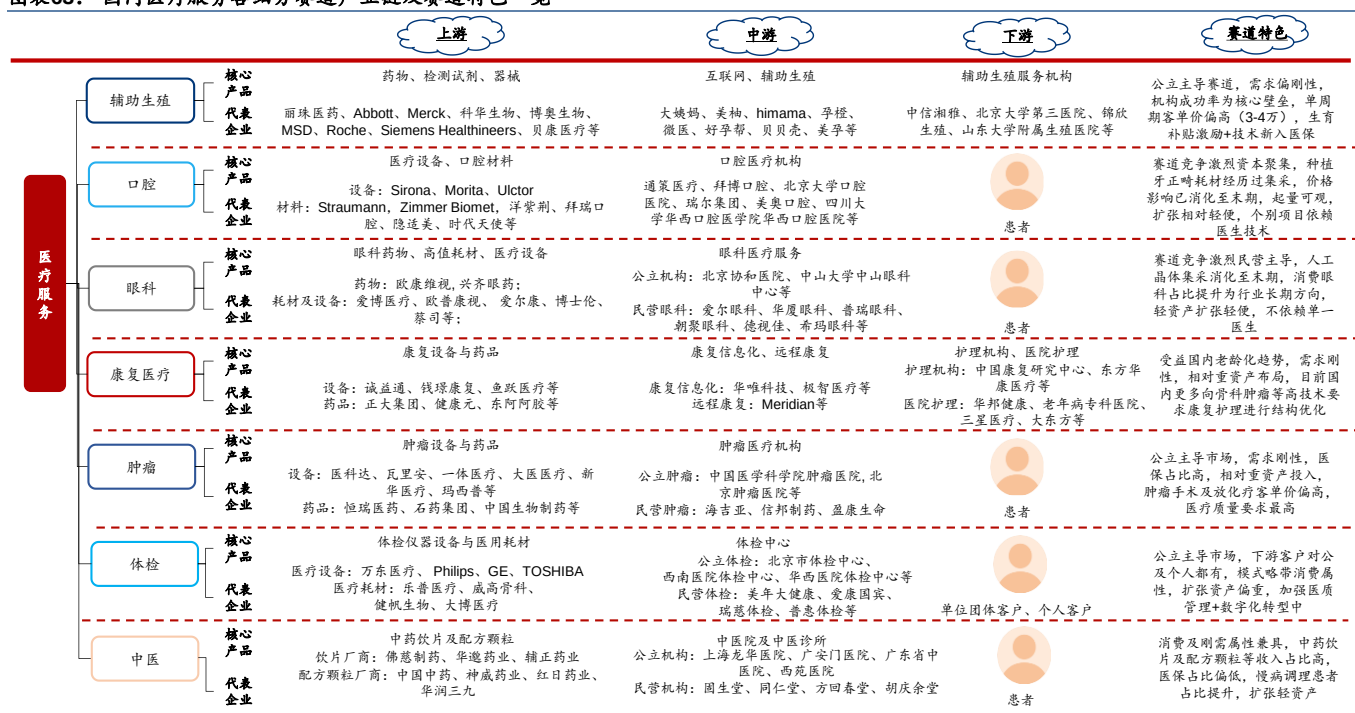
消费属性专科标的或先受益，内生外延强劲龙头有望脱颖而出

综合考虑消费边际转暖及支付端提振，我们建议以下重点细分赛道配置及标的的选取标准：

- 1) 眼科领域，板块量价齐升逻辑有望随着消费回归再度兑现。看好存量业务稳健增长或拐点将至，外延并购稳步推进，医生薪酬激励到位，或布局海外第二增长曲线的标的；
- 2) 齿科赛道，后集采时代看好量增驱动。看好门店稳步下沉，牙椅数扩张稳健，医生水平优异，业绩拐点及催化明晰的标的；
- 3) 辅助生殖，补贴及新进医保催化。建议追踪相关标的周期数爬坡，看好周期数边际提振，经营能力及费用管控优异，海内外双轮驱动标的；
- 4) 肿瘤板块，刚需回归，看好医保预付等改善长期支付能力。建议关注供应链管理优秀，内生需求稳定，孵化及盈利能力强的全国性民营头部机构；
- 5) 中医板块，消费复苏驱动+政策长期鼓励。看好囊括名医数量多，饮片质量优异，内生红利期，外延节奏可观的全国龙头；
- 6) 体检及康复，受益老龄化趋势及人群检查护理意识增强，看好需求稳步复苏。推荐项目结构持续优化，设备采购及运营管控能力强的企业。

综上，我们推荐眼科龙头爱尔眼科、华厦眼科，口腔赛道通策医疗，以及中药赛道固生堂，辅助生殖领域锦欣生殖和肿瘤赛道标的海吉亚医疗等。

图表63：国内医疗服务各细分赛道产业链及赛道特色一览



资料来源：国务院办公厅、国家医保局，华泰研究

中药：红利防守+国企改革+新品驱动

疫情放开带来的中成药 2022~2023 年行业性红利已过，2024 年企业普遍因高基数、高药材成本、价格政策进退维谷，展望 2025 年，我们认为尽管行业缺乏自上而下的机会，但仍存在局部热点与个股亮点：

- 1) 高分红、低投入的消费中药仍是红利资金的首选，其中格局稳固、模式清晰、分红稳定的企业更受青睐，相关公司江中药业、桂林三金、羚锐制药、济川药业、云南白药等；
- 2) 国企改革仍然是行业主线之一。面对 2024 年相对困难的经营环境，我们观察到部分国企选择主动变化（营销改革）或者被动变化（股东变更），未来有望在利润表上体现。相关公司哈药股份、片仔癀、昆药集团、佛慈制药、东阿阿胶、同仁堂等；
- 3) 我们认为市场空间大、产品有增量的企业在低速增长的行业下较为稀缺，尤其具备良好产品梯队与体系化研发的优质企业。相关公司方盛制药、佐力药业、马应龙、奇正藏药、振东制药、以岭药业、康缘药业等。

创新中药蓬勃向上，中药 OTC 重回增长

中成药集采常态化推进，驱动内部腾笼换鸟

中成药集采常态化推进。

- 1) 2021 年由国家医保局指导、湖北牵头的 19 省联盟开展首批中成药集采，此后部分地区也组织联盟集采或价格联动。目前全国中成药集采由湖北省牵头负责、各地参与，湖北医保局承担日常工作并负责具体实施。前两批集采已在 2021 年底与 2022 年 9 月完成，第三批集采预计 2024 年底完成。
- 2) 考虑到中成药的特殊性（毛利率普遍不高，药材价格波动，独家品种保护），中成药集采降幅相对化学药更加温和，基准价平均降幅在 50% 附近，考虑体量小的品种降幅大、体量大的品种降幅小，我们估算实际降幅在 30% 附近。
- 3) 我们预计湖北局主导的中成药国采未来每年将 15~20 个存在竞争性（通用名品种或者独家剂型）、医保内的产品组纳入集采，具有临床价值、循证证据的独家剂型、专利品种、中药新药等有望不受集采的影响。

图表64：中成药集采复盘

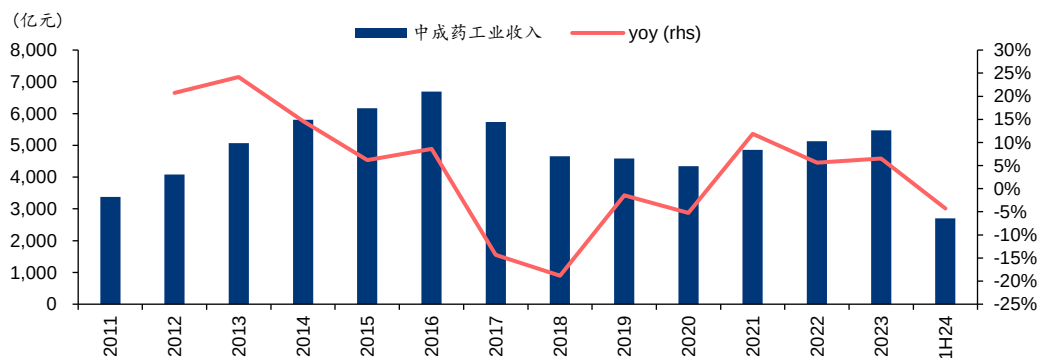
集采	价格确定	启动执行	品种分布	平均降价幅度	最高降幅	最低降幅	实际降幅
湖北 19 省联盟	12M21	4M22	76 种品类，划分为 17 个产品组，以中药注射剂、同名多方处方药为主	42.30%	82.60%	0%	~20%（采购规模近 100 亿元，节约超过 26 亿元）
广东联盟	4M22	1M23	53 种品类，涉及中药注射剂、非独家处方药、独家处方药	56%	99%	1%	~25%（广东一年的采购金额约为 15.6 亿元，预计首年可节约费用 3.8 亿元）
山东联盟	11M22	9M23	67 种品类，划分为 15 个产品组，以中药注射剂、非独家中成药为主，涵盖饮片、配方颗粒	44.31%	87.97%	-	~30%（覆盖山东省药品销售市场规模达 10.9 亿元，节约资金 4.83 亿元）
湖北第二批国采	7M23	10M23	68 个中选，划分为 16 个产品组	49.36%	76.80%	14.50%	预计联盟地区每年可节约药品费用 45 亿元
湖北第三批国采	4Q24E	1Q25E	涉及 20 个分组、95 个品种	/	/	/	/

资料来源：各地医保局，赛柏蓝，华泰研究

集采将驱动中成药内部的腾笼换鸟。

- 1) 2009 年医保与基药催生中药快速发展，2011-2014 年我国中药制造业行业收入 CAGR 约 20%。2015-2016 年限输令、医保控费、重点监控导致行业增速降档，CAGR 降至 5-10%，2016 年达到 6697 亿元上轮高点；
- 2) 2017 年医保目录限制下行业出现明显下滑，2017-2018 年平均每年同比下滑 15-20%，2020 年随着疫情影响诊疗人次行业到达谷底；
- 3) 2021 年开始温和修复，2021-2023 年增速在 10% 附近，2023/1H24 年分别达到 5468/2700 亿元，2024 年因高基数有所下滑；
- 4) 我们预计中成药工业收入 2025 年起将恢复至个位数增长，但结构将不断变化，缺乏循证证据的产品生存空间将减少，具备循证证据的药品市场份额不断提升。

图表65：中国中成药制造业收入（2011-1H24）



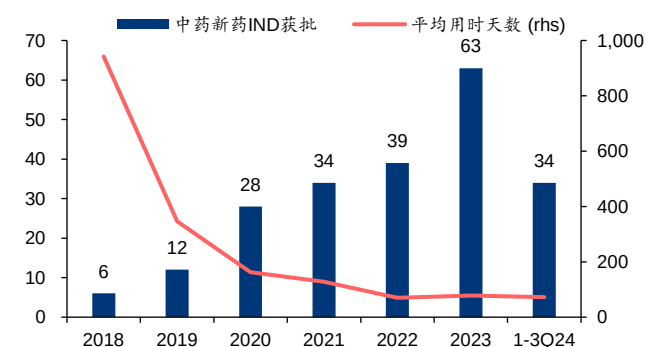
资料来源：中国医药企业管理协会《医药工业经济运行情况》，华泰研究

中药创新药：政策倾斜鼓励，企业大有可为

药品评审改革后临床逐步回暖，新药分类下注册提速。

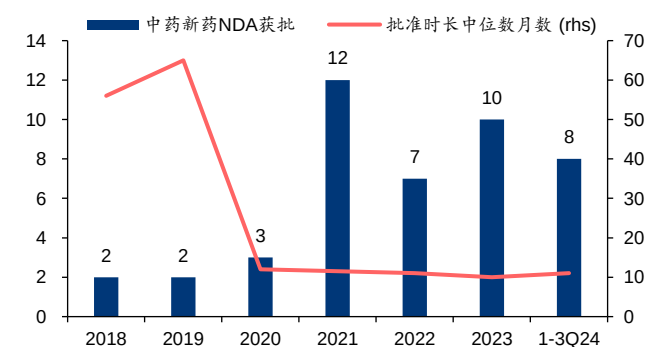
- 1) 2015 年临床核查风暴伴随药品评审审批改革后中药创新药获批持续低迷，临床要求更加规范，关键性临床中需要体现科学性（随机、双盲）。中药新药 IND 获批数量逐步回升，从 2018 年的 6 项逐年增加到了 2023 年的 63 项；
- 2) 2020 年新的药品注册管理办法对中药注册分类进行重大调整，从 9 类整合为 4 类（创新药、改良药、经典名方、仿制药），以临床价值为核心导向，以药品创新程度为区分；2021 年起以新分类审批的 NDA 获批数量开始回升，从 2018-2020 年的年均 3 个及以下激增到 2021 年的 12 个，后续维持在 5~10 个区间。2023 年 7 月《中药注册管理专门规定》开始实施，有望进一步加快中药创新药注册评审。

图表66：中药新药 IND 获批数量及速度（2018~9M24）



资料来源：CDE，海博特，华泰研究

图表67：中药新药 NDA 获批数量及速度（2018~9M24）



资料来源：CDE，以岭医药研究院，华泰研究

中药创新药基于更严谨的临床。中药创新药多化裁自经典名方，长期临床实践中虽然显效，但大部分缺乏现代医学强调的循证医学研究。近年来大量中药创新药（例如以岭药业的通络名目胶囊、解郁除烦胶囊，康缘药业的银翘清热片等）均已经遵循严谨循证医学研究要求开展了临床试验，在关键性临床指标上分别取得阳性结果。

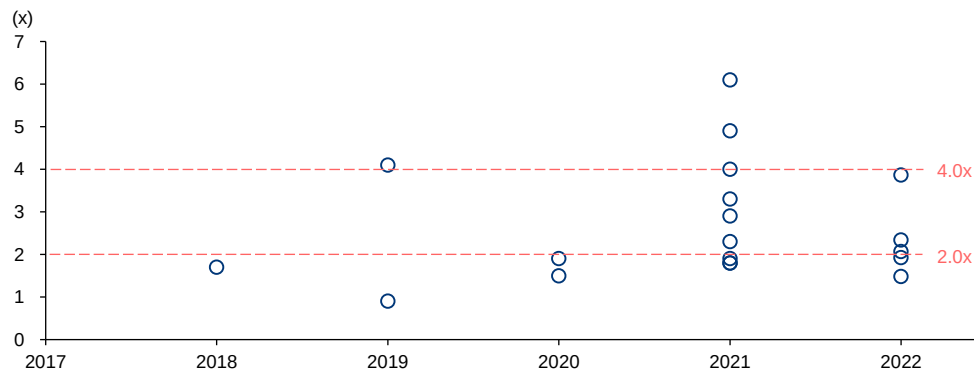
图表68：中药 1 类新药关键性临床结果

产品	MAH 持有人	疗效指标	阳性对照药	阴性对照药
关黄母颗粒	万通药业	显效率	58%	更年安片 38% 安慰剂 /
桑枝总生物碱片	五和博澳	24 周相对于基线 HbA1c 变化值	-0.93%	阿卡波糖 -0.87% 安慰剂 /
银翘清热片	康缘药业	主要症状消失率	62%	银翘解毒片 28% 安慰剂 14%
解郁除烦胶囊	以岭药业	CGI- GI 总进步	90%	氟西汀 85% 安慰剂 45%
淫羊藿素软胶囊	坤诺基	OS(月)	13.54	华蟾素片 6.87 安慰剂 /
参葛补肾胶囊	华春药业	用药 8 周 HAMD-17 评分与基线的差值	-10.09	氟西汀 -9.76 安慰剂 -6.12
枳实总黄酮片	青峰药业	服药 4 周四项症状消失率	28.33%	多潘立酮片 31.93% 安慰剂 6.67%
通络明目胶囊	以岭药业	总有效率	61%	羟苯磺酸钙胶囊 44.10% 安慰剂 /
九味止咳口服液	卓和药业	咳嗽消失率	56.3%	急支糖浆 48.8% 安慰剂 /

资料来源：上市技术审评报告，产品说明书，国家医保谈判新药审查文件，华泰研究

中药创新药的医保定价更加慷慨。医保局 2021 年底鼓励中医药传承创新后，对中药创新药的支付力度进一步加大。2022~2024 年的医保谈判中，较参照药、临床对照药以及同类竞品的价格基准相比，2021~2022 年上市的中药创新药国谈普遍定价为后者的 2-4 倍。

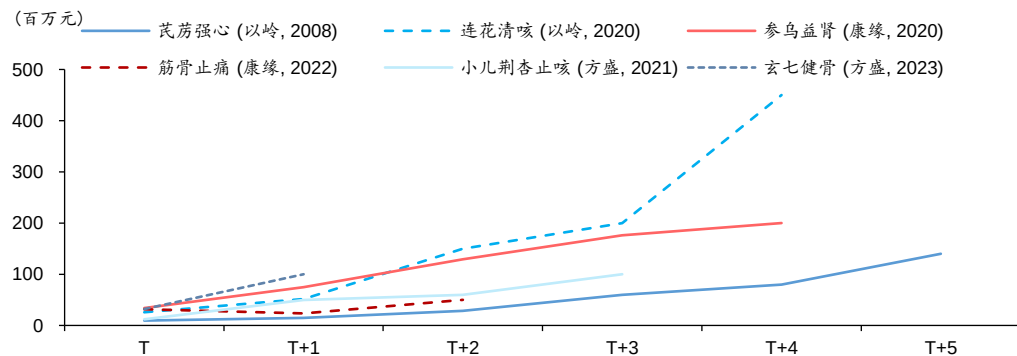
图表69：历年上市的中药新药在医保谈判中相对于医保参照药/临床对照药/同类竞品的价格倍数



资料来源：米内网，国家医保局，华泰研究

创新中药则兼具了放量快、生命周期长的优势，爬坡速度进一步提高。中药通常具有上市后放量较慢、爬坡周期长，销售曲线更为平缓的特点，创新化药生物药则反之，放量快、爬坡曲线更为陡峭，但专利期结束后销售收入大幅下滑，呈现出 S 型销售曲线。与 2008 年上市的芪苈强心相比，2020 年以后获批得益政策鼓励的参乌益肾、小儿荆杏止咳、玄七健骨、莲花清咳、筋骨止痛等品种创新中药放量更快。

图表70：中药 1 类新药销售表现



注：T 为销售体量在千万元的年份

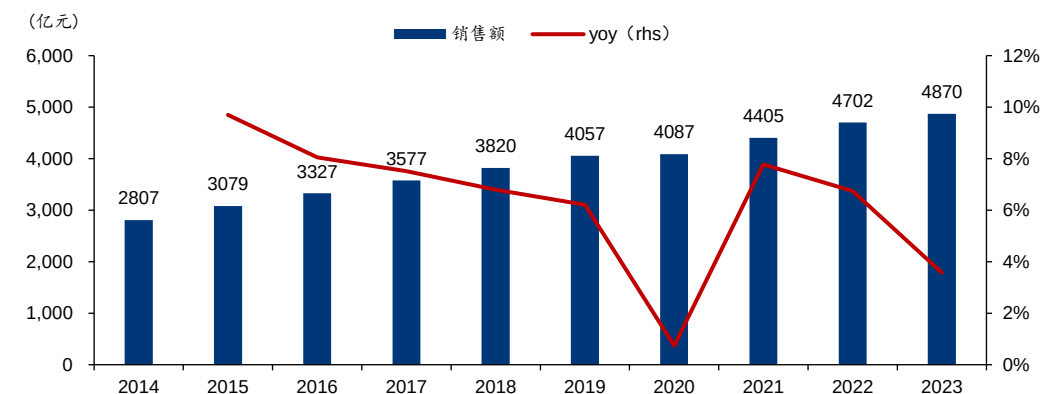
资料来源：公司年报，华泰研究

中药 OTC：2024 年有所波动，2025 年重回增长

中药 OTC 市场容量超 2000 亿元，近十年维持个位数增长。OTC（非处方药物）是消费者可不经医生处方，直接从药房或药店购买的药品，主要销售场景为药店。米内网数据显示，2023 年中国实体药店药品销售额约 4870 亿元、其中中成药约 2000 亿元，行业年增速中枢 5~10%。

中药 OTC 行业增长中枢在 5~10%：1）随着年龄的增长、医疗需求逐步增长（北京大学国家发展研究院数据显示，0~44 岁人群年医疗费用在 190~386 元，45~54 岁、55~64 岁、65 岁以上人群年医疗费用分别为 479、735、1072 元），我们预计伴随人口老龄化（全国老龄办预测 2033 年 60 岁以上老年人超过 4 亿，据此估算年均增长 3.3%），中国自我诊疗需求将稳步上升，OTC 药品需求增长中枢在 5%；2）OTC 定价权较为自由，通常温和缓慢提价，我们预计行业年均提价 0~5%。

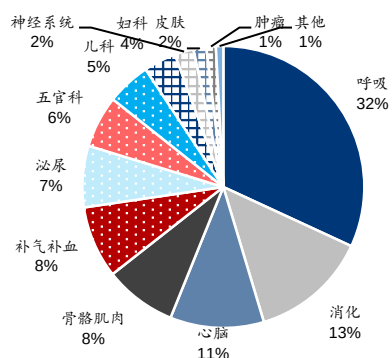
图表71：中国实体药店药品销售额（2014-2023）



资料来源：米内网，华泰研究

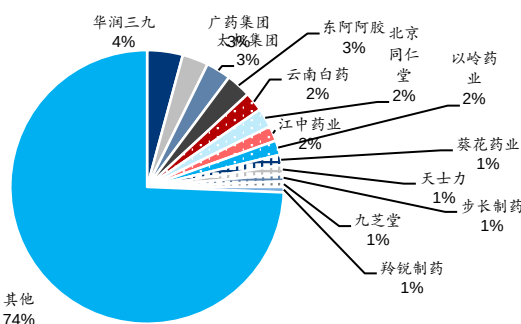
中药 OTC 以小病慢病为主，市场格局十分分散。分品类，中药 OTC 主要承接小病（呼吸、消化、泌尿）与慢病（心脑血管、骨骼）及补益（补气补血），上述品类 2022 年占比超 70%。分企业，由于行业准入与退出壁垒较低，产品竞争相对激烈，市场格局比较分散，我们估算 2023 年重点省份城市实体药店前十家集团市场份额约 25%。

图表72：中国城市实体药店中成药销售额拆分（按疾病分类，2022）



资料来源：米内网，华泰研究

图表73：重点省份实体药店中成药企业格局（2023）

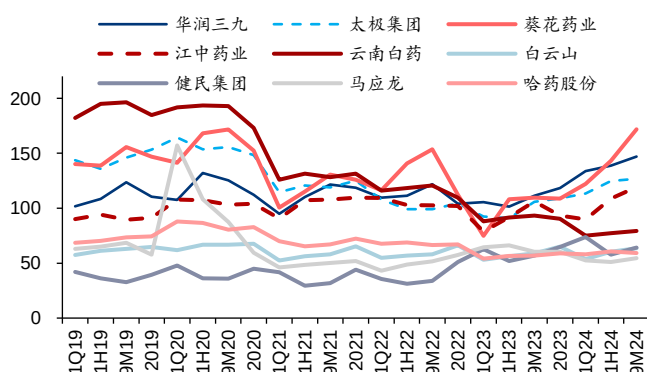


资料来源：米内网，华泰研究

OTC 行业 2024 年承压，2025 年上半年有望修复。

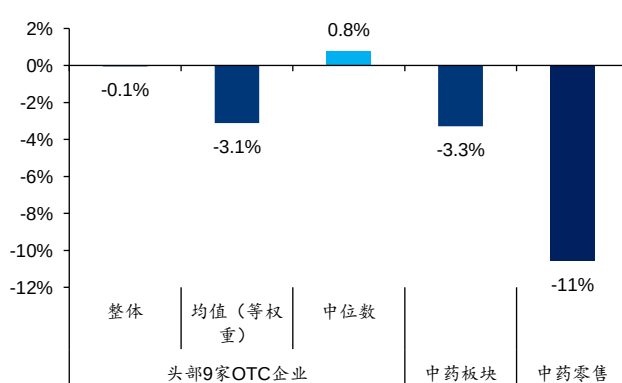
- 我们认为 2024 年 OTC 行业显著承压，主因其下游药店面临经营困境（行业多年持续开店导致药店数量供过于求，高基数与消费力不足导致的药店人流量下降，OTC 比价政策导致经销商与药店被动清理库存等）；
- 我们预计 2025 年 OTC 行业上半年有望修复，终端消费 2025 年有望恢复增长（主因中国人口老龄化趋势不变，基于药店便利性的购药总需求不变），而工业发货也将有序恢复（经过半年至一年的库存清理，中下游被动去库存有望接近尾声）。

图表74：头部中药 OTC 公司存货周转天数



资料来源：Wind，华泰研究

图表75：头部 OTC 企业/中药板块/实体药店中药饮片前三季度收入

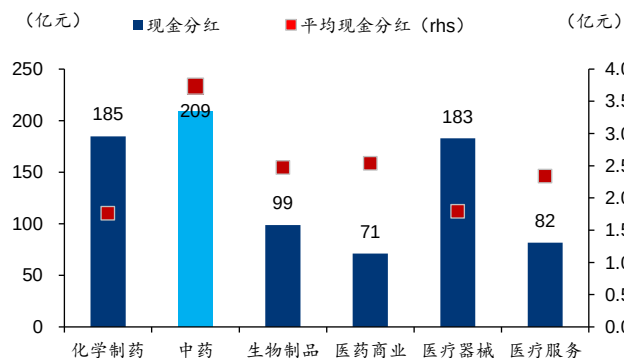


资料来源：Wind，米内网，华泰研究

防守型红利资产仍具备吸引力

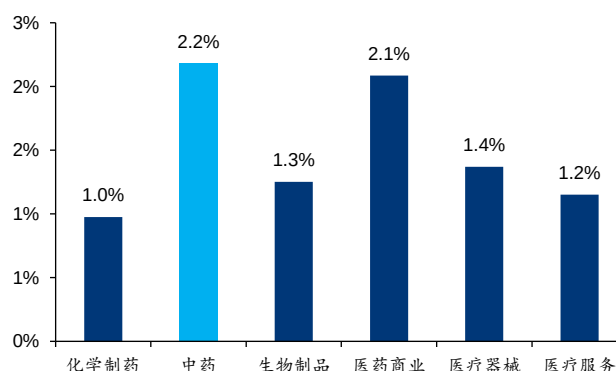
中药板块 2023 年现金分红总额达到 209 亿元，位居医药各子版块之首，平均分红额 3.7 亿元，明显超过化药、器械、生物制品等板块，板块股息率达到 2.2%，在 10 年期国债利率下滑至 1.7%（24 年 12 月 25 日）的当下，中药红利资产的防守属性更显吸引力。

图表76：生物医药各子版块 23 年现金分红金额与平均现金分红



资料来源：Wind，华泰研究

图表77：生物医药各子版块 23 年股息率



注：股息率以 2024 年 12 月 24 日收盘价计算市值

资料来源：Wind，华泰研究

消费中成药高分红、低投入，是红利资金的首选，我们建议关注 1) OTC 业务占比较大（政策扰动风险小）；2) 历史业绩波动小（治理更优）；3) 市场格局稳定、商业模式清晰的细分行业（未来波动小）。相关江中药业、桂林三金、羚锐制药、济川药业、云南白药等。

图表78：中药红利公司盘点

公司	市值 (亿元)	24E 归母净利 (亿元)	23 年分红率	股息率	收入/利润构成	25E 归母净利 增速预期	商业模式特点
江中药业	137	7.8	116%	6.0%	健胃消食等 OTC 占利润>90%	14%	胃肠领域市占率靠前，消费属性强
葵花药业	122	/	78%	7.2%	护肝片、肺热咳嗽等 OTC 为主	/	OTC 药品消费属性强
康恩贝	121	7.0	85%	4.1%	肠炎宁等 OTC 及银杏叶等 Rx	14%	消费属性强
达仁堂	212	11.0	100%	4.6%	速效救心丸等处方药为主	19%	津外努力扩张
桂林三金	89	4.6	84%	4.0%	三金片（双跨）与西瓜霜（OTC）	12%	小病药消费属性强
羚锐制药	127	7.0	79%	3.5%	OTC 贴膏及口服中成药	18%	OTC 骨科市占率靠前，消费属性强
济川药业	277	27.6	42%	4.3%	蒲地蓝、小儿豉翘等 Rx	13%	儿科药消费属性强
东阿阿胶	406	14.7	100%	2.8%	阿胶、阿胶浆等 OTC	20%	补气血领域市占率靠前，渠道扩张+经营提效
云南白药	1075	45.5	91%	3.4%	云南白药等药品与牙膏等消费品	11%	骨科/牙膏市占率靠前，消费属性强
千金药业	46	3.3	46%	3.2%	妇科千金等双跨+湘江协力子公司等化药	8%	妇科药消费属性强
白云山	443	36.7	30%	2.7%	大南药、王老吉及广州医药	6%	消费属性强

注：市值根据 2024 年 12 月 24 日收盘价计算，24E 归母净利利润、25E 归母净利增速依据 Wind 一致预期计算

资料来源：Wind 一致预期，公司公告，华泰研究

国企主题中寻找改革变化者

中药国资控股占比在生物医药六个子行业中仅次于医药商业，受益于国企改革的程度较高，国企改革依然是行业主线之一。我们预计 2024 年药店渠道库存清理接近尾声，国企改革的变化还在持续，我们观察到部分经营困境的企业选择主动变化（营销改革）或者被动变化（股东变更），2025 年有望看到业绩进一步提速。相关公司包括哈药股份、片仔癀、昆药集团、佛慈制药、九芝堂、东阿阿胶、同仁堂等。



图表79： 中药产业链公司盘点（国企或国企改革）

公司	代码	收入			利润			PE/x	管理层变化（2024 年）	经营变化（2024 年）	2025 年看点
		24E	25E	26E	24E	25E	26E				
已覆盖											
昆药集团	600422 CH	8,478	9,393	10,383	559	707	894	18	/	注射剂主动控制	络泰集采落地，口服放量
片仔癀	600436 CH	11,568	13,325	15,380	3,304	3,821	4,414	36	/	体验馆管控，零售商铺货	销量提速，提价
东阿阿胶	000423 CH	5,552	6,543	7,728	1,439	1,794	2,235	22	总裁程杰升任董事长	股权激励	主产品快速增长
云南白药	000538 CH	41,412	43,959	46,679	4,628	5,146	5,691	20	董事长变更	降本增效	稳健增长
同仁堂	600085 CH	18,256	20,955	23,387	1,751	2,029	2,334	28	集团董事长与总经理履新	精品系列上市放量	安牛提价，精品放量
江中药业	600750 CH	4,358	4,846	5,359	767	866	971	16	/	/	稳健增长
未覆盖											
哈药股份	600664 CH	16,359	17,823	19,456	610	763	960	14	董事会与高管变更	营销、生产、财务改革	工业增长，净利率提升
佛慈制药	002644 CH	1,046	1,310	1,508	71	108	132	41	董事长与总裁变更	销售梳理与生产优化	降本增效上利润释放
九芝堂	000989 CH								黑龙江国资委入主	/	经营正常化，干细胞减亏
白云山	600332 CH	77,719	81,621	87,567	3,682	3,972	4,906	11	董事长变更	/	重视经营，降本增效
达仁堂	600329 CH	8,536	9,285	10,149	1,094	1,267	1,461	17	总裁王磊升任董事长	分渠道的销售架构改革	制定新的目标

注：已覆盖公司收入和利润预测为华泰预测，未覆盖公司为 Wind 一致预期，PE 以 2024 年 12 月 24 日收盘价计算

资料来源：公司年报，Wind，华泰研究

布局市场空间大、产品有增量的企业

我们预计行业 2025 年收入恢复至个位数增长，具有良好产品梯队、体系化研发的优质中成药处方药公司较为稀缺。相关标的包括方盛制药（小儿荆杏、玄七健骨、强力枇杷）、佐力药业（乌灵系列、百令系列等）、马应龙、奇正藏药、振东制药、以岭药业、康缘药业等。

图表80： 中药产业链公司盘点（民企）

公司	代码	收入			利润			PE/x	管理层变化（2024 年）	经营变化（2024 年）	2025 年看点
		24E	25E	26E	24E	25E	26E				
已覆盖											
康缘药业	600557 CH	4,786	5,392	6,013	566	655	756	14	/	合规改革，口服分线改革	主产品恢复
以岭药业	002603 CH	11,461	13,045	14,800	1,352	1,551	1,778	19	/	合规改革	呼吸线复苏，心脑血管成长
未覆盖											
方盛制药	603998 CH	1,817	2,104	2,420	277	310	367	16	/	/	创新药放量，净利率提升
马应龙	600993 CH	3,599	4,050	4,521	562	658	766	18	中国宝安换届	经销商改革（2023）	销量增长，股东赋能
奇正藏药	002287 CH								总裁刘凯列升任董事长	县域营销改革，股权激励	股权激励超预期兑现
振东制药	300158 CH								小李总接班董事长	营销改革与人事改革	净利润超预期增长
佐力药业	300181 CH	2,560	3,185	3,918	548	694	886	17	/	/	乌灵系列增长，百令放量

注：已覆盖公司收入和利润预测为华泰预测，未覆盖公司为 Wind 一致预期，PE 以 2024 年 12 月 24 日收盘价计算

资料来源：公司年报，Wind，华泰研究预测

重点公司推荐

图表81：重点公司推荐一览表

股票名称	股票代码	投资评级 (当地币种)	最新收盘价	目标价	市值 (百万)	EPS (元)				PE (倍)			
			(当地币种)	(当地币种)	(当地币种)	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
康诺亚-B	2162 HK	买入	29.65	60.93	8,294	-1.28	-2.54	-3.29	-2.05	-21.36	-10.81	-8.34	-13.42
先声药业	2096 HK	买入	6.80	10.75	17,182	0.27	0.38	0.54	0.70	23.46	16.60	11.58	8.93
华东医药	000963 CH	买入	36.10	51.09	63,329	1.62	1.91	2.29	2.53	22.31	18.93	15.76	14.27
海思科	002653 CH	买入	33.82	42.38	37,876	0.26	0.43	0.60	0.80	128.34	77.89	56.42	42.41
恩华药业	002262 CH	买入	24.76	35.22	25,161	1.02	1.18	1.41	1.74	24.26	20.92	17.57	14.25
仙琚制药	002332 CH	买入	10.19	15.38	10,080	0.57	0.69	0.84	1.04	17.90	14.80	12.17	9.84
药明康德	2359 HK	买入	53.90	103.82	155,663	3.30	3.33	3.86	4.58	16.34	16.17	13.96	11.78
药明康德	603259 CH	买入	54.79	96.12	158,233	3.30	3.33	3.86	4.58	16.61	16.43	14.19	11.98
药明联合	2268 HK	买入	30.75	42.33	36,892	0.24	0.80	1.14	1.48	120.22	35.63	24.91	19.26
健友股份	603707 CH	买入	13.32	20.85	21,520	-0.12	0.53	0.76	1.00	-113.60	25.33	17.48	13.33
金斯瑞生物科技	1548 HK	买入	9.90	23.95	21,216	-0.05	-0.06	0.07	0.28	-27.94	-22.86	18.49	4.54
迈瑞医疗	300760 CH	买入	258.23	366.69	313,089	9.55	10.52	12.64	15.18	27.03	24.54	20.42	17.01
联影医疗	688271 CH	买入	126.91	154.90	104,594	2.40	2.14	2.87	3.46	52.98	59.37	44.24	36.67
开立医疗	300633 CH	买入	30.83	40.93	13,341	1.05	0.64	1.24	1.61	29.36	48.30	24.86	19.09
澳华内镜	688212 CH	买入	40.96	60.40	5,513	0.43	0.58	0.98	1.50	95.29	70.67	41.76	27.31
三诺生物	300298 CH	买入	25.92	37.87	14,626	0.50	0.57	0.71	0.89	51.43	45.64	36.27	29.11
万孚生物	300482 CH	买入	23.26	33.52	11,198	1.01	1.35	1.76	2.25	22.96	17.22	13.19	10.35
凯莱英	6821 HK	买入	50.50	75.04	18,570	6.17	2.89	3.63	4.51	7.58	16.15	12.89	10.36
凯莱英	002821 CH	买入	77.00	105.20	28,314	6.17	2.89	3.63	4.51	12.48	26.61	21.23	17.06
康龙化成	3759 HK	买入	13.72	19.40	24,391	0.90	0.99	1.05	1.25	14.18	12.87	12.12	10.16
康龙化成	300759 CH	买入	26.03	36.69	46,276	0.90	0.99	1.05	1.25	29.06	26.39	24.83	20.83
新产业	300832 CH	买入	69.11	87.08	54,301	2.10	2.48	2.90	3.38	32.84	27.92	23.81	20.46
普门科技	688389 CH	买入	15.45	23.61	6,619	0.77	0.95	1.12	1.30	20.15	16.31	13.74	11.87
爱尔眼科	300015 CH	买入	13.77	17.55	128,433	0.36	0.39	0.45	0.52	38.24	35.22	30.64	26.67
通策医疗	600763 CH	买入	46.75	63.80	20,911	1.12	1.17	1.33	1.48	41.78	39.96	35.17	31.61
华厦眼科	301267 CH	买入	20.18	27.03	16,951	0.79	0.63	0.73	0.84	25.45	31.95	27.63	24.01
固生堂	2273 HK	买入	31.30	70.08	7,628	1.03	1.37	2.10	2.73	28.00	21.09	13.83	10.61
锦欣生殖	1951 HK	买入	2.80	3.32	7,722	0.13	0.14	0.16	0.19	20.73	18.14	15.83	13.70
和黄医药	13 HK	买入	22.30	27.92	19,437	0.12	-0.03	0.05	0.14	24.83	-101.68	54.34	19.94
和黄医药	HCM US	买入	14.27	18.29	2,439	0.59	-0.14	0.27	0.73	24.20	-99.11	52.97	19.43
翰森制药	3692 HK	买入	17.80	22.28	105,655	0.55	0.71	0.69	0.64	29.79	23.09	23.79	25.75

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表82：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
康诺亚-B (2162 HK)	受竞品医保价格调整等因素影响，公司股价近期出现较大波动。我们认为当前公司基本面稳健，竞品降价对司普奇拜单抗销售预期影响可控，且多条早期管线的全球价值显著，维持“买入”评级。 基于司普奇拜单抗销售预期无需重大调整，我们维持 24-26 年 EPS 预测为(2.54)/(3.29)/(2.05)元，基于 DCF 的目标价为 60.93 港币 (WACC: 11.4%，永续增长率 2.5%)。维持“买入”评级。 风险提示：1) 药物未在临床中取得预期积极结果；2) 药物商业化不确定性。 报告发布日期：2024 年 12 月 23 日 点击下载全文：康诺亚-B(2162 HK,买入)：商业化笃定前行，管线出海大有可为
先声药业 (2096 HK)	12 月 2 日，公司公告先必新舌下片获 NMPA 批准在中国上市，用于治疗 AIS。此外，公司在国谈中先必新降价温和，新品成功纳入；叠加新品陆续获批带来增量，我们看好公司业绩复苏。我们亦看好公司的差异化创新早研管线，其中的领先者颇具全球潜力。维持“买入”。 我们维持 2024/2025/2026 年经调整净利润为 9.5/13.7/17.7 亿元，对应经调整 EPS 0.38/0.54/0.70 元，给予 18.53x PE（与 25 年可比公司 iFinD 一致预期相同），目标价 10.75 港币（基于 24 年 21.42x PE 的前值为 8.81 港币）。 风险提示：新药推广慢于预期；管线开发延缓或失败。 报告发布日期：2024 年 12 月 03 日 点击下载全文：先声药业(2096 HK,买入)：先必新舌下片获批，新一轮增长启航
华东医药 (000963 CH)	公司 11/27 公告，索来妥昔单抗获批治疗 2-4 线铂耐药卵巢癌，Arcalyst 获批治疗冷吡啉综合征，代理艺妙神州的 CD19 CAR-T 上市申请获受理。 我们认为公司短期集采风险有望出清（百令胶囊集采续约预期不降价，第十批集采无品种纳入），GLP-1 系列（GLP-1 小分子全球第四、GLP-1/GCGR/FGF21 全球 FIC、双靶点）有望 license out，我们预期 BD 有望大幅提振公司估值。考虑到 24-25 年集采影响较小+创新药密集获批+利拉鲁肽放量，维持“买入”评级。 我们维持公司 24-26 年归母净利润 33.45/40.18/44.39 亿元，+17.8/20.1/10.5%yoy。基于 SOTP 估值，给予公司估值 896.31 亿元，对应目标价为 51.09 元（前值：50.03 元，主因创新药估值提升）。 风险提示：产品销售不及预期，产品降价的风险，研发进度不达预期。 报告发布日期：2024 年 11 月 28 日 点击下载全文：华东医药(000963 CH,买入)：重磅创新药 FR α-ADC 和 Arcalyst 获批上市
海思科 (002653 CH)	公司公布三季度业绩：收入 10.6 亿元，同比+5.0%，环比+13.9%；归母净利润 2.2 亿元，同比+72.8%；扣非净利润 1.4 亿元，+85.9%yoy，归母净利润高于扣非利润主因 3Q24 获得海外控股子公司 FT 集团的 TYK2 里程碑付款，增厚非经常损益 1284 万美元。前三季度公司实现收入 27.5 亿元，同比+15.4%；归母净利润 3.8 亿元，同比+90.2%。公司环泊酚稳健放量，HSK16149 和 HSK7653 蓄势待发，创新管线有序推进，海外 BD 可期，我们维持对公司的乐观预期，维持“买入”评级。 环泊酚放量带动公司业绩稳健增长，两款新药蓄势待发，差异化创新管线充满潜力，我们维持对公司的乐观预期。考虑到 TKY2 里程碑收入以及两款新药放量影响，我们上调公司盈利预测，预计公司 24-26 年归母 4.9/6.7/8.9 亿元（前值 3.5/5.9/7.6 亿元），对应 EPS 为 0.43/0.60/0.80 元。基于 SOTP 法给予公司估值 475 亿元，对应目标价 42.38 元（前值 36.71 元），维持买入评级。 风险提示：研发进度不及预期，产品放量不及预期，政策风险。 报告发布日期：2024 年 10 月 29 日 点击下载全文：海思科(002653 CH,买入)：3Q24 扣非利润高增长
恩华药业 (002262 CH)	公司公布 24 年三季报：3Q24 收入 13.82 亿元，+10.1%yoy；归母净利润 3.91 亿元，+14.7%yoy；扣非净利润 3.96 亿元，+16.5%yoy。1-3Q24 公司实现收入 41.45 亿元，+13.4%yoy；归母净利润 10.20 亿元，+15.2%yoy，我们推测收入增速低于利润增速主因低毛利率商业业务受政策环境影响 3Q24 略有下滑。考虑到 2H23 低基数，我们预期 2H24-25 年公司有望在院端诊疗复苏、管制麻醉放量及新品上市的多重驱动下业绩增长提速，迎来业绩与估值双升，维持“买入”评级。 我们预测公司 24-26 年归母净利润为 12.0/14.3/17.7 亿元，+16.0/19.1/23.3%yoy。基于 SOTP 估值，给予公司估值 357.88 亿元，对应目标价为 35.22 元。 风险提示：产品销售不及预期，产品降价的风险，研发进度不达预期。 报告发布日期：2024 年 10 月 26 日 点击下载全文：恩华药业(002262 CH,买入)：3Q24 收入利润稳健增长
仙琚制药 (002332 CH)	公司公布 24 年三季报：3Q24 收入 10.99 亿元，-1.80%yoy；归母净利润 1.90 亿元，+12.17%yoy；扣非净利润 1.90 亿元，+14.68%yoy，增长提速（1Q24/2Q24/3Q24 扣非利润增速分别为+9.8/13.3/14.7%yoy）。1-3Q24 公司实现收入 32.37 亿元，-0.01%yoy；归母净利润 5.30 亿元，+12.42%yoy，3Q24 收入略有下滑主因原料药海外子公司 Newchem 受海外经济环境影响收入下滑及原料药贸易收入减少。考虑到集采风险出清+特色制剂进入密集获批周期加速放量+1 类新药奥美克松钠已申报上市，维持“买入”评级。 我们预测公司 24-26 年归母净利润为 6.81/8.28/10.24 亿元，+20.9/21.7/23.6%yoy。基于 SOTP 估值，给予公司估值 152.15 亿元，对应目标价为 15.38 元。 风险提示：产品销售不及预期，产品降价的风险，研发进度不达预期。 报告发布日期：2024 年 10 月 26 日 点击下载全文：仙琚制药(002332 CH,买入)：3Q24 扣非利润增长提速

股票名称	最新观点
药明康德 (2359 HK)	公司公布 24 年三季报：3Q24 收入 104.6 亿元，-2.0%yoy；归母净利润 22.9 亿元，-17.0%yoy；扣非净利润 22.7 亿元，-23.8%yoy。1-3Q24 公司实现收入 277.0 亿元，-6.2%yoy；归母净利润 65.3 亿元，-19.1%yoy。3Q24 收入下滑主因 3Q23 新冠大订单贡献较多收入（扣除大订单后，3Q24 常规业务收入+14.6%yoy），3Q24 利润下滑主因汇率波动（汇兑损益：3Q24 -6.3 亿元 vs 3Q23 +0.2 亿元）。考虑到公司在手订单较快增长，我们预期 25-26 年公司收入利润有望加速增长，维持“买入”评级。
药明康德 (603259 CH)	我们预测公司 24-26 年归母净利润为 97.1/112.4/133.2 亿元，+1.1/15.8/18.5%yoy。基于 SOTP 估值，给予公司 A/H 估值分别 2799.0 亿元/3023.1 亿港元，对应目标价为 96.12 元/103.82 港元。 风险提示：市场竞争加剧，无法保护自身知识产权，新签订单不及预期。 报告发布日期：2024 年 10 月 29 日 点击下载全文：药明康德(2359 HK,买入;603259 CH,买入)：3Q24 在手订单增长提速
药明合联 (2268 HK)	北京时间 12 月 8 日，美国国会会议发布了 2025 财年国防授权法案（NDAA）最终文本，其中未纳入生物安全法案相关内容。药明合联为全球竞争力强劲的 ADC CDMO，ADC 赛道正高速发展且相关产能持续紧张，在生物安全法案快速立法受阻背景下，我们看好公司收入维持高速增长。维持“买入”。
	考虑生物安全法案快速立法受阻，以及公司有望维持 ADC CDMO 中的领先地位，我们上调公司 24-26 年经调整归母净利润为 10.0/14.3/17.9 亿元（前值 8.7/11.8/15.9 亿元），并将估值调整至 2025 年 1.06x PEG（与可比公司 iFinD 一致预期相同），上调目标价至 42.33 港币（前值：31.61 港币）。 风险提示：下游需求下降；产能扩张过缓；地缘政治风险。 报告发布日期：2024 年 12 月 10 日 点击下载全文：药明合联(2268 HK,买入)：法案焦虑缓解，24-26 年业绩有望腾飞
健友股份 (603707 CH)	公司于 10 月 30 日公布三季报：1-9M24 营收/归母净利润/扣非净利润分别为 30.88/6.06/5.48 亿元（-1.72/-27.82/-33.41%yoy），其中 3Q24 营收/归母净利润/扣非净利润分别为 9.45/2.01/1.80 亿元（+12.79/-6.54/-15.29%yoy）。我们看好公司原料药、国内制剂企稳，非肝素制剂、生物类似药蓄力，维持“买入”评级。
	我们预测公司 2024-2026 年归母净利润为 8.50/12.31/16.15 亿元（前值 8.63/12.56/16.82 亿元），对应 EPS 为 0.53/0.76/1.00 元，2025-2026 年同比增速分别为 45/31%。我们给予公司 2025 年 PE 27.36x（较可比公司溢价 20%，主因公司原料药承压业务收入占比较小），对应合理估值 336.86 亿元，目标价为 20.85 元。 风险提示：政策不确定性风险，新产品获批及销售不及预期，汇兑风险。 报告发布日期：2024 年 10 月 31 日 点击下载全文：健友股份(603707 CH,买入)：利润率环比修复，非肝素/大分子发力
金斯瑞生物科技 (1548 HK)	全年销售目标稳步实现中 根据公司业绩指引：1）生命科学交付与生产效率持续提升，全年收入增速 10~15%，营业利润增速快于收入。2）CDMO 收入增长及毛利率承压于投融资及市场竞争，全年收入增速-15~-10%。3）合成生物学全年收入增速 25-35%，经调整营业利润率稳定在 4-5%。 风险提示：CDMO 持续承压风险、西达基奥仑赛销售放量不及预期。 报告发布日期：2024 年 10 月 16 日 点击下载全文：金斯瑞生物科技(1548 HK,买入)：CARVYKTI Q3 销售额环比实现突破
迈瑞医疗 (300760 CH)	公司 1-3Q24 收入/归母净利 294.85/106.37 亿元（yoy+8.0%/+8.2%），若剔除汇兑损益影响，1-3Q24 归母净利 yoy+11.0%；公司 3Q24 收入/归母净利 89.54/30.76 亿元（yoy+1.4%/-9.3%），3Q24 公司业绩承压主因国内医疗领域整顿及设备更新项目等多因素影响导致医院采购延迟，叠加医院建设资金紧张及非刚性医疗需求低迷。考虑国内医院医疗设备采购需求明确，叠加设备更新政策落地边际提速，看好公司 25 年重回提质增效发展。维持“买入”。
	考虑国内行业外部因素对于公司收入增速的影响，我们调整公司 24-26 年 EPS 预测至 10.52/12.64/15.18 元（前值 11.50/13.83/16.59 元）。公司为国产医疗器械行业领头羊，产品布局丰富且海内外品牌影响力持续提升，我们给予公司 25 年 29x PE（可比公司 Wind 一致预期均值 23x），给予目标价 366.69 元（前值 345.10 元），维持“买入”评级。 风险提示：核心产品销售不达预期，核心产品招标降价风险。 报告发布日期：2024 年 10 月 30 日 点击下载全文：迈瑞医疗(300760 CH,买入)：外因影响短期业绩，看好后续提速
联影医疗 (688271 CH)	公司 1-3Q24 收入/归母净利 69.54/6.71 亿元（yoy-6.4%/-36.9%），其中 3Q24 收入 16.21 亿元（yoy-25.0%）、归母净亏损 2.79 亿元（同比转亏），3Q24 公司业绩承压主因国内医疗领域整顿及设备更新项目等多因素影响导致医院采购延迟，叠加公司着眼长期发展所需积极强化全球化销售渠道能力建设。考虑国内设备更新政策落地边际提速，叠加公司海外推广持续发力，看好公司 25 年重回较快发展。维持“买入”。
	考虑国内行业外部因素对于公司收入增速和毛利率的影响，叠加公司持续强化销售及研发投入，我们调整公司 24-26 年 EPS 至 2.14/2.87/3.46 元（前值 2.87/3.47/4.22 元）。公司为国产医学影像领域龙头，产品性能领先且国内外渠道持续完善，我们给予公司 25 年 54x PE（可比公司 Wind 一致预期均值 45x），给予目标价 154.90 元（前值 152.37 元），维持“买入”评级。 风险提示：核心产品销售不达预期，市场竞争加剧，核心技术人员流失。 报告发布日期：2024 年 10 月 30 日 点击下载全文：联影医疗(688271 CH,买入)：海外表现亮眼，看好国内后续恢复

股票名称	最新观点
开立医疗 (300633 CH)	公司 1-3Q24 收入 13.98 亿元 (yoy-4.7%)、归母净利 1.09 亿元 (yoy-66.0%)，其中 3Q24 收入 3.86 亿元 (yoy-9.2%)、归母净亏损 6159 万元 (同比转亏)，3Q24 业绩承压主因国内医疗行业整顿及设备更新政策落地前市场观望情绪影响医疗设备类产品院内招采节奏，叠加公司为满足长期发展所需强化销售及研发人才储备。考虑院内医疗设备采购需求明确，叠加设备更新政策落地边际提速，看好公司 25 年轻装上阵，重回较快增长轨道。维持“买入”。 考虑国内行业外部因素对于公司收入增速、毛利率及公司内部投入对于期间费用率的影响，我们下调公司 24-26 年 EPS 预测至 0.64/1.24/1.61 元 (前值 1.37/1.78/2.31 元)。公司为国产超声及内窥镜行业领导者，产品矩阵丰富且品牌影响力持续提升，给予公司 25 年 33x PE (可比公司 Wind 一致预期均值 30x)，对应目标价 40.93 元，(前值 41.02 元)，维持“买入”。 风险提示：下游产品销售不达预期，政策推进不及预期，汇率波动风险。 报告发布日期：2024 年 10 月 26 日 点击下载全文：开立医疗(300633 CH,买入)：业绩短期承压，期待后续改善
澳华内镜 (688212 CH)	公司 1-3Q24 实现收入 5.01 亿元 (yoy+16.8%)、归母净利 3730 万元 (yoy-17.5%)，其中 3Q24 实现收入 1.47 亿元 (yoy+5.4%)、归母净利 3164 万元 (yoy+345.2%)，国内医疗行业整顿及设备更新政策落地前市场观望情绪背景下，3Q24 收入端实现平稳增长。展望 24 全年，考虑公司产品性能过硬且品牌力持续提升，叠加市场推广投入力度不减，我们看好公司在行业外部因素冲击影响下仍实现业绩的向好发展。维持“买入”。 综合考虑公司 1-3Q24 收入增速、销售费用率及 24 年股份支付费用冲回影响，我们调整 24-26 年 EPS 至 0.58/0.98/1.50 元 (前值 0.33/1.11/1.92 元)。公司为国产软镜设备赛道领军者，产品矩阵丰富且海内外推广持续发力，我们使用 DCF 估值法 (假设 WACC 为 9.2%，永续增长率为 2.8%)，给予目标价 60.40 元 (前值 60.59 元)，维持“买入”。 风险提示：核心产品销售不达预期，市场竞争加剧，核心技术人员流失。 报告发布日期：2024 年 10 月 24 日 点击下载全文：澳华内镜(688212 CH,买入)：3Q24 收入平稳增长，期待 4Q24 改善
三诺生物 (300298 CH)	公司 12 月 3 日发布公告，其子公司三诺生物 (香港) 有限公司于 2024 年 11 月 29 日与 A.MENARINI DIAGNOSTICS S.r.l. 签署了《经销协议》，公司主要就对方在欧洲超过 20 个国家和地区以联合品牌的方式独家经销公司的第一代、第二代 CGM 定制型号等事项进行约定。考虑该《经销协议》对于公司 CGM 在欧洲市场远期销售的明显助力，叠加公司 BGM 核心主业及 CGM 国内销售积极向好，我们看好公司发展长期向上，维持“买入”。 我们推测合作期内的前 2 年有望较快完成欧洲各地医保覆盖、患者教育等工作，积累沉淀后，后续年份有望进入陡峭放量阶段，我们暂维持 24-26 年 EPS 预测为 0.57/0.71/0.89 元。公司为国内血糖监测行业龙头，考虑 CGM 国内销售良好且海外后续积极放量可期，叠加业绩增速更快 (我们预计公司 24-26 年 EPS CAGR 为 21% VS 可比公司 Wind 一致预期均值 17%)，给予公司 25 年 53x PE (可比公司 Wind 一致预期均值 41x)，对应目标价 37.87 元 (前值 34.30 元，主要考虑可比公司 PE 均值有所提升)，维持“买入”。 风险提示：核心产品销售不达预期，核心产品研发进度低于预期。 报告发布日期：2024 年 12 月 04 日 点击下载全文：三诺生物(300298 CH,买入)：签订重要合同，CGM 欧洲放量可期
万孚生物 (300482 CH)	公司 1-3Q24 实现收入/归母净利 21.81/4.36 亿元 (yoy+8.8%/+9.0%)，其中 3Q24 实现收入/归母净利 6.06/0.80 亿元 (yoy+17.5%/+22.7%)，3Q24 公司海内外业务积极向好，业绩增长环比进一步提速 (vs 2Q24 收入/归母净利 yoy+8.7%/5.1%)。展望 24 全年，考虑公司国内外核心主业发展向好，叠加呼吸道三联检新品有望在美国市场积极贡献业绩增量，我们看好公司全年业绩保持较快增长。维持“买入”。 我们维持盈利预测，预计 24-26 年归母净利为 6.50/8.49/10.82 亿元。公司为国内 POCT 行业龙头，检测领域丰富且国内外产品推广稳步推进，给予公司 25 年 19x PE (可比公司 Wind 一致预期均值 16x)，对应目标价 33.52 元 (按最新股本计前值 32.43 元)，维持“买入”评级。 风险提示：核心产品销售不达预期，核心产品招标降价风险。 报告发布日期：2024 年 10 月 24 日 点击下载全文：万孚生物(300482 CH,买入)：3Q 业绩增长环比提速，看好全年表现
凯莱英 (6821 HK)	公司 1-3Q24 收入/归母净利 41.40/7.10 亿元 (yoy-35.1%/-67.9%)，其中 3Q24 收入/归母净利 14.43/2.11 亿元 (yoy-18.1%/-59.7%)。若剔除大订单影响，公司 1-3Q24/3Q24 收入同比增长 4.5%/12.2%，公司常规业务收入保持增长，且 3Q24 常规业务收入增长边际进一步提速。考虑公司技术领先且产能布局持续完善，看好公司常规业务长期保持向好发展。均维持“买入”。
凯莱英 (002821 CH)	考虑下游需求短期仍待修复，我们下调公司收入增速预期，预计 24-26 年 EPS 为 2.89/3.63/4.51 元 (前值 2.98/3.74/4.66 元)。公司为 CDMO 行业龙头，技术工艺领先且全球化布局稳步推进，给予 A/H 股 25 年 29/19x PE (A/H 股可比公司 25 年 Wind 一致预期均值 21/17x)，对应目标价 105.20 元/75.04 港币 (前值 83.54 元/52.24 港币)，均维持“买入”。 风险提示：下游产品销售不达预期，政策推进不及预期，汇率波动风险。 报告发布日期：2024 年 10 月 29 日 点击下载全文：凯莱英(6821 HK,买入;002821 CH,买入)：3Q24 常规业务收入增长边际提速
康龙化成 (3759 HK)	公司 1-3Q24 收入/经调整 non-IFRS 归母净利 88.17/11.07 亿元 (yoy+3.0%/-21.6%)，其中 3Q24 收入/经调整 non-IFRS 归母净利 32.13/4.17 亿元 (yoy+10.0%/-13.2%，qoq+9.5%/+18.7%)，3Q24 经调整 non-IFRS 归母净利同比下滑主因公司着眼长期发展所需强化人才储备、新增银团贷款叠加新产能陆续投产，但 3Q24 公司业绩边际已持续改善。公司 1-3Q24 毛利率为 33.9% (yoy-2.1pct)，我们推测主因公司员工有所增加、部分新建产能陆续投产、临床 CRO 业务订单结构变化叠加订单价格竞争充分。公司 1-3Q24 新签订单金额 yoy 超 18%，客户需求逐渐恢复。考虑公司实验室服务核心业务实力过硬，其它业务板块日趋成熟，看好长期向好发展。均维持“买入”。
康龙化成 (300759 CH)	考虑公司新签订单执行仍存一定周期及期内出售境外参股公司的影响，我们调整公司收入增速及投资收益预测，预计 24-26 年 EPS 为 0.99/1.05/1.25 元 (前值 0.96/1.15/1.37 元)。公司为 CXO 领域稀缺的平台型企业，技术能力扎实且客户来源广泛，给予 A/H 股 25 年 35/17x PE (A/H 股可比公司 Wind 一致预期均值 25/15x)，对应目标价 36.69 元/19.40 港币 (前值 24.84 元/11.51 港币)，均维持“买入”。 风险提示：政策推进不及预期风险，科研技术人员流失风险，汇率波动风险。 报告发布日期：2024 年 10 月 30 日 点击下载全文：康龙化成(3759 HK,买入;300759 CH,买入)：3Q24 业绩环比进一步改善

股票名称	最新观点
新产业 (300832 CH)	公司 9M24 收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 34.14/13.84/13.31 亿元，同比+17.4%/+16.6%/+20.8%；3Q24 收入/归母净利润/扣非归母净利润 12.03/4.80/4.63 亿元，同比+15.4%/+10.0%/+11.6%。我们认为 3Q24 公司整体业绩稳定增长，海外收入增速亮眼，我们看好后续国内外保持较好增长态势，维持买入评级。 考虑到公司短期终端受集采影响，我们下调仪器单产预期，并下调毛利率预期，预测公司 24-26 年归母净利润分别为 19.5/22.8/26.5 亿元（前值 20.7/26.6/33.4 亿元），同比+17.62%/+17.25%/+16.39%，对应 EPS 2.48/2.90/3.38 元。考虑到公司大型装机持续拓展，且海外收入快速增长、盈利能力持续改善，长期看预期仍较稳定，我们给予公司 25 年 30x 倍 PE 估值（可比公司 25 年 Wind 一致预期均值 20x），对应目标价 87.08 元（前值 73.73 元）。 风险提示：传染病项目放量不及预期；海外拓展不及预期。 报告发布日期：2024 年 10 月 28 日 点击下载全文：新产业(300832 CH,买入): 3Q 业绩稳定增长，装机持续推进
普门科技 (688389 CH)	公司 9M24 收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 8.57/2.57/2.43 亿元，同比+5.9%/+25.6%/+29.1%；3Q24 收入/归母净利润/扣非归母净利润 2.67/0.86/0.80 亿元，同比+6.4%/+21.5%/+29.0%，我们认为公司产品结构优化、产品盈利能力提升，带动利润增速快于收入增速，我们看好后续海外收入快速增长，维持买入评级。 我们下调部分业务收入预期并调整费用率预期，预测公司 24-26 年归母净利润分别为 4.1/4.8/5.6 亿元（前值 4.1/5.1/6.4 亿元），同比+23.5%/+18.7%/+15.8%，对应 EPS 0.95/1.12/1.30 元。考虑到公司 IVD+康复医美双赛道布局，海外市场迅速拓展，海外收入高速增长、占比持续提升，我们给予公司 25 年 21x 倍 PE 估值（可比公司 25 年 Wind 一致预期均值 19x），对应目标价 23.61 元（前值 21.89 元）。 风险提示：产品价格低于预期；集采增量不如预期。 报告发布日期：2024 年 10 月 29 日 点击下载全文：普门科技(688389 CH,买入): 3Q 盈利能力提升，净利润快速增长
爱尔眼科 (300015 CH)	公司 1-3Q24 实现收入/归母净利 163.02/34.52 亿元（yoy+1.6%/+8.5%），其中 3Q24 实现收入/归母净利 57.56/14.02 亿元（yoy-0.7%/-4.6%），外部消费环境因素影响下，公司 3Q24 业绩有所承压。考虑公司诊疗技术及品牌影响力行业领先，叠加服务网络稳步拓展，看好外部消费环境回暖后公司重回较快发展轨道。维持“买入”。 考虑外部消费环境因素对于公司业务的短期影响，我们下调公司收入增速及毛利率预测，预计 24-26 年 EPS 为 0.39/0.45/0.52 元（前值 0.43/0.52/0.63 元）。公司为全球眼科医疗服务领头羊，业务能力行业领先且海内外服务布局持续拓展，给予公司 25 年 39x PE（可比公司 Wind 一致预期均值 31x），对应目标价至 17.55 元（前值 13.91 元），维持“买入”评级。 风险提示：市场竞争加剧风险，医疗事故和纠纷风险，持续扩张的管理风险。 报告发布日期：2024 年 10 月 30 日 点击下载全文：爱尔眼科(300015 CH,买入): 短期外因影响不改公司长期向好趋势
通策医疗 (600763 CH)	公司 1-3Q24 实现收入/归母净利 22.33/4.98 亿元（yoy+2.2%/+2.6%），其中 3Q24 实现收入/归母净利 8.23/1.88 亿元（yoy+0.1%/-9.1%），外部消费环境因素影响下，公司 3Q24 收入保持增长。考虑公司齿科诊疗服务能力行业领先，浙江省内服务网络布局完善并积极拓展省外市场，期待后续消费环境回暖助推公司中长期业绩增长提速，维持“买入”。 考虑外部消费环境因素对于公司收入增速和毛利率的短期影响，我们下调收入增速及毛利率预测，预计 24-26 年 EPS 为 1.17/1.33/1.48 元（前值 1.24/1.42/1.58 元）。公司为国内民营口腔服务行业龙头，给予公司 25 年 48x PE（可比公司 Wind 一致预期均值 46x），给予目标价 63.80 元（前值 49.78 元，主要考虑可比公司 PE 均值有所提升），维持“买入”评级。 风险提示：市场竞争加剧，医疗事故和纠纷，业务扩张不及预期。 报告发布日期：2024 年 10 月 29 日 点击下载全文：通策医疗(600763 CH,买入): 收入保持增长，看好中长期发展
华厦眼科 (301267 CH)	公司 1-3Q24 实现收入/归母净利 31.82/4.21 亿元（yoy+2.6%/+24.5%），其中 3Q24 实现收入/归母净利 11.31/1.55 亿元（yoy+2.0%/+23.4%），外部消费环境因素影响下，公司 3Q24 收入保持平稳增长；公司 3Q24 利润端有所下滑，我们推测由于公司放眼长远发展，人员及设备投入短期有所增加。公司诊疗技术实力过硬、服务网络稳步扩张，期待后续消费环境回暖带动公司业绩实现提速发展。维持“买入”。 综合公司 1-3Q24 经营情况，我们下调收入增速及毛利率预测，预计 24-26 年 EPS 为 0.63/0.73/0.84 元（前值 0.71/0.84/0.96 元）。公司业务全面且服务网络有序扩张，给予公司 25 年 37x PE（可比公司 Wind 一致预期均值 31x），对应目标价 27.03 元（前值 22.15 元，主要考虑可比公司 PE 均值有所提升），维持“买入”评级。 风险提示：市场竞争加剧，医疗事故和纠纷，持续扩张的管理风险。 报告发布日期：2024 年 10 月 29 日 点击下载全文：华厦眼科(301267 CH,买入): 收入平稳增长，静待后续提速
固生堂 (2273 HK)	公司 3Q24 就诊量达 148.5 万人次（+25% yoy/+13.5% qoq），其中内生门店 3Q24 收入增速超 20%，新成立医疗机构就诊量 7.7 万人次，驱动约 6.5%同比增长。3Q24 经营表现亮眼，主因：1）广州/上海/北京等区域实现可观增长；2）新建/并购持续超预期（截至当前已落地 19 家）。展望 2024 年，考虑公司线上线下同步发力+门店增长居高不下+外延扩张提速并高效整合，我们估测公司 24 年经调整净利润增速有望冲击 40%，维持“买入”。 我们估测公司 24 年经调整净利润增速冲击 35-40%，我们预计公司 2024-2026 年经调整 EPS 为 1.74/2.30/2.93 元，并给予公司 25 年 28 倍 PE（考虑中医服务标的稀缺性及政策利好，与可比公司万得一致预测 28 倍持平），目标价 70.08 港币，维持“买入”。 风险提示：线下门店扩张速度缓慢风险，政策风险，人才流失风险。 报告发布日期：2024 年 10 月 29 日 点击下载全文：固生堂(2273 HK,买入): 3Q 诊疗量亮眼,看好内生外延发力

股票名称	最新观点
锦欣生殖 (1951 HK)	1H24 收入稳健增长，看好 2H 成熟区域潜在医保覆盖提振周期数爬坡 公司公告，1H24 实现收入 14.4 亿元（+8.2% yoy），净利润 1.90 亿元（-15% yoy），经调整净利润 2.60 亿元（+1.8% yoy），主因：1）收入端受益总周期数稳健增长（+2.2% yoy）及成熟区域高附加值业务收入占比提升；2）经调整利润端受汇兑损益、政府补贴减少、及美国 HRC 医生人力成本增加，同比增速慢于收入端。展望 24 年，考虑成都三代业务增量及潜在医保纳入提振周期数爬坡，叠加海外业务持续开拓，我们看好公司 24 年经调整净利润增速达 13%。我们预计公司 2024-2026 经调整 EPS 为 0.19/0.22/0.24 元，并给予公司 24 年 16 倍 PE（与其港股可比公司 24 年 Wind 一致预测均值一致），目标价 3.32 港币，维持“买入”。 风险提示：收购扩张不成功，IVF 周期数修复不及预期。 报告发布日期：2024 年 09 月 02 日 点击下载全文：锦欣生殖(1951 HK,买入)：收入稳健增长,潜在医保覆盖或提振
和黄医药 (13 HK) 和黄医药 (HCM US)	和黄医药专注 BIC 小分子创新药的全球化研发，现有 3 款创新药在国内获批，呋喹替尼海外权益授予武田并在美、欧等多地上市，1-3Q24 销售达 2.03 亿美元。我们认为公司营收将在呋喹替尼海外放量的驱动下持续走高，同时受益未来 12 个月内的持续催化剂兑现，公司的海外竞争力则为其长期成长动力。首次覆盖和黄医药并给予港股和美股“买入”评级。 我们预计公司 24-26 年营收 6.78/8.27/10.01 亿美元，归母净利润(0.2)/0.5/1.3 亿美元，对应 EPS(0.03)/0.05/0.14 美元，基于 DCF 的港/美股目标价 27.92 港币/18.29 美元（WACC=11.2%，永续增长率=2.0%，1 ADR=5.10 股普通股）。 风险提示：临床试验风险；商业化进度缓慢；海外临床进展缓慢。 报告发布日期：2024 年 12 月 30 日 点击下载全文：和黄医药(13 HK,买入;HCM US,买入)：蓝海扬帆行致远，海外市场启新程
翰森制药 (3692 HK)	首次覆盖翰森制药并给予“买入”评级，目标价 22.28 港币。我们看好公司全球化创新转型的兑现：1）1H24 创新药收入占比已突破 70%，且呈增长趋势；2）2025/26 年公司有望迎来新品获批浪潮；3）管线国际竞争力显现，3 款品种高价 BD 给 MNC；从管线进度判断，新药出海有望形成趋势。 我们预测公司 2024~26 年归母净利润为 42.36/41.11/37.99 亿元（+29/-3/-8%yoy）。我们给予公司 SOTP 估值 1323 亿港币（创新药 DCF 估值 1278 亿港币+仿制药 PE 估值 44 亿港币），对应目标价 22.28 港币。 风险提示：临床试验风险；产品价格超预期下滑；海外 BD 进展缓慢。 报告发布日期：2024 年 12 月 29 日 点击下载全文：翰森制药(3692 HK,买入)：创新蕴豪情，龙头迎初昕

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

行业内相关公司

恒瑞医药（600276 CH，未评级）

国内创新药龙头。公司管线布局全面，临床调动能力强，同时具有大药企的商业化优势，为国内创新药龙头企业：

- 1) 创新药海外 BD：**公司自 23 年开始，转变出海策略，由自主组建临床+注册+商业化团队转变为在临床早期阶段完成海外权益授权，实现风险共担收益共享。23 年 2 月起，聘任江宁军博士为公司副总经理&首席战略官，江博士曾于 2000-2016 年历任礼来临床研究医生，赛诺菲美国全球临床研发总监、全球副总裁、亚太研发总裁等职务，2016-2022 年任基石药业创始 CEO、董事会主席等，具有丰富的 BD 经验。公司 BD 团队在 23 年 1 月-24 年 6 月已完成 9 个产品共 6 个 deal，合计超 3 亿美金首付款和超百亿美金总对价，借船出海初具规模。
- 2) 创新药产品管线：**i) 研发布局：公司对抗肿瘤领域进行了系统深入的布局，对乳腺癌、前列腺癌、血液瘤等重点领域实现全流程覆盖，同时管线向自免、慢病、眼科、疼痛管理、神经退行性疾病扩展；ii) 已有 17 个 1 类新药和 7 个 2 类新药获批上市，另有 SHR0302 (JAK1 抑制剂)、SHR8058 (全氟己基辛烷)、SHR1209 (PCSK9)、HRX0701 (DPP-4+二甲双胍)、法米替尼、HR20013、SHR-A1811 (HER2-ADC)、SHR2554 (EZH2)、SHR1701 (PD-L1/TGF β) 等 1 类新药处于 NDA 阶段；
- 3) 仿制药：**i) **国内仿制药：**18 年国家集采执行以来，公司前 5 批集采共纳入 28 款仿制药，中选 18 个，平均降幅 73%，其中 4Q20 和 4Q21 执行的第三批和第五批集采分别涉及 19 亿元和 44 亿元规模的产品，导致 21 年和 9M22 收入分别下滑 6.6/21.1%yoy，进入业绩阵痛期。第七批集采（11M22 执行）涉及产品规模较小，所涉及产品 23 年收入仅减少 9.11 亿元，第九批集采（3M24 执行）仅有卡泊芬净纳入，1H24 同比减少 2.79 亿元；ii) **海外仿制药：**布比卡因脂质体和白蛋白紫杉醇已分别于 7M24 和 10M24 在美获批 ANDA，进军海外市场。

图表 83：恒瑞医药出海 BD 一览

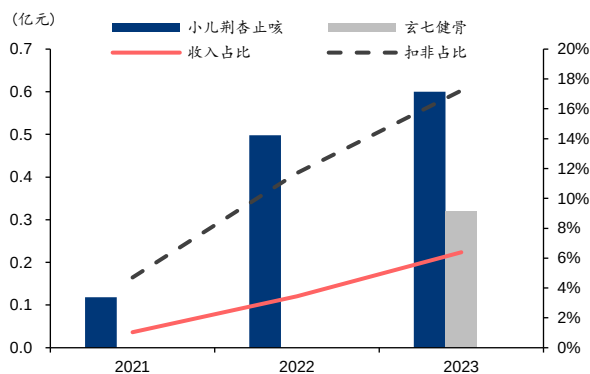
通用名	时间	靶点	适应症	授权区域	首付款	总对价	交易对手方
HRS-9531	24 年 5 月	GLP-1/GIP	减重+降糖	大中华区以外的独家权利	1 亿美元首付款 +1000 万美元近期里程碑	Hercules 公司 19.9%的股权+不超过 2 亿美元的临床里程碑+不超过 57.25 亿美元的销售里程碑+年净销 RTW 持股 19.3% 售额低个位数至两位数的销售提成	Hercules (贝恩资本持股 39.4%，RTW 持股 19.3%)
HRS-7535		GLP-1 小分子	减重+降糖				
HRS-4729		GLP-1/GIP-GCGR	降糖				
HRS-1167	23 年 10 月	PARP1	晚期实体瘤	中国大陆以外的独家权利； 中国大陆与恒瑞共同商业化的选择权	1.6 亿欧元	不超过 4000 万欧元的技术转移费 +5000 万欧元 SHR-A1904 独家权利行权费+2.35 亿欧元研发里程碑	Merck
SHR-A1904		CLDN 18.2-ADC	晚期胰腺癌	中国大陆以外的独家选择权； 中国大陆与恒瑞共同商业化的选择权		+9.3 亿欧元销售里程碑+实际年净销售额两位数的销售提成	
卡瑞利珠单抗	23 年 10 月	PD-1	晚期肝癌	除大中华区和韩国以外与阿 / 帕替尼联合治疗肝癌的独家权利		累计 6 亿美金的销售里程碑+实际年净销售额 20.5%的销售提成	Elevar
吡咯替尼	23 年 10 月	HER1/HER2/HE4	乳腺癌	印度商业化独家权利	300 万美元	不超过 1.525 亿美元的销售里程碑+实际年净销售额两位数的销售提成	Dr. Reddy's
	20 年 9 月			韩国商业化独家权利	170 万美元	不超过 250 万美元研发及上市里程碑+1.015 亿美元销售里程碑+实际净销售额 10-15%的销售提成	韩国 HLB Life Science
SHR-1905	23 年 8 月	TSLP	哮喘/慢性鼻窦炎	大中华区外的独家权利	2500 万美元（首付款+近期里程碑）	不超过 10.25 亿美元的研发及销售里程碑+实际净销售额两位数的销售提成	One Bio
SHR2554	23 年 2 月	EZH2	复发淋巴瘤	大中华区外的独家权利	1100 万美元	不超过 4500 万美元的开发里程碑+6.5 亿美元的销售里程碑+约定比例（10-12.5%）的销售提成	Treeline

资料来源：恒瑞医药公司公告，华泰研究

方盛制药（603998CH，未评级）

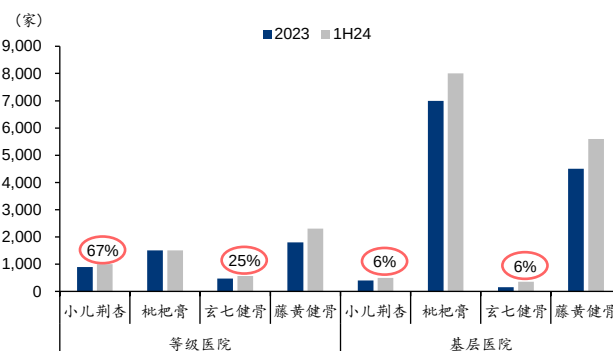
- 推行归核化，聚焦创新中药。**公司 2014 年上市后投资方向多元化，包括连锁医院、CRO 等等，消耗了部分主业利润。从 2020 年下半年开始，公司从“多元并购”走向“归核化”，通过“关、停、并、转”的方式来盘活固化与低效的资产，不断夯实资产质量。公司实控人张庆华毕业于湖南中医药大学，近年不断聚焦核心能力圈尤其中药创新药。
- 主力品种均已集采。**如依折麦布 2021 年国采，血塞通 2022 年湖北第一批国采、2024 年扩围接续，藤黄健骨 2023 年湖北第二轮国采。三大品类 2024 年均在集采协议期，收入占比约 45%。
- 中药创新药处于起量阶段。**小儿荆杏止咳与玄七健骨均为公司中药创新药，小儿荆杏于 2019 年和 2021 年获批上市：1) 1 类新药与国谈身份带有确切疗效与定价优势，利于入院准入；2) 背靠强力枇杷膏（1H24 等级医院 1500 家、基层医院 8000 家）与藤黄健骨（9M24 等级医院 2400 家、基层医院 6800 家）销售资源，等级医院覆盖正在快速推进，且基层医院覆盖率仍有较大的提升空间。此外养血祛风已于 9M24 申报上市；3) 净利率方面，公司 2023 年净利率 11%，较创新中药 20-30% 的利润水平存在提升空间。

图表84：方盛制药：中药创新药收入（2021-2023）



资料来源：公司公告，华泰研究

图表85：方盛制药：中药创新药医院覆盖率比较

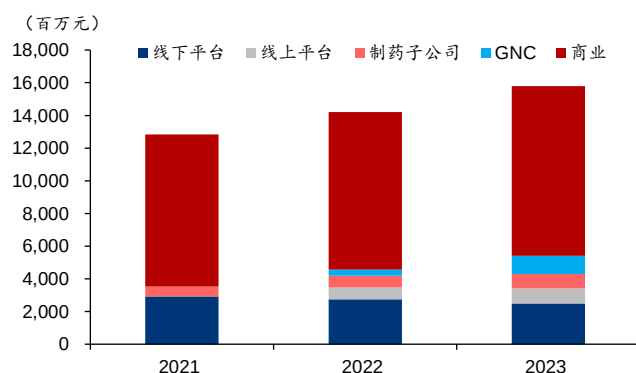


资料来源：公司公告，华泰研究

哈药股份（600664CH，未评级）

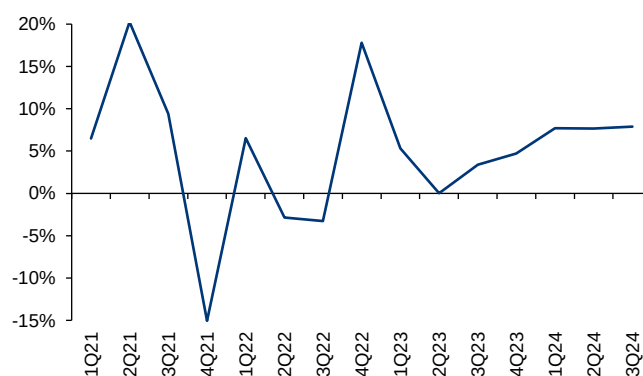
- 1) 哈药集团 2019 年完成混改,中信资本兼任上市公司董事长并委派总裁,内部变化较大,包括引入职业经理人、三项制度改革、优化员工、战略咨询,完成初步整改。
- 2) 2024 年变化较大: i) 2023 年底董事长与总裁换人,国资委委派董事长,厂长升为总裁,精神面貌出现极大变化; ii) 2024 年大干快干,营销负责人更换,事业部改革,省区压缩、去行政岗,新招销售负责基层营销; iii) 生产部门精细化,降本增效。
- 3) 公司收入可分为工业与商业 (2023 年工业收入约 53 亿元、商业收入约 104 亿元),其中工业可细分为营销公司 (传统 OTC 业务)、健康科技 (电商销售)、GNC (保健品)、子公司 (哈药生物与哈药中药),公司核心打造葡萄糖酸钙、葡萄糖酸锌、双黄连口服液、小儿氨酚黄那敏、阿莫西林、人促红素等产品。
- 4) 过去公司工业净利率较低,2021~2023 年净利率在 3.5~4.7%,且季度波动较大 (5 个季度超 5%,3 个季度为负净利率),1Q~3Q24 工业净利率分别为 7.7%、7.7%、7.9%,显著高于 2021~2023 年且季度较为平稳。

图表86：哈药股份收入拆分（2023）



资料来源：公司公告，华泰研究

图表87：哈药股份：工业净利率



资料来源：公司公告，华泰研究

风险提示

出海地缘政治风险：国际关系复杂，部分国家或因政治目的，可能设严苛准入政策、提高审批标准，还可能致物流与供应链中断，影响海外业务拓展与盈利，则或影响相关公司业绩与我们的观点有所差异。

集采降幅高于市场预期：药品和医疗器械集采范围或降幅可能超出预期，产品价格调整可能导致企业的收入与利润空间压缩，冲击研发投入与长期发展，则或影响相关公司业绩与我们的观点有所差异。

医保筹资难度加大：医保筹资难度或致医保支付标准调整，创新药械进医保难或支付比例降低，抑制产品销售，压缩企业利润空间，则或影响相关公司业绩与我们的观点有所差异。

免责声明

分析师声明

本人，代雯，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 三星医疗（601567 CH）、济川药业（600566 CH）、马应龙（600993 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 联影医疗（688271 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师代雯本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 恒瑞医药（600276 CH）、万孚生物（300482 CH）、药明合联（2268 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 爱尔眼科（300015 CH）、海思科（002653 CH）、康缘药业（600557 CH）、恒瑞医药（600276 CH）、万孚生物（300482 CH）、药明合联（2268 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 恒瑞医药（600276 CH）、药明合联（2268 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 三星医疗（601567 CH）、济川药业（600566 CH）、马应龙（600993 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 联影医疗（688271 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问。公司注册号：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦，#08-02，新加坡 018981

电话：+65 68603600

传真：+65 65091183

©版权所有 2024 年华泰证券股份有限公司