

放下包袱天地宽，静待医药续反弹

2025年医药年度策略

马帅： S1450518120001 分析师
冯俊曦： S1450520010002 分析师
李奔： S1450523110001 分析师
连国强： S1450523020002 分析师
胡雨晴： S1450122080070 分析师
谢嘉豪： S1450123100072 联系人

2024年12月03日



1

医药板块年初至今涨幅一般，历史底部蓄势待发

2

行业短期承压，静待后续基本面改善

- 医保：收入支出持续增长，医保+商保一站式结算值得静待
- 营收利润：跌幅收窄，后续回升可期
- 投融资：2024Q3全球市场创新药投融资环比略有改善
- 政策：以鼓励医药创新为核心

3

2025年具体方向：四象限选股——国内VS出海、经营数据驱动VS事件驱动

- 方向1：基于国内市场经营数据驱动
- 方向2：基于海外市场经营数据驱动
- 方向3：基于海外市场的事件驱动
- 方向4：基于国内市场的事件驱动

4

建议关注标的

5

风险提示

2024Q1-Q3医药行业整体承压，静待后续基本面改善

- 2024年前三季度，医药板块（剔除次新股及ST股）整体营收同比下降0.71%，归母净利润同比下降7.65%，扣非净利润同比下降6.67%；24Q3单季度来看，医药板块（剔除次新股及ST股）整体营收同比下降0.46%，归母净利润同比下降12.53%，扣非净利润同比下滑12.40%。

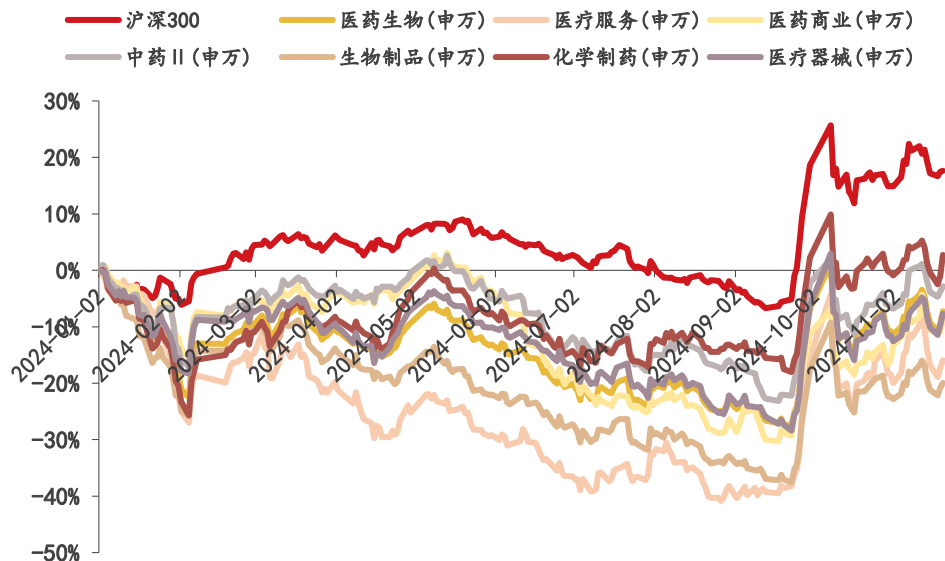
表：2024Q1-Q3医药行业主要财务指标情况

财务指标（亿元）	2023H1	2023Q3	2023Q1-3	2023Q4	2023A	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q3	2024Q1-3
营业收入	11334.29	5382.79	16717.55	5544.05	22253.10	5707.00	5532.67	11239.67	5350.54	16590.21
营收增速	11.10%	-0.59%	6.99%	0.89%	5.36%	0.18%	-1.85%	-0.83%	-0.46%	-0.71%
毛利率	30.19%	29.73%	30.05%	29.21%	29.85%	29.13%	29.70%	29.40%	28.55%	29.13%
销售费用率	12.87%	12.36%	12.70%	13.94%	13.02%	12.00%	12.23%	12.12%	11.99%	12.08%
管理及研发费用率	6.81%	7.52%	7.04%	8.73%	7.46%	6.78%	7.45%	7.12%	7.68%	7.30%
财务费用率	0.29%	0.45%	0.33%	0.37%	0.34%	0.32%	0.35%	0.34%	0.64%	0.43%
研发费用	315.87	167.00	483.26	205.49	688.75	156.11	174.46	331.12	168.04	499.15
研发费用/收入	2.79%	3.10%	2.89%	3.71%	3.10%	2.74%	3.15%	2.95%	3.14%	3.01%
归母净利润	911.34	408.09	1322.91	133.04	1456.62	441.09	424.13	865.21	357.18	1222.39
归母净利润增速	8.57%	-5.85%	3.53%	-24.86%	0.12%	-5.17%	-5.77%	-5.47%	-12.53%	-7.65%
扣非净利润	841.23	374.66	1218.83	98.78	1318.28	416.54	393.19	809.73	328.42	1138.15
扣非净利润增速	7.46%	-4.68%	3.27%	-23.34%	0.70%	-4.23%	-4.02%	-4.13%	-12.40%	-6.67%
扣非净利率	7.42%	6.96%	7.29%	1.78%	5.92%	7.30%	7.11%	7.20%	6.14%	6.86%
应收账款	5790.72	-	5882.91	-	5309.55	5946.01	-	5873.24	-	5954.61
应收账款增速	9.74%	-	5.89%	-	4.12%	4.68%	-	1.33%	-	1.22%
经营现金流净额	580.17	443.49	1152.88	1031.78	2184.65	-47.58	651.19	603.61	403.73	1007.34
经营现金流净额/净利润	63.66%	108.68%	87.15%	775.55%	149.98%	-10.79%	153.54%	69.76%	113.03%	82.41%

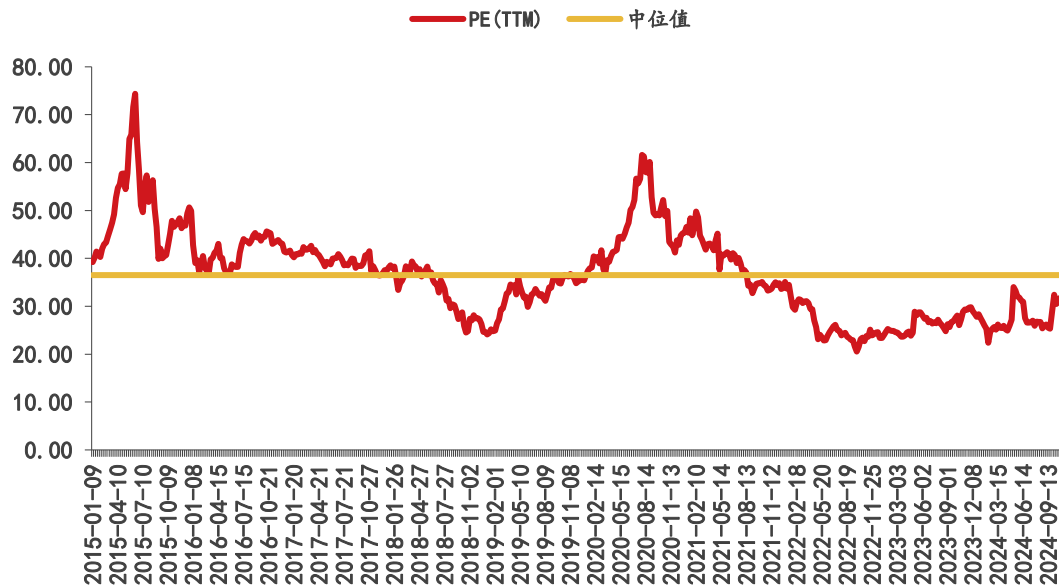
医药板块年初至今涨幅一般，历史底部蓄势待发

- 2024年以来医药板块行情表现阶段性承压，截至2024年11月19日，2024年SW医药指数累计跌幅7%，跑输沪深300指数25个百分点，其中生物制品和医疗服务跌幅较多，中药和化学制药表现相对稳定。截至2024年11月19日，SW医药板块PE-TTM估值为32倍，过去10年（2015-2024年）的中位值为36.5倍，当前估值水平仍处于历史较低水平。

图：2024年以来SW医药指数累计涨跌幅



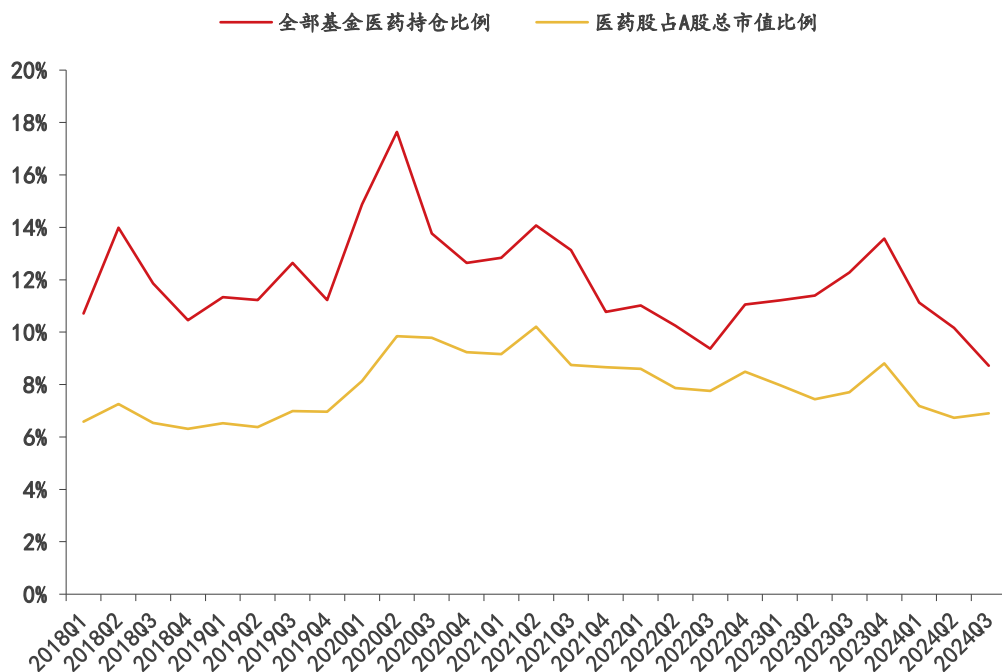
图：2015-2024年SW医药PE-TTM估值水平



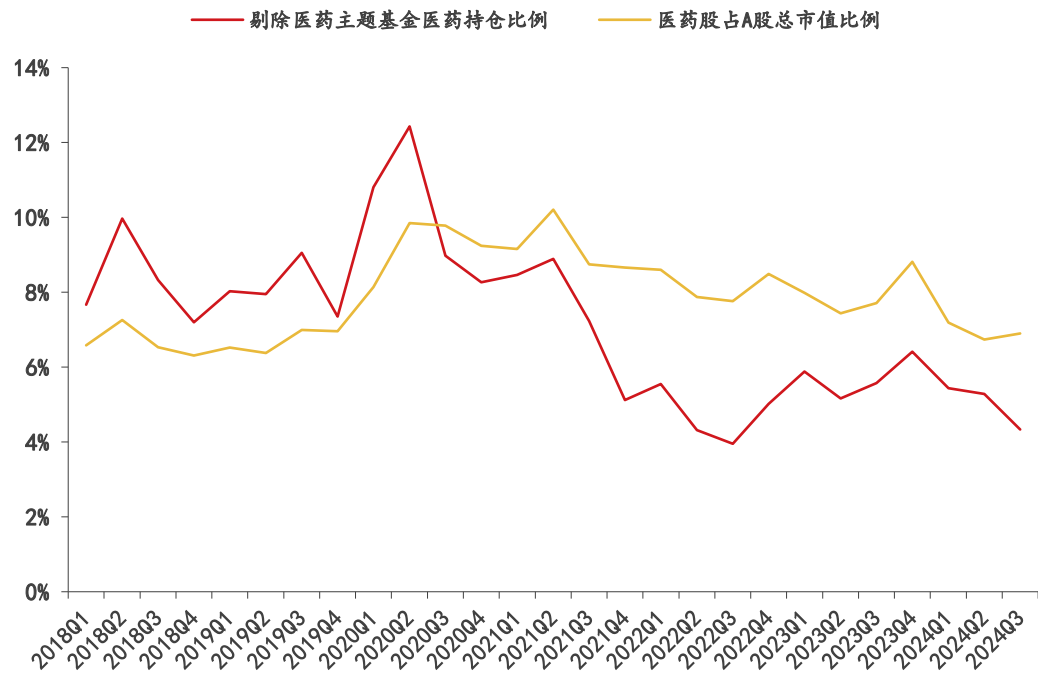
公募基金医药持仓下降，处于历史较低水平

□ 2024Q3公募基金医药持仓比例下降，全部基金超配1.82pct，非药基金低配2.57pct。2024Q3，全部公募基金对医药板块的持仓比例为8.72%，环比下降1.44pct。剔除医药主题基金后的持仓比例为4.34%，环比下降0.95pct；同期医药股在A股总市值中占比为6.9%，环比增加0.16pct。

图：2018-2024Q3公募基金医药持仓水平概况



图：2018-2024Q3剔除医药主题基金后医药持仓水平概况



公募基金医药持仓下降，处于历史较低水平

- **全基金医药持仓明细：**从持股基金数量来看，2024Q3全部基金持有基金数最多的前三名股票为：恒瑞医药（579）、迈瑞医疗（455）、科伦药业（209）
- **非药基金医药持仓明细：**从持股基金数量来看，2024Q3非药基金持有基金数最多的前三名股票为：迈瑞医疗（183）、恒瑞医药（135）、爱尔眼科（61）。

表：2024Q3持股基金数Top10医药个股（全基金）

排名	代码	名称	持有基金数	持股占流通股比(%)	持股总市值(亿元)	季报持仓变动(万股)
1	600276.SH	恒瑞医药	579	11.22	374.39	3840.81
2	300760.SZ	迈瑞医疗	455	10.3	365.91	-1786.49
3	002422.SZ	科伦药业	209	19.95	83.54	704.79
4	603259.SH	药明康德	190	14.64	193.60	5565.76
5	300015.SZ	爱尔眼科	156	9.91	124.69	4291.62
6	688235.SH	百济神州	143	28.66	59.51	948.48
7	300347.SZ	泰格医药	140	27.93	109.35	684.98
8	600079.SH	人福医药	121	9.82	31.97	1043.97
9	688617.SH	惠泰医疗	106	17.19	68.50	238.93
10	688271.SH	联影医疗	98	13.83	104.96	532.55

表：2024Q3持股基金数Top10医药个股（非药基金）

排名	代码	名称	持有基金数	持股占流通股比(%)	持股总市值(亿元)	季报持仓变动(万股)
1	300760.SZ	迈瑞医疗	183	5.56	197.46	-403.83
2	600276.SH	恒瑞医药	135	3.14	104.89	4,298.56
3	300015.SZ	爱尔眼科	61	3.87	48.72	5,974.65
4	603259.SH	药明康德	40	1.62	21.36	2,848.12
5	002422.SZ	科伦药业	37	3.50	14.66	613.96
6	688271.SH	联影医疗	31	9.09	68.94	421.81
7	300347.SZ	泰格医药	29	7.17	28.08	-614.73
8	600079.SH	人福医药	26	2.99	9.73	351.53
9	300832.SZ	新产业	25	1.70	9.45	39.50
10	688212.SH	澳华内镜	25	14.80	6.71	379.96

1 医药板块年初至今涨幅一般，历史底部蓄势待发

2 行业短期承压，静待后续基本面改善

- 医保：收入支出持续增长，医保+商保一站式结算值得静待
- 营收利润：跌幅收窄，后续回升可期
- 投融资：2024Q3全球市场创新药投融资环比略有改善
- 政策：以鼓励医药创新为核心

3 2025年具体方向：四象限选股——国内VS出海、经营数据驱动VS事件驱动

- 方向1：基于国内市场经营数据驱动
- 方向2：基于海外市场经营数据驱动
- 方向3：基于海外市场的事件驱动
- 方向4：基于国内市场的事件驱动

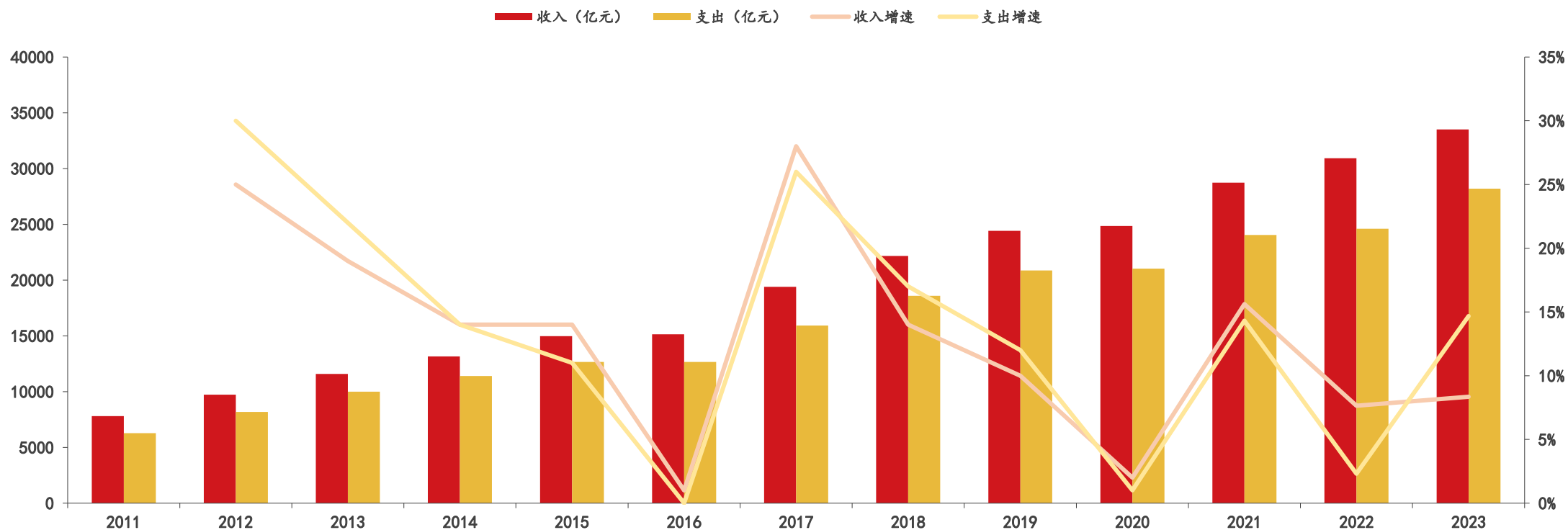
4 建议关注标的

5 风险提示

医保：收入支出持续增长，医保+商保一站式结算值得静待

- 近年来医保基金收入与支出持续增长，截至2023年底全国基本医疗保险参保133389万人，基金总收入33501.36亿元（同比增长8%），基金总支出28208.38亿元（同比增长15%）；收支增速略显不平衡背景下，后续医保+商保一站式结算带动的商业健康保险的崛起值得静待，有望缓解医保基金支出压力。

图：2011-2023年全国基本医疗保险收入与支出情况



1 医药板块年初至今涨幅一般，历史底部蓄势待发

2 行业短期承压，静待后续基本面改善

- 医保：收入支出持续增长，医保+商保一站式结算值得静待
- 营收利润：跌幅收窄，后续回升可期
- 投融资：2024Q3全球市场创新药投融资环比略有改善
- 政策：以鼓励医药创新为核心

3 2025年具体方向：四象限选股——国内VS出海、经营数据驱动VS事件驱动

- 方向1：基于国内市场经营数据驱动
- 方向2：基于海外市场经营数据驱动
- 方向3：基于海外市场的事件驱动
- 方向4：基于国内市场的事件驱动

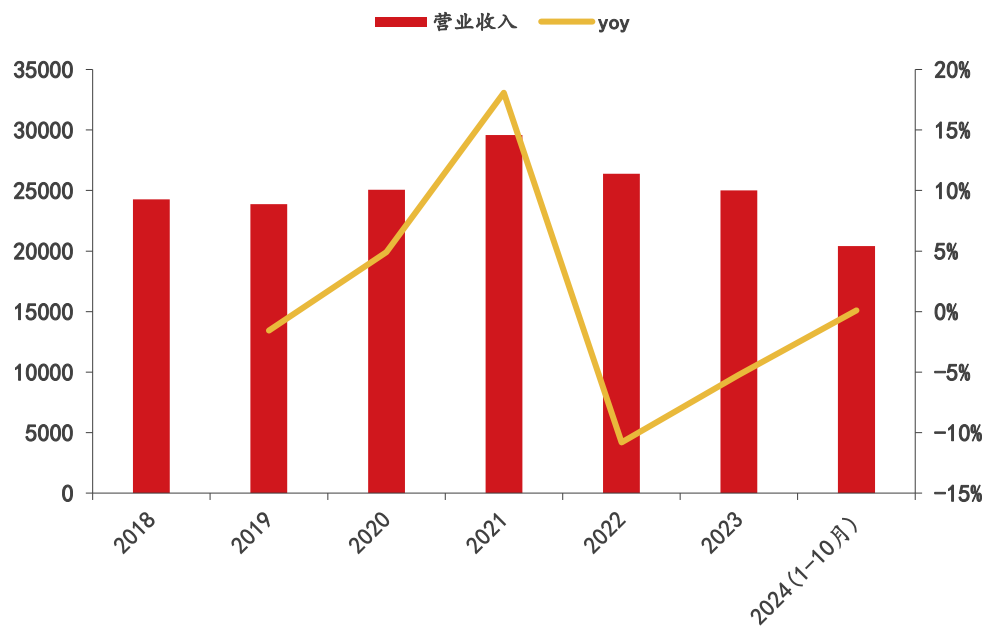
4 建议关注标的

5 风险提示

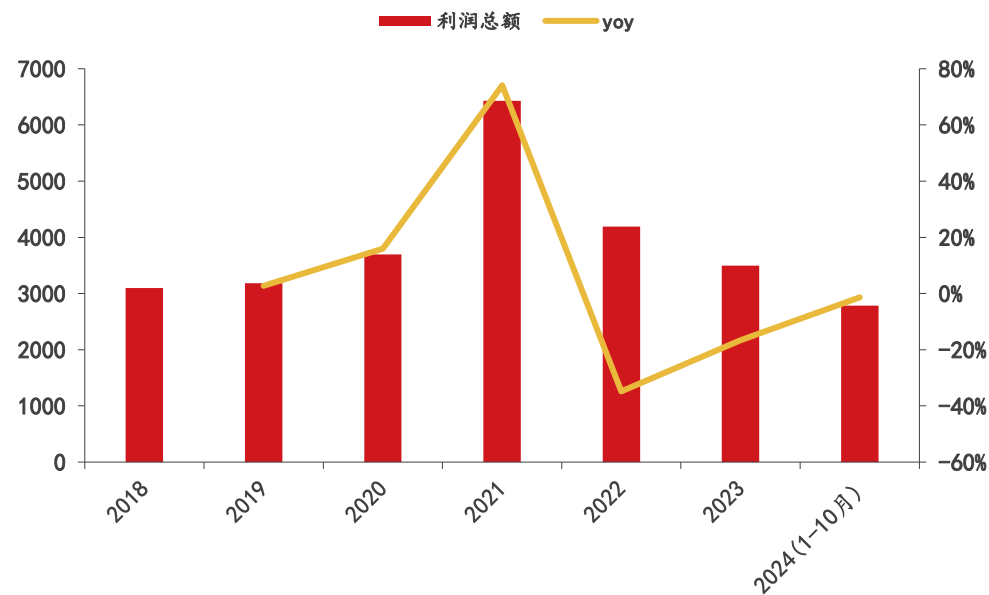
营收利润：跌幅收窄，后续回升可期

- 国内规模以上医药制造业营收与利润跌幅收窄，后续回升可期。根据国家统计局数据，2024年1-10月规模以上医药制造业实现营业收入20409.4亿元，同比增长0.1%；实现利润2785.9亿元，同比下降1.3%；相对过去两年跌幅收窄，后续回升可期。

图：全国规模以上医药制造业营业收入（亿元）



图：全国规模以上医药制造业利润总额（亿元）



1 医药板块年初至今涨幅一般，历史底部蓄势待发

2 行业短期承压，静待后续基本面改善

- 医保：收入支出持续增长，医保+商保一站式结算值得静待
- 营收利润：跌幅收窄，后续回升可期
- 投融资：2024Q3全球市场创新药投融资环比略有改善
- 政策：以鼓励医药创新为核心

3 2025年具体方向：四象限选股——国内VS出海、经营数据驱动VS事件驱动

- 方向1：基于国内市场经营数据驱动
- 方向2：基于海外市场经营数据驱动
- 方向3：基于海外市场的事件驱动
- 方向4：基于国内市场的事件驱动

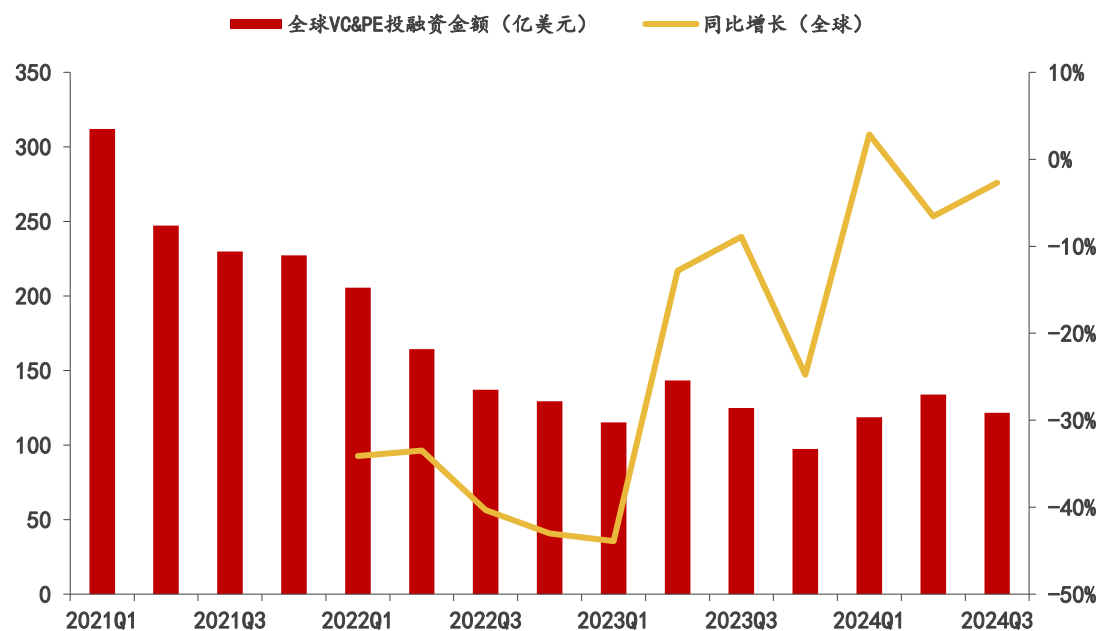
4 建议关注标的

5 风险提示

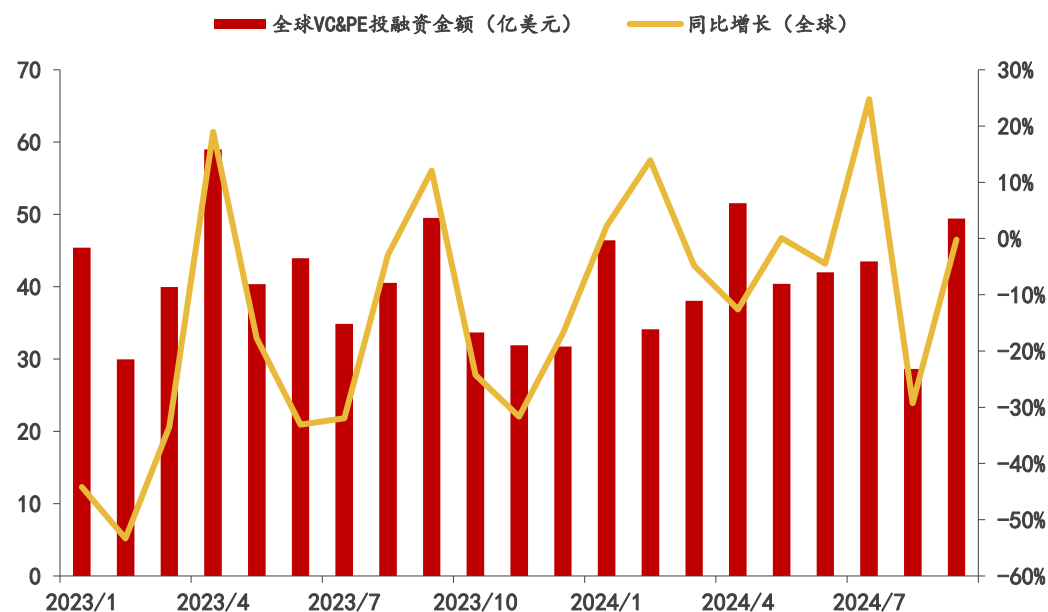
投融资：2024Q3全球市场创新药投融资环比略有改善

□ 2024Q3全球市场创新药VC&PE投融资环比略有改善。根据Crunchbase的数据，2024Q3全球创新药VC&PE投融资金额同比下降2.68%，环比2024Q2提升3.87个百分点。

图：全球创新药VC&PE投融资季度数据（亿美元）



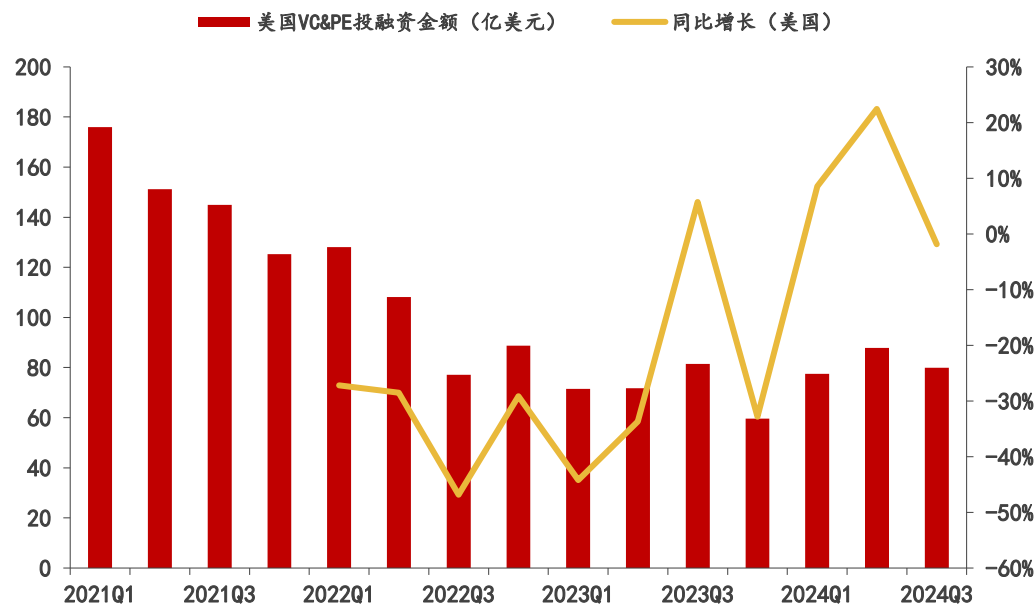
图：全球创新药VC&PE投融资月度数据（亿美元）



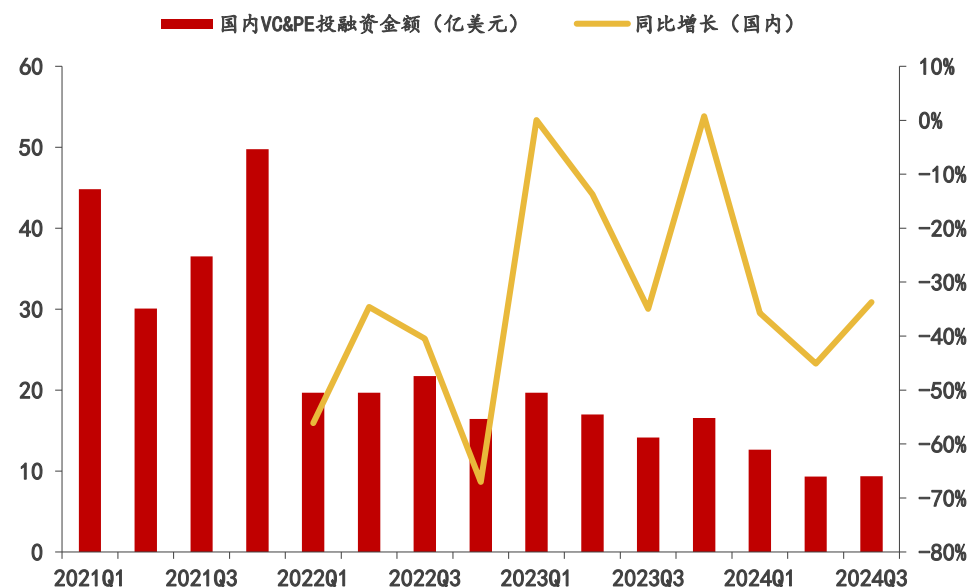
投融资：2024Q3全球市场创新药投融资环比略有改善

- 根据Crunchbase的数据，2024Q3全球创新药VC&PE投融资金额同比下降2.68%，环比2024Q2提升3.87个百分点；其中2024Q3美国、国内创新药VC&PE投融资金额同比分别下降1.86%、33.72%。

图：美国创新药VC&PE投融资季度数据（亿美元）



图：国内创新药VC&PE投融资季度数据（亿美元）



1 医药板块年初至今涨幅一般，历史底部蓄势待发

2 行业短期承压，静待后续基本面改善

- 医保：收入支出持续增长，医保+商保一站式结算值得静待
- 营收利润：跌幅收窄，后续回升可期
- 投融资：2024Q3全球市场创新药投融资环比略有改善
- 政策：以鼓励医药创新为核心

3 2025年具体方向：四象限选股——国内VS出海、经营数据驱动VS事件驱动

- 方向1：基于国内市场经营数据驱动
- 方向2：基于海外市场经营数据驱动
- 方向3：基于海外市场的事件驱动
- 方向4：基于国内市场的事件驱动

4 建议关注标的

5 风险提示

政策：以鼓励医药创新为核心

□ 2024年监管机构发布了多个旨在鼓励创新的医药行业相关政策，包括DRG/DIP特例单议机制、DRG/DIP除外机制、全链条支持创新药发展、创新药受理靠前服务等，上述政策主要从DRG/DIP 豁免、创新药审批流程加速等方面给与创新药支持。

表：2024年发布的医药扶持政策

政策	详情
DRG/DIP特例单议机制	《关于印发按病组和病种分值付费 2.0 版分组方案并深入推进相关工作的通知》明确，特例单议机制是 DRG/DIP支付方式改革的重要组成部分，对保障复杂危重病例充分治疗、支持新药新技术合理应用具有重要意义。各地要规范特例单议标准、申报程序、审核流程、结算办法，发挥好特例单议作用，解除医疗机构收治复杂危重病患者的后顾之忧，确保愿接愿治、能接能治。 对因住院时间长、医疗费用高、新药耗新技术使用、复杂危重症或多学科联合诊疗等不适合按 DRG/DIP 标准支付的病例，医疗机构可自主申报特例单议，特例单议数量原则上为 DRG 出院总病例的5%或DIP出院总病例的 5%以内
DRG/DIP除外机制	《关于印发按病组和病种分值付费 2.0 版分组方案并深入推进相关工作的通知》文件强调，探索除外机制，对符合条件的新药耗新技术在应用初期按项目付费或以权重(点数)加成等方式予以支持，后期积累足够数据后再纳入 DRG/DIP 付费
全链条支持创新药发展	《全链条支持创新药发展实施方案》要求全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制，合力助推创新药突破发展。要调动各方面科技创新资源，强化新药创制基础研究，夯实我国创新药发展根基
创新药鼓励应用目录	文件提出选择一批医疗机构综合实力突出、创新药发展基础较好、医保和商保支付能力较强、已有一定工作基础的重点地区，在国家有关部门指导下，综合考虑新靶点、新机制、新结构等技术价值和满足重大临床需求等临床价值，根据创新性、安全性、有效性、经济性等指标对创新药进行多维度评价，制定创新药鼓励应用目录(以下简称“应用目录”)。推进应用目录内品种配备使用和多元支付，引导用药结构向临床价值高的创新药倾斜
创新药受理靠前	国家药品监督管理局药品审评中心于2024年10月发文，为进一步鼓励药物研发创新，促进生物医药产业高质量发展，加快新药好药上市，经请示国家药品监督管理局同意，2024年11月1日起，对创新药以及经沟通交流确认可纳入优先审评审批程序和附条件批准程序的品种上市许可申请提供受理靠前服务
医保基金预付	帮助定点医疗机构缓解医疗费用垫支压力、提高医疗服务能力、增强参保人员就医获得感设置的周转资金，用于药品和医用耗材采购等医疗费用周转支出，不得用于医疗机构基础建设投入、日常运行、偿还债务等非医疗费用支出

1 医药板块年初至今涨幅一般，历史底部蓄势待发

2 行业短期承压，静待后续基本面改善

- 医保：收入支出持续增长，医保+商保一站式结算值得静待
- 营收利润：跌幅收窄，后续回升可期
- 投融资：2024Q3全球市场创新药投融资环比略有改善
- 政策：以鼓励医药创新为核心

3 2025年具体方向：四象限选股——国内VS出海、经营数据驱动VS事件驱动

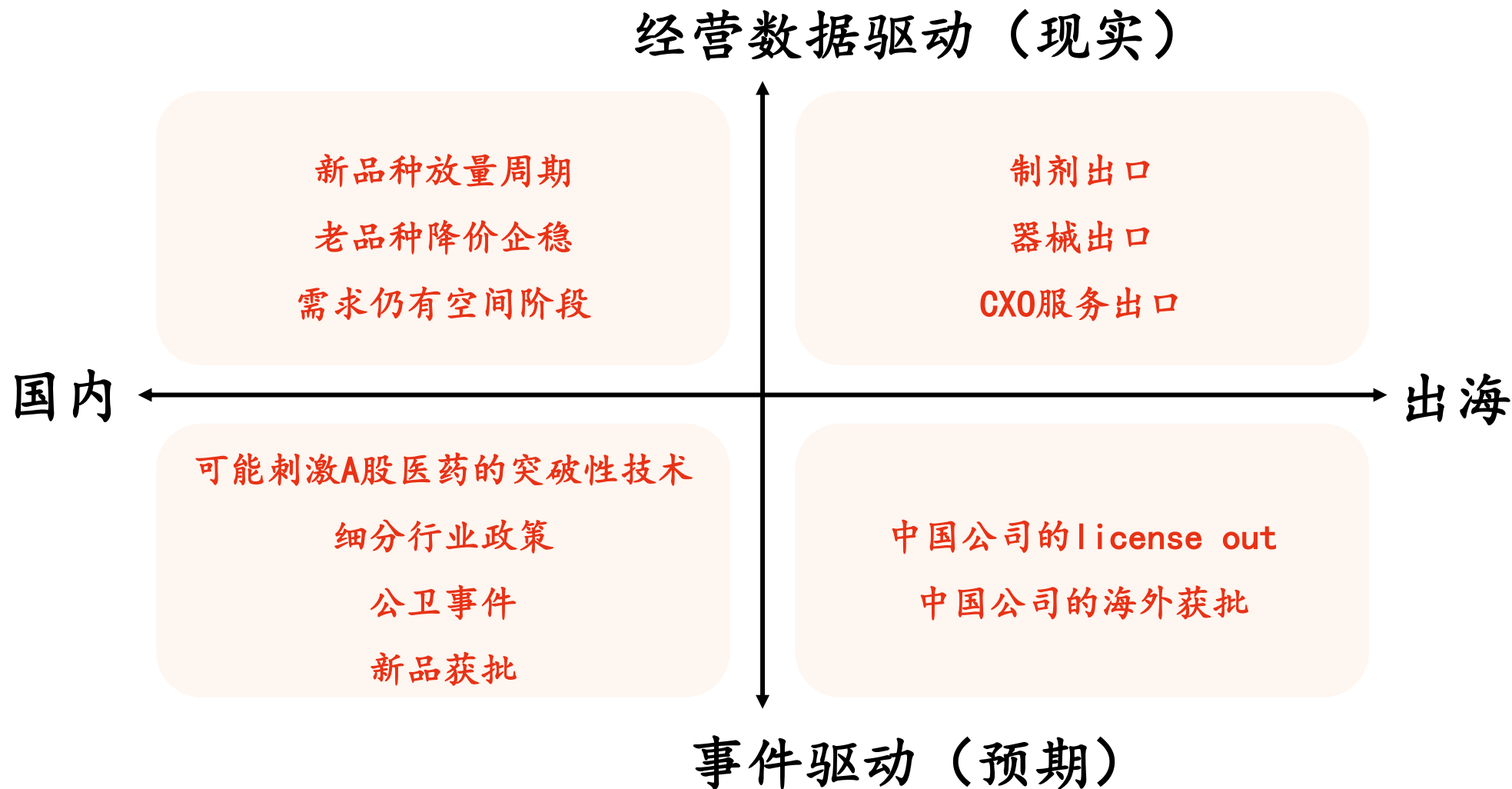
- 方向1：基于国内市场经营数据驱动
- 方向2：基于海外市场经营数据驱动
- 方向3：基于海外市场的事件驱动
- 方向4：基于国内市场的事件驱动

4 建议关注标的

5 风险提示



2025四象限选股：具体方向



1 医药板块年初至今涨幅一般，历史底部蓄势待发

2 行业短期承压，静待后续基本面改善

- 医保：收入支出持续增长，医保+商保一站式结算值得静待
- 营收利润：跌幅收窄，后续回升可期
- 投融资：2024Q3全球市场创新药投融资环比略有改善
- 政策：以鼓励医药创新为核心

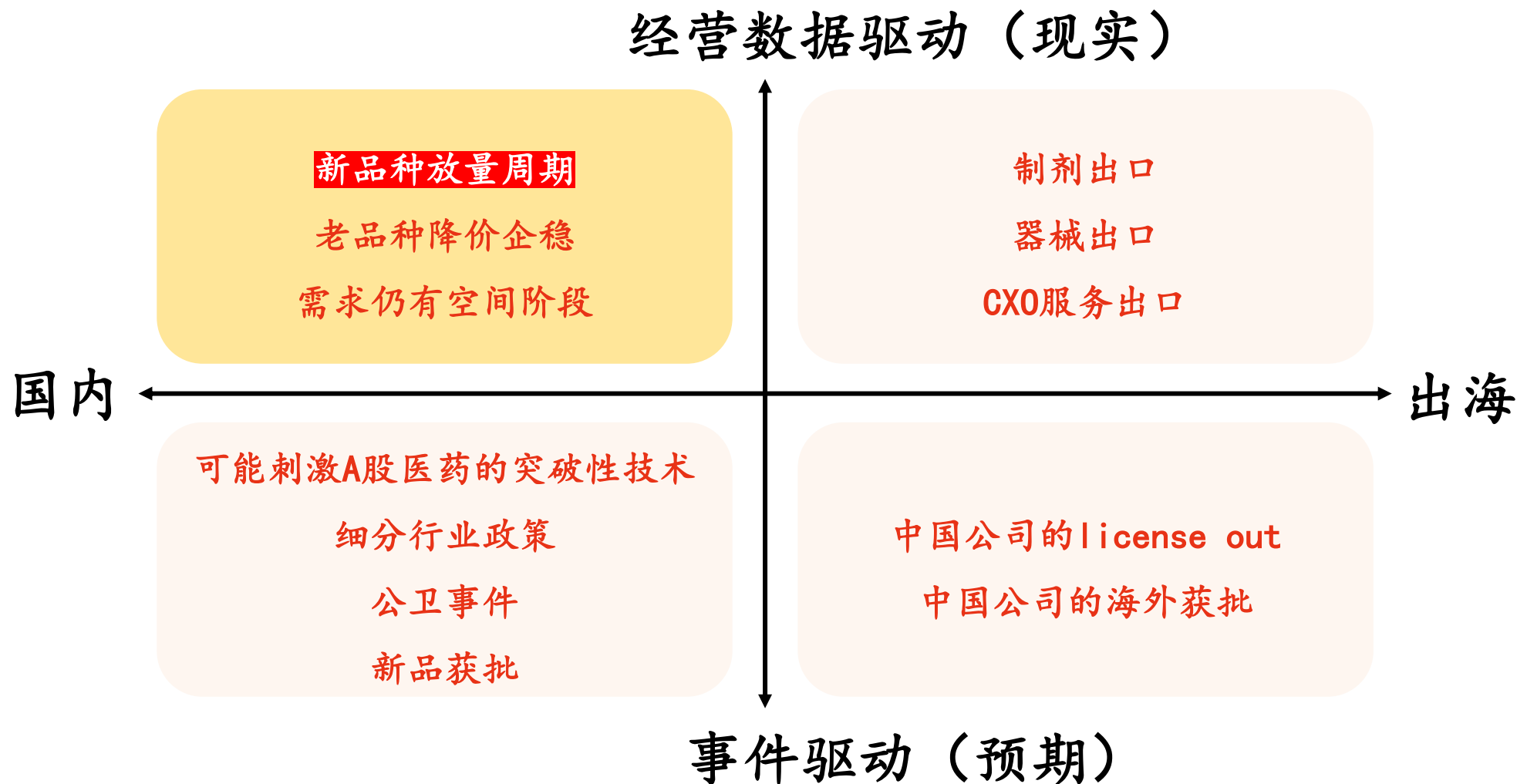
3 2025年具体方向：四象限选股——国内VS出海、经营数据驱动VS事件驱动

- 方向1：基于国内主要经营数据驱动
- 方向2：基于海外主要经营数据驱动
- 方向3：基于海外市场的事件驱动
- 方向4：基于国内市场的事件驱动

4 建议关注标的

5 风险提示

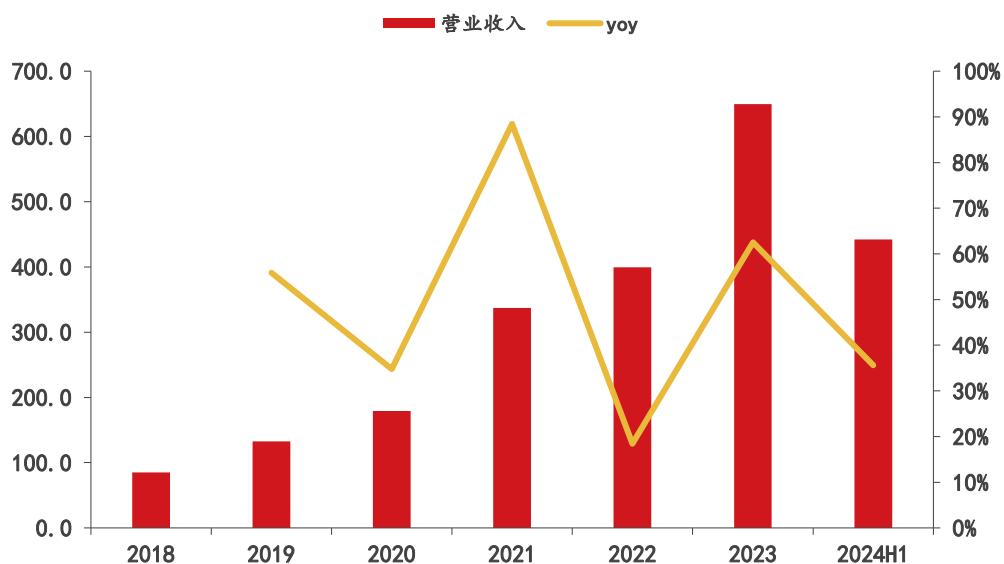
2025四象限选股：具体方向



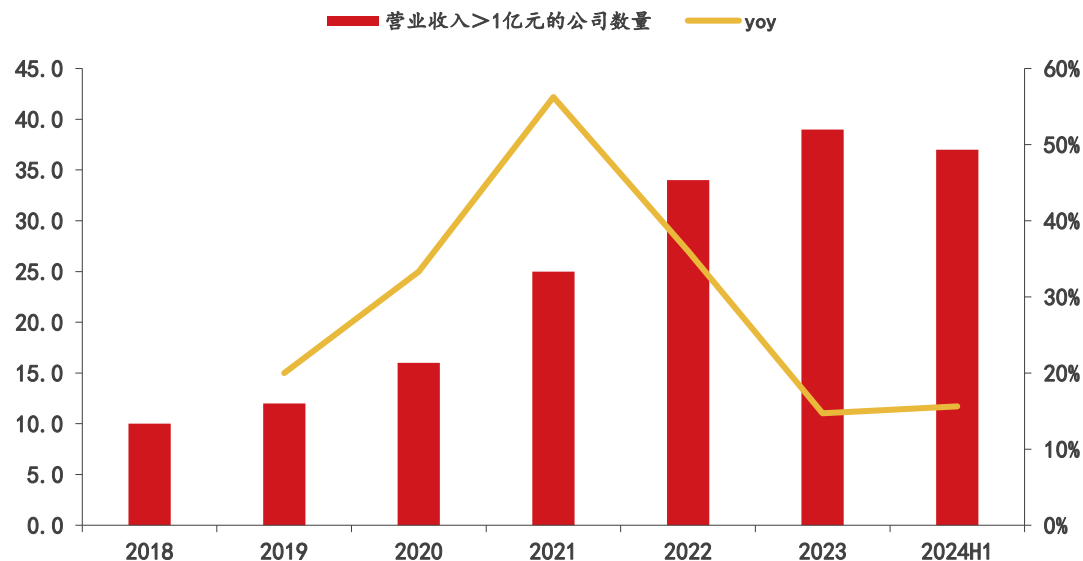
创新药：多个新进目录品种有望迎来放量周期

- 国内创新药企业正迎来产品放量周期，商业化逐步步入正轨。一方面已上市产品放量开始加速，2024H1年65家A股、港股Biotech创新药公司共实现441.8亿元的营业收入，同比增长35.6%；另一方面整体营收>1亿元的公司数量也呈现持续增长态势，至2024H1年共有37家公司实现营收>1亿元，数量同比增长16%。

图：国内Biotech创新药公司营业收入变化（单位：亿元）



图：国内Biotech创新药公司营收>1亿元的公司数量变化



创新药：多个新进目录品种有望迎来放量周期

□ 纳入医保是创新药加速放量的核心驱动因素之一，2024年医保谈判有多个创新药参与，相关药物纳入医保目录后有望于2025年实现加速放量。

表：参与2024年医保谈判并纳入医保目录的品种

公司	品种	靶点	本次医保谈判情况
恒瑞医药	泰吉利定	MOR	新增药品谈判：腹部手术后中重度疼痛
恒瑞医药	奥特康唑	CYP51	新增药品谈判：重度外阴阴道假丝酵母菌病（去年未谈进医保）
贝达药业	贝福替尼	三代EGFR	新增适应症谈判：EGFR突变NSCLC一线治疗
迪哲医药	舒沃替尼	EGFR	新增药品谈判：EGFR 20号外显子插入突变的局部晚期或转移性非小细胞肺癌
迪哲医药	戈利昔替尼	JAK1	新增药品谈判：复发难治性外周T细胞淋巴瘤（r/r PTCL）
康方生物	卡度尼利单抗	PD-1/CTLA-4	新增药品谈判：宫颈癌二线
康方生物	依沃西单抗	PD-1/VEGF	新增药品谈判：EGFR TKI治疗后进展的EGFR基因突变阳性非鳞状非小细胞肺癌
京新药业	地达西尼	GABAAR	新增药品谈判：失眠
海特生物	埃普奈明	DR4/DR5	新增药品谈判：多发性骨髓瘤
上海谊众	紫杉醇聚合物胶束	微管蛋白	新增药品谈判：非小细胞肺癌（NSCLC）患者的一线治疗
泽璟制药	重组人凝血酶	/	新增药品谈判：经标准外科止血技术（如缝合、结扎或电凝）控制出血无效或不可行，促进手术创面渗血或毛细血管和小静脉出血的止血
海思科	考格列汀	DPP4	新增药品谈判：2型糖尿病
海思科	克利加巴林	CACNA2D1	新增药品谈判：成人糖尿病性周围神经病理性疼痛
百济神州	戈舍瑞林微球	GnRH	新增适应症谈判：乳腺癌
信达生物	托莱西单抗	PCSK9	新增药品谈判：原发性高胆固醇血症（包括杂合子型家族性和非家族性高胆固醇血症）和混合型血脂异常
中国生物制药	安奈克替尼	ROS1	新增药品谈判：ROS1阳性的局部晚期或转移性非小细胞肺癌患者（NSCLC）成人患者
中国生物制药	依奉阿克	ALK	新增药品谈判：ALK+局晚期或转移性NSCLC患者一线治疗
信立泰	阿利沙坦酯氨氯地平	血管紧张素Ⅱ/钙离子	新增药品谈判：原发性高血压
云顶新耀	布地奈德肠溶胶	/	新增药品谈判：具有进展风险的原发性免疫球蛋白A肾病（IgAN）
先声药业	盐酸曲拉西利	CDK4/6	新增药品谈判：用于既往未接受过系统性化疗的ES-SCLC患者，预防性给药以降低骨髓抑制发生率（去年未谈进医保）
亚盛医药	奥雷巴替尼	BCR-ABL/KIT	新增适应症谈判：治疗对一代和二代酪氨酸激酶抑制剂（TKIs）产生耐药性或不耐受的慢性髓细胞白血病（CML）慢性期（CP）患者

创新药：建议关注标的

- ❑ **贝达药业：**新产品放量方面，公司三代EGFR TKI 贝福替尼NSCLC一线适应症已纳入医保，有望于2025年加速放量，CDK4/6抑制剂泰贝西利有望于2025年获批上市成为新的业绩增量；未来催化事件方面，ALK抑制剂恩沙替尼即将迎来FDA上市审评结果（PDUFA日期为2024年12月28日），未来海外放量值得静待；考虑到公司加强费用端的控制，预计2025年公司有望迎来收入与利润端双重改善。
- ❑ **海特生物：**新产品放量方面，公司创新药埃普奈明多发性骨髓瘤适应症已纳入医保，有望于2025年加速放量，埃普奈明具备差异化作用机制，为全球首个获批的针对TRAIL的死亡受体DR4和DR5靶点的促凋亡激动剂，其在多发性骨髓瘤治疗领域联用潜力大。
- ❑ **泽璟制药：**新产品放量方面，公司重组人凝血酶已纳入医保，有望于2025年加速放量，JAK抑制剂吉卡昔替尼骨髓纤维化适应症有望于2025年获批上市成为新的业绩增量；未来催化事件方面，PD-1/TIGIT双抗、DLL3/DLL3/CD3三抗等创新分子有望于2025年披露新的临床数据，此外上述药物潜在的海外授权可能值得静待。
- ❑ **迪哲医药：**新产品放量方面，公司舒沃替尼、戈利昔替尼已纳入医保，有望于2025年加速放量；未来催化事件方面，舒沃替尼海外上市申请已获FDA受理，有望于2025年获批上市，此外上述药物潜在的海外授权可能值得静待。
- ❑ **恒瑞医药：**目前公司已有约十余款1类新药获批上市，此外PCSK9单抗SHR-1209、JAK1抑制剂SHR0302、NOV03滴眼液SHR8058、环孢素滴眼液SHR8028、法米替尼、HR20013、EZH2 抑制剂SHR2554、PD-L1/TGF- β RII 双功能融合蛋白瑞拉芙普- α 、HER2 ADC瑞康曲妥珠单抗等多款产品已在NDA阶段，预计将在未来1~2年获批上市，未来上市销售后有望进一步强化创新药业务收入贡献，成为新的业绩增量。

仿创升级：药企实现创新蜕变，核心品种进入放量周期

通过自身的创新研发和管线升级，传统药企实现了从仿制走向创新的蜕变。随着核心品种的陆续上市和持续放量，相关公司将进入新一轮的创新发展周期。其中，眼药领域，兴齐眼药的0.01%硫酸阿托品滴眼液在延缓儿童近视上具备广阔的推广空间，目前首家获批上市且正开展全渠道销售布局；精麻领域，恩华药业的富马酸奥赛利定注射液上市后已实现销售快速放量。人福医药和立方制药的盐酸羟考酮缓释片正积极开展入院工作，销售放量在即；肿瘤领域，科伦药业的芦康沙妥珠单抗和奥赛康的ASK120067处于NDA阶段，创新布局渐入收获期。

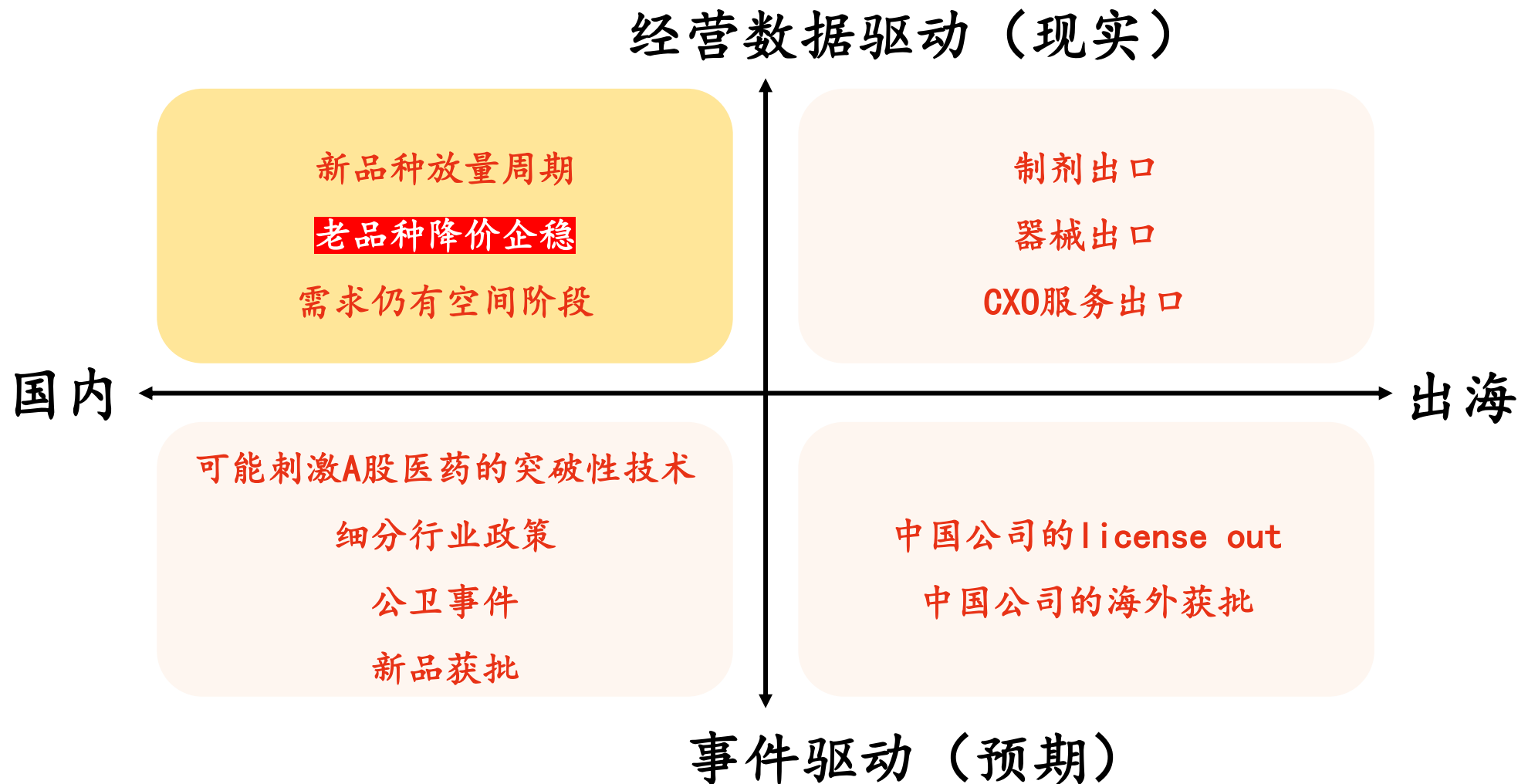
表：即将进入或处于销售快速放量周期的相关品种梳理

相关品种	适应症	相关厂家	目前进展
0.01%硫酸阿托品滴眼液	用于延缓球镜度数为-1.00D至-4.00D（散光≤1.50D、屈光参差≤1.50D）的6至12岁儿童的近视进展	兴齐眼药	2024年3月获批，目前正在医院、药店、电商、线上互联网医院全渠道开展销售布局
富马酸奥赛利定注射液（TRV130）	用于治疗成人患者严重到需要静脉注射阿片类药物的急性疼痛，也可作为替代疗法效果不佳时的选择	恩华药业	2023年5月获批，2024年全年有望入院1000家，销售有望实现1亿元以上
盐酸羟考酮缓释片	用于缓解持续的中度到重度疼痛	立方制药	2023年3月、2024年10月盐酸羟考酮缓释片10mg、40gm规格分别获批上市
盐酸羟考酮缓释片	可用于缓解持续的中度到重度疼痛	人福医药	2024年5月盐酸羟考酮缓释片10mg规格获批上市
芦康沙妥珠单抗（SKB264/MK-2870）	三阴性乳腺癌/3L EGFRmt NSCLC	科伦药业	上市
博度曲妥珠单抗（A166）	既往经二线及以上抗HER2治疗失败的HER2阳性不可切除的局部晚期、复发或转移性乳腺癌		NDA阶段
塔戈利单抗（A167）	RM-NPC的三线及以上治疗		NDA阶段
A140	用于治疗RAS野生型mCRC及HNSCC		NDA阶段
ASK120067片	拟用于既往经EGFR-TKI治疗时或治疗后出现疾病进展，且存在EGFR T790M突变阳性的局部晚期或转移性NSCLC成人患者二线治疗	奥赛康	申请上市
	拟用于具有EGFR外显子19缺失或外显子21（L858R）置换突变的局部晚期或转移性NSCLC成人患者的一线治疗		申请上市

仿创升级：建议关注标的

- ❑ **科伦药业**：大输液、抗生素中间体等业务稳健发展，核心创新药获批在即。公司在大输液领域形成稳固的头部地位，拓展肠外营养产品等新品，推动大输液板块稳步发展；创新药，通过科伦博泰布局ADC创新管线，全面布局了TROP2、HER2、CLDN18.2等多个靶点。目前核心产品芦康沙妥珠单抗的三阴性乳腺癌已国内获批上市，局部晚期或转移性EGFR突变非小细胞肺癌、EGFR-TKI治疗后进展的EGFR突变局部晚期或转移性非小细胞肺癌等多个适应症已进入NDA申请阶段，芦康沙妥珠单抗有望迎来上市收获期。
- ❑ **奥赛康**：集采影响逐步出清，创新研发迎来兑现周期。其中，创新研发方面，公司重点聚焦小分子靶向创新药和肿瘤免疫生物创新药的研发。目前，拟用于治疗非小细胞肺癌的第三代EGFR抑制剂利厄替尼（ASK120067）已申报上市。公司与信达生物就利厄替尼达成商业化合作，后续其商业化放量值得静待。
- ❑ **恩华药业**：集采相关影响边际弱化，创新品种销售放量，驱动公司进入新的发展周期。创新品种方面，富马酸奥赛利定注射液（TRV130）被纳入国家医保药品目录后，实现快速入院和销售放量。根据公司公告，该品种2024年有望入院1000家，实现销售1亿元以上，TRV130已进入新品放量周期。
- ❑ **兴齐眼药**：公司通过多个渠道推广，0.01%硫酸阿托品滴眼液销售有望快速放量；0.02%/0.04%硫酸阿托品滴眼液的临床试验取得III期临床试验总结报告，公司通过构建产品的梯度浓度，为不同年龄段、不同近视度数的患者提供商更多的治疗方案。
- ❑ **立方制药**：集采品种影响逐步出清，新品有望迎来放量周期。新品方面，盐酸羟考酮缓释片持续强化终端推广，医院终端有望快速放量；葛酮通络胶囊在脑卒中治疗上效果显著，已被列入多项诊疗指南，看好其成为公司在心脑血管领域的潜力品种。

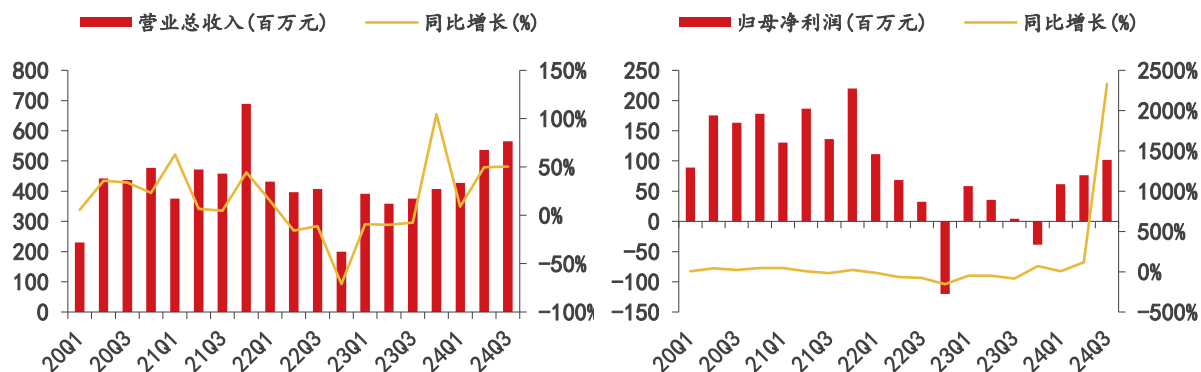
2025四象限选股：具体方向



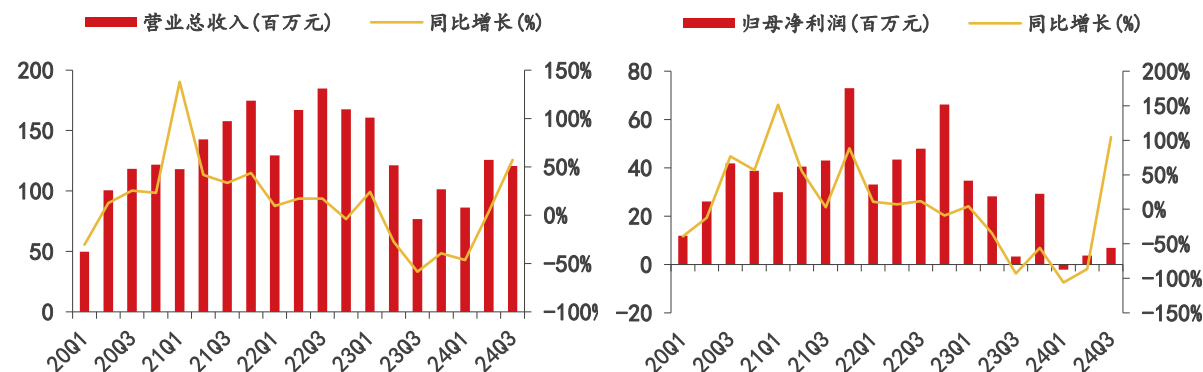
骨科：集采影响趋于出清，公司业绩拐点向上

□ 过去几年中，骨科核心细分领域陆续经历首次国采及二次续约、疫情影响、去库存和退换货影响，现阶段不利因素倾向于出清，有关公司业绩开始向上。建议关注：大博医疗、三友医疗、爱康医疗、威高骨科、春立医疗等。

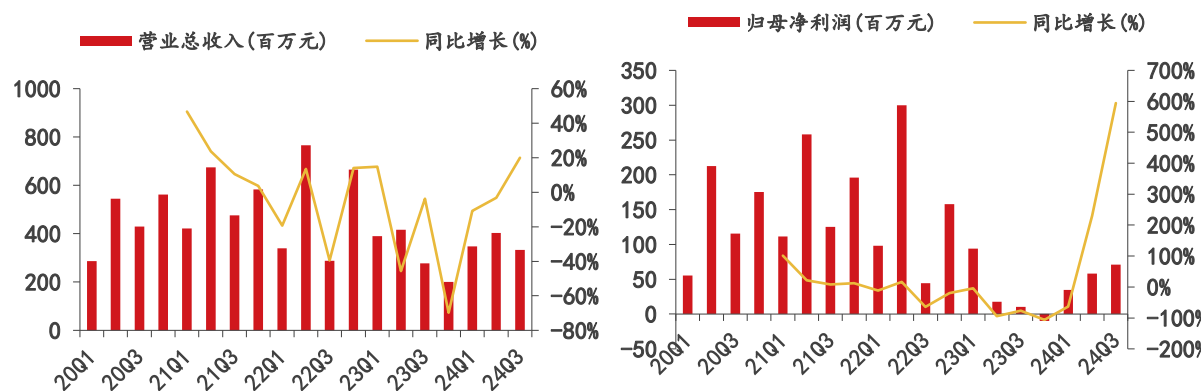
图：大博医疗分季度业绩走势



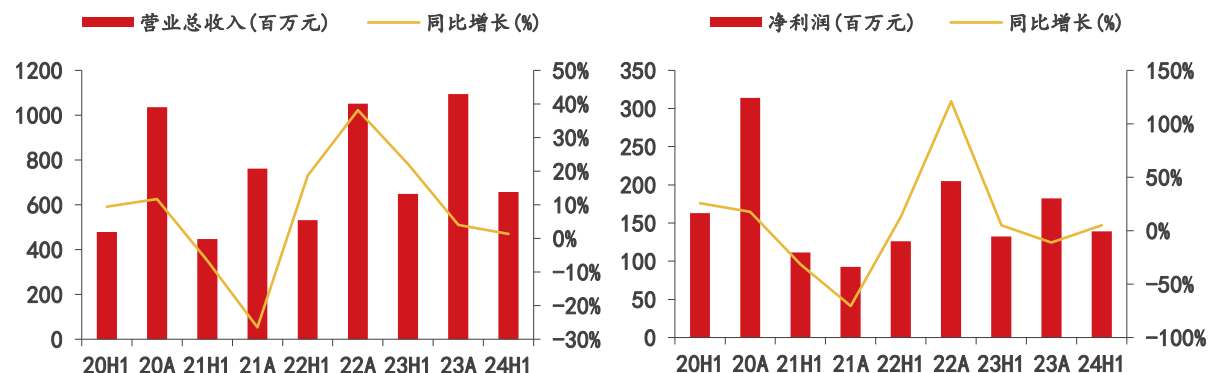
图：三友医疗分季度业绩走势



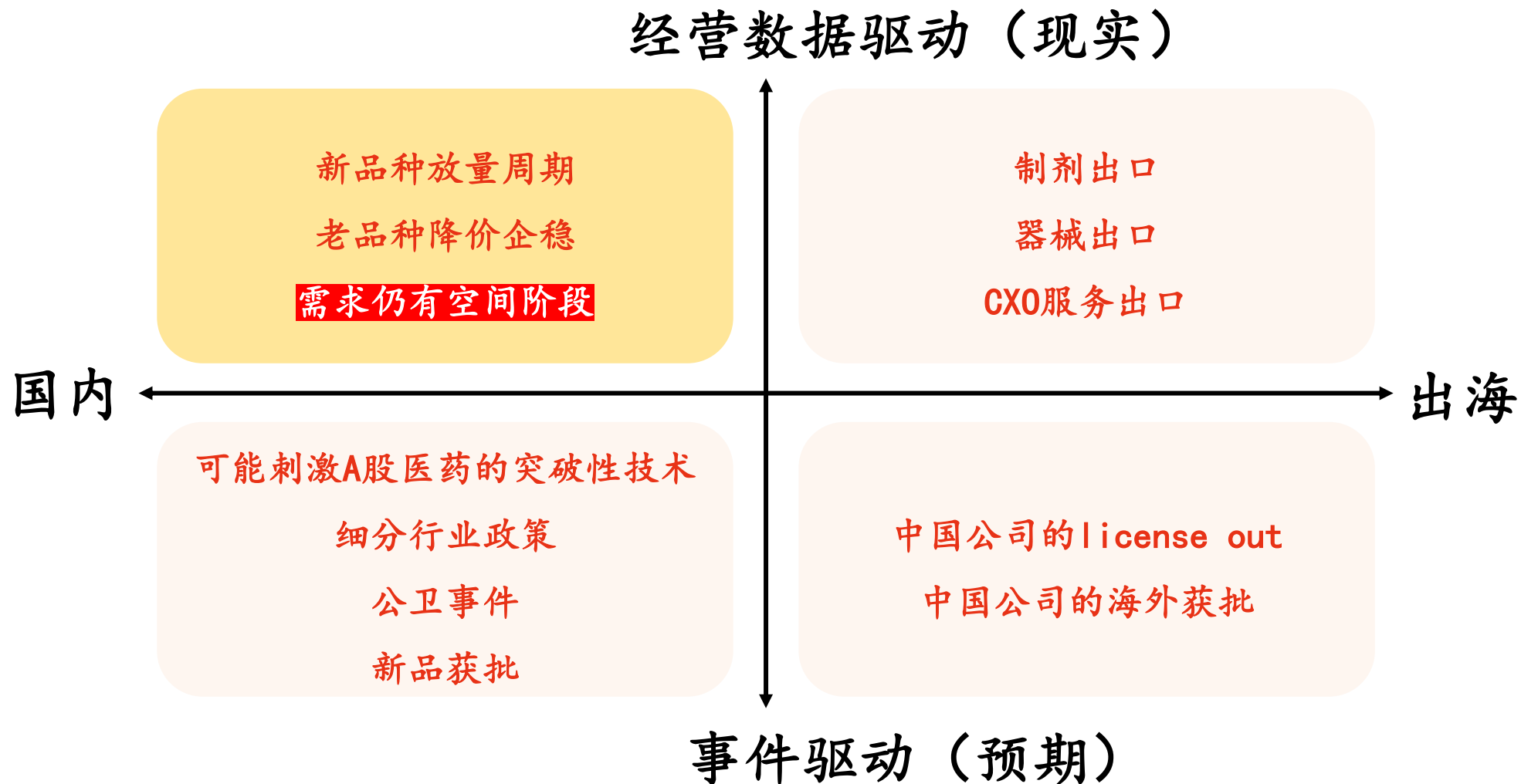
图：威高骨科分季度业绩走势



图：爱康医疗分季度业绩走势



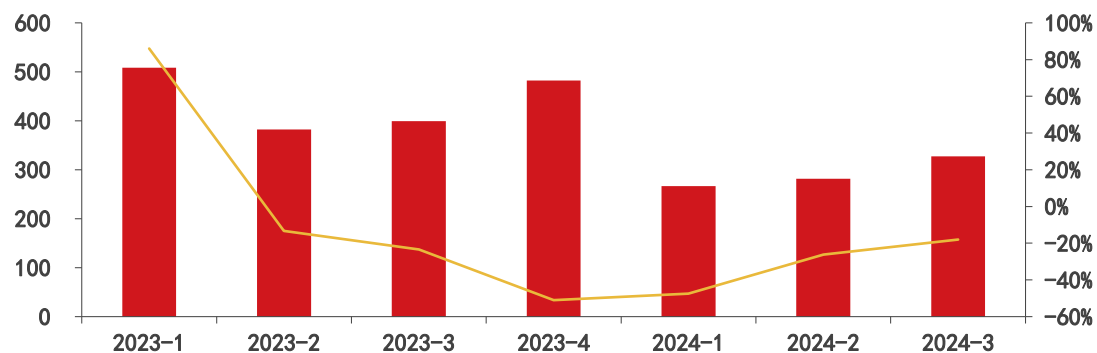
2025四象限选股：具体方向



医疗设备：下游25年招投标预期改善，设备更新落地加速

□ 医疗设备整体行业自9月份以来招投标呈现显著恢复，设备更新项目截至9月份批复金额已经超过400亿元，有望提振医疗设备有关公司后续季度业绩。建议关注：迈瑞医疗、联影医疗、开立医疗、澳华内镜。

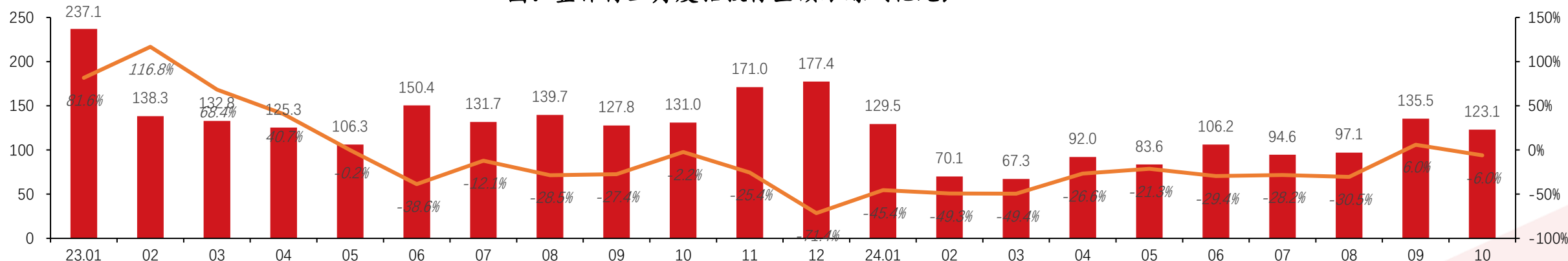
图：整体行业季度招投标金额跟踪（亿元）



图：全国设备更新项目统计

省份名称	拟建项目数量	设备更新批复金额 (亿元)	采购意向项目数量	招标公告数量
全国	995	411.69	337	379
广东省	24	68.09	32	22
湖南省	71	57.27	14	3
黑龙江省	148	55.34	12	109
福建省	86	42.77	12	11
浙江省	51	36.37	24	9
重庆市	11	28.58	4	3
湖北省	235	27.47	22	22
安徽省	51	25.08	11	16
河北省	10	20.78	15	10
北京市	14	18.81	13	9
其他	294	31.13	178	165

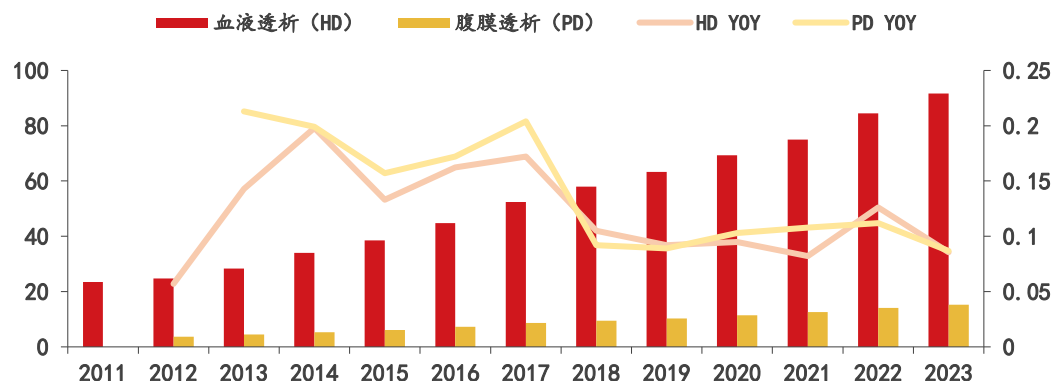
图：整体行业月度招投标金额跟踪（亿元）



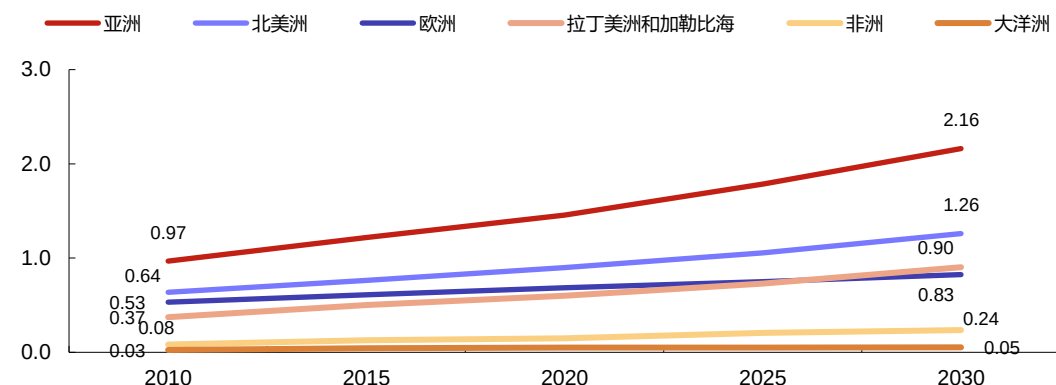
血液净化：患者稳定增长，厂商业绩回暖

□ 截至2023年，血液透析+腹膜透析患者数量已经突破百万大关，19-23复合增速约10%。前期疫情影响和渠道库存影响陆续出清，有关公司业绩开始出现显著好转。建议关注：健帆生物、三鑫医疗等。

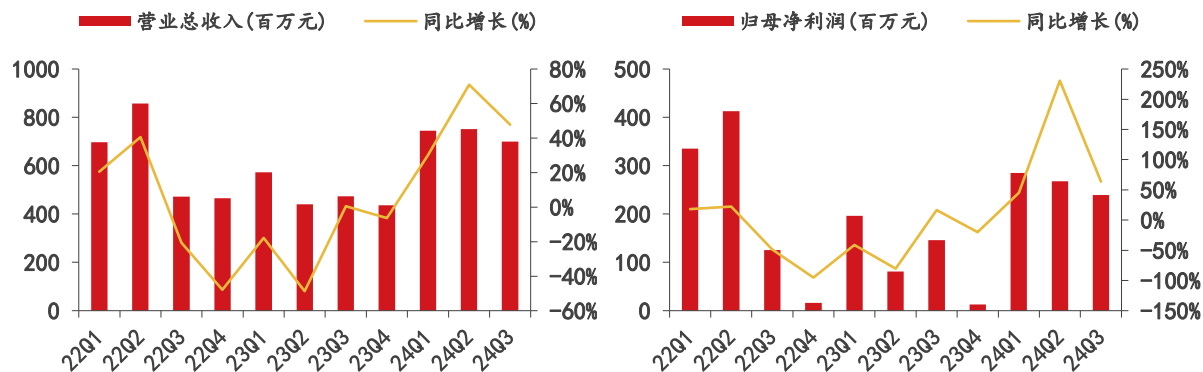
图：我国透析患者人数增长情况（万人）



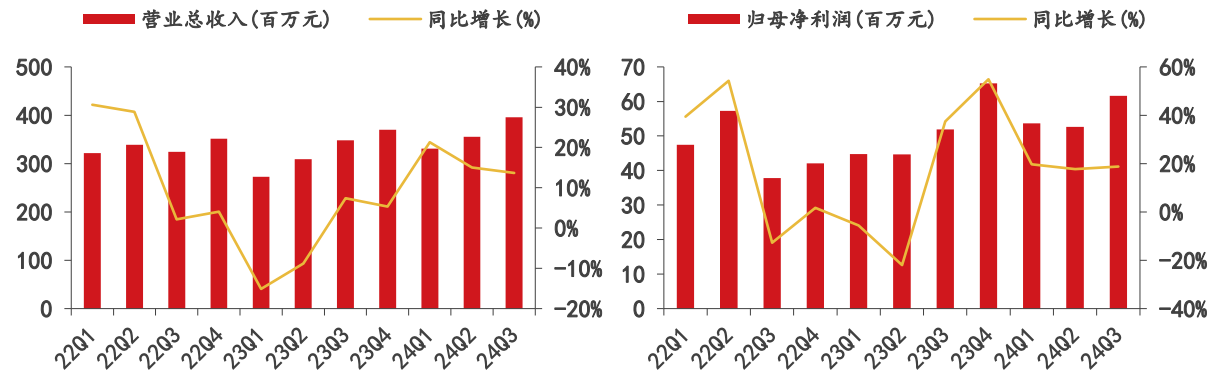
图：各大洲肾脏替代治疗患者数量增长趋势（百万人）



图：健帆生物分季度业绩走势



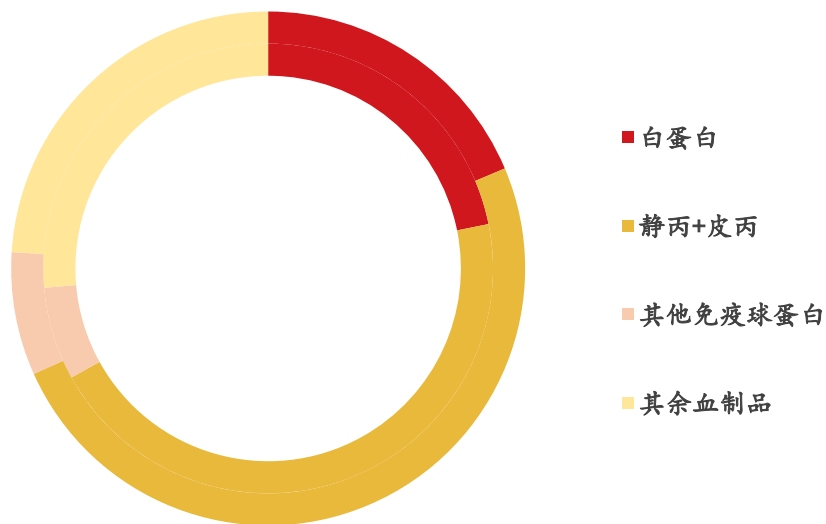
图：三鑫医疗分季度业绩走势



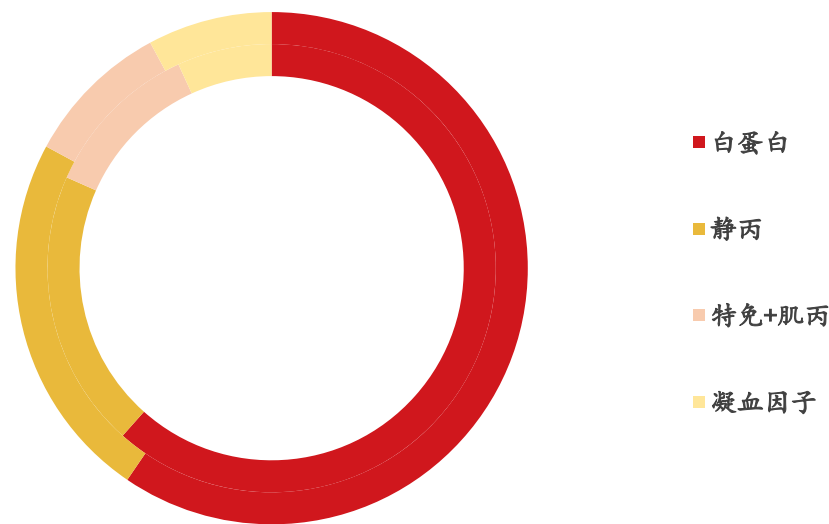
血制品：我国静丙人均用量低，市场有望维持景气

- 2020年静丙先后被写入多地的诊疗方案与专家共识，短期内终端需求明显提振；2022年底国内疫情防控政策调整后，静丙用于新冠治疗的需求再次激增。中短期来看，此次新冠疫情后医患对静丙的认知度有所提升，静丙的临床需求有望再上新的台阶；长期来看，静丙具有可拓展的临床适应症广泛、不可替代性强（重组难度高）等特点，且我国静丙人均用量相较于美国、澳大利亚等发达国家仍较低，静丙的市场规模在血制品整体规模中的占比与全球静丙与皮丙（国内暂无该产品）的占比相比仍有较大提升空间，静丙市场长期成长空间可观。

图：全球2020年（内圈）及2031年（外圈）血制品市场规模



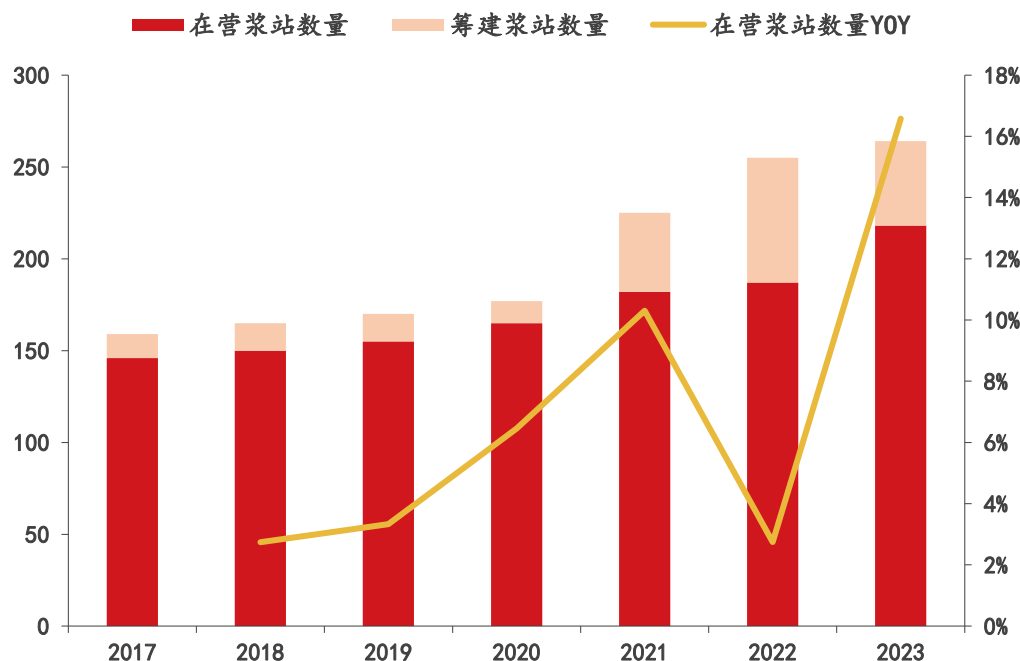
图：中国2020年（内圈）及2023年（外圈）血制品市场规模



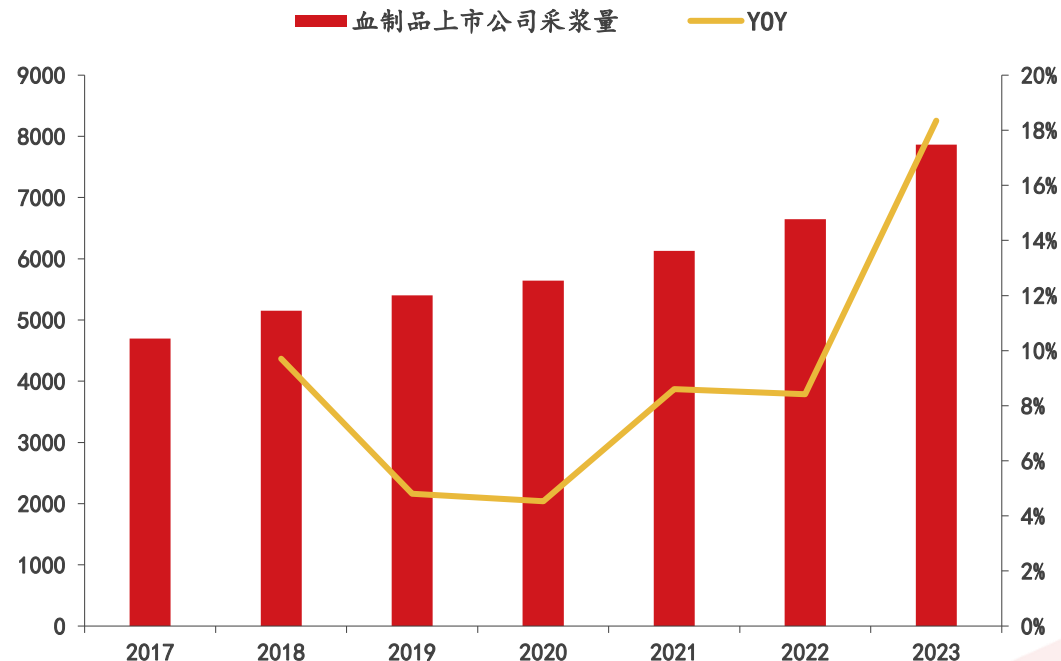
血制品：十四五规划逐步兑现，采浆量稳健增长

- “十四五”规划期间多地发布单采血浆站设置规划，行业浆站总数实现稳步增长。2023年以来，随着各企业积极推动所属浆站建设及执业申请相关工作，十四五规划期间新增浆站加速投入运营，2023年全国行业采浆量为12079吨，同比增长18.6%；2024年上半年全国行业采浆量超6400吨，天坛生物（1294吨/+15%）、派林生物（约700吨/约+27%）、博雅生物（246.89吨/+14.63%，未包含绿十字）等公司采浆量实现稳健增长。

图： 2017-2023年血制品上市公司浆站数量变化（个，%）



图： 2017-2023年血制品上市公司采浆量变化（吨，%）



血制品：多厂商布局层析静丙，吨浆利润有望提升

目前，国内大多数公司在静丙制备工艺中采用低温乙醇法。传统的乙醇分馏至少基于3个沉淀步骤，耗时较长；同时，低温乙醇法生产的IVIG制剂中，IgA的含量相对较高，容易引起IgA缺乏者的过敏反应，并使用糖类作为稳定剂，易引起肾小管坏死，造成肾功能衰竭等患者肾功能损伤。而层析法可使IgG浓度达到10%，患者的输注时间更短，同时该生产工艺可控，不良事件发生少，层析精制步骤能够去除血浆中残留的蛋白，将白蛋白、转铁蛋白、IgA和IgM降低到很低的水平。成都蓉生和贵州泰邦的层析静丙已分别于2023年9月、2024年3月获批上市，同时多家厂商处于在研阶段，后续产品上市后有望进一步提升相关厂商的吨浆利润水平。

表：高浓度静丙（10%）上市及在研情况

公司	临床前研究	获批临床	I期	II期	III期		产品获批	临床年龄	最新进展
					开始	结束			
成都蓉生		2019/08			2020/04	2021/06	2023/09	18~65岁	已获批
贵州泰邦					2020/07	2022/03	2024/03	18~65岁	已获批
博雅生物		2021/12			2022/06	2023/11		12~65岁	申报生产批件，预计2025年获批
华兰生物		2020/04			2021/12	2023/11		12~65岁	处于申报注册上市阶段
卫光生物		2022年			2024/06			12~65岁	III期临床
双林生物		2024/05			2024/07				III期临床
派斯菲科									重点加快研发和配套生产线建设
上海莱士									临床前研究

血制品：建议关注标的

- **天坛生物：**采浆规模业内领先，层析静丙放量可期。截至中报，公司单采血浆站总数达102家，其中在营单采血浆站数量达80家；2024H1公司实现血浆采集1,294吨，同比增长15%，约占国内行业总采浆量的20%，浆站数量和血浆采集规模均持续保持国内领先。公司的层析静丙于2023年9月获批，有望逐步放量，同时公司拥有皮丙、重组人凝血因子VIIa等多项品种在研，将为公司中长期发展提供有力保障。此外，公司拟收购武汉中原瑞德100%股权，有助于公司进一步开拓血浆资源，扩大采浆规模和生产规模。
- **派林生物：**采浆量快速增长，静待陕西国资委赋能长期发展。广东双林共有17家浆站在采，2家浆站建设完成等待验收；派斯菲科的19家浆站均已开始采浆。2024年上半年公司采浆量约700吨，同比增长约27%，全年采浆量目标为1400吨，2025年采浆量预计将达到1600吨。公司借助股东及各方资源和力量，积极推动新浆站拓展工作，已在部分区域获得了县、市级批文，相关措施有望为公司血源规模的进一步扩大奠定基础。
- **博雅生物：**依托央企股东持续进行浆站开拓，PCC和VIII因子销售顺利。2024年前三季度，博雅生物下属16家浆站实现原料血浆采集387.44吨，同比增长12.39%；2024年11月公司已实现绿十字（中国）并表，公司在采的单采血浆站达20家。华润集团成为公司实际控制人后，在新浆站申请、资源嫁接、浆站运营等方面给予大力支持，公司已获得若干县、市批文。24年公司PCC和VIII因子实现快速增长，同时公司在研布局了高浓度（10%）静丙、vWF因子、C1酯酶抑制剂等创新品种，公司的血浆综合利润率有望不断提升。
- **上海莱士：**自产+代理驱动增长，海尔入主赋能可期。公司自建与收购并举，浆站总数已达44家，2023年公司采浆量达1500吨，再创历史新高。2024年7月，海尔集团成为公司实控人，海尔集团将支持公司推进“拓浆”和“脱浆”齐步走路线，聚焦安全、优质、高效的基础上，坚持科创驱动，持续加大在基础研究、临床转化、产业升级方面的投入，探索生物制药前沿技术；同时在产业链管理、全球化运营体系等方面为公司赋能，公司的竞争力有望进一步提升。

1 医药板块年初至今涨幅一般，历史底部蓄势待发

2 行业短期承压，静待后续基本面改善

- 医保：收入支出持续增长，医保+商保一站式结算值得静待
- 营收利润：跌幅收窄，后续回升可期
- 投融资：2024Q3全球市场创新药投融资环比略有改善
- 政策：以鼓励医药创新为核心

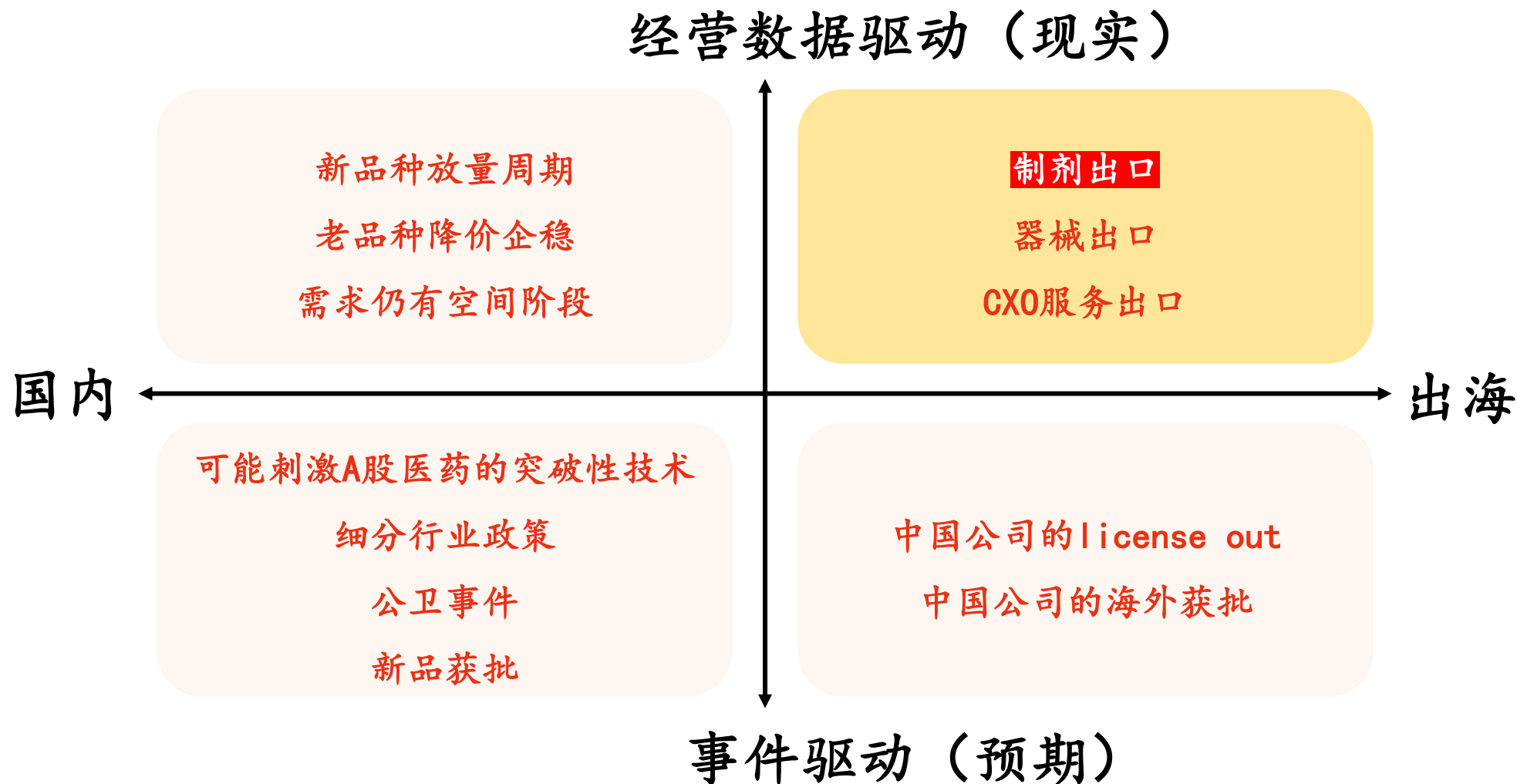
3 2025年具体方向：四象限选股——国内VS出海、经营数据驱动VS事件驱动

- 方向1：基于国内主要经营数据驱动
- 方向2：基于海外主要经营数据驱动
- 方向3：基于海外市场的事件驱动
- 方向4：基于国内市场的事件驱动

4 建议关注标的

5 风险提示

2025四象限选股：具体方向



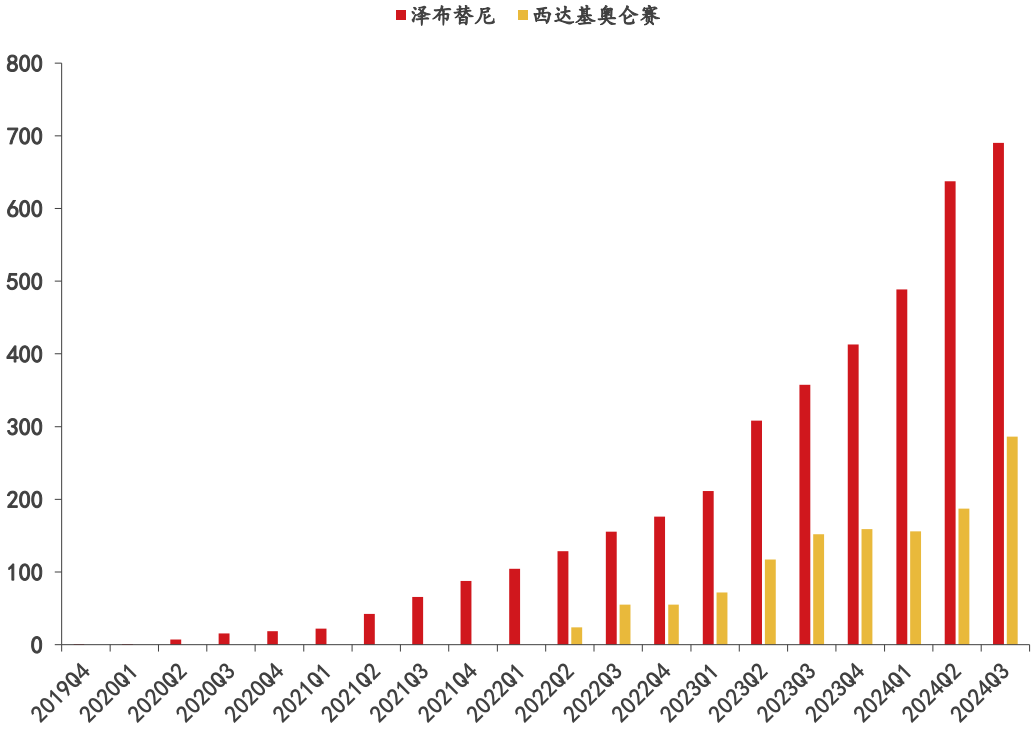
新药出口：多个出海品种步入海外放量周期

目前国内企业已有多个创新药或者生物类似药在欧美获批上市，其中百济神州泽布替尼与传奇生物西达基奥仑赛已在高速放量阶段，其他品种尚在放量初期，后续高速放量值得静待。

表：已在海外获批上市的创新药及生物类似药

公司	产品	海外合作伙伴	当前状态
百济神州	泽布替尼	无	已在美国、欧洲等地获批多个适应症，并实现销售
百济神州	替雷利珠单抗	无	美国、欧盟已获批
传奇生物	西达基奥仑赛	强生	已获FDA批准上市
和黄医药	呋喹替尼	武田	已获FDA批准上市
君实生物	特瑞普利单抗	Coherus	已获FDA批准上市
亿帆医药	艾贝格司亭α	ACROTECH	已获FDA批准上市
复宏汉霖	斯鲁利单抗	Intas	已获EMA积极审评意见
绿叶制药	利培酮缓释微球	无	已获FDA批准上市
绿叶制药	棕榈酸帕利哌酮缓释混悬注射液	无	已获FDA批准上市
复宏汉霖	曲妥珠单抗生物类似药	Accord	已获FDA批准上市
百奥泰	托珠单抗生物类似药	渤健	已获FDA批准上市
百奥泰	贝伐珠单抗生物类似药	山德士	已获FDA批准上市

图：泽布替尼与西达基奥仑赛全球销售额（百万美元）



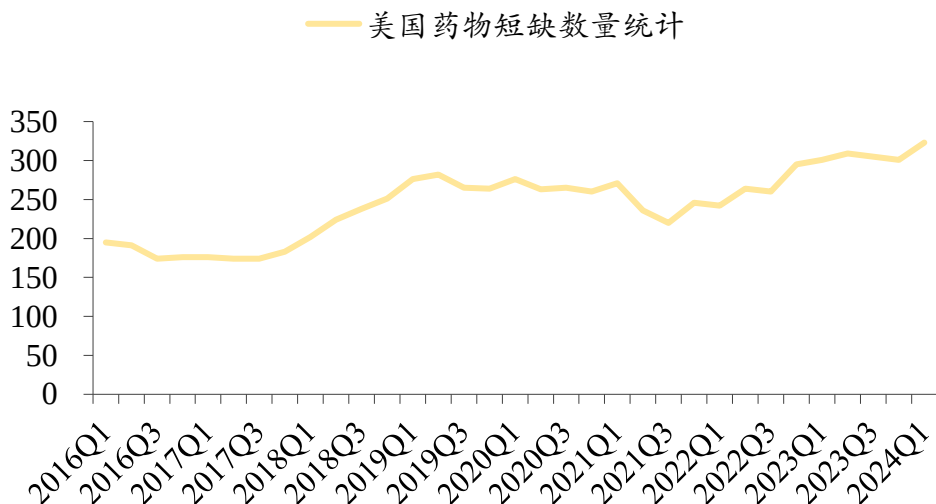
新药出口：建议关注标的

- **百济神州**：现有产品海外放量方面，公司BTK抑制剂泽布替尼持续放量，2024年前三季度全球销售额达18.16亿美元，其中美国达13.35亿美元；此外PD-1单抗替雷利珠单抗已在美国、欧洲获批上市，有望进一步增益海外营收。其他有潜力出海品种方面，Bcl-2抑制剂已启动联合泽布替尼初治CLL的全球3期临床试验，有望于2025年启动R/R CLL 3期临床与R/R MCL 3期临床；BTK CDAC预计将于2025年启动R/R CLL的全球3期临床试验，上述两大产品目前顺利推进中，未来有望成为新的海外增量品种。
- **和黄医药**：现有产品海外放量方面，公司呋喹替尼已在美国、欧洲、日本等国家获批上市，2024年前三季度海外销售额达2亿美元，仍在加速放量阶段。其他有潜力出海品种方面，赛沃替尼针对奥希替尼治疗后进展的EGFR突变MET过表达和/或扩增的局部晚期或转移性非小细胞肺癌适应症有望于2024年底在美国提交上市申请，未来海外上市后有望成为新的增量品种。

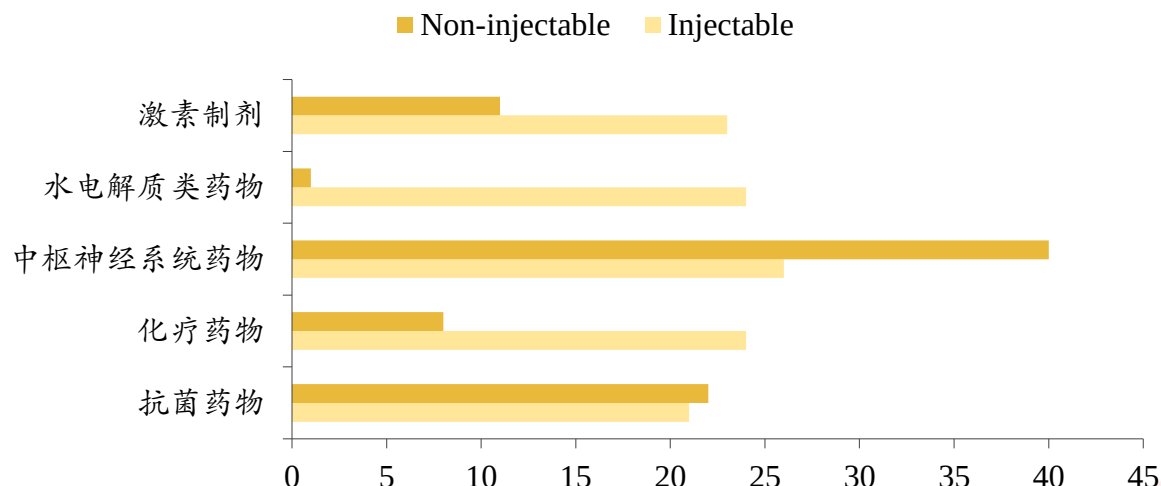
仿药出口：美国注射剂格局好，注射剂出海值得关注

- 由于生产要求严格、产能供给不足等原因，美国药物短缺的问题长期存在。根据ASHP的数据，美国药物短缺数量从2016Q1的195个提升至2024Q1的323个。其中，注射剂短缺问题尤为严重。2024Q1水电解质类、化疗、激素等短缺药物当中，注射剂占比分别高达96%、75%、68%。
- 美国注射剂仿制药竞争格局良好，注射剂出海值得关注。根据HIKMA公司公告披露的数据，截止2023年5月美国注射剂仿制药市场CR3高达46%，相较于国内激励的竞争格局，美国注射剂仿制药竞争格局良好。出于企业持续发展等因素的考虑，健友股份、普利制药、华海药业、海普瑞等优秀企业通过布局美国注射剂业务，逐步建立自身的竞争优势。

图：历年美国药物短缺数量统计



图：美国各领域药品短缺情况分析-截止2024. 3. 31



仿药出口：建议关注标的

□ 健友股份：

（1）肝素原料药价格有望逐步见底。2024年3月-至今，肝素出口价格维持底部震荡趋势。随着肝素制剂厂家逐步补库存，2024H2-2025年肝素原料药价格有望见底，带动肝素原料药价格温和复苏；

（2）肝素制剂稳定放量，新品制剂放量值得静待，推动海外制剂业务快速增长。其中，肝素制剂方面，美国市场持续稳健放量，欧洲市场由于基数较低，销售保持较快增长；新品制剂方面，阿达木单抗、利拉鲁肽、白紫、磷霉素等制剂新品预计在2025年逐步贡献收入，新品放量值得静待。

（3）国内制剂业务集采影响阶段性出清。核心品种依诺肝素和那曲肝素集采降价影响逐步出清，国内制剂受集采影响边际减弱。

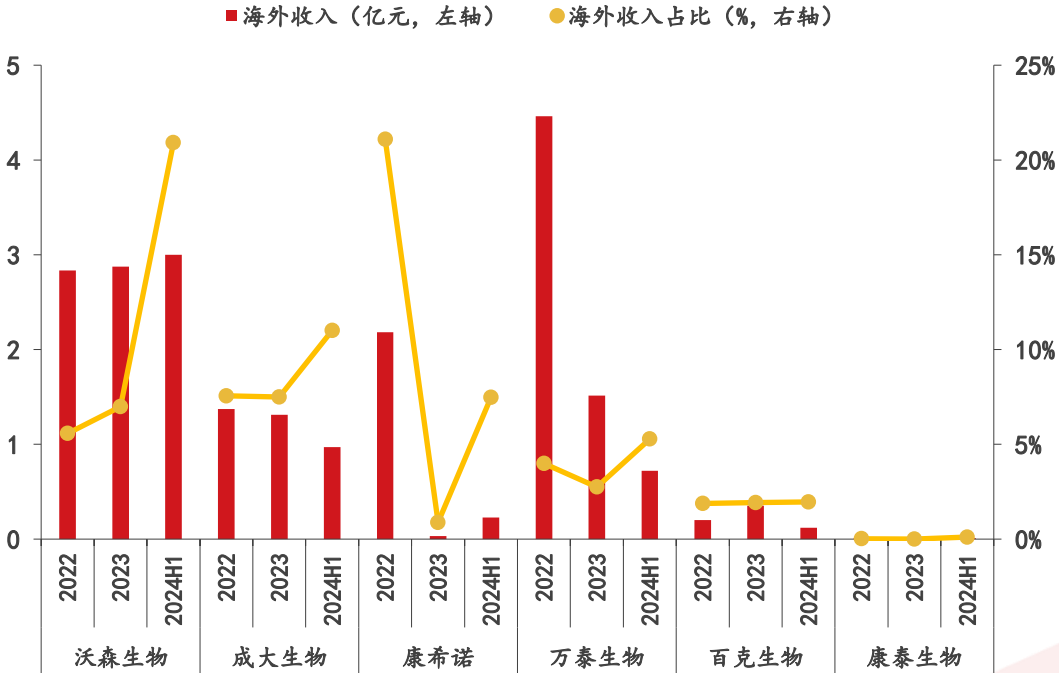
疫苗出口：企业积极布局产品出海，海外收入贡献渐显

□ 根据WHO发布的《2023年全球疫苗市场报告》，2022年面临至少一种疫苗缺货的国家达到82个，全球范围内多种疫苗供给短缺，具有广阔的疫苗市场。近年来，随着国内疫苗企业创新能力提高，各企业积极推进产品出海布局，通过疫苗成品出口、本地化生产等多样化合作方式，切入东南亚、南亚、北非、中东等目标国家免疫规划及自费市场，2023年内合计出口至78个国家/地区，出口金额1.86亿美元（不含新冠疫苗），未来市场空间广阔。

表：部分疫苗企业出海情况

公司	出口产品	出口国家/地区
沃森生物	13价肺炎结合疫苗、AC流脑多糖疫苗、ACYW135流脑多糖疫苗	截至24中报披露日，公司疫苗产品已累计出口20个国家和地区，覆盖东南亚、南亚、中亚、非洲、美洲等区域市场，另在23个国家和地区积极推进产品注册
成大生物	人用狂犬病疫苗（Vero细胞）、乙脑灭活疫苗（Vero细胞）	营销网络覆盖泰国、印度、埃及等“一带一路”沿线的30多个国家和地区
康希诺	新冠疫苗克威莎®、克威莎®雾化®	墨西哥、巴基斯坦、匈牙利、智利等
万泰生物	二价HPV疫苗、重组戊型肝炎疫苗	截至24中报披露日，公司疫苗产品已获摩洛哥、尼泊尔、泰国等19个国家的上市许可，在7个国家实现销售，其中纳入5个国家级项目
百克生物	水痘疫苗、带状疱疹疫苗	印度、巴基斯坦、阿富汗等
康泰生物	13价肺炎结合疫苗、23价肺炎多糖疫苗、水痘减毒活疫苗、四联苗等	公司与印度尼西亚、巴基斯坦、沙特、孟加拉、埃及、巴林、尼加拉瓜等十多个国家合作方就相关产品在海外市场的注册、推广、商业化销售、技术转移等方面达成合作协议；24年8月实现PCV13在印尼的首批成品出口

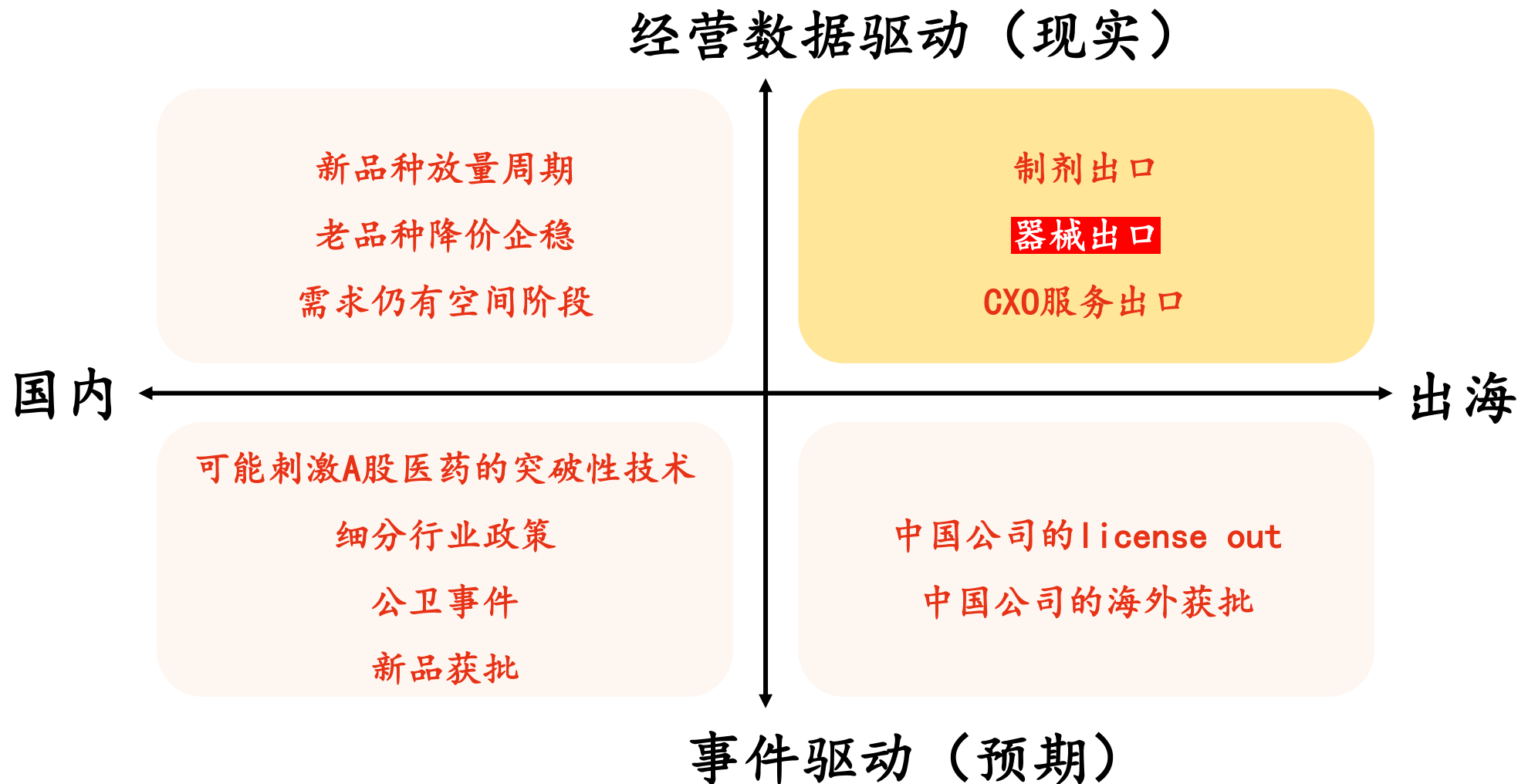
图：部分疫苗企业海外收入及占比情况



疫苗出口：建议关注标的

- **康泰生物：**公司主要聚焦共建“一带一路”国家及地区，如东南亚、南亚、中东、非洲、拉美、东欧等，目前已与印度尼西亚、巴基斯坦、沙特、孟加拉、埃及、巴林、尼加拉瓜等十多个国家合作方就PCV13、PPSV23、水痘减毒活疫苗、四联苗等产品在海外市场的注册、推广、商业化销售、技术转移等方面达成合作协议，2024年1月，与印尼合作方签署PCV13的销售合同，于7月出口原液，于8月实现首批成品出口，标志着公司的国际化战略再次迈出坚定的一步。随着公司国际化进程的逐步推进，海外收入有望实现快速增长。
- **万泰生物：**公司积极开拓国际市场，二价HPV疫苗通过WHO PQ认证后，截至24年中报披露日，已获得摩洛哥、尼泊尔、泰国、刚果（金）、柬埔寨、埃塞俄比亚、哈萨克斯坦、肯尼亚、布基纳法索、安哥拉、马里、缅甸、印度尼西亚、加纳、埃及、马达加斯加、尼日尔、危地马拉共18个国家的市场准入，并已纳入泰国、尼加拉瓜、安哥拉、尼泊尔四国的扩大免疫规划。此外，2024年6月，戊型肝炎疫苗首次被纳入GAVI的疫苗投资策略，公司将与WHO、GAVI、盖茨基金会等多个国际组织积极筹备全球戊肝疫苗储备的工作，更加快捷高效地应对戊肝疫情。
- **沃森生物：**公司持续推进产品出海工作，截至2024中报，公司产品已累计出口至 20 个国家，覆盖东南亚、南亚、中亚、非洲、美洲等区域市场。2023年公司实现海外业务收入2.88亿元；2024H1，公司海外销售收入达近3亿元人民币，超过了2023年全年海外销售总收入，国际市场销售创历史新高。2024年8月初，玉溪泽润的二价HPV疫苗通过WHO PQ认证，将有利于该疫苗在更多国家和地区获得准入。随着公司产品海外注册工作的不断突破，产品出口已成为公司经营业绩的重要增长点。

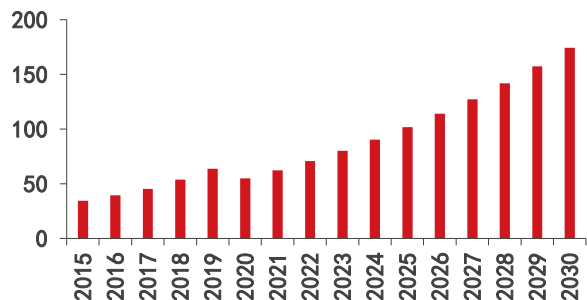
2025四象限选股：具体方向



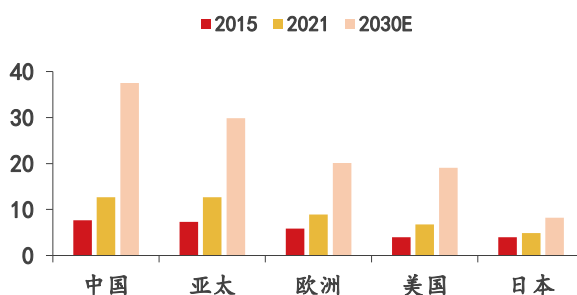
高端器械出海：技术壁垒+创新驱动，走向国际舞台

- ❑ **联影医疗：国产医学影像龙头，全球市占率持续提升。**全球医学影像CT、MRI等主要品类市场规模预计超过3000亿元，未来复合增速5%+，联影在这一赛道的核心成长逻辑是市占率的提升，目前公司国内收入占比80%、海外20%，常态增速国内10%、海外30%，全球市占率目前5%、国内20%。依靠自身媲美外资龙头的产品实力高举高打，优先突破欧美高端市场，欧美业务占海外业务比重接近50%。
- ❑ **惠泰医疗：电生理及血管介入国产领先者，迈瑞入驻赋能研发与海内外销售。**电生理行业景气度高，是能够同时展望国产替代和渗透率提升的赛道，沙利文数据显示21年市场规模达65.8亿元，5年CAGR达28%，预计25年达到157.26亿元；20年强生、雅培、美敦力合计占据86.9%的市场份额。公司对内依靠注册证完善和集采实现市占率提升，对外借力迈瑞海外平台实现全球份额提升。

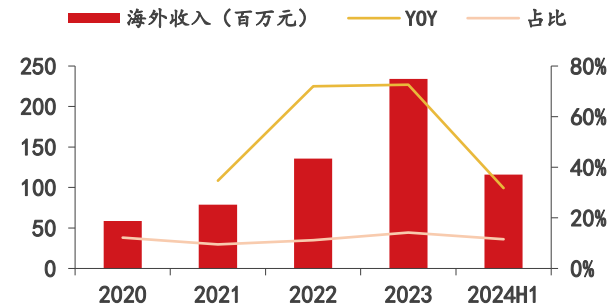
图：全球PCI器械市场规模（亿美元）



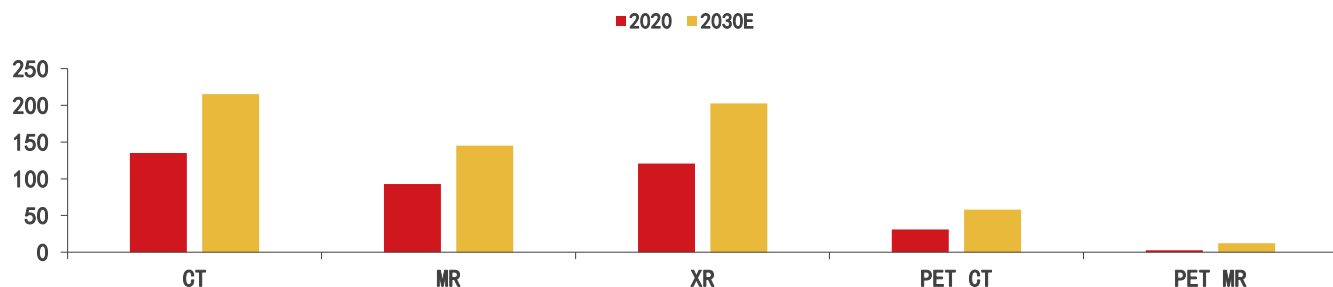
图：全球各地区PCI器械市场规模（亿美元）



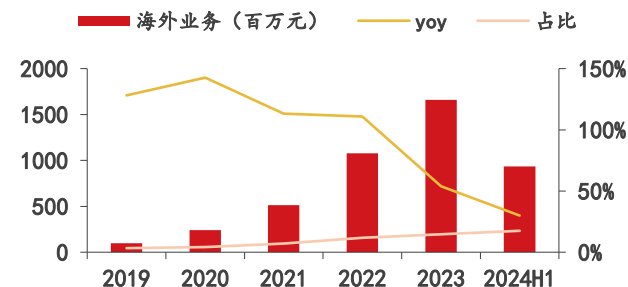
图：惠泰医疗海外业务增长与占比



图：全球医学影像细分市场增长情况（亿美元）



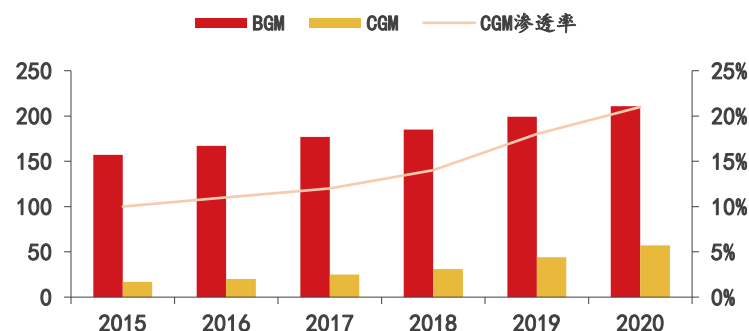
图：联影医疗海外业务增长与占比



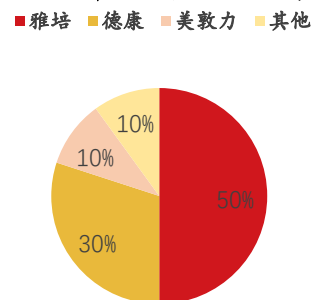
家用器械出海：海外市场突破打开国产龙头成长空间

- ❑ **鱼跃医疗：家用器械龙头，出海在疫情后加速，逐步上升为公司战略。**疫情前，公司出海以传统康复类产品为主，注册证单一；疫情后，在呼吸制氧海外高需求的带动下，渠道和品牌力均获得显著提升，遂正式开始全面出海，21-23年完成海外大面注册工作，覆盖主要品类包括血糖、呼吸、制氧等。目前海外业务维持30%+增长，是公司业绩增长的核心驱动力。
- ❑ **三诺生物：BGM平稳发展，CGM大单品开辟第二成长曲线。**（1）**BGM**：我国平均血糖检测渗透率约为20%，远低于发达国家的90%，BGM市场预计还会持续增长，公司市占率15%左右，仍有提升空间。（2）**CGM**：全球百亿美金级市场，公司23年获得CGM欧盟MDR证书，美国FDA注册工作正在推进中。

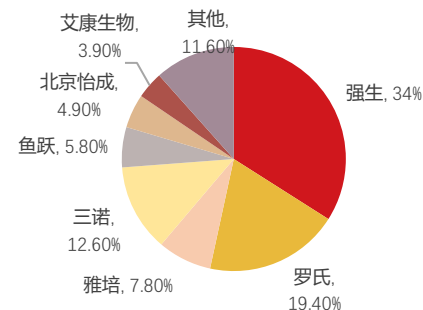
图：全球血糖仪市场规模（亿美元）



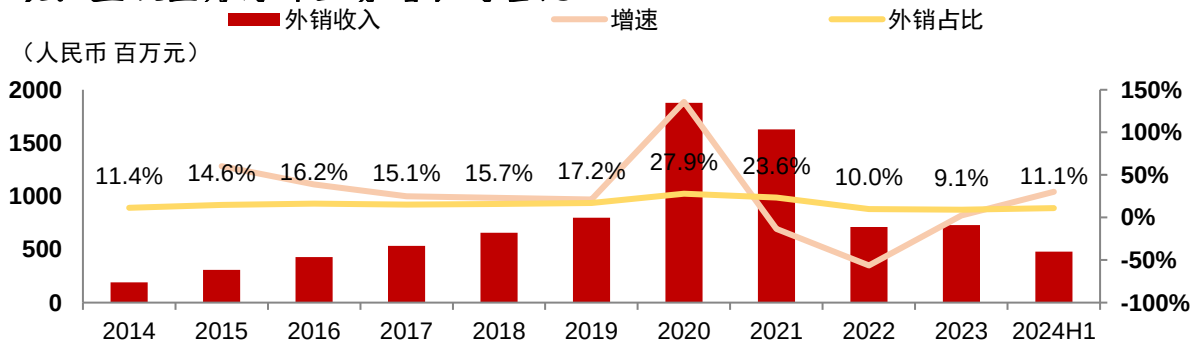
图：2021年全球CGM竞争格局



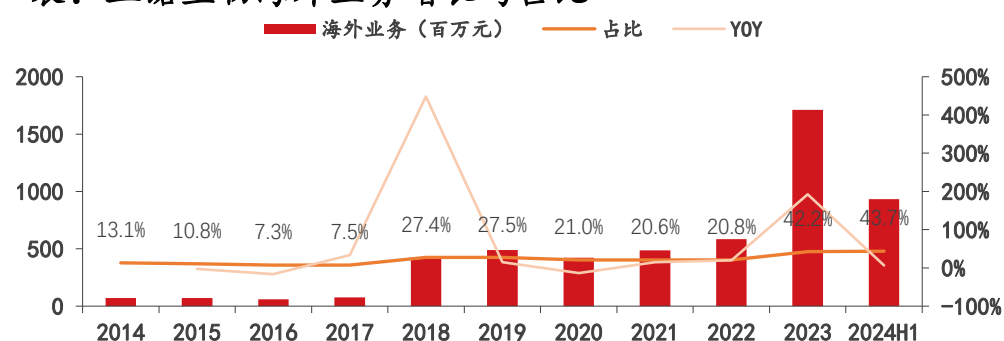
图：2020年我国BGM竞争格局



表：鱼跃医疗海外业务增长与占比



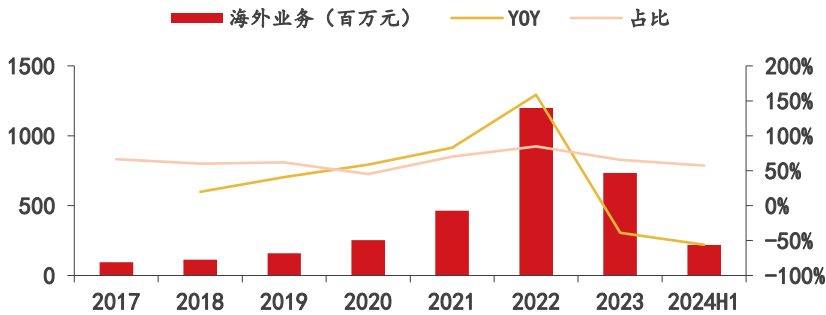
表：三诺生物海外业务增长与占比



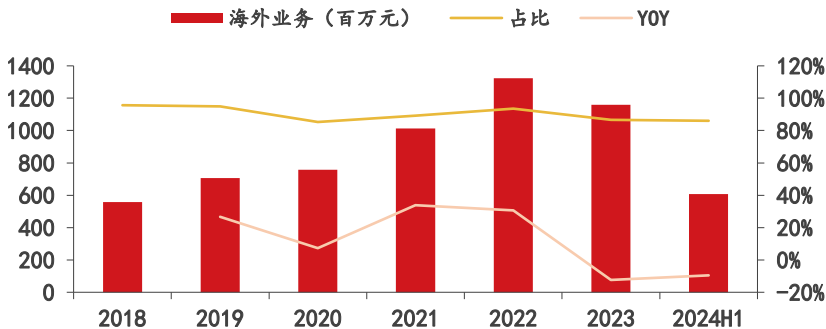
家用器械出海：以制造与供应优势逐鹿海外市场

- 怡和嘉业：国内低渗透率+全球市占率提升驱动长期成长。受益于飞利浦召回事件，公司北美市占率快速提升，后飞利浦退出北美市场，为公司带来发展机会。家用呼吸机市场规模，在国产价格口径下，2023年预估60亿人民币，2030年预估超110亿，复合增速在10%左右，公司由于存在份额提升逻辑，预计未来将以高于市场的增速成长。
- 美好医疗：海外呼吸机去库存带来订单拐点，基于底层技术优势开拓新领域，多元化业务布局贡献增量。下游客户去库存影响结束，24Q3业绩同比已有亮眼表现。胰岛素笔于Q3实现批量交付；公司海内外的产能在持续释放，新赛道布局步入收获期。

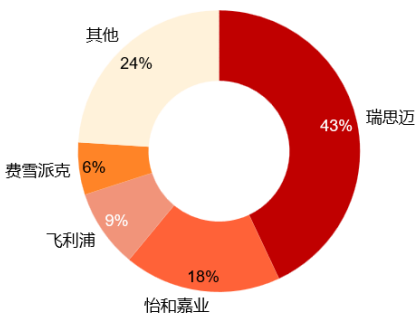
图：怡和嘉业海外业务增长与占比



图：美好医疗海外业务增长与占比



图：全球家用呼吸机市场格局



表：全球家用呼吸机市场空间测算

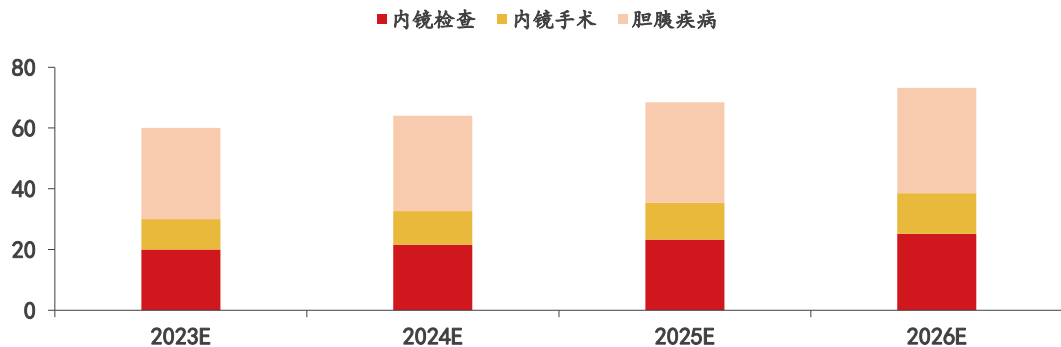
下表按国产价格口径测算（若按全口径，市场规模应是下表的1.7倍）：

	区域	2023年呼吸机销量（万台）	平均单价（元/台）	设备市场规模（亿元）	设备：耗材（个数）	平均单价（元/件）	耗材市场规模（亿元）	2023各项市场规模（亿元）	2023合计	各地区市场复合增速	2030各项市场规模	2030市场规模合计（亿元）
医保市场	美国	220	1200	26.4	1/5	90	9.9	36.3	61.26	5.00%	51.08	111.55
	欧洲	80		9.6			3.6	13.2		3.50%	16.79	
非医保市场	中国	40		4.8	1/3		1.08	5.88		25.00%	28.04	
	其他	40		4.8			1.08	5.88		15.00%	15.64	

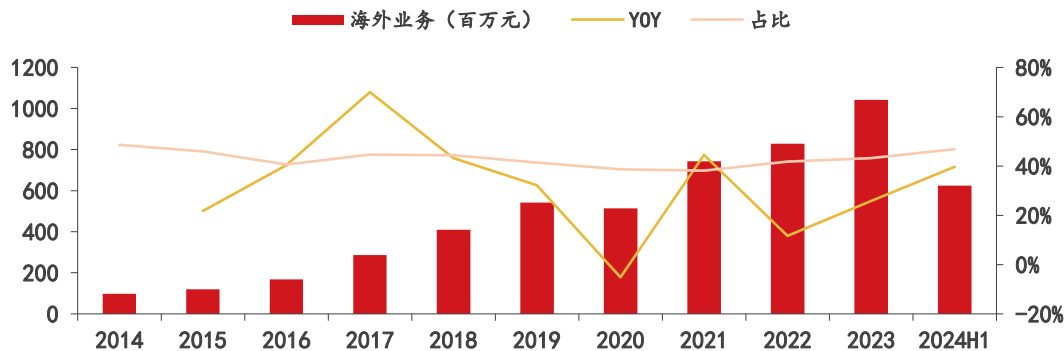
高值耗材出海：以持续创新+性价比优势提升全球份额

- **南微医学：国内去库存，海外布局进入兑现期。**受益于重点拓展海外渠道的战略，公司已在美国、德国、英国、法国、荷兰、日本、葡萄牙和瑞士设立了全资子公司，南微泰国生产基地计划2026年投产使用，公司2024Q3已与CME公司签署并购合同，预计在年底前完成交割。国内方面，受集采影响的去库存已经基本完成，目前经销商库存处于健康水平，逐步消化影响。
- **安杰思：内镜耗材国产优势企业，市占率处于快速提升阶段。**公司止血夹国内份额已做到15%，集采影响下预期未来仍有增长。公司海外大客户资源稳定，相关产品销往美国、英国、德意、日韩、澳大利亚等四十多个国家/地区，自有品牌开拓初见成效，有望贡献增量。

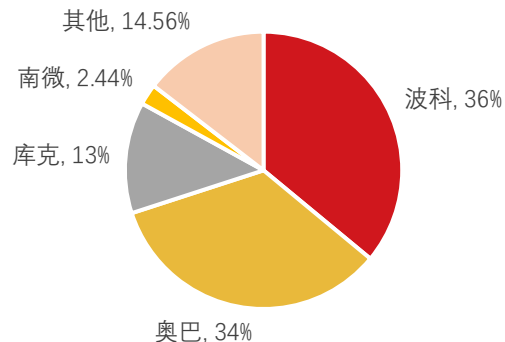
图：全球内镜微创诊疗器械市场规模（亿美元）



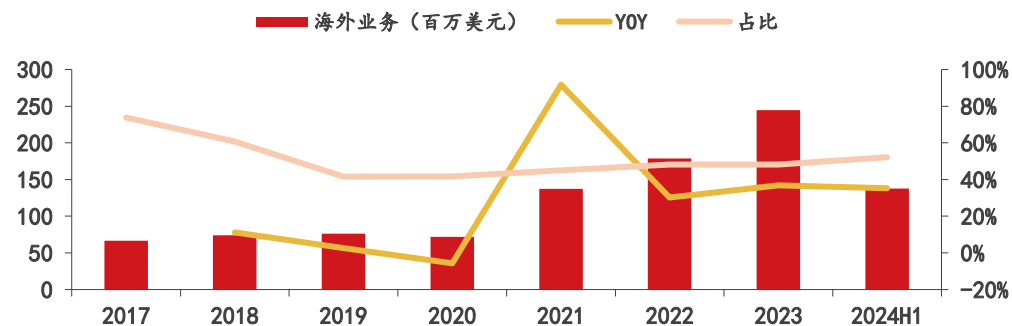
表：南微医学海外业务增长与占比



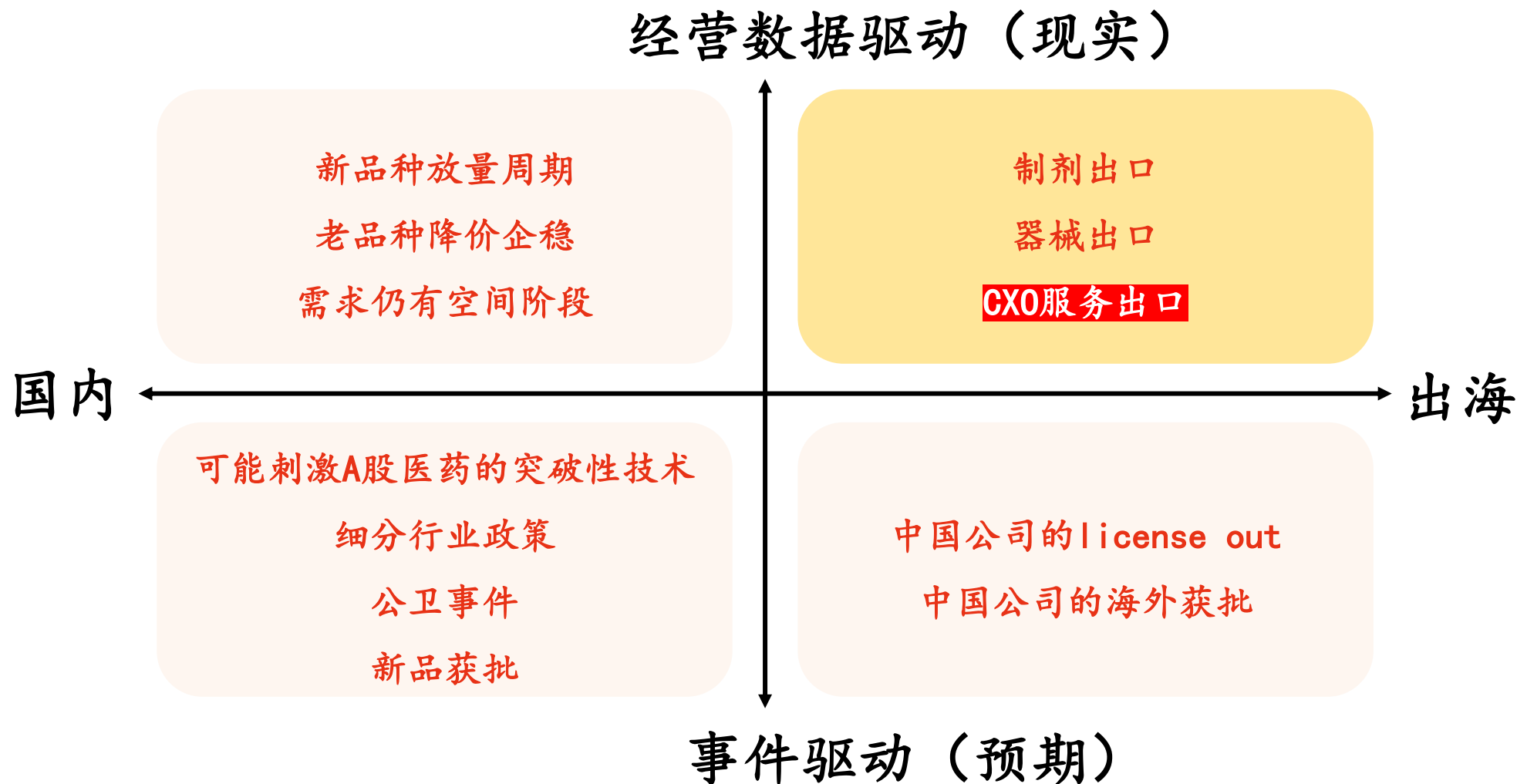
图：2018年全球内镜耗材市场格局



表：安杰思海外业务增长与占比



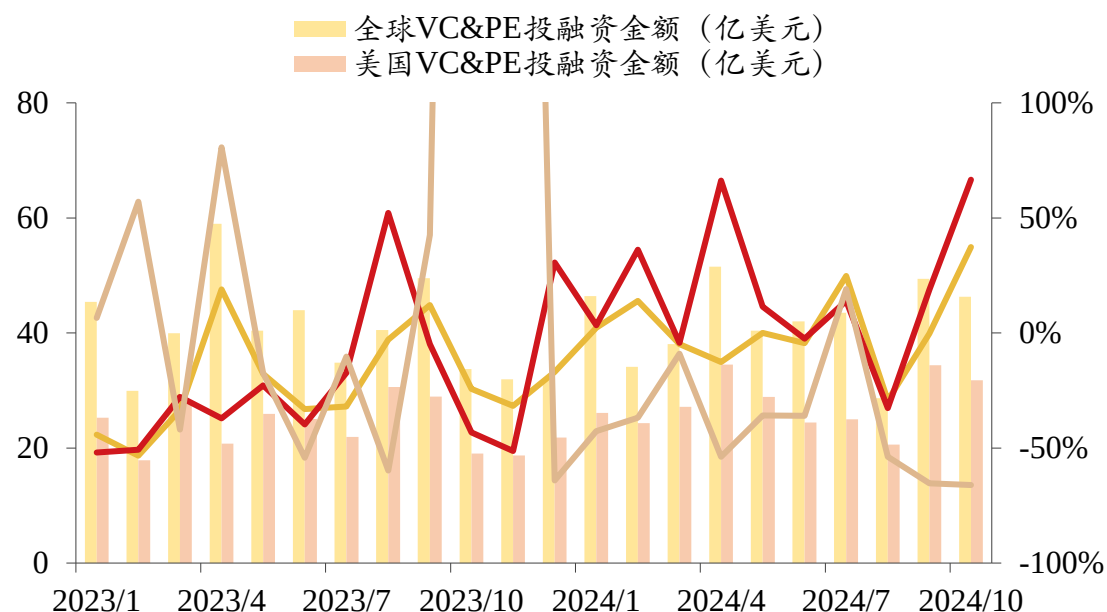
2025四象限选股：具体方向



CXO：美国创新药投融资改善明显，驱动CXO订单复苏

□ 美国市场创新药VC&PE投融资改善明显，相关CXO公司订单率先复苏。其中，宏观投融资方面，根据Crunchbase的数据，2024年1-10月全球、美国、国内市场创新药VC&PE投融资同比增速分别为0.75%、13.70%、-41.36%，美国市场复苏趋势明显；微观企业订单方面，以北美客户为主的CXO公司订单率先恢复。例如，截至2024Q1-Q3药明康德在手订单同比增长35.2%、康龙化成新签订单同比增长超18%；凯莱英2024H1新签订单同比增长超20%，2024Q3新签订单保持良好态势；药明生物2024H1新签项目同比增长32.6%；药明合联2024H1未完成订单同比增长105%。

图：全球、美国、国内创新药VC&PE投融资金额（亿美元）



表：各CXO上市公司相关订单和项目情况梳理

相关公司	相关订单和项目情况
药明康德	截至2024年9月底，公司在手订单438.2亿元，同比增长35.2%
药明生物	2024H1新签61个项目，同比增长32.61%。其中1项商业化项目，3项临床III期项目，2项临床II期项目，3项临床I期项目，52项临床前项目
药明合联	2024H1未完成订单总量达8.42亿元，同比增长105%
凯莱英	2024H1新签订单同比增长超20%，2024Q3新签订单保持良好态势
康龙化成	2024Q1-Q3公司新签订单同比增长超过18%。其中，实验室服务新签订单同比增长超12%，CMC服务新签订单同比增长超30%
九洲药业	原料药CDMO项目，2024H1新增项目数同比增长14%；制剂 CDMO业务，服务项目数量同比增长32%
博腾股份	分子原料药CDMO方面，截至2024H1，未完成在手订单金额同比增长超40%；小分子制剂CDMO方面，2024H1新签订单约1.13亿元，同比增长40%

CXO：中国小分子CDMO布局成熟，参与国际竞争优势明显

- 从产能建设情况进行跟踪，我们认为：小分子CDMO方面，经历了2020年-2023年产能扩张后，目前国内整体产能布局进入成熟阶段，国内提供全流程一体化服务的头部CDMO更具竞争优势。

表：各CXO上市公司历年小分子产能建设情况梳理

相关公司	2020年	2021年	2022年	2023年
药明康德	常州大规模寡核苷酸原料药生产车间、高活性原料药生产车间、大规模多肽原料药生产车间、成都研发中心投入运营	药明生基上海临港的细胞治疗及基因产品的研发生产基地、美国费城基地扩建的全新高端检测实验室投入运营	常州三期、常州基地全新寡核苷酸及多肽生产大楼、无锡基地无菌脂质纳米颗粒制剂平台/高活口服制剂生产车间投入运营	苏州和启东55000m ² 新设施产能有序释放；GLP资质设施总计新增20000m ²
凯莱英	反应釜体积2800 m ³	反应釜体积4700 m ³	反应釜体积5300 m ³	--
康龙化成	完成天津工厂三期（4万平米）建设	天津工厂三期（4万平方米）和宁波第一园区二期陆续投入使用	绍兴工厂8.1万平方米一期工程建设完成，化学反应釜容量600立方米	绍兴工厂自2022年陆续投产
博腾股份	原料药CDMO产能1220 m ³	原料药CDMO产能2000 m ³	原料药CDMO产能2100 m ³	原料药CDMO产能2100 m ³

CX0：建议关注标的

- **药明康德：**(1) 整体订单持续复苏，公司未来业绩有望边际改善。公司在6000家活跃客户基础上持续新增客户，持续丰富在手订单。截止到2024年9月底，公司在手订单高达438.2亿元，同比增长35.2%。在手订单持续复苏的背景下，公司未来业绩有望持续改善；(2) TIDES业务延续高景气，在手订单持续强劲增长，公司通过进一步扩产，保证订单及时交付。其中，订单方面，截止2024年9月底，TIDES在手订单同比增长196%；产能方面，多肽固相合成反应釜体积有望从2024年1月的3.2万升增加至2024年底的4.1万升。
- **药明生物：**未完成订单较为充裕，保证公司持续稳健发展。截止2024H1，公司未完成订单总量高达201.05亿美元，未完成服务订单高达130亿美元。公司充分发挥一体化CRDMO服务竞争优势，通过持续拓展客户获得丰富的项目订单，为公司未来收入的持续增长奠定坚实基础。
- **凯莱英：**公司依托完善的全球供应链体系，推动核心业务快速发展。目前公司新签订单保持良好态势，2024H1新签订单同比增长超20%，看好公司未来业绩的边际改善。其中，多肽业务持续快速发展，目前公司已获得多个跨国制药公司的多肽临床中后期项目，并与国内重要客户签订GLP-1多肽商业化订单。为保证订单的及时交付，公司积极扩建相关产能，截止2024Q3公司多肽固相合成产能已超2万升。

CXO：建议关注标的

- **康龙化成**：得益于海外客户需求的复苏和服务项目逐渐进入到中后期阶段，公司新签订单持续改善。其中，海外需求方面，美国市场创新药投融资明显改善，驱动CXO订单持续复苏；公司订单方面，2024Q1-Q3公司新签订单同比增长超过18%，其中实验室服务、CMC服务新签订单分别同比增长超过12%、30%。随着公司新签订单的持续复苏，公司业绩有望边际改善。
- **九洲药业**：项目管线稳健增长，加速布局TIDES业务，静待公司有业绩边际改善。项目管线方面，2024H1原料药新增项目数同比增长14%，制剂CDMO服务项目数量同比增长32%；TIDES业务方面，公司加快建设多肽平台且已承接多肽降糖类药物、肺癌类药物等多项客户订单。

1

医药板块年初至今涨幅一般，历史底部蓄势待发

2

行业短期承压，静待后续基本面改善

- 医保：收入支出持续增长，医保+商保一站式结算值得静待
- 营收利润：跌幅收窄，后续回升可期
- 投融资：2024Q3全球市场创新药投融资环比略有改善
- 政策：以鼓励医药创新为核心

3

2025年具体方向：四象限选股——国内VS出海、经营数据驱动VS事件驱动

- 方向1：基于国内主要经营数据驱动
- 方向2：基于海外主要经营数据驱动
- 方向3：基于海外市场的事件驱动
- 方向4：基于国内市场的事件驱动

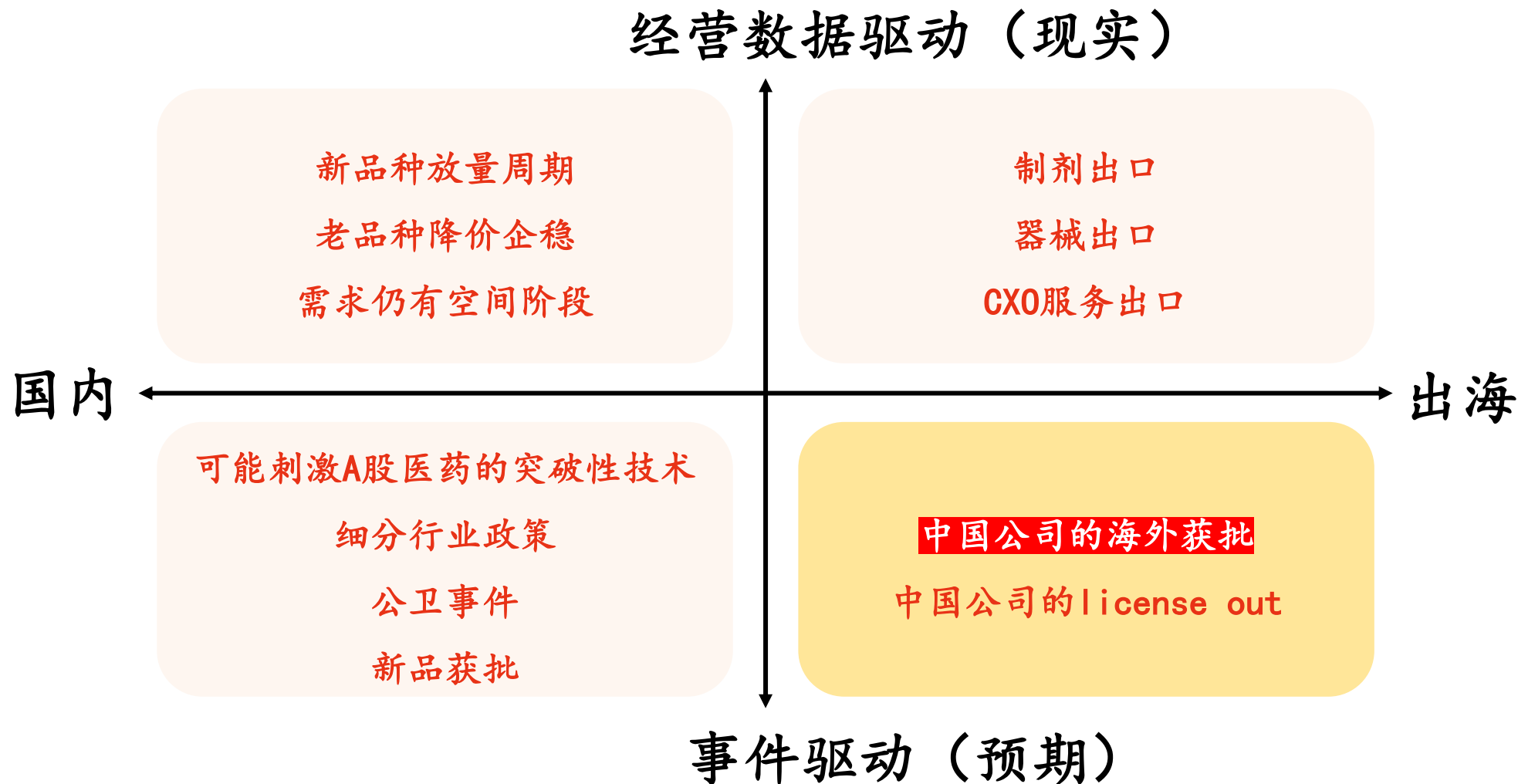
4

建议关注标的

5

风险提示

2025四象限选股：具体方向



海外获批：多个品种在NDA阶段，海外进展值得期待

- 目前国内企业已有多个创新药或者生物类似药在FDA上市审评阶段，其中贝达药业恩沙替尼有望于年底迎来审评结果，迪哲医药舒沃替尼、恒瑞医药卡瑞利珠单抗、以及复宏汉霖和甘李药业的多个生物类似药有望于2025年迎来审评结果。

表：已在FDA上市审评阶段的创新药及生物类似药

公司	产品	海外合作伙伴	当前状态
贝达药业	恩沙替尼	暂无	有望于2024年底获FDA批准上市
迪哲医药	舒沃替尼	暂无	正在FDA上市审批中
恒瑞医药	卡瑞利珠单抗	Elevar	正在FDA上市审批中
复宏汉霖	地舒单抗生物类似药	Organon	正在FDA上市审批中
甘李药业	甘精胰岛素生物类似药	山德士	正在FDA上市审批中
甘李药业	门冬胰岛素生物类似药	山德士	正在FDA上市审批中
甘李药业	赖脯胰岛素生物类似药	山德士	正在FDA上市审批中

海外获批：多个已授权品种未来海外NDA潜力大

□ 目前国内企业还有多个已海外授权且在未来有潜力在海外申报上市的创新药或者生物类似药。

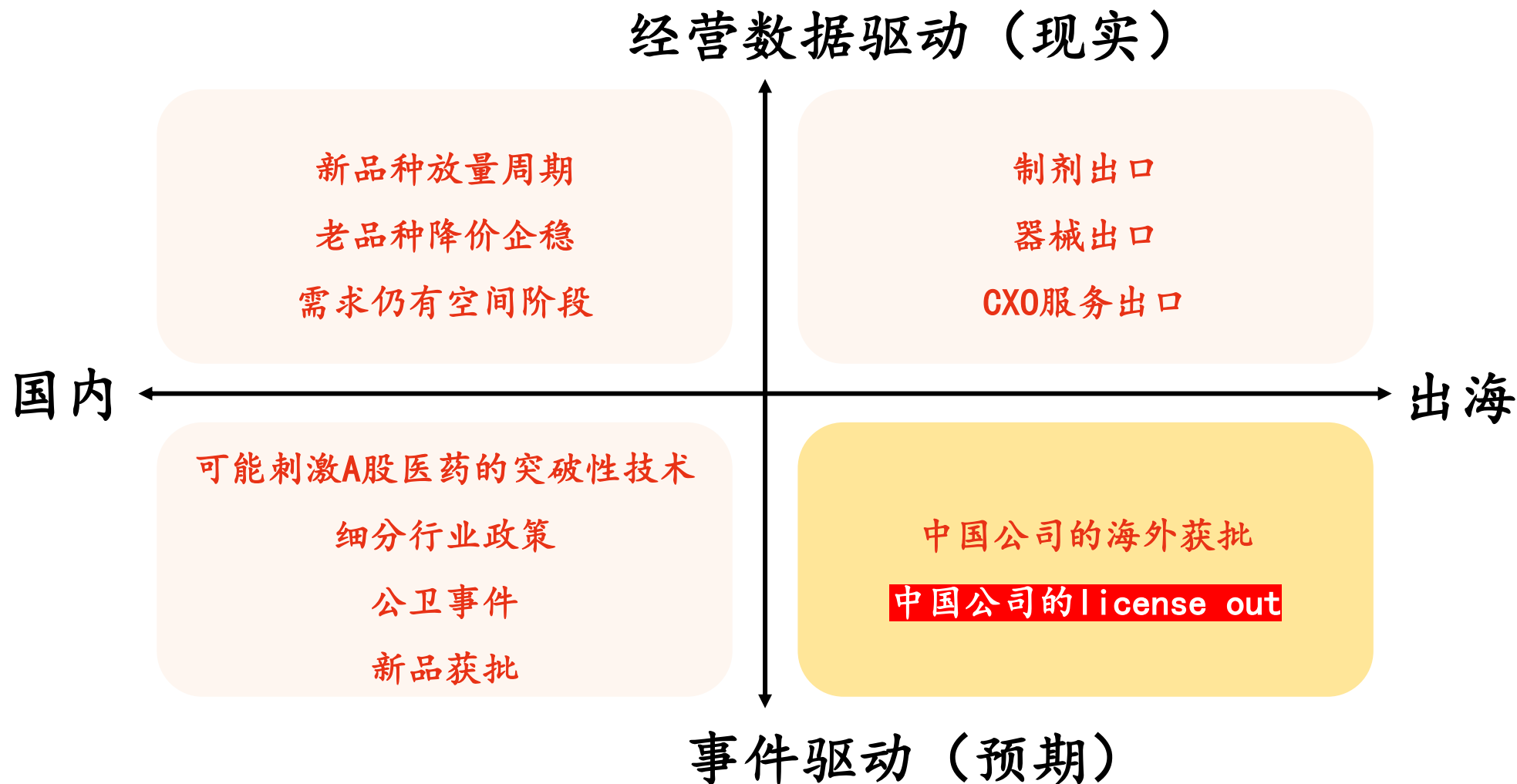
表：已海外授权并有潜力在海外申报上市的创新药及生物类似药

公司	产品	海外合作伙伴	当前状态
荣昌生物	维迪西妥单抗	辉瑞/Seagen	Seagen正在开展联用K药的UC一线3期
艾力斯	伏美替尼	Arrivent	全球多中心ex20ins NSCLC一线开展中
科伦博泰	SKB264	默沙东	默沙东已开展多项全球多中心3期临床
康诺亚/乐普生物	Claudin18.2 ADC	阿斯利康	阿斯利康已将其推展3期临床
百利天恒	EGFR/HER3 ADC	BMS	BMS正加速推进临床
康方生物	PD-1/VEGF	Summit	海外多个3期开展中
和誉	ABSK021	默克（选择权）	23年12月已授权默克海外选择权，未来海外潜力大
复宏汉霖	帕妥珠单抗生物类似药	Organon	有望25年在美国提交上市申请

潜在海外获批：建议关注标的

- ❑ **贝达药业**：新产品放量方面，公司三代EGFR TKI 贝福替尼NSCLC一线适应症已纳入医保，有望于2025年加速放量，CDK4/6抑制剂泰贝西利有望于2025年获批上市成为新的业绩增量；未来催化事件方面，ALK抑制剂恩沙替尼即将迎来FDA上市审评结果（PDUFA日期为2024年12月28日），未来海外放量值得静待；考虑到公司加强费用端的控制，预计2025年公司有望迎来收入与利润端双重改善。
- ❑ **迪哲医药**：新产品放量方面，公司舒沃替尼、戈利昔替尼已纳入医保，有望于2025年加速放量；未来催化事件方面，舒沃替尼海外上市申请已获FDA受理，有望于2025年获批上市，此外上述药物潜在的海外授权可能值得静待。
- ❑ **科伦博泰**：公司核心品种TROP2 ADC SKB264海外快速推进中，国内已获批上市。海外方面，目前合作伙伴默沙东已开展多项SKB264国际多中心3期临床，早期临床数据表明该药物成药确定性高；国内方面，TROP2 ADC SKB264已有多个适应症在NDA阶段，其中TNBC已获批上市，有望成为25年新的业绩增量。
- ❑ **百利天恒**：公司核心品种EGFR/HER3双抗ADC海外快速推进中，该产品早期临床数据优异，已在多个瘤种中读出优异数据，目前合作伙伴BMS正在海外快速推进中。
- ❑ **康方生物**：公司核心品种PD-1/VEGF双抗海外快速推进中，目前该产品已在与K药头对头3期临床中读出优异数据，海外合作伙伴Summit已开展2项3期临床，未来海外获批上市潜力大。

2025四象限选股：具体方向



新药海外BD：多个具备海外授权潜力的品种值得期待

□ 目前国内企业尚有多个创新药具备海外授权潜力，其未来海外授权值得期待。

表：具备海外授权潜力的创新药梳理

公司	产品	靶点	当前状态
迪哲医药	舒沃替尼	EGFR exon20ins	已在FDA上市审评阶段
荣昌生物	泰它西普	BLyS/APRIL	海外SLE 3期临床开展中
荣昌生物	RC148	PD-1/VEGF	相关品种诞生多个交易
荣昌生物	RC88	MSLN ADC	早期临床数据优异
迈威生物	9MW2821	NECTIN-4 ADC	国内3期开展中，全球进度领先
信达生物	IBI363	PD-1/IL-2	多个早期临床数据优异
来凯医药	LAE102	ActRIIA	已与礼来在美国就LAE102针对肥胖症治疗临床合作
泽璟制药	ZG005	PD-1/TIGIT	早期临床数据优异
泽璟制药	ZG006	CD3/DLL3/DLL3	早期临床数据优异
三生国健	SSGJ-707	PD-1/VEGF	相关品种诞生多个交易
诺诚健华	ICP-332	TYK2	早期临床数据优异
亚盛医药	奥雷巴替尼	BCR-ABL	24年6月已授权武田海外选择权
众生药业	RAY1225	GLP-1/GIP	2期数据优异，可两周一次给药
乐普生物	MRG004A	TF ADC	胰腺癌数据优异
和誉	ABSK021	CSF-1R	23年12月已授权默克海外选择权
科济药业	CT053	BCMA CAR-T	海外临床推进中
科济药业	CT041	Claudin18.2 CAR-T	海外临床推进中
盟科药业	MRX-4	噁唑烷酮类抗菌药	海外3期临床推进中
海思科	环泊酚	环泊酚	海外3期即将完成

新药海外BD：建议关注标的

- ❑ **众生药业：**公司进入创新药布局兑现阶段，看好GLP-1R/GIPR 双靶点减重药海外授权潜力，看好流感药昂拉地韦获批上市后的销售放量。创新药业务方面，公司流感药昂拉地韦即将获批上市，其不同于其他流感药的差异化作用机制有望驱动销售放量；减重药GLP-1R/GIPR 双靶点双周制剂存在两周给药一次的差异化优势，海外授权潜力较大；新冠药3CL蛋白酶抑制剂来瑞特韦具备单药治疗差异化优势，长期放量可期。传统业务方面，中成药核心产品复方血栓通集采影响即将消化；化药仿制药产品收入分散，预计未来受仿制药集采影响较小。
- ❑ **信达生物：**PD-1/IL-2双抗IBI363授权潜力大，减重药玛仕度肽国内即将获批上市。IBI363早期临床数据优异，且具备差异化作用机制，海外授权潜力较大；减重药玛仕度肽即将获批上市成为个新的业绩增量。
- ❑ **泽璟制药：**新产品放量方面，公司重组人凝血酶已纳入医保，有望于2025年加速放量，JAK抑制剂吉卡昔替尼骨髓纤维化适应症有望于2025年获批上市成为新的业绩增量；未来催化事件方面，PD-1/TIGIT双抗、DLL3/DLL3/CD3三抗等创新分子有望于2025年披露新的临床数据，上述药物潜在的海外授权可能值得静待。
- ❑ **迈威生物：**NECTIN-4 ADC早期数据优异，海外授权潜力大。公司NECTIN-4 ADC已在3期临床阶段，该产品早期数据优异，考虑到该品种海外竞争格局较好，我们认为其海外授权潜力大。
- ❑ **乐普生物：**TF ADC早期数据优异，海外授权潜力大。公司TF ADC已在ASCO 2024年会上披露了针对胰腺癌的优异数据，考虑到该领域严重的未满足临床需求，我们认为其海外授权潜力大。

疫苗BD：出海形式多元化，创新品种海外授权可期

目前国内疫苗企业的出海方式在价值链上下游加速延展深化，从单一的双边注册出口成品向灌装技术转移、海外建厂商业化生产、开展海外临床试验、海外合作研发及授权早期品种等延伸。例如，康华生物于2024年1月6日与HilleVax签署《独家许可协议》，授权HilleVax在除中国（含港澳台）以外地区对重组六价诺如病毒疫苗及其衍生物进行开发、生产与商业化，有助于推进重组六价诺如病毒疫苗国内外的研发、生产及商业化的进程，也凸显了公司领先的研发创新实力。随着国内多款创新疫苗的研发推进，相关产品实现License out值得静待。

表：全球诺如疫苗研发进展

公司名称	在研品种	研发阶段	临床国家
兰州生物制品研究所	二价VLP疫苗（汉逊酵母）	III期	中国
智飞龙科马	四价重组VLP疫苗（毕赤酵母）	III期	中国
Moderna	3价mRNA-1403	III期	全球
Vaxart	重组腺病毒载体口服疫苗	II期	美国
Icon Genetics GmbH	二价VLP疫苗	I期完成	比利时
Moderna	5价mRNA-1405	I期	美国
远大赛威信	四价重组疫苗（汉逊酵母）	I期登记	中国
康华生物	重组六价诺如病毒疫苗	获得临床试验许可	澳大利亚、美国

表：康华生物与HilleVax签署《独家许可协议》内容及进展

项目	内容节选
许可内容	公司将自主研发的重组六价诺如病毒疫苗（含诺如病毒基因型GI.1、GII.2、GII.3、GII.4、GII.6和GII.17的病毒样颗粒）及其衍生物有偿许可给HilleVax，HilleVax将获得许可标的在除中国地区（包括中国大陆、香港、澳门、台湾）以外的全球范围内开发、生产和商业化的独家权利，并可授予分许可。
财务条款	1) 首付款 ：完成协议签署与许可标的相关必要授权转让后，HilleVax将向公司一次性支付1,500万美元的首付款（已于2024年3月收到）； 2) 开发里程碑 ：HilleVax将根据许可标的相应的开发里程碑事件向公司累计支付不超过1.005亿美元； 3) 销售里程碑 ：HilleVax将根据许可标的相应的销售里程碑事件向公司累计支付不超过1.55亿美元； 4) 特许权使用费 ：HilleVax将向公司支付经营区域内许可标的实际年净销售额个位数百分比的特许权使用费。
开发、商业化、生产与供货	HilleVax全权负责在经营区域内开发许可标的，负责并控制许可标的在经营区域内的商业化活动。公司向HilleVax或其指定者供应I、II期临床产品以支持其在经营区域内开发许可标的的产品。
知识产权	公司与HilleVax共同拥有联合开发的知识产权。协议下的发明所有权的归属适用美国专利法。
协议期限与终止	协议经交易双方签署后生效，至许可标的在经营区域内的所有的专利权期满时终止。双方可约定提前终止。

疫苗BD：建议关注标的

- ❑ **康华生物：**公司的重组六价诺如疫苗于2023年2月在澳大利亚获得I期临床试验许可、2023年9月获得美国FDA临床试验许可，为目前全球获批临床的诺如疫苗中价次最高的产品。2024年1月公司与HilleVax签署诺如疫苗的《独家许可协议》，交易金额包括首付款1,500万美元（2024年3月已收到），最高2.555亿美元的开发里程碑和销售里程碑款项，以及实际年净销售额个位数百分比的特许权使用费。此次海外授权有助于推进重组六价诺如疫苗国内外的研发、生产及商业化的进程，公司将持续推进许可协议的实施。
- ❑ **康希诺：**公司的全球创新疫苗重组肺炎球菌蛋白疫苗（PBPV）相较于目前上市的PPV23、PCV13等，并非血清型特异型疫苗，具有更高血清型覆盖率，今年四月获得的I期临床试验的积极初步结果，该产品在成人及老年人群中具有良好的安全性，单剂接种即可诱导显著的结合抗体，以及针对跨家族/亚类肺炎链球菌的功能性杀菌抗体应答。为撬动更多资源及加速该款产品的研发进程，公司正在全球范围内寻找潜在合作方，探索共同开发、授权及商业化模式等。
- ❑ **绿竹生物：**公司研发的重组带状疱疹疫苗LZ901拥有全球首创的四聚体分子结构，在临床前研究及I/II期临床试验中展现出了优秀的免疫原性与极低的副反应发生率。LZ901是中国首款中美两国开展临床试验的带状疱疹疫苗，公司已于2023年2月正式开启LZ901在美国的I期临床试验，并于2023年7月完成美国I期临床试验全部受试者入组，对未来公司产品打开全球化市场意义重大，海外授权可期。截至2024年6月30日，公司已获得关于LZ901在中国、美国、日本、俄罗斯和澳大利亚的发明专利，欧盟、英国、加拿大和韩国的专利申请仍在进行中。

1

医药板块年初至今涨幅一般，历史底部蓄势待发

2

行业短期承压，静待后续基本面改善

- 医保：收入支出持续增长，医保+商保一站式结算值得静待
- 营收利润：跌幅收窄，后续回升可期
- 投融资：2024Q3全球市场创新药投融资环比略有改善
- 政策：以鼓励医药创新为核心

3

2025年具体方向：四象限选股——国内VS出海、经营数据驱动VS事件驱动

- 方向1：基于国内市场经营数据驱动
- 方向2：基于海外市场经营数据驱动
- 方向3：基于海外市场的事件驱动
- 方向4：基于国内市场的事件驱动

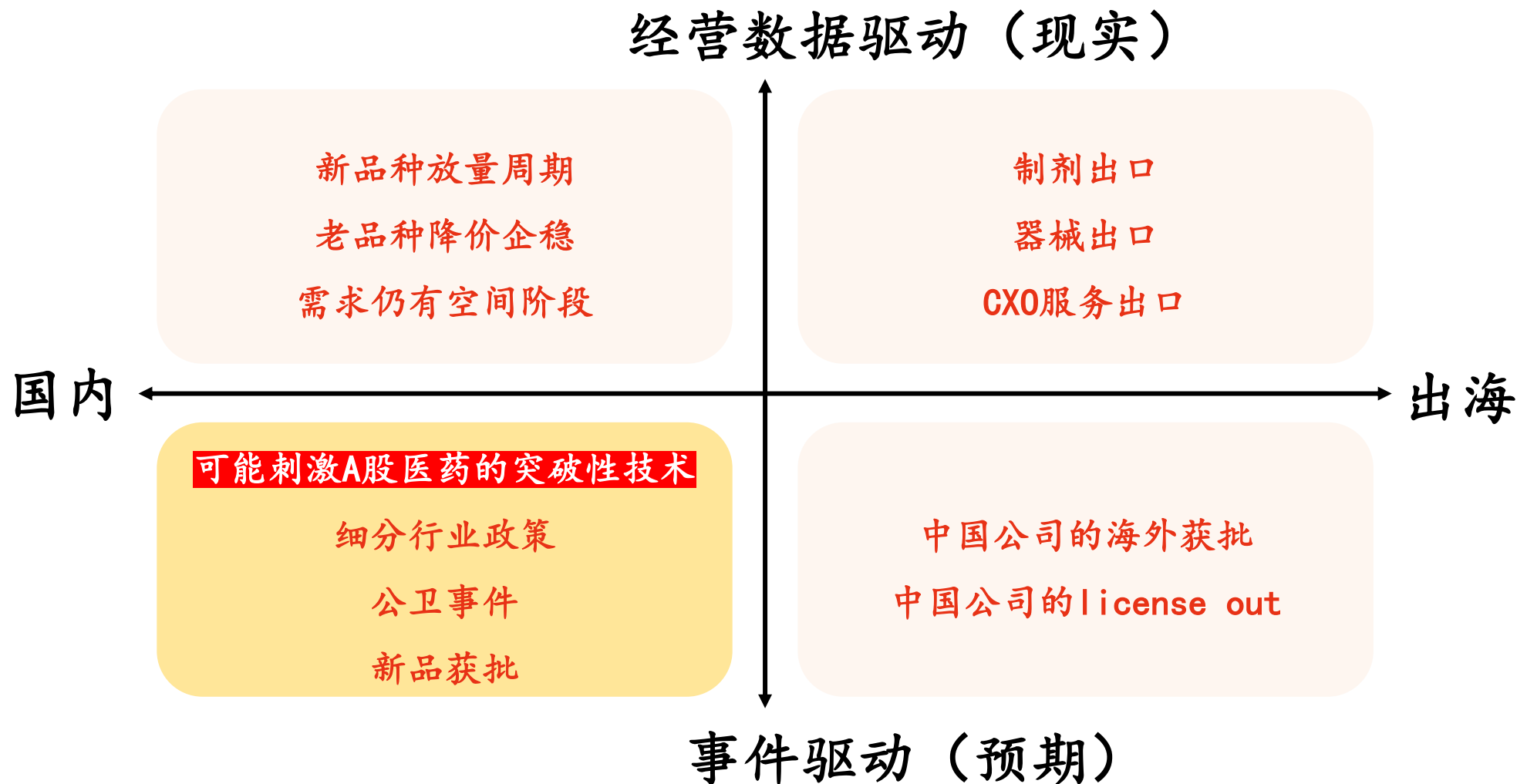
4

建议关注标的

5

风险提示

2025四象限选股：具体方向



技术映射：创新疗法的突破有望带来新的投资机会

□ 创新疗法的突破有望带来新的投资机会

表：值得关注的创新疗法

疗法	治疗领域	前景	海外公司进展	国内对标企业
TCE双抗	自身免疫疾病	从肿瘤向自身免疫疾病的突破值得静待	目前已有多个TCE双抗布局自身免疫疾病治疗，主要产品形式为CD3/CD19双抗、CD3/CD20双抗、CD3/BCMA双抗等，其中安进的CD3/CD19双抗Blinatumomab已在2期临床阶段、Cullinan的CD3/CD19双抗CLN-978、罗氏的CD3/CD20双抗Mosunetuzumab、IGM Biosciences的CD3/CD20双抗Imvotamab等已在1期临床阶段	泽璟制药、康诺亚、智翔金泰等
通用型CAR-T	自身免疫疾病等	已显示自身免疫疾病治愈潜力；通用型产品前景可期	在海外，Cabaletta Bio、Kynerna Therapeutics等公司正在开发针对自身免疫疾病的CD19 CAR-T疗法。其中Cabaletta Bio的CABA-201已在针对系统性红斑狼疮(SLE)、肌炎、系统性硬化症(SSc)和通用性重症肌无力(gMG)的1/2期临床阶段；Kynerna Therapeutics的KYV-101已在多发性硬化、重症肌无力和僵人综合征(stiff-person syndrome)的2期临床阶段，针对系统性硬化症的1/2期临床阶段，以及针对狼疮性肾炎的1/2期临床阶段	传奇生物、科济药业、药明巨诺等
小核酸药物	乙肝、高血压等慢病	已显示由罕见病治疗向乙肝、高血压等慢病治疗领域扩展潜力	乙肝治疗领域，GSK、Vir Biotechnology等公司正在开发乙肝治疗的小核酸药物，其中GSK的ASO药物GSK3228836已在3期临床阶段，Vir Biotechnology的VIR-2218已在2期临床阶段；在高血压治疗领域，Alnylam公司的siRNA疗法Zilebesiran已在高血压治疗的2期临床阶段，目前罗氏已与Alnylam就Zilebesiran达成合作，其交易总额高达28亿美元（预付款3.1亿美元）	信达生物、悦康药业、腾盛博药等

技术映射：创新疗法的突破有望带来新的投资机会

□ 创新疗法的突破有望带来新的投资机会

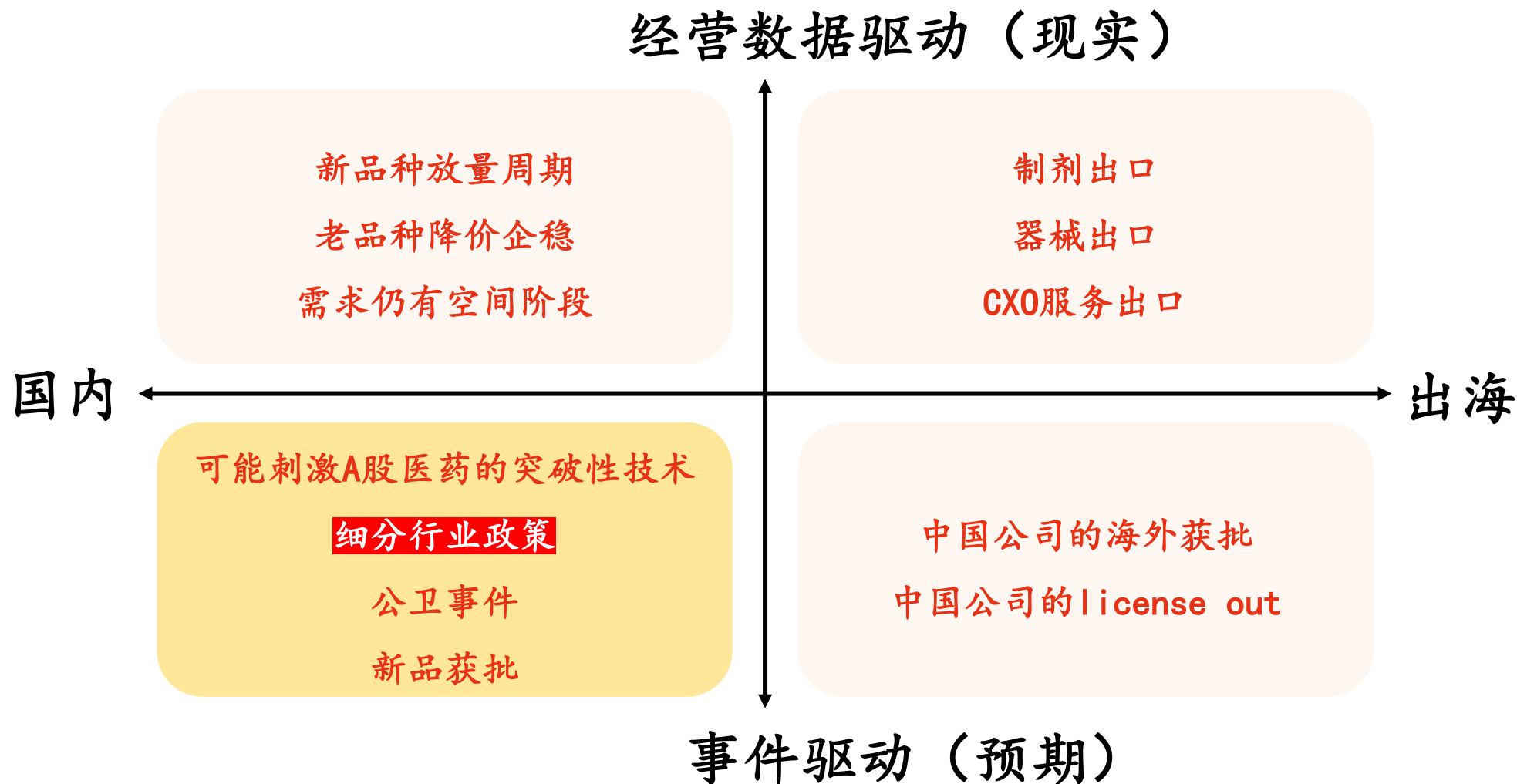
表：值得关注的创新疗法（续）

疗法	治疗领域	前景	海外公司进展	国内对标企业
减脂增肌药物	减脂增肌	阻止GLP-1时的肌肉流失	靶向ActRII信号通路药物主要包括ActRII抑制剂，其中Versanis Bio（被礼来以19.25亿美元收购）的 ActRIIAB 单抗 Bimmagnumab 已在2期临床阶段；Keros Therapeutics的ActRII-Fc融合蛋白 KER-065已在1期临床阶段	来凯医药、信达生物等
干细胞	神经系统性疾病、自身免疫性疾病、糖尿病治疗等领域最具潜力的新兴疗法		在海外，VERTEX已开发了同种异体干细胞衍生、完全分化、产生胰岛素的胰岛细胞疗法VX-880与VX-264。根据其在2024年ADA会议上披露的VX-880用于一型糖尿病治疗的临床1/2期试验最新积极成果，12名输注VX-880的患者皆达成ADA建议的血糖控制目标，且其中11名患者减少或免除了外源性胰岛素的使用。目前VX-880与VX-264均在1/2期临床开发阶段	贝达药业、中源协和、泰林生物、开能健康等
靶向蛋白降解剂	肿瘤、自免等	从PROTAC向其他靶向蛋白降解药物突破	目前已有多个PROTAC 在研，其中肿瘤领域Arvinas靶向ER的小分子ARV-471已在3期临床阶段，靶向BCL6的小分子ARV-393 已在1期临床阶段；C4 Therapeutics的靶向IKZF1/3的Cemsidomide已在1/2期临床阶段，靶向BRAFV600E的CFT1946已在1/2期临床阶段；自免领域Kymera Therapeutics 靶向IRAK4的KT-474已在2期临床、靶向STAT6的KT-621已在1期临床	海创药业、海思科、百济神州、贝达药业等
基因编辑	基因相关疾病	CRISPR技术有望成为基因编辑疗法的核心驱动力	Vertex Pharmaceuticals / CRISPR Therapeutics的Casgevy已获批上市，Locus Biosciences的LBP-EC01已在2/3期阶段，Intellia的NTLA-2001已在3期临床阶段， Intellia的NTLA-2002已在2期临床阶段	和元生物、泰林生物、舒泰神等

技术映射：建议关注标的

- ❑ **科济药业**：公司通用型CAR-T早期数据优异，未来CAR-T自身免疫疾病领域应用潜力值得静待。根据公司2024年ASH年会披露的同种异体CAR-T药物CT0590的早期临床数据，CT0590已显示出可控的安全性，并在多名患者中实现了深度和持久的临床缓解，其未来更多样本量的数据值得静待。此外，目前已有多个研究表明出CAR-T药物在自身免疫疾病显示出临床治愈的潜力，未来公司CAR-T产品在自身免疫疾病领域的应用值得静待。
- ❑ **来凯医药**：公司ActRIIA单抗LAE102减脂增肌潜力值得静待。近日公司公告就ActRIIA单抗LAE102与礼来展开全球临床合作，礼来将负责在美国执行该产品的I期研究并承担相关费用；考虑到现有GLP-1药物庞大的市场规模，以及其存在的肌肉流失弊端，我们认为减脂增肌产品ActRIIA单抗LAE102未来海外授权潜力大。

2025四象限选股：具体方向



鼓励创新政策：全链条支持创新药实施方案落地值得静待

□ 医药行业受政策影响较大，我们认为2025年创新药板块值得静待的政策主要为《全链条支持创新药发展实施方案》的落地，其征求意见稿提出提出选择一批医疗机构综合实力突出、创新药发展基础较好、医保和商保支付能力较强、已有一定工作基础的重点地区，制定创新药鼓励应用目录；推进目录内品种配备使用和多元支付，引导临床向创新药倾斜。

表：征求意见稿关于创新药鼓励应用目录的表述

负责部门	详情
卫生健康委、医保局	重点地区医疗机构在应用目录发布1个月内召开药事会，结合职能定位和临床需求，将相关品种以“应配尽配”原则纳入医疗机构用药目录。支持相关医疗机构和零售药店加强创新药配备设施和药师队伍建设。对未纳入医疗机构用药目录的创新药，根据需求开辟临时采购绿色通道。完善“双通道”采购模式和医疗机构处方流转机制，推动处方合理外流
卫生健康委、医保局	应用目录内品种费用不纳入门诊次均费用、门诊次均药品费用、住院次均药品费用等公立医疗机构绩效考核指标。鼓励对不同医疗机构设置差异化的配备要求，增加创新药配备使用评价指标。支持对应用目录内医保品种单列年度预算、单设考核指标,合理增加创新药使用规模。细化疾病诊断相关分组付费/按病种分值付费(DRGIDIP)政策举措，探索对应用目录内品种实行豁免考核、点数加分，视情况确定实施期限
医保局	在医保谈判准入中，优先支持应用目录内品种，给予医保准入谈判资格、提高医保支付意愿、在新增适应症或续约时缩小价格降幅等政策倾斜。优化创新药医保谈判价格形成机制，谈判底价不低于包含研发费用在内的完全成本
医保局、金融监管总局、财政部	优化创新药支付和筹资方式，鼓励重点地区设立创新药补充支付专项基金，中央财政视情况予以支持。对应用目录内品种，在医保谈判时综合考虑临床需求、基金支付能力、药品谈判差价，将符合条件的品种补充纳入医保目录。由医保基金先行支付，医保基金年度清算后，统计相关品种当年支付金额，通过专项基金对差额补充支付，期限不超过二年

鼓励创新政策：建议关注标的

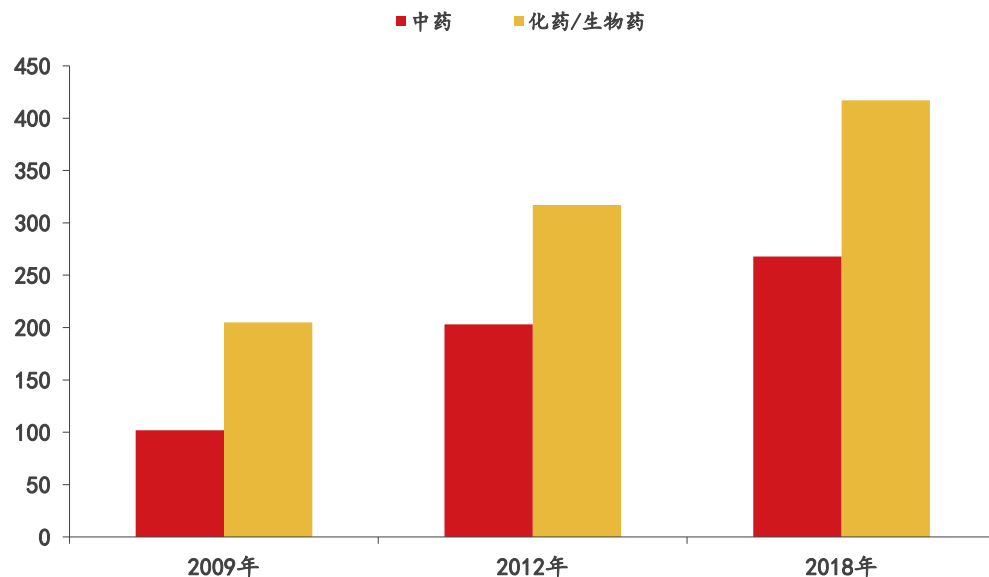
表：有潜力纳入创新药鼓励应用目录品种及对应公司梳理

公司	药物	靶点	优先纳入特征	解决未被满足临床需求	具有明确临床价值
				疾病	具体情况
亚虹医药	APL-1702	NA	新技术	宫颈癌前病变	对尚无有效防治手段的，该药物与安慰剂或者其他治疗手段相比具有显著临床疗效
康辰药业	金草片	NA	中药新处方制剂	慢性盆腔痛	
诺思兰德	NL003	HGF	新机制	下肢缺血	
迪哲医药	舒沃替尼	EGFR	新结构	ex20ins NSCLC	
歌礼制药	ASC40	FASN	新结构	NASH	
歌礼制药	ASC41	THRb	新结构	NASH	
百济神州	BGB-16673	BTk PROTAC	新机制	血液肿瘤	
海创药业	HP518	AR PROTAC	新机制	前列腺癌	
迈威生物	9MW2821	Nectin-4 ADC	新结构	尿路上皮癌、宫颈癌	
康诺亚	CMG901	Claudin 18.2 ADC	新靶点	胃癌	
信达生物	IBI343	Claudin 18.2 ADC	新靶点	胃癌	与现有治疗手段相比，该药物单独使用或与现有治疗手段联合使用具有更显著的临床疗效
科伦博泰	SKB264	TROP-2 ADC	新结构	TNBC、TKI耐药NSCLC	
百奥泰	BAT8006	FR α ADC	新结构	卵巢癌	
百利天恒	BL-B01D1	EGFRxHER3双抗ADC	新机制	鼻咽癌、TKI耐药NSCLC	
百利天恒	SI-B001	EGFRxHER3双抗	新靶点	PD-1耐药NSCLC	
康辰药业	KC1036	XL/VEGFR2/FLT3	新结构	食管癌	
奥赛康	ASKB589	Claudin 18.2 单抗	新靶点	胃癌	
创胜集团	TST001	Claudin 18.2 单抗	新靶点	胃癌	
恒瑞医药	SHR-A2009	HER3 ADC	新结构	NSCLC	
康方生物	AK112	PD-1xVEGF双抗	新靶点	EGFR TKI耐药NSCLC	与目前最佳治疗手段对比，该药物疗效相当，但具有显著的安全性或依从性优势等临床获益，能替代现有治疗手段
乐普生物	MRG003	EGFR ADC	新结构	头颈癌	
乐普生物	MRG004A	TF ADC	新结构	胰腺癌	
石药集团	SYSA1801	Claudin 18.2 ADC	新结构	胃癌	
信达生物	IBI-363	PD-1/IL-2	新机制	肿瘤	
泽璟制药	杰克替尼	JAK	新结构	骨髓纤维化	
泽璟制药	重组人凝血酶	NA	新结构	手术出血	
智翔金泰	GR1801	狂犬双抗	新靶点	狂犬病毒被动免疫	
智翔金泰	GR2001	破伤风单抗	新靶点	破伤风被动免疫	
信达生物	IBI-112	IL-23 p19	新结构	银屑病	
海思科	HSK7653	DPP-4	新技术	糖尿病	
恒瑞医药	SHR-1209	PCSK9单抗	新结构	高血脂	

基药政策：目录有望调整，中成药销售放量可期

- 国家基本药物目录动态调整更新，根据基药目录管理办法，原则上每三年调整一次，实际调整可能会受外部复杂因素影响有所推迟。参照2018年基药目录版本，中药品种数量占基药目录总品种数量的40%左右。2019年国务院办公厅发布《关于进一步做好短缺药品保供稳价工作的意见》，文件强调促进基本药物优先配备使用和合理用药，提出“986”和“1+X”等战略要求。同时，2018年国务院发布的《关于完善国家基本药物制度的意见》中指出，对于基本药物目录内的治疗性药品，医保部门在调整医保目录时，按程序将符合条件的优先纳入目录范围或调整甲乙分类。在政策鼓励下，新品种进入新版基药目录后，有望享有政策红利实现销售快速放量。

图：国家基本药品目录品种数量



图：纳入国家基本药品目录药品的机遇

986

促进基本药物优先配备使用，提升基本药物使用占比，逐步实现政府办基层医疗卫生机构、二级公立医院、三级公立医院基本药物配备品种数量占比原则上分别不低于90%、80%、60%

1+X

推动各级医疗机构形成以基本药物为主导的“1+X”（“1”为国家基本药物目录、“X”为非基本药物，由各地根据实际确定）用药模式，优化和规范用药结构

医保
联动

2018年国务院发布的《关于完善国家基本药物制度的意见》中指出，对于基本药物目录内的治疗性药品，医保部门在调整医保目录时，按程序将符合条件的优先纳入目录范围或调整甲乙分类

基药政策：目录有望调整，中成药销售放量可期

从历史经验来看，纳入基药目录后，中成药整体放量，独家品种放量更为显著，建议关注中药企业中已纳入医保但暂未纳入基药目录的重点品种。

表：部分中药公司医保及基药品种梳理

公司	医保&基药品种	医保非基药品种
康缘药业	桂枝茯苓胶囊、金振口服液、复方南星止痛膏、腰痹通胶囊、银翘解毒软胶囊、杏贝止咳颗粒等	天舒胶囊、大株红景天胶囊/片、散结镇痛胶囊、参乌益肾片、九味熄风颗粒等
康恩贝	普乐安片/胶囊、银杏叶片/胶囊、奥美拉唑肠溶胶囊、盐酸坦索罗辛缓释胶囊等	肠炎宁片、麝香通心滴丸、汉方己甲素片、乙酰半胱氨酸泡腾片、黄莩胶囊等
贵州三力	—	开喉剑喷雾剂（儿童型）、开喉剑喷雾剂、止嗽化痰丸、芪胶升白胶囊、妇科再造丸、强力天麻杜仲胶囊、黄芪颗粒等
方盛制药	强力枇杷膏（蜜炼）、强力枇杷露等	小儿荆杏止咳颗粒、藤黄健骨片、玄七健骨片、跌打活血胶囊、龙血竭散、血塞通分散片、血塞通片、舒尔经胶囊等
以岭药业	通心络胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊、连花清瘟胶囊/颗粒、津力达颗粒	连花清咳片、益肾养心安神片、解郁除烦胶囊、养正消积胶囊、夏荔芪胶囊
济川药业	—	小儿鼓翘清热颗粒、雷贝拉唑钠肠溶胶囊、健胃消食口服液、甘海胃康胶囊、三拗片、川芎清脑颗粒等
天士力	复方丹参滴丸、养血清脑颗粒（丸）、芪参益气滴丸等	荆花胃康胶丸、消渴清颗粒、柴胡滴丸、穿心莲内酯滴丸、注射用丹参多酚酸、注射用益气复脉(冻干)、芍麻止痉颗粒、坤心宁颗粒等
葵花药业	小儿柴桂退热颗粒、小儿肺热咳喘口服液/颗粒、双黄连颗粒、护肝片等	胃康灵胶囊/颗粒、康妇消炎栓、益母草颗粒等
昆药集团	注射用血塞通（冻干）、香砂平胃颗粒	血塞通软胶囊/片、舒肝颗粒等
佐力药业	乌灵胶囊、百令片、百令胶囊、灵泽片	银杏叶片
太极集团	藿香正气口服液、急支糖浆、通天口服液、小金片、鼻窦炎口服液、六味地黄丸等	复方板蓝根颗粒等

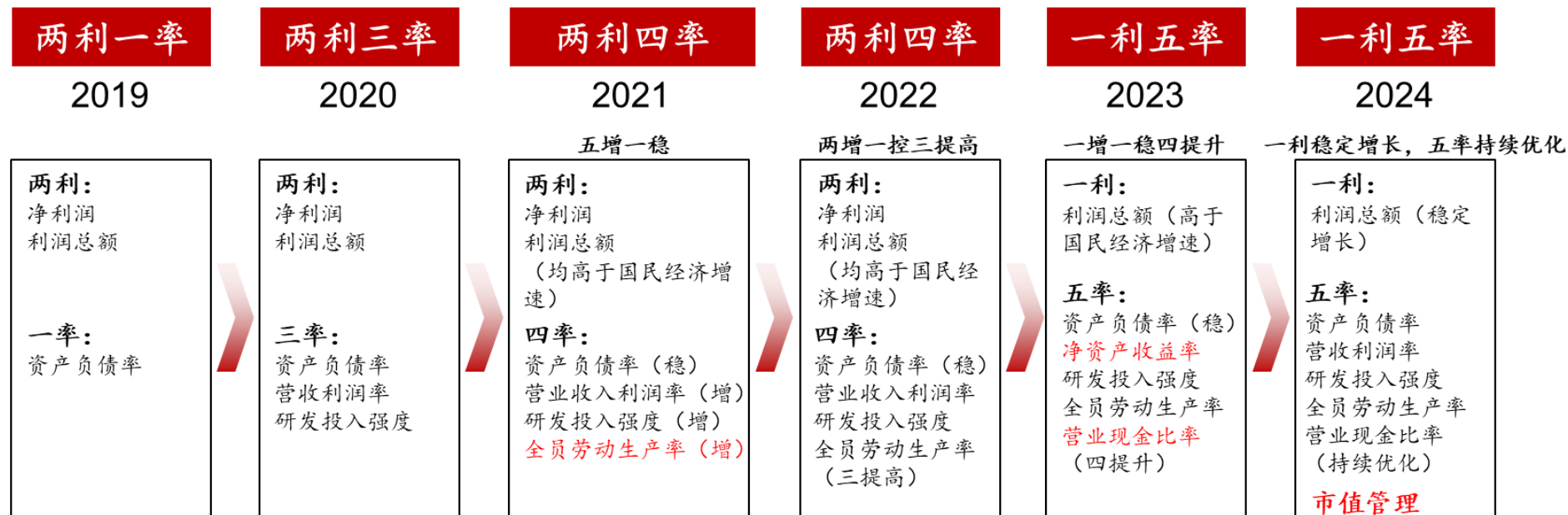
基药政策：建议关注标的

- ❑ **方盛制药：**公司的藤黄健骨片和小儿荆杏止咳颗粒的循证医学证据明确，其中，藤黄健骨片公开发表《真实世界藤黄健骨片治疗膝骨关节炎缓解期人群用药特征及临床疗效分析》等多个真实世界研究，小儿荆杏止咳颗粒入选中华医学会《儿童祛痰止咳治疗专家共识》等临床指南，我们认为入选国家基药目录的概率相对较高。
- ❑ **康缘药业：**2018年基药目录调整中，公司的金振口服液和杏贝止咳颗粒成功入选基药，并在后续的几年时间内实现快速放量。本次基药目录调整中，公司的天舒胶囊、大株红景天、散结镇痛胶囊、参乌益肾片、九味熄风颗粒等品种循证医学证据扎实，得到行业专家的高度认可，符合国家基药品种的遴选标准，有望受益于本次基药目录的调整。
- ❑ **康恩贝：**公司围绕“康恩贝”肠炎宁、“至心研”麝香通心滴丸、“金艾康”汉防己甲素、“金康速力”乙酰半胱氨酸泡腾片、“前列康”黄莪胶囊等核心重点产品，开展了临床循证医学研究、药物经济学、安全性评价等方面的工作，为纳入基药目录进行准备工作，随着基药目录调整工作的落地，有望受益于政策红利。
- ❑ **贵州三力：**公司核心产品开喉剑成人型和儿童型对于咽喉类疾病的疗效优异，其中儿童型对于急性咽喉炎、急性扁桃体炎、牙龈炎、疱疹性咽峡炎、手足口病等适应症全部有效，是口腔咽喉疾病用药中少有的儿童专用药物，入选国内多部权威用药指南或专家共识，临床效果和安全性得到专家认可，符合国家基药品种的遴选标准，有望受益于基药目录的调整。此外公司收购补充的芪胶升白胶囊、妇科再造丸等产品循证医学证据同样丰富，也有望入选新版基药目录。

国企改革：国企改革深度推进，业绩有望持续兑现

- 2020年6月，国资委出台《国企改革三年行动方案（2020-2022年）》，三年间国企改革行动收效显著，在强治理、增活力、优布局方面取得丰硕成果，主要目标任务宣告完成。2023年，中办国办联合印发《国有企业改革深化提升行动方案（2023—2025年）》，新一轮三年国企改革行动拉开帷幕。与此同时，国资委对央企绩效考核指标体系持续优化，逐渐由“两利一率”发展为“一利五率”，2024年初，国资委提出把市值管理纳入央企控股上市公司考核，有望推动国资背景的上市公司实现价值回归，提升投资者信心。

图：国资委考核指标逐步优化



国企改革：2025年为收官十四五，谋划十五五关键年

□ 2025年是“十四五”战略规划落地的收官之年，也是“十五五”战略规划的谋划之年，目前已有多家中药国有企业公开提及十五五规划的相关计划，随着新一轮战略规划的发布与落地，企业收入规模、经营效率、市场竞争力等有望再上新台阶。

表：部分中药公司十四五规划及十五五规划情况

公司名称	十四五规划节选	十五五规划计划
华润三九	十四五战略目标是要争做行业头部企业，以2020年的营业收入为基数，实现营业收入翻番。	将做好“十五五”战略规划工作，总体思路是管理团队选优配强，经营团队有更高的业绩要求和更高的激励，组织氛围更有创新力更有活力。
江中药业	立足中医药行业，走品牌创新驱动之路，成为大众百姓信赖与尊重的企业，并致力成为“中医药传承与创新的引领者”。围绕“聚焦 OTC、发展大健康、补强处方药”三大业务重点，通过“内生发展、外延并购”双轮驱动，以“内涵增长、外延并购、创新研发、精益生产、智数赋能”五大核心举措，力争“十四五”末实现“再造一个江中”的目标。	将继续贯彻落实“健康中国”战略，坚持战略引领，进一步完善产业链建设，激发全国重点实验室效能，增强核心功能，提高核心竞争力，发展新质生产力，充分发挥央企的社会责任，助推中医药行业高质量发展。
东阿阿胶	以夯实基石消费者的护城河为根本，同时以消费者的需求和行为作为中心，以品牌势能、研发储备与阿胶品类特征功效为延伸，培育与尝试新的品类；建设自有消费者数据中台，转型新商业模式，以消费者资产运营为核心培育第二增长曲线，逐步摆脱驴皮原料限制；通过内涵式母品牌延伸，并同时提升外延式投资并购能力，实现持续健康增长；成为中式滋补健康领域中消费者最为信任的大健康企业。	2030年即“十五五”末，力争将东阿阿胶打造成为以药品为底色的数字化健康消费品公司。对于“十四五”和“十五五”，公司已制定科学明确全面立体的发展规划。规划的落地与实施，公司将统筹于企业内在运营管理等各方面着手，进行系统性布局。
昆药集团	围绕“四个重塑”持续加强“战略—组织—文化”一致性。	公司发布2024年-2028年战略发展规划，通过内生发展加外延扩张方式，力争2028年末实现营业收入翻番，工业收入达到100亿元，致力于成为银发健康产业第一股。
太极集团	力争“十四五”末营业收入达到500亿元，净利润率不低于医药行业平均水平；研发投入在十四五末的投入强度超过5%（工业销售占比）；确保战略品种每年增长30%以上。	——
同仁堂	筑牢“党建、质量、诚信”三大基石，坚定不移的贯彻新发展理念，充分发挥中医药在卫生、经济、科技、文化和生态文明发展中的独特作用，以增进和维护人民健康福祉为目标，以推动高质量发展为主题，以改革创新为动力，聚焦主责主业，坚持做精、做优、做强、做长，实现高质量发展。	在推广安宫牛黄丸、同仁牛黄清心丸等核心大品种的基础上，将公司的品种群进一步梳理并细化分类，各产品公司根据情况，目前筛选出50多个潜力大品种，作为“十四五”、“十五五”乃至更长期间的销售重点。
康恩贝	计划在“十四五”期间完成1-2家医药上市公司或老字号中药企业的并购重组项目。	在新一届董事会的领导下，公司将坚持混改赋能，积极谋新篇开新局，谋划“十五五”规划布局，为下一个五年发展规划奠定良好基础。

国企改革：建议关注标的

- **华润三九：**公司是中药OTC行业的领军企业，在上一轮国企改革三年行动方案中，华润三九作为科改示范企业，成为市场化经营的典范。十四五期间，公司确立了2025年营收翻番的目标，并通过“内生+外延”双轮驱动，过去几年业绩稳步提升，逐渐向这一目标靠近，国企改革已进入长效增长阶段。同时，公司并购整合能力较强，2022年12月公司完成对昆药集团的收购，融合变革工作正在有序推进中；2024年8月公司披露拟收购天士力28%股权，公司及相关各方正在积极推进本次交易的各项工作。公司将做好“十五五”战略规划工作，总体思路是管理团队选优配强，经营团队有更高的业绩要求和更高的激励，组织氛围更有创新力更有活力。
- **江中药业：**根据“十四五”战略规划，公司坚持“内生发展+外延并购”双轮驱动的发展路径。过去几年公司连续并购桑海制药、济生制药、海斯制药等公司，重点聚焦消化和呼吸领域，补充八珍益母胶囊、多维元素片、复方鲜竹沥液、川贝枇杷胶囊、双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊（贝飞达）等重要品种，和公司现有产品线形成良好协同，展现出较强的并购整合能力。2025年，公司将持续贯彻落实“十四五”战略规划，推动高质量发展，力争在“十四五”的收官年实现“再造一个江中”的战略目标。
- **康恩贝：**公司坚持“大品牌大品种”战略，2023年销售过亿元品种系列共17个，根据2024年发展规划，公司将继续夯实康恩贝肠炎宁系列10亿级销售规模，同时力争2个品牌系列产品实现销售5-10亿级、5-6个产品实现销售2-5亿级。公司推进控股子公司全资化，逐步剥离处置低效无效资产，回流资金为外延并购提供坚实基础，公司计划“十四五”期间完成1-2家医药上市公司或老字号中药企业的并购重组项目。同时，公司积极通过“增持+回购+分红”等形式加强股东回报。2024年8月公司管理层换届完成，标志着康恩贝正式进入新时期，公司正在积极谋划“十五五”规划布局，未来发展可期。

医保回款政策：有望加速流通公司回款

□ **政策梳理：**2019年12月，国务院医改办公室发文提出“鼓励医保经办机构直接与生产或流通企业结算货款”。此后包括陕西、青海、湖南、山东、福建、江西、内蒙古、天津等多个地区陆续推动医保基金与医药企业关于集采产品直接进行货款结算；2024年11月11日，国家医保局办公室及财政部办公厅发布《关于做好医保基金预付工作的通知》，提出建立医保预付金制度。近些年来，各省级医保部门陆续发文并执行关于集采产品医保与医药企业直接进行货款结算，一定程度上有助于企业回款，我们认为在医保预付金制度建立后，有望进一步加强医疗机构对医药企业的回款力度，长期利好医药流通公司。

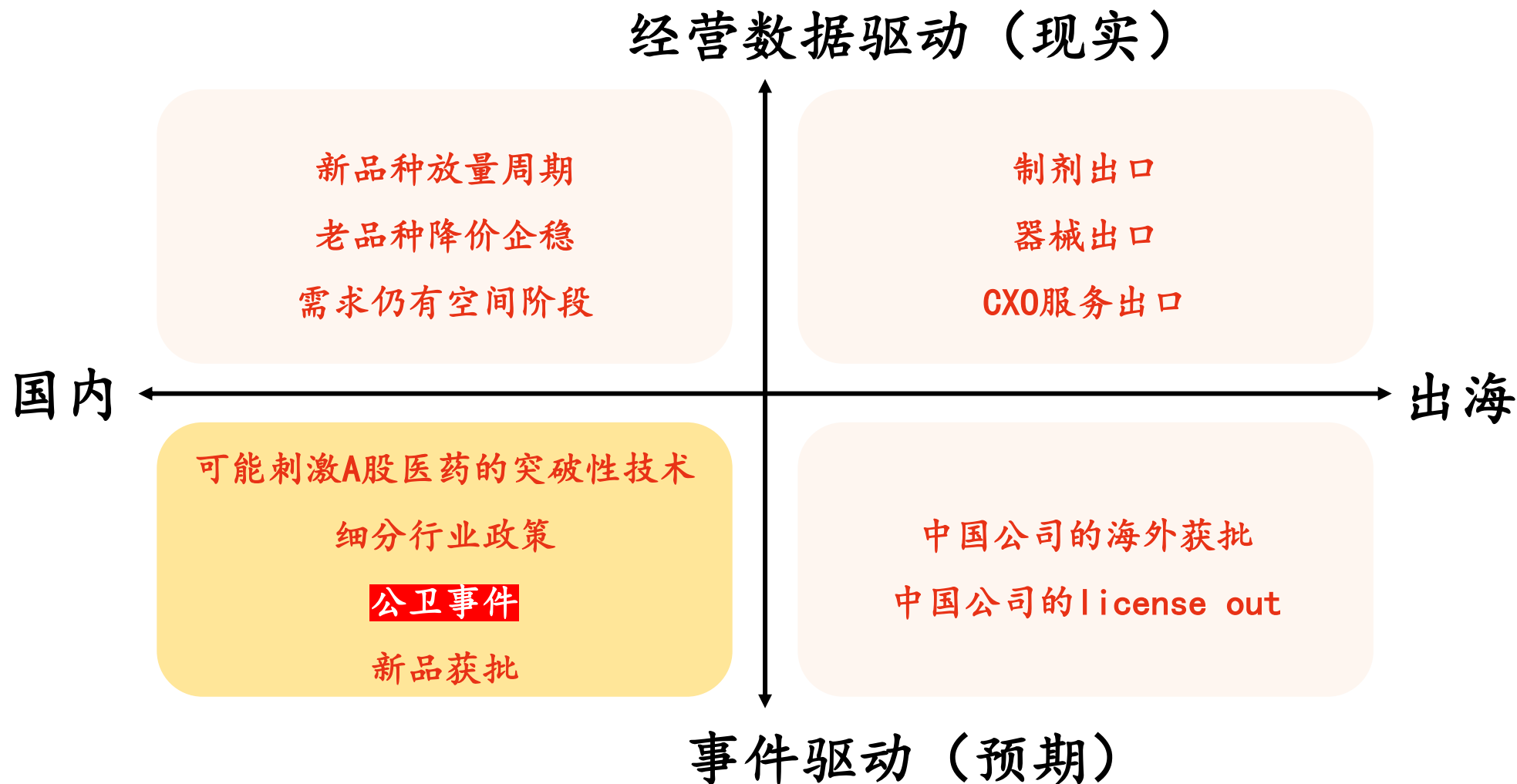
表：A股医药流通公司应收账款周转天数（单位：天）

公司	2022Q1	2022H1	2022Q3	2022A	2023Q1	2023H1	2023Q3	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q3
国药股份	47	48	48	46	46	45	45	53	69	69	68
九州通	79	84	85	70	71	70	76	63	69	70	74
百洋医药	97	95	94	97	109	105	109	104	120	110	100
上海医药	98	101	103	99	98	100	100	99	101	102	103
国药一致	94	91	91	77	84	88	93	82	102	101	105
南京医药	110	109	111	108	112	117	121	104	103	98	105
中国医药	126	121	127	119	105	125	133	128	153	152	155
重药控股	158	154	156	147	144	146	149	140	159	157	156
柳药集团	153	163	163	155	161	170	177	169	175	186	190

医保回款政策：建议关注标的

- **上海医药：**公司立足于医药分销，中长期逻辑体现在布局医药工业（中药大品种战略、创新药、化药）、商业新业态（CSO、SPD等）。医药商业方面，2023年公司推进医药商业南北整合，提质增效，加速医药商业板块发展，商业新业态中CSO大订单推进，2023年新增赛诺菲50亿CSO订单，细分领域实现高增长；医药工业方面，中药大品种助力高速增长，创新药进入收获期，化药阶段性受到部分品种影响，公司通过中药高增长力争抗平化药下滑。整体来看，公司业绩趋势稳健，CSO、中药等高毛利业务有望持续贡献增量。公司作为全国医药商业龙头之一，展现出多增长极，在医疗政策影响的边际改善以及医保政策加速企业回款的背景下，2025年公司业绩有望提速。
- **国药股份：**国药股份是国药系北京区域分销公司，立足于精麻药分销，多元化扩展业务布局，公司为北京地区医药商业龙头，优势领域为精麻药品配送，且公司参股国内麻药龙头企业宜昌人福，具备药品+流通的协同竞争力，目前麻精药业务覆盖全国31个省政级区域，辐射50000余家全国麻精医疗客户。此外，公司着力实现多元化发展，布局医药工业、医药物流业务、口腔业务、零售业务。国药股份作为北京地区医药商业龙头，客户质地优异，经营业绩稳健，在医药流通公司中现金流及账期表现优异，在医疗政策影响的边际改善以及医保政策加速企业回款的背景下，2025年公司业绩有望提速。

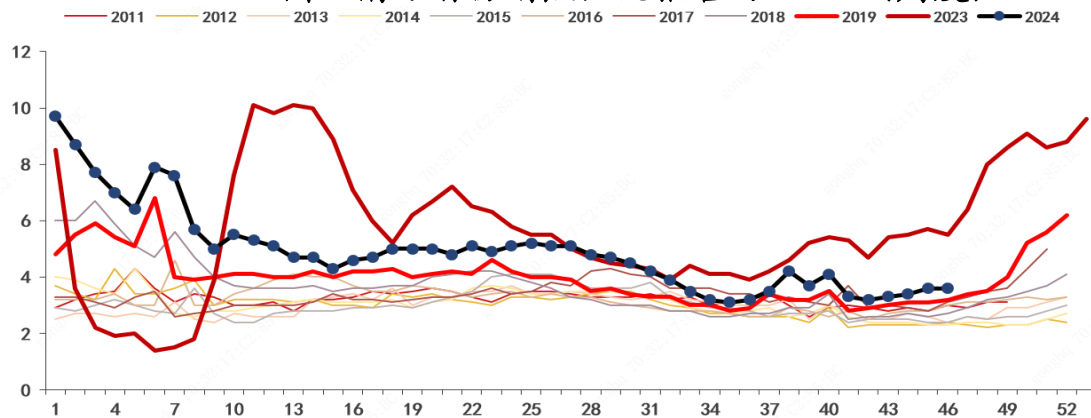
2025四象限选股：具体方向



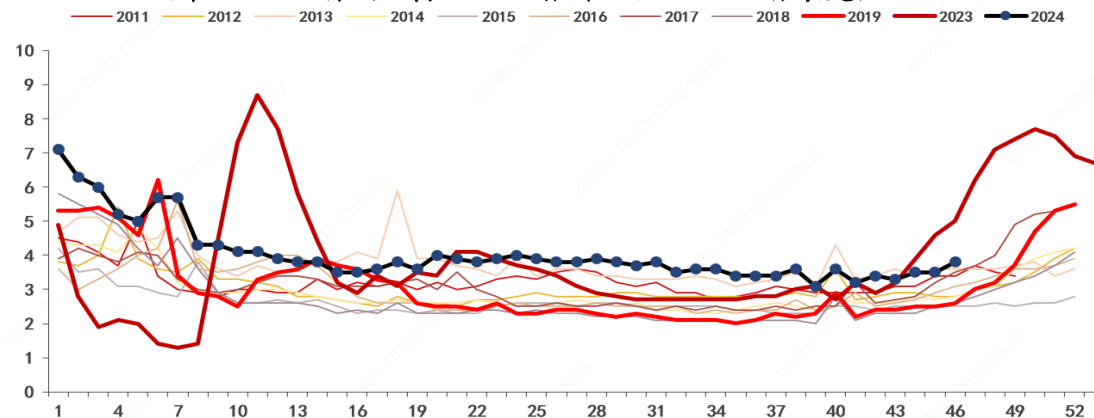
公共卫生：关注呼吸道疾病的周期性影响

□ 受2024年冬季气温下降较晚影响，呼吸道疾病高发期相较于上年度相对延后，目前北方省份已初步呈现上升趋势，后续呼吸道检测需求有望上升。建议关注：英诺特、圣湘生物、万孚生物。

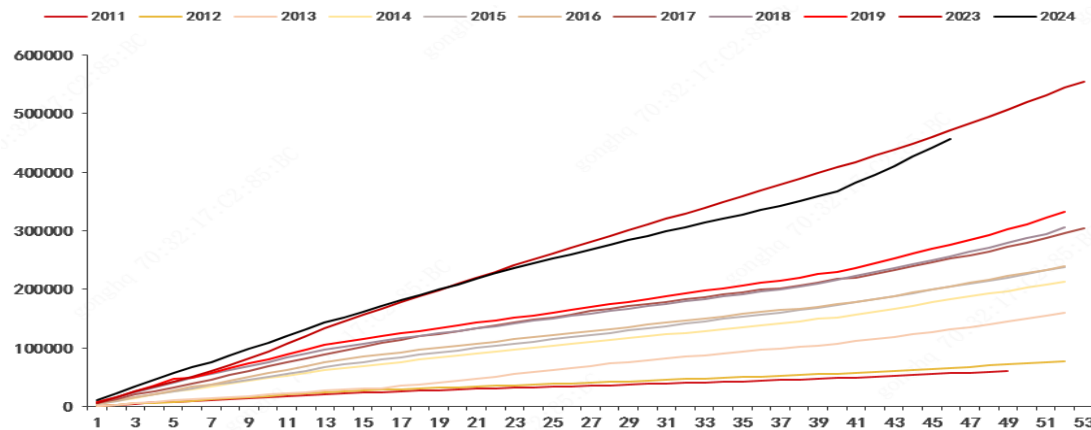
图：南方省份哨点医院报告的 ILI%（周度）



图：北方省份哨点医院报告的 ILI%（周度）



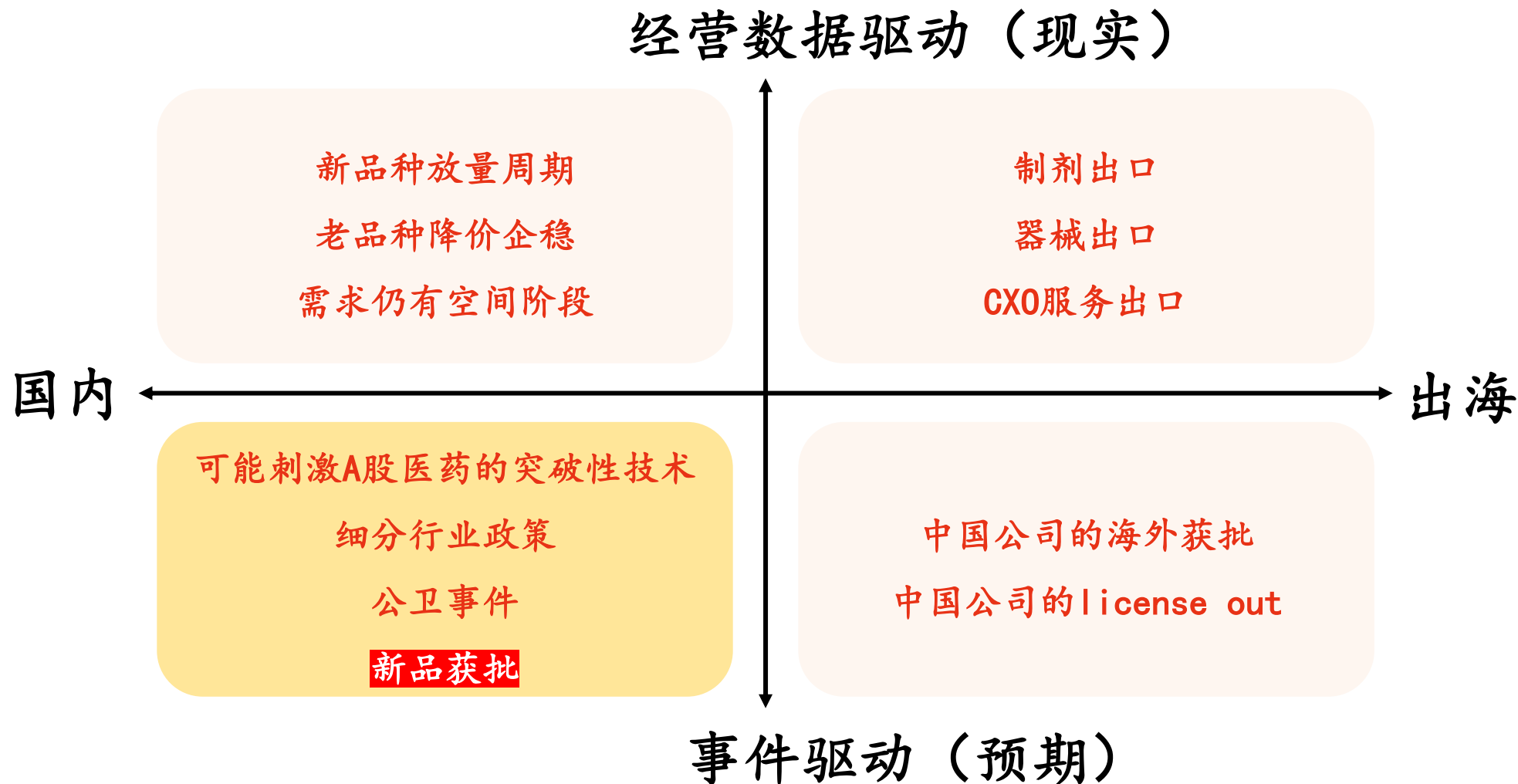
图：全国哨点医院累计ILI标本数（例；周度）



图：全国发热门诊诊疗量（万人次）



2025四象限选股：具体方向



创新药上市：多个重磅创新药有望2025年国内获批上市



□ 目前国内企业有多个重磅创新药已在NDA阶段，有望于2025年在国内获批上市，建议关注恒瑞医药、信达生物等。

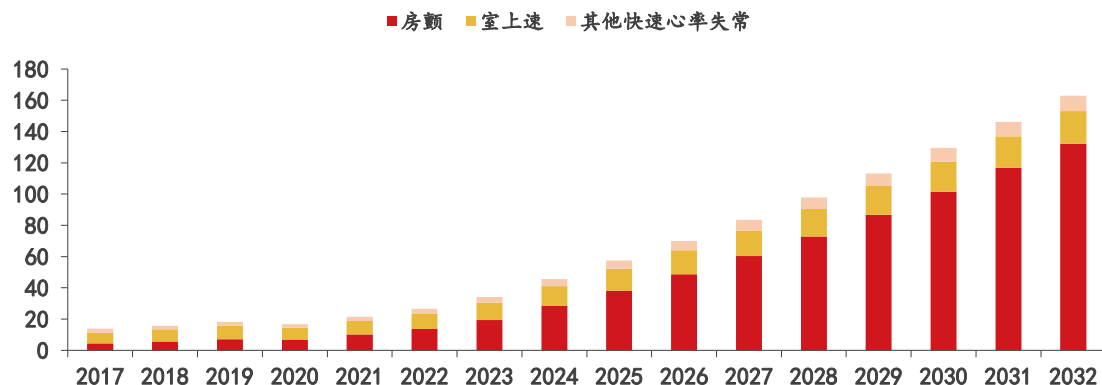
表：已在NDA阶段且有望于2025年在国内获批上市的重磅创新药梳理

公司	产品	靶点	适应症
信达生物	玛仕度肽	GLP-1R/GCCR	超重或肥胖
恒瑞医药	SHR-A1811	HER2 ADC	至少一种系统治疗 HER2 突变NSCLC
诺思兰德	NL003	人肝细胞生长因子	严重下肢缺血性疾病
众生药业	昂拉地韦	PB2	成人甲型流感
亚虹医药	APL-1702	光动力	宫颈高级别鳞状上皮内病变

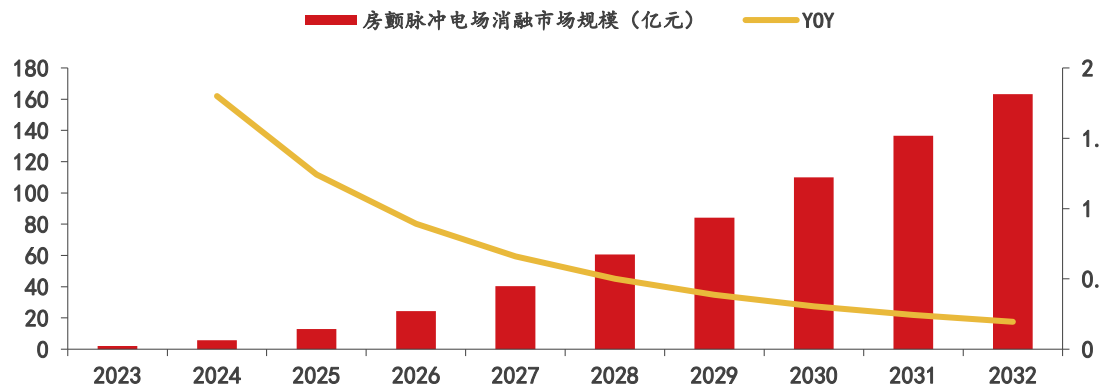
电生理上市：关注国产龙头房颤新产品上市

□ 根据沙利文预测，2023-2032年，房颤电生理手术量复合增速达23%+，房颤脉冲电场消融（PFA）市场规模复合增速更是高达60%+，占电生理器械整体市场比重预计将从2%提升至38%。随着国产厂商陆续在此领域拿证，有望产生新的增长动能，建议关注：惠泰医疗、微电生理。

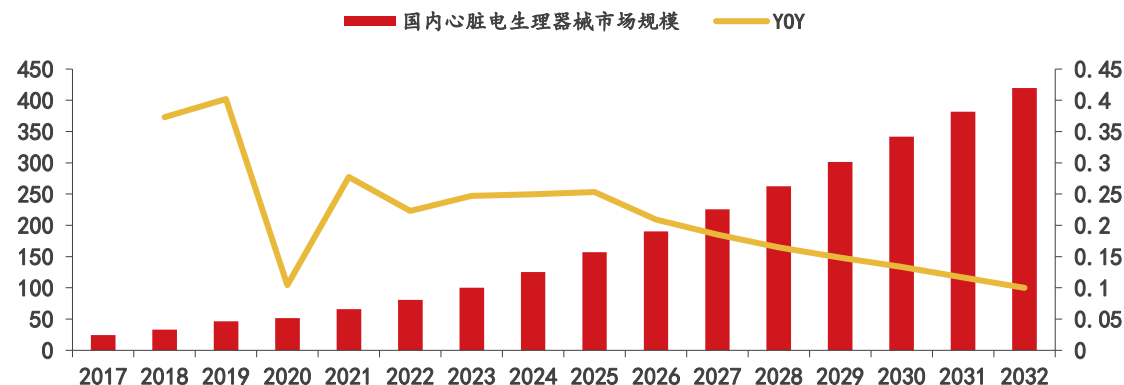
图：国内电生理各细分术式手术量增长预测（万例）



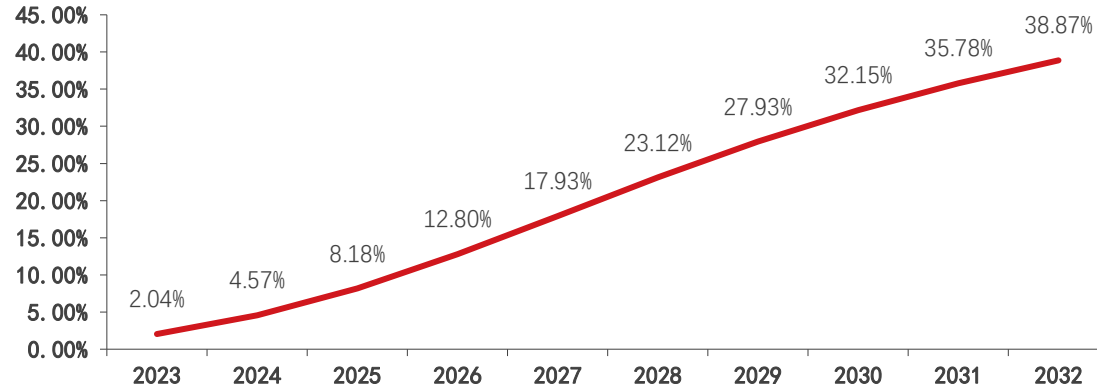
图：房颤脉冲电场消融市场规模（亿元）



图：国内心脏电生理器械市场规模（亿元）



图：房颤脉冲电场消融器械细分市场占比



1

医药板块年初至今涨幅一般，历史底部蓄势待发

2

行业短期承压，静待后续基本面改善

- 医保：收入支出持续增长，医保+商保一站式结算值得静待
- 营收利润：跌幅收窄，后续回升可期
- 投融资：2024Q3全球市场创新药投融资环比略有改善
- 政策：以鼓励医药创新为核心

3

2025年具体方向：四象限选股——国内VS出海、经营数据驱动VS事件驱动

- 方向1：基于国内市场经营数据驱动
- 方向2：基于海外市场经营数据驱动
- 方向3：基于海外市场的事件驱动
- 方向4：基于国内市场的事件驱动

4

建议关注标的

5

风险提示

建议关注标的汇总——基于国内市场营销数据驱动



			代码	公司	营业收入预测（亿元）			净利润预测（亿元）			核心逻辑	数据来源
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E		
基于国内 市场营销 数据驱动	新品种放 量周期	创新药	300558.SZ	贝达药业	30.6	37.8	46.4	5.1	7.3	9.2	恩沙替尼FDA获批在即，25年收入利润双重改善值得期待	国投证券预测
			300683.SZ	海特生物	NA	NA	NA	NA	NA	NA	25年创新药埃普奈明有望加速放量	暂无
			688266.SH	泽璟制药	6.2	12.2	22.2	-1.7	0.6	3.3	看好25年重组人凝血酶销售放量，PD-1/TIGIT双抗、DLL3/DLL3/CD3三抗数据披露及海外授权值得期待	国投证券预测
			688192.SH	迪哲医药	4.8	10.4	18.4	-8.2	-5.0	-0.2	25年舒沃替尼、戈利昔替尼有望加速放量，舒沃替尼有望FDA获批	Choice一致性预期
			600276.SH	恒瑞医药	267.0	306.2	354.3	58.6	66.9	77.6	看好25年多个创新药的上市获批以及销售放量	国投证券预测
		仿创升级	002422.SZ	科伦药业	232.66	254.70	284.45	29.95	34.08	39.32	大输液、抗生素中间体等业务稳健发展，核心产品芦康沙安珠单抗的三阴性乳腺癌已国内获批上市，创新管线进入收获期	Choice一致性预期
			002755.SZ	奥赛康	16.89	19.38	23.42	1.15	1.75	2.85	集采影响逐步出清，第三代EGFR抑制剂利厄替尼等创新管线有望迎来兑现周期	Choice一致性预期
			002262.SZ	恩华药业	59.02	69.54	82.59	12.18	14.47	17.32	集采相关影响边际弱化，TRV130等创新品种销售放量，驱动公司进入新的发展周期	Choice一致性预期
			300573.SZ	兴齐眼药	19.42	26.22	34.09	4.50	6.14	8.02	多渠道推广持续发力，0.01%硫酸阿托品滴眼液销售有望快速放量	国投证券预测
			003020.SZ	立方制药	16.16	20.11	24.79	1.98	2.45	3.05	集采品种影响逐步出清，盐酸羟考酮缓释片、葛酮通络胶囊等新品有望迎来放量周期	国投证券预测
	老品种降 价企稳	骨科	1789.HK	爱康医疗	14.1	18.1	22.7	2.7	3.6	4.5	集采影响出清，报表改善，海外业务贡献增量	Choice一致性预期
			002901.SZ	大博医疗	20.3	25.7	30.3	3.1	5.2	6.8	集采影响出清，创伤提价，脊柱与关节为第二成长曲线	Choice一致性预期
			688085.SH	三友医疗	5.5	7.4	10.0	0.7	1.5	2.1	集采影响出清，报表改善，出海与新产品打开空间	Choice一致性预期
		血液净化	300529.SZ	健帆生物	29.4	37.3	46.2	10.0	12.8	16.0	渠道库存出清，年初价格调整后终端用量进一步提升	Choice一致性预期
	需求仍有 空间阶段	医疗设备	300760.SZ	迈瑞医疗	393.7	466.9	553.0	133.6	158.9	189.1	医疗器械国产领导者，国内政策影响消化后有望开启新一轮增长	Choice一致性预期
			688271.SH	联影医疗	114.4	138.7	169.3	17.3	22.7	28.3	国产医学影像领导者，出海高增长+国内医疗设备催化，高成长可期	Choice一致性预期
			300633.SZ	开立医疗	22.6	27.5	33.4	3.3	5.3	6.9	国产超声+内镜镜头，逆势加码研发与销售推动海内外份额提升	Choice一致性预期
			688212.SH	澳华内镜	8.3	10.6	13.9	0.7	1.2	2.0	国产内镜龙头，AQ-300进入放量期，市占率持续提升	Choice一致性预期
		血制品	600161.SH	天坛生物	61.3	72.3	84.2	13.9	16.7	19.5	采浆规模业内领先，层析静丙放量可期	国投证券预测
			000403.SZ	派林生物	29.4	34.7	39.2	7.9	9.3	10.5	采浆与业绩双升，期待陕西国资委赋能长期发展	国投证券预测
			300294.SZ	博雅生物	18.7	20.2	22.7	5.6	6.1	7.0	华润入主赋能+非血业务剥离，静待新批浆站落地	国投证券预测
			002252.SZ	上海莱士	86.5	97.6	109.3	23.5	26.5	29.8	自产+代理驱动增长，海尔入主赋能可期	Wind一致性预期

建议关注标的汇总——基于海外市场经营数据驱动

			代码	公司	营业收入预测（亿元）			净利润预测（亿元）			核心逻辑	数据来源
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E		
基于海外市场经营数据驱动	制剂出口	新药出口	688235.SH	百济神州	259.1	334.0	407.5	-37.7	0.2	19.5	泽布替尼有望持续销售放量，Bcl-2抑制剂、BTK CDAC临床快速推进中	Choice一致性预期
			00013.HK	和黄医药	60.4	75.8	95.0	-0.6	7.1	15.3	呋喹替尼海外有望销售放量，赛沃替尼FDA申报NDA值得期待	Choice一致性预期
		仿药出口	603707.SH	健友股份	43.01	53.78	66.88	8.66	11.90	15.58	肝素原料药价格有望逐步见底；肝素制剂稳定放量，新品制剂放量值得静待，推动海外制剂业务快速增长	Choice一致性预期
		疫苗出口	300601.SZ	康泰生物	30.9	36.4	42.1	6.1	7.6	9.8	Q3业绩环比改善，期待出海逐步贡献增量	国投证券预测
			603392.SH	万泰生物	27.2	50.4	95.3	5.6	14.8	39.3	积极开拓国际市场，静候国内九价HPV疫苗上市	Wind一致性预期
			300142.SZ	沃森生物	31.1	35.0	36.8	4.0	5.6	6.9	国内疫苗企业出海引领者，24H1海外收入大幅提升	Wind一致性预期
	器械出口	家用器械出口	002223.SZ	鱼跃医疗	81.4	93.3	106.9	20.2	23.2	27.1	国产家用器械龙头，疫情与非经常项基数出清，出海发力	Choice一致性预期
			301367.SZ	怡和嘉业	9.3	11.7	14.2	2.1	2.8	3.5	海外呼吸机渠道库存出清，业绩改善	Choice一致性预期
			301363.SZ	美好医疗	16.5	20.5	25.4	3.9	4.9	6.1	海外呼吸机渠道库存出清，新业务看点丰富	Choice一致性预期
			300298.SZ	三诺生物	43.9	49.6	56.7	3.7	4.8	6.0	海外CGM注册加速，CGM全球大市场空间可观	Choice一致性预期
		内镜耗材	688029.SH	南微医学	28.2	33.7	40.6	5.9	7.2	8.7	集采影响陆续出清中，海外保持较快增长	Choice一致性预期
			688581.SH	安杰思	6.6	8.8	11.7	2.7	3.5	4.5	集采影响陆续出清中，海外保持较快增长	Choice一致性预期
	CXO服务出口	CXO	603259.SH	药明康德	390.38	450.30	519.87	91.07	105.16	122.04	整体订单持续复苏，TIDES业务持续高景气，公司未来业绩有望边际改善	国投证券预测
			2269.HK	药明生物	181.21	205.42	235.14	33.92	40.17	47.39	未完成订单较为充裕，驱动公司持续稳健发展	iFinD一致性预期
			002821.SZ	凯莱英	59.20	69.65	80.34	9.89	11.61	13.32	新签订单保持良好态势，多肽业务持续获得中后期订单，看好公司未来业绩的边际改善	国投证券预测
			300759.SZ	康龙化成	127.32	143.05	162.29	18.09	20.04	22.10	得益于海外客户需求的复苏和服务项目逐渐进入到中后期阶段，公司新签订单持续改善	国投证券预测
			603456.SH	九洲药业	55.50	61.88	65.66	9.72	11.20	12.04	项目管线稳健增长，加速布局TIDES业务，静待公司有业绩边际改善	Choice一致性预期

建议关注标的汇总——基于海外市场的事件驱动

			代码	公司	营业收入预测（亿元）			净利润预测（亿元）			核心逻辑	数据来源
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E		
基于海外市场的事件驱动	中国公司的海外获批	新药潜在海外获批	300558.SZ	贝达药业	30.6	37.8	46.4	5.1	7.3	9.2	恩沙替尼FDA获批在即，25年收入利润双重改善值得期待	国投证券预测
			688192.SH	迪哲医药	4.8	10.4	18.4	-8.2	-5.0	-0.2	看好25年舒沃替尼、戈利昔替尼销售放量，舒沃替尼有望FDA获批	Choice一致性预期
			06990.HK	科伦博泰	17.0	17.0	25.4	-4.4	-7.1	-3.6	TROP2 ADC 海外快速推进中，未来海外获批潜力大	Choice一致性预期
			688506.SH	百利天恒	61.5	24.0	26.6	42.3	2.1	-2.4	EGFR/HER3双抗ADC海外快速推进中，未来海外获批潜力大	Choice一致性预期
			09926.HK	康方生物	27.4	46.1	67.4	-3.7	4.6	14.5	PD-1/VEGF双抗海外快速推进中，未来海外获批潜力大	国投证券预测
	中国公司的License out	新药海外BD	002317.SZ	众生药业	26.7	32.4	37.7	2.0	3.6	5.0	看好差异化GLP-1R/GIPR 双靶点减重药海外授权潜力，25年流感药获批值得期待	国投证券预测
			01801.HK	信达生物	79.5	110.4	150.6	-5.9	7.6	24.7	看好PD-1/IL-2双抗IBI363授权潜力，25年多个创新药获批值得期待	国投证券预测
			688266.SH	泽璟制药	6.2	12.2	22.2	-1.7	0.6	3.3	看好25年重组人凝血酶销售放量，PD-1/TIGIT双抗、DLL3/DLL3/CD3三抗数据披露及海外授权值得期待	国投证券预测
			688062.SH	迈威生物	3.0	11.1	20.1	-9.2	-6.3	-0.9	NECTIN-4 ADC早期数据优异，海外授权潜力大	国投证券预测
			02157.HK	乐普生物	NA	NA	NA	NA	NA	NA	TF ADC早期数据优异，海外授权潜力大	暂无
		疫苗BD	300841.SZ	康华生物	19.1	21.5	24.1	7.2	8.0	9.0	人二倍体狂苗稳健增长，诺如疫苗实现海外授权	Wind一致性预期
			688185.SH	康希诺	8.4	11.8	19.8	-4.0	-1.0	1.4	MCV4销售顺利，积极寻求PBPV全球合作	Wind一致性预期
			2480.HK	绿竹生物	0.0	0.0	5.9	-2.4	-2.9	0.3	LZ901国内III期&美国I期进行时，海外授权可期	国投证券预测

建议关注标的汇总——基于国内市场的事件驱动

			代码	公司	营业收入预测（亿元）			净利润预测（亿元）			核心逻辑	数据来源
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E		
基于国内 市场的事 件驱动	可能刺激A 股医药的 突破性技 术	技术映射	02171. HK	科济药业	4. 5	8. 3	15. 9	-19. 3	-16. 0	-9. 5	通用型CAR-T早期数据优异，未来CAR-T自身免疫疾病领域应用潜力值得静待	Choice一致性预期
			02105. HK	来凯医药	0. 0	0. 0	0. 0	-3. 4	-3. 6	-3. 7	ActRIIA单抗LAE102减脂增肌潜力值得静待	Choice一致性预期
	细分行业 政策	鼓励创新 政策	688176. SH	亚虹医药	2. 0	3. 6	6. 2	-4. 1	-3. 8	-2. 4	APL-1702有望2025年获批上市，有望满足宫颈高级别鳞状上皮内病变治疗需求	Choice一致性预期
			430047. BJ	诺思兰德	0. 6	2. 6	4. 9	-0. 5	0. 0	0. 7	NL003有望2025年获批上市，有望满足严重下肢缺血性疾病治疗需求	Choice一致性预期
			688192. SH	迪哲医药	4. 8	10. 4	18. 4	-8. 2	-5. 0	-0. 2	看好25年舒沃替尼、戈利昔替尼销售放量，舒沃替尼有望FDA获批	Choice一致性预期
		基药政策	603439. SH	贵州三力	24. 3	29. 0	34. 7	3. 5	4. 2	5. 2	核心产品开喉剑持续增长，并购整合完成多元化布局	国投证券预测
			603998. SH	方盛制药	17. 9	20. 4	23. 3	2. 5	3. 0	3. 6	医药工业平稳增长，核心品种表现亮眼	国投证券预测
			600557. SH	康缘药业	48. 0	54. 5	61. 2	5. 7	6. 6	7. 4	核心品种医保解限，中药创新研发能力领先	国投证券预测
			600572. SH	康恩贝	70. 1	78. 6	88. 3	7. 1	8. 1	9. 2	大品牌大品种战略&并购工作持续推进，有望受益于基药目录调整	国投证券预测
		国企改革	000999. SZ	华润三九	267. 8	298. 2	332. 1	34. 3	39. 4	45. 1	国企改革进入长效增长阶段，并购整合能力较强	国投证券预测
			600750. SH	江中药业	42. 1	46. 9	52. 3	8. 2	9. 2	10. 3	内生+外延双轮驱动，并购整合能力较强	国投证券预测
			600572. SH	康恩贝	70. 1	78. 6	88. 3	7. 1	8. 1	9. 2	大品牌大品种战略&并购工作持续推进，十五五规划积极谋划中	国投证券预测
		医保回款 政策	601607. SH	上海医药	2, 888 . 3	3, 216 . 1	3, 567 . 3	50. 0	55. 4	61. 3	工商业经营稳健，创新业务发力，医保预付金制度有望驱动回款加速	国投证券预测
			600511. SH	国药股份	525. 0	563. 1	605. 7	22. 0	23. 8	25. 9	医药商业稳健增长，医保预付金制度有望驱动回款加速	国投证券预测
	公卫事件	公共卫生	688253. SH	英诺特	7. 9	10. 6	13. 6	3. 8	5. 1	6. 6	呼吸道传染病高峰期将至，检测渗透率有望提升	Choice一致性预期
			688289. SH	圣湘生物	15. 2	20. 4	25. 6	3. 1	4. 6	6. 2	呼吸道传染病高峰期将至，检测渗透率有望提升	Choice一致性预期
			300482. SZ	万孚生物	31. 9	38. 7	46. 7	6. 5	8. 0	9. 9	呼吸道传染病高峰期将至，检测渗透率有望提升	Choice一致性预期
			600276. SH	恒瑞医药	267. 0	306. 2	354. 3	58. 6	66. 9	77. 6	看好25年多个创新药的上市获批以及销售放量	国投证券预测
	新品获批	新药上市	01801. HK	信达生物	79. 5	110. 4	150. 6	-5. 9	7. 6	24. 7	看好PD-1/IL-2双抗IBI363授权潜力，25年多个创新药获批值得期待	国投证券预测
			688617. SH	惠泰医疗	21. 4	28. 1	37. 0	7. 1	9. 4	12. 4	国产电生理器械龙头，PFA放量潜力可期，出海驱动远期成长	Choice一致性预期

1

医药板块年初至今涨幅一般，历史底部蓄势待发

2

行业短期承压，静待后续基本面改善

- 医保：收入支出持续增长，医保+商保一站式结算值得静待
- 营收利润：跌幅收窄，后续回升可期
- 投融资：2024Q3全球市场创新药投融资环比略有改善
- 政策：以鼓励医药创新为核心

3

2025年具体方向：四象限选股——国内VS出海、经营数据驱动VS事件驱动

- 方向1：基于国内市场经营数据驱动
- 方向2：基于海外市场经营数据驱动
- 方向3：基于海外市场的事件驱动
- 方向4：基于国内市场的事件驱动

4

建议关注标的

5

风险提示

风险提示

- 海外地缘政治风险，导致创新药、CXO、器械等细分领域出海不及预期的风险；
- 集采进一步扩容，导致药品、器械等细分领域降价压力提升的风险；
- 创新药、创新器械等研发失败的风险；
- 药品、器械等销售放量不及预期的风险；
- 生物医药行业投融资恢复不及预期的风险；
- 相关假设及预测不及预期的风险

行业评级

□ 收益评级:

领先大市—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%以上;

同步大市—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%;

落后大市—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%以上;

□ 风险评级:

A —正常风险, 未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动;

B —较高风险, 未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动;

□ 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

□ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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，并注明出处为“国投证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司地址

国投证券证券研究所

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路119号安信金融大厦33楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路168号国投大厦28层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮 编： 100034