

行业研究 | 行业深度研究 | 医药生物

增量看空间，存量看结构

——医药生物行业 2025 年投资策略



| 报告要点

近年来医药指数回撤较多，产业端和投资端均面临一定的压力，人口结构性老龄化背景下医保收支不平衡压力是医改需要考虑的因素，医药产业进入后集采时代的新常态。存量看结构，增量看空间，医药板块的长期投资要把握医改背景下产业链利益再分配的存量结构性机会和老龄化和出海带来的增量机会，未来 1 年维度建议重视创新药出海和左侧资产估值修复的潜在机会。

| 分析师及联系人



郑薇

SAC: S0590521070002 SAC: S0590524110003



付鹏飞

医药生物

增量看空间，存量看结构

——医药生物行业 2025 年投资策略

投资建议： 强于大市（维持）
上次建议： 强于大市

相对大盘走势



相关报告

- 1、《医药生物：国产医疗器械出海正当时》
2025.01.01
- 2、《医药生物：2025 年医药策略报告——破局之道：后政策时代中国医药发展脉络》
2024.12.05



扫码查看更多

医药投资困境成因：结构性老龄化背景下的医改新常态

近年来医药投资相对困难，申万医药指数最高回撤超过 50%，产业端也面临后集采时代的转型期，过去 9 轮仿制药集采平均价格降幅在 50% 左右，医药企业存量业务受到一定影响。人口结构性老龄化背景下医保收支不平衡压力是医改需要考虑的因素，未来的医药投资需要适应人口结构性老龄化的新常态，后集采时代医药选股思路可以概括为“增量看空间，存量看结构”。

增量看空间：医保、自费和出海三大空间支持医药长期发展

医药支持端并不局限在医保，自费和出海市场可期；医保是目前核心支付端，2023 年医保收入占 GDP 的比重为 2.66%，预计未来会逐年提升，医改后新产品进医保速度加快，寻找能够快速抓住医保增量的细分领域；自费医疗市场同样会随着经济实力提升而增强，随着观念转变和三方支付力量的崛起，有望成为医保外支付力量的有力补充；医药出海业务产业逐渐升级深化，实现从原料药、制剂和基础耗材到创新药和创新器械的出海模式升级。

存量看结构：医药与医疗回归本质

医药存量市场主要体现在后医改时代医药产业链利益再分配带来的结构性投资机会，政策和产业共振引导产业链实现由药到医、由产品到服务、由仿制到创新、由辅助到刚需、从进口到国产、由渠道到产品的转变，在旧格局的打破和新格局的建立中，孕育了很多从无到有、从小到大的投资机会，未来的医药投资要寻找符合医药板块时代特征和医改政策变革趋势的投资机会。

底部区间中长期维度思考细分领域的产业趋势

传统药企通过快速新产品矩阵迭代来应对单品销售峰值天花板；需求和供给推动创新药出海持续享受海外产品放量及估值定价权；医疗器械平台化和国际化打开成长空间；CXO 国内外需求迎来温和复苏；中药板块从系统性投资时代进入精选个股期，经营质量和公司治理更为关键；医疗服务长期关注经营质量、近期关注消费复苏及政策预期；药品零售短期政策阵痛、长期享受处方外流和集中度提升的龙头效应；药品批发板块关注左侧绝对收益的投资机会；原料药淡化对价格的关注、回归需求端的成长性。

投资建议：高质量创新药出海及左侧资产修复

2025 年关注两条核心投资主线：1、高质量创新药出海。全球 TOP20 药企的销售额前 100 的品种专利期还有 5 年的只占 31%，需求确定，国内 IND 品种数量和质量都具备出海的基础，有望延续授权引出的趋势；2、左侧资产的估值修复。过去几年医药板块回撤较多，积累了大量左侧低估值资产，如 CXO、消费医疗、药房等，关注左侧资产的需求韧性和估值修复。

建议标的：（字母顺序排序）艾德生物、贝达药业、东阿阿胶、恒瑞医药、华东医药、康方生物、科伦博泰、科伦药业、联影医疗、羚锐制药、迈瑞医疗、信达生物、药明康德、药明合联、益丰药房、怡和嘉业、鱼跃医疗等。

风险提示：商业化销售不及预期、临床进度或上市时间不及预期、竞争格局恶化、地缘政治风险、汇率波动风险、估值风险

投资聚焦

核心逻辑

人口结构性老龄化背景下，医保收支不平衡压力凸显，近年来的医改政策多数都围绕合理调节医保开支的目标，医药产业链利益面临再分配的过程，部分医药企业的存量业务在这个过程中遇到了一定的困难，也给投资端带来了影响。未来的医药投资需要适应后集采时代的新常态，把握利益再分配的变化方向，寻找医药板块的存量结构性机会，与此同时，老龄化和出海的大背景下，医药产业仍然有很多具备增量发展潜力的细分领域。

投资看点

- 立足长期，把握“增量看空间，存量看结构”的选股思路，增量投资机会关注医保、自费、出海三大支付端，存量投资机会关注由药到医、由辅助到刚需、由进口到国产、由渠道到产品的切换。
- 立足短期，建议关注创新药高质量出海和左侧资产估值修复两条投资主线。

正文目录

1. 医药行业投资的困境和破局	7
1.1 医药投资的困境	7
1.2 医改是影响医药行业经营状况的外部原因	9
1.3 应对结构性老龄化是医改的核心目标之一	12
1.4 后医改时代的破局之道：增量看空间，存量看结构	13
2. 增量看空间	14
2.1 医保：医保占 GDP 的比重越来越高	15
2.2 自费：医疗消费升级背景下的潜力支付端	20
2.3 出海：从低质量出海到高质量出海的转型	22
3. 存量看结构	25
3.1 由“药”到“医”，由“产品”到“服务”	26
3.2 由“仿制”到“创新”，由“辅助”到“刚需”	27
3.3 由“进口”到“国产”	29
3.4 由“渠道”到“工业和终端”	30
4. 细分赛道的产业趋势和投资机会	30
4.1 传统药企：从“猛虎战术”到“群狼战术”的转型	30
4.2 Biotech：从出海到高质量出海	36
4.3 CXO：由高增长时代回归增速换挡新常态	42
4.4 医疗器械：平台化战略和需求复苏韧性	47
4.5 中药：由系统性贝塔时代进入精选个股期	52
4.6 医疗服务：经营质量和消费复苏预期	54
4.7 医药零售：集中度提升和处方外流	56
4.8 医药批发：跨区域扩张和盈利模式升级	58
4.9 原料药：从价格导向到需求导向	60
5. 医药投资细节方法论的讨论	61
5.1 低回报率时代下医药资产回报平均化	61
5.2 脉冲式产品销售曲线的评估	62
5.3 期权式投资机会的评估	64
5.4 回归商业模式的本质	64
6. 投资建议	66
6.1 中长期维度：顺医改脉络和趋势，抓医药增量和存量	66
6.2 中短期维度：精选高质量出海和左侧资产估值修复	68
7. 风险提示	69

图表目录

图表 1：申万医药指数高点最大回撤 55%	7
图表 2：医药生物板块基金重仓比例较低	7
图表 3：2022-2024 年上市的港股医药公司多数跌破发行价	8
图表 4：2021-2022 年恒瑞医药过去 20 多年首次收入增速为负	9
图表 5：医药板块特殊的产业链要素分工	9

图表 6:	申万医药指数走势与医改周期、需求周期的关系	10
图表 7:	第 1-9 轮仿制药集采平均价格降幅在 50%左右	11
图表 8:	集采前后中国畅销药 TOP 20 榜单的变化	12
图表 9:	人口结构近似模拟曲线 (2024 年)	13
图表 10:	人口结构近似模拟曲线 (2034 年预计)	13
图表 11:	恒瑞医药和百济神州收入规模 (亿元)	14
图表 12:	申万医药板块市值 top10 公司 (亿元)	14
图表 13:	医药产业三大支付端	14
图表 14:	医保收入占 GDP 的比重在提升	15
图表 15:	我国医保的城乡二元结构	16
图表 16:	中国城镇非私营单位就业人员年平均工资 (万元)	16
图表 17:	中国城镇化率逐渐提升	17
图表 18:	谈判新增肿瘤药获批上市到纳入医保时长 (年)	17
图表 19:	3 次医保谈判准入药物纳入目录后销售快速增长 (亿元)	18
图表 20:	中国历年首次 IND 创新药数量 (个)	18
图表 21:	中国历年新药临床试验数量 (个)	18
图表 22:	中国历年 NDA 创新药数量 (个)	19
图表 23:	中国历年上市创新药数量 (个)	19
图表 24:	药品临床试验审评审批时间周期缩短	19
图表 25:	放量窗口期对于 DCF 估值影响的定量测算	20
图表 26:	诺和诺德利拉鲁肽销售额 (百万美元)	20
图表 27:	诺和诺德利拉鲁肽中国区销售额占比	20
图表 28:	全球主要国家医疗开支占 GDP 的比重 (%)	21
图表 29:	全球不同经济水平国家医疗开支占 GDP 的比重 (%)	21
图表 30:	2014-2024M11 我国保险公司健康险保费收入统计情况 (亿元)	22
图表 31:	2019-2023 年医疗器械行业海外营收占比	22
图表 32:	2019-2023 年医疗器械行业海外营收同比增长率	22
图表 33:	2019-2023 年药品行业海外营收占比	23
图表 34:	2019-2023 年药品行业海外营收同比增长率	23
图表 35:	2015 年中国畅销药 TOP 20 榜单 (销售额排名) 缺乏出海潜力	23
图表 36:	过去 4 年多创新药出海速度明显加快	24
图表 37:	TOP20 海外大药企销售额前五品种美国核心专利期限占比	25
图表 38:	艾力斯伏美替尼销售额 (百万元)	26
图表 39:	神州细胞重组凝血因子 VIII 销售额 (百万元)	26
图表 40:	公立三级医院各收入费用项目情况: 药占比显著下降	27
图表 41:	医院使用金额前 200 药品中集采药品销售 (单位: 百万元)	28
图表 42:	医院使用金额前 200 药品中辅助用药销售 (单位: 百万元)	28
图表 43:	仿制药国家带量采购和器械集采预计费用节省	29
图表 44:	新药医保支付加强 (单位: 亿元)	29
图表 45:	贝伐珠单抗样本医院销售额 (百万元)	29
图表 46:	曲妥珠单抗样本医院销售额 (百万元, 主要厂家)	29
图表 47:	14 家代表性化药企业销售费用率变化 (%)	30
图表 48:	14 家代表性化药企业销售费用率算数平均值 (%)	30
图表 49:	代表性化药公司 2019-2023 年归母净利润增速 (%)	31
图表 50:	10 批仿制药集采的供应地区选择规则汇总	32
图表 51:	后集采时代传统药企模型示意图 (万元)	33
图表 52:	集采前稳健增长的传统药企增速示例 (万元)	33
图表 53:	诺和诺德司美格鲁肽及其他产品的销售分布 (百万美元)	33

图表 54:	诺和诺德 2000 年以来股价涨跌幅	33
图表 55:	诺西那生钠的中美定价差异	34
图表 56:	诺西那生钠的中美销售额差异	34
图表 57:	国内部分传统药企销售收入 (亿元)	35
图表 58:	恒瑞医药在研品种储备丰富	36
图表 59:	2023 年全球前 20 大药企各自销售额 top 5 品种的原始来源	36
图表 60:	PD-1 国内的竞争格局 (亿元)	37
图表 61:	PD-1/PD-L1 海外的竞争格局 (亿美元)	37
图表 62:	2010-2024M10 中美创新药当年首次获批数量 (个)	38
图表 63:	2010-2024M10 中美创新小分子药当年首次获批数量 (个)	39
图表 64:	2010-2024M10 中美创新生物药当年首次获批数量 (个)	39
图表 65:	2013-2023 年临床 II 期及以后研发管线内部收益率	39
图表 66:	2013-2023 年临床 II 期以前平均研发成本&在研资产平均销售峰值	39
图表 67:	美国国债收益率曲线	40
图表 68:	辉瑞立普妥放量曲线 (单位: 亿美元)	41
图表 69:	辉瑞立普妥 DCF 估值 (亿美元)	41
图表 70:	CXO 代表性的公司的股价涨跌幅	43
图表 71:	部分港股 Biotech 公司的市值和现金对比	44
图表 72:	XBI、CRL 及 IQVIA 的股价涨跌幅	45
图表 73:	Lonza 资本开支占收入的比重	46
图表 74:	赛默飞股价涨跌幅及重要发展历程	48
图表 75:	动态血糖仪龙头德康医疗和心脏瓣膜龙头爱德华近十年股价涨跌幅	49
图表 76:	启明医疗和沛嘉医疗上市以来股价走势图	49
图表 77:	过去 10 年 A 股退市案例越来越多 (个)	50
图表 78:	市值 20 亿以下医药股 (合计 39 只) 中医疗器械占比 38%	51
图表 79:	骨科各品类集采进度	52
图表 80:	2020 年中国骨科医疗器械市场份额情况	52
图表 81:	2024 年中国骨科医疗器械市场份额情况	52
图表 82:	Wind 中药精选指数和申万医药指数走势比较	53
图表 83:	申万医疗服务指数和申万医药指数走势比较	54
图表 84:	2014-2023 年爱尔眼科归母净利润 (亿元)	55
图表 85:	2015 年以来爱尔眼科 PE-TTM (倍)	55
图表 86:	消费医疗服务上市公司经营情况	56
图表 87:	2016-2023 年我国零售药店药品销售额 (亿元)	57
图表 88:	2016-2023 年我国药品终端销售结构	57
图表 89:	2006-2023 年我国零售药店连锁化率	58
图表 90:	2016-2023 年我国百强药店销售市占率	58
图表 91:	2022 年各国零售药店行业集中度对比	58
图表 92:	2022 年中国零售药店行业竞争格局	58
图表 93:	2021 年 7 月至今申万医药生物指数和医药流通指数涨跌幅对比	59
图表 94:	部分批发公司盈利预测和估值比较	60
图表 95:	2000-2023 年万华化学营业收入 (亿元)	61
图表 96:	2019 年至今华海药业、天宇股份、爱尔眼科股价对比 (元)	61
图表 97:	A、B、C 三种资产属性	61
图表 98:	2000 年以来辉瑞制药股价涨跌幅	63
图表 99:	不同资本开支对现金流折现影响的测算 (单位万元)	65
图表 100:	相关医药股梳理	69

1. 医药行业投资的困境和破局

1.1 医药投资的困境

近年来医药行业在投资端和实业端面临了一些困境。

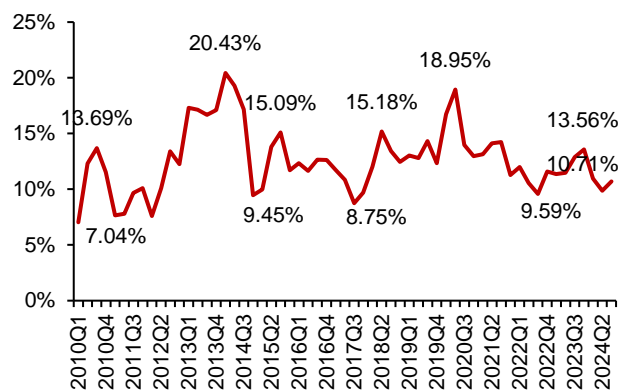
从投资端来看，医药板块连续下跌3年多，申万医药指数高点最大回撤超过50%，板块缺乏基本面趋势比较强的投资主线。同时，医药生物板块在过去3年的基金重仓比例相对于前期高点也有明显的回落。

图表1：申万医药指数高点最大回撤55%



资料来源：Wind，国联证券研究所

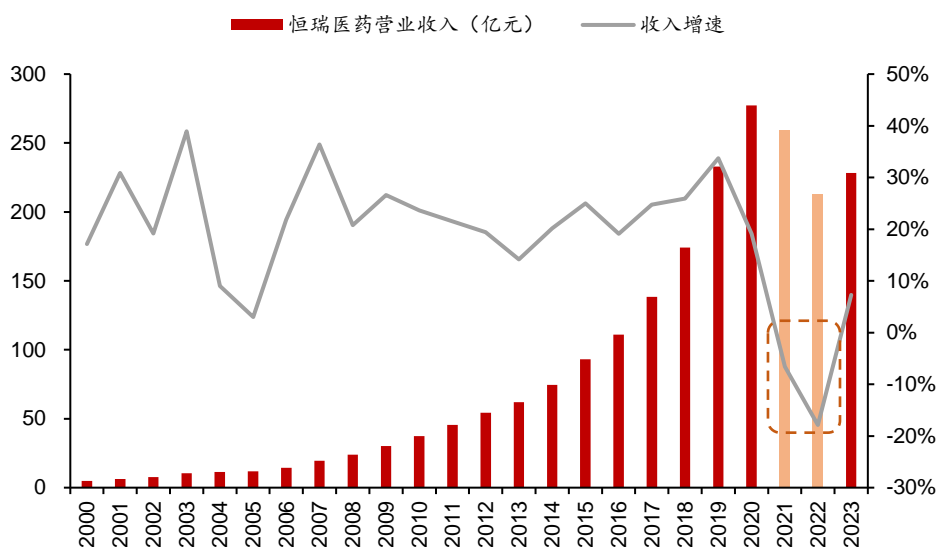
图表2：医药生物板块基金重仓比例较低



资料来源：Wind，国联证券研究所

二级市场的回撤同时影响一级市场的投融资节奏。2020-2022年是一级市场医药投资的高景气周期，科创板和港股18A为未盈利生物科技公司登陆资本市场创造了良好的条件，也随之带来了一级市场的繁荣发展。未上市Biotech公司的一级市场估值普遍上涨，后来随着A股和H股二级市场的下跌，很多Biotech上市后市值下降较多，跌破发行价甚至跌破一级市场前几轮融资的估值，一、二级市场的市值出现明显估值倒挂，一级市场无法按照原有的方式进行下一步融资。

图表4：2021-2022年恒瑞医药过去20多年首次收入增速为负

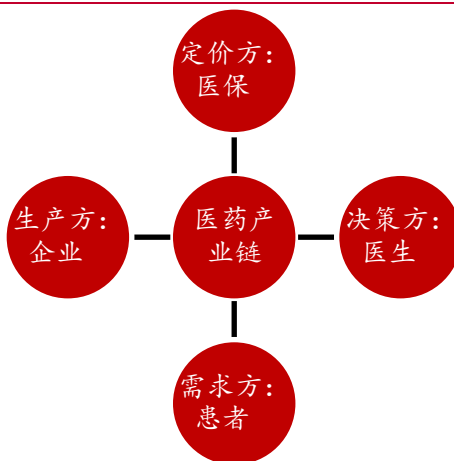


资料来源：公司公告，国联证券研究所

1.2 医改是影响医药行业经营状况的外部原因

医药板块具备政策和市场双重调节机制。医药板块具备极强的民生保障属性，不能完全交给市场去调节，必须发挥政策端的指导作用。医药行业是一个相对特殊的行业，生产方是企业，定价和支付方是医保，决策方是医生，需求方是患者，常规市场经济的几个要素在医药板块是割裂的，因此，医改就作为整个医疗系统的统筹方和各方利益的平衡器，保证医药产业按照一个可控而有序、同时又适合我国现阶段国情的方式良性健康发展。

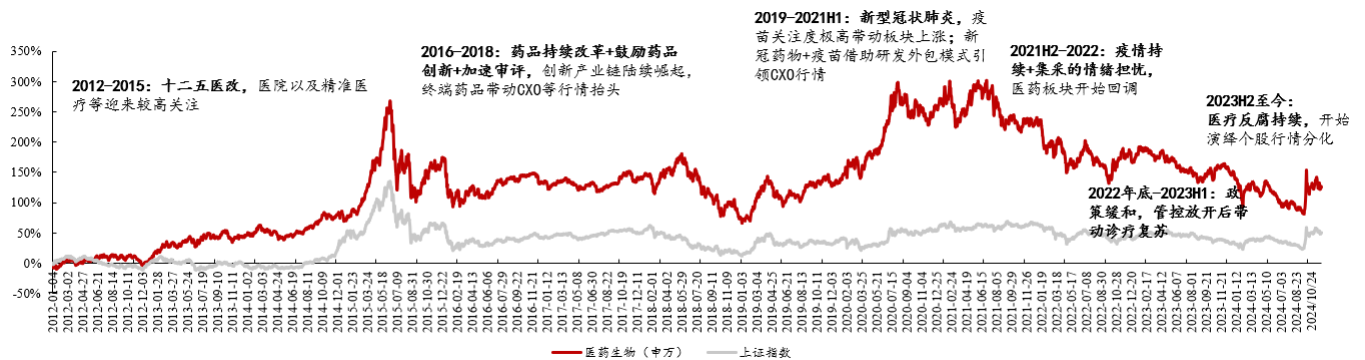
图表5：医药板块特殊的产业链要素分工



资料来源：国联证券研究所

医药板块走势中长期看需求、中短期看政策。从过去 20 多年医药二级市场的总体走势来看，板块的中长期走势往往与老龄化背景下的需求增长有关，而中短期走势会受到阶段性政策周期的影响。

图表6：申万医药指数走势与医改周期、需求周期的关系

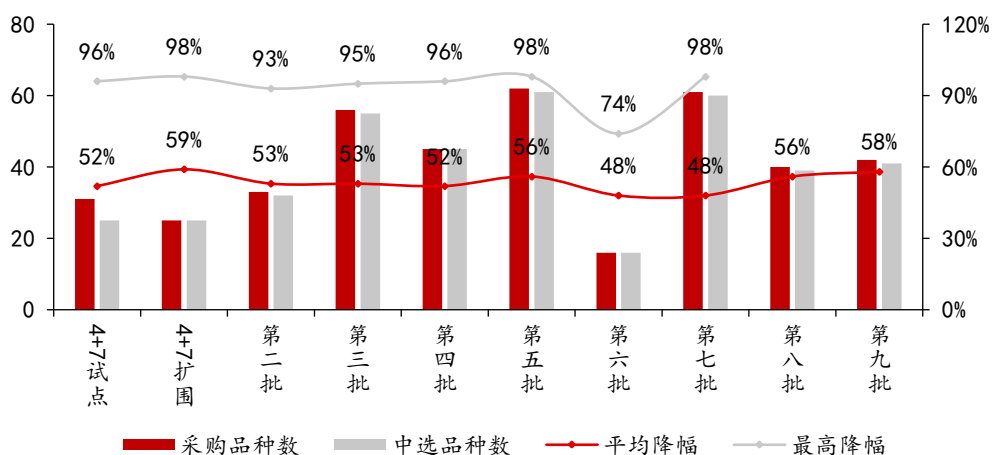


资料来源：iFind，政府官网，国联证券研究所 注：统计时间截至 2024.11.29

医改对于医药全产业链和医药投资可能会带来不同的影响。医药产业链涵盖的参与方很多，但通常我们只投资医药产业链的其中一个特定的参与方——企业，与产业链其他参与方（医生、患者、医保等）关系不大，只有当企业端高度受益的时候，投资端才会有明显的超额收益。然而，政策需要发挥全局统筹的作用，兼顾企业、医保、医生和患者利益，多数情况下政策的目标都是强化患者和医生的利益，合理分配医保的支付能力，这会一定程度上弱化企业端的利益，给投资端带来阶段性的负面影响。

近几年来医改的决心强、力度大、频率高，快速实现了医改的目标。创新药医保谈判常态化、仿制药集采常态化、耗材集采常态化。谈判成为创新类医药产品定价和支付的主要方式，集采成为仿制类医药产品市场准入的主要方式。集采在给患者带来实惠的同时，一定程度上影响了企业端的利益，存量品种价格下降，收入和利润下滑。

图表7：第1-9轮仿制药集采平均价格降幅在50%左右



资料来源：江苏华招标网，国联证券研究所

政策干预虽然给投资端带来阶段性阵痛，但对医药全产业链带来了积极的影响。在2018年“4+7”集采以前，国内药品销售额榜单上，基本全部是由专利到期的原研药、仿制药、辅助用药等占据，医生和患者没有其他选择权，彼时海外畅销药榜单的药品在中国几乎没有市场。由于仿制药研发成本低、失败风险低、投资回报高，在没有仿制药集采的情况下，产业链没有自驱力去做改变。

图表8：集采前后中国畅销药 TOP 20 榜单的变化

序号	药品通用名	2015年销售额 (百万元)	药品通用名	2019年销售额 (百万元)	药品通用名	2023年销售额 (百万元)
1	氯化钠	15,916	氯化钠	19,549	人血白蛋白	25,665
2	氯吡格雷	12,299	人血白蛋白	15,582	氯化钠	20,566
3	阿托伐他汀	9,983	阿托伐他汀	14,985	人免疫球蛋白	10,619
4	泮托拉唑	9,465	氯吡格雷	14,278	贝伐珠单抗	10,427
5	人血白蛋白	9,459	阿卡波糖	12,134	奥司他韦	9,863
6	阿胶	8,890	奥美拉唑	10,286	阿托伐他汀	9,822
7	单唾液酸四己糖神经节苷脂	8,799	厄贝沙坦+氢氯噻嗪, 复方	9,587	头孢哌酮+舒巴坦, 复方	8,986
8	奥美拉唑	8,244	硝苯地平	9,061	碳酸钙+维生素D3, 复方	8,466
9	葡萄糖	8,047	左氧氟沙星	8,645	血塞通	8,429
10	恩替卡韦	8,008	阿胶	8,525	哌拉西林+他唑巴坦, 复方	8,328
11	阿卡波糖	7,962	紫杉醇	8,479	曲妥珠单抗	7,778
12	奥拉西坦	7,497	二甲双胍	8,079	葡萄糖	7,478
13	氨溴索	7,128	氨氯地平	8,021	重组人生长激素	7,353
14	血栓通	7,053	奥司他韦	8,011	丁苯酞	7,343
15	培美曲塞	6,504	葡萄糖	7,832	达格列净	7,322
16	左氧氟沙星	6,468	雷贝拉唑	7,529	依诺肝素	7,318
17	兰索拉唑	6,251	布地奈德	7,520	蓝岑	7,017
18	左卡尼汀	6,192	泮托拉唑	7,421	氨氯地平	6,754
19	头孢克肟	5,885	地佐辛	7,302	硝苯地平	6,668
20	血塞通	5,822	瑞舒伐他汀	7,279	布洛芬	6,605

资料来源：PDB，国联证券研究所

1.3 应对结构性老龄化是医改的核心目标之一

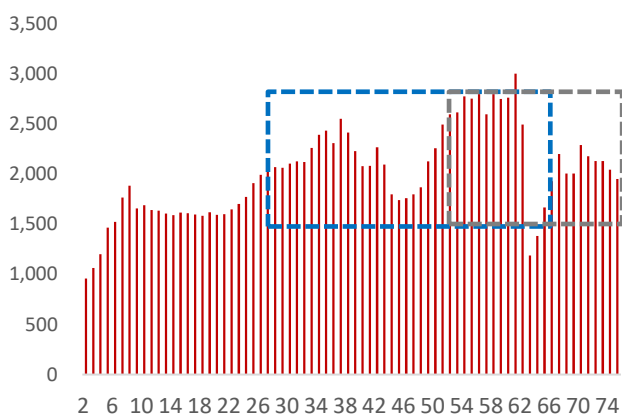
本轮医改的核心原因是结构性老龄化。老龄化一直是医药板块的驱动力之一，代表了中国医药市场未来潜在需求大。随着时间的推移，老龄化的另一面影响逐渐凸显，医保取之于民，用之于民，老龄化给医药市场带来庞大需求的同时，反过来也代表了劳动力的缺失和医保筹资能力的减弱，医保收入减少、支出增大，进而产生收支压力不平衡的压力。

中国老龄化具有“结构性”特征，即目前人口结构主要有两波“婴儿潮”。1949年新中国成立后，从战争时期进入和平时期，生育率提高，60年代迎来一大波“婴儿潮”，62年以后每年出生人口2500万人以上。60后“婴儿潮”的下一代，对应在1980-1990年左右的第二波“婴儿潮”。由于计划生育政策，第二波“婴儿潮”的年出生人口的峰值相对于第一波有所降低，在每年2000万出头。因此，我国的人口结构呈现

为由 60 后和 80 后“婴儿潮”共同构成的结构性老龄化的特征。

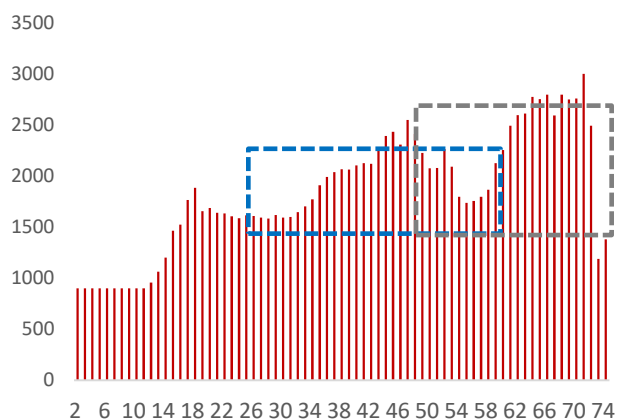
按照目前存量人口的结构性老龄化特征，2020-2030 年是人口结构的拐点。1960 年以后出生的人，在 2020 年年齡为 60 岁，面临从工作到退休的角色切换。从医保收入的角度，每年出生人口 3000 万体量的 60 后“婴儿潮”集体退休，不再缴纳医保，且职业生涯末期正处于工资收入最高、医保缴纳最多的时期，因此，医保面临由退休带来的筹资压力。从医保支出的角度，60 后“婴儿潮”在 60 多岁的年齡，也是医疗需求相对比较高的时期，医保基金面临较大的支付压力。

图表9：人口结构近似模拟曲线（2024 年）



资料来源：Wind，国联证券研究所 横轴为年齡，纵轴为估算人口数量（万人）

图表10：人口结构近似模拟曲线（2034 年预计）

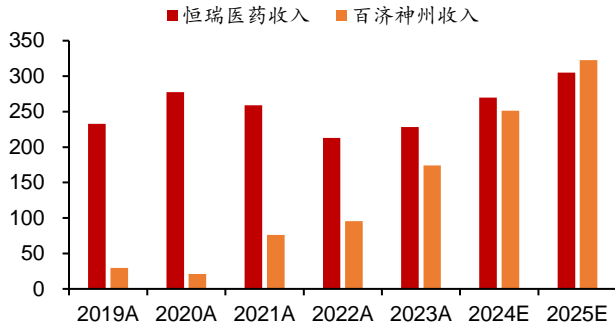


资料来源：Wind，国联证券研究所 横轴为年齡，纵轴为估算人口数量（万人）

1.4 后医改时代的破局之道：增量看空间，存量看结构

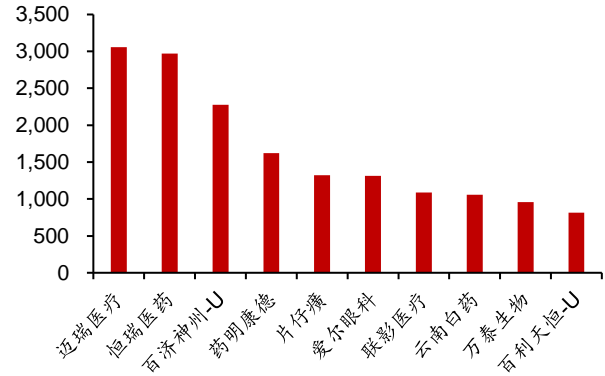
人口结构性老龄化是一个短期难以逆转的问题，未来的医药投资需要适应。在医改的背景下，医药板块也产生了很多结构性投资机会，很多公司借助医改的契机实现了快速增长。例如，从收入体量来看，百济神州或许在 2025 年将成为传统药品板块收入体量最大的公司；从市值角度来看，百利天恒已经跻身申万医药板块市值前 10，超越了很多 20 多年历史的传统医药股。在医药产业旧规则打破和新规则建立的过程中，也同时孕育了很多具备高速增长性的投资机会。

图表11: 恒瑞医药和百济神州收入规模 (亿元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所 收入为wind一致预期

图表12: 申万医药板块市值top10公司 (亿元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所 注: 数据截止 2024 年 12 月 18 日

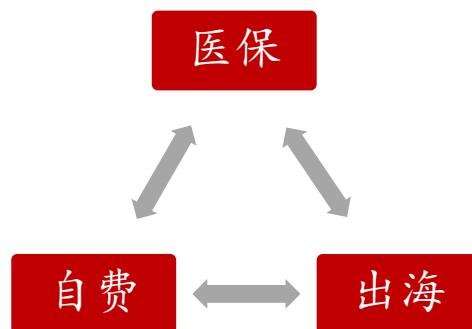
如何去寻找后医改时代的投资破局之道, 投资者需要从旧的选股框架中解放出来, 按照新的行业规则去选新的投资机会。因此, 从方法论的角度, 我们需要深刻理解在人口结构性老龄化背景下政策走势, 按照政策走势推演新的产业趋势和行业变化, 进而选出来最符合产业变革趋势、体现医药股时代特征的公司。我们将产业趋势简化为 10 个字, “增量看空间, 存量看结构”。

2. 增量看空间

虽然外部环境发生了一定的变化, 但医药行业是典型的刚需成长性行业, 成长性依然是医药投资最大的特点, 刚需是医药投资的基础。因此, 寻找医药产业中具备增量挖掘潜力的细分产业, 是我们医药投资的首要任务。

医药产业不同于其他产业, 需要精准找到潜在付款方才能找到增量, 目前来看, 医药产业增量空间的支付方主要有三个, 医保、自费和出海。

图表13: 医药产业三大支付端



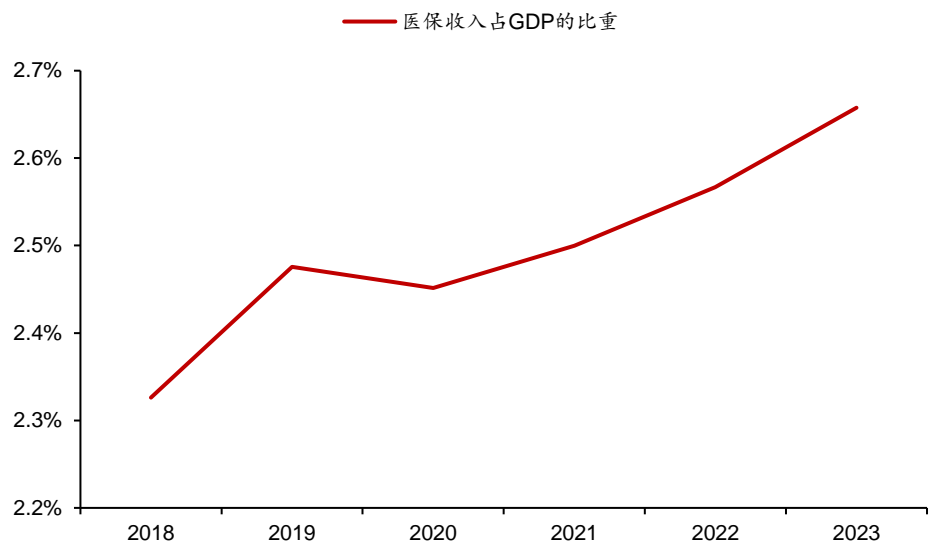
资料来源: 国联证券研究所

2.1 医保：医保占 GDP 的比重越来越高

医保占 GDP 比重持续提升。人口结构性老龄化的背景下，医保存在收支不平衡的压力，这种压力会影响到医保增速的绝对值。但是，由于医保缴纳的金额跟人均收入正相关，60 后“婴儿潮”的退休同时影响了个人收入和医保缴纳金额，**结构性老龄化或许影响医保增速的绝对值，但不影响医保收入在 GDP 中所占的比重。**对应到投资端，结构性老龄化或影响医药投资的绝对收益，而相对收益的影响会更小一些。

即便在医保增速放缓的背景下，我们认为医药行业增速未来可能会长期高于 GDP 增速。2023 年中国医保收入占 GDP 的比重是 2.66%，过去几年呈现缓慢提升的态势，未来或将持续提升。

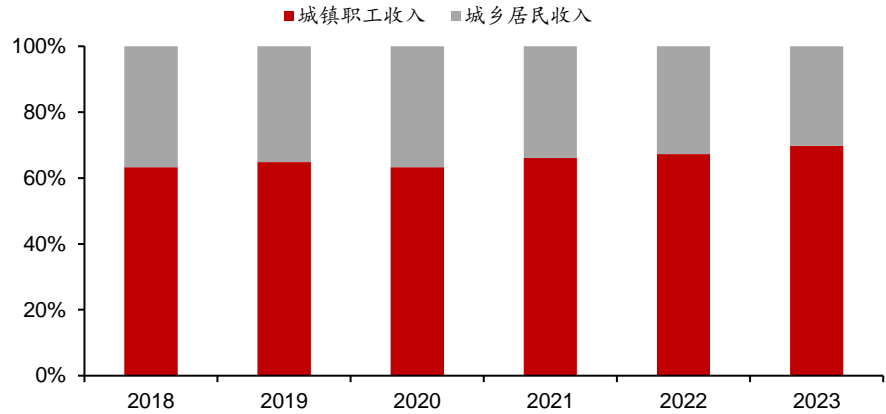
图表14：医保收入占 GDP 的比重在提升



资料来源：医保局，国家统计局，国联证券研究所

我们认为，医保收入增速高于 GDP 增速，主要是建立在城镇化率提升的大背景下。我国医保的收入构成呈现明显的城乡二元分化结构，最早分为城镇职工医保、城镇居民医保和新农合医保，后来两保合一，分为城镇职工医保和城乡居民医保。

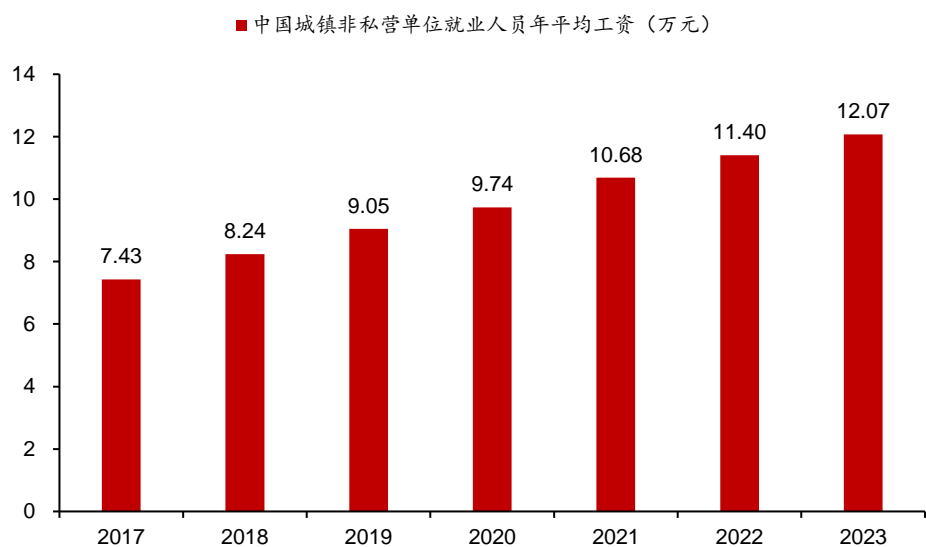
图表15：我国医保的城乡二元结构



资料来源：Wind，国联证券研究所

职工医保和居民医保有各自的独立运行规则，其筹资体系和支付体系均有不同。影响最大的是筹资体系，城镇职工医保的缴费对象为有正常工资收入、依法缴纳五险一金的居民，支付标准是按照工资的一定比例，由用人单位和职工分别支付，合计筹资金额大约在工资收入的 8%-10%；城乡居民医保中原来新农合的部分，由于缴费对象多数是农民或者个体经营者，无固定工资，只能按照固定金额交付，个人缴费一般为 400 元，加上财政补助，人均筹资金额大概在 1000 元左右。按照 2023 年城镇非私营单位就业人员平均工资计算，城镇职工医保的人均筹资能力大约是居民医保的 10 倍。

图表16：中国城镇非私营单位就业人员年平均工资（万元）

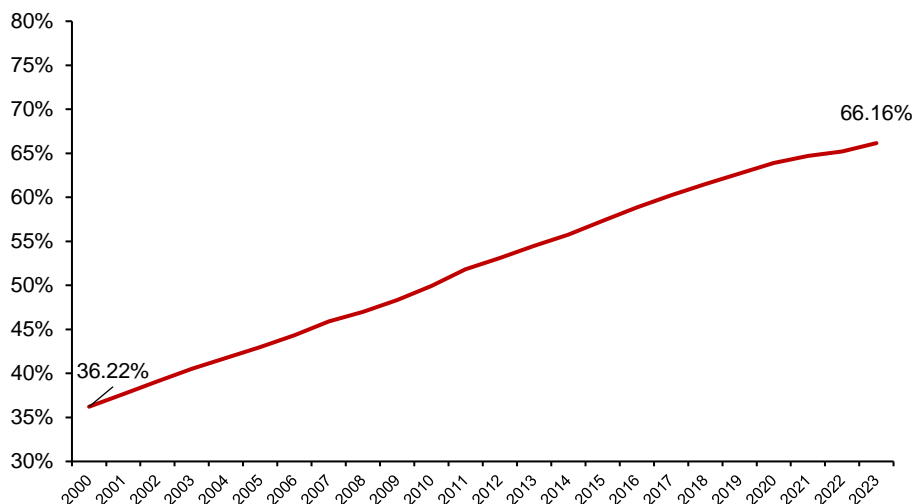


资料来源：Wind，国联证券研究所

随着城镇化率的提升，越来越多的农村人口开始有工资性收入并缴纳五险一金，医

保的筹资能力有望增强。中国城镇化率从2000年的36.22%提高到2023年的66.16%，23年时间提升近30%，按照2024年7月国务院关于城镇化战略的行动计划，未来5年时间，城镇化率提高到接近70%。因此，我们认为城镇化率的提升是医保收入增速高于GDP增速的底层原理。

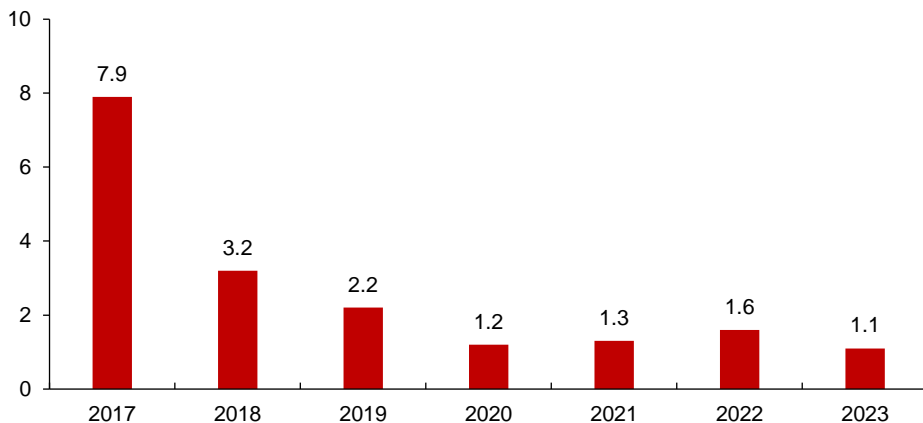
图表17：中国城镇化率逐渐提升



资料来源：Wind，国联证券研究所

集采降价的背后是行业内耗的减少和周转效率的大幅提高。过去几年，新药从上市到进医保的速度越来越快。2018年以前，谈判新增肿瘤药从上市到进入医保大概需要8年甚至更长时间，2018年以后，随着每年年底的创新药国家谈判常态化，新上市的品种最快可以在上市当年就进入医保。

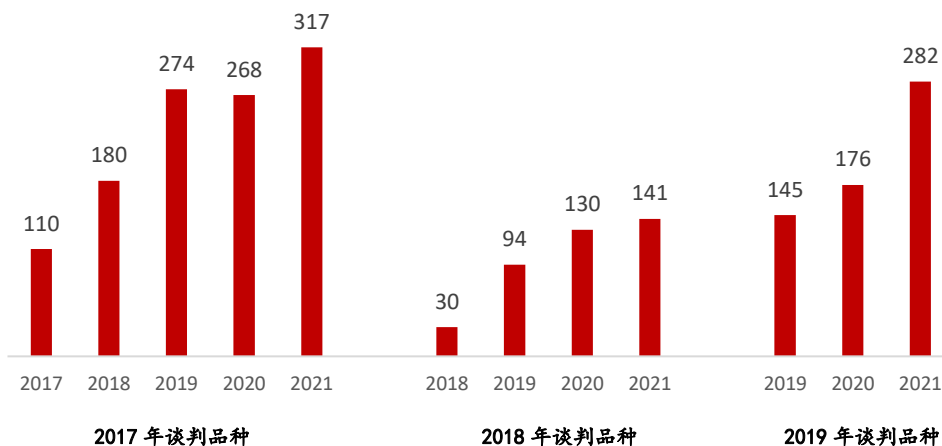
图表18：谈判新增肿瘤药获批上市到纳入医保时长（年）



资料来源：国家医保局，Insight 数据库准入分析模块，国联证券研究所

进医保之后药品的放量速度有明显提高。我们统计了 2017-2019 年最早 3 年国谈的药品在谈判之后的销售额趋势，进入医保后销售有明显提速。

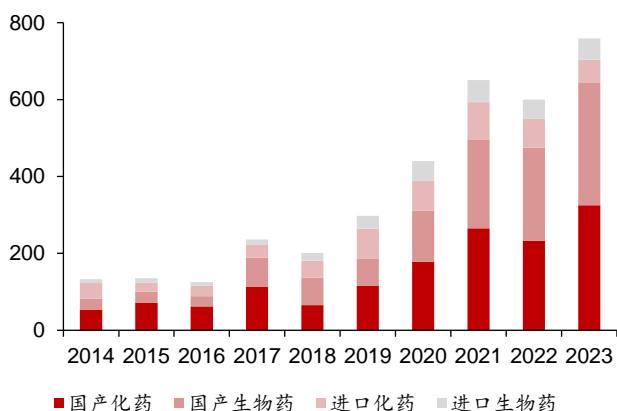
图表19：3次医保谈判准入药物纳入目录后销售快速增长（亿元）



资料来源：医药魔方 IPM 数据库，PharmGo 数据库，医药魔方咨询，国联证券研究所

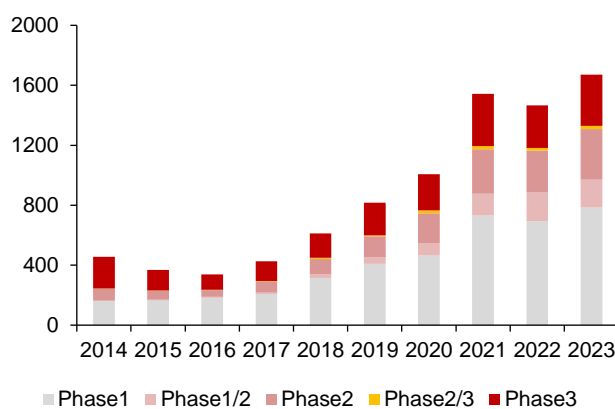
除了进入医保的速度加快之外，新药研发和审批的速度也在大大加快。2018 年以来，首次 IND 的创新药数量、临床试验数量、NDA 创新药数量、上市新药数量均呈大幅提高。

图表20：中国历年首次 IND 创新药数量（个）



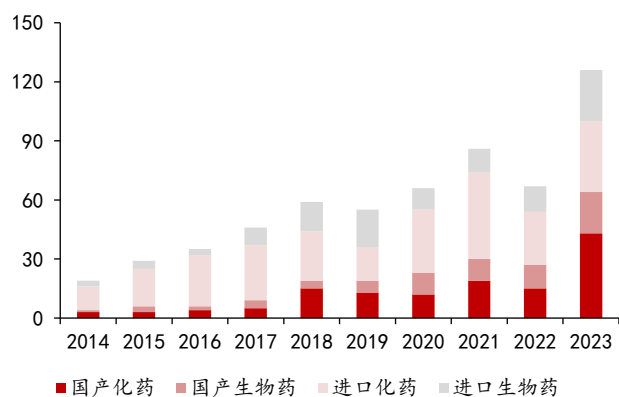
资料来源：医药魔方 PharmaGO 数据库，NextPharma 数据库，国联证券研究所

图表21：中国历年新药临床试验数量（个）



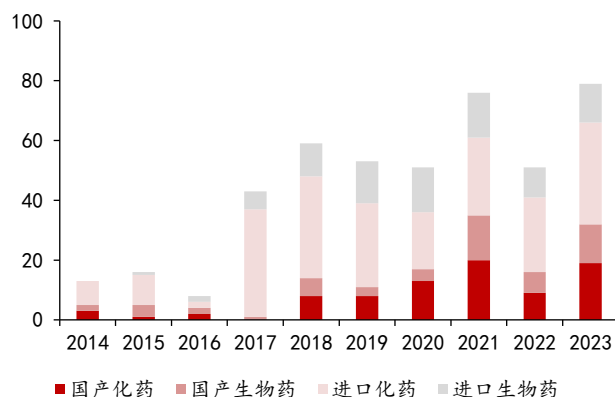
资料来源：医药魔方 PharmaGO 数据库，NextPharma 数据库，国联证券研究所

图表22: 中国历年 NDA 创新药数量 (个)



资料来源: 医药魔方 PharmaGO 数据库, 国联证券研究所

图表23: 中国历年上市创新药数量 (个)



资料来源: 医药魔方 PharmaGO 数据库, 国联证券研究所

国家层面及地方层面各类与新药研发的相关政策文件, 很多都规定了创新药研发、注册过程中每个审批步骤的最长时限, 大大减少了审批过程中时间的不确定性, 提高了研发效率。

图表24: 药品临床试验审评审批时间周期缩短

时间	文件	内容
2020年1月	《药品注册管理办法》	对药物临床试验申请应当自受理之日起 六十日 内决定是否同意开展
2024年7月	《优化创新药临床试验审评审批试点工作方案》	在受理临床试验申请后 30个工作日 内完成审评审批

资料来源: 国家市场监督管理总局, 国家药监局, 国联证券研究所

研发效率的提升从定量角度提高了创新药的估值。参考如下模型示例, 创新药公司通常会用 DCF 的方式来进行估值, 效率的提升在 DCF 估值模型中体现为现金流的提前兑现, 现金流每提前 1 年, DCF 估值约提升 r (r =折现率), 如果我们按照 $r=7%$ 来近似测算, 创新药从上市到进医保速度从 8 年缩到 1 年, DCF 估值大约差距为 $61\% (= (1+7\%)^7 - 1)$ 。

图表25：放量窗口期对于 DCF 估值影响的定量测算

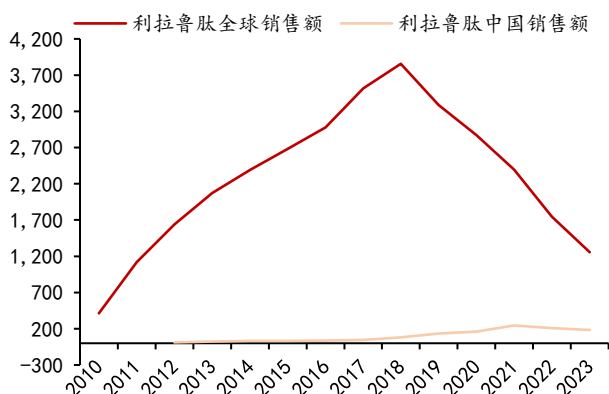
年份	0	1	2	3	4	n
原现金流			A1	A2	A3	An
原估值	$S1=A1/(1+r)^2+A2/(1+r)^3+A3/(1+r)^4+.....$						
提前 1 年		A1	A2	A3	A4	An
现金流							
现估值	$S2=A1/(1+r)^1+A2/(1+r)^2+A3/(1+r)^3+.....$						
$S2=S1*(1+r)$							

资料来源：国联证券研究所

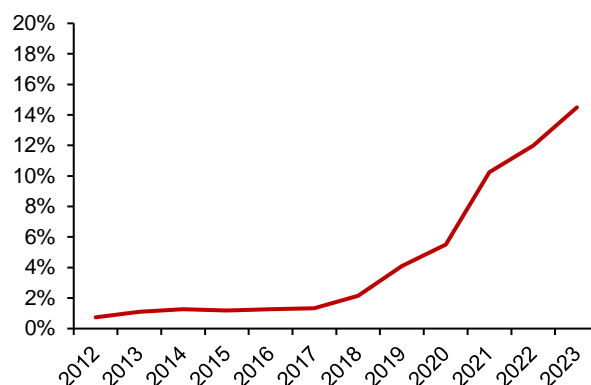
这几年医药板块的内部结构性分化行情有了定量层面的基础原理解释：存量仿制药公司的下跌主要是集采后原有的永续增长模型被破坏，估值下降；创新药公司的上涨是因为新产品上市和进医保速度加快，现金流折现提前，降低了 DCF 估值的分母。

2.2 自费：医疗消费升级背景下的潜力支付端

自费医疗可能是被产业和投资者相对忽略的支付端，中国的自费医疗市场发展相对薄弱，在 2018 年以前非常明显，彼时很多世界级重磅单品，由于国内没进医保且患者没有支付能力，放量远远低于预期，代表性品种是诺和诺德最早的 GLP-1 利拉鲁肽，利拉鲁肽在海外常年是创新药榜单的品种，但其直到 2018 年全球销售达峰开始快速下滑的时候，中国市场才慢慢开始放量。类似利拉鲁肽的品种还有很多，包括同为降糖药的 DDP-4、SGLT-2，以及自免领域几个 TNF α 药物。

图表26：诺和诺德利拉鲁肽销售额（百万美元）


资料来源：彭博数据，国联证券研究所

图表27：诺和诺德利拉鲁肽中国区销售额占比


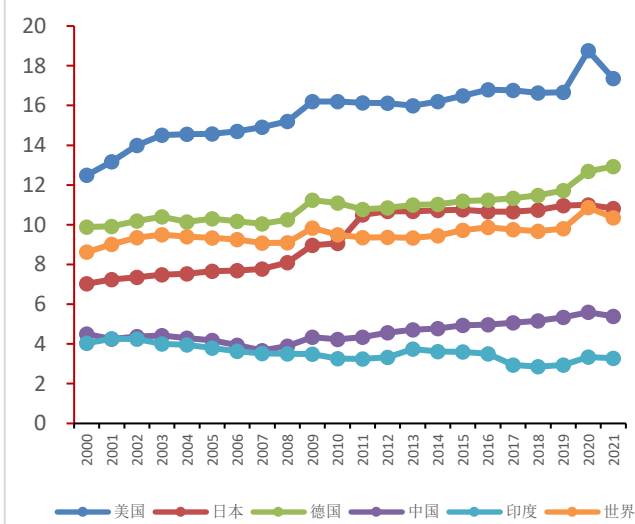
资料来源：彭博数据，国联证券研究所

中国的医疗自费基础薄弱，医疗开支占 GDP 比重较低，这是跟经济发展水平息息相

关的。从全球视角看，医疗开支占比跟人均 GDP 水平有关，经济越发达的国家，医疗开支占比越大。按照世界银行统计数据，2021 年中国医疗开支占 GDP 的比重只有 5.38%，远远低于世界平均水平 10.35%。

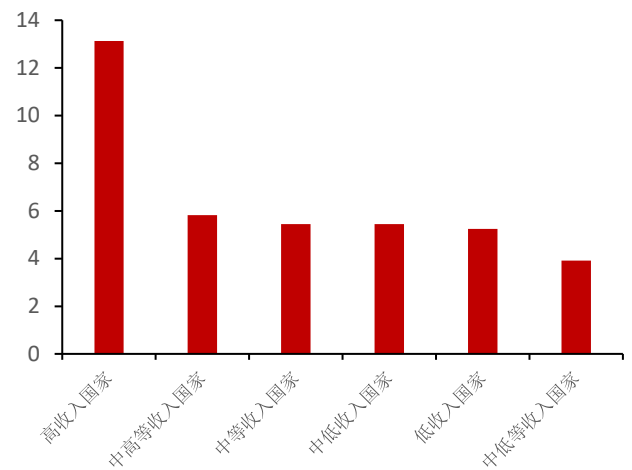
随着 GDP 总量的增加，未来医疗开支占 GDP 的比重有望逐渐提高，或许会激发自费医疗市场的潜力。2000-2020 年，60 后“婴儿潮”是支付端，40 后“婴儿潮”是需求端，2020 年以后，80 后“婴儿潮”是支付端，60 后“婴儿潮”是需求端，这两个群体的收入水平和医疗消费观念会有明显的差异，医疗消费升级或将是未来自费医疗市场的趋势。

图表28：全球主要国家医疗开支占 GDP 的比重（%）



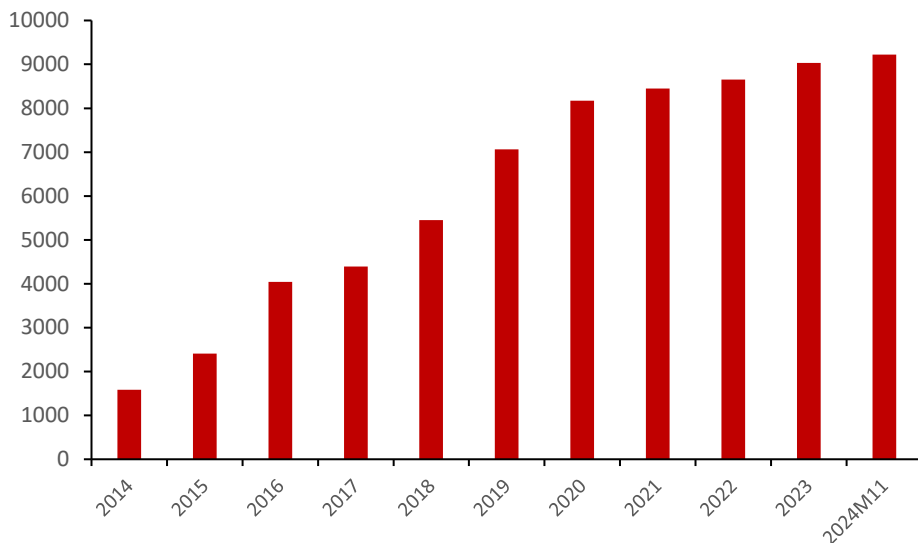
资料来源：世界银行，国联证券研究所

图表29：全球不同经济水平国家医疗开支占 GDP 的比重（%）



资料来源：世界银行，国联证券研究所

商保是“自费”医疗市场的体现形式之一。商保和医保的本质区别在于，医保具备公益性，商保具备营利性。商保的支付能力完全取决于商保的筹资能力，且最终商保的支出低于商保的收入，以保证保险公司有一定的经营利润。假如保险公司的毛利率是 10%，那么未来平均每个人支付 100 元购买商保，最终只会得到平均 90 元的商保报销。因此，商保的存在核心价值在于保险的共济性，即被保险人的互帮互助。从这个意义上讲，商保发展的核心驱动力在于医疗消费升级，只有本身愿意在自费医疗上花钱的人才会主动去购买商保。商保为医疗消费升级提供了一个非常好的事先预防工具，可以比作是“储蓄型”医疗消费升级。随着我国人均 GDP 的提升，医疗消费升级或将是未来趋势，商保作为医疗消费升级的核心体现形式，或将成为医疗产业的重要支付方之一。

图表30：2014-2024M11 我国保险公司健康险保费收入统计情况（亿元）


资料来源：wind，国联证券研究所

2.3 出海：从低质量出海到高质量出海的转型

出海是近几年创新药的核心驱动逻辑之一，但实际上出海并不是一个医疗领域的新概念，医药很多细分领域的出海已经很成熟，代表性的公司也已经在全球竞争格局中占有很高的地位，比如原料药出海、制剂出海、器械出海、CXO 出海等。从这个意义上来说，海外业务已经是很多医药细分领域的主要支付方之一，商业模式趋于稳定。

图表31：2019-2023 年医疗器械行业海外营收占比

行业分类	2019	2020	2021	2022	2023
医疗设备	27%	34%	30%	28%	28%
医疗耗材	30%	46%	46%	31%	33%
体外诊断	12%	30%	39%	41%	22%
整体	25%	38%	38%	34%	29%

资料来源：iFind，国联证券研究所

图表32：2019-2023 年医疗器械行业海外营收同比增长率

行业分类	2019	2020	2021	2022	2023
医疗设备	19%	71%	3%	6%	12%
医疗耗材	18%	161%	8%	-41%	3%
体外诊断	18%	346%	91%	78%	-82%
整体	18%	141%	23%	8%	-38%

资料来源：iFind，国联证券研究所

图表33：2019-2023年药品行业海外营收占比

行业分类	2019	2020	2021	2022	2023
化学原料药	34%	37%	36%	36%	35%
化学制剂	9%	10%	12%	12%	11%
生物医药	18%	17%	20%	19%	16%
药品整体	18%	20%	21%	21%	19%

资料来源：wind, iFind, 国联证券研究所

图表34：2019-2023年药品行业海外营收同比增长率

行业分类	2019	2020	2021	2022	2023
化学原料药	2%	15%	9%	8%	-5%
化学制剂	12%	16%	22%	3%	-6%
生物医药	36%	-6%	31%	2%	-13%
药品整体	4%	12%	15%	7%	-9%

资料来源：wind, iFind, 国联证券研究所

创新药出海近两年发展很快，这与全球和中国创新药产业的发展阶段息息相关。

首先，中国创新药公司的能力在快速增强，逐步具备了出海的实力。2018年集采以前，中国的畅销药榜单里面以仿制药、专利早已经到期的原研药、具备中国特色的辅助用药等为主，企业在研管线也多为类似品种，这种低水平重复性的新药研发思路虽然缺乏创新性，但是研发成本低、失败风险低、投入产出比高，能够给企业带来稳定的现金流，成为很多企业的研发首选。在这种研发导向下诞生的品种缺乏海外竞争力。

图表35：2015年中国畅销药TOP 20榜单（销售额排名）缺乏出海潜力

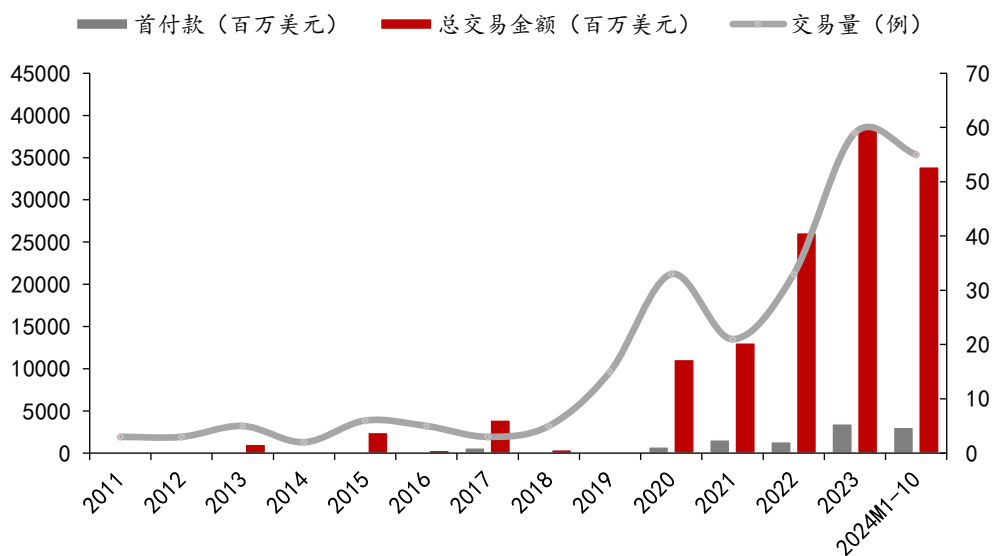
序号	药品通用名	2015年销售额（百万元）	药品属性备注
1	氯化钠	15,916	大输液
2	氯吡格雷	12,299	专利到期
3	阿托伐他汀	9,983	专利到期
4	泮托拉唑	9,465	专利到期
5	人血白蛋白	9,459	血制品
6	阿胶	8,890	中药保健品
7	单唾液酸四己糖神经节苷脂	8,799	辅助用药
8	奥美拉唑	8,244	专利到期
9	葡萄糖	8,047	大输液
10	恩替卡韦	8,008	专利到期
11	阿卡波糖	7,962	专利到期
12	奥拉西坦	7,497	辅助用药
13	氨溴索	7,128	专利到期
14	血栓通	7,053	中药注射剂
15	培美曲塞	6,504	专利到期
16	左氧氟沙星	6,468	专利到期
17	兰索拉唑	6,251	专利到期
18	左卡尼汀	6,192	专利到期
19	头孢克肟	5,885	专利到期
20	血塞通	5,822	中药注射剂

资料来源：PDB, 国联证券研究所

2018年集采之后，存量产品的竞争格局发生很大变化，原有的研发思路不再适应新

的环境，企业开始按照与国际接轨的新思路搭建研发管线，经过至今6年的时间，当初搭建的管线陆续到了临床数据的兑现期，有了出海的竞争力。中国创新药公司竞争实力的增强给出海带来了供给端的储备。

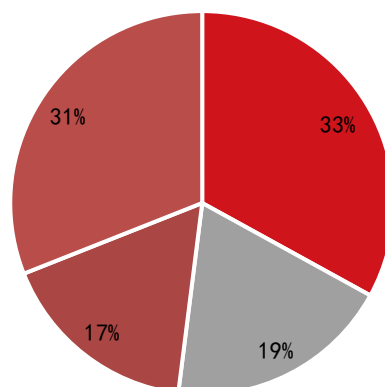
图表36：过去4年多创新药出海速度明显加快



资料来源：医药魔方，国联证券研究所

其次，海外大型药企目前的发展阶段，也亟需中国创新药公司作为研发合作储备，创新药出海具备需求端的条件。我们梳理了海外 Top 20 大药企的销售额前 5 品种的核心专利期限，专利期还有 5 年以上的品种占比只有 31%，绝大多数品种都会在 5 年以内专利到期。

图表37: TOP20 海外大药企销售额前五品种美国核心专利期限占比



■ 已到期 ■ 3年内到期 ■ 3-5年到期 ■ 5年以上

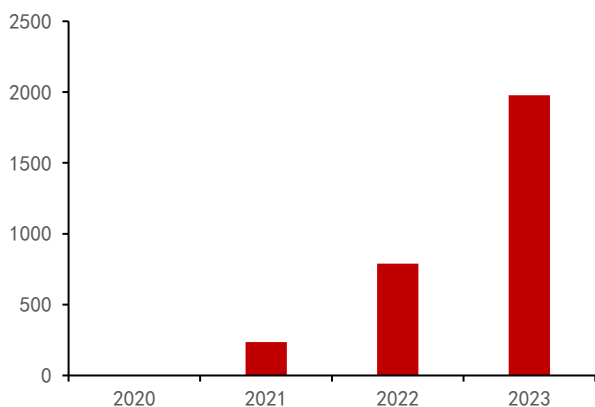
资料来源: 医药魔方, 国联证券研究所

海外大药企亟需新的管线来保证其第二成长曲线。创新药研发过程本身就是靠幸存者偏差, 通过大量的试错来保证最终成果的诞生率, 中国的工程师红利刚好可以给海外大药企提供试错式合作的机会, 里程碑付款的形式也可以一定程度上锁定大药企的试错成本。因此, 未来几年国内创新药出海有望越来越多, 无论是上市公司还是未上市公司, 无论是 Pharma 还是 Biotech, 海外合作案例或将会频繁涌现, 给投资端带来新的增量机会。

3. 存量看结构

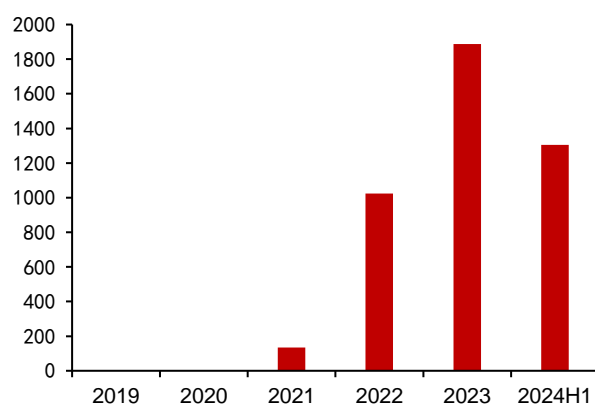
除了医保、自费和出海三大增量机会之外, 医改背景下也有很多存量结构性机会。政策端通过“看得见的手”, 调整了原有医药产业链中的利益分配机制, 由于医保的总量是在稳定增长的, 有受损的细分领域, 也有受益的细分领域。因此, 即便在过去几年医药板块投资相对比较难的背景下, 也诞生了很多非线性增长的公司, 体现出高速增长性, 代表性例子比如艾力斯的伏美替尼, 2021年3月上市, 作为国产3代 EGFR-TKI, 相比于1代药延长了患者的生存期, 满足了此前未满足临床需求, 仅用了不到3年的时间, 实现了近20多亿的销售额。同样的例子还有神州细胞的重组凝血因子 VIII、九典制药的洛索洛芬钠凝胶贴膏等。

图表38：艾力斯伏美替尼销售额（百万元）



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

图表39：神州细胞重组凝血因子VIII销售额（百万元）



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

降价和控费是医保发挥调控功能的表现形式，但并不是最终的目标，医保核心目标是用一个统筹全局的视角去实现产业链利益的再分配。因此，无论是企业端还是投资端，都需要理解医保和医改的终极目标，按照医保认可的规则和方式实现产品放量路径。

我们试图通过本章来探讨未来医药产业链利益再分配的趋势，以期更好的寻找到存量结构性机会。

3.1 由“药”到“医”，由“产品”到“服务”

“以药养医”是过去医药产业存在的问题之一，医疗服务价格低，使得医院倾向于通过卖药来提高利润。破除以药养医并不是在这一轮医改才有的举措，实际上已经延续了很久，最早的医院药占比考核、药品零加成等措施，从根本上降低了医院从药品上谋利益的意愿，零加成后药品从医院的收入项目变成了成本项目，药占比大幅降低。从过去几年公立医院的报表结构演化就可以明显看出来，门诊药品收入和住院药品收入有明显的下降，取而代之的是服务性收入的占比提升。

降低药占比、药品零加成和药品集采降价三重驱动下，由“药”到“医”、由“产品”到“服务”的趋势显著，医疗机构的卖药职能明显削弱，医疗回归“医”的本质。

图表40：公立三级医院各收入费用项目情况：药占比显著下降

	公立三级医院平均每所医院项目		各项目占收入比例		占比变化趋势
	2016	2021	2016	2021	
平均每所医院总收入（万元）	77,310.6	97,640.6	100.00%	100.00%	
财政拨款收入	5,463.7	9,707.8	7.07%	9.94%	
事业收入		85,376.6			
医疗收入	69,829.5	84,636.8	90.32%	86.68%	
门急诊收入	22,957.7	28,640.5	29.70%	29.33%	
挂号收入	216.3		0.28%		
内：检查收入	4,195.6	5,839.8	5.43%	5.98%	↑
治疗收入	2,298.5	3,489.0	2.97%	3.57%	↑
手术收入	492.1	880.2	0.64%	0.90%	↑
卫生材料收入	801.0	1,030.4	1.04%	1.06%	
药品收入	10,885.9	11,063.4	14.08%	11.33%	↓
西药收入	7,695.1	7,684.2	9.95%	7.87%	↓
中药收入	3,190.8	3,379.2	4.13%	3.46%	↓
住院收入	46,871.8	55,224.1	60.63%	56.56%	
内：床位收入	1,578.6	1,663.2	2.04%	1.70%	↓
检查收入	4,092.4	5,602.4	5.29%	5.74%	↑
治疗收入	5,715.9	7,490.6	7.39%	7.67%	↑
手术收入	2,850.1	4,790.4	3.69%	4.91%	↑
护理收入	949.6	1,464.4	1.23%	1.50%	↑
卫生材料收入	9,307.7	12,572.7	12.04%	12.88%	↑
药品收入	16,267.5	13,621.9	21.04%	13.95%	↓
西药收入	14,920.3	12,486.7	19.30%	12.79%	↓
中药收入	1,347.2	1,135.2	1.74%	1.16%	↓
科教收入	439.8	686.2	0.57%	0.70%	
上级补助收入		68.1	0.00%	0.07%	
其他收入	1,577.6	1,377.5	2.04%	1.41%	
平均每所医院总费用（万元）	75,016.0	93,159.9	97.03%	95.41%	
其中：业务活动费	56,384.1	83,019.3	72.93%	85.03%	
单位管理费	7,433.8	8,946.8	9.62%	9.16%	
其他费用	696.9	1,193.8	0.90%	1.22%	
业务活动费用和单位管理费用	63,817.9	91,966.1	82.55%	94.19%	
内：财政拨款经费	2,726.3	5,140.7	3.53%	5.26%	
药品费	24,696.2	24,075.8	31.94%	24.66%	
科教经费	341.1	549.0	0.44%	0.56%	
平均每所医院人员经费（万元）	22,912.9	33,275.1	29.64%	34.08%	

资料来源：历年中国卫生与健康统计年鉴（挂号收入新版统计年鉴未披露），国联证券研究所

3.2 由“仿制”到“创新”，由“辅助”到“刚需”

本轮医改在实现由“药”到“医”切换的同时，也带来了“药”的结构性变化，实现了原有用药体系的正本清源。2018年集采以前，仿制药、专利到期原研药、辅助用药等长期垄断各个细分领域。集采后，仿制药和辅助用药的医保资金占用大幅减少，取而代之的是创新药和刚需药的放量。如图所示，根据PDB数据，多数集采品种在集采后，同通用名产品合计的销售金额下降，列入监控目录的辅助用药销售规模也在下降并退出销售额品种前200名名单。列入2019年监控目录的辅助用药在2016年销

售额近 680 亿元, 这些品种在 2019 年一半以上退出了医院药品使用前 200 名的名单, 2023 年则完全退出该名单。

图表41: 医院使用金额前 200 药品中集采药品销售 (单位: 百万元)

产品和销售额	2015	2019	2023	国采批次
头孢唑林	2,286	3,119	不在前 200	第五批
头孢替安	3,234	1,988	不在前 200	第三批
头孢他啶	4,751	6,366	2,172	第五批
泮托拉唑	9,465	7,421	不在前 200	第四批
门冬胰岛素(预混)	3,958	5,001	2,508	第六批
门冬胰岛素	不在前 200	2,357	2,620	第六批
氟吡格雷	12,299	14,278	6,404	4+7
兰索拉唑	6,251	3,832	不在前 200	第五批
精蛋白重组人胰岛素	5,381	5,358	4,040	第六批
甲钴胺	3,231	3,976	2,544	第三批
甘精胰岛素	4,484	7,221	4,876	第六批
氟比洛芬	不在前 200	3,106	4,227	4+7
恩替卡韦	8,008	6,608	2,445	4+7
多西他赛	4,166	3,896	不在前 200	第五批
丙氨酰谷氨酰胺	3,159	2,275	不在前 200	第八批
奥氮平	3,729	4,269	不在前 200	4+7
阿托伐他汀	9,983	14,985	9,822	4+7
阿卡波糖	7,962	12,134	3,268	第二批

资料来源: PDB, 国联证券研究所

图表42: 医院使用金额前 200 药品中辅助用药销售 (单位: 百万元)

产品和销售额	2015	2019	2023
单唾液酸四己糖神经节苷脂	8,799	2,597	不在前 200
脑苷肌肽	3,559	2,596	不在前 200
奥拉西坦	7,497	4,526	不在前 200
磷酸肌酸	5,253	2,366	不在前 200
小牛血清去蛋白	3,989	不在前 200	不在前 200
前列地尔	5,649	3,333	不在前 200
曲克芦丁+脑蛋白水解物, 复方	2,263	1,971	不在前 200
辅酶 A+辅酶 I, 复方	3,817	不在前 200	不在前 200
丹参川芎嗪	4,866	2,617	不在前 200
电解质+转化糖, 复方	2,313	不在前 200	不在前 200
鼠神经生长因子	3,537	不在前 200	不在前 200
胸腺五肽	3,440	不在前 200	不在前 200
核糖核酸	2,265	不在前 200	不在前 200
依达拉奉	2,105	不在前 200	不在前 200
骨肽	2,817	不在前 200	不在前 200
脑蛋白水解物	1,525	不在前 200	不在前 200
长春西汀	2,462	不在前 200	不在前 200
桂哌齐特	1,835	不在前 200	不在前 200

资料来源: 卫健委, PDB, 国联证券研究所

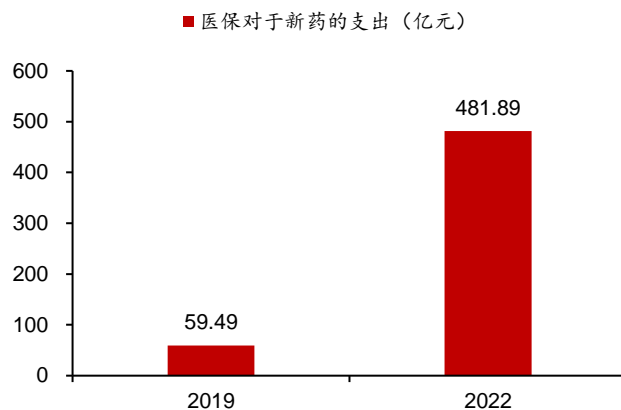
中国目前已开展 10 批药品的国家带量采购和 4 批器械的集中采购。其中前 8 批药品集采+器械集采, 按照国家医疗保障局的统计, 预计节省 2668 亿元费用(按照约定采购量), 患者和医保局均从中减少开支。节省的资金可以支持新药的支付、医疗服务, 根据医疗保障局的统计, 2022 年医保支付新药的金额为 481.89 亿元, 相比 2019 年大幅增加。从这个意义上说, 集采加速实现了医药产品体系的腾笼换鸟。

图表43: 仿制药国家带量采购和器械集采预计费用节省

批次	预计年节省费用 (亿元)
1-5 批药品集采+冠脉支架	1700
第 6 批药品集采	90
第 7 批药品集采	185
第 8 批药品集采	167
第二批高值耗材(人工关节)集采	160
第三批高值耗材集采	260
第四批高值耗材集采	106
预计可节省金额合计	2668

资料来源: 中国网, 新华社, 央广网, 京报网, 国联证券研究所

图表44: 新药医保支付加强(单位: 亿元)

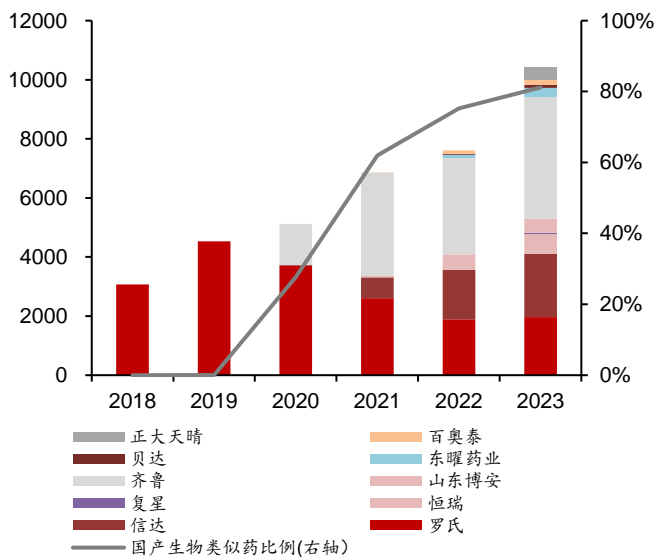


资料来源: 国家医保局, 国联证券研究所

3.3 由“进口”到“国产”

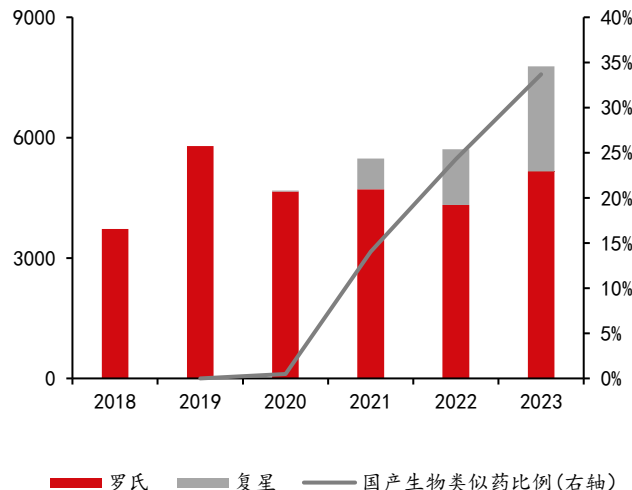
进口替代是这一轮医改最大的逻辑之一。2018 年以前专利到期原研药长期占据中国市场, 集采后产品一视同仁, 进口产品不再有往日的光环和优待, 只能跟国产仿制药按照统一规则进行带量采购、价格竞争, 未中标的进口产品按照规则只能在院外销售。这一举措从根本上加速了国产替代的过程。以生物类似药为例, 贝伐珠单抗 2023 年国产比例达到 81%, 曲妥珠单抗 2023 年国产比例达到 34%。

图表45: 贝伐珠单抗样本医院销售额(百万元)



资料来源: PDB, 国联证券研究所

图表46: 曲妥珠单抗样本医院销售额(百万元, 主要厂家)



资料来源: PDB, 国联证券研究所

未来随着集采的常态化进行, 专利到期的原研药在中国市场的生命周期会大幅缩短,

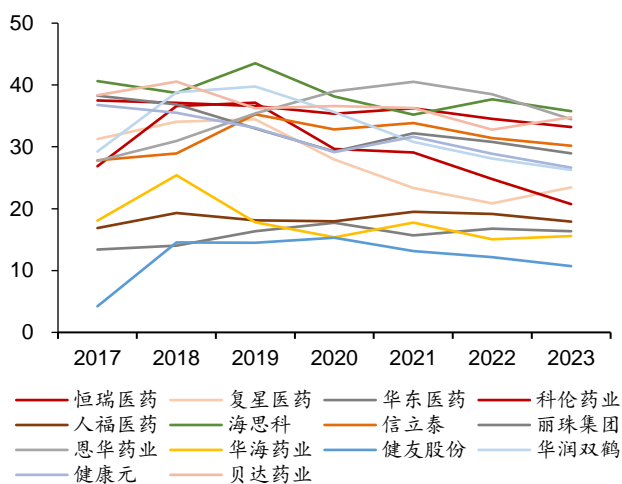
给了国产产品弯道超车的机遇。我们认为，虽然医保支付总体有压力，但留给中国优质创新药企业的医保支付额度反而有很大提升空间。

3.4 由“渠道”到“工业和终端”

销售费用是医药产业不愿意过多提及的敏感话题，实际上在海外和中国，都会存在销售费用的问题。正视销售费用，合理调整销售费用的结构，是我们需要思考的方向。高额销售费用和灰色费用的根本来源，是因为产品无法从品质上拉开差距，只能在渠道端去拼服务。因此，在过去低水平重复竞争的医药产品背景下，企业的竞争精力就会更多的放在渠道端，而不是产品端。

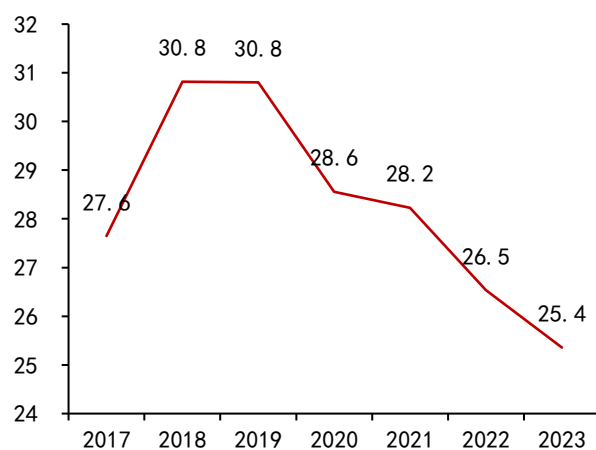
集采后仿制药价格大幅下降，新的产品价格无法再维系原有的高销售费用模式，并且在带量的背景下产品的放量节奏跟产品销售的关系不再像以前那么大，因此我们看到了销售费用率的普遍降低，我们统计了14家代表性化药企业的平均销售费用率的情况，从2019年的30.8%降到了2023年的25.4%。集采降价更多是压缩渠道环节的利润，让产业链价值回归产品和服务的本质。

图表47：14家代表性化药企业销售费用率变化（%）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表48：14家代表性化药企业销售费用率算术平均值（%）



资料来源：Wind，国联证券研究所

4. 细分赛道的产业趋势和投资机会

4.1 传统药企：从“猛虎战术”到“群狼战术”的转型

4.1.1 集采后传统药企的经营端困境

大品种仿制药在中国市场上凭借销售能力放量，是2000年以来中国医药市场中最为

成功的商业模式之一，孕育了很多大公司。2018 年开启的仿制药集采，打破了原有传统药企舒适经营状态，促使企业开始新的转型，转型过程中不可避免要经历阵痛期。

这种阵痛主要体现在三个方面：

第一，价格的下降导致存量品种收入断崖式下滑，类似海外的专利悬崖，这个变化是最直接也是最容易被观测到的，最早的“4+7”集采最高价格降幅达到 90%以上，过去 9 轮集采平均价格降幅也在 50%左右，很多企业的核心现金流品种销售下滑，使得企业报表的收入端和利润端都受到了一定影响。

图表49：代表性化药公司 2019-2023 年归母净利润增速（%）

证券简称	2019	2020	2021	2022	2023
恒瑞医药	31.05	18.78	-28.41	-13.77	10.14
华东医药	24.08	0.24	-18.38	8.58	13.59
科伦药业	-22.68	-11.57	32.94	54.98	44.03
海思科	48.21	28.90	-45.80	-19.72	6.51
信立泰	-50.95	-91.49	776.90	19.34	-8.95
丽珠集团	20.39	31.63	3.54	7.53	2.32
恩华药业	26.39	9.88	9.46	12.93	15.12
华海药业	429.78	63.24	-47.57	139.52	-28.88

资料来源：wind，国联证券研究所

第二，企业既往的销售优势大幅削弱。集采后改变了原来的竞争规则，无论是最早的最低价独家中标，还是后来改良之后的多家中标、中标者按照价格顺位分别选择供应省份，亦或者是不区分供应省份、由医院上报每个产品的需求量，这些集采规则都大幅削弱了过往的销售模式在产品放量过程中的作用，叠加产品价格下降对应的销售费用率的降低，销售代表面临职业生涯的再次抉择，药企也需要进行销售队伍的再配置和销售模式转型，导致过去很多具备极强销售能力的药企竞争力大幅削弱。

图表50：10批仿制药集采的供应地区选择规则汇总

集采批次	供应地区选择规则	是否在所选地区有排他供应权
4+7 集采	最低价独家中标，中标者获得全部标内供应量	是
4+7 扩面	入围企业不超过3家，按照价格排序交替选择供应省份，每次选择1个地区	是
第二批	第一顺位优先选则1个地区，再从第一顺位开始交替选择供应省份	是
第三批		是
第四批		是
第五批		是
第七批		是
第八批		是
第九批		是
第十批		是
第六批胰岛素专项	不区分供应地区	否

资料来源：国家医保局，国联证券研究所

第三，既往的研发管线需要按照新的临床应用标准进行重新搭建。企业研发管线的搭配，往往都是会参考当时投入产出比最高的战略，集采以前多以仿制药为主，研发成本低、容错率高，很少有具备国际竞争力的创新药布局。随着仿制药的集采，原有的仿制药研发立项无法按照既定的放量节奏实现研发回报，企业需要重新按照新的思路去梳理研发立项，整个研发思路的切换也需要时间，同时研发人员也需要做再配置。

4.1.2 集采后传统药企的投资端困境

企业端的经营困境会传导到投资端。存量品种集采带来报表收入和利润的下滑，销售模式和研发模式的切换使得费用端可预测性变差，即便企业很快可以有新产品快速放量，企业的预测也很难像以前一样线性外推。

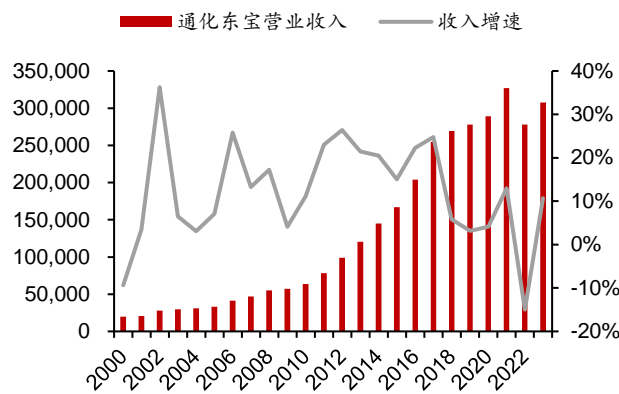
我们简单做了一个模型示例，如果一个企业的产品管线中同时存在刚开始集采的A产品、放量中期的B产品和放量早期的C产品，三个产品合并之后，企业收入增速波动会变大。我们的例子虽然比较极端，但在目前业绩增速±5%变动都可能引起股价异动的时期，这种报表端的不稳定性会在一定程度上影响到投资者的信心。

图表51：后集采时代传统药企模型示意图（万元）

产品线拆分示例：	2024A	2025E	2026E	2027E
A 产品（存量老品种）	100,000	20,000	23,000	26,450
yoy		-80%	15%	15%
B 产品（放量中期品种）	50,000	72,500	97,875	19,575
yoy		45%	35%	-80%
C 产品（放量初期品种）	5000	20,000	50,000	72,500
yoy		300%	150%	45%
合计收入	155,000	112,500	170,875	118,525
yoy		-27.40%	51.90%	-30.60%

资料来源：国联证券研究所

图表52：集采前稳健增长的传统药企增速示例（万元）



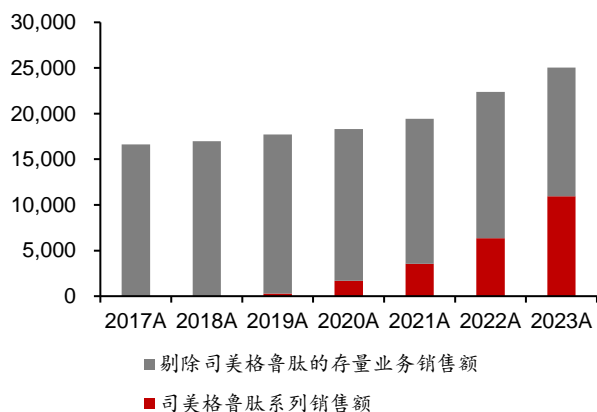
资料来源：Wind，国联证券研究所

财务报表的非线性化，使得投资端对公司进行盈利预测的确定性或有所降低，这也是近几年传统药企的投资难点之一。

4.1.3 “第二成长曲线”会如何到来

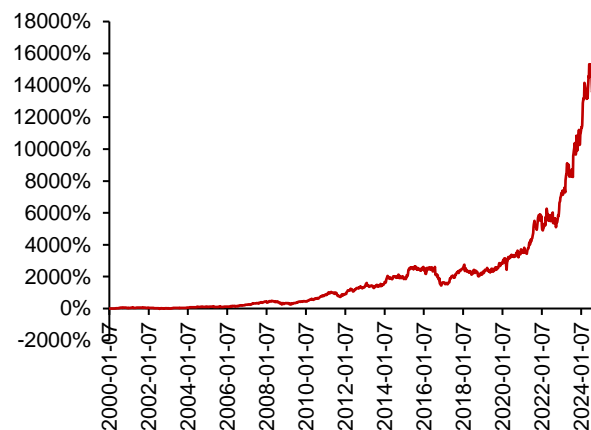
传统药企目前经营困境的解决需要有第二成长曲线。海外大药企的第二成长曲线往往要靠重磅单品，典型的案例是诺和诺德，其核心品种司美格鲁肽用 5 年时间从零卖到 212 亿美元，销售额占比超过 60%，超越了原来经营了近百年的存量业务的收入体量，这意味着仅靠司美格鲁肽单产品，再造了一个拥有百年历史的诺和诺德。当我们看到诺和诺德的股价涨跌幅，简单将其定义为是白马股估值提升的时候，却不能忽视司美格鲁肽第二成长曲线的增长潜力不输其他成长股。

图表53：诺和诺德司美格鲁肽及其他产品的销售分布（百万美元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表54：诺和诺德 2000 年以来股价涨跌幅



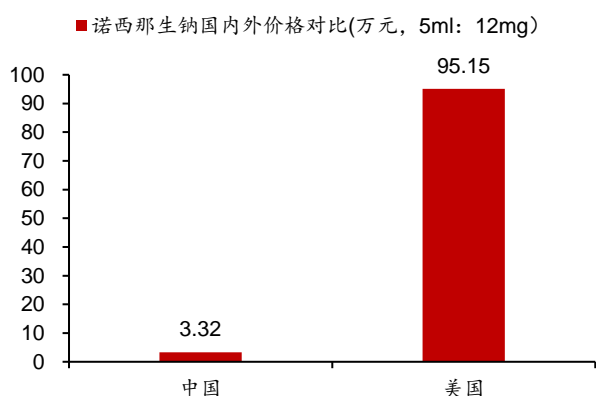
资料来源：Wind，国联证券研究所

类似海外大药企的第二成长曲线，在国内无法完全复制，最根本原因是中国和欧美国家的医药产业发展环境的差异。海外发达国家人均 GDP 高、医疗开支在 GDP 的比率高，可以承受创新药单品的高定价，与此同时，全球化的销售体系也使得海外重磅单品具备广泛的需求基础，容易产生百亿美元级别的品种。

国内医药产业发展基础相对薄弱，医保支付能力有限，人口老龄化的背景下，更需要发挥医保“保基本”的作用，做到合理平衡。因此，重磅单品路线在中国大概率走不通。创新药医保谈判已经常态化，新获批产品的医保谈判定价会经过严格的药物经济学测算，目前环境下，包括肿瘤、心血管、糖尿病等常见病在内的多数病种，都有相对经济实惠的疗法，新获批创新药除非在疗效上能大幅超越现有治疗手段，否则难以在定价上拉开较大的差异。

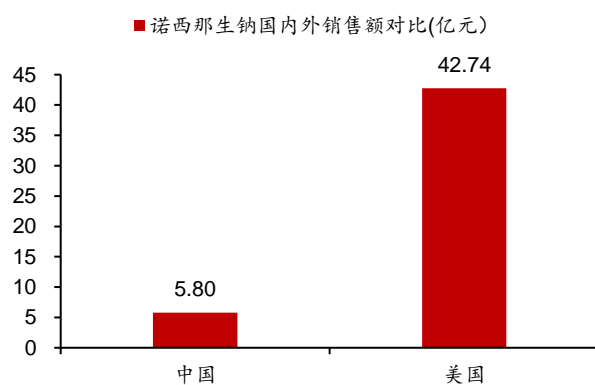
海外创新药公司有时候会试图避开常见病的激烈竞争，在罕见病领域寻找未满足需求以实现错位竞争，因此我们会经常见到年用药金额达到百万美元、用药人群几千人的罕见病用药也可以卖到十亿甚至几十亿美元级别。显而易见，这种超高客单价的罕见病用药在国内并没有放量的基础。代表性品种是 Biogen 治疗脊髓性肌肉萎缩症（SMA）药物诺西那生钠，2021 年经过谈判进入医保，目前国内销售价格为 3.3 万元每支（5ml/12mg 规格），美国价格约为 95 万元每支（5ml/12mg 规格），单价是中国的近 30 倍。

图表55：诺西那生钠的中美定价差异



资料来源：药智数据，Pharmacychecker，国联证券研究所（注：美元：人民币按 1:7 估算）

图表56：诺西那生钠的中美销售额差异



资料来源：PDB，Biogen 年报，国联证券研究所（注：美元：人民币按 1:7 估算）

参考目前中国和海外共同放量的重磅单品 PD-1 的放量路径，单品销售额 30 亿-50 亿可能是未来重磅单品在国内可以实现的销售额天花板。毕竟 PD-1 是泛肿瘤领域具备较强普适性的药品，未来肿瘤领域的创新药或可以在 PD-1 的基础上做补充和改进，

但想全面超越 PD-1 可能比较难。从目前国内一线传统药企的收入体量来看，多数大药企的收入规模都在百亿以上，我们认为，单靠一个重磅产品很难像海外大药企一样顺利开启第二成长曲线。

图表57：国内部分传统药企销售收入（亿元）

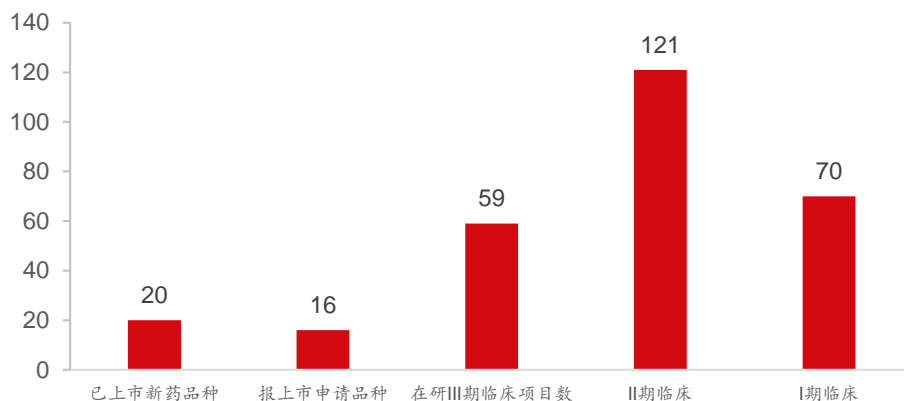
证券代码	证券简称	2021	2022	2023
600196.SH	复星医药	390.1	439.5	414.0
000963.SZ	华东医药	345.6	377.1	406.2
600079.SH	人福医药	205.5	223.4	245.2
600276.SH	恒瑞医药	259.1	212.8	228.2
002422.SZ	科伦药业	172.8	189.1	214.5
600380.SH	健康元	159.0	171.4	166.5
600664.SH	哈药股份	128.0	138.1	154.6
000513.SZ	丽珠集团	120.6	126.3	124.3
600420.SH	国药现代	139.4	129.6	120.7
600267.SH	海正药业	121.4	120.4	103.7

资料来源：Wind，国联证券研究所

从单产品“猛虎战术”到多产品“群狼战术”的战略转型，或是传统药企国内业务第二成长曲线的关键，用 10 个 10 亿峰值销售的品种来替换原有单品 100 亿销售额的策略，以期实现管线的可持续发展，通过研发高周转率来应对单品的定价和放量天花板。目前国内创新药的先驱恒瑞医药、信达生物等，管线都相对比较丰富，容错率较高。

我们认为，未来传统药企的选股要兼顾四个要点，存量集采风险出清或可以准确评估、综合执行力强（体系化的研发执行力和销售执行力）、估值&增速&分红相互匹配、向上可能会有高速增长的可能性（如出海）。

图表58：恒瑞医药在研品种储备丰富



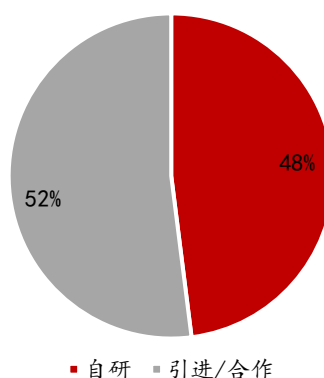
资料来源：恒瑞医药公告整理，国联证券研究所

4.2 Biotech：从出海到高质量出海

4.2.1 Biotech 是全球药品创新的主力

Biotech 在全球创新产业链的地位越来越高，逐步成为全球药品创新的主要力量。通过分析目前海外畅销药榜单的原始来源，我们发现很多海外代表性重磅单品，都来自 Biotech 公司。我们梳理了目前全球 Top 20 药企的销售额前 5 的品种，超过一半都是来源于引进，比如我们熟知的 PD-1 两大药物 Keytruda 和 Opdivo 都是引进的。

图表59：2023 年全球前 20 大药企各自销售额 top 5 品种的原始来源



资料来源：医药魔方，国联证券研究所

我们认为引进的方式在未来可能也会非常普遍。创新药研发很多情况下是试错式的创新，顶尖的创新并不是注定来源于顶尖的药企，创新药投资最大的超额收益来源于“幸存者偏差”。虽然寻找 Biotech 幸存者偏差的模式对于投资来讲确实比较难，但

无法掩盖 Biotech 在全球创新药研发中的地位越来越重的事实。

除此之外，企业家精神层面的差异也是导致这一现象的原因：海外 MNC 经过百年的历史发展变迁，股权结构分散，管理模式上多采用经典的职业经理人模式，这种公司治理模式的优点是发展比较稳健，缺点就是职业经理人的战略决策的时间周期维度往往会局限在任期内，不会用长周期思维去制定企业经营战略和搭建研发管线。Biotech 公司正好弥补了这一缺陷，目标聚焦，战略周期长，容易产生颠覆式的创新。一轮又一轮 Biotech 创新中产生的幸存者偏差，是推动全球创新药发展的中坚力量。

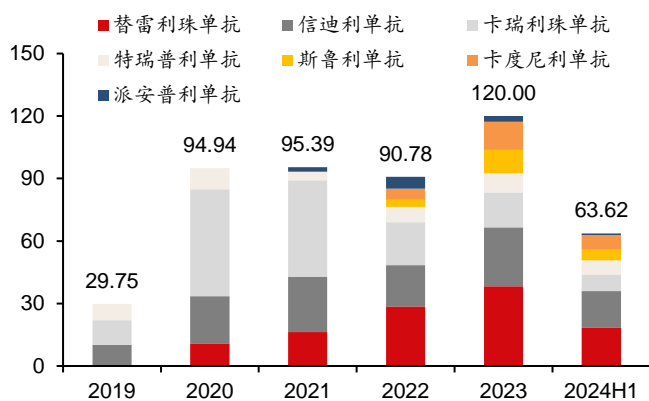
4.2.2 Biotech 国内市场局限性

从目前国内 Biotech 公司的发展战略来看，国内商业化兑现的潜在回报率或许远远低于出海逻辑，这是由我国现阶段创新药发展的现实国情来决定的。

从支付端来看，创新药的定价会受到医保支付能力、可替代疗法定价等多方面的影响，Biotech 公司往往很难通过定价来获取超额收益。罕见病低销量、高客单价的差异化突破是海外 Biotech 公司弯道超车的核心手段，这一条路在国内可能很难跑通；而常见病领域，并不存在太多未满足需求，以肿瘤为例，多数瘤种都有年用药金额在 10 万-15 万的替代疗法。因此，Biotech 公司想通过一个品种来实现放量，容错率较低。

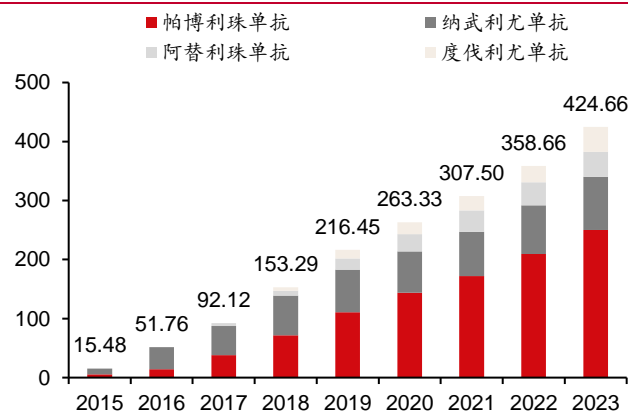
从竞争端来看，海外的竞争格局相对比较好，通常是二八分化的格局，最好的一两个产品占据 80% 的份额，其他产品占据 20% 的份额。而国内创新药的同质化竞争比较明显，大家的起步时间又比较一致，所以在单一赛道的竞争更加拥挤，最典型的就比如 PD-1，海外 PD-1 的两大产品 K 药和 O 药合计占了 80% 的市场，而中国的 PD-1 竞争非常激烈。

图表60: PD-1 国内的竞争格局 (亿元)



资料来源：各公司年报，PDB（卡瑞利珠单抗未公布销售，参考 PDB 全渠道数据），国联证券研究所

图表61: PD-1/PD-L1 海外的竞争格局 (亿美元)



资料来源：各公司年报，国联证券研究所

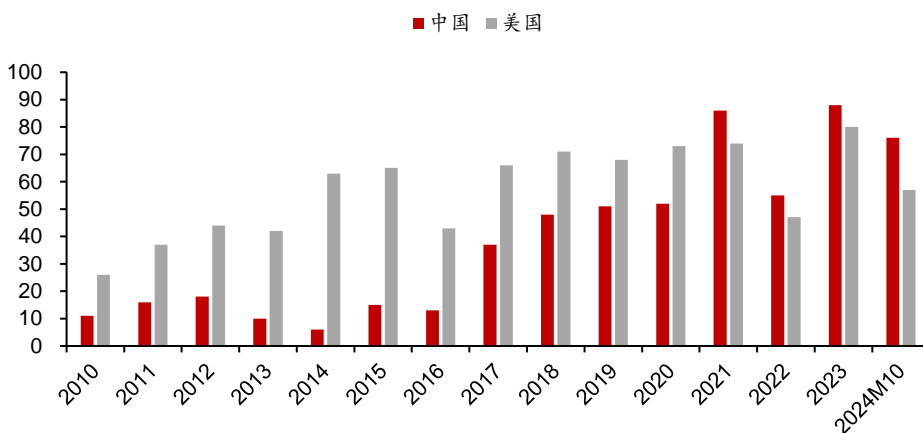
从商业化过程来看，国内 Biotech 公司在销售过程中会面临更多来自 Pharma 的降维打击，如果无法在产品疗效上相对于 Pharma 有明显的竞争优势，产品放量过程会低于预期，失去先发优势。因此，对于拥有硬核研发能力的 Biotech 来说，出海或许是最优的选择，可以享受海外产品定价和海外估值体系。

4.2.3 Biotech 出海正当时

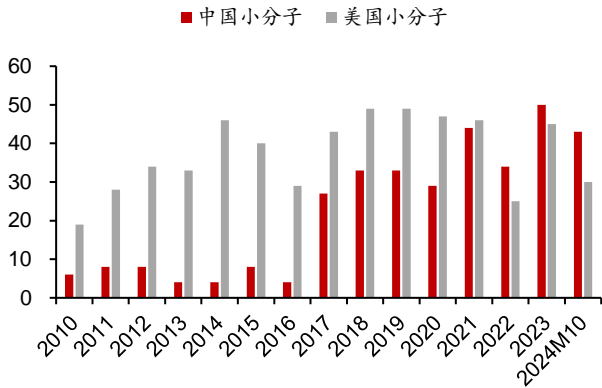
国内 Biotech 出海迎来供给端和需求端的双重契机。

从中国创新药的供给来看，集采使得国内创新药研发开启正本清源时代，医药研发从之前的仿制药导向、辅助用药导向切换到可以完全对标海外的创新药导向，国内创新药研发的优质供给在逐渐提升。根据我们的统计，2017 年以来，中国审批进度加速，当年获批创新药数量自 2021 年起已赶超美国。2010-2024 年 10 月，中国首次获批新药数量从 11 例增长至 76 例，其中小分子 43 例，生物药 29 例，均已赶超美国首次获批新药数量。

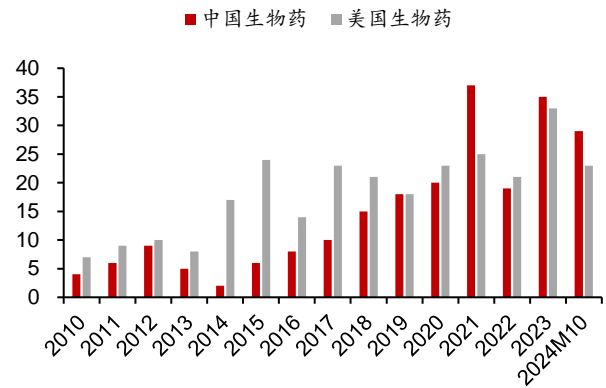
图表62：2010-2024M10 中美创新药当年首次获批数量（个）



资料来源：医药魔方（以上获批数量源于医药魔方 NextPharma 数据库，统计事件为首次获批药品），国联证券研究所

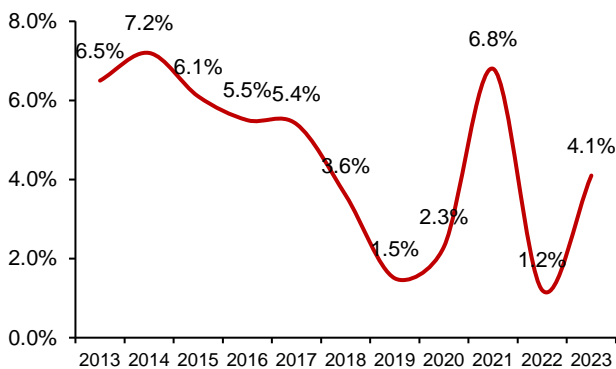
图表63：2010-2024M10 中美创新小分子药当年首次获批数量（个）


资料来源：医药魔方（以上获批数量源于医药魔方NextPharma数据库，统计事件为首次获批药品），国联证券研究所

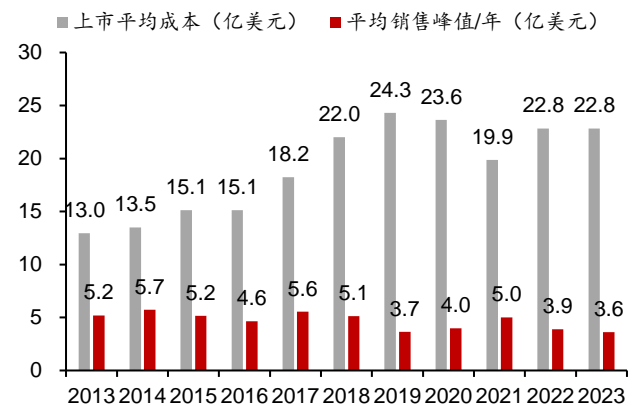
图表64：2010-2024M10 中美创新生物药当年首次获批数量（个）


资料来源：医药魔方（以上获批数量源于医药魔方NextPharma数据库，统计事件为首次获批药品），国联证券研究所

从海外创新药的需求来看，海外药企同时面临专利悬崖和研发回报率下降的双重困境，促使其来中国寻找质优价廉的创新药试错性资产。2013-2019年，全球新药研发投入回报率从6.5%下降至1.5%，2020-2023年受COVID-19等影响有所波动，2023年由于部分高价值预测资产（GLP-1等）陆续获批从临床晚期研发管线中剔除，内部收益率有所提升但仍处于较低水位。与此同时，在研资产平均研发成本提升，每年平均预期峰值销售额有所下降。2013-2023年，在研资产平均研发成本从13亿美元逐渐增长至22.8亿美元，成本增加主要源于各家企业资产范围和产品线不断扩大；每年平均预期峰值销售额从5.2亿美元逐渐下跌至3.6亿美元，峰值下调主要受到企业新冠高价值资产影响。

图表65：2013-2023年临床II期及以后研发管线内部收益率


资料来源：德勤，国联证券研究所，该口径主要囊括2020年研发支出排名前20位的生物制药企业

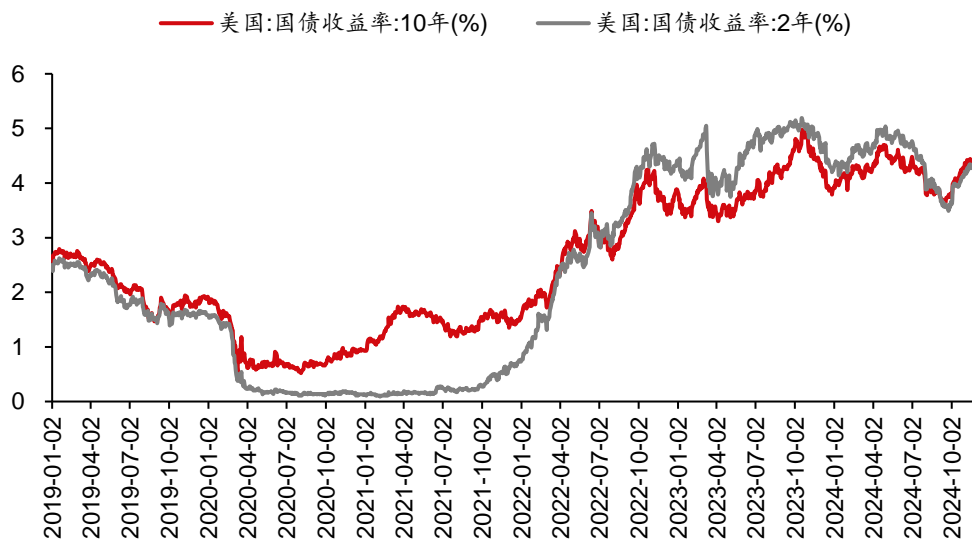
图表66：2013-2023年临床II期以前平均研发成本&在研资产平均销售峰值


资料来源：德勤，国联证券研究所，该口径主要囊括2020年研发支出排名前20位的生物制药企业

从2019年开始，海外创新药研发内部收益率多年低于美债收益率，考虑到资金的机

会成本，创新药研发的预期收益率为负值。海外大药企或亟需中国的质优价廉创新药资产来降低平均研发成本。

图表67：美国国债收益率曲线



资料来源：Wind，国联证券研究所 注：数据截至 2024 年 11 月 27 日

4.2.4 Biotech 出海的投资节奏把握

Biotech 出海的投资节奏把握有一定的难度。研究端，投资者在 Biotech 公司的基本面研究上已经非常充分，靶点机理、临床数据等研究非常细致；投资端，Biotech 公司的投资始终没有找到固定的投资范式，无法用传统的 PE、PEG、PB-ROE 等方式进行估值，在投资节奏上很难线性外推。传统的 DCF 估值体系在 Biotech 投资过程中更多是参考意义而非实战价值，这种现象主要有两个核心原因：

第一，DCF 估值体系中的多个参数具有很大的不确定性，审批节奏、获批概率、放量曲线、峰值销售、动态竞争格局等都有很大的不确定性，每个细节的差异都是乘法关系，乘起来的结果可能跟真实情况大相径庭。

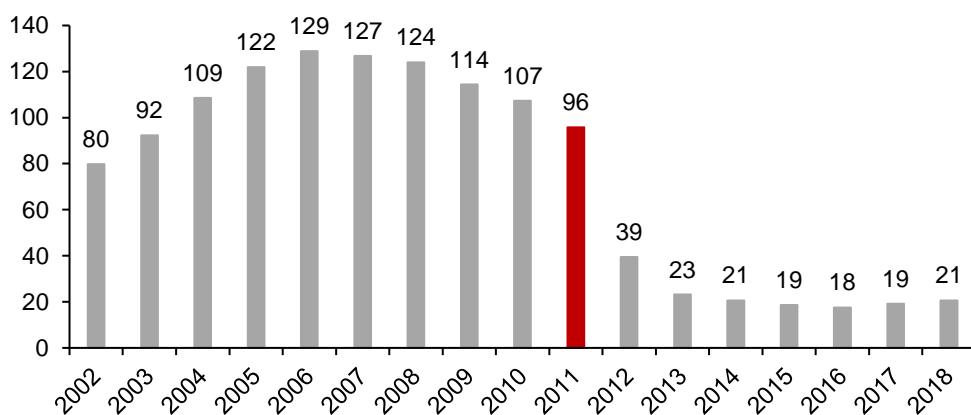
DCF 作为绝对估值方式中的经典范式，本质上是通过计算投资者每年能够得到的真实现金回报来计算一个绝对意义上的价值，现金流越稳定、现金流折现值在总价值中占比越高的时候，DCF 估值越准。而在 Biotech 的估值过程中，现金流具有不确定性，终值在总价值中占比较高，因此 DCF 并不准。Biotech 公司虽然常用 DCF 估值，但并不是因为适合用 DCF，而是没有其他的选项，只能用 DCF 来估值。

第二，绝大多数情况下，放量兑现并不是 Biotech 公司的核心的退出路径，真实案

例中除了像再生元等成功实现从 Biotech 到 BioPharma 转型的公司外，多数公司都不是通过放量兑现来退出，私有化是常见的退出路径。如果放量兑现不是主要退出路径的话，DCF 估值对于真实交易价值的参考性就比较弱。

以辉瑞的立普妥为例，2000 年辉瑞用 900 亿美元收购兰伯特公司获得立普妥的权益，立普妥随后放量超预期，成为全球第一个销售额突破百亿美元的品种，峰值销售 129 亿美元，成为小分子创新药的巅峰之作。即便这样，我们用立普妥真实的销售数据去做一个 DCF 估值验证，按照 50% 净利润率、7% 的折现率，最终估值 454 亿美元，相对于 900 亿美元的收购价，辉瑞依然损失了约 50%。

图表68：辉瑞立普妥放量曲线（单位：亿美元）



资料来源：辉瑞年报，国联证券研究所

图表69：辉瑞立普妥 DCF 估值（亿美元）

年份	1	2	3	4	5	6	7	8
销售额	80	92	109	122	129	127	124	114
净利润	40	46	54.5	61	64.5	63.5	62	57
净利润率	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
折现率	7%							
现金流折现	37.38	40.18	44.49	46.54	45.99	42.31	38.61	33.17
年份	9	10	11	12	13	14	15	16 (终值)
销售额	107	96	39	23	21	19	18	19
净利润	53.5	48	19.5	11.5	10.5	9.5	9	9.5
净利润率	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%

折现率	7%							
现金流折现	29.10	24.40	9.26	5.11	4.36	3.68	3.26	46.60
合计估值	454.45							

资料来源：辉瑞年报，国联证券研究所

从 Biotech 公司的真实退出途径去评估，其估值方式并不是去判断投资者能通过 Biotech 公司实现多少现金回报，而是潜在的产业购买方愿意为 Biotech 公司出什么样的购买价格，定价方式由卖方出固定价格变为买方竞价，类似于“价格歧视”定价法。“价格歧视”定价产生的估值泡沫或许是创新药投资最大的超额收益来源。未来国内 Biotech 的出海案例或将越来越多、越来越早，按照既往的估值方式很难精确把握创新药的估值体系和投资节奏。

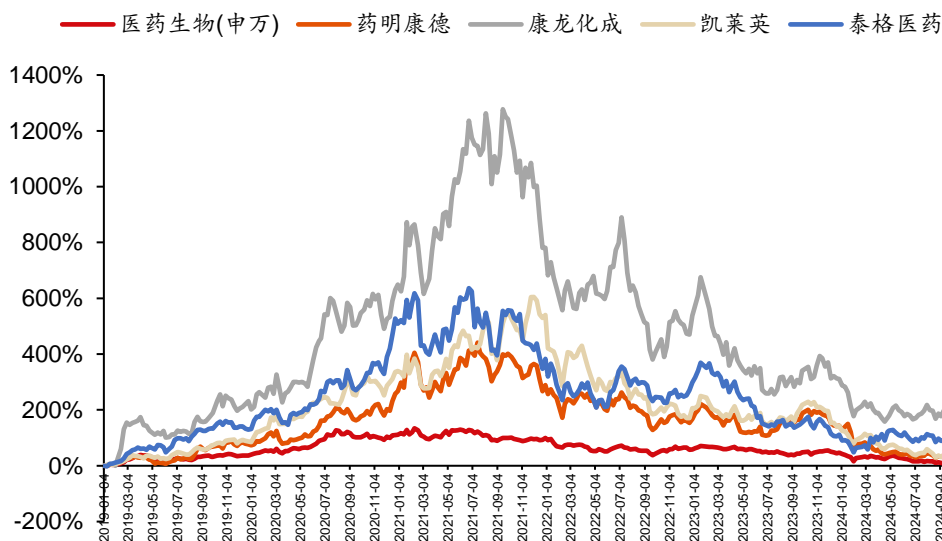
随着越来越多的中国创新药企以自己的方式深入到全球创新药产业链竞争环节，估值方式有可能向海外靠拢，我们建议寻找值得用“价格歧视”定价的高质量出海创新药资产。

4.3 CXO：由高增长时代回归增速换挡新常态

4.3.1 短期看阶段性需求

CXO 板块作为在医药本轮景气周期中关注度最高的板块之一，给宽基和医药基金都带来过较高超额收益。受 COVID-19 周期退潮、产业周期下行、资本市场估值压力等多重因素影响，CXO 板块经历了长达 3 年的低谷期。

图表70: CXO 代表性的公司的股价涨跌幅



资料来源: Wind, 国联证券研究所 数据截至 2024 年 11 月 29 日

CXO 板块目前处于左侧布局期，中短期的投资拐点的判断要关注“需求”的拐点。由于 CXO 板块是典型的 To B 的商业模式，无法像传统 To C 商业模式一样通过销售数据的高频跟踪来判断经营拐点，因此，投资者通常会用“投融资”来作为 CXO 景气度的通用指标。

从实际效果来看，投融资数据有很大的局限性，在行业线性发展期（线性向上或者线性向下）效果比较好，在行业拐点期是一个明显的滞后指标。目前国内制约投融资的关键因素是一二级市场估值倒挂，部分 biotech 公司二级市场估值较低，使得一级市场投资的预期回报率降低，投融资案例减少。

图表71：部分港股 Biotech 公司的市值和现金对比

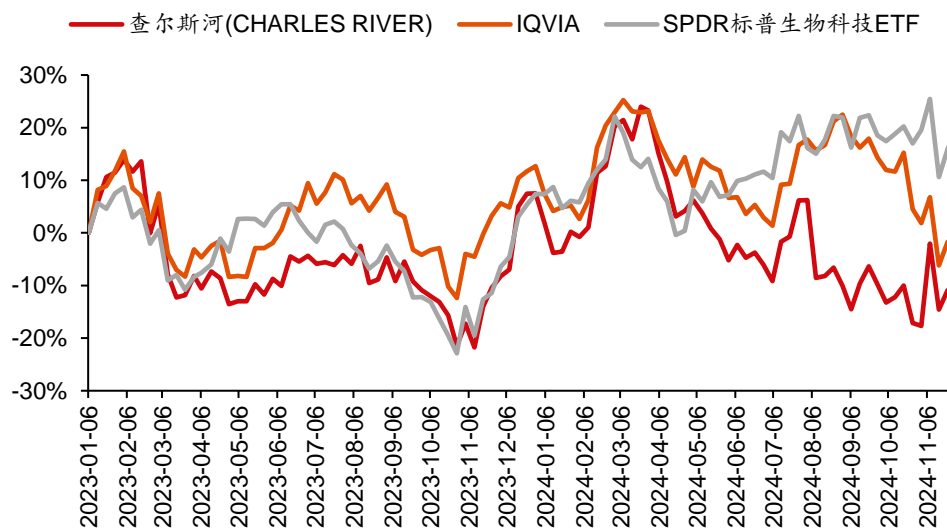
公司代码	公司名称	市值 (亿港元)	现金及等价物 (亿港元)	市值-现金 (亿港元)
1228. HK	北海康成-B	0.83	0.47	0.36
2257. HK	圣诺医药-B	2.39	0.76	1.64
6628. HK	创胜集团-B	3.88	4.00	-0.12
2197. HK	三叶草生物-B	3.89	5.18	-1.29
2126. HK	药明巨诺-B	5.48	9.52	-4.04
2898. HK	盛禾生物-B	7.68	5.42	2.26
2137. HK	腾盛博药-B	7.90	7.19	0.71
2170. HK	贝康医疗-B	8.21	8.38	-0.17
6978. HK	永泰生物-B	8.23	1.59	6.64
6998. HK	嘉和生物-B	8.58	11.25	-2.66
2142. HK	和铂医药-B	9.07	14.29	-5.22
2496. HK	友芝友生物-B	9.65	1.77	7.88
2181. HK	迈博药业-B	12.17	0.81	11.35
3681. HK	中国抗体-B	12.34	2.13	10.20
1875. HK	东曜药业-B	13.45	3.82	9.63
1167. HK	加科思-B	13.70	3.96	9.73
1672. HK	歌礼制药-B	15.29	3.81	11.48
2552. HK	华领医药-B	17.63	14.67	2.96
2315. HK	百奥赛图-B	22.37	4.23	18.14
2616. HK	基石药业-B	23.24	7.44	15.81
2509. HK	荃信生物-B	28.87	6.89	21.98
1541. HK	宜明昂科-B	29.52	5.62	23.90
2256. HK	和誉-B	30.24	3.28	26.96

资料来源：Wind，国联证券研究所 数据截至 2024 年 11 月 18 日

我们认为，投融资改善的前提之一，或是 Biotech 公司二级市场的估值提升，使得一级市场投资有明显的内部收益率改善。投融资数据本身不是一个自变量，而是一个因变量。二级市场的估值是最初的自变量之一，Biotech 二级市场的估值在一定程度上决定了一级市场的投融资，投融资数据又在一定程度上决定了 Biotech 的研发投入意愿，进而可能影响 CXO 企业的需求，简化之后就是“Biotech 的估值或决定 CXO 的估值”。

这种传导逻辑在美股或更直观。下图是 XBI 指数、CharlesRiver 和 IQIVA 的股价涨跌幅，XBI 指数作为美股 Biotech 的代表，CRL 和 IQVIA 美股 CXO 的代表，三条曲线在大方向上的重合度是非常高的。

图表72: XBI、CRL 及 IQVIA 的股价涨跌幅



资料来源: Wind, 国联证券研究所 数据截至 2024 年 11 月 29 日

基于以上判断，CXO 板块阶段性需求复苏并不能从跟踪投融资指标上得到解决，复苏将会是一个缓慢的、系统性的工程，二级市场估值、IPO 状态、一级市场投融资等，整个产业链的每个环节都需要达到一种均衡复苏的态势，带动投融资数据的逐渐企稳。另外，由于一个完整的一级市场项目的投资需要经过立项、尽调、投决等多个流程，少则几个月多则 1 年，投融资数据要明显滞后。因此我们认为投融资数据并不是一个有效的 CXO 阶段性景气度的跟踪的前置指标。

从短期的展望来看，目前很多港股 Biotech 公司的估值较低，很多公司市值跌破账面现金，预计这类公司未来估值有一定的安全边际支撑。除了 IPO 之外，Biotech 公司也在探索其他的融资方式，比如授权出海的里程碑付款，或者直接被大公司收购，类似普米斯的案例。这在一定程度上会对 CXO 公司的需求端带来提振。

4.3.2 中期看产业趋势

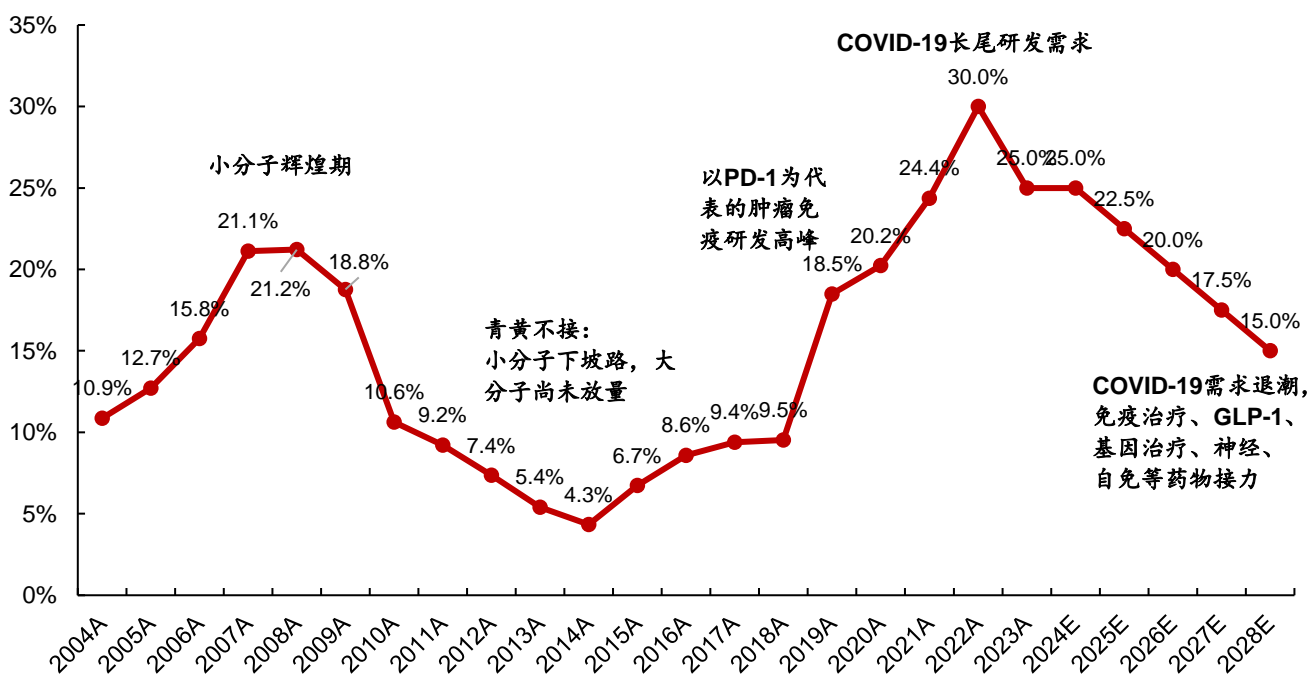
CXO 板块的跟踪判断，短期会关注阶段性的订单，长期会关注经济周期对创新药投入的影响、中美关系对格局的影响，“产业趋势”作为中期维度的指标有时会被忽略，实际上，CXO 行业中期的判断跟创新药的代际变化周期息息相关。

以全球 CDMO 的龙头公司 Lonza 为例，其过去 20 年资本开支占当年收入的比重有明显的两波周期。第一波周期在 2006-2009 年，是全球小分子创新药最后的巅峰期，销量第一的立普妥突破百亿美元。随着 2008 年全球金融危机的到来，外加小分子的创新到了机理上的阶段性真空期，大分子创新药并未赶上来，2010 年以后 Lonza 的资

本开支大幅降低。直到 2018 年以后，以 K 药、O 药的放量为代表，全球创新药研发进入大分子时代，2020 年开始，免疫治疗的高峰期尚未结束，COVID-19 又将全球新药研发带到了一个新的高度，Lonza 的资本开支占收入的比重也一度达到了 30% 的历史最高水平。按照 Lonza 管理层的远期规划，预计 2028 年资本开支占收入的比重为 15%，虽然 15% 相对于 30% 下滑较多，但是对比 2019 年之前的近 15 年时间，只有 4 年的时间高于 15%。

Lonza 的产能规划实际上是可以从目前创新药的代际变化中找到依据的，虽然目前整体的新药研发需求状态确实不如 COVID-19 时期，但却比新冠以前的常态化水平要好，现在有 PD-1、免疫治疗 2.0、GLP-1、ADC、双抗、基因治疗等多个领域研发如火如荼的进行，CXO 的需求进入了后新冠时代的新常态。

图表73: Lonza 资本开支占收入的比重



资料来源: Bloomberg, 国联证券研究所, 2025-2027 年数据为线性平滑预测

CXO “新常态”有两层含义。第一层含义是，需求仅仅是“增速换挡”，而不是“断崖式下滑”；第二层含义是，立足投资端，像 2019-2021 年一样的高增长高收益的时代或许已经过去了。2019-2021 年的 CXO 板块的二级投资是令人印象深刻的，这种投资机会是由内外部多种复杂原因组成：

- 1) 从产业趋势看，2019 年是以 PD-1 为代表的免疫治疗研发高峰期，Lonza 作为全球龙头本身也在享受高增长，有明确的需求端逻辑；

- 2) 从国内医改节奏看, 2019 年是以集采为代表的医改元年, 医保内资产面临存量风险, 医药二级市场投资实现从医保内资产向医保外政策免疫资产的切换, CXO、消费医疗等成为投资者关注的领域;
- 3) 从 2018 年 5 月药明康德 A 股 IPO 开始迎来 CXO 板块的上市高潮, CXO 板块从只有个别上市公司成为二级市场独立的板块, 研究和投资具备规模效应;
- 4) 新冠的订单给 CXO 板块带来了高速增长, 延续了板块的生命周期;
- 5) 资管行业的扩容进一步提高了 CXO 的估值, 2019-2021 年, 公募基金发行量加大, 医药主题基金变多, 而 CXO 板块是当时医药基金的标配板块、也是宽基在医药板块的主要仓位, 增量基金的发行进一步扩大了 CXO 的估值泡沫。

CXO 板块催化因素消退后, 回归医药基础制造业和服务业的本质。立足投资端, 我们建议关注 CXO 板块的左侧布局机会, 但要放低预期收益的目标。从具体标的来看, 行业需求缓慢复苏、总体产能宽松的时期, 建议关注一线龙头公司。

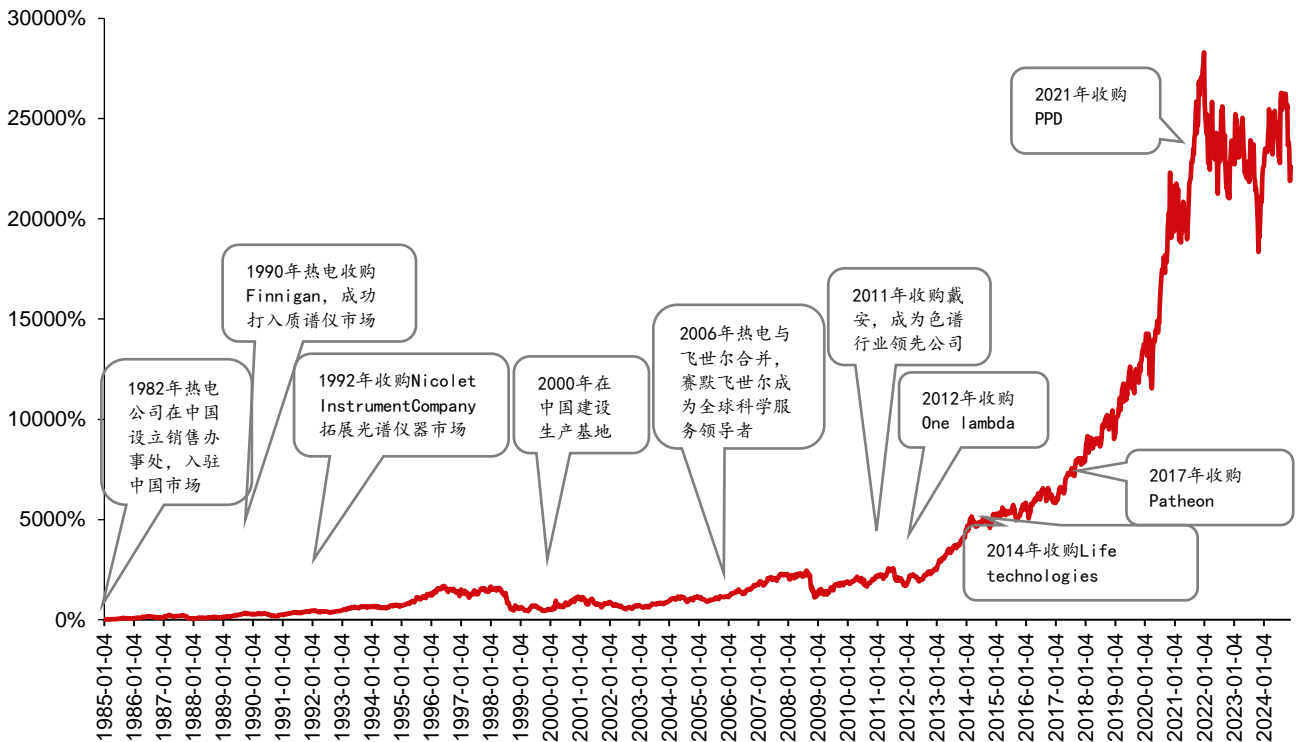
4.4 医疗器械：平台化战略和需求复苏韧性

4.4.1 中国器械公司的远期成长形态

相比于招标预期、销售进度等短期催化, 我们认为器械公司远期成长性更需要重视, 国内器械公司会以一种什么样的路径成长为一种什么样的形态, 成为投资端最需要解决的问题。

海外医疗器械公司发展历史比较长, 资本市场形态相对比较成熟, 可以作为参考案例。目前来看, 海外典型的有大平台和大单品两种模式。平台型器械公司的形成是海外大型器械公司的天然模式, 器械板块细分领域众多, 单个细分领域的天花板比较低, 只能通过产品线的横向扩张来维持企业的可持续发展, 本身“熵增”也是大企业要走的路, 经过百年的发展变迁, 以赛默飞、丹纳赫为典型代表的器械公司都通过收购等形式实现了自己的平台化之路。

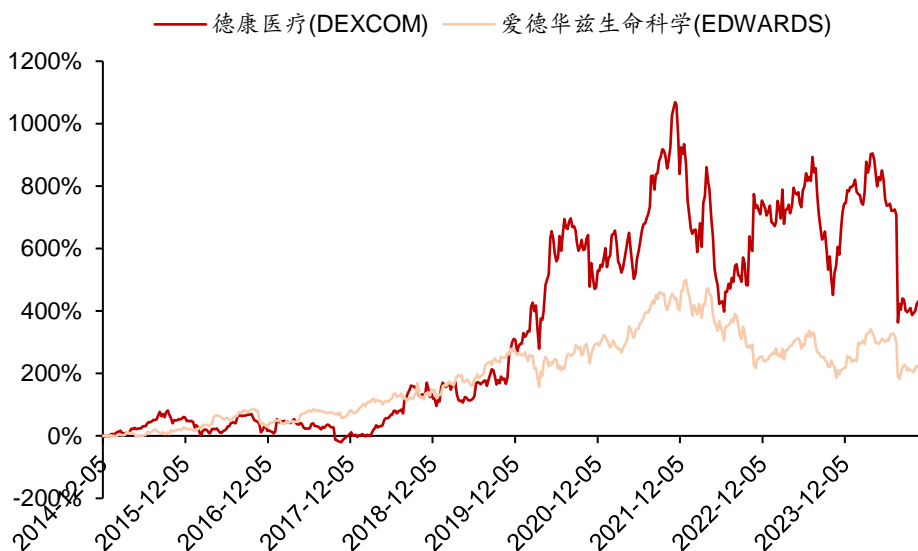
图表74：赛默飞股价涨跌幅及重要发展历程



资料来源：Wind，公司官网，国联证券研究所 截止2024年11月29日

海外器械公司另外一种形态是大单品，如爱德华、德康医疗、直觉外科等，在特定的垂直细分领域，凭借较强的技术壁垒，享受垄断式的竞争优势。海外大单品公司的形成与海外特定医疗卫生发展体制、整体的消费水平和竞争环境相关。欧美发达国家人均GDP高，支付能力强，无论是医保、商保还是自费，对于器械大单品都有较强的支付能力；与此同时，海外专利体系比较严格，技术差距对竞争格局的影响比较大，大单品龙头公司会保持长期的竞争优势，直到技术壁垒被突破或者整个公司被平台型公司私有化。

图表75：动态血糖仪龙头德康医疗和心脏瓣膜龙头爱德华近十年股价涨跌幅



资料来源：Wind，国联证券研究所 数据截至 2024 年 11 月 29 日

由于中国的特殊国情，医保政策、竞争规则、消费理念、支付能力等多重原因影响，中国医疗器械或难以像美国一样诞生单品世界级公司，海外单品型公司的国内对标龙头，目前暂没有按照既定路线发展。在介入瓣膜、动态血糖仪等被寄予厚望、有望产生大公司细分赛道，国内器械龙头公司的大单品发展之路任重道远，平台化和国际化或将是未来器械的破局之道。

图表76：启明医疗和沛嘉医疗上市以来股价走势图

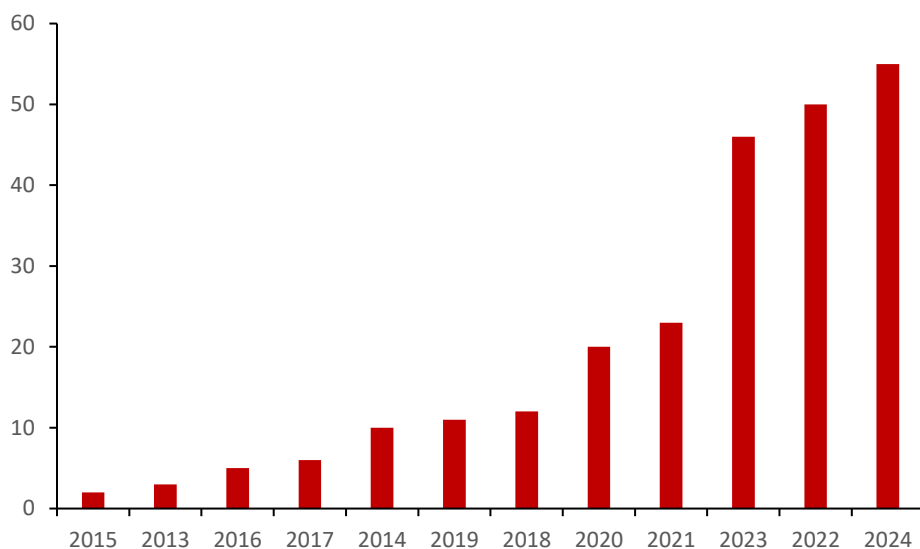


资料来源：Wind，国联证券研究所 数据截至 2024 年 11 月 29 日 股价初始化为 100，启明医疗自 2023 年 11 月 23 日起停牌

4.4.2 私有化会加速平台化的进程

2024 年可以称作是国内器械私有化元年，迈瑞收购惠泰、中国生物制药收购浩欧博开启了国内器械私有化的序幕。过去很长一段时间，私有化在 A 股医药市场很少出现，核心原因还是创始人对于“壳价值”的珍惜，再小的上市公司也会有壳价值兜底。私有化案例少在一定程度上阻碍了器械平台化的节奏，上市公司只能通过一些小型的一级市场项目来小步快跑进行平台化扩张。近年来资本市场发生了较大变化，退市案例显著增多，壳价值属性弱化，很多公司不得不重新审视公司的长远前景。

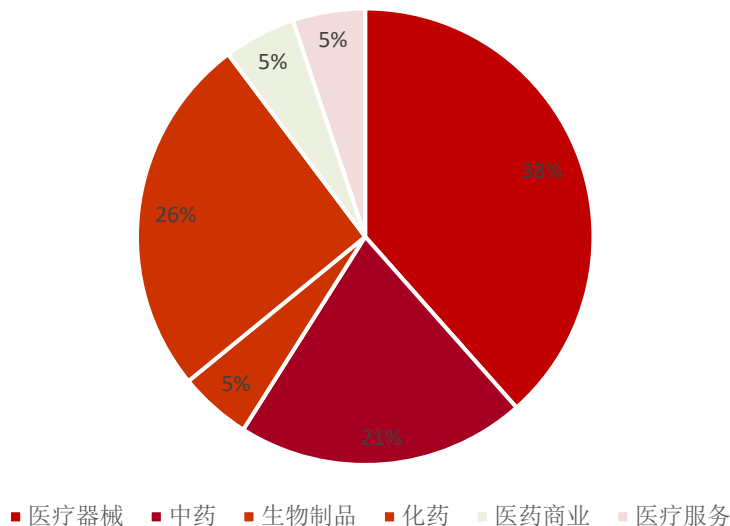
图表77：过去 10 年 A 股退市案例越来越多（个）



资料来源：Wind，国联证券研究所 数据截至 2024 年 12 月 4 日

医疗器械收并购逻辑或许不是阶段性的炒作，实际上是产业发展的趋势。首先，器械板块小市值企业很多，具备被并购的潜质，我们统计了 20 亿以下市值的医药股，器械公司占比 38%，很多市场规模只有几十亿人民币的细分赛道或许都会有三四家上市公司；其次，集采等外在经营环境的变化使得小企业经营承压，有出售意向；第三，资本市场退市机制使得业绩承压的公司有一定的出售动力；第四企业家精神断档，很多早期企业家也到了因年龄等原因重新思考企业战略和规划的时间。

图表78：市值 20 亿以下医药股（合计 39 只）中医疗器械占比 38%



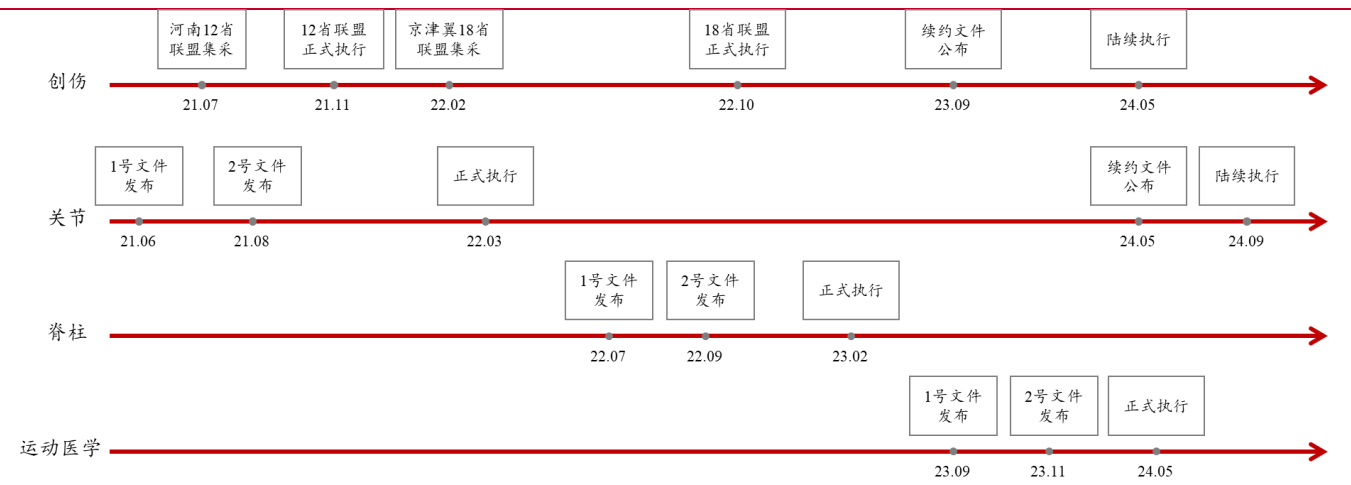
资料来源：Wind，国联证券研究所 数据截至 2024 年 12 月 20 日

从器械领域的增量逻辑来说，平台化器械公司未来会凸显强者恒强的特征。建议关注具备品牌和渠道优势的平台化器械公司。

4.4.3 存量逻辑：短期政策触底的需求韧性

除了平台化和国际化给器械板块带来的增量成长空间之外，部分器械细分领域在集采风险出清后的以价换量和进口替代可能会带来存量结构性投资机会。以骨科、心脏介入、IVD 等领域为例，多数领域在集采后，经营遇到了阶段性的阵痛，产业链利益再分配的过程中报表端承压。与此同时，由于器械板块产品线比较多，不同产品线的集采节奏不同，导致报表端无法线性外推，代表性领域是骨科，创伤品类集采完成续约且已落地执行，为骨科集采出清最快的品类，关节集采续约政策正在落地执行。

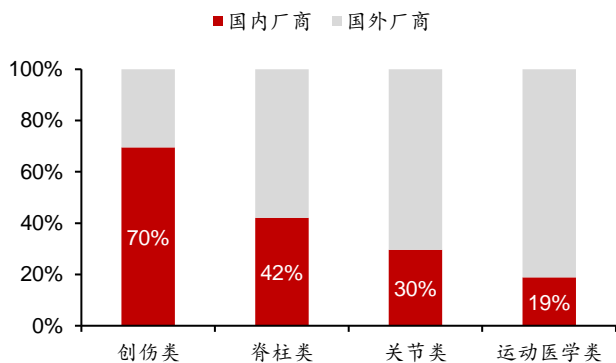
图表79：骨科各品类集采进度



资料来源：国家医保局，国联证券研究所

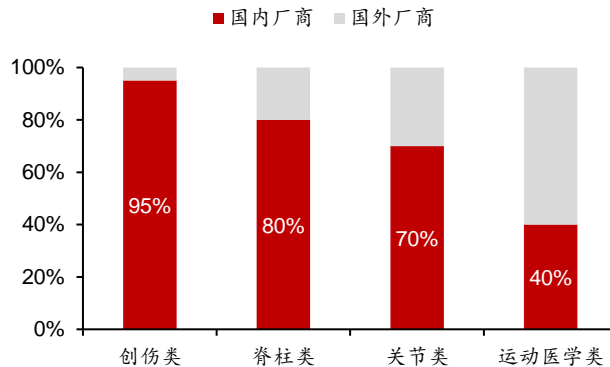
随着集采内器械板块风险的慢慢出清，“量”和“价”慢慢企稳，成长回归由老龄化驱动的总量增长和进口替代驱动的结构增长双轮驱动。

图表80：2020年中国骨科医疗器械市场份额情况



资料来源：南方医药经济研究所，医械汇，威高骨科官网，国联证券研究所

图表81：2024年中国骨科医疗器械市场份额情况



资料来源：南方医药经济研究所，医械汇，威高骨科官网，国联证券研究所

器械板块立足长期精选平台型器械公司的投资机会，立足中短期关注集采相关细分赛道的需求复苏主线。

4.5 中药：由系统性贝塔时代进入精选个股期

中药板块在过去3年左右的维度具有比较明显的系统性贝塔行情，Wind 中药精选指数与申万医药指数相比具备明显的超额收益，是医药板块中为数不多的有正收益的细分领域。

图表82: Wind 中药精选指数和申万医药指数走势比较



资料来源: Wind, 国联证券研究所

2021H1 至今中药板块超额收益的原因, 与 2019-2021 年的 CXO 类似, 都是多种因素共同作用的结果: 1) 2019-2021 年高景气度、高估值板块 (CXO、消费医疗等) 集体退潮, 中药板块防御性价值凸显, 投资端面临医药资产的结构化再配置; 2) COVID-19 进入自我预防和自我治疗阶段, 感冒药等驱动相关细分产业链高增长; 3) 中药在一定程度上具备政策免疫的属性, 相对于其他医保内资产, 中药品种降价压力小, 甚至很多有提价预期; 4) 类似国企改革等阶段性的主线, 往往与中药板块具备很强的契合度; 5) 从下行风险来看, 中药板块本身具备低估值、高股息、稳健增长的特征, 有绝对收益的潜质。

以上因素导致在过去 3 年维度中药板块始终是医药投资的配置核心, 超额收益明显。但是, 随着呼吸道相关疾病导致的业绩驱动慢慢减弱、投资者对于政策利好审美疲劳、国企改革主线弱化、部分中药企业估值不再具备性价比, 中药板块的投资或将由“面”到“点”, 进入精选个股期, 个股走势或将出现分化。

实际上从过去 10 年的中药板块走势和医药板块走势的对比来看: 在常态市场中, 二者走势基本一致; 在成长股牛市中, 中药板块相对跑输; 成长股去泡沫时, 中药板块相对跑赢, 短期是情绪的投票器, 长期是质地的称重器。我们判断后续医药板块走势大概率不会是极端的单边行情, 中药板块的投资回归扎实基本面选股的正常态。

现阶段中药板块的基本面选股, 需要明确其商业模式的特质: 第一, 中药没有明确的放量预期, 很多中药具有 OTC 属性, 没有特别多的定量可预测数据, 同通用名竞品或者跨领域竞品均很多, 放量更多是依靠品牌力、渠道力及公司的执行力, 公司治理在

成长过程中起到很明显的作用。第二，中药板块出海难度比较高，且没有海外对标。因此中药板块多数情况下需要依靠扎实的国内放量带来经营拐点。

品牌影响力、销售能力、管理能力、执行力、企业家精神等软实力，可能是中药企业的核心竞争力，研发实力、创新能力等评价维度的权重相对化药企业有所淡化，因此中药板块的长期机会来自于“执行力”对“品牌力”的加持从而带来的长期稳健成长。中期维度关注政策层面的积极影响（基药等），短期维度关注个股层面阶段性治理改善等。立足投资端，我们建议寻找一些具品牌力、稳健增长、低估值、高分红的公司做左侧布局，向上可享受政策预期等带来的估值提升，向下可享受业绩增长和分红带来的相对确定性收益。

4.6 医疗服务：经营质量和消费复苏预期

医疗服务板块走势在过去长达 5 年的时间基本都是在靠市场风格拉动，企业基本面并没有发生太大的变化。

图表83：申万医疗服务指数和申万医药指数走势比较



资料来源：Wind，国联证券研究所

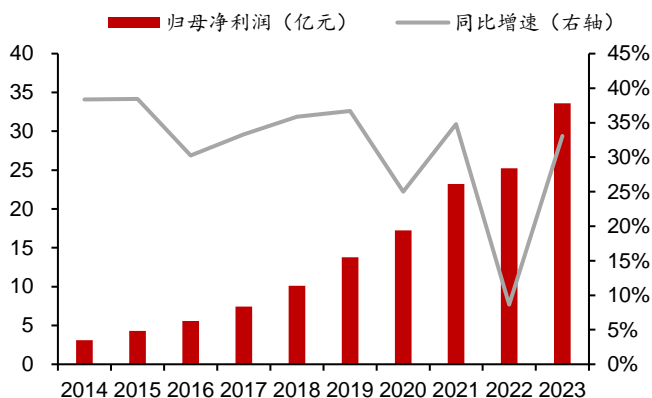
2019 年年初至今的近 6 年的时间，医疗服务板块经历一轮明显的过山车行情。

1) 2019–2021 年：集采使得医药投资向政策免疫资产倾斜，消费医疗、CXO 等成为投资者的避险资产；与此同时，资产管理行业大扩容，机构重仓股估值拉升。机构医药资产配置在总量和结构上的双重影响，使得消费医疗龙头公司估值有明显泡沫。

2) 2021 年至今：盈亏同源，高估值不持续，消费预期降低，代表性公司估值下降。

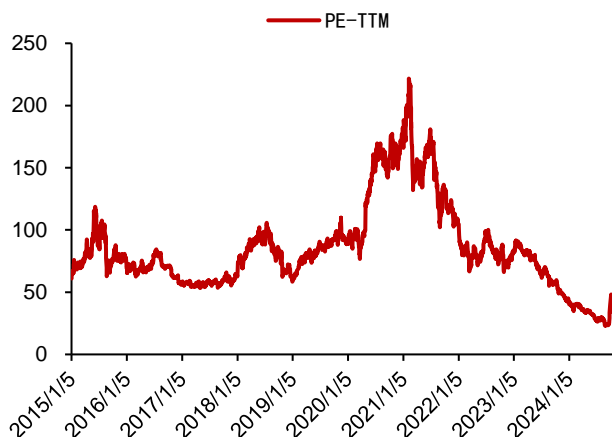
由于这一轮周期时间较长、趋势性较强、峰谷差异明显，使得市场风格、情绪、资金等非基本面因素始终是股价走势的决定性力量，传统的基本面分析框架失效，股票价格长期脱离价值本身。展望未来，经过了这一轮比较漫长的资本市场周期，靠信念和预期来投资消费医疗赛道的时期已经过去，未来或许会回归基本面选股的本质。长期看经营质量，短期看消费复苏及政策预期。

图表84：2014-2023年爱尔眼科归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表85：2015年以来爱尔眼科PE-TTM（倍）



资料来源：Wind，国联证券研究所

回归产业趋势，中国民营医疗服务潜在的成长空间广阔，鼓励社会资本办医将会是长期的政策趋势。不过，虽然由“药”到“医”或是未来趋势，但民营医疗服务在中国并不是一个特别容易成功的商业模式：首先，公立医院有天然公信力，民营医疗机构无论是在医生招聘和患者认可度上，都任重道远；其次，国内整体的医药发展现状及公立医院的公益属性，使得公立医院本身都难以盈利，更何况民营医院。

从药店比价等可以看出来，未来医疗产品和服务的定价或许会倾向于无套利，民营医疗服务很难通过差异化定价赚取超额收益，只能在经营效率上攻坚。从历史复盘发现，民营医院这个赛道在资本市场上研究了十几年，无论是专科还是综合，真正能跑通的公司寥寥无几。成功没有行业的必然性，赢家有一个共同特征“管理出效益”。粗放经营管理模式下的快速扩张，隐藏着较大的风险，与公司管理能力相匹配的扩张速度才最为健康。连锁型医疗服务对于企业家精神、公司治理、内部管理的要求极高。

除了医疗服务的长期选股思路之外，短期不排除有预期修复和估值修复的空间。消费医疗与宏观经济形势的相关性较高，2024年以来消费医疗整体面临一定压力，出现消费降级的现象，特别是客单价压力较大。随着后续宏观环境边际改善，内需提振，

有望迎来业绩和估值的双重修复。

图表86：消费医疗服务上市公司经营情况

证券代码	证券简称	2024Q1-3 收入 (亿元)	2024Q1-3 收入增速	2024Q3 收入 (亿元)	2024Q3 收入增速	2024Q1-3 归母净利润 (亿元)	2024Q1-3 归母净利润增速	2024Q3 归母净利润 (亿元)	2024Q3 归母净利润增速
300015.SZ	爱尔眼科	163.02	1.58%	57.56	-0.68%	34.52	8.50%	14.02	-4.56%
301267.SZ	华夏眼科	31.82	2.55%	11.31	2.00%	4.21	-24.49%	1.55	-23.35%
301239.SZ	普瑞眼科	21.37	-1.36%	7.16	-9.11%	0.16	-95.01%	-0.27	-133.31%
301103.SZ	何氏眼科	8.65	-8.40%	2.80	-13.32%	0.16	-83.53%	-0.08	-136.50%
002524.SZ	光正眼科	6.99	-15.49%	2.17	-22.66%	-0.21	-299.40%	-0.22	-519.53%
002044.SZ	美年健康	71.41	-1.96%	29.35	3.63%	0.25	-88.96%	2.40	10.33%
600763.SH	通策医疗	22.33	2.21%	8.23	0.05%	4.98	-2.63%	1.88	-9.10%

资料来源：Wind，国联证券研究所

医疗服务板块短期建议关注消费复苏预期对整个消费医疗板块的估值修复，长期建议关注执行力强、管理高效、具备可复制性扩张能力的公司。

4.7 医药零售：集中度提升和处方外流

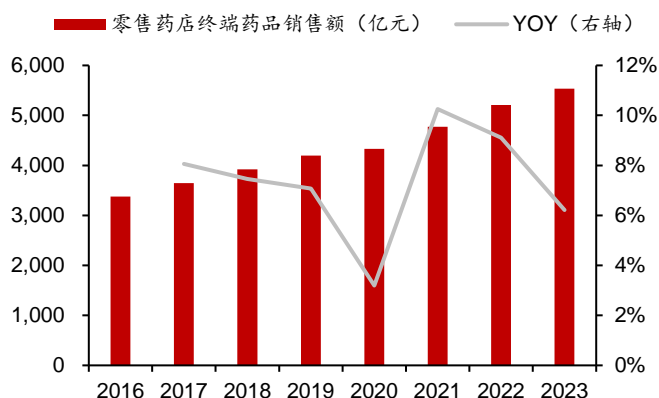
短期扰动和长期逻辑的矛盾是药房板块的一直以来的主要特点：

短期：过去很长一段时间，药房板块在短期维度评估中会面临较大不确定性，不同时期存在不同的负面信息干扰，盗刷医保卡严查、保健品下架、资本入局造成收购市场估值泡沫、互联网的降维打击、四类药销售限制、个人账户取消、对接统筹、药品比价等等。

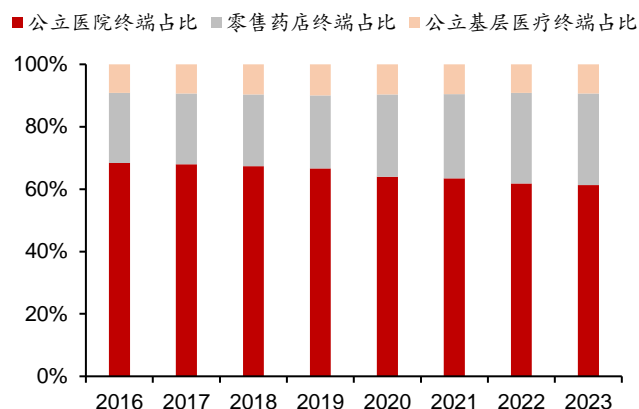
长期：处方外流和集中度提升依然是药房发展的长期逻辑，过程中的阻碍实际上是药房板块实现长逻辑的成长助力。

首先，处方外流是大势所趋。针对医院处方流出，国家陆续推出药品零加成、药占比考核、电子处方等措施，降低医院保留处方的意愿，并明确医疗机构不得限制处方外流；针对零售药店处方流入，定点零售药店纳入门诊统筹管理、取消“医保两定”资格审查、药店分级分类等政策都有利于零售药店更好地承接外流处方，从而实现院内处方流向零售药店。处方外流的大趋势下，零售药店销售额持续增长，终端销售占比不断提升。根据米内网数据，我国零售药店药品销售额由2016年3,375亿元增长至2023年5,533亿元，CAGR为7.3%，零售药店终端销售占比由2016年的22.5%提升

至 2023 年的 29.3%，而公立医院终端销售占比从 2016 年的 68.4% 逐步下降至 2023 年的 61.3%，处方外流持续推进。

图表 87：2016-2023 年我国零售药店药品销售额（亿元）


资料来源：米内网，国联证券研究所

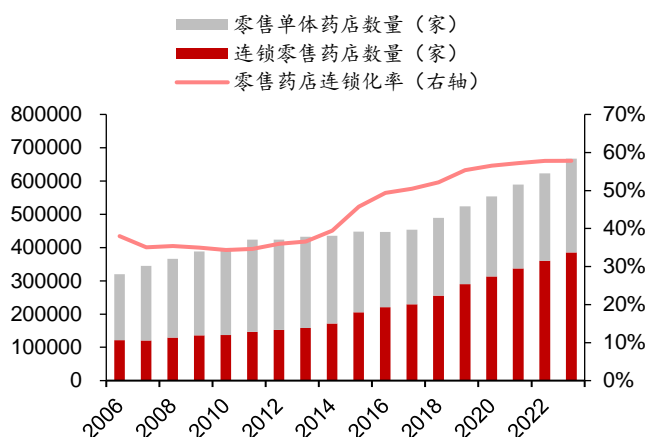
图表 88：2016-2023 年我国药品终端销售结构


资料来源：米内网，国联证券研究所

药房承接医院外流的处方，意味着其主要付款方由此前的自费和个人账户变为了医保统筹账户，从相对宽松的监管状态切换到需要严格监管的状态，从这个意义来讲，对药房的一切严格管理都是为了以后更合规的承接外流的处方做铺垫。

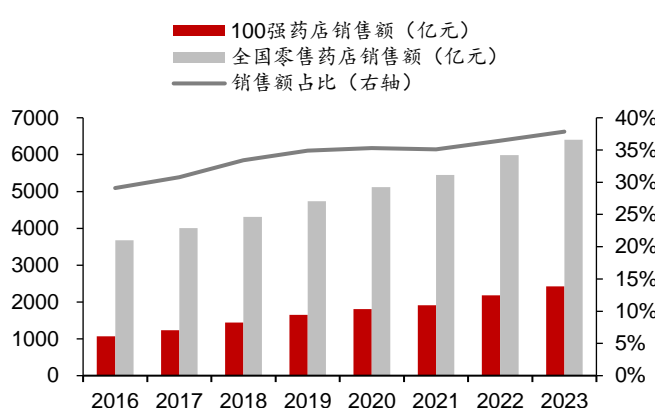
其次是集中度提升的逻辑，收购是药房实现快速扩张的主要手段之一，严监管对于行业内所有药房都是一视同仁，相比之下上市药房的经营会更加规范，小药房的影响会更大，这有助于上市药房的低成本快速扩张。2024 年以来，由于外部环境的变化，许多经营效率较低的中小药店面临较大困境，出清倒闭的事件时有发生。从历史数据看，2006-2023 年我国零售药店的连锁化率从 38% 提升至 58%，同时 2023 年药品零售百强企业销售市占率提升至 38%，6 年增长了 9 个百分点，行业连锁化率和市场集中度得到了较大提升，未来连锁化率有望进一步提升。

图表89：2006-2023年我国零售药店连锁化率



资料来源：国家药监局，商务部，iFind，国联证券研究所

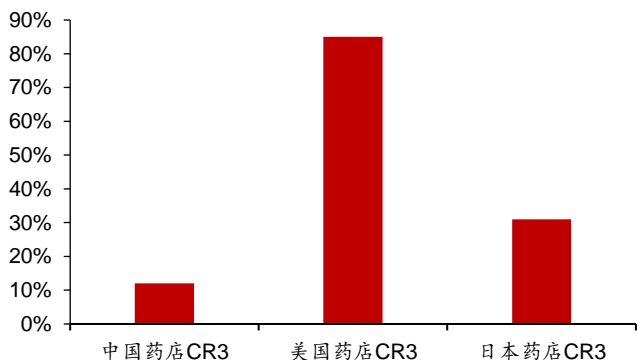
图表90：2016-2023年我国百强药店销售市占率



资料来源：国家药监局，商务部，iFind，国联证券研究所

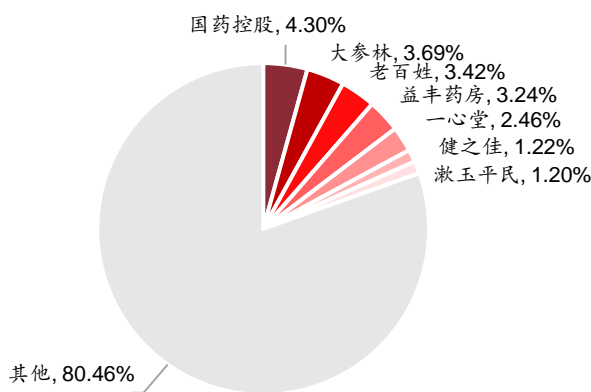
对比发达国家零售药店竞争格局，我国零售药店行业集中度仍有较大提升空间。根据运联智库数据，2022年美国TOP 3药店的市占率约为85%，日本TOP 3药店的市占率约为31%，而我国TOP 3药店的市占率仅为12%，行业集中度与美国和日本存在较大差距，尚有较大提升空间。根据商务部数据，2022年国大药房、大参林、老百姓、益丰药房、一心堂分列我国前五大零售药店，合计市占率约为17%。

图表91：2022年各国零售药店行业集中度对比



资料来源：运联智库，商务部，国联证券研究所

图表92：2022年中国零售药店行业竞争格局



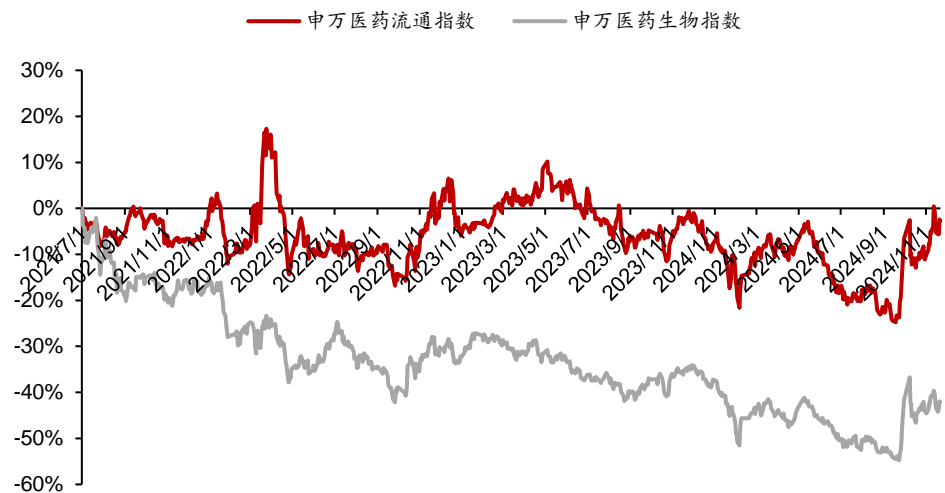
资料来源：运联智库，商务部，国联证券研究所

药房的商业模式导致了不同药房的同质化程度较高，开店、收购扩张过程中精细化管理能力带来的滚雪球效应是优质连锁药房脱颖而出的关键，行业严监管更加彰显公司管理能力、执行力的重要性，长期关注管理能力，短期兼顾估值。

4.8 医药批发：跨区域扩张和盈利模式升级

医药批发属于医药细分板块中相对比较稳健的细分，增速不会特别快，但同时下行风险不大。医药投资可以分为总量投资和结构投资，总量投资是赚行业平均增速的钱，老龄化背景下医疗开支增速有望高于 GDP 增速，医药行业整体增速快于平均值，因此医药行业的预期收益率可能会高于全行业平均值。结构投资即寻找医药板块相对增速更快的细分产业和标的。

图表93：2021年7月至今申万医药生物指数和医药流通指数涨跌幅对比



资料来源：Wind，国联证券研究所

医药投资向来是重结构、轻总量，大多数情况下结构投资的效果优于总量。但在特定情况下，比如医改宏观调控下，暂时无法准确判断结构性机会，总量投资或许能提供相对确定的收益。医药批发板块是总量驱动逻辑，无论内部结构因医改发生怎样的变化，预期收益率相对固定。因此，从长期来看，医药批发板块的投资定位是医药投资内部的资产平衡器，预期收益率与行业平均增速接近，适合在逆风环境或者政策风格不明朗的情况下做均衡配置。

从产业基本面趋势来看，医药批发行业未来主要有横向扩张和纵向盈利模式升级的两大成长方向。横向扩张上，医药流通行业的商业模式具备较强的规模效应，天然适合跨区域扩张，相比于美国三大批发商的高市占率，国内龙头商业公司的市占率仍然较低，存在集中度提升的潜力；纵向挖掘上，医药批发行业的下游是医院，具备与下游医院产业链相关度较高的优势，在医院供应链管理、GPO 等业态上有盈利模式升级的机会。

医改等实现了医药板块利益再分配，COVID-19 等也影响了医药投资的外部环境，许多医药细分产业的成长逻辑存在不确定性，医药商业板块凸显了防御价值，在 2021

年 7 月以来流通指数相对于申万医药指数有较为明显的超额收益。当前时点医药批发代表性公司的 PE 估值均在 10 倍左右，1 倍左右 PEG，估值合理，建议选择综合实力较强的全国性和区域性商业龙头择优布局。

图表94：部分批发公司盈利预测和估值比较

证券简称	市值 (亿元)	预测营业收入 (亿元)			预测净利润 (亿元)			PE 估值 (倍)		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
上海医药	724	2821	3087	3387	50	56	64	14.3	12.8	11.4
九州通	276	1580	1717	1879	23	26	30	11.9	10.5	9.3
国药股份	273	523	566	607	22	24	26	12.3	11.4	10.5
国药一致	161	769	821	864	15	16	17	11.1	10.1	9.3
百洋医药	147	82	92	104	8	11	13	17.4	13.9	11.1
润达医疗	119	100	113	127	3	5	6	34.2	24.8	19.3
重药控股	99	821	911	1006	7	8	10	15.0	12.5	10.0
柳药集团	76	218	239	261	9	10	12	8.2	7.3	6.4

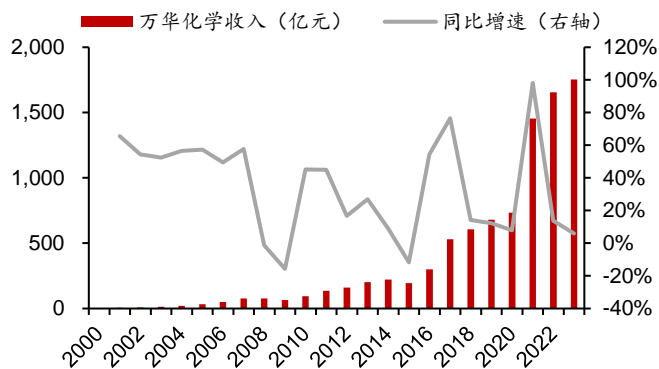
资料来源：Wind，国联证券研究所，日期为 20241121，盈利预测来自 wind 一致预期，选取标准综合考虑市值排序和是否有 wind 一致预期

4.9 原料药：从价格导向到需求导向

原料药板块的投资，要实现思维方式的切换，关键词从“供给分析&周期&价格”回归“需求分析&成长&销量”。传统周期股的分析框架中“价格”因素权重较大，期望通过产能、成本、供给、库存、价格等分析，抓住产业格局剧变的投资机会。这种分析框架在原料药分析中不能完全适用，核心原因是医药板块的周期性不明显，价格、成本、供给格局的变化弹性没有其他产业大。

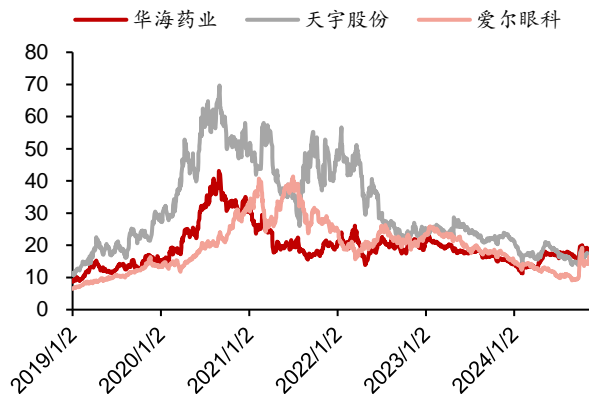
高成长性医药板块最核心的特点，选股逻辑需抓住“周期成长股”而非“传统周期股”，避免纯价格变化的零和博弈。从长远来看，真正的周期牛股并不仅仅是价格博弈，万华化学过去 24 年收入成长了近 600 倍，体现出强劲的成长性。原料药近年来最明显的一次产业格局变化带来的周期性机会来自于“缬沙坦杂质”事件，但我们事后去复盘，无论是受益的天宇股份、还是受损的华海药业、还是不相关的白马股爱尔眼科，股价总体走势基本一致，并没有我们想象中的 α 机会。

图表95：2000-2023年万华化学营业收入（亿元）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表96：2019年至今华海药业、天宇股份、爱尔眼科股价对比（元）



资料来源：Wind，国联证券研究所，日期为 20241121

综上所述，原料药板块建议回归需求端选股，把握下游需求端高速增长的细分产业，如之前的新冠产业链，当下的 GLP-1 产业链、细胞治疗和基因治疗产业链等。

5. 医药投资细节方法论的讨论

5.1 低回报率时代下医药资产回报平均化

结构性老龄化、医保收支压力、医改等只是影响医药投资的一部分原因，隐藏在这些原因背后的，是“医药资产回报属性”的变化。医药二级市场投资，或许并不是投资医药指数或者一揽子医药股去获取平均值的收益率，而是投资最好的细分赛道上最好的公司，因此，大多数公司的生存状态不影响投资回报率，只要我们选出来的优秀的公司足够稳定即可。

我们简单举个比较通俗易懂的案例。假设行业一共只有 A、B、C 三家公司，按照这三家公司的状态可以分成以下几种不同的投资情形：第一种情形，A 公司增长很快，B 公司不增长，C 公司负增长，三家公司合计收入增速在 10%；第二种情形，A、B、C 三家公司都正增长，但速度均不快，每一家公司增速都在 10%；第三种情形，A 公司今年增长很快，B 公司明年增长很快，C 公司后年增长很快，三家公司平均复合增速 10%。

图表97：A、B、C 三种资产属性

	第一年	第二年	第三年	复合增速
第一种情况				
A 公司	30%	30%	30%	30%
B 公司	0%	0%	0%	0%

C 公司	-20%	-20%	-20%	-20%
第二种情况				
A 公司	10%	10%	10%	10%
B 公司	10%	10%	10%	10%
C 公司	10%	10%	10%	10%
第三种情况				
A 公司	30%	0%	0%	10%
B 公司	0%	30%	0%	10%
C 公司	0%	0%	30%	10%

资料来源：国联证券研究所整理

以上的三种情形，如果从行业整体发展状况的角度，整体增速都在 10%，没有区别；但具体到投资端，差异却非常大。第一种情形下，投资回报率很高，因为我们可以只投资 A 公司，享受复合 30% 的预期回报率；第二种情况下，投资回报率降低，选股的效率也在降低，无论怎么选也只有 10% 收益率，如果投资者对投资标的的预期回报率在 10% 以上，那这个板块就无法满足回报率要求；第三种情况下，如果组合投资打包买入 A、B、C 的话，合计预期收益率 10%，并且从基础原理上来讲，A、B、C 三个公司除了产品放量节奏不同之外，其他条件均相同，DCF 估值应该接近一致，差距主要体现在折现率。

通过上面的例子，我们可以非常清晰的知道在后集采时代的医药投资难点，即“医药资产的回报属性”或从“第一种情形”向“第二种情形”和“第三种情形”切换，这种切换虽然看起来不影响总体收益率（对应到医保总额在增长），但是会带来投资端选股效率的大幅降低，二级市场投资标的质地差异在大幅缩小。我们在前文中多次提到的一个判断是医保总额控费的大背景下或难以产生重磅单品，单品的销售峰值体现出平均化的特征，说的就是这个问题。在这一轮医改之前，优质医药股体现出明显的强者恒强的特征，公司靠着一两个大单品就能维持较好的经营状态，即便是仿制药也可以凭借销售优势保持长期的竞争力、无须担心专利悬崖的风险。

资产回报率平均化，或许是在医改和医保之外，医药投资困境的最核心的原因之一。

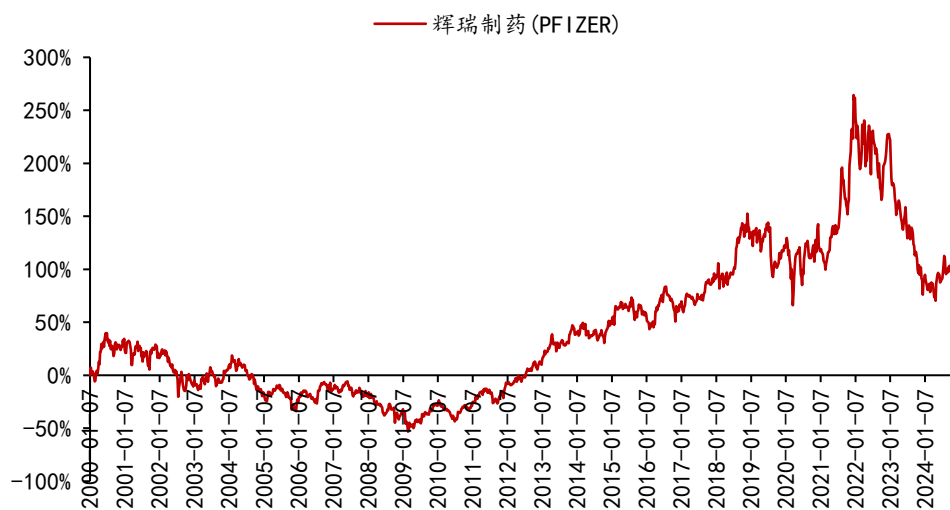
5.2 脉冲式产品销售曲线的评估

在 2018 年以前，A 股的医药投资体现为极致的线性外推的思维框架，一个大单品可以维持 20 年以上两位数稳定增长速度，以恒瑞医药、云南白药为代表的医药龙头公司增长极为稳定，投资端体现出明显的复利的力量。这一轮医改打破了原有的“永续增长”的商业模式，随着集采和谈判的常态化，单品的生命周期大幅缩短，开始像海

外专利悬崖一样有了明显的“集采悬崖”或者“竞争悬崖”，二级市场投资可能不再像以前一样可以用长周期的视野来线性外推，很多品种的生命周期缩短到 5 年，前两年放量导入期高速增长，第 3-5 年达峰，第 6 年品种开始集采或者同通用名竞品开始集采。对于这种 5 年生命周期的产品，投资端相比之前会更难一点，前 2 年导入期放量不确定，3-5 年开始担心未来的集采而不能用线性 PEG 方式估值，投资窗口期或被压缩。

仿制药和医疗器械不受专利悬崖影响，在我国人口基数大的背景下渗透率逐步提升，是此前医药板块最成功的商业模式之一，这种模式随着集采的常态化变为了过去式，未来投资需要适应单品生命周期缩短的新常态。以前医药股商业模式分析中弱化峰值销售概念，近两年在做创新药 DCF 估值的时候才被重视，实际上海外的医药投资早已经习惯了这种非线性成长曲线，比如曾经的全球市值最大的医药股辉瑞，股价随着新冠疫苗和小分子药物的周期也走过了一轮过山车。

图表98：2000年以来辉瑞制药股价涨跌幅



资料来源：Wind，国联证券研究所 截至 2024 年 11 月 29 日

回到脉冲式放量曲线的投资方法上，即我们在上一节讨论的“第三种情形”，面对 A 公司今年快、B 公司明年快、C 公司后年快的情形，投资者的第一感觉就是在今年投资 A、明年投资 B、后年投资 C，看起来比较简单直接，实际上更像是趋势投资。对于这类投资机会的把握其实很简单，虽然不能像以前一样用 PE 或者 PEG 来衡量，但非常适合用 DCF 的估值方式，虽然三个公司的放量节奏不一样，但这种不同并不影响 DCF 的基本估值思路。

5.3 期权式投资机会的评估

价值投资和趋势投资在某种程度上是对立的，价值投资者会避免受到阶段性趋势的干扰，专注于公司质地本身，而无需过分关注短期的非基本面扰动，这种投资方式成为医药股长期价值投资的正确选择。然而，近几年医药投资似乎有越来越多的“趋势”影子，比如某公司，突然有一个创新药，还在早期临床，具备很大的不确定性，到底要不要投资？特定公司讲一个重磅单品的故事或许是以前医药投资者亏损最大的来源，投资者往往会审慎对待一个重磅产品引发的“虚假”故事，专注于公司基础质地本身。但是，近年来的医改弱化了很多公司过往存量的竞争优势，公司不得不通过新产品的研发在寻求第二成长曲线，而产品临床研发的不确定性本身就是创新药投资最大的风险。因此，如果简单把所有不确定的早期临床实验都不纳入公司质地的评价，是不合理的。在以前我们可以完全不考虑，只考虑公司的基础业务，是因为公司的基础业务足够稳定、足够优质，单靠基础业务本身就可以维持公司的现有估值和未来的预期回报率，新业务无论成功与否都是锦上添花，而现如今存量业务估值缩水，很多公司的第二成长曲线很大程度上依赖于新产品的放量，公司价值的评估重心后置，投资者就不得不去评估新业务的价值。

给不确定性定价，而不是一味的躲避不确定性，是未来医药投资必须要面对的问题。这需要投资者用一个相对公正的方式去准确评估企业存量业务和增量业务的价值，对于增量业务按照实现概率赋予一定的权重，用类似期权定价的方式去估值。

5.4 回归商业模式的本质

商业模式分析是投资中很重要的一环，但是过往的医药投资中很少强调商业模式的重要性，核心是医药板块的商业模式较好，高增速、增长稳定、产品生命周期长、不需要太高的资本开支、估值框架稳定，使得医药板块的投资通常只需要简单看增速和估值的二维框架。

顺风期这种投资范式简单有效，成功率很高，但逆风期效果就会大打折扣。这种分析方式最大的问题就是投资一个公司最终的目标就是为了把公司卖出去，而不是按照股东思维去关注公司的成长细节，不需要关注资本开支、并购、分红等，举例来说，投资者通常认为用 30 倍 PE 买入 CAGR 30% 成长的公司，在未来的某年可能会按照 30 倍 PE 退出，从而实现年化 30% 的回报率。所以投资者只需要算能否有 30% 的复合增速，而并未考虑企业为了实现 30% 的增速所需要再投入的公司资源，也未考虑过程中公司可以给股东的现金回报。

在后集采时代，这种简单的投资范式大概率会失效，投资要回归商业模式的本质。首先，高增长时代过去，长周期高增速的公司不像以前那么多，期望收益率降低；第二，企业的成长呈现非线性的特征，当前的增速未来不一定能够持续，产品的价格、竞争格局会发生变化；第三，估值体系不再稳定，很难保证再以预定的估值水平实现退出。

因此，未来的医药投资，不再能仅仅靠“增速”和“估值”两个简单的二维指标去作为投资决策的要素，要用股东思维和视角去综合评估投资收益，不但考虑成长速度，也需要考虑股东回报、资本开支等。

简单举个例子，假设有 A、B、C 三个公司，预测期内收入增速均为 20%，净利润率均为 20%，三家公司的主要区别是资本开支占收入的比重，A 公司为 20%，B 公司为 10%，C 公司为 5%。假设预测期为 10 年，每年年底净利润超过资本开支的部分均分红，折现率 7%，初始收入 100 万元。则 A、B、C 公司每年现金回报的现值分别为是 0，165 万元，248 万元。现金流回报的差异很大，对应到第一年的净利润 A 和 C 公司的差值在 12.4 倍 PE。

图表99：不同资本开支对现金流折现影响的测算（单位万元）

年份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
A 公司（资本开支率 20%）										
收入	100	120	144	173	207	249	299	358	430	516
增速		20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
净利润率	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
净利润	20	24	29	35	41	50	60	72	86	103
资本开支	20	24	29	35	41	50	60	72	86	103
分红	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
分红现值	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
现金流现值合计	0									
B 公司（资本开支率 10%）										
收入	100	120	144	173	207	249	299	358	430	516
增速		20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
净利润率	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
净利润	20	24	29	35	41	50	60	72	86	103
资本开支	10	12	14	17	21	25	30	36	43	52
分红	10	12	14	17	21	25	30	36	43	52
分红现值	9	10	12	13	15	17	19	21	23	26
现金流现值合计	165									
C 公司（资本开支率 5%）										
收入	100	120	144	173	207	249	299	358	430	516

增速		20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
净利润率	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
净利润	20	24	29	35	41	50	60	72	86	103
资本开支	5	6	7	9	10	12	15	18	21	26
分红	15	18	22	26	31	37	45	54	64	77
分红现值	14	16	18	20	22	25	28	31	35	39
现金流现值合计										248

资料来源：国联证券研究所整理

在集采以前的医药产业环境中，商业模式的影响并不是特别大，同样是上面的例子，第 10 年净利润 103 万元，如果退出 PE 为 20 倍，对应终值为 2060 万元，终值的现值为 1049 万元，A 公司合计估值 1049 万元，B 公司合计估值 1214 万元，C 公司合计估值 1297 万元，A 和 C 差异仅 24%。核心原因有两个，第一是增速非常稳定，每年 20% 增速维持 10 年，10 年后利润体量变为 5 倍，第二是退出估值稳定，第 10 年以 20 倍 PE 退出，这两个条件使得终值在 DCF 估值中的占比较高，期间分红在 DCF 估值中占比较低。但在集采后商业模式发生了变化，一是公司很难保持长期且稳定的高速增长，二是退出时的估值环境不再可控，那么期间分红现金流在 DCF 估值中占比就提高很多，极端情况下不考虑终值变化，现金流现值的差异会很大。

后集采时代，医药板块整体增速换挡，预期回报率降低，投资需要从过去只看表观增速回归商业模式研究的本质。

6. 投资建议

6.1 中长期维度：顺医改脉络和趋势，抓医药增量和存量

结构性老龄化背景下的医改方向，是影响医药产业格局的重要因素，未来的医药投资需要顺应产业趋势和脉络，投资具备医药板块时代特征的压舱石公司。具体而言，医药板块增量成长型机会需要抓住医保、自费和出海三大支付方，在各个细分赛道中选择能够快速获得医保资源、具备医疗消费升级潜力和有出海能力的公司；医药板块存量结构型机会需要沿着由药到医、由产品到服务、由进口到国产、由辅助到刚需、由仿制到创新、由渠道到工业的利益再分配的方向，选择在后医改时代产业链新的资源富集点，享受医改后的资源再分配红利。

基于我们的分析和判断，医药主要赛道未来中长期维度的产业趋势和投资脉络总结如下：

传统药企：传统药企关注存量集采风险出清后的成功转型，国内业务实现由单一大品种“猛虎战虎”向多品种“群狼战术”的切换，海外业务进入兑现期，这其中高执行力、高周转率和具备高质量出海能力的企业有望脱颖而出。传统药企的中期选股逻辑要兼顾四个要点，存量风险出清或可测（集采风险）、综合执行力强（体系化的研发执行力和销售执行力）、估值&增速&分红相互匹配、向上有增长潜力（如出海）。

Biotech：biotech 出海进入 2.0 时代，实现从出海到高质量出海战略升级，寻找能够用自己的方式深度参与到全球创新药产业链竞争、并在其中发挥主要作用的公司，享受产品层面的海外定价和公司层面的海外估值体系。

医疗器械：后集采时代器械单一产品路线容错率较低，板块的中长期成长空间来自于平台化和国际化带来的第二成长曲线，关注产品线丰富、品牌和渠道优势强、执行力强、具备企业家精神的平台型器械公司。

CXO：CXO 板块回归医药基础制造业和服务业的本质，或难再享受估值溢价，成长速度迎来后新冠时代的增速换挡新常态。淡化短期中美关系的影响，关注中期维度下游创新药的产业周期复苏。

中药：中药板块从系统性 β 机会回归精选个股，寻找具有品牌力、稳健增长、低估值、高分红的公司做左侧布局，向上可享受政策预期等带来的估值提升，向下可获得由业绩增长和分红带来的稳定回报。

医疗服务：长期建议关注执行力强、管理高效、具备可复制性扩张能力的公司。“管理出效益”或是连锁型医疗服务的制胜之道，同时建议关注消费复苏预期对整个消费医疗板块的估值修复潜力。

医药商业：药品零售的商业模式导致了不同药房的同质化程度较高，开店、收购扩张过程中精细化管理能力带来的滚雪球效应是优质连锁药房脱颖而出的关键，行业逆风背景下更加彰显公司管理能力、执行力的重要性，长期关注管理能力并兼顾估值。药品批发板块等待估值修复的机会。

原料药：把握“需求端”有长期驱动力的原料药细分，淡化周期性的博弈，比如 GLP-1 产业链、细胞治疗和基因治疗产业链等。

近几年医药板块虽然股价回撤较多，投资端和产业端均面临一定的困境，但如果把关注点从结果分析放在过程分析的话，医药投资的过程反而比以前更加简单。清晰的医药行业发展趋势、明确的医改方向已经将医药投资的标准答案限定在一个相对比较

窄的范围内，投资者顺着这个逻辑和趋势选股容错率会更高，这也是我们在这个时点立足中长期趋势去思考医药产业逻辑的原因，希望在外部和政策的变化过程中，选择一些相对稳定的资产，做中长期投资布局。

投资建议：具体的中长期选股主线和标的，可以参考以下几个主线。第一，传统药企的战略转型，建议关注恒瑞医药、科伦药业、华东医药、贝达药业等；第二，器械的平台化和国际化，建议关注迈瑞医疗、联影医疗等；第三，CXO 的需求复苏和估值修复，建议关注药明康德、药明合联等。第四，优质连锁型医疗服务模式的高质量扩张，药房、眼科、口腔、体检等，建议关注益丰药房等。

6.2 中短期维度：精选高质量出海和左侧资产估值修复

长周期逻辑的兑现需要时间，基于短周期的视角，展望 2025 年，我们认为有两条投资主线值得关注。

第一，高质量创新药出海。国内政策压力下，创新药出海是最具潜力的 α 投资机会，既符合主流价值观也不需要持续的基本面正反馈。随着创新药出海案例逐渐增多，投资者在标的选择上会更加谨慎，创新药出海的投资进入 2.0 时代，精选高质量的出海公司。创新药出海投资有两个类型，第一类是 Pharma 类，存量业务提供估值底，出海提供增量；第二类是 Biotech 类，没有存量业务兜底，但成长空间会更大。

第二，左侧资产估值修复预期。因为医改、消费预期、资本市场等多方面原因，过去几年医药板块下跌较多，积累了大批量的左侧资产，很多细分赛道的基本面和估值都处于历史底部区间。展望未来，随着医保总量的增长、老龄化提供长期需求空间、政策边际影响减弱、资本市场回暖等，部分细分赛道可能会迎来基本面复苏和估值修复的机会，建议关注以下几类：1、存量风险有限&估值适中&有向上变化的传统药企；2、集采风险出清&价格风险释放&享受量变化的器械，骨科、IVD 等；3、部分受到政策、预期等负面压制因素的赛道，未来的潜在压制因素有望逐渐淡化，回归基本面选股，包括 CXO、消费医疗&药房等。

建议关注标的：（字母顺序排序）艾德生物、贝达药业、东阿阿胶、恒瑞医药、华东医药、康方生物、科伦博泰、科伦药业、联影医疗、羚锐制药、迈瑞医疗、信达生物、药明康德、药明合联、益丰药房、怡和嘉业、鱼跃医疗等。

图表100：相关医药股梳理

股票代码	证券简称	股价	EPS			PE (X)			CAGR-3 (%)	PEG
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E		
300685.SZ	艾德生物	25.21	0.79	0.98	1.21	31.90	25.63	20.89	23.56	1.35
300558.SZ	贝达药业	54.77	1.13	1.57	2.06	48.52	34.83	26.65	34.92	1.39
000423.SZ	东阿阿胶	60.48	2.28	2.75	3.28	26.47	21.99	18.43	19.84	1.33
600276.SH	恒瑞医药	48.04	0.94	1.05	1.26	51.26	45.59	38.09	16.01	3.20
000963.SZ	华东医药	37.49	1.90	2.19	2.51	19.69	17.09	14.91	14.89	1.32
9926.HK	康方生物	65.90	-0.41	0.34	1.34	-160.26	192.52	49.13	-	-
6990.HK	科伦博泰生物-B	190.00	-2.04	-2.69	-1.25	-93.29	-70.62	-151.98	-	-
002422.SZ	科伦药业	32.31	1.87	2.13	2.44	17.27	15.19	13.26	14.10	1.22
688271.SH	联影医疗	139.03	2.17	2.82	3.50	64.16	49.36	39.75	27.04	2.37
600285.SH	羚锐制药	22.24	1.23	1.44	1.69	18.15	15.40	13.18	17.32	1.05
300760.SZ	迈瑞医疗	269.28	10.94	12.99	15.41	24.61	20.73	17.47	18.68	1.32
1801.HK	信达生物	38.10	-0.39	0.17	0.89	-97.62	223.72	42.64	-	-
603259.SH	药明康德	57.09	3.34	3.73	4.24	17.11	15.31	13.47	12.68	1.35
2268.HK	药明合联	31.35	0.64	0.92	1.26	49.17	34.21	24.84	40.70	1.21
603939.SH	益丰药房	25.18	1.31	1.55	1.83	19.23	16.24	13.74	18.31	1.05
301367.SZ	怡和嘉业	70.94	2.38	3.12	3.97	29.87	22.72	17.86	29.31	1.02
002223.SZ	鱼跃医疗	35.16	2.03	2.33	2.71	17.31	15.09	12.96	15.58	1.11

资料来源：wind，国联证券研究所整理，盈利预测为wind一致预期，单位为交易货币元，数据截至2024年12月12日

7. 风险提示

商业化销售不及预期。公司部分产品处于商业化早期阶段，需大量市场拓展和学术推广活动，若产品推广不利，可能出现销售不及预期。

临床进度或上市时间不及预期。如临床进度落后或CDE评审要求补充材料，可能会延后相关产品上市时间。

竞争格局恶化。市场内通常有多款与公司管线同类型药物处于研发阶段，未来存在竞争格局恶化可能。

地缘政治风险。地缘政治可能对公司海外业务造成影响。

汇率波动风险。对于海外业务占比较高的公司，汇率波动可能对公司汇兑损益造成影响。

估值风险。对于核心产品生命周期较短的公司，可能存在估值方法切换带来的风险。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将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。

法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼