

# 【医药新周期：2025年产业十大判断】

## 2025年医药生物年度策略

张金洋 分析师 执业证书编号：S0680519010001	邮箱：zhangjinyang@gszq.com
胡偌碧 分析师 执业证书编号：S0680519010003	邮箱：huruobi@gszq.com
杨 芳 分析师 执业证书编号：S0680522030002	邮箱：yangfang@gszq.com
陈欣黎 分析师 执业证书编号：S0680523060004	邮箱：chenxinli@gszq.com
宋 歌 分析师 执业证书编号：S0680523120002	邮箱：songge@gszq.com
徐雨涵 分析师 执业证书编号：S0680524040006	邮箱：xuyuhan@gszq.com
陶宸冉 研究助理 执业证书编号：S0680123070012	邮箱：taochenran@gszq.com

## 一、新周期下的分析框架更新

【判断1】医药新周期：结构性时代继续，支付端有望改善

## 二、总量控制下的新周期选股

### 1、预期改善

【判断2】商业健康险：有望成为改善支付端的慢变量

【判断3】重组整合：政策周期再起，国改整合共振

【判断4】CRO、消费医疗、基药有望受益于大环境和政策的改善

【判断5】医疗器械：部分细分&公司有边际改善的潜力

### 2、中国超市

【判断6】中国超市：国产创新药对外输出产业拐点，license out持续兑现

### 3、创新浪潮

【判断7】PD-1双抗：PD-1 PLUS产业突变等待数据印证

【判断8】TCE双抗：实体瘤和自免两条线升级，催化不断

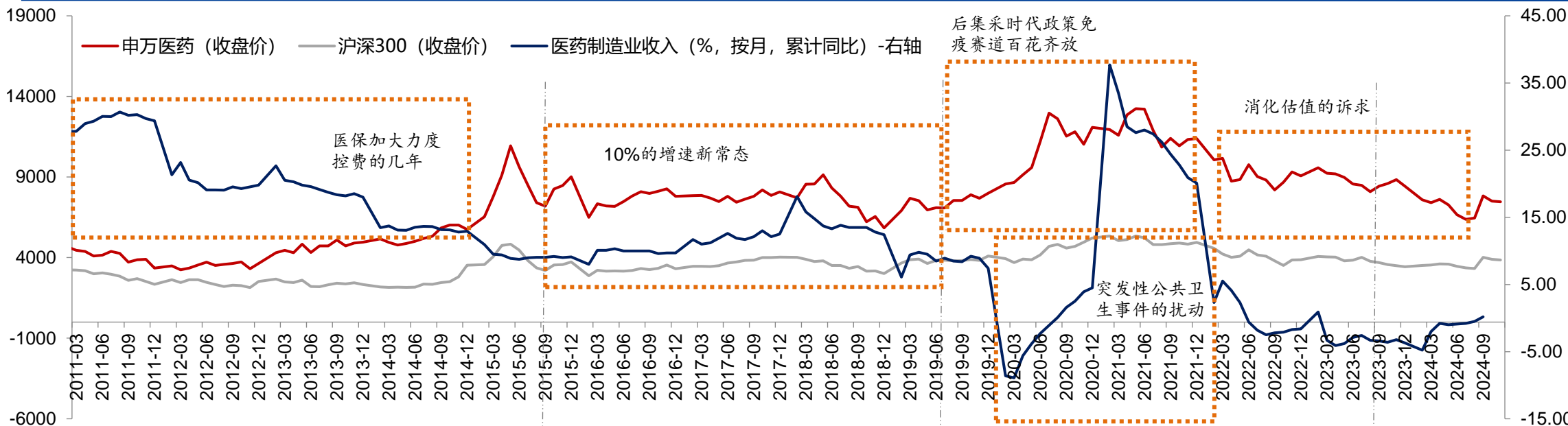
【判断9】GLP-1升级版层出不穷：口服开启减肥药下一个新纪元

【判断10】AI医疗：产业革命期，国内快速跟随

## 三、个股推荐及逻辑：深挖个股景气阿尔法

# 【判断1】医药新周期：结构性时代继续，支付端有望改善

图表1：医药制造业收入（%）VS申万医药（收盘价）VS沪深300（收盘价）及医药行业历史复盘（2011.01.01-2024.11.25-医药制造业增速更新至9月）



预计医药新周期即将开启！

	2011-2015【调结构开始】	2015-2018【供给侧改革】	2019-2023【资本市场供给大繁荣】	2023-【总量控制】
产业	支付端	第一轮控费接近尾声，2018年开启 <b>大医保局主动支付</b> 时代，结构性控费	主动支付持续强化的五年	总量控制下的主动支付进一步强化+经济压力带来的自付收紧 商保或成为改善支付端的慢变量
	供给侧	药监局主导的 <b>供给侧改革开启</b> （药审改革、一致性评价、鼓励创新）	供给侧改革大政方针持续落地	优质供给加速（鼓励创新），低质供给出清
	需求端	许多诊疗需求不能被满足	诊疗需求各种可及性提升	老龄化需求+新需求升级
资本市场	扰动项	2018年开始 <b>集采周期</b> 的扰动	2020-2022 <b>特殊宏观环境</b> 是最大的扰动项	医药反腐有扰动，但最差时候已经过去，后续常态化
	标的供给	二级市场非药标的开始增多	新兴细分领域上市公司越来越多	标的供给潮已经过去
	资金流向	私募基金大发展的时代	医药主题基金规模持续稳定	医药主题基金持续寻求结构腾挪配置，全行业基金成重要边际扰动

资料来源：wind，安徽省卫生健康委员会，中国证券投资基金业协会，人民政协网，中国政府网，国盛证券研究所

# 【判断1】医药新周期：结构性时代继续，支付端有望改善

医药当下的两个最主要矛盾是医保支付端压力vs老龄化加速，自付需求VS宏观支付压力，但2025年值得注意的是商保可能成为支付端改善的变量。在总量控制和主动支付的大背景下，医药分化依然是主旋律，我们从**预期改善**、**中国超市**和**创新浪潮**3个方向挖掘2025年的机会。

图表2：医药新周期选股框架



资料来源：国盛证券研究所

## 一、新周期下的分析框架更新

【判断1】医药新周期：结构性时代继续，支付端有望改善

## 二、总量控制下的新周期选股

### 1、预期改善

【判断2】商业健康险：有望成为改善支付端的慢变量

【判断3】重组整合：政策周期再起，国改整合共振

【判断4】CRO、消费医疗、基药有望受益于大环境和政策的改善

【判断5】医疗器械：部分细分&公司有边际改善的潜力

### 2、中国超市

【判断6】中国超市：国产创新药对外输出产业拐点，license out持续兑现

### 3、创新浪潮

【判断7】PD-1双抗：PD-1 PLUS产业突变等待数据印证

【判断8】TCE双抗：实体瘤和自免两条线升级，催化不断

【判断9】GLP-1升级版层出不穷：口服开启减肥药下一个新纪元

【判断10】AI医疗：产业革命期，国内快速跟随

## 三、个股推荐及逻辑：深挖个股景气阿尔法

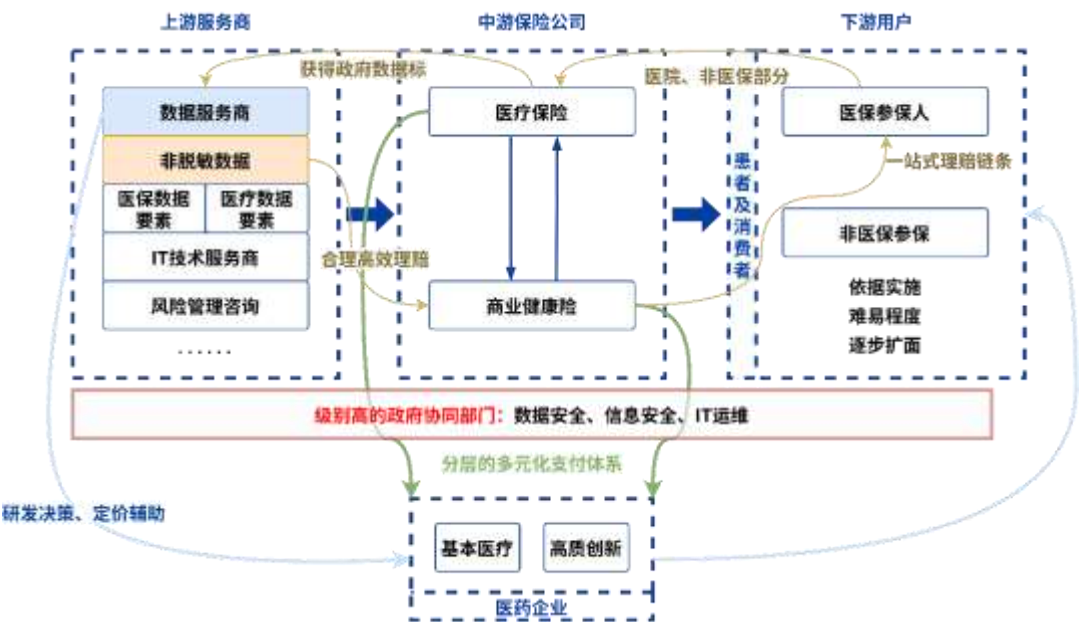
# 【判断2】商业健康险：有望成为改善支付端的慢变量

商保发展受限，信息不对称是核心问题。尽管近年来商业健康险的增长势头迅猛，赔付规模在2015至2022年间增长了近五倍，但在我国，它仍未能成为医保之外的另一大医疗支付支柱。以最具潜力的创新药领域为例，根据《中国商业健康险创新药支付白皮书

(2024)》的研究，2023年商业健康险对创新药的支付仅占创新药市场总规模的5.3%。

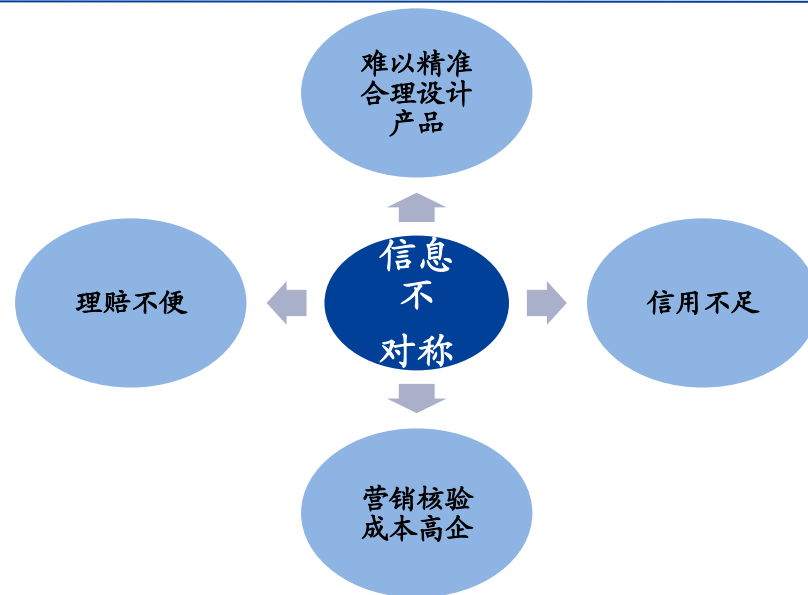
信息不对称问题已成为商业健康险发展的主要障碍。它不仅影响了保险产品的定价和设计，还加剧了信用不足的问题，导致保险公司与参保人之间的信任缺失。此外，信息不对称还导致了营销核验成本的增加和理赔流程的不便，进一步限制了商业健康险的发展。

图表4：商业健康险产业链展望



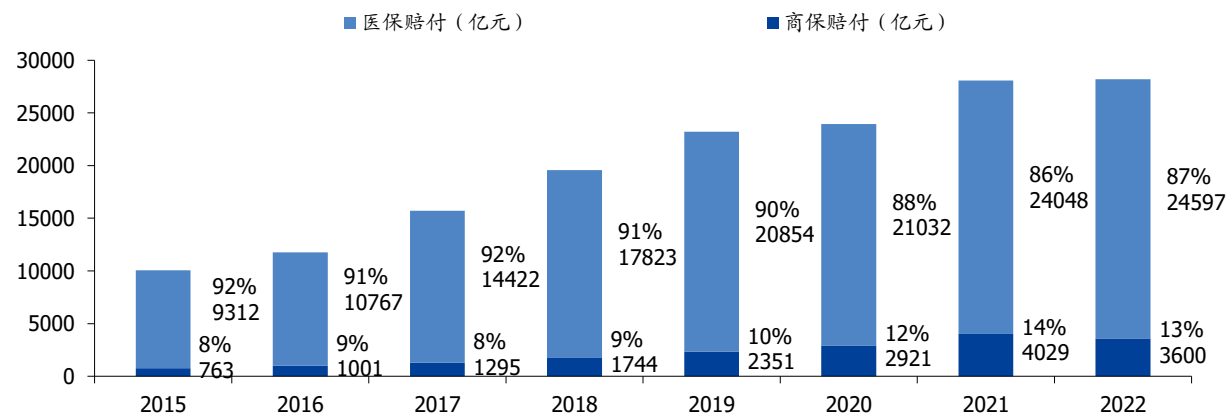
资料来源：中国医疗保险，前瞻产业研究院，国盛证券研究所

图表3：商业健康险受制于信息不对称，难以有效满足群众多层次的医疗保障需求，限制了其发展



资料来源：中国医疗保险，国盛证券研究所

图表5：长久以来，我国商保发展有限，医疗支付主要由医保独自支撑

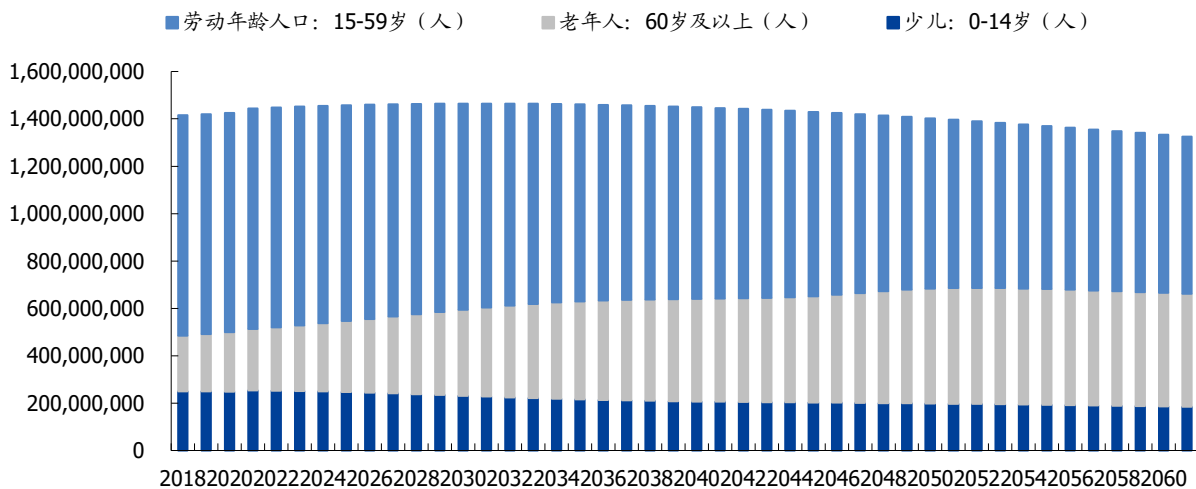


资料来源：国家金融监督管理总局，wind，国家统计局，国盛证券研究所

# 【判断2】商业健康险：有望成为改善支付端的慢变量

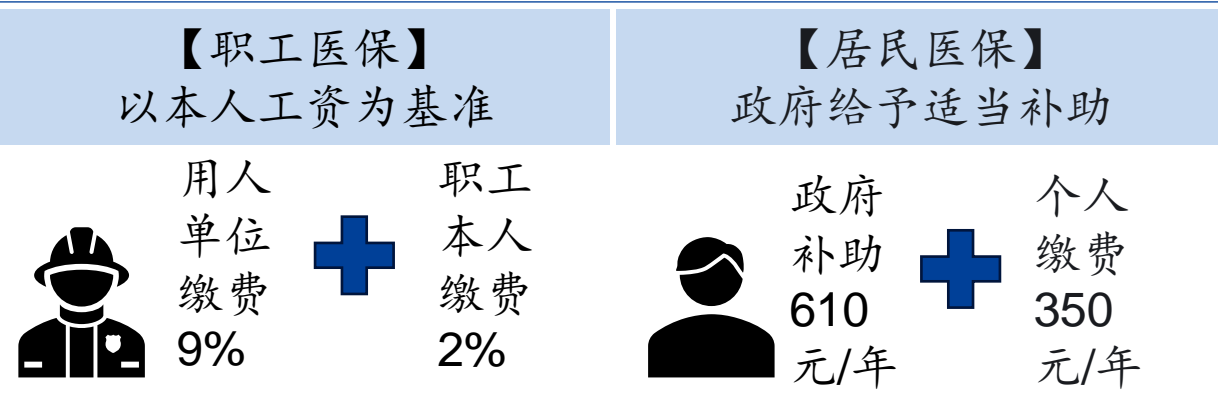
随社会老龄化加深，医保基金收入增长乏力，国内医疗卫生总需求呈增长态势，医保潜在压力越来越大。中央及医保局等多次公开表态，推进多元化支付、强调商保地位、部署医保数据资源开发利用。**综上，商保发展箭在弦上。**

图表6：中国人口结构老龄化加剧



资料来源: wind, OECD, 国盛证券研究所

图表7：医保筹资来源构成



资料来源: 央视新闻, 国家医保局, 上海政府, 国盛证券研究所; 注: 职工医保比例以上海市为例

图表8：多元化医疗支付、医保数据要素及公共数据要素相关官方表述

日期	事件描述
2020/3/5	中共中央在《关于深化医疗保障制度改革的意见》中提出，“到2030年，全面建成以基本医疗保险为主体，医疗救助为托底，补充医疗保险、 <b>商业健康险</b> 、慈善捐赠、医疗互助共同发展的医疗保障制度体系”
2022/4/27	国务院发布《“十四五”国民健康规划》，指出“鼓励保险机构开展管理式医疗试点，建立健康管理组织，提供健康保险、健康管理、医疗服务、长期照护等服务”，“搭建高水平公立医院及其特需医疗部分与保险机构的对接平台，促进医、险定点合作”，鼓励医疗 <b>医药行业与保险行业</b> 协同发展。
2022/12/2	《数据二十条》新政发布，完善数据产权界定、数据市场体系建设等制度和政策。
2023/1/12	全国医疗保障工作会议于北京召开，提出利用大数据赋能医保改革发展，发挥全国统一医保信息平台作用。
2023/7/24	国家卫健委、发改委等部门联合发布《关于印发深化医药卫生体制改革2023年下半年重点任务的通知》指出，“发展 <b>商业医疗保险</b> ，重点覆盖基本医保不予支付的费用”，对商业健康险的覆盖内容提出明确要求。
2023/7/28	2023年7月，上海市医保局等七部门联合发布《上海市进一步完善 <b>多元支付机制</b> 支持创新药械发展的若干措施》，从地方层面出发，推动创新药械多元支付机制形成。
2024/7/2	国家数据局计划今年推出8项制度文件，涉及数据产权、数据流通、收益分配、安全治理等。
2024/10/14	中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于加快公共数据资源开发利用的意见》， <b>中央层面首次系统部署公共数据资源开发利用</b> 。
2024/11/7	国家医保局召开 <b>医保平台数据赋能商业健康险发展</b> 座谈会，副局长黄华波将全国统一医保平台和大数据定义为重要的公共资源。
2024/11/19	中国医疗保险官方公众号发布文章《推动“ <b>医保+商保</b> ”一站式结算的思考》。

资料来源: 中国政府网, 国家医疗保障局, 体制改革司, 上海医保, 中国医疗保险, 国盛证券研究所

# 【判断2】商业健康险：有望成为改善支付端的慢变量

选股思路：关注国资背景医保数据服务商、商业公司、可能产生产品的公司。重点推荐**国新健康**、**久远银海**，关注**万达信息**等。

图表9：医保商保一体化标的

医保数据服务商							商业公司						
公司	代码	实控人	总市值	2024年营收E	2024年归母E	PE-24	公司	代码	实控人	总市值	2024年营收E	2024年归母E	PE-24
国新健康	000503.SZ	国务院国有资产监督管理委员会	124	4.03	-0.56	-	上海医药	601607.SH	上海市国有资产监督管理委员会	816	2,819.62	50.54	16
久远银海	002777.SZ	中国工程物理研究院	80	14.89	1.81	44	国药股份	600511.SH	国务院国有资产监督管理委员会	261	523.43	22.17	12
山大地纬	688579.SH	山东大学	40	6.32	0.97	41	中国医药	600056.SH	国务院国有资产监督管理委员会	172	-	-	-
中科江南	301153.SZ	广州市人民政府国有资产监督管理委员会	99	9.48	2.03	49	国药一致	000028.SZ	国务院国有资产监督管理委员会	162	769.10	14.53	11
易联众	300096.SZ	周口市财政局(周口市国有资产监督管理局)	15	-	-	-	重药控股	000950.SZ	重庆市人民政府国有资产监督管理委员会	96	821.49	6.60	15
卫宁健康	300253.SZ	王英,周炜	165	34.94	4.66	35	一致B	200028.SZ	国务院国有资产监督管理委员会	74	769.10	14.53	5
用友网络	600588.SH	王文京	431	109.74	-0.30	-	南京医药	600713.SH	南京市人民政府国有资产监督管理委员会	68	-	-	-
万达信息	300168.SZ	-	124	-	-	-	英特集团	000411.SZ	浙江省人民政府国有资产监督管理委员会	57	-	-	-
东软集团	600718.SH	-	123	121.79	3.01	41	嘉事堂	002462.SZ	中华人民共和国中央人民政府	39	-	-	-
创业慧康	300451.SZ	-	79	18.08	1.90	41	浙江震元	000705.SZ	绍兴市人民政府国有资产监督管理委员会	28	-	-	-
华平股份	300074.SZ	叶顺彭	25	-	-	-	商业健康险						
商业健康险中介							公司	代码	实控人	总市值	2024年营收E	2024年归母E	PE-24
思派健康	0314.HK	-	45	-	-	-	中国人寿	601628.SH	中华人民共和国财政部	11670	6,631.26	977.59	12
							中国人保	601319.SH	中华人民共和国财政部	3144	6,126.34	390.60	8
							新华保险	601336.SH	中华人民共和国中央人民政府	1435	1,043.92	212.62	7

资料来源：wind，国盛证券研究所；总市值为2024.11.26收盘市值，盈利预测均为wind一致预期；单位：亿元

## 一、新周期下的分析框架更新

【判断1】医药新周期：仍然是结构性时代，支付端有望改善

## 二、总量控制下的新周期选股

### 1、预期改善

【判断2】商业健康险：有望成为改善支付端的慢变量

【判断3】重组整合：政策周期再起，国改整合共振

【判断4】CRO、消费医疗、基药有望受益于大环境和政策的改善

【判断5】医疗器械：部分细分&公司有边际改善的潜力

### 2、中国超市

【判断6】中国超市：国产创新药对外输出产业拐点，license out持续兑现

### 3、创新浪潮

【判断8】PD-1双抗：PD-1 PLUS产业突变等待数据印证

【判断7】TCE双抗：实体瘤和自免两条线升级，催化不断

【判断9】GLP-1升级版层出不穷：口服开启减肥药下一个新纪元

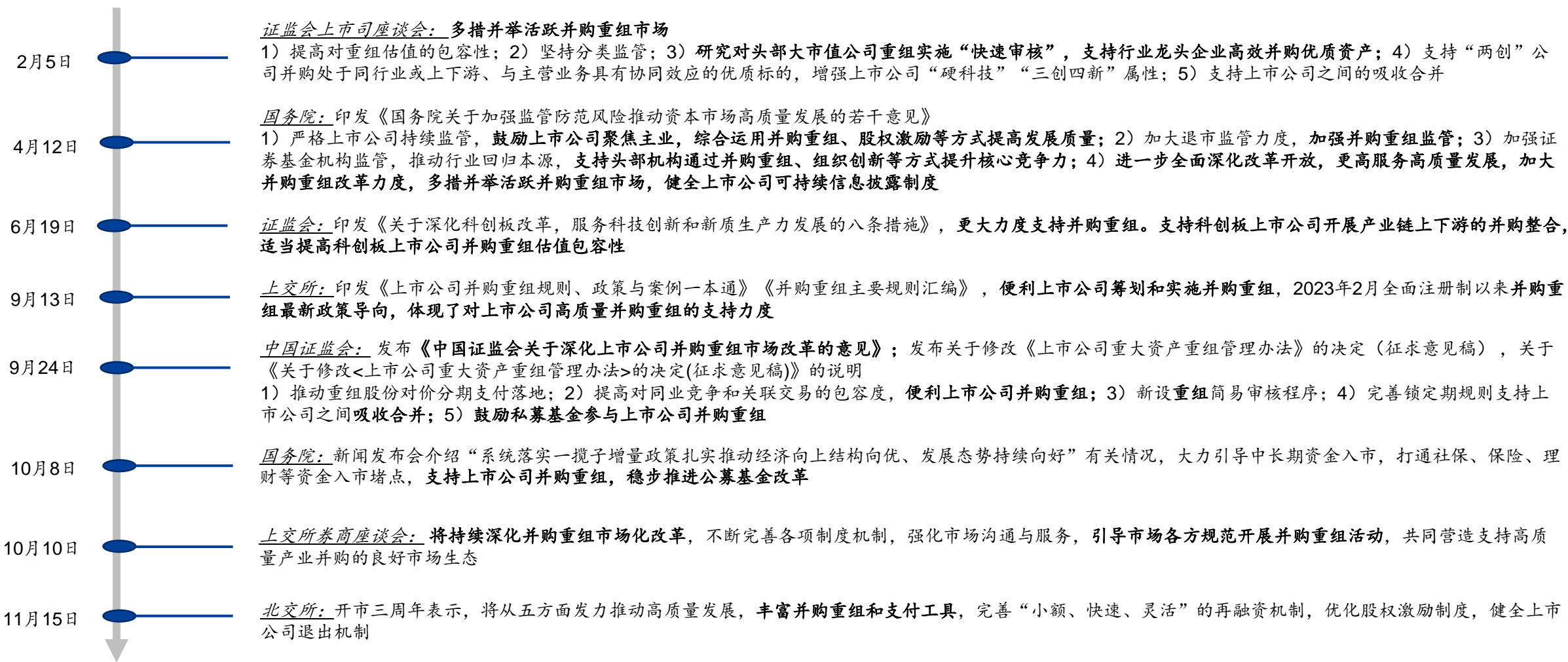
【判断10】AI医疗：产业革命期，国内快速跟随

## 三、个股推荐及逻辑：深挖个股景气阿尔法

# 【判断3】重组整合：政策周期再起，国改整合共振

政策周期再起，国改整合共振。今年以来，各部委持续推进重组整合落地，陆续出台相关政策方案，建议持续关注后续政策推进节奏。我们将并购整合相关政策梳理如下：

图表10：今年以来政策底并购重组重要性不断提升

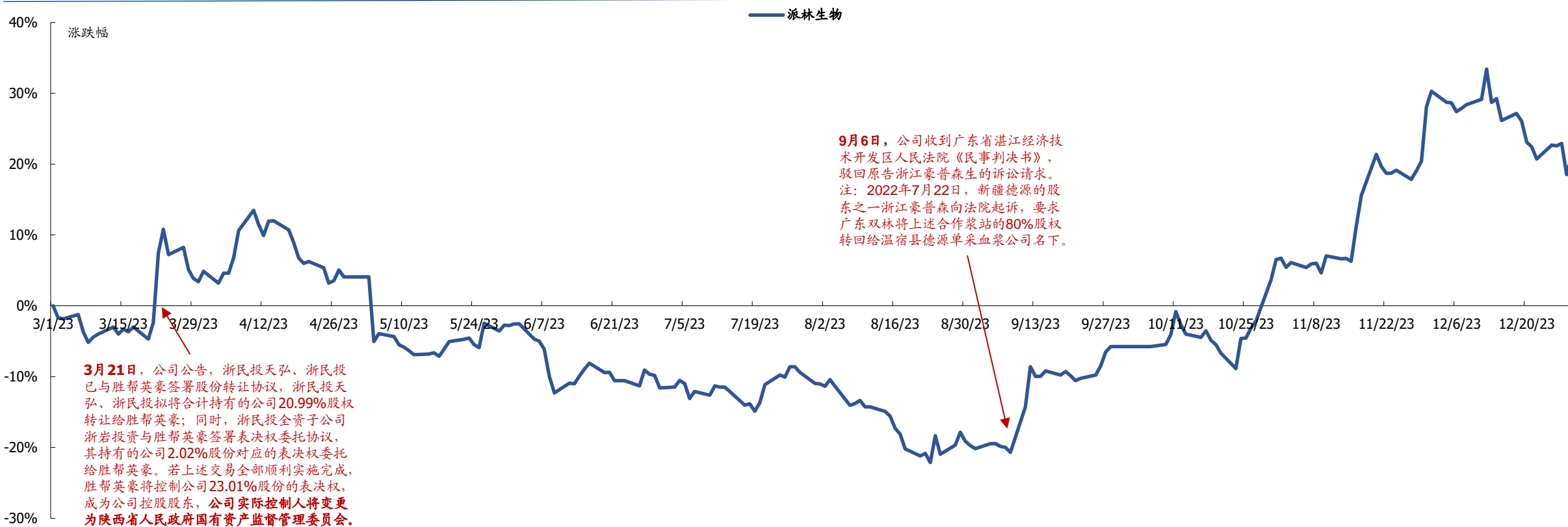


# 【判断3】重组整合：政策周期再起，国改整合共振

国企的整合改善和大集团小公司平台化整合逻辑市场反馈剧烈：重组整合类事件对资本市场刺激明显，其中，国企的整合改善和大集团小公司平台化整合逻辑市场反馈更为剧烈，我们看好这两类逻辑对公司的正向催化与持续演绎，建议积极关注。重点推荐**浩欧博**，关注**新诺威**、**华润双鹤**、**万东医疗**等。

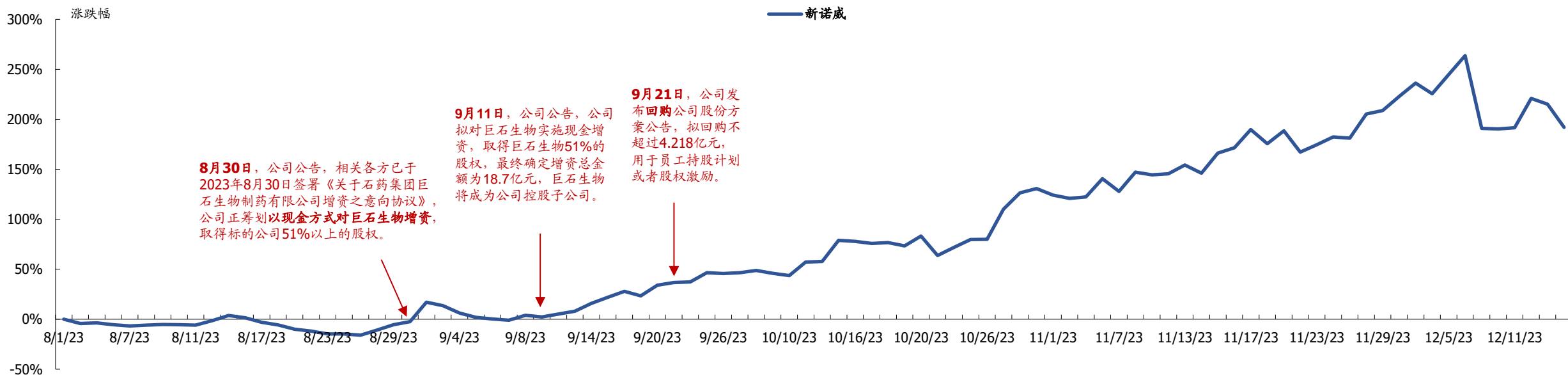
- **国改代表——派林生物**：2023年3月21日，公司公告，浙民投天弘、浙民投已与胜帮英豪签署股份转让协议，公司实际控制人将变更为陕西省国资委，股价次日反馈强烈；9月6日，公司收到驳回原告浙江豪普森诉讼请求的判决书，股权转让事项有望顺利开展，开启公司新一轮上涨行情。
- **大集团小公司整合代表——新诺威、浩欧博**：1) 新诺威：2023年8月30日，公司公告正筹划以现金方式对巨石生物增资，取得标的公司51%以上的股权，股价次日涨停并带动持续3个月的行情；2) 浩欧博：2024年10月23日，控股股东海瑞祥天筹划公司股份转让事项，公告停牌，10月30日公告，股份转让详情，交易完成后，公司将成为中国生物制药在A股控股的第一家上市子公司，截至11月25日，公司股价较9月2日上涨超500%。

图表11：派林生物股价复盘

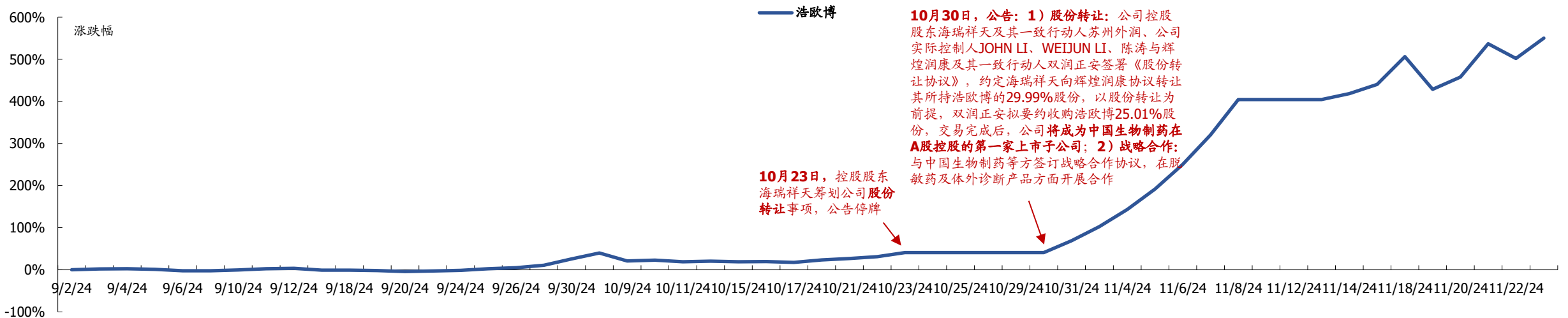


# 【判断3】重组整合：政策周期再起，国改整合共振

图表12：新诺威股价复盘



图表13：浩欧博股价复盘



资料来源：wind，公司公告，浩欧博投资者交流问答，国盛证券研究所

# 【判断3】重组整合：政策周期再起，国改整合共振

图表14：2022年至今医药公司重组并购时间整理

公司	时间	事件
昆药集团	2024/11/21	公司拟与控股股东华润三九签署股权转让协议，以自有或自筹资金人民币17.91亿元收购华润三九持有的华润圣火51%股权。
浩欧博	2024/10/30	公告：1) 股份转让：公司控股股东海瑞祥天及其一致行动人苏州外润、公司实际控制人JOHN LI、WEIJUN LI、陈涛与辉煌润康及其一致行动人双润正安签署《股份转让协议》，约定海瑞祥天向辉煌润康协议转让其所持浩欧博的29.99%股份，以股份转让为前提，双润正安拟要约收购浩欧博25.01%股份，交易完成后，公司将成为中国生物制药在A股控股的第一家上市子公司。
江中药业	2024/10/26	公司以8612万元购买控股股东华润江中制药集团有限责任公司所持有的江西江中中药饮片有限公司51%股权，资金来源为公司自有资金。
阿拉丁	2024/10/25	公司拟使用自有资金以88.89万欧元对neoLab Migge GmbH进行增资，增资完成后，公司将持有标的公司10%的股权，neoLab Migge GmbH将作为阿拉丁的经销商在德国及欧洲销售阿拉丁产品。
阿拉丁	2024/10/17	公司全资孙公司Aladdin Technology Limited (阿拉丁爱尔兰) 拟使用自有资金，以2.85万欧元收购股东UNA Management GmbH持有的UNA 589.Equity Management GmbH100%股权。
新里程	2024/10/16	公司拟以自有资金或自筹资金向新里程康养收购其持有的标的公司100%股权，收购价格为3.2亿元人民币。
天坛生物	2024/8/31	公司控股子公司成都蓉生拟以1.85亿美元总金额收购CSL亚太全资子公司中原瑞德100%股权，其中股权收购对价1.378亿美元，剩余款项0.472亿美元由成都蓉生向中原瑞德提供借款，用于偿还CSL亚太对中原瑞德的股东借款。
双成药业	2024/8/28	上市公司拟通过发行股份及支付现金的方式向奥拉投资、WinAiming等25名交易对方发行股份及支付现金购买其合计所持有的奥拉股份100%股份并向不超过35名特定投资者募集配套资金。
天士力	2024/8/24	天士力拟通过全资控股公司天士力(香港)医药投资有限公司以自有资金500万美元认购脑动极光医疗科技有限公司香港联合交易所上市首股份。
九强生物	2024/8/23	全资子公司迈新生物为适应并推动公司整体发展战略，优化公司的产业布局，拟使用自有资金288.5万元收购林齐心先生持有的迈新美国控股子公司Lumatas Biosystems Inc.的全部50万股股份。
华润三九	2024/8/5	公司公告，拟以支付现金的方式向天士力集团及其一致行动人合计购买其所持有的天士力28%股份。交易完成后，天士力控股股东将由天士力集团变更为华润三九，天士力的实际控制人将变更为中国华润。
爱尔眼科	2024/7/29	公司7月29日召开第六届董事会第二十五次会议，审议通过《关于收购虎门爱尔、运城爱尔等35家医院部分股权的议案》，本次交易以自有资金支付，交易合计金额为8.98亿元。
博雅生物	2024/7/17	公司使用自有资金人民币18.2亿元协议受让GREEN CROSS HK HOLDINGS LIMITED (绿十字香港控股有限公司) 100%股权，从而间接收购境内血液制品主体绿十字(中国)生物制品有限公司。
惠泰医疗	2024/3/25	全资子公司湖南埃普特系湖南瑞康通股东，持有湖南瑞康通30.9091%的股权。湖南瑞康通股东曾箴拟将其持有的10.0699%湖南瑞康通股权转让给公司实际控制人之一成灵，转让金额为1913万元；湖南瑞康通股东姜泽华拟将其持有的1.4136%湖南瑞康通股权转让给上海惠川，转让金额为268.58万元。交易完成后，埃普特持有上海瑞康通30.8839%股权，并通过上海瑞康通间接持有湖南瑞康通的股权。上海瑞康通和湖南瑞康通均为埃普特参股公司。
阿拉丁	2024/3/19	拟使用银行贷款和自筹资金，以人民币1.81亿元收购上海源叶生物51.00%股权。
华润双鹤	2024/2/24	收购华润紫竹100%股权
九强生物	2024/2/22	全资子公司迈新生物认购厦门龙进生物科技有限公司25.21%股权
迈瑞医疗	2024/1/29	公司拟通过全资子公司深迈控以协议转让方式收购深圳惠泰医疗器械股份有限公司1412万股股份，占惠泰医疗总股本的21.12%，转让金额合计为66.52亿元。交易完成后，深迈控将直接持有惠泰医疗21.12%股份，深迈控及其一致行动人珠海彤昇合计持有惠泰医疗24.61%股份，惠泰医疗控股股东将变更为深迈控，实际控制人将变更为李西廷和徐航。
江中药业	2023/11/25	江中药业拟购买江中医投所持有的江中昌润100%股权及江中本草100%股权。其中：以593.68万元的交易价款购买江中昌润100%股权，以754.01万元的交易价款购买江中本草100%股权，资金来源为公司自有资金。
华润双鹤	2023/9/28	收购天安药业89.681%股权
新诺威	2023/9/11	公司拟对巨石生物实施现金增资，取得巨石生物51%的股权，最终确定增资总金额为18.7亿元，巨石生物将成为公司控股子公司。
迈瑞医疗	2023/7/31	公司拟通过全资子公司迈瑞全球(香港)有限公司及香港全球的全资子公司Mindray Medical Netherlands B.V. (迈瑞荷兰) 以现金形式收购由Gorka Holding GmbH持有的DiaSys Diagnostic Systems GmbH的75%股权，收购总价预计约为1.15亿欧元。
新里程	2023/3/30	公司拟向京福华越和京福华采收购相关医院股权(兰考第一医院有限公司99.9%股权、兰考东方医院有限公司99.9%股权、兰考垭阳医院有限公司99.9%股权、泗阳县人民医院有限公司81.42%股权)。
卫光生物	2023/1/10	以2,280万元的价格收购安康回天单采血浆站有限责任公司80%股权。本次交易完成后，公司将持有标的公司80%股权，标的公司将成为公司的控股子公司。
九强生物	2022/10/10	认购福州迈新生物技术开发有限公司4.45%股权，本次交易完成后，公司持股比例由95.55%提升至100%。
华润双鹤	2022/8/4	收购天东制药31.25%股权
华润双鹤	2022/8/2	收购神舟生物50.11%的股权
天坛生物	2022/7/30	公司拟以不高于经国资备案的评估值作价，现金出资不超过6,497.63万元收购山东泰邦持有的西安回天35%股权，收购完成后向西安回天现金增资不超过1.467亿元，收购及增资完成后，天坛生物共持有西安回天63.6962%股权。
惠泰医疗	2022/6/15	拟使用自有资金5.857亿元两步收购控股子公司上海宏桐少数股东合计持有的上海宏桐37.33%股权。本次收购完成后，公司将持有上海宏桐100%股权。
华润三九	2022/5/6	公司以支付现金的方式向华立医药集团有限公司、华立集团股份有限公司合计购买其所持有的昆药集团28%股份，昆药集团控股股东由华立医药变更为华润三九。
九强生物	2022/2/25	以400万元受让夏志慧、王英合计持有的武汉汇海医药科技发展有限公司75%股权。

资料来源：各公司公告，各公司投资者交流问答，国盛证券研究所

## 一、新周期下的分析框架更新

【判断1】医药新周期：仍然是结构性时代，支付端有望改善

## 二、总量控制下的新周期选股

### 1、预期改善

【判断2】商业健康险：有望成为改善支付端的慢变量

【判断3】重组整合：政策周期再起，国改整合共振

【判断4】CRO、消费医疗、基药有望受益于大环境和政策的改善

【判断5】医疗器械：部分细分&公司有边际改善的潜力

### 2、中国超市

【判断6】中国超市：国产创新药对外输出产业拐点，license out持续兑现

### 3、创新浪潮

【判断7】PD-1双抗：PD-1 PLUS产业突变等待数据印证

【判断8】TCE双抗：实体瘤和自免两条线升级，催化不断

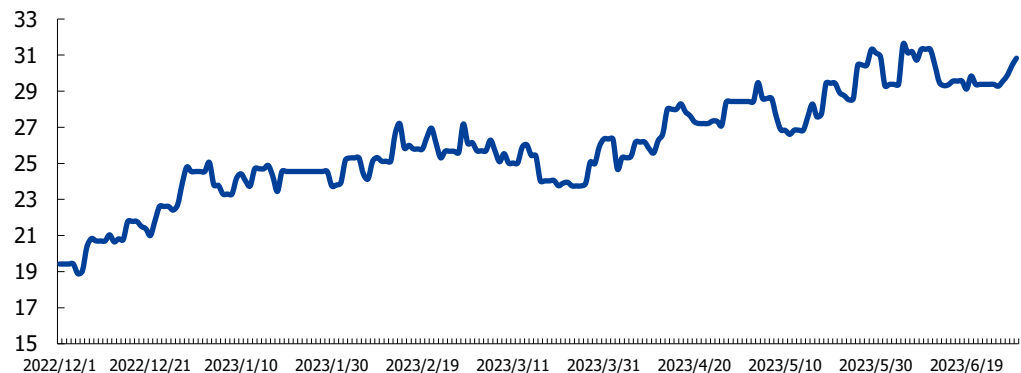
【判断9】GLP-1升级版层出不穷：口服开启减肥药下一个新纪元

【判断10】AI医疗：产业革命期，国内快速跟随

## 三、个股推荐及逻辑：深挖个股景气阿尔法

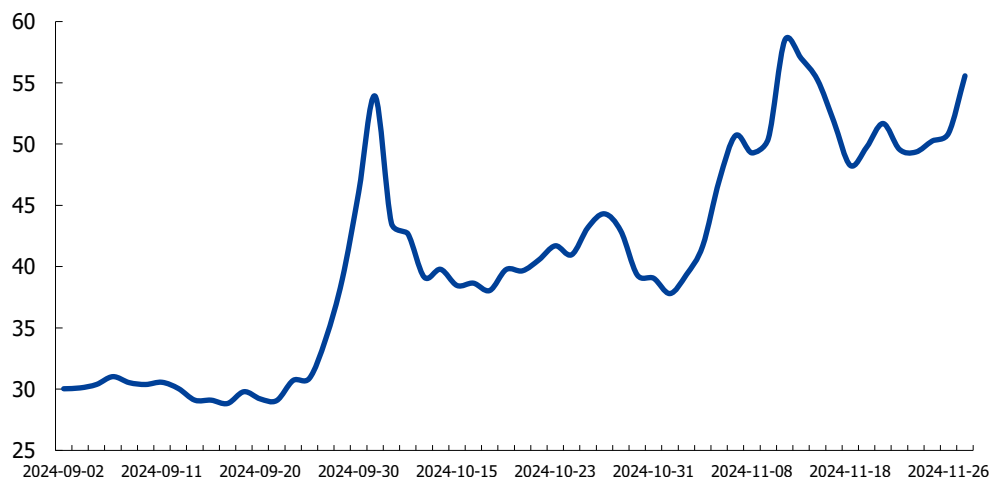
# 【判断4】CRO、消费医疗、基药有望受益于大环境和政策的改善

图表15: 2022.12-2023.06 恩华药业股价走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表16: 2024.09.02-2024.11.27 普瑞眼科股价走势



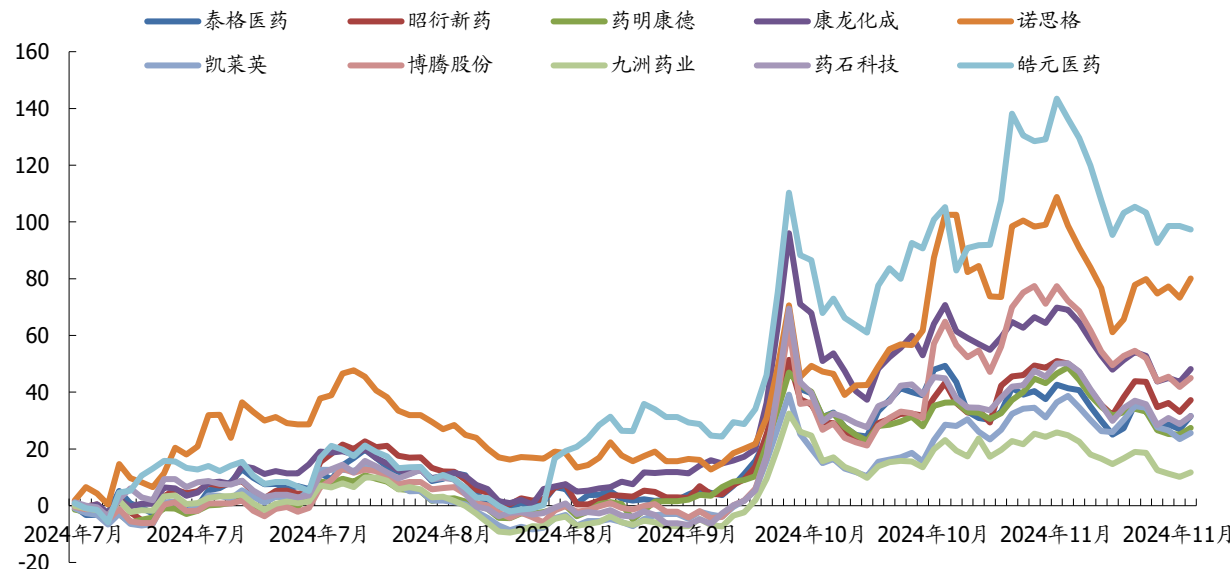
资料来源: wind, 国盛证券研究所

预期改善带来的脉冲式机会,表现出股价先行、基本面后验的特点,应该更多做好提前布局并特别注意两类公司。复盘恩华药业在特殊公共卫生事件管理政策放松后的股价表现,可以看出,即便业绩尚未得到正式回暖的验证,但是基于院内刚需受益的明确积极预期,股价上涨从2022年底开始启动,并且可以保持多个月的持续性。

从今年9月底以来,存在两波预期改善带来的行业性脉冲式机会,复盘CXO核心公司、以及今年9月底/11月初一揽子政策之后普瑞眼科股价走势,我们可以观察到在这种行业性的脉冲中,有两类公司的受益更为显著:

- 1) 业绩有底部边际变化趋势的标的,如普瑞眼科、皓元医药、博腾股份等;
- 2) 有强烈识别度的行业龙头,如康龙化成、药明康德、凯莱英、爱尔眼科、爱美客等。

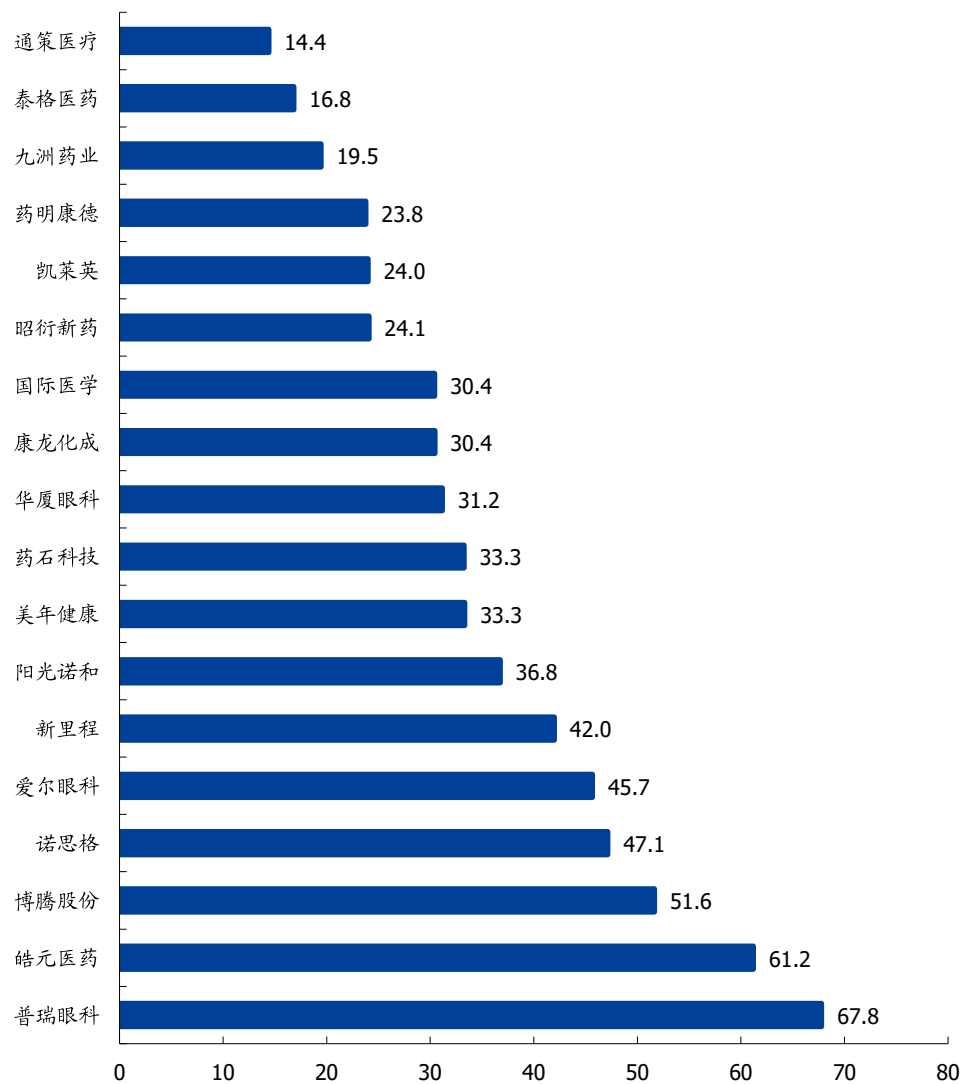
图表17: 2024.07.01-2024.11.27 CXO板块部分公司股价走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

# 【判断4】CRO、消费医疗、基药有望受益于大环境和政策的改善

图表18: 2024.09.26-2024.11.16 医疗服务&CXO板块部分公司涨幅



资料来源: wind, 国盛证券研究所

前期引爆点主要有市场政策、消费政策、订单状况的变化等, 对应到明年, 行业观测点主要包括生物安全法案变化进展; 创新药投融资变化; 减肥药产业链相关研发、订单、产能数据等因素, 同时还应提前布局12月中央经济工作会议、政治局会议、明年两会等会议的积极脉冲。随着刺激消费政策的陆续出台以及创新药全链条政策细则的逐步落实, 在2025年中, 宏观、微观状况有望陆续回暖, 从而带来新一轮预期改善机会, 而股价先行的特点依然不变, 以下标的可以重点关注:

- **CXO:** 泰格医药、诺思格、阳光诺和、药明康德、康龙化成、凯莱英、博腾股份等;
- **医疗服务:** 普瑞眼科、爱尔眼科、爱美客、华夏眼科、通策医疗、美年健康、固生堂等;
- **基药:** 贵州三力、盘龙药业、康缘药业、羚锐制药、方盛制药等。

图表19: CXO和医疗服务板块部分公司2024年业绩情况以及明年的重要观察点

		收入同比增速			归母净利润同比增速			明年重要的观察点	
		2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1	2024Q2	2024Q3		
CRO	泰格医药	-8.0%	-10.9%	-11.9%	-58.6%	-68.6%	-34.7%	美国生物安全法案变化进展; 创新药投融资变化趋势; 减肥药产业链相关研发、订单、产能数据; 临床CRO订单价格变化; 票价等配套因素。	
	昭衍新药	-12.1%	-18.4%	-15.5%	-245.0%	/	-58.0%		
	药明康德	-11.0%	-6.5%	-2.0%	-10.4%	-26.9%	-17.0%		
	康龙化成	-2.0%	0.6%	10.0%	-33.8%	101.6%	-12.6%		
	诺思格	10.2%	0.3%	12.4%	-19.9%	-38.0%	-35.0%		
CDMO	凯莱英	-37.8%	-45.3%	-18.1%	-55.3%	-79.4%	595.2%		
	博腾股份	-50.8%	-29.8%	10.7%	-131.2%	-170.7%	5432.6%		
	九洲药业	-15.7%	-14.3%	-9.2%	-15.7%	-30.1%	911.5%		
	药石科技	-1.6%	-20.2%	-14.4%	-14.3%	-12.3%	2463.1%		
	皓元医药	20.7%	19.1%	13.8%	-63.8%	10.3%	6544.1%		
医疗服务	爱尔眼科	3.5%	2.3%	-0.7%	15.2%	23.5%	870.2%		各公司月度数据; 市场消费数据; 标化服务的价格变化情况; DRG/DIP推动进展等。
	华夏眼科	5.1%	0.9%	2.0%	3.8%	-46.4%	1338.9%		
	普瑞眼科	4.0%	2.2%	-9.1%	-89.6%	-63.6%	2440.0%		
	通策医疗	5.0%	2.0%	0.0%	2.5%	0.9%	827.7%		
	国际医学	10.7%	8.4%	4.6%	/	/	/		
	新里程	10.9%	15.6%	-4.4%	13.1%	0.9%	/		
	美年健康	-14.0%	4.1%	4.4%	/	-60.1%	3314.4%		

资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 一、新周期下的分析框架更新

【判断1】医药新周期：仍然是结构性时代，支付端有望改善

## 二、总量控制下的新周期选股

### 1、预期改善

【判断2】商业健康险：有望成为改善支付端的慢变量

【判断3】重组整合：政策周期再起，国改整合共振

【判断4】CRO、消费医疗、基药有望受益于大环境和政策的改善

【判断5】医疗器械：部分细分&公司有边际改善的潜力

### 2、中国超市

【判断6】中国超市：国产创新药对外输出产业拐点，license out持续兑现

### 3、创新浪潮

【判断7】PD-1双抗：PD-1 PLUS产业突变等待数据印证

【判断8】TCE双抗：实体瘤和自免两条线升级，催化不断

【判断9】GLP-1升级版层出不穷：口服开启减肥药下一个新纪元

【判断10】AI医疗：产业革命期，国内快速跟随

## 三、个股推荐及逻辑：深挖个股景气阿尔法

# 【判断5】医疗器械：部分细分&公司有边际改善的潜力

## 复盘英科医疗，股价先行于业绩反转。

- 全球公共卫生事件爆发后，一次性医疗手套需求显著增加，供不应求下手套价格大幅上涨，手套需求和价格于2021Q1达到峰值水平。
- 2021Q1-2023年，手套行业供大于求，价格持续回落，需求疲软及进入库存消化阶段。2023年末，行业库存消化进入尾声。
- 2024年，行业出清效果明显，整体产能利用率提升，价格上涨，供需关系逐步回归平衡趋势。
- 从股价角度看，股价上涨先行于基本面改善。当市场预期库存出清接近尾声，有望迎来量价齐升，即便在可能加征关税的负向政策下，公司股价表现依然坚挺，显示市场对于预期改善标的的青睐。

图表20：英科医疗股价复盘（2018.01至今）



资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

从产业逻辑角度，预期改善的细分领域主要集中于：去库存结束后需求恢复、集采出清、政策负向影响边际改善等。

## ➤ 医疗设备子领域

- **呼吸机及相关产业链：**标的举例“怡和嘉业”、“美好医疗”。呼吸机及产业链去库存已基本结束，相关标的业绩企稳回升，股价上涨先行于业绩恢复。
- **设备更新受益：**标的举例“开立医疗”、“联影医疗”、“迈瑞医疗”、“澳华内镜”。24Q4设备更新政策延迟的招采需求逐步落地，招采恢复有望带动企业业绩触底回升，相关企业股价自24Q3以来先行基本面上涨。
- **医疗反腐边际向好：**标的举例“新华医疗”、“山外山”、“翔宇医疗”、“伟思医疗”、“麦澜德”等。医疗反腐政策执行1年多以来，行业正本清源，利好品牌龙头市占率提升。经过了前期专项治理阶段，反腐步入常态化，预期医院设备采购有望逐步恢复。

## ➤ 高值耗材子领域

- **骨科集采出清：**标的举例“三友医疗”、“威高骨科”、“爱康医疗”、“大博医疗”。细分领域看：关节续约集采爱康医疗中标价提升，经销商积极性增强有利于市占率提升；脊柱集采已全面执行，库存已出清，三友医疗和威高骨科业绩逐季改善。
- **新品入院改善：**标的举例“迈普医学”、“康拓医疗”。医疗反腐专项化逐步转向常态化，新品入院工作预期将逐步恢复，带动后续放量。
- **补差价结束后业绩有望迎来恢复：**标的举例“心脉医疗”。
- **手术量恢复：**标的举例“惠泰医疗”、“微电生理”。

## ➤ 低值耗材子领域

- **关税负向预期影响修复：**标的举例“英科医疗”。公司将产能切换至非美客户、海外建厂等方式消除关税加征影响，关税影响负向预期逐步修复有望带动股价修复。
- **新签大客户增强业绩增长持续性：**标的举例“天益医疗”、“昌红科技”。

## ➤ IVD子领域

- **公卫相关应收账款影响出清，ICL行业价格竞争趋于平稳：**标的举例“金域医学”、“迪安诊断”。

# 【判断5】医疗器械：部分细分&公司有边际改善的潜力

图表21：器械板块预期改善标的梳理

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	2023年以 来最高价 (元)	现价 (元)	涨跌幅	收入环比增速			归母净利润环比增速			2024E		2025E		2024E		2025E		PE	
						2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1	2024Q2	2024Q3	收入 (亿元)	YoY	收入 (亿元)	YoY	归母净利润 (亿元)	YoY	归母净利润 (亿元)	YoY	2024E	2025E
301367.SZ	怡和嘉业	61	208.9	67.5	-67.7%	8.5%	-1.0%	15.7%	85.8%	-14.9%	-22.9%	9.3	-17.3%	11.6	24.9%	2.1	-28.3%	2.8	31.3%	28.4	21.6
603882.SH	金域医学	146	88.1	31.6	-64.1%	-17.4%	10.8%	-14.8%	-127.7%	681.0%	-96.1%	78.8	-7.7%	88.1	11.8%	3.0	-54.0%	7.2	144.2%	49.5	20.3
688161.SH	威高骨科	111	70.2	27.8	-60.5%	73.1%	15.7%	-17.4%	460.1%	66.8%	22.2%	14.8	15.5%	17.5	18.0%	2.3	106.7%	3.1	34.7%	47.8	35.5
688677.SH	海泰新光	43	88.2	35.8	-59.4%	24.7%	-12.6%	-4.4%	39.7%	-16.5%	-16.4%	4.8	1.3%	6.2	29.9%	1.6	7.7%	2.2	37.5%	27.5	20.0
300244.SZ	迪安诊断	79	28.8	12.7	-55.9%	-4.6%	9.2%	-6.3%	110.4%	109.6%	21.7%	127.5	-4.9%	134.5	5.5%	3.5	14.8%	6.4	79.9%	22.5	12.5
688410.SH	山外山	40	27.9	12.4	-55.4%	41.6%	-28.8%	21.7%	165.8%	-66.3%	40.5%	5.7	-17.6%	7.3	29.0%	1.1	-44.3%	1.5	37.2%	36.9	26.9
688580.SH	伟思医疗	28	56.8	29.6	-47.8%	-32.8%	18.5%	-3.6%	-37.1%	28.1%	2.4%	4.5	-2.6%	5.4	19.9%	1.4	0.8%	1.7	25.3%	20.7	16.5
688273.SH	麦澜德	25	46.2	24.9	-46.2%	107.1%	18.9%	-17.6%	614.2%	0.1%	-35.4%	4.3	26.1%	5.4	24.6%	1.3	48.0%	1.7	26.9%	18.7	14.7
688626.SH	翔宇医疗	50	57.5	31.0	-46.1%	-16.7%	-0.2%	0.0%	-18.6%	-55.1%	-4.5%	7.9	6.5%	9.5	19.6%	1.8	-19.7%	2.6	41.7%	27.2	19.2
300633.SZ	开立医疗	149	62.1	34.5	-44.4%	-26.5%	11.3%	-27.7%	-25.1%	-29.8%	-187.5%	22.4	5.6%	27.4	22.5%	3.1	-32.0%	5.2	69.5%	48.3	28.5
301363.SZ	美好医疗	121	51.9	29.8	-42.6%	-4.3%	50.9%	5.9%	338.7%	91.5%	-20.2%	16.6	23.8%	20.6	24.6%	3.9	24.5%	4.9	25.9%	31.0	24.6
688212.SH	澳华内镜	68	83.5	50.2	-39.9%	-32.1%	8.8%	-20.2%	-78.2%	5.2%	990.3%	8.4	24.1%	10.9	29.5%	0.6	11.4%	1.2	91.3%	104.8	54.8
600587.SH	新华医疗	106	27.7	17.5	-36.9%	-6.2%	5.1%	-15.8%	180.1%	29.5%	-51.4%	105.2	5.1%	114.8	9.1%	7.6	15.8%	8.9	17.1%	14.0	12.0
688050.SH	爱博医疗	162	134.6	85.4	-36.6%	9.7%	20.9%	3.8%	97.9%	2.2%	4.2%	14.0	46.7%	18.6	33.2%	4.0	30.8%	5.2	29.6%	40.7	31.4
688085.SH	三友医疗	51	31.8	20.4	-35.9%	-14.8%	45.4%	-4.0%	-107.2%	280.0%	82.8%	5.5	18.9%	7.4	34.3%	0.8	-14.8%	1.6	91.7%	62.2	32.5
688271.SH	联影医疗	1,071	196.9	130.0	-34.0%	-40.9%	26.9%	-45.7%	-60.1%	61.6%	-147.5%	117.9	3.3%	142.6	21.0%	17.9	-8.7%	23.2	30.0%	60.0	46.2
688314.SH	康拓医疗	23	43.2	28.6	-33.9%	2.2%	19.3%	4.0%	78.6%	44.8%	-3.2%	3.1	13.8%	3.9	25.2%	0.9	19.2%	1.1	25.6%	25.8	20.6
688016.SH	心脉医疗	127	148.1	103.0	-30.4%	19.9%	19.8%	-57.5%	77.2%	19.0%	-31.7%	14.4	20.9%	17.9	24.9%	6.0	23.6%	7.4	22.0%	21.0	17.2
301097.SZ	天益医疗	27	66.0	46.4	-29.6%	-8.3%	10.4%	0.9%	112.7%	70.8%	-189.9%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
300430.SZ	诚益通	42	21.4	15.2	-28.8%	8.6%	40.1%	-59.7%	-27.4%	71.5%	-72.6%	14.3	21.5%	17.2	20.4%	2.1	22.3%	2.4	17.3%	20.0	17.0
688351.SH	微电生理-U	98	29.2	20.9	-28.2%	-4.3%	22.5%	-15.3%	171.5%	208.1%	92.4%	4.4	32.9%	6.0	36.8%	0.4	618.0%	0.7	78.4%	241.2	135.2
688617.SH	惠泰医疗	350	480.0	359.0	-25.2%	4.3%	19.8%	-4.0%	7.2%	44.4%	-8.3%	21.6	30.9%	28.7	32.7%	7.1	33.4%	9.5	33.7%	49.1	36.7
300760.SZ	迈瑞医疗	3,232	349.5	266.6	-23.7%	22.9%	19.0%	-19.7%	80.8%	39.3%	-30.1%	392.1	12.3%	464.9	18.5%	132.8	14.7%	157.8	18.8%	24.3	20.5
300677.SZ	英科医疗	166	33.5	25.7	-23.4%	17.4%	4.8%	12.0%	356.8%	46.4%	-71.2%	91.3	31.9%	105.7	15.8%	12.5	225.3%	15.8	26.8%	13.3	10.5
002901.SZ	大博医疗	134	41.6	32.4	-22.0%	4.8%	25.6%	5.3%	259.3%	24.0%	32.8%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
301033.SZ	迈普医学	31	57.3	46.4	-19.1%	-32.8%	13.3%	6.3%	-3.3%	16.7%	17.0%	3.0	28.0%	3.9	31.4%	0.7	62.2%	1.0	46.4%	46.6	31.8
300151.SZ	昌红科技	110	24.2	20.7	-14.8%	21.4%	7.1%	19.5%	232.2%	-25.3%	102.8%	11.8	26.6%	15.2	29.1%	1.2	270.7%	1.8	56.0%	93.7	60.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所；注：1) 市值取自20241126收盘市值；2) 现价取自20241126收盘价；3) 盈利预测取自Wind一致预期。

## 一、新周期下的分析框架更新

【判断1】医药新周期：仍然是结构性时代，支付端有望改善

## 二、总量控制下的新周期选股

### 1、预期改善

【判断2】商业健康险：有望成为改善支付端的慢变量

【判断3】重组整合：政策周期再起，国改整合共振

【判断4】CRO、消费医疗、基药有望受益于大环境和政策的改善

【判断5】医疗器械：部分细分&公司有边际改善的潜力

### 2、中国超市

【判断6】中国超市：国产创新药对外输出产业拐点，**license out**持续兑现

### 3、创新浪潮

【判断7】PD-1双抗：PD-1 PLUS产业突变等待数据印证

【判断8】TCE双抗：实体瘤和自免两条线升级，催化不断

【判断9】GLP-1升级版层出不穷：口服开启减肥药下一个新纪元

【判断10】AI医疗：产业革命期，国内快速跟随

## 三、个股推荐及逻辑：深挖个股景气阿尔法

# 【判断6】中国超市：国产创新药对外输出产业拐点，license out持续兑现

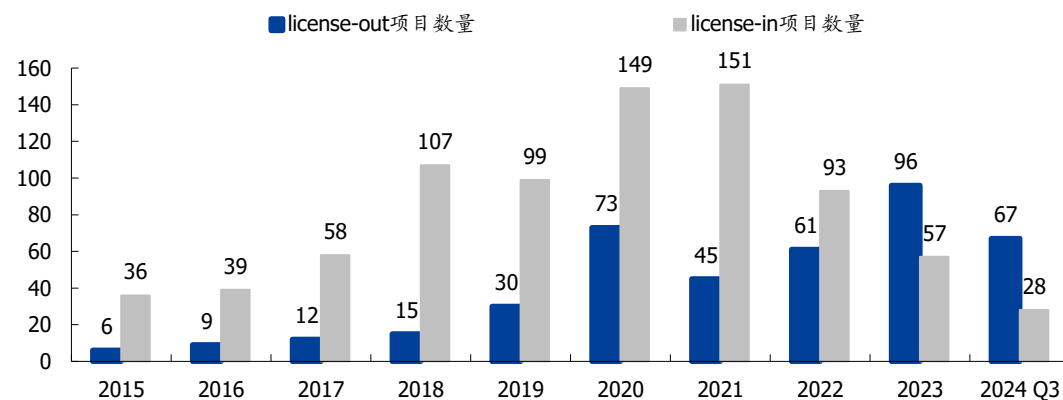
国内中高端制造业擅长从学习模仿到输出超越。

- 国内电动车依靠补贴起步，最开始为低质量油改电产品充斥市场，伴随Tesla Model3进入中国，带动产业链整体提升，在2021年以后，领军新势力市场规模扩大。
- 国内创新药类比电动车同位中高端制造业，最开始也同样以License-in模式将海外优秀产品引入国内，在学习模仿后，整体研发水平得到显著提升，License-in项目数开始下降，对外License-out数目开始大幅提升，实现由“进口”转“出口”的转变。

合作方向上，国内药企BD已开始由向内引进转为向外授权。

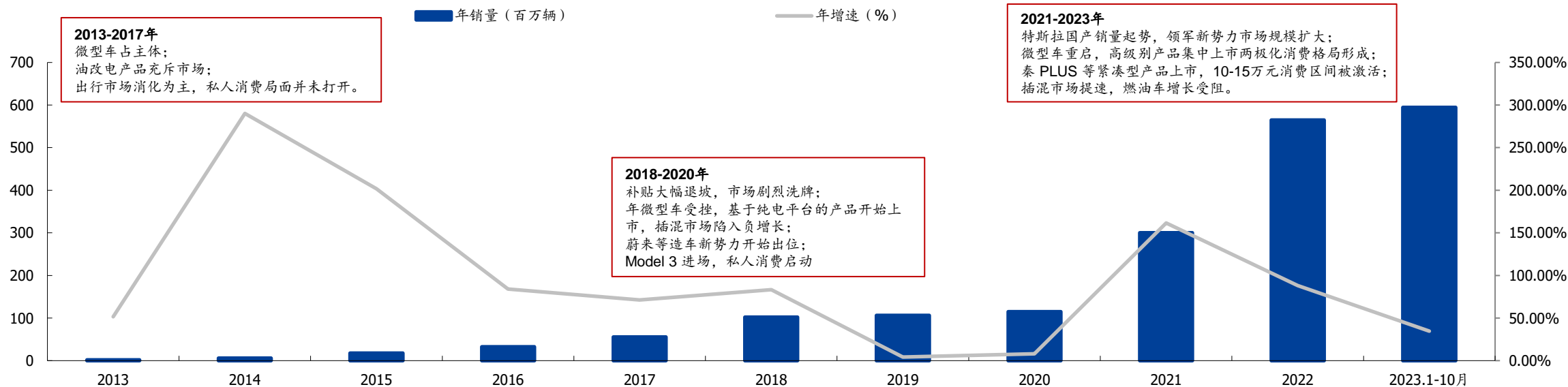
- License-in方面，国内药企引入项目数量和交易金额在2021年达到顶峰后逐年回落；至2024Q3项目引入活跃度进一步降低，聚焦临床中后期或已获批上市品种；
- License-out方面，国内药企达成对外授权合作的项目数量和交易金额稳步增长。

图表22：2015-2024Q3国内药企license-in/out项目数量（个）



资料来源：医药魔方，国盛证券研究所；统计截至2024.9.22

图表23：2013-2023年1-10月新能源乘用车年销量及增速



资料来源：中山网，国盛证券研究所

# 【判断6】中国超市：国产创新药对外输出产业拐点，license out持续兑现

➤ 百利天恒EGFR-HER3 ADC联合百时美施贵宝泛癌种全面布局。BL-B01D1是全球首创也是唯一进入临床阶段的靶向EGFR×HER3的双抗ADC。BL-B01D1共已开展20余项临床研究，其中包括单药用于癌症后线治疗的7个III期临床试验——2个非小细胞肺癌适应症、1个小细胞肺癌适应症、2个乳腺癌适应症、1个食管鳞癌适应症、1个鼻咽癌适应症，另外还有与PD-(L)1类药物联用用于一线治疗的8个II期试验包含9个适应症、与TKI类药物联用用于肺癌一线治疗的1个II期试验等等。截止2024年11月6日，在和BMS签订和合作协议后，百利天恒股价已上涨73.98%。

图表24：2023.1.6至2024.11.6百利天恒及申万医药指数、恒生医疗保健指数涨跌幅复盘

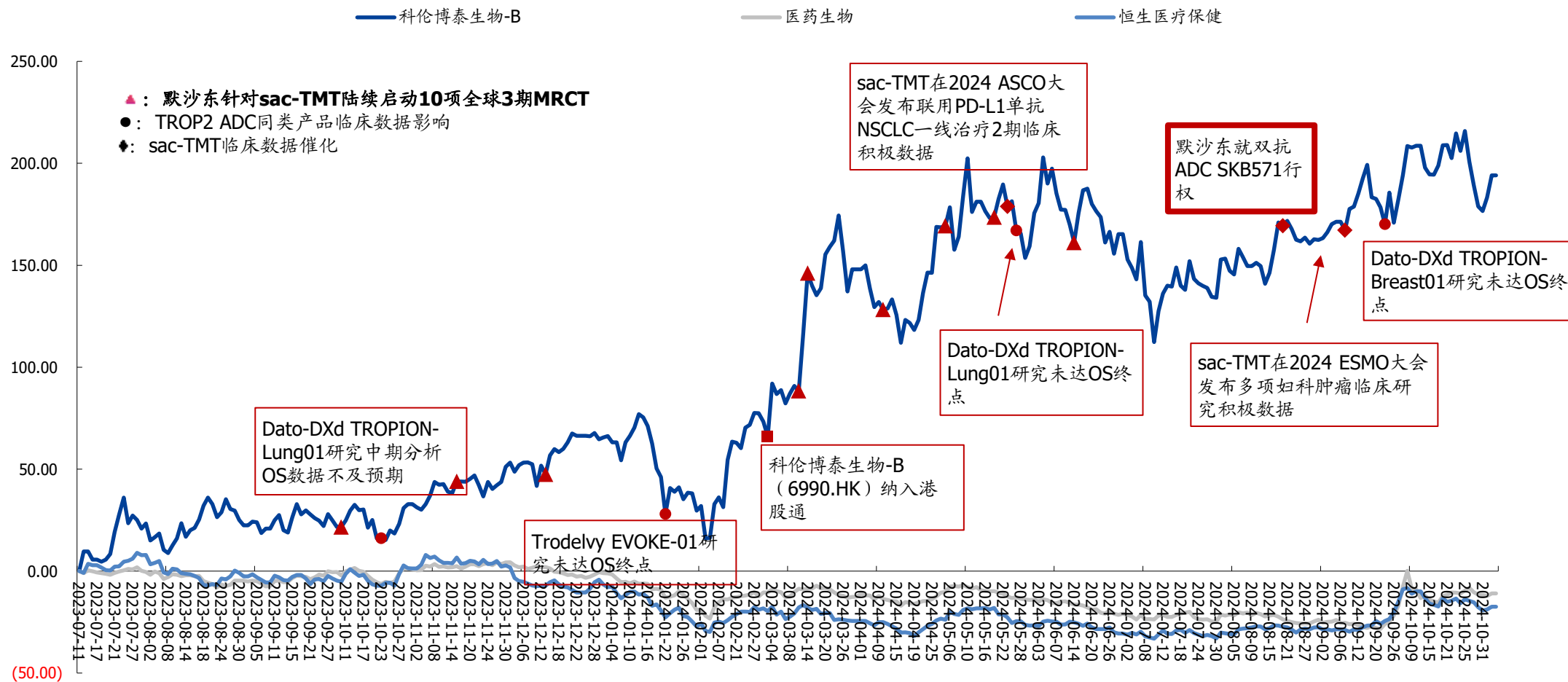


资料来源：Wind，百利天恒公众号，中国医药创新促进会，国盛证券研究所

# 【判断6】中国超市：国产创新药对外输出产业拐点，license out持续兑现

➢ 科伦博泰潜在BIC Trop2-ADC联合默沙东率先布局一线NSCLC。潜在best-in-class TROP2 ADC，2024ASCO在单药后线治疗TNBC、联合PD-L1单抗一线治疗NSCLC中读出亮眼数据。自默沙东首次启动全球3期至2024/11/4收盘，科伦博泰生物涨幅达到142%。

图表25：2023.7.11至2024.11.5科伦博泰生物及申万医药指数、恒生医疗保健指数涨跌幅复盘（%）



资料来源：科伦博泰公众号，第一三共中国，药渡，医药魔方，clinicaltrials.gov，Wind，国盛证券研究所

# 【判断6】中国超市：国产创新药对外输出产业拐点，license out持续兑现

➤ **亚盛医药全球第二个三代BCR-ABL抑制剂，海外授权武田。**奥雷巴替尼于2021年在中国上市，是全球第二个第三代BCR-ABL抑制剂，专门针对格列卫等一二代药物的耐药问题。6月14日晚间，亚盛宣布与武田达成协议，武田支付了1亿美元，获得了亚盛医药奥雷巴替尼的海外市场优先选择权。从2024/6/18至2024/11/6收盘，亚盛医药涨幅达到66%。

图表26：2023.1.3至2024.11.6百利天恒及申万医药指数、恒生医疗保健指数涨跌幅复盘



资料来源：亚盛医药公众号，智慧芽，Wind，国盛证券研究所

# 【判断6】中国超市：国产创新药对外输出产业拐点，license out持续兑现



国产潜在创新BIC/FIC品种，有望延续license-out加速趋势。我们认为中国创新资产仍处于“物美价廉”阶段，出海授权交易有望持续达成，潜在主要方向包括ADC、TCE双抗、PD-(L)1双抗、GLP-1等；另外建议重点关注近期有望BD落地和具重磅潜力的分子。  
**重点推荐科伦博泰、信达生物、华东医药，关注诺诚健华、先声药业、恒瑞医药、新诺威、中国生物制药、来凯医药等。**

图表27：潜在BIC/FIC国产品种梳理

公司	产品	靶点	分子类型	临床阶段	备注	公司	产品	靶点	分子类型	临床阶段	备注
<b>潜在主要方向</b>						<b>有望近期落地</b>					
诺诚健华/康诺亚	CM355	CD3/CD20	双抗	1/2期临床	在血液瘤适应症中有best-in-class潜力，正在进行皮下注射剂型实验	和黄医药	索乐匹尼布	Syk	小分子	国内NDA，海外1期	在ITP适应症中有best-in-class潜力，正在进行海外临床
泽璟制药	ZG006	CD3/DLL3	多抗	1/2期临床	小细胞肺癌最新临床，ZG006 10 mg及更高剂量的9例SCLC受试者中ORR为66.7%；DCR达88.9%，潜在best-in-class。	新诺威	SYS6010	EGFR	ADC	3期	SYS6010尤其在含有针对第三代EGFR-TKI奥希替尼耐药的EGFR三重突变（Exon19Del、T790M及C797S）的人源化非小细胞肺癌PDX模型中显示出很强的抗肿瘤效果。
博瑞医药	BGM0504	GIPR; GLP-1R	多肽	3期	最新减重二期临床中，目标剂量给药第4周时，BGM0504在5mg组、10mg组、15mg组体重较基线平均降幅百分比（扣除安慰剂）分别为5.2%、7.0%和9.5%。目标剂量给药第24周时，这组数据分别为10.8%、16.2%和18.5%，潜在best-in-class。	中国生物制药	FS222	PD-L1/CD137	四价双特异性抗体	1期	潜在best-in-class，PD-1经治黑色素瘤中ORR达到47.4%、DCR为68.4%
华东医药	DR10624	GLP-1/GCGR/FGF21	三活性蛋白	1b/2a期	潜在first-in-class，正开展肥胖合并高甘油三酯血症1b/2a期海外临床	海思科	环泊酚	GABAA	小分子	国内已上市，美国3期	已完成2项美国3期临床、第3项进行中，即将在美国申报NDA
恒瑞医药	SHR-A1921	TROP2	ADC	2/3期	4个品种获得FDA快速通道认定并在海外开展临床研究；ADC平台已有12个差异化分子获批临床	迈威生物	9MW2821	Nectin-4	ADC	3期	全球同靶点药物中首个在宫颈癌、食管癌以及乳腺癌适应症披露临床有效性数据，获得FDA多项快速通道认定及孤儿药资格认定
	SHR-A1912	CD79b	ADC	1/2期		亚盛医药	奥雷巴替尼	Bcr-Abl	小分子	国内已上市	奥雷巴替尼治疗SDH缺陷型GIST患者的最新数据，入组了26例SDH缺陷型GIST患者。临床获益率（CBR）达92.3%（24/26），中位无进展生存期（PFS）为25.7个月。
	SHR-A2009	HER3	ADC	3期		恒瑞医药	HRS-4642	KRAS G12D	小分子	2期	全球首个进入临床
信达生物	SHR-A2102	nectin-4	ADC	2期	在IO治疗失败黑色素瘤、肺癌及冷肿瘤结直肠癌中数据积极，获得FDA授予快速通道资格，中国、美国、澳大利亚开展1/2期临床	信达泰	JK07	NRG-1/HER3	抗体融合蛋白	2期	单次给药6个月内可使左室射血分数呈现具有临床意义的改善，耐受剂量范围内在HFrEF的生物标志物改善、疗效指标上表现优秀；在美国、加拿大、中国开展2期MRCT
	IBI363	PD-1/IL-2	双特异性	2期		君实生物	Tifcemalimab	BTLA	单抗	3期	潜在first-in-class，LS-SCLC全球3期临床正在入组
科济药业	IBI343	CLDN18.2	ADC	3期	潜在first-in-class，首个进入3期临床的CLDN18.2 ADC，2L PDAC获得FDA快速通道认定并将启动美国临床	荣昌生物	泰它西普	BLYS/APRIL	融合蛋白	国内已上市，海外3期	First-in-class品种，SLE和MG正在开展全球多中心3期临床
	舒瑞基奥仑赛	CLDN18.2	自体CAR-T	2期	潜在first-in-class，GC/GEJ中国确证性2期完成入组，美国2期即将重启；胰腺癌IIT和1期数据发表于《J Clin Oncol》	奥赛康	利厄替尼	EGFR	小分子	申请上市	2022年6月，奥赛康药业曾于美国临床肿瘤学会（ASCO）年会上以壁报的形式展示了利厄替尼片2b期临床研究结果。研究结果显示，经独立评审委员会（IRC）评估的客观缓解率（ORR）为68.8%，疾病控制率（DCR）为92.4%，缓解持续时间（DoR）为11.1个月，无进展生存期（PFS）为11.0个月。CNS患者颅内ORR为56.1%
联邦制药	UBT251	GLP-1R/GIPR/GCGR	多肽	1期	美国FDA同意UBT251注射液治疗2型糖尿病、超重及肥胖临床试验	奥赛康	THANK-uCAR(plus)	BCMA、CD19/CD20等	同种异体CAR-T平台	IIT	BCMA靶向同种异体CAR-T产品CT0590用于R/R MM和pPCL FIH临床积极数据在ASH发表；其他产品潜在适应症包括血液肿瘤及自身免疫性疾病等。
众生药业	RAY1225	GLP-1R/GIPR	多肽	2期	RAY1225注射液在安全性、耐受性和有效性方面均表现出色。特别是在有效性方面，RAY1225注射液在肥胖受试者中的减重效果尤为显著，平均降幅达到5.33%和7.90%						

资料来源：医药魔方，上海浦东，生物谷，观察者网，摩焯医药，新药情报库，亚盛医药官网，康诺亚官网，东方财富，上海证券交易所，猎药人俱乐部，正大制药订阅号，华东医药公众号，药智网，和黄医药公众号，clinical trials.gov，信达生物官网，信达生物公众号，迈威生物公众号，梅斯肿瘤新前沿，医药观澜，恒瑞医药公众号，荣昌生物公众号，君实生物公众号，Wind，科济药业官网，中国医药创新促进会，新药情报库，国家药品监督管理局，全球肿瘤医生网，中国生物制药官网，和黄药业官网，新浪财经，药明康德，药方舟，第一财经，腾讯网，动脉网，生物谷，国盛证券研究所

# 【判断6】中国超市：国产创新药对外输出产业拐点，license out持续兑现

另外还有部分公司海外国际化进程持续加速，重点推荐**健友股份**。

图表28：有望实现国际化加速公司梳理

证券简称	市值	描述	归母净利润/亿元			归母净利润yoy			市盈率	
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E
福瑞股份	99	NASH药物突破利好“卖水人”Firborscan，全新投放模式助力有望释放更大潜能	1.02	2.88	4.10	4%	183%	42%	34	24
健友股份	224	无菌注射剂出口龙头海外高速增长，生物类似药海外注册拉动第二成长曲线	-1.89	11.95	15.60	-117%	731%	30%	19	14
汇宇制药	70	抗肿瘤及复杂注射剂出口	1.40	-	-	-44%	-	-		
科兴制药	34	引入biosimilar英夫利昔单抗、白蛋白紫杉醇、贝伐珠单抗、阿达木单抗等品种有望国际化放量	-1.90	1.03	2.06	-111%	154%	101%	33	16
百济神州	2,287	泽布替尼全球放量，BCL-2、BTK CDAC等推进全球临床	-67.16	-0.84	17.98	51%	99%	2244%		127
百奥泰	88	生物类似药出海	-3.95	0.18	6.32	18%	104%	3505%	504	14
亿帆医药	142	艾贝格司亭α海外获批放量，F652海外II期临床几大适应症空间较大	-5.51	7.56	9.49	-388%	237%	26%	19	15
键凯科技	34	海外PEG药品获批放量，产能释放拉动公司高速增长	1.16	1.66	1.98	-38%	43%	19%	21	17
甘李药业	268	胰岛素国际化拉动第二成长曲线	3.40	11.75	14.94	177%	245%	27%	23	18
苑东生物	58	盐酸纳美芬已经拿到ANDA，后续还有纳洛酮鼻喷、纳美芬鼻喷等品种持续海外申报	2.27	3.34	4.12	-8%	47%	23%	17	14
复星医药	695	斯鲁利单抗出海	23.86	37.83	44.60	-36%	59%	18%	18	16
科伦博泰	397	默沙东共同推进K药+ADC联合疗法	-5.74	-4.54	-6.00	7%	21%	-32%		
康方生物	690	双抗海外临床头对头K药优效，有望作为下一代免疫基石药物	20.28	-3.77	3.65	274%	-119%	197%		189
新产业	500	海外中高速机型占比提升带动试剂高速增长，成长空间广阔	16.54	24.49	30.07	25%	48%	23%	20	17
三诺生物	132	CGM出海大有可为，已在多地取得产品注册证，美国临床试验亦在有序推进中	2.84	4.85	6.07	-34%	70%	25%	27	22
维力医疗	38	海外大客户项目持续落地，创新产品在海外市场实现快速放量	1.92	2.91	3.60	16%	51%	24%	13	11
鱼跃医疗	349	家用医疗器械龙头，核心板块产品海外注册逐步落地推动业绩高增	23.96	23.50	27.31	50%	-2%	16%	15	13

资料来源：Wind，各公司公告，各公司官网，各公司投资者交流问答，ioncology公众号，新浪财经公众号，苑东生物公众号，药明康德公众号，药渡Daily，国盛证券研究所  
 （注：盈利预测为Wind一致预期，截至2024/11/26收盘价）

## 一、新周期下的分析框架更新

【判断1】医药新周期：仍然是结构性时代，支付端有望改善

## 二、总量控制下的新周期选股

### 1、预期改善

【判断2】商业健康险：有望成为改善支付端的慢变量

【判断3】重组整合：政策周期再起，国改整合共振

【判断4】CRO、消费医疗、基药有望受益于大环境和政策的改善

【判断5】医疗器械：部分细分&公司有边际改善的潜力

### 2、中国超市

【判断6】中国超市：国产创新药对外输出产业拐点，license out持续兑现

### 3、创新浪潮

【判断7】PD-1双抗：PD-1 PLUS产业突变等待数据印证

【判断8】TCE双抗：实体瘤和自免两条线升级，催化不断

【判断9】GLP-1升级版层出不穷：口服开启减肥药下一个新纪元

【判断10】AI医疗：产业革命期，国内快速跟随

## 三、个股推荐及逻辑：深挖个股景气阿尔法

# 【判断7】PD-1双抗：PD-1 PLUS产业突变等待数据印证

中国是new IO双抗起势之地，引领PD-(L)1 plus在实体瘤中的产业升级。

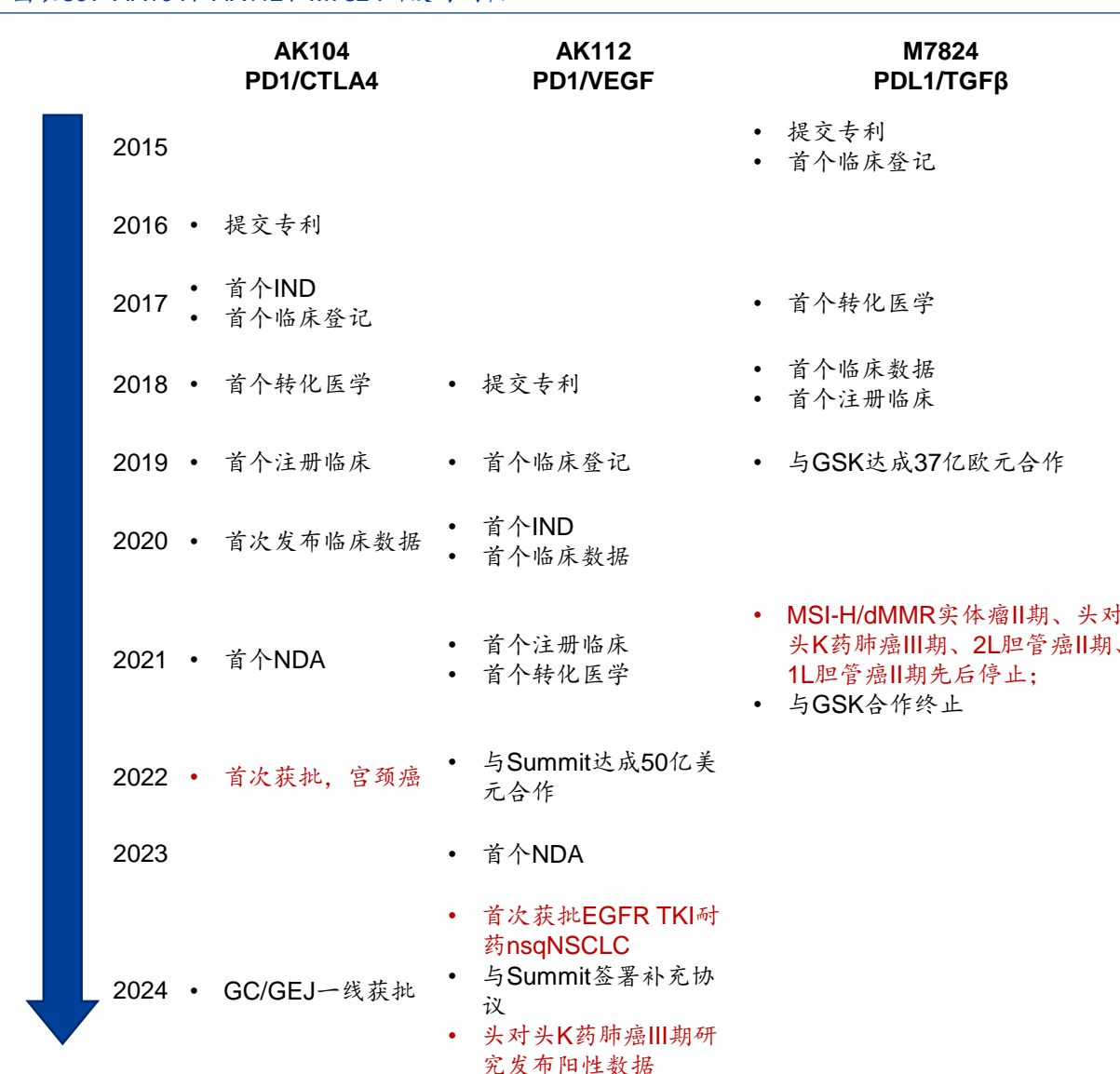
- 全球已上市双抗产品近20款，超过一半为TCE双抗，海外双抗获批适应症主要落足血液瘤。
- PD-(L)1双抗是国内药企较早布局的领域，目前2款商业化品种均来自国内，适应症为实体瘤。
- Merck PD-1/TGF-β在2021年在多个适应症上遭遇四连败，海外药企对PD-(L)1双抗开发意愿较低。

图表29：全球已上市双抗产品多为TCE

通用名	商品名	靶点	适应症	公司	上市时间
Catumaxomab	Removab	CD3/ECAM	恶性腹水	Trion	2009
Blinatumomab	Blinicyto	CD3/CD19	白血病	安进	2014
Emicizumab	Hemlibra	FIX/FX	A型血友病	罗氏/中外	2017
Amivantamab	Rybrentav	EGFR/c-Met	NSCLC	强生	2021
Bimekizumab	Bimzelx	IL17A/IL17F	中度至重度斑块状银屑病	优时比	2021
Faricimab	Vabysmo	VEGF/Ang2	wAMD & DME	罗氏	2022
Candonilimab	开坦尼	PD-1/CTLA-4	宫颈癌	康方	2022
Mosunetuzumab	Lunsumio	CD3/CD20	滤泡性淋巴瘤	罗氏/中外	2022
Glofitamab	Columvi	CD3/CD20	DLBCL	罗氏	2022
Tebentafusp	Kimmtrak	gp100-HLA-A*02/CD3	葡萄膜黑色素瘤	Immunocore	2022
Ozoralizumab	Nanozora	TNF-α/HSA	类风湿性关节炎	Taisho/Ablynx	2022
Epcoritamab	Epkinly	CD3/CD20	DLBCL	艾伯维/Genmab	2023
Teclistamab	Tecvayli	CD3/BCMA	MM	强生	2023
Talquetamab	Talvey	CD3/GPRC5D	MM	强生	2023
Elranatamab	Elrexio	CD3/BCMA	MM	辉瑞	2023
Tarlatamab	Imdeltra	CD3/DLL3	ES-SCLC	安进	2024
Ivonescimab	依达方	PD-1/VEGF	2L EGFRm NSCLC	康方生物	2024
Odronektamab	Ordspono	CD3/CD20	r/r DLBCL或r/r FL	再生元	2024
Zanidatamab	Ziihera	HER2	HER2+胆道癌	Jazz Pharmaceuticals	2024

资料来源：药明康德DMPK, 医药魔方, insight数据库, 医药经济报, 国盛证券研究所

图表30：AK104、AK112、M7824研发时间轴



资料来源：医药魔方, 生物制药小编, 药时代, 康方生物公众号, 国盛证券研究所

# 【判断7】PD-1双抗：PD-1 PLUS产业突变等待数据印证

康方生物依沃西单抗（PD-1/VEGF）在大III期临床中充分验证PD-1 plus在肿瘤治疗中的成药性。

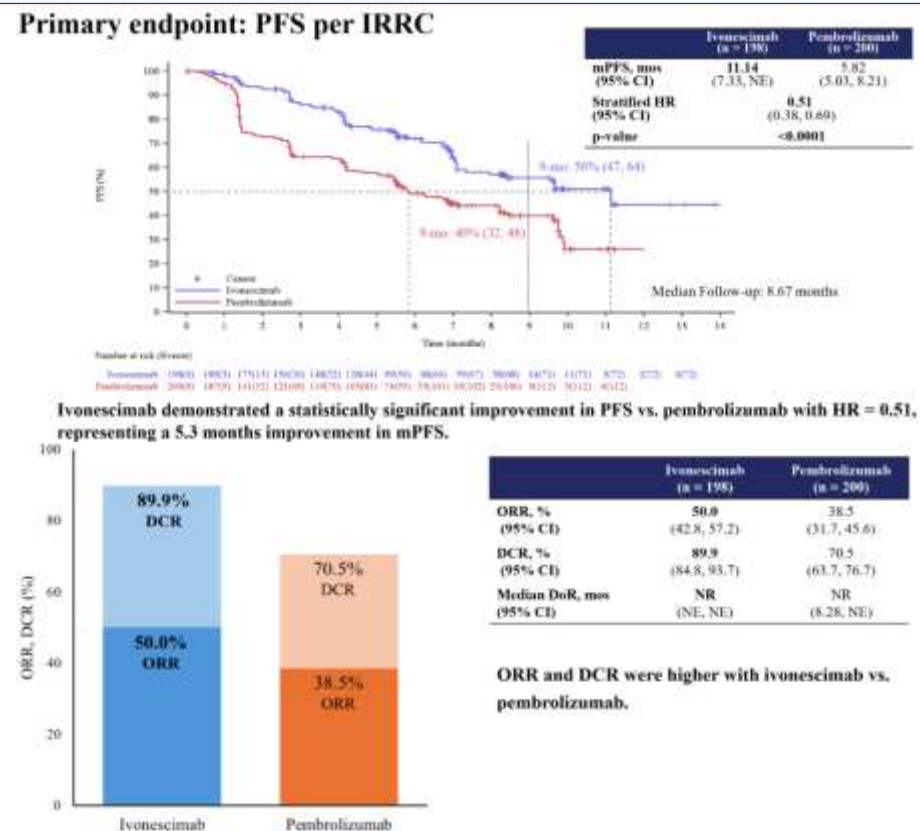
2024年5月，康方生物宣布依沃西单抗单药对比帕博利珠单抗一线治疗PD-L1 TPS≥1%局部晚期或转移性非小细胞肺癌注册性III期临床HARMONi-2（AK112-303）达到PFS主要研究终点。HARMONi-2是全球首个对比帕博利珠单抗取得显著阳性结果的随机、双盲、对照III期临床研究，入选2024 WCLC大会LBA。

➢ 在ITT人群中，依沃西组相比帕博利珠单抗组显著延长mPFS，分别为11.14个月和5.82个月；PFS HR=0.51（P<0.0001），依沃西组疾病进展/死亡风险降低达49%。

➢ 依沃西单抗相比帕博利珠单抗显著提高PD-L1阳性NSCLC患者一线治疗的ORR（50.0% vs 38.5%）和DCR（89.9% vs 70.5%）。

依沃西单抗获得头对头优效数据后，PD-(L)1 plus设计思路获得海外药企重视，与国内药企陆续达成多笔相关产品出海交易。

图表31：依沃西单抗头对头Keytruda三期HARMONi-2研究获得积极数据



图表32：2024年国产双抗相关产品达成license-out交易（单位：百万美元）

交易时间	转让方	受让方	项目（研发阶段）	总金额	首付款	靶点	分子类型
2024/1/8	百奥赛图	Radiance	YH012(临床前)				双抗ADC
2024/2/27	普米斯	Bitterroot Bio	novel bispecific proteins				双功能蛋白
2024/3/25	百奥赛图	ABL Bio	RenLite® 平台				双抗ADC
2024/5/8	普米斯	BioNTech	a preclinical bispecific antibody				双抗
2024/6/3	康方生物	Summit Therapeutics	依沃西单抗(批准上市)	70		PD-1/VEGF	双抗
2024/6/5	康宁杰瑞	ArriVent Biopharma	ARR-421(临床前)	615.5		HER2	双抗ADC
2024/7/9	康诺亚	Belenos Biosciences	CM512(申报临床); CM536(临床前)	185	15		双抗
2024/7/16	百奥赛图	Sotio	双抗; RenLite® platform	325.5			双抗, ADC平台
2024/7/31	百奥赛图	IDEAYA Biosciences	BsADC program (临床前)	406.5		B7H3/PTK7	双抗ADC
2024/8/1	宜明昂科	Instil Bio	IMM27M(I期临床); IMM2510(II期临床)	2150	10	CTLA-4; VEGF/PD-L1	单抗; 双抗
2024/8/20	科伦博泰	Merck & Co.	SKB571(临床前)		37.5		双抗ADC
2024/11/13	普米斯	BioNTech	并购	950	800		双抗平台及管线
2024/11/14	礼新医药	默沙东	LM-299(I期临床)	3288	588	PD-1/VEGF	双抗
2024/11/17	康诺亚	PML	CM336(I/II期临床)	626	16	CD3/BCMA	双抗
2024/11/18	橙帆医药	Avenzo Therapeutics	Nectin4/TROP2 ADC(临床前)	800	50	Nectin4/TROP2	双抗ADC
2024/11/18	博奥信	Aclaris Therapeutics	BSI-045B(临床)和BSI-502(临床前)	940	40	TSLP; TSLP/IL-4R	单抗; 双抗

资料来源：医药魔方，2024WCLC，国盛证券研究所

资料来源：医药魔方，默沙东中国，橙帆医药，NextPharma，国盛证券研究所；统计截至2024/11/20

# 【判断7】PD-1双抗：PD-1 PLUS产业突变等待数据印证

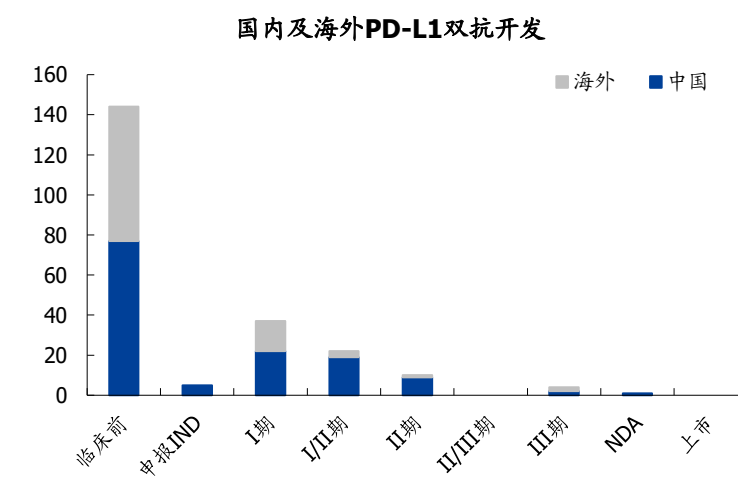
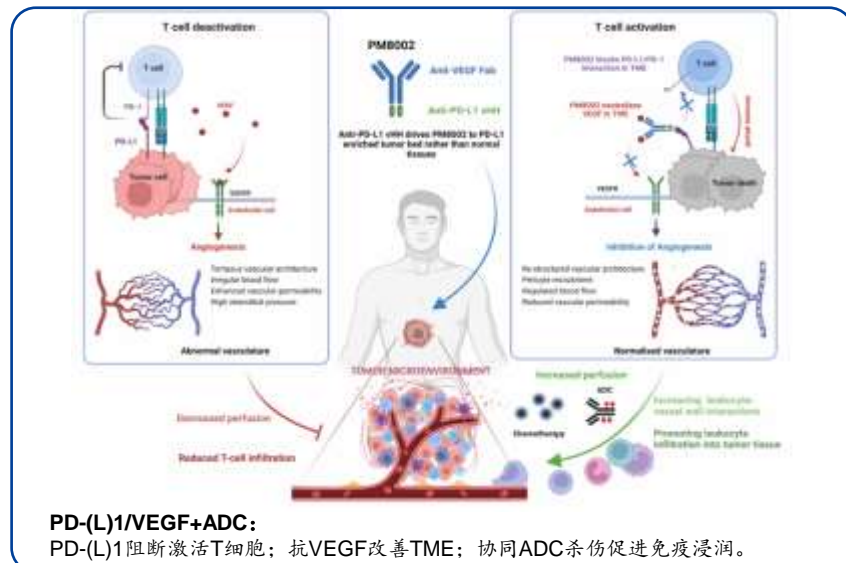
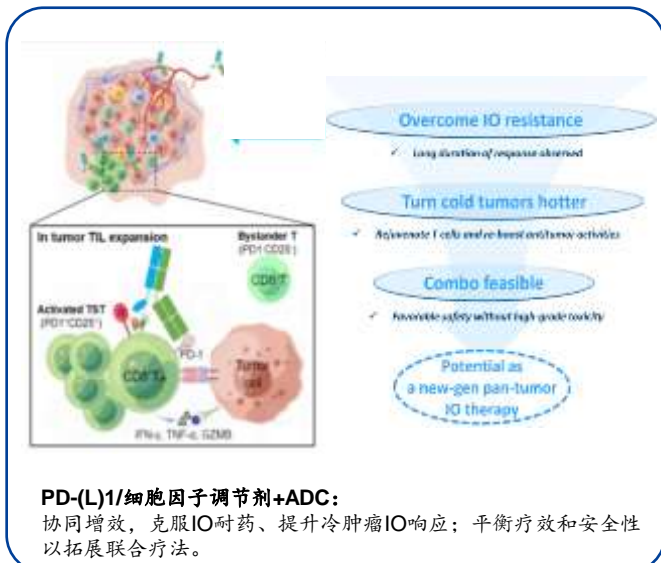
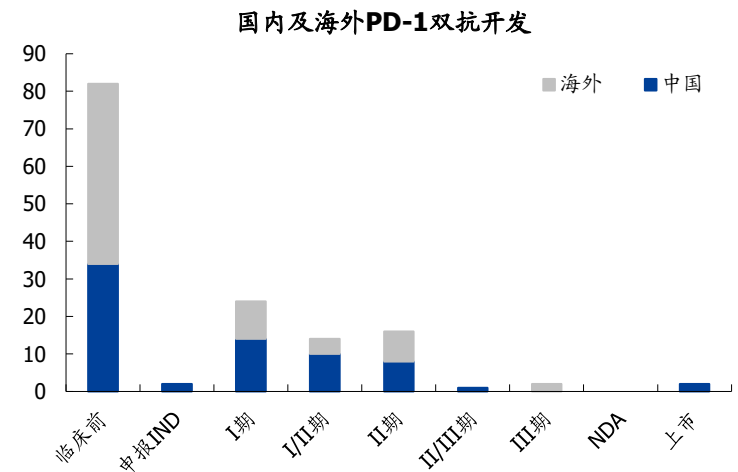
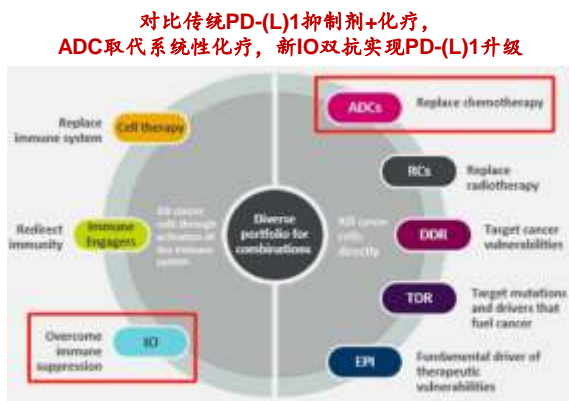
相比PD-(L)1单抗联用传统化疗，PD(L)1双抗具有协同互补、IO增敏、突破耐药、增效减毒等优势，与ADC联用将实现肿瘤治疗用药的全面升级，有望成为新的产业方向。

➢ 已有肿瘤免疫研发头部企业进行相关布局，如阿斯利康（PD-1/CTLA-4）、BioNTech（PD-L1/VEGF）、信达生物（PD-1/IL-2）等；

➢ 本土企业有充足分子储备，根据医药魔方数据，国内PD-(L)1双抗/抗体融合蛋白项目数占比全球总数达到56%。

图表33：ADC联用PD-(L)1双抗有望成为实体瘤治疗重要趋势

图表34：国内及海外PD-(L)1双抗/融合蛋白研发格局



资料来源：阿斯利康官网，BioNTech官网，信达生物官网，国盛证券研究所

资料来源：医药魔方，国盛证券研究所

# 【判断7】PD-1双抗：PD-1 PLUS产业突变等待数据印证

选股思路：PD-(L)1 plus产品临床进展催化，重点关注即将读出PoC数据、有望实现出海授权、成为下一代IO大单品的品种。

重点推荐信达生物、康方生物、中国生物制药，关注君实生物、汇宇制药、恒瑞医药、荣昌生物等。

图表35：PD-(L)1双抗临床研发进展

产品名称	公司	靶点	适应症	临床阶段	产品名称	公司	靶点	适应症	临床阶段
依沃西单抗	康方生物/Summit	PD-1/VEGF	肺癌、胆道癌、头颈鳞癌	上市	HY07121	汇宇制药	PD1/IL15/TIGIT	实体瘤	I/II期
SSGJ-707	三生制药	PD-1/VEGF	肺癌、结直肠癌、卵巢癌等	II期	PF-07209960	辉瑞	PD1/IL15	尿路上皮癌、结直肠癌、肾癌、卵巢癌等	I期
RC148	荣昌生物	PD-1/VEGF	HER2低表达乳腺癌、结直肠癌、三阴乳腺癌等	II期	ASKG915	AskGene	PD1/IL15	实体瘤	I期
MHB039A	明慧医药	PD-1/VEGF	实体瘤	I/II期	SOT201	Sotio	PD1/IL15	实体瘤	I期
SCTB14	神州细胞	PD-1/VEGF	实体瘤	I/II期	rilvegostomig	Compugen/阿斯利康	PD1/TIGIT	胆道癌、肺癌、头颈鳞癌等	III期
LM-299	礼新医药/默沙东	PD-1/VEGF	实体瘤	I/II期	ZG005	GenSun Biopharma	PD1/TIGIT	肝癌、宫颈癌、神经内分泌瘤等	II期
JS207	君实生物	PD-1/VEGF	实体瘤	I期	IBI321	信达生物	PD1/TIGIT	实体瘤	I期
PM8002	普米斯/BioNTech	PD-L1/VEGF	三阴乳腺癌、肺癌、间皮瘤等	III期	BC008-1A	步长制药	PD1/TIGIT	实体瘤	I期
sotivurafusp alfa	华博生物	PD-L1/VEGF	肾癌、子宫内膜癌等	II期	特泊利单抗	再鼎医药/MacroGenics	PD1/LAG3	胃癌、头颈鳞癌、肝癌等	II/III期
IMM2510	宜明昂科/InstilBio	PD-L1/VEGF	软组织肉瘤、神经纤维瘤等	II期	tobemstomig	罗氏	PD1/LAG3	食管鳞癌、黑色素瘤、尿路上皮癌等	II期
AP505	天士力	PD-L1/VEGF	实体瘤	II期	EMB-02	岸迈生物	PD1/LAG3	三阴乳腺癌、头颈鳞癌等	I/II期
SG1408	尚健生物	PD-L1/VEGF	实体瘤	I期	AK129	康方生物	PD1/LAG3	胃癌、霍奇金淋巴瘤等	I/II期
CVL006	甫康药业	PD-L1/VEGF	实体瘤	I期	INCA32459	Merus/Incyte	PD1/LAG3	肿瘤	I期
IBI363	信达生物	PD1/IL2	黑色素瘤、肺癌、结直肠癌等	II期	瑞拉芙普-α	恒瑞医药	PDL1/TGFβ	胃癌、肺癌、宫颈癌等	NDA
REGN10597	再生元	PD1/IL2	黑色素瘤、肾透明细胞癌等	I/II期	TQB2858	正大天晴	PDL1/TGFβ	肺癌、胆管癌、宫颈癌等	II期
ANV600	Anaveon	PD1/IL2	实体瘤	I/II期	PM8001	普米斯/迈威生物	PDL1/TGFβ	胆管癌、肺癌、宫颈癌等	I/II期
eciskafusp alfa	罗氏	PD1/IL2	实体瘤	I期	BPB-101	贝达药业	PDL1/TGFβ	实体瘤	I/II期
SHR-5495	恒瑞医药	PD1/IL2	实体瘤	I期	acasunlimab	Genmab	PDL1/4-1BB	肺癌、子宫内膜癌、三阴乳腺癌等	III期
KY-0118	科弈药业	PD1/IL2	结直肠癌、肾癌、肺癌、黑色素瘤等	I期	QLF31907	齐鲁制药	PDL1/4-1BB	黑色素瘤、尿路上皮癌等	II期
AWT020	Anwita	PD1/IL2	实体瘤	I期	enristomig	科望医药/Inhibrx	PDL1/4-1BB	肺癌、胃癌、鼻咽癌等	II期
PTX-912	博致生物	PD1/IL2	实体瘤	I期	PM1003	普米斯	PDL1/4-1BB	宫颈癌、头颈鳞癌、子宫内膜癌等	I/II期
TEV-56278	Teva	PD1/IL2	实体瘤	I期	LBL-024	维立志博	PDL1/4-1BB	实体瘤	I/II期
IAP0971	盛禾生物	PD1/IL15	肺癌、肝癌、膀胱癌等	I/II期	FS222	中国生物制药	PDL1/4-1BB	肿瘤	I期
SAR445877	赛诺菲	PD1/IL15	胃癌、肺癌、肝癌等	I/II期					

资料来源：医药魔方，正大制药订阅号，国盛证券研究所

## 一、新周期下的分析框架更新

【判断1】医药新周期：仍然是结构性时代，支付端有望改善

## 二、总量控制下的新周期选股

### 1、预期改善

【判断2】商业健康险：有望成为改善支付端的慢变量

【判断3】重组整合：政策周期再起，国改整合共振

【判断4】CRO、消费医疗、基药有望受益于大环境和政策的改善

【判断5】医疗器械：部分细分&公司有边际改善的潜力

### 2、中国超市

【判断6】中国超市：国产创新药对外输出产业拐点，license out持续兑现

### 3、创新浪潮

【判断7】PD-1双抗：PD-1 PLUS产业突变等待数据印证

【判断8】TCE双抗：实体瘤和自免两条线升级，催化不断

【判断9】GLP-1升级版层出不穷：口服开启减肥药下一个新纪元

【判断10】AI医疗：产业革命期，国内快速跟随

## 三、个股推荐及逻辑：深挖个股景气阿尔法

# 【判断8】TCE双抗：实体瘤和自免两条线升级，催化不断

2024年，TCE双抗行业整体大幅推进，我们在去年年度策略中曾提出年度策略十大判断之一“TCE双抗产业化上市元年，适应症切入实体瘤”，在2024年已经陆续得到验证。

(1) 从适应症看，TCE行业从血液瘤拓展到实体瘤后进一步拓展到自免适应症，实体瘤部分安进Tarlataamab已成功上市，泽璟制药ZG006在小细胞肺癌数据已读出，ORR为66.7%，表现优异。

(2) 自免领域，国内整体License-out进展迅速，多款CD3双抗成功出海，同润生物授权GSK首付款打到7亿美元，国内出海首付款领域仅次于百利天恒，为第二高首付款。

图表36: 2024年TCE领域标志性事件汇总

事件时间	事件类型	公司名	产品	靶点	具体事件
2024.04	临床数据读出	罗氏	格菲妥单抗	CD20/CD3	CD3/CD20双抗格菲妥单抗用于复发或难治性弥漫性大B细胞淋巴瘤(DLBCL)的III期STARGLO研究达到了总生存期这一主要终点
2024.05	产品上市	安进	Tarlataamab	DLL3/CD3	FDA加速批准DLL3/CD3双抗Tarlataamab上市
2024.06	产品上市	强生	特立妥单抗	BCMA/CD3	强生宣布特立妥单抗注射液(商品名:泰立珂)正式获得国家药品监督管理局(NMPA)批准
2024.08	License-out	同润生物	CN201	CD19/CD3	同润生物授权默沙东CN201的全部全球权利,同润生物获得7亿美元的现金预付款
2024.08	License-out	嘉和生物	GB261	CD20/CD3	嘉和生物将GB261授权TRC 2004,从而获得数千万美元的首付款以及高达4.43亿美元的里程碑付款等
2024.09	License-out	岸迈生物	EMB-06	BCMA/CD3	岸迈生物授权Vignette Bio EMB-06。岸迈生物收取总计6000万美元的首付款对价,并将有权收取最多5.75亿美元里程碑付款,以及基于净销售额的收入分成。
2024.09	临床数据读出	泽璟制药	ZG006	DLL3/DLL3/CD3	晚期小细胞肺癌患者接受ZG006 10 mg及以上剂量治疗后的疗效显著,客观缓解率(ORR)达到66.7%,疾病控制率(DCR)达到88.9%。

资料来源:医药魔方,抗体圈,国盛证券研究所

从血液瘤到实体瘤,从肿瘤到自免,TCE全面爆发。

**实体瘤:** TCE双抗可以激活激发宿主T细胞的细胞毒性以对抗癌细胞,疗效类似于CAR-T,在实体瘤中的易用性则优于CAR-T。在实体瘤领域安进开发的Tarlataamab以及Janux Therapeutics开发的JANX007, JANX008均在临床实验中体现了优异的治疗效果,未来可能成为重磅炸弹药物。

**自免:** B细胞引发的过激免疫反应被推断是SLE诱发病因之一, TCE双抗可以引起B细胞耗尽,可能会实现自免患者的部分治愈,目前TCE在自免领域的探索正在进行中。2025年是自免商业化验证的重要年份, TCE双抗在自免领域应用有较大空间。

图表37: 部分TCE分子在实体瘤领域的布局

药物	靶点	公司	临床阶段	临床最新时间
Tarlataamab	DLL3/CD3	Amgen	美国上市	2024-11-05
AZD5863	CLDN18.2/CD3	阿斯利康	I/II期	2023-10-12
BI 764532	DLL3/CD3	勃林格殷格翰	II期	2023-10-23
GNC-077	CD3多抗	百利天恒	批准临床	2024-11-18
IBI 389	CLDN18.2/CD3	信达生物	Ia/Ib期	2024-01-31
ZG006	DLL3/CD3	泽璟制药	I/II期	2024-08-29
CM350	GPC3/CD3	康诺亚	I/II期	2022-05-25

资料来源:医药魔方,国盛证券研究所

图表38: 部分TCE分子在自免领域的布局

药物	靶点	公司	临床阶段	临床最新时间
莫安珠单抗	CD20/CD3	罗氏制药、基因泰克、中外制	临床1期: 系统性红斑狼疮	2024-08-30
贝林妥欧单抗	CD19/CD3	安进、阿斯利康制药、MedImmune Pharma	临床II期: 狼疮肾炎	2024-08-26
EMB-06	BCMA/CD3	岸迈生物、Candid Therapeutics、Vignette Bio	批准临床: 寻常型天疱疮, 落叶型天疱疮	2024-09-09
SCTB35	CD20/CD3	神州细胞	批准临床: 自身免疫性疾病	2024-09-10
EX103	CD20/CD3	爱思迈生物	临床前: 慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤, 类风湿关节炎	2024-05-24
A-319	CD19/CD3	天劭源和生物、亿一生物	临床I期: 系统性红斑狼疮批准临床	2024-07-20
XmAb657	CD19/CD3	Xencor	临床前: 自身免疫性疾病	2024-09-09

资料来源: 腾讯网, 国盛证券研究所

# 【判断8】TCE双抗：实体瘤和自免两条线升级，催化不断

**自免领域：**随着anti-CD19 CART在红斑狼疮的积极临床数据的公布，CD3双特异性抗体在自免领域的探索逐步提速，2024年9月，《新英格兰医学杂志》发表了Teclistamab在自免领域的临床结果，在1期临床研究中，teclistamab在复发或难治性多发性骨髓瘤患者中表现出较好的疗效，证明了CD3双抗在自免领域应用的广阔前景。伴随国内品种临床的不断推进以及2024年成功License-out出海的CD3双抗在海外临床推进，有望提升国内创新药企在自免领域的市场渗透率。

**实体瘤领域：**在Amgen的CD3/DLL3双抗Tarlataamab在小细胞肺癌领域取得较好临床数据之后，2025年包括Xaluritamid (CD3/STEAP1)，JNJ-78278343 (CD3/KLK2)有望在前列腺癌领域取得进一步的临床进展。国内泽璟制药，信达生物等在2025年有望持续读出关键数据。

**重点推荐泽璟制药、康诺亚、百利天恒、智翔金泰，关注先声药业、亿帆医药等。**

图表39: TCE领域部分重点品种

公司	产品	靶点	备注
强生	Teclistamab	BCMA/CD3	研究表明，接受强生Tecvayli (teclistamab) 治疗的难治性自身免疫疾病患者病情显著缓解。其中，一名系统性红斑狼疮 (SLE) 患者的SLE生物标志物降至正常或接近正常水平，其粘膜皮肤和肌肉骨骼症状完全消失，实现了完全缓解。
罗氏	Mosunetuzumab	CD20/CD3	Mosunetuzumab除了B细胞耗竭之外，还导致T细胞边缘化，导致称为淋巴细胞减少症或淋巴细胞计数减少的短暂淋巴细胞减少。
亿一生物/亿帆医药	A-319	CD19/CD3	SLE临床中，入组的6例患者中，多数患者的SLEDAI-2K评分和PGA评分均实现了显著下降，其中002患者甚至在第2周就达到了SLEDAI-2K评分的0分，实现了临床上的完全缓解。
智翔金泰	GR-1803	BCMA/CD3	GR1803是一款重组人源化抗BCMA×CD3双特异性抗体。该产品治疗RRMM的1期临床研究摘要入选了2024年欧洲血液学协会 (EHA) 年会。在1期临床研究中，RRMM患者接受该产品每周静脉注射一次，总体客观缓解率 (ORR) 为85%，其中基线合并髓外浆细胞瘤 (EMM) 受试者的总体疗效评估ORR为100%。
先声药业	SIM0500	GPRC5D/BCMA/CD3	先声再明自研三特异抗体SIM0500完成全球首例患者用药。计划在中美两国共纳入约130例多发性骨髓瘤成人患者，旨在评价SIM0500在复发或难治性多发性骨髓瘤受试者中的安全性、耐受性、药代动力学和初步抗肿瘤活性。
康诺亚	CM336	BCMA/CD3	康诺亚与Platina Medicines Ltd已订立独家许可协议，许可协议授予PML在全球(不包括中国内地、中国香港、中国澳门及中国台湾)开发、生产及商业化CM336的独家权利。CM336为公司自主开发的双特异性抗体。
Amgen	Xaluritamid	STEAP1/CD3	AMG 509的首次人体 (FIH) 临床研究正在mCRPC患者中进行 (NCT04221542)，本研究报告了一名对AMG 509治疗取得部分缓解 (PR) 的患者的案例研究。
强生	JNJ-78278343	KLK2/CD3	强生已在国际上开展了多项关于JNJ-78278343针对前列腺癌的研究
泽璟制药	ZG006	DLL3/CD3	ZG006是全球第一个针对DLL3表达肿瘤的三特异性抗体 (CD3×DLL3×DLL3)，是全球同类首创 (First-in-Class) 分子形式，具有成为同类最佳 (Best-in-Class) 分子的潜力。
信达生物	IBI389	CLND18.2/CD3	针对胰腺癌患者，IBI389 剂量为 600ug/kg，在 23 例可评估的患者中，其中 PR 7 人，SD 9 人。ORR 为 30.4%，DCR 为 69.6%。

资料来源：医麦客News，医药魔方，Pharma CMC，摩熵医药，腾讯网，药智新闻，BioArtMED，网易新闻，国盛证券研究所

## 一、新周期下的分析框架更新

【判断1】医药新周期：仍然是结构性时代，支付端有望改善

## 二、总量控制下的新周期选股

### 1、预期改善

【判断2】商业健康险：有望成为改善支付端的慢变量

【判断3】重组整合：政策周期再起，国改整合共振

【判断4】CRO、消费医疗、基药有望受益于大环境和政策的改善

【判断5】医疗器械：部分细分&公司有边际改善的潜力

### 2、中国超市

【判断6】中国超市：国产创新药对外输出产业拐点，license out持续兑现

### 3、创新浪潮

【判断7】PD-1双抗：PD-1 PLUS产业突变等待数据印证

【判断8】TCE双抗：实体瘤和自免两条线升级，催化不断

【判断9】GLP-1升级版层出不穷：口服开启减肥药下一个新纪元

【判断10】AI医疗：产业革命期，国内快速跟随

## 三、个股推荐及逻辑：深挖个股景气阿尔法

# 【判断9】GLP-1升级版层出不穷：口服开启减肥药下一个新纪元

作为划时代的药物，GLP-1成为药王只是时间问题，全球药企争相布局。在目前单靶点，双靶点的基础上对多个方向进行探索升级，其中重点包括：

**(1) GLP-1长效化：通过延长注射周期，实现患者顺应性的提升。**Amgen的MariTide是目前有明确数据读出的GLP-1/GIP月度制剂，海外进入临床三期阶段。包括Viking Therapeutics也计划推出VK2375的月度制剂版本。

**(2) 三靶点：通过引入更多靶点，提升GLP-1的减肥效果。**代表为Lilly的Retatrutide，其二期数据减重百分比接近24%，目前该疗法进入三期临床阶段，2025年有望读出数据。

**(3) 功能升级：通过引入其他靶点，实现功能升级。**诺和诺德通过引入胰淀素靶点，尝试探索其他靶点对于减肥效果的一个影响。东阳光和华东医药则通过引入FGF-21探索对高甘油三酯血症等代谢疾病的影响，后续可能有MASH等领域数据读出。

**(4) 口服化：目前主要为口服多肽（单靶点，双靶点）以及口服小分子，通过提高口服顺应性降低患者用药难度。**目前海外已有司美口服上市，礼来小分子Orforglipron明年将会读出多个三期临床数据，从多肽向小分子的药物形式改变，有望较大扩大适应症人群并改变目前的用药形态，有望在2025年成为减肥药的关键赛道。

图表40：目前多肽和小分子减肥药物数据

减肥药策略	靶点	产品名	公司名	临床期数
GLP-1 长效化	GLP-1/GIP	MariTide（月制剂）	Amgen	三期
三靶点	GLP-1/GCGR/GIP	Retatrutide	Lilly	三期
	GLP-1/GCGR/OXM	Efinopegdutide	默沙东	二期
	GLP-1/GCGR/GIP	MWN109	民为生物	一期
	GLP-1/GCGR/GIP	UBT251	联邦生物	一期
功能升级	GLP-1/AMYR	Amycretin	诺和诺德	一期
	GLP-1/FGF21	HEC88473	东阳光	二期
	GLP-1/GIP/FGF-21	DR10624	道尔生物/华东医药	一期
口服化	GLP-1	司美格鲁肽（多肽口服）	诺和诺德	已上市
	GLP-1	Orforglipron（小分子口服）	礼来	三期
	GLP-1/GIP	VK2735（双靶点口服）	Viking therapeutics	一期

资料来源：魔熵医药，医药魔方，药融云，第一财经，Acro Biosystems，国际生医新闻，新华网，新药情报库，搜狐新闻，国盛证券研究所

# 【判断9】GLP-1升级版层出不穷：口服开启减肥药下一个新纪元

作为GLP-1药物的两种形式，多肽和小分子各有优势和劣势。

**小分子GLP-1优势主要体现在：**小分子药物多数是通过液相合成，在产能上没有固相多肽合成的限制；小分子药物的生产成本远低于生物技术品，而且小分子的生产工艺相对简单且成熟；小分子药物对储存环境的敏感性相对较低，储存运输方便。

**小分子GLP-1劣势体现在：**小分子药物通常从头设计，在人体内容易产生何种反应不得而知，因此存在安全性盲盒。一旦治疗效果不佳或者安全性出现问题，那么意味着小分子减肥药的竞争将会处于劣势地位。

**重点推荐恒瑞医药、华东医药以及CDMO凯莱英，关注一品红、信立泰、海思科等。**

图表41：目前多肽和小分子减肥药物数据

公司名	产品名	临床期数	结束周期	最高剂量降低体重	发布时间
<b>口服多肽</b>					
Novo Nordisk	司美格鲁肽（口服）	三期	68周	15.10%	2023
Novo Nordisk	Amcretin	一期	12周	13%	2024
Viking Therapeutics	VK2735	一期	13周	5.30%	2024
<b>小分子</b>					
Lilly	Orforglipron	二期	36周	13.50%	2023
Pfizer	Danuglipron	-	32周	11.70%	2023
Structure Therapy	GSBR-1290	二期	12周	6.20%	2024
Terns	TERN-601	一期	4周	5.50%	2024
Roche	CT-996	一期	4周	7.30%	2024

资料来源：国际生医新闻，国盛证券研究所

**小分子减肥药2025年有望成为减肥药领域关键赛道：**

从目前公布的小分子GLP-1的临床数据来看，Orforglipron的36周数据已接近司美口服68周数据，小分子数据表现优异。2023年Orforglipron开启了多个三期临床，其中还包括三期头对头司美格鲁肽，最终临床数据极易影响GLP-1小分子的总体走向。

从目前来看，小分子GLP-1临床停药率仍较高，Orforglipron的早期临床停药率也超过了10%，伴随2025年Orforglipron三期临床数据的读出，整体小分子GLP-1能否应用于减肥，疗效/安全性如何平衡，市场存在一定预期差，同样也会引起市场较大关注，我们认为该领域在2025年是重点赛道之一。

国内目前在该领域有部分龙头公司已进入临床阶段：恒瑞医药（HRS-7535），一品红（APH01727），华东医药（HDM1002），信立泰（SAL0112），海思科（HSK34890），闻泰医药（VCT220），诚益生物/阿斯利康（ECC5004），CDMO阶段有凯莱英等。

图表42：目前多肽和小分子减肥药物数据

公司名	产品名	临床期数	适应症
恒瑞医药	HRS-7535	三期	2型糖尿病; 肥胖
闻泰医药	VCT220	三期	2型糖尿病; 肥胖
德睿智药	MDR-001	二期	2型糖尿病; 肥胖
信立泰	SAL0112	二期	高血压; 2型糖尿病; 肥胖; 血脂异常
华东医药	HDM1002	二期	2型糖尿病; 肥胖
海思科	HSK34890	一期	2型糖尿病
一品红	APH01727	一期	2型糖尿病; 肥胖
阿斯利康	AZD5004	批准临床	2型糖尿病; 肥胖

资料来源：医药魔方，国盛证券研究所

# 【判断9】GLP-1升级版层出不穷：口服开启减肥药下一个新纪元

创新药利好政策在逐步深入推进，全链条鼓励创新会带来创新药热度提升，重点在于鼓励“高质量”创新，而非所有创新药企，国内关注销售兑现度高的企业，海外看BIC潜力及MNC重要背书。对应的两点分别是创新药领域的技术&适应症突破，以及商业化放量的重点品种。

技术突破角度，我们看好ADC、分子胶/蛋白降解剂、小核酸三个技术领域以及MASH、AD两个重点大病种持续突破。关注贝达药业、再鼎医药等。

大单品&商业化放量逻辑，考虑到2024医保谈判已经落地，明年多款新产品即将纳入医保放量，进入放量加速期，商业化加速、盈利能力改善有望成驱动股价迎来主升浪。另外潜在大单品对小市值公司的驱动同样值得关注。重点推荐悦康药业、诺思兰德，关注热景生物等。

图表43：技术&适应症突破

领域	公司	2025年潜在事件
ADC	科伦博泰	sac-TMT商业化，EGFRm NSCLC适应症及A166（HER2 ADC）有望获批；sac-TMT EGFRm NSCLC报产3期临床及其他适应症早期数据有望披露
	荣昌生物	维迪西安单抗2L HER2+乳腺癌伴肝转移适应症有望获批，2L HER2低表达乳腺癌3期数据有望读出；1L胃癌3期临床有望推进
	再鼎医药	DLL3 ADC有望更新2L SCLC单药1期数据；启动1L SCLC联合阿替利珠单抗&含铂化疗全球1期、其他内分泌肿瘤全球1期；ROR1 ADC有望启动全球1期临床
	恒瑞医药	SHR-A1811（HER2 ADC）有望获批
	华东医药	ELAHERE（FRα ADC）商业化，BCMA ADC有望完成1期临床，HDM2020、HDM2012预计递交中美IND
	新诺威	EGFR-ADC临床快速推进队列扩展临床
MASH	百利天恒	BL-B01D1联合用药项目用于治疗晚期实体瘤的1/2a期临床试验申请已获得FDA许可
	诺和诺德	显著改善肝纤维化，司美格鲁肽治疗MASH III期研究第1部分成功，将于2025年申请新适应症
	海思科	HSK-31679有望在2025年读出部分肝纤维化数据
	歌礼制药	ASC40（地尼法司他）获得美国食品药品监督管理局（FDA）突破性疗法认定
分子胶/蛋白降解剂	海创药业	HP515目前处于IND阶段，用于非酒精性脂肪性肝炎
	贝达药业	CFT8919片是一种具有口服生物利用度的变构BIDAC™降解剂。CFT8919在EGFR L858R驱动的NSCLC的体外和体内模型中具有活性，可靶向EGFR继发性耐药突变，并且具有颅内活性，具有预防或治疗患者脑转移的潜力。CFT8919药品临床试验申请已经获批，目前正在顺利推进。
AD	百济神州	百济神州BTK PROTAC分子BGB-16673被FDA授予快速通道资格，用于经过至少二线治疗的CLL/SLL患者，包括BTK抑制剂和Bcl-2抑制剂。
	再鼎医药	推进KarXT阿尔茨海默病相关精神障碍III期临床
小核酸	通化金马	琥珀八氦氮吡啶片上市审评推进
	成都先导/先行生物	先衍生物递送的靶向血管紧张素原（AGT）小核酸新药LDR2402注射液临床试验申请（IND）获得中国国家药品监督管理局（NMPA）药品评审中心（CDE）受理。2025有望实现数据读出。
	石药集团	YS2302018已授权阿斯利康，海外临床开发有望在2025年快速推进
	君实生物	JS401为ANGPTL3类靶点siRNA药物中国内首款获批临床，2025年有望实现临床快速推进

资料来源：医药魔方，医药观澜，各公司公告，荣昌生物微信公众号，再鼎医药微信公众号，贝达药业官网，药智新闻，石药集团官网，摩熵医药，上海证券报，PhiRDA，歌礼制药官网，新药情报库，新浪财经，国盛证券研究所

图表44：2025部分商业化放量重点品种及潜在大单品逻辑

公司	2025年重点产品
信达生物	大单品审批推进&盈利改善 玛仕度肽有望上市，多个产品商业化拉动盈利改善
悦康药业	大单品审批推进 羟基红花黄色素A、通络健脑片、紫花温肺止咳颗粒新药有望上市
诺思兰德	大单品审批推进 塞多明基注射液有望上市
热景生物	大单品审批推进 参股公司舜景医药创新药SGC001注射液临床试验申请已获得国家药监局批准许可
乐普生物	大单品审批推进 EGFR ADC维贝柯妥单抗申报上市
三生国健	大单品审批推进 IL-17抗体，608申报上市
科伦博泰	大单品商业化元年 SKB-264已获批
智翔金泰	大单品商业化元年 赛立奇单抗销售快速增长
康诺亚	大单品商业化元年 康悦达国内已成功上市
云顶新耀	大单品商业化元年 耐赋康®（布地奈德肠溶胶囊，NEFECON®）获批用于治疗罹患原发性免疫球蛋白A肾病且病情有进展风险的成人病人
康方生物	大单品医保放量 开坦尼®（卡度尼利）和依达方®（依沃西）首次被纳入医保
迪哲医药	大单品医保放量 迪哲医药旗下舒沃替尼片（商品名：舒沃哲®）和戈利替替尼胶囊（商品名：高瑞哲®）被纳入新版国家医保目录。
益方生物	大单品医保放量 贝福替尼肺癌一线适应症纳入医保
亚盛医药	大单品医保放量 耐立克新增适应症纳入新版国家医保药品目录
微芯生物	大单品医保放量 西达本胺片新增适应症纳入医保目录
艾力斯	大单品医保放量 公司核心产品伏美替尼一线治疗适应症和二线治疗适应症，均被续约纳入国家医保报销范围，带动公司销售持续放量，营业收入稳步增长。
百济神州	盈利改善 利润端同比大幅减亏
诺诚健华	盈利改善 诺诚健华单药年销售额预计突破10亿

资料来源：每日经济新闻，医药魔方，第一财经，财经网，证券时报网，新浪财经，康诺亚官网，智慧芽，界面新闻，云顶新耀官网，网易新闻，PhiRDA，亚盛医药官网，梅斯医学，国盛证券研究所

## 一、新周期下的分析框架更新

【判断1】医药新周期：仍然是结构性时代，支付端有望改善

## 二、总量控制下的新周期选股

### 1、预期改善

【判断2】商业健康险：有望成为改善支付端的慢变量

【判断3】重组整合：政策周期再起，国改整合共振

【判断4】CRO、消费医疗、基药有望受益于大环境和政策的改善

【判断5】医疗器械：部分细分&公司有边际改善的潜力

### 2、中国超市

【判断6】中国超市：国产创新药对外输出产业拐点，license out持续兑现

### 3、创新浪潮

【判断7】PD-1双抗：PD-1 PLUS产业突变等待数据印证

【判断8】TCE双抗：实体瘤和自免两条线升级，催化不断

【判断9】GLP-1升级版层出不穷：口服开启减肥药下一个新纪元

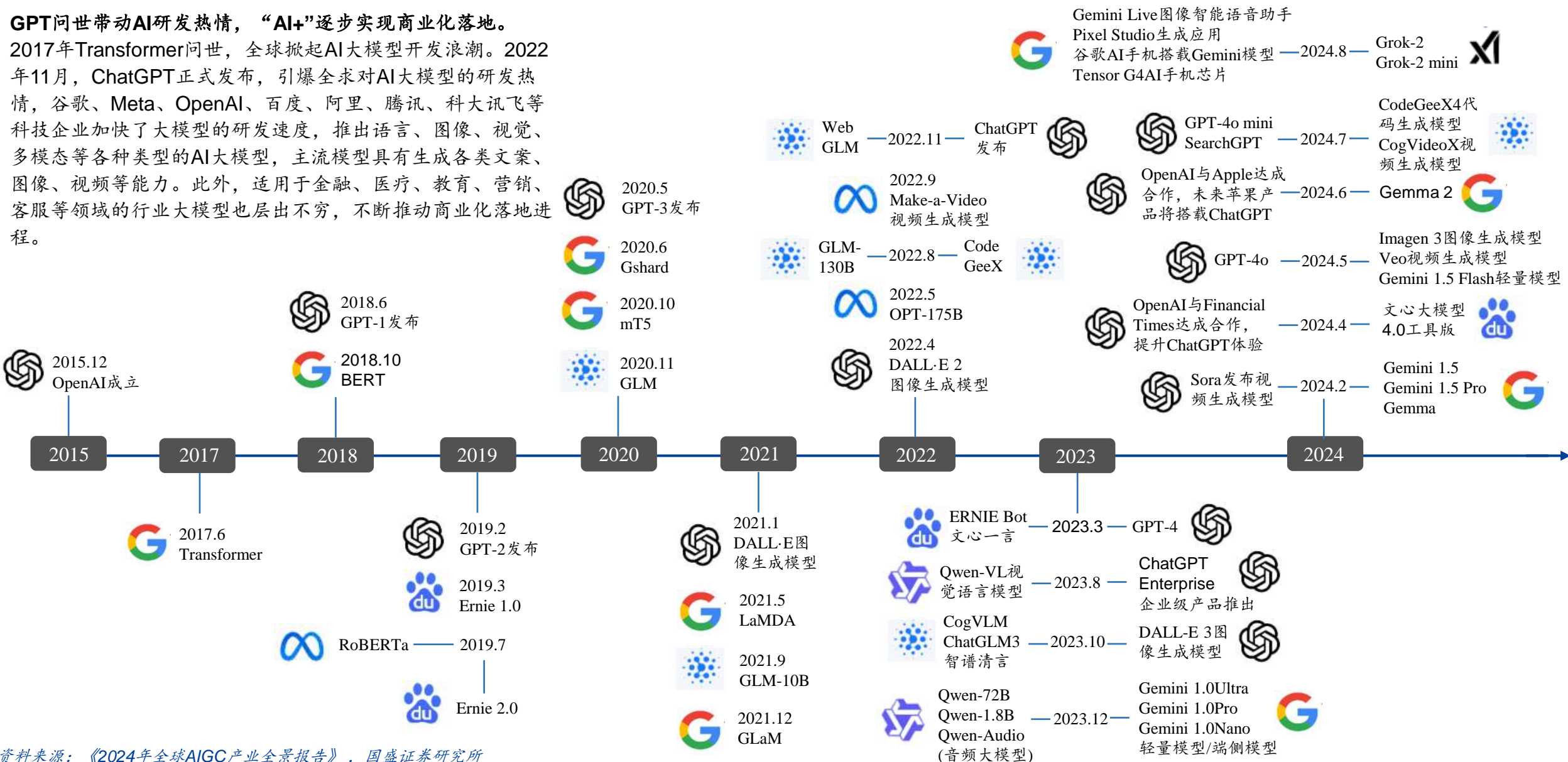
【判断10】AI医疗：产业革命期，国内快速跟随

## 三、个股推荐及逻辑：深挖个股景气阿尔法

# 【判断10】AI医疗：产业革命期，国内快速跟随

图表45: AI大模型发展历程

**GPT问世带动AI研发热情，“AI+”逐步实现商业化落地。**  
 2017年Transformer问世，全球掀起AI大模型开发浪潮。2022年11月，ChatGPT正式发布，引爆全球对AI大模型的研发热情，谷歌、Meta、OpenAI、百度、阿里、腾讯、科大讯飞等科技企业加快了大模型的研发速度，推出语言、图像、视觉、多模态等各种类型的AI大模型，主流模型具有生成各类文案、图像、视频等能力。此外，适用于金融、医疗、教育、营销、客服等领域的行业大模型也层出不穷，不断推动商业化落地进程。



资料来源: 《2024年全球AIGC产业全景报告》，国盛证券研究所

# 【判断10】AI医疗：产业革命期，国内快速跟随

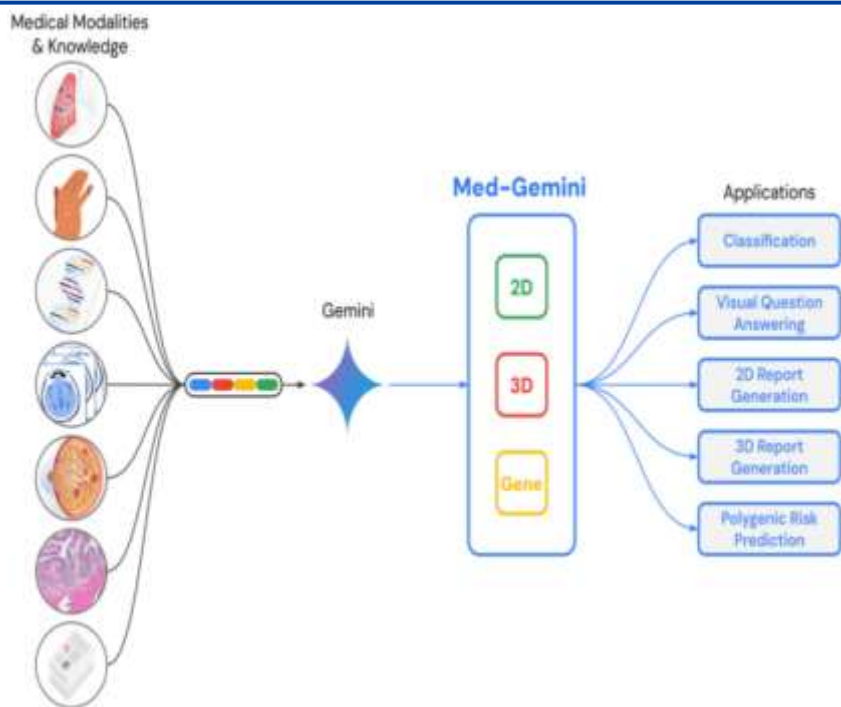
AI助推智慧医疗迈上新台阶，医学影像是AI应用较为成熟的领域。

Google推出Med-Gemini大模型，具备高级推理能力和多模态理解能力，实现在放射学、病理学等领域的医疗应用。2024年5月，Google发布应用于多模态医疗领域的Med-Gemini系列模型，其中包含Med-Gemini-2D、Med-Gemini-3D以及Med-Gemini-Polygenic，实现在放射学、病理学、皮肤学、眼科学和基因组学的医疗应用。

- Med-Gemini-2D能够在传统的2D医疗影像（胸部X光、CT切片、病理切片等）上执行分类、视觉问答和文本生成多项任务。
- Med-Gemini-3D可以理解并能够撰写3D研究放射学报告，例如头部CT影像。
- Med-Gemini-Polygenic能够实现通过收集基因组信息，预测疾病以及健康状态。

医学影像是AI医疗应用较为成熟的领域，应用由单病种识别向多病种识别全面发展。AI医学影像主要依托图像识别和深度学习技术，主要解决病灶识别与标注、靶区自动勾勒与自适应放疗、影像三维重建等需求。主要支持CT、MR、DR、超声等模态，覆盖头/胸/腹/骨等部位、脑/眼/心血管/肺/乳腺等器官以及脑卒中/颅内肿瘤/冠心病/肺结节/肺炎/乳腺癌/骨折等疾病，实现辅助筛查、辅助评估、辅助诊断等功能，覆盖放射科、眼科、超声科、病理科、皮肤科、脑电图室等。

图表46: Google-医疗AI模型Med-Gemini



资料来源:《2024年全球AIGC产业全景报告》, 国盛证券研究所

图表47: AI技术在医学影像领域的主要应用情况

器官	主要模态	适用病种	主要应用场景	难易程度
脑	CT、MR	脑卒中、脑小血管疾病、颅内肿瘤、脑龄评估等	辅助筛查 辅助评估 辅助诊断	困难
眼	眼底图像	糖尿病视网膜病变等	辅助诊断	中等
心脏	MR、超声	心肌病、心脏瓣膜病等	辅助诊断	困难
心血管	CT	冠心病等心血管疾病	辅助评估 辅助诊断	困难
肺	CT、DR	肺结节、肺炎、肺结核等	辅助筛查 辅助诊断	中等
乳腺	MR、超声、钼靶	乳腺炎、乳腺增生、乳腺纤维瘤、囊肿、淋巴增生、乳腺癌等	辅助筛查 辅助诊断	困难
胃	内窥镜检查	胃癌等	辅助筛查	困难
肝脏	CT、MR	肝硬化、肝癌等	辅助诊断	困难
颅骨 胸骨	CT、MR、DR	骨折、骨龄评估等	辅助筛查 辅助评估	中等

资料来源: 源起基金, 国盛证券研究所

# 【判断10】AI医疗：产业革命期，国内快速跟随

**AI医疗支持性政策陆续出台，为行业发展提供保障。**近年来，我国陆续发布了许多政策，以推动人工智能技术在医疗方面的应用。2024年以来，随着AI技术快速发展，相关政策也逐步细化，应用场景愈发明确，为AI医疗行业发展提供了保障。

- 2024年7月，卫健委等13部门印发《健康中国行动——慢性呼吸系统疾病防治行动实施方案（2024—2030年）》，提出探索应用人工智能、大数据等新一代信息技术建立规范化基层诊疗辅助系统。
- 2024年11月，卫健委等3部门印发《卫生健康行业人工智能应用场景参考指引》，明确AI医疗的4大类、84个细分领域应用场景。
- 2024年11月，AI辅助诊断首次被列入价格构成，放射检查、超声检查、康复类项目中设立“人工智能辅助”扩展项。

图表48：AI医疗相关政策一览

时间	部门	政策	AI医疗内容
2016年6月	国务院办公厅	《关于促进和规范健康医疗大数据应用发展的指导意见》	支持研发健康医疗相关的人工智能技术，加快研发成果转化，促进健康医疗智能装备产业升级。
2016年12月	国务院	《“十三五”国家信息化规划》	推动健康医疗相关的人工智能、生物三维打印、医用机器人、可穿戴设备以及相关微型传感器等技术和产品在疾病预防、卫生应急、健康保健、日常护理中的应用
2017年12月	工信部	《促进新一代人工智能产业发展三年行动计划（2018-2020年）》	推动医学影像数据采集标准化与规范化，支持脑、肺、眼、骨、心脑血管、乳腺等典型疾病领域的医学影像辅助诊断技术研发，加快医疗影像辅助诊断系统的产品化及临床辅助应用。
2018年4月	国务院办公厅	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	1) 研发基于人工智能的临床诊疗决策支持系统，开展智能医学影像识别、病理分型和多学科会诊以及多种医疗健康场景下的智能语音技术应用； 2) 开展基于人工智能技术、医疗健康智能设备的移动医疗示范； 3) 支持研发医疗健康相关的人工智能技术、医用机器人、大型医疗设备、应急救援医疗设备、生物三维打印技术和可穿戴设备等； 4) 鼓励医疗联合体内部上级医疗机构借助人工智能等技术手段，面向基层提供远程会诊、远程心电诊断、远程影像诊断等服务。
2018年4月	卫健委	《全国医院信息化建设标准与规范（试行）》	利用人工智能技术进行疾病风险预测，实现医学影像辅助诊断、临床辅助诊疗、智能健康管理、医院智能管理等功能。
2020年10月	卫健委	《关于加强全民健康信息标准化体系建设的意见》	推动医疗健康人工智能应用标准化建设。研究制定医学人工智能应用研究指南，推进医学人工智能在智能临床辅助诊疗、医用机器人、人工智能药物研发、智能公共卫生服务、智能医院管理、智能医疗设备管理、智能医学教育等领域应用试点和示范。
2022年3月	国家药监局器审中心	《人工智能医疗器械注册审查指导原则》	指导注册申请人建立人工智能医疗器械生存周期过程和准备人工智能医疗器械注册申报资料，同时规范人工智能医疗器械的技术审评要求，为人工智能医疗器械、质量管理软件的体系核查提供参考。
2022年7月	科技部等六部门	《关于加快场景创新以人工智能高水平应用促进经济高质量发展的指导意见》	积极探索医疗影像智能辅助诊断、临床诊疗辅助决策支持、医用机器人、互联网医院、智能医疗设备管理、智慧医院、智能公共卫生服务等场景
2023年10月	卫健委	《健康中国行动—癌症防治行动实施方案（2023—2030年）》	优化诊疗模式。持续推进多学科诊疗模式，提升癌症相关临床专科能力，探索以癌症病种为单元的专病中心建设，积极运用互联网、人工智能等技术，开展远程医疗服务，探索建立规范化诊治辅助系统，提高基层诊疗能力
2024年7月	卫健委等13部门	《健康中国行动——慢性呼吸系统疾病防治行动实施方案（2024—2030年）》	探索应用人工智能、大数据等新一代信息技术建立规范化基层诊疗辅助系统。
2024年11月	卫健委等3部门	《卫生健康行业人工智能应用场景参考指引》	聚焦“人工智能+”与医疗服务管理、基层公卫服务、健康产业发展、医学教学科研相结合的四大领域，明确医学影像智能辅助诊断等84个细分领域的基本概念和应用场景。
2024年11月	国家医保局	国家医保局解读17批价格立项	在放射检查、超声检查、康复类项目中设立“人工智能辅助”扩展项，即同样的价格水平下，医院可以选择培养医务人员进行诊疗，也可以选择使用人工智能参与诊疗行为，现阶段不重复收费

资料来源：人民政府网，医疗应急司，卫健委，MDE，教育部学校规划建设发展中心，规划发展与信息化司，央广网，新疆医疗保障公众号，国盛证券研究所

# 【判断10】AI医疗：产业革命期，国内快速跟随

AI医疗产品不断落地，产品呈多元化发展趋势。AI医学影像作为较为成熟的应用领域，截至2024年11月已有超百款产品获批，涵盖心血管疾病、肺部疾病、脑血管疾病、骨科检查、眼底疾病等多个领域。以心血管疾病AI影像产品为例，动态心电图分析软件、冠状动脉CT血流储备分数计算软件、冠脉CT造影图像血管狭窄辅助评估软件、心血管CT图像辅助评估软件等，相关产品有助于提高医学诊断效率、减轻医生工作负担、促进医疗资源均衡分配。

图表49：AI影像已获批产品（部分，以心血管疾病AI为例）

心血管疾病AI影像产品						
序号	子类别	公司	产品名称	型号	获批时间	注册证类型
1	心电图分析	深圳理邦	动态心电分析软件	AI Holter	2024年4月	III类
2		索思	动态心电分析软件	THOTH-ECG-AI	2024年1月	III类
3		纳龙健康	心电分析软件	Cardio AI	2022年10月	III类
4		乐普医疗	动态心电分析软件	AI-ECG Tracker	2022年9月	III类
5		乐普医疗	心电分析软件	AI-ECG Platform	2020年1月	III类
6	血流储备分数	联影智能	冠状动脉CT血流储备分数计算软件	uAL-FFRCF	2024年4月	III类
7		深睿医疗	冠状动脉CT血流储备分数计算软件	Dr.Wise FFR	2024年3月	III类
8		阿特瑞科技	冠状动脉CT血流储备分数计算软件	HBFloWS	2023年11月	III类
9		乐普医疗	冠脉造影图像血流储备分数计算软件	Vicor-AngioFFR	2023年7月	III类
10		脉流科技	冠状动脉CT血流储备分数计算软件	AccuFFRct	2023年5月	III类
11		博动医疗	冠状动脉CT血流储备分数计算软件	CtaPlus	2023年4月	III类
12		数坤科技	冠状动脉CT血流储备分数计算软件	Shukun-FFR	2023年2月	III类
13		闽影科技	冠脉CT血流储备分数计算软件	CoronaryScope	2022年11月	III类
14		冠生云医疗	冠状动脉CT血流储备分数计算软件	HemoDyna	2021年10月	III类
15		心世纪医疗	冠状动脉CT血流储备分数计算软件	AccuFFRct	2021年7月	III类
16		睿心医疗	冠状动脉CT血流储备分数计算软件	RuiXin-FFR	2021年4月	III类
17		科亚医疗	冠脉血流储备分数计算软件	DEEPPVESSEL FFR	2020年1月	III类
18	冠脉狭窄	睿心医疗	冠脉CT造影图像血管狭窄辅助评估软件	RuiXin-CoronarAI	2024年6月	III类
19		医准智能	冠脉CT造影图像血管狭窄辅助评估软件	Yizhun-CCTA	2024年3月	III类
20		推想医疗	冠脉CT造影图像血管狭窄辅助评估软件	InferRead CTA Coronary	2023年8月	III类
21		联影智能	冠状动脉CT造影图像血管狭窄辅助评估软件	uAI-CoronaryCTA	2023年8月	III类
22		深睿医疗	冠脉CT造影图像血管狭窄辅助评估软件	Dr.WiseCAATS	2023年2月	III类
23		数坤科技	冠脉CT造影图像血管狭窄辅助评估软件	CoronaryDoc Plus	2023年2月	III类
24		数坤科技	冠脉CT造影图像血管狭窄辅助分诊软件	CoronaryDoc	2020年11月	III类
25		定量血流分数	博动医疗	定量血流分数测量软件	AngioPlus Core	2021年12月
26	博动医疗		冠状动脉OCT定量血流分数计算软件	OctPlus 3	2021年11月	III类
27	综合评估	西门子医疗	心血管CT图像辅助评估软件	AI-Rad Companion (Cardiovascular)	2022年8月	III类

资料来源：赛柏蓝器械公众号，NMPA，国盛证券研究所

# 【判断10】AI医疗：产业革命期，国内快速跟随

海内外公司均积极开展AI医疗研发工作，助力实现产品智能化或提升研发效率，未来有望看到更多AI产品上市。在数字化浪潮和政相关政策的驱动下，AI正在以前所未有的速度重塑医疗行业，我们梳理了AI+医药/医疗相关标的如下，主要分为AI诊断、医疗信息化、AI制药、海外公司四大类。可以看到AI医疗已从概念期逐步迈入应用期，海内外公司都致力于将AI融入产品中以提升产品性能或改善用户体验，未来有望看到更多的AI医疗产品上市并盈利。

**AI诊断：**1) 华大基因在基因检测领域推出NGS实验室整体解决方案Geline灵曦、基因检测大模型GeneT、遗传病智能化解读工具GBI ALL；2) 万东医疗打磨AI影像技术，通过万里云平台推出“妙笔”等AI产品；3) 明月镜片已上市sasky智能眼镜，并积极与其他品牌合作研发智能眼镜。

**医疗信息化：**1) 美年健康与华为合作推出健康管理AI机器人“健康小美”，已在杭州、南京、宁波、苏州等地区开展了试运营工作；2) 润达医疗与华为云合作推出良医小慧，截至2024H1累计为60余家医疗机构提供数字化智慧医疗解决方案服务。

图表50: AI+医药/医疗公司一览 (一)

领域	公司	市值(亿元) 2024/11/28	AI相关
AI诊断	华大基因	188	1) 肿瘤及慢病防控领域，推出Geline灵曦——AI+一站式NGS实验室整体解决方案，使用3件套设备（自动化设备+测序仪+基因分析本地分析一体机HALOS），并整合3个AI人工智能模块（AI任务调度+AI分析解读+AI验证设计）； 2) 妇幼健康领域，发布首个基因检测多模态大模型GeneT(Genetic Transformer)，大幅提升检测效率，未来有望实现全自动化解读； 3) 发布生成式生物智能范式GBI ALL(Generative Bio-Intelligent)，是一个针对遗传病诊断的智能化解读工具。
	万东医疗	120	1) AI影像技术：基于智慧天眼的MR、CT、DR等多条产品线的自动摆位技术、全身各部位的自动定位技术 2) 万里云：“妙笔”影像报告AI质控产品、影像PACS、云胶片、区域影像平台和影像辅助诊断AI产品等
	福瑞股份	100	海外子公司Echosens是LIVERAIM项目的合作伙伴，该项目将利用AI技术开发一个筛查平台，用于肝纤维化的个性化早期诊断
	朗玛信息	53	1) “39AI全科医生”大模型已于2023年11月通过上线备案，“39健康医疗内容生成算法”于2024年2月通过深度合成服务算法备案； 2) “39AI全科医生”小程序已开放“医学咨询”和“疾病诊断”模块。
	热景生物	50	1) 数字智能AI诊断模型——C-GALAD II肝癌风险预警模型； 2) 成立“X-Gen AI新药发现与设计研究中心”，让AI技术加速新药研制。
	贝瑞基因	34	自主研发NLPearl遗传疾病人工智能临床决策支持系统、CNVisi智能报告解读系统，公司年产出的基因数据量已超过PB级，在标准/结构化数据及人工智能数据算法、对临床信息解读等方面的优势日益凸显
	祥生医疗	29	1) Sono AI软件在多个病种或临床领域，如乳腺、肝脏、心血管、颈动脉、甲状腺、小器官和妇产科等方面均取得了实质性的进展，核心技术已经广泛搭载于高端推车彩超和便携新产品线； 2) 超声AI产品—“乳腺疾病超声辅助诊断软件”已取得III类注册证。
	安必平	19	提供“试剂+制片设备+扫描仪+AI判读”整体解决方案
	鹰瞳科技	12	形成了眼底视网膜AI、近视防控AI、视觉训练AI的医疗AI产品矩阵。截至2024H1，近视防控AI产品使用次数达到167.27万，相比2023年底增长87.9%，服务用户数量达到1.6万。
	其他AI 医疗产品	美年健康	192
润达医疗		108	1) 与华为云合作推出良医小慧，截至2024H1，已累计为上海长海医院、温州医科大学第一附属医院等60余家医疗机构客户提供数字化智慧医疗解决方案服务 2) 与柳药集团合作，用AI大模型赋能药店； 3) 与美年健康合作，打造AI机器人—“健康小美”数智健管师；
明月镜片		81	已上市销售sasky智能眼镜，并且已与部分品牌企业开展智能眼镜的研发合作
迪安诊断		79	1) 发布智慧实验室信息化管理系统架构，推出irisLIMS第四代产品，在特检学科的人工智能算法和多模态生物数据基础模型的融合方面取得了显著进步； 2) 旗下人工智能公司“医策科技”发布宫颈细胞病理图像处理软件PathoInsight-T 2.0，AI算法的敏感度和特异度均提升超过10%。
医渡科技		58	公司推出AI医疗大脑YiduCore，持续开展5000亿专业训练Token语料的医疗垂直领域大语言模型的研发和训练工作，已完成6B•13B•70B参数的模型训练，是中国首家在医疗垂直领域适配国内外高端芯片全链路成功的公司。
梅斯健康		5	推出了梅斯小智 ( <a href="https://mschat.medsci.cn">https://mschat.medsci.cn</a> )，1) 公司会在内部日常工作中全面推广AI，提升工作效率；2) 会在产品中内嵌AI，提升产品竞争力。

资料来源: Wind, 各公司公告, 各公司公众号, 各投资者交流问答, 深圳市人工智能产业协会, 美德瑞骨科医生集团, TodayAI, 颐通社, 上海市生物医药科技发展中心, X, LIVERAIM官网, 国盛证券研究所

# 【判断10】AI医疗：产业革命期，国内快速跟随

**AI制药：**1) 信立泰与AlphaMol合作利用AI推进药物研发；2) 丽珠集团投资AI药物设计技术研发商英飞智药。

**海外公司：**1) 英伟达投资Hippocratic AI，通过AI技术大幅提高医疗服务的可及性；2) 谷歌推出医学AI模型Med-Gemini；3) 西门子AI驱动心血管超声系统ACUSON Origin已获FDA批准。

图表51：AI+医药/医疗公司一览（二）

领域	公司	市值(亿元) 2024/11/28	AI相关	领域	公司	市值(亿元) 2024/11/28	AI相关
	信立泰	384	信立泰与AlphaMol签署共同开发新药的合作协议，双方将在抗肥胖症新药研发领域开展深度研发合作，利用AI共同推进药物研发的智能化升级。		英伟达	33,145	与Hippocratic AI合作开发AI医疗助手，利用Hippocratic的安全导向的大型语言模型Polaris，是首个为实时患者AI医疗对话而设计的系统。Polaris通过NVIDIA Avatar Cloud Engine (ACE) 微服务器连接，并使用NVIDIA Inference Microservice (NIM) 实现低延迟的推理和语音识别。
	丽珠集团	338	投资AI药物设计技术研发商英飞智药		谷歌	20,715	推出医学AI模型Med-Gemini，基于Gemini模型构建的多模态医学专用模型集群。 1) 高级推理能力：在MedQA (USMLE) 基准测试中达到了91.1%的准确率； 2) 多模态理解能力：在包括NEJM图像挑战在内的七个多模态基准测试中，Med-Gemini比GPT-4平均提高了44.5%的性能。
	川宁生物	289	2024年2月22日，川宁生物与上海金程科技有限公司签署了战略合作协议。双方将在抗生素中间体发酵产业的优化升级、利用AI辅助合成生物学研发新产品等方面开展合作，将人工智能与川宁生物现有产业结合，尽快形成新质生产力，以全面提升川宁生物的生产方式和生产效率。未来川宁生物利用AI智能重构传统的生产路线，同时打造生成式人工智能虚拟工程师，通过机器学习迭代反馈实现抗生素中间体生产新范式和效益的系统性提升，在生物发酵过程中不断创新生产方式。		西门子	1,533	AI驱动心血管超声系统ACUSON Origin获FDA批准，配备了全新AcuNav Lumos 4D ICE（心内超声心动图）导管，相关功能包含： 1) AI Measure智能全模式辅助测量功能：基于深度机器学习实现了二维、M模式、频谱多普勒和组织多普勒的自动测量，将传统20.2s左右的心功能测量时间缩短至3.6秒； 2) 系统由包含20亿张多模式图像的数据库提供支持，可在经胸和经食道超声检查中，进行超过5600项AI驱动测量； 3) 智能定位：新增AI Assist功能，可在探头接触胸壁时立即识别心脏结构，实时识别心脏切面和结构，自动放置彩色取样框和频谱多普勒取样门。 4) 自动勾画，实现四个心腔一键实时定量：基于深度机器学习，精确自动切面识别和心脏轮廓勾画，实时处理复杂的二维和四维心脏数据。
	健康元	212	2024H1公司年报显示，正在进一步完善内部自主可控的机器学习平台，通过合作研究开发适于蛋白质设计的机器学习平台		GE医疗	379	GE医疗通过收购Caption Health，加强了在AI超声心动图图像采集方面的技术，特别是在心力衰竭等疾病的早期诊断 1) 2020年2月，美国FDA批准了Caption Health公司研发的Caption Guidance软件应用于心脏超声检查。这是FDA批准的第一个基于AI技术的具有指导功能的心脏超声软件系统； 2) 2023年2月，GE医疗收购Caption Health公司，继续为前者30亿美元的超声业务补充新型武器； 3) 收购的Caption Health公司的AI技术能够自动评估超声心动图像，辅助心脏功能的分析。下一主攻相关方向为：产科及肺部超声； 4) 2023年9月，GE医疗宣布获得比尔及梅琳达·盖茨基金会4400万美元的捐款，用于开发基于AI的超声影像自动评估工具。
	皓元医药	77	已与多家AI制药公司形成战略合作，与德睿智药合作的合成预测平台可实现小分子合成路线预测	海外公司	飞利浦医疗	255	计划在心脏成像产品组合中广泛集成AI，以提高工作效率 1) 2021年3月，飞利浦医疗宣布已与以色列AI医疗公司DiA Imaging Analysis建立战略合作伙伴关系，通过将DiA的AI自动解决方案库与飞利浦的超声相结合，提供自动化解决方案； 2) 2023年末，在美国芝加哥举行的北美放射学年会RSNA 2023上，飞利浦医疗宣布推出全新超声人工智能解决方案。其中，包括EPIQ Elite 10.0和飞利浦Affiniti超声系统解决方案，具有集成共享传感器和AI自动化工具的单一用户界面； 3) 5500 CV型超声集成了一款使用AI自动计算左心室应变的工具。
AI制药	药石科技	69	建立了特色高效正合成预测优化算法平台、逆合成算法平台、基于配体化学结构&关键药效团的结构相性快速搜索算法平台		梅奥诊所		斥资50亿美元升级和打造明尼苏达州梅奥诊所总部院区，计划建造五栋、共240万平方英尺新型AI医学大楼和科研机构，整合梅奥诊所在AI医学和数字健康方面的研发项目，将AI技术基础设施嵌入到医院大楼建筑结构中，加速医生与患者之间高效、有意义的互动交流和无干扰实时监护管理。该项目于2024年初动工，2028年部分完成AI升级，2030年竣工。
	成都先导	50	积极推进DEL+AI在新药发现与优化方面的项目研发及能力建设，公司利用AI加速药物研发的特点在于：1) 先导的AI模型具有更为海量的真实实验数据（这些数据在公域无法获得）；2) 均为在标准流程下产生的高质量实验数据；3) 实验数据不依赖于蛋白质的三维结构。				
	泓博医药	35	2019年设立CADD/AIDD技术平台，截至2024H1，已累计为69个新药项目提供了技术支持，其中5个已进入临床I期，2个在临床申报阶段，采购公司CADD/AIDD服务的客户数已达到33家				
	博济医药	34	1) 与埃格林医药合作，利用AI在临床试验领域展开战略合作，用AI解决临床阶段影响药物研发效率和成本的瓶颈问题； 2) 与博奥晶方合作，成立了以AI中药研发为核心的合资公司，共建中药组方快速筛选平台，利用AI大模型对公司积累的中药复方、组方进行评估分析，挖掘出高潜价值的临床前候选药物。				
	北陆药业	34	参股公司医未医疗研发的卒中AI诊断软件--睿脑ICH颅内出血分诊软件获得III类注册证				
	睿智医药	34	已将Alphafold等AI技术应用于药物设计、抗体工程等药物研发业务中，并积极开展CRO+AI研发的新技术探索				
	仟源医药	23	2024年5月，仟源医药与北京亿药合作成立新药研发公司仟源亿药，将基于AI化合物设计、筛选技术以及药物合成、制剂、分析技术等打造创新药研发平台。				

资料来源：Wind，各公司公告，各公司公众号，各投资者交流问答，深圳市人工智能产业协会，美德瑞骨科医生集团，TodayAI，颐通社，上海市生物医药科技发展有限公司，X，LIVERAIM官网，国盛证券研究所

## 一、新周期下的分析框架更新

【判断1】医药新周期：结构性时代继续，支付端有望改善

## 二、总量控制下的新周期选股

### 1、预期改善

【判断2】商业健康险：有望成为改善支付端的慢变量

【判断3】重组整合：政策周期再起，国改整合共振

【判断4】CRO、消费医疗、基药有望受益于大环境和政策的改善

【判断5】医疗器械：部分细分&公司有边际改善的潜力

### 2、中国超市

【判断6】中国超市：国产创新药对外输出产业拐点，license out持续兑现

### 3、创新浪潮

【判断7】PD-1双抗：PD-1 PLUS产业突变等待数据印证

【判断8】TCE双抗：实体瘤和自免两条线升级，催化不断

【判断9】GLP-1升级版层出不穷：口服开启减肥药下一个新纪元

【判断10】AI医疗：产业革命期，国内快速跟随

## 三、个股推荐及逻辑：深挖个股景气阿尔法

### 三、个股推荐及逻辑：深挖个股景气阿尔法

图表52：年度十大预测重点关注个股一览

股票代码	上市公司	策略思路	核心逻辑	总市值 (亿元)	归母(亿元) 2023A	归母(亿元) 2024E	归母(亿元) 2025E	归母增速 2023A	归母增速 2024E	归母增速 2025E	PE 2024E	PE 2025E
000503.SZ	国新健康	商业健康险	国资背景，G端资源良好，中标杭州公共数据资源，有望受益于医保信息开放	139	-0.80	-0.56	-0.17	5.38%	30.27%	69.91%	-250	-831
002777.SZ	久远银海	商业健康险	国资背景，参与国家医保系统建设，G端资源良好，有望受益于医保信息开放	86	1.68	1.81	2.18	-8.83%	7.82%	20.32%	48	40
688656.SH	浩欧博	重组整合	中国生物制药收购浩欧博，有望注入资产并长期赋能	83	0.47	0.68	0.89	13.64%	43.12%	31.12%	123	94
688085.SH	三友医疗	器械改善	脊柱集采影响出清，超声骨刀快速放量，通过Implanet加速布局欧美市场	52	0.96	0.81	1.56	-49.91%	-14.80%	91.67%	64	34
6990.HK	科伦博泰	中国超市	sac-TMT商业化兑现，ADC平台持续国际化	377	-5.74	-4.54	-6.00	6.81%	20.93%	-32.13%	-83	-63
1801.HK	信达生物	中国超市&PD-1双抗	自免&代谢进入收获期。PD-1/IL-2潜在FIC推进国际化	583	-10.28	-6.45	2.82	52.83%	37.20%	143.75%	-90	207
000963.SZ	华东医药	中国超市&GLP-1小分子	经营稳健多款创新药有望陆续获批，GLP-1有望出海	684	28.39	33.41	38.49	13.59%	17.68%	15.21%	20	18
603707.SH	健友股份	中国超市	注射剂出口龙头，生物类似药&复杂制剂出海拉动第二成长曲线	236	-1.89	8.60	11.95	-117.37%	554.09%	38.95%	27	20
9926.HK	康方生物	PD-1双抗	AK112 头对头战胜 K 药，全球肺癌一线市场映射	606	20.28	-3.77	3.65	273.60%	-118.59%	196.82%	-161	166
1177.HK	中国生物制药	PD-1双抗&中国超市	创新兑现，PD-L1/4-1BB有望国际化	564	23.32	35.79	32.47	-8.32%	53.48%	-9.28%	16	17
688266.SH	泽璟制药-U	TCE双抗	zg006, me-better 类 dII3 双抗，小细胞肺癌 bic 潜质	184	-2.79	-1.41	0.67	39.08%	49.55%	147.63%	-131	275
688506.SH	百利天恒	TCE双抗	全球 bic EGFR-adc，全球肺癌一线映射	866	-7.80	42.29	2.12	-176.40%	641.83%	-94.98%	20	408
688443.SH	智翔金泰-U	TCE双抗	cd3/bcma 多发性骨髓瘤国内龙头，转移适应症全球 bic 疗法	104	-8.01	-7.26	-7.04	-39.03%	9.45%	3.03%	-14	-15
002019.SZ	亿帆医药	TCE双抗&中国超市	医药主业增长势头好，创新药亿立舒全球销售，控股公司TCE双抗	144	-5.51	5.25	7.56	-388.19%	195.20%	44.13%	27	19
600276.SH	恒瑞医药	GLP-1小分子&中国超市	创新药不断获批放量、占比提升，创新平台有望国际化	3,234	43.02	59.78	67.22	10.14%	38.95%	12.45%	54	48
002821.SZ	凯莱英	GLP-1小分子	新签延续良好趋势，多肽项目不断开拓落地，随着订单陆续交付，业务有望重回快速增长	309	22.69	10.34	12.75	-31.28%	-54.43%	23.34%	30	24
688658.SH	悦康药业	大单品审批推进	脑卒中大单品羟基红花黄色素A已报产	95	1.85	3.09	4.06	-44.87%	67.44%	31.16%	31	24
300558.SZ	贝达药业	分子胶技术平台	分子胶赛道国内领先，海外重磅品种国内映射	232	3.48	4.70	6.41	139.33%	35.04%	36.40%	49	36
430047.BJ	诺思兰德	大单品审批推进	下肢缺血基因疗法塞多明基已报产	40	-0.48	-0.55	0.00	28.81%	-13.22%	100.00%	-73	-
600055.SH	万东医疗	AI医疗	美美的助力有望丰富并购资源，海外市场布局加速，AI全面赋能万里云产品与平台	120	1.89	-	-	7.51%	-	-	-	-

资料来源：wind，公司公告，久远银海公众号，杭州市数据资源管理局，国盛证券研究所，注：盈利预测为wind一致预测，截至2024/11/29收盘价

- 1) 医药负向政策超预期:** 近年来, 医药领域陆续出台, 如仿制药带量采购、高值耗材带量采购、创新药医保谈判等系列政策, 与之相关的品种或企业实际经营情况或受到影响, 如果后续还有降价等政策出台, 相关企业经营可能会遇到阶段性压力。
- 2) 行业增速不及预期:** 部分板块及产品竞争格局恶化, 以及负向政策的扰动, 导致增速不及预期。
- 3) 行业竞争加剧风险:** 随着同类型产品不断上市或新一代产品上市, 医药行业竞争可能加剧, 产品市场份额存在不及预期或下滑风险, 影响相关企业营收和利润。

# 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

## 国盛证券研究所

### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com



Thank You