

证券研究报告

2025年02月07日

行业报告：行业投资策略

医药生物行业2025年年度策略

政策拐点愈发明确，布局创新药+医疗设备+服务

作者：

分析师 杨松 SAC执业证书编号：S1110521020001

分析师 张雪 SAC执业证书编号：S1110521020004

分析师 李慧瑶 SAC执业证书编号：S1110522080004

分析师 曹文清 SAC执业证书编号：S1110523120003

联系人 张中华



行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要：医药政策拐点明确，关注创新药和底部方向

动态更新：

1) 政策：医保政策明确提出“**赋能经济发展**”，创新药是政策明确鼓励和支持的方向。2) 行业：整体就诊处于平稳增长态势，次均费用下降已在部分区域观察到企稳态势。3) 产业：产品竞争力显著提升，更多公司嵌入全球医药产业链。

投资策略：

1) 整体板块调整相对较为充分。反腐常态化下，行业有望逐步进入正常阶段。从行业比较来看，医药行业更多的优势在于“人口老龄化加深+需求品质升级”带来长期投资机会，我们认为医药的相对优势已较为明显。

2) 以策略思维选股，关注创新药械和超跌龙头。关注：1) 创新（药品+器械）：竞争格局好或具备显著优势的产品，尤其是具备全球销售潜力的产品；**港股/科创小市值biotech公司经历过上一轮泡沫大多超跌，经过这1-2年内部在研产品的创新迭代，陆续涌现出具有国际竞争力的品种，估值回升。**2) 超跌龙头：**资产负债表健康，经营业绩有改善预期的细分行业龙头，例如一些偏消费的龙头。**

建议关注（按先后顺序）：

- （一）创新药：百济神州-U、迪哲医药-U、泽璟制药-U、康方生物（H）、科伦博泰生物-B（H）、云顶新耀-B（H）
- （二）**展望2025**：济川药业、华东医药、药明康德、亿帆医药、联影医疗、爱尔眼科、国际医学
- （三）业绩驱动：爱博医疗、海思科、艾力斯、特宝生物、惠泰医疗
- （四）弹性个股：**港股弹性biotech（和铂医药-B（H）、科济药业-B（H）、来凯医药-B（H）等）、**益方生物-U、科兴制药、欧林生物

风险提示：政策波动的风险，个别公司业绩不及预期，市场震荡风险，个别公司研发进度不及预期

目录

01

医药行业动态

02

医药定期数据分析

03

医药投资策略

1

医药行业动态

2025年关键医药政策梳理

商业健康险

医保局大力推动商业健康险发展，政策支持、管理服务全面赋能，给行业带来增量

三明医改

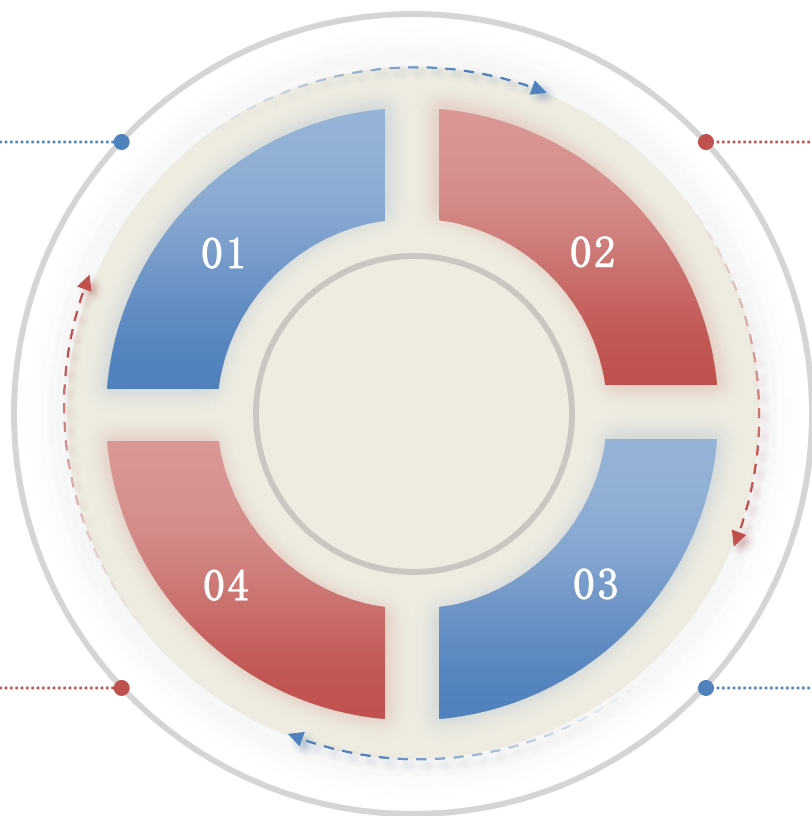
新一届卫健委管理层能否推动三明全面铺开？

DRG全面铺开

DRG对于行业的影响日趋显性化，后续全面铺开以后如何影响行业发展

药品价格管理改革

创新药、带量采购未中选产品、零售药店价格管理如何落地



资料来源：国家医保局官网，天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

政策动态：医保局未来核心重点工作梳理

2024年11月22日上午，国家医疗保障局党组理论学习中心组围绕学习贯彻《习近平关于健康中国论述摘编》开展集体学习研讨。

会议要求，要立足医疗保障改革发展实际，把学习贯彻习近平总书记重要论述同高质量完成医疗保障重点工作任务紧密结合起来，一体部署、一体推动、一体落实，以学习贯彻的实际成效推动医疗保障事业高质量发展。

- 要聚焦呵护“小的”、照顾“老的”、保障“病的”、支持“新的”、打击“假的”，
- 完善“1+3+N”的多层次医疗保障体系，
- 常态化制度化开展医药集中采购，
- 系统谋划长期护理保险制度建设，
- 深化医药价格管理，
- **健全支持创新药发展机制，**
- 推动基本医疗保险省级统筹，
- 完善大病保险和医疗救助制度，
- 完善生育支持政策体系，
- 加强医保基金监管，
- 优化医保公共服务，
- 落实异地就医结算，
- 做实医保基金预付制度，
- 探索构建以直接结算、即时结算、同步结算为基础的医保科学结算体系，
- 积极赋能医药卫生事业，服务保障宏观经济发展大局，为全面推进健康中国建设贡献医保力量。

政策动态：国家卫生健康委举办推广三明医改经验培训班（20241120）

- 11月19日，国家卫生健康委在福建三明举办推广三明医改经验培训班，深入贯彻落实党的二十届三中全会精神，进一步深化医药卫生体制改革。国家卫生健康委党组书记、主任雷海潮出席并讲话。
- 雷海潮指出，三明医改坚定落实党中央决策部署，坚持医疗卫生事业公益性，坚持党委领导、政府协调、部门协同，因地制宜推动改革不断迭代升级，推陈出新，经得起历史、实践与理论检验。深化医改要坚决贯彻落实二十届三中全会精神，加强党对医改工作的全面领导，切实落实地方党委政府推进医改的主体责任，促进医疗、医保、医药协同发展和治理；各级卫生健康行政部门要勇于担当、善于统筹、勤于协同，增强改革政策和行动取向一致性；要深化以公益性为导向的公立医院改革，站稳人民立场，增强群众获得感；**要不断完善财政补助政策，化解债务**；要动态调整医院编制，改进价格管理，完善薪酬制度改革，调动积极性，促进规范服务；要以基层为重点，预防为主，加快建设分级诊疗体系；要严格加强行业监管，综合运用规划、巡查、飞行检查、病例核查、审计、统计等手段，强化穿透式监管和信息化监管，使医疗服务合规，医药费用变化与经济社会发展相协调。
- 雷海潮强调，50个公立医院改革与高质量发展示范城市以及14所高质量发展试点医院、12个基层卫生综合试验区等要勇于担当，发挥示范带动作用。各省要以地市为单元，以实实在在的行动深入贯彻落实三中全会精神，认真推广三明医改经验，立体化动态推进改革取得成效。

政策梳理： “1+3+N” 多层次医疗保障体系

- 我们认为医保局大力支持发展商业健康保险，核心出发点是构建 “1+3+N” 多层次医疗保障体系，属于战略性方向，是推动发展商保的源动力。
- “1” 指的是构建以全国统一的医保信息平台 and 医保大数据为核心的医保基础设施及服务能力；
- “3” 指的是完善基本医疗保险、大病保险、医疗救助三重梯次减负的基本医疗保障制度体系；
- “N” 指的是引导支持商业健康保险、慈善捐赠、医疗互助、工会职工互助等其他保障力量发挥作用。

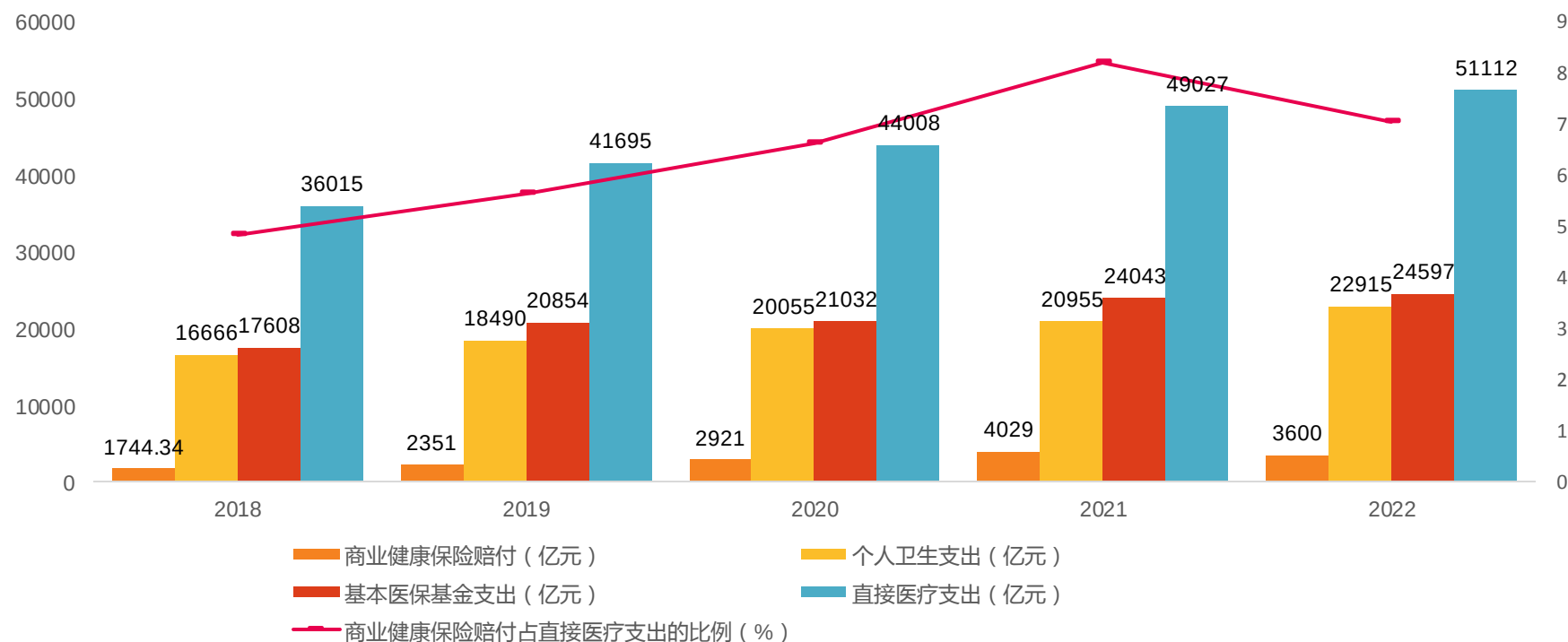
多层次医疗保障体系制度框架				
其他多层次保障	慈善捐赠			
	企业医疗互助			
	商业健康险：包括企业补充医疗险和个人医疗险			
基本医疗保障	补充医疗保险	居民大病医疗保险	职工大额医疗保险	公务员医疗补充
	主体基本医疗保险	托底医疗救助		

资料来源：东乡县医保微信公众号，天风证券研究所

商业健康险赔付为降低个人卫生支出占比提供较好抓手

- 2022 年，商业健康保险赔款支出为 3600 亿元，占直接医疗支出的 7%。我们认为商业健康保险发展水平不高，潜力较大，可成为降低个人卫生支出比例的重要选择。（注：直接医疗支出为用于药品、医疗产品与服务的直接支出，包括基本医疗保险基金支出、个人卫生支出以及商业健康险赔付）

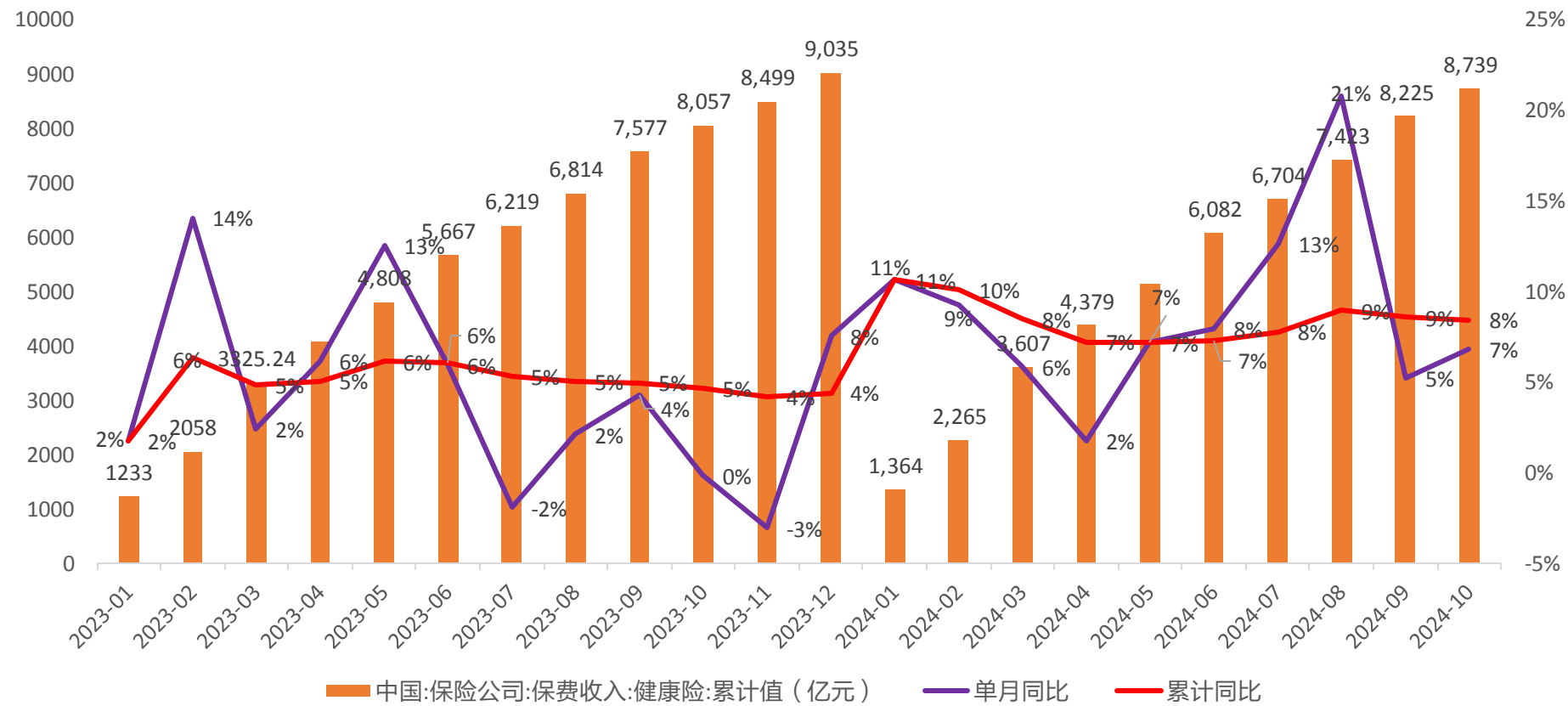
图：商业健康保险赔付占直接医疗支出的比例



资料来源：《商业健康险与医药协同创新模式研究报告》，天风证券研究所

商业健康险24年1-10月保费累计收入8739亿元，同比+8%

2013-2023年，中国健康险保费收入规模从1123亿元迅速增长至9035亿元，年均复合增长率达23.2%。其中2022年全国健康险保费收入8653亿元，赔付支出3600亿元，赔付比例为41.6%。2023年，全国健康险保费收入9035亿元，同比+4.4%。2024年1-10月，全国商业健康险保费累计收入8739亿元，同比+8%。

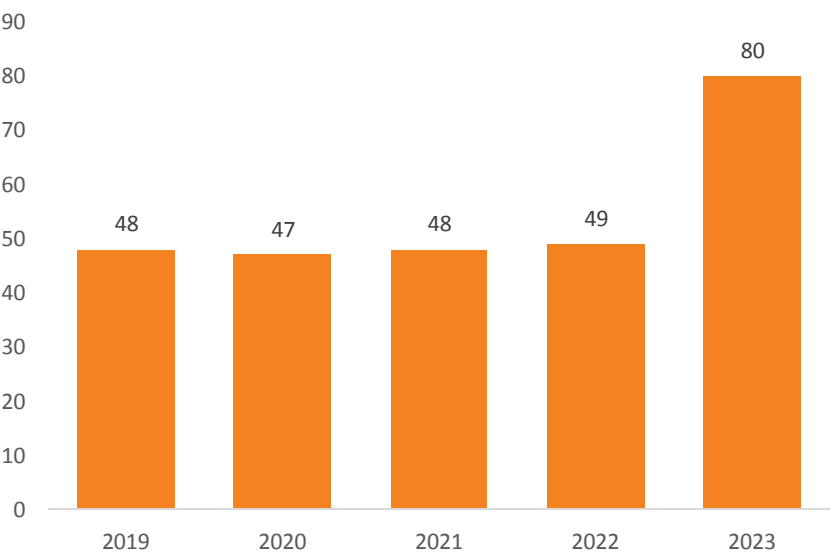


资料来源：Wind，天风证券研究所

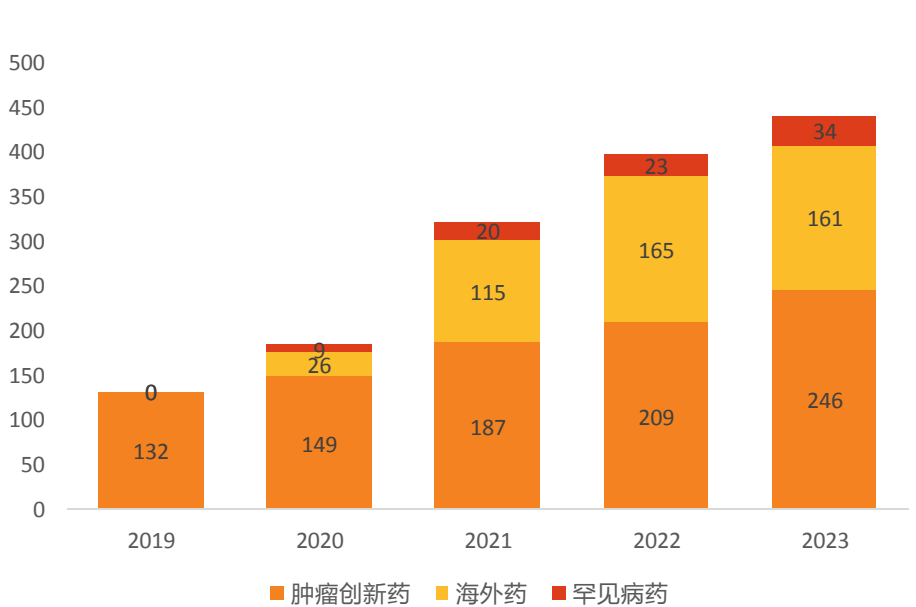
商业健康险对特药、创新药的纳入力度加大，国产创新药占主导地位

□ 我们认为商业医疗险中新特药的重要性逐渐提升。2023 年起主流的百万医疗险产品当中，超过 70% 产品中创新药都成为了主体责任的一部分。商业医疗保险中，创新药纳入的绝对数量自2019 年起呈现稳步上升趋势。截至2023 年，共纳入 441 种药品。其中，国内上市的肿瘤创新药占据主导地位，2023 年纳入 246 种，占比达到 56%；同时，海外药品的纳入数量也逐渐增加，2020 年仅有26种海外药纳入，2023 年已达161种。

图：2019-2023年商业医疗保险平均纳入药品数量（国内上市特药，种）



图：2019-2023年商业医疗保险药品纳入绝对数量及种类（种）

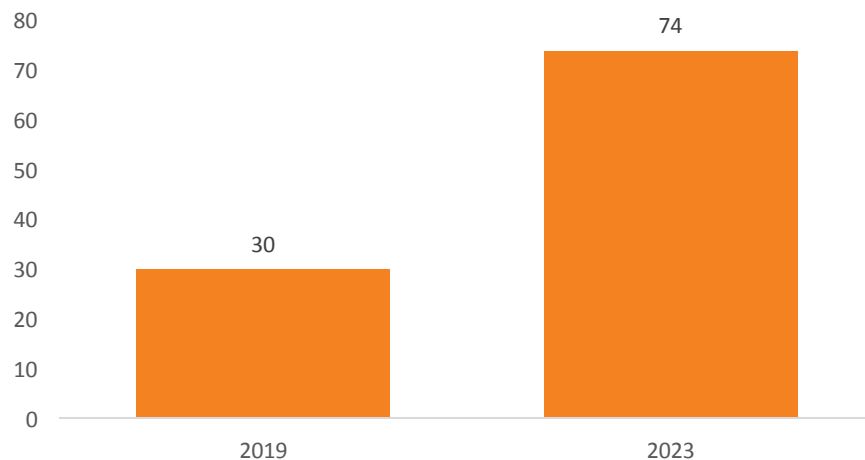


资料来源：镁信健康官网，《中国商业健康险创新药支付白皮书》，天风证券研究所

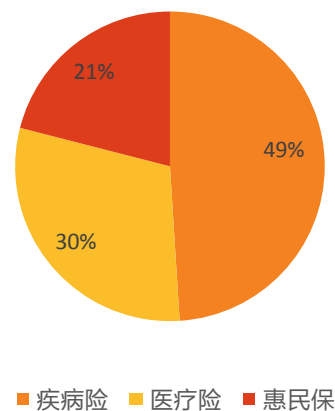
商业健康险对创新药赔付74亿元，占创新药市场规模5.3%，有较大提升空间

- 2023年创新药市场规模约1400亿元，其中商业健康险对创新药的支付总额约74亿元，占创新药市场规模的5.3%，其中对肿瘤药的支付约占市场规模的约9%。相较于2019年，商业健康险对创新药的总体支付规模年复合增长率为25%。
- 对肿瘤创新药，商保支付占比从2019年的6%上升至约9%，支持力度较大。相较于2019年，近几年带病体可保的惠民保异军突起、百万医疗险特药责任的普及，填补了院外创新药保障的空白，使得商保在肿瘤创新药领域快速发展。
- 对非肿瘤创新药，近年部分产品通过调低院内责任免赔额来提高获赔率，非肿瘤创新药一定程度上也有受益。但由于院外自费特药责任中对非肿瘤创新药的整体纳入较为有限，因此非肿瘤药品的商保整体赔付较低。

图：商业健康险的创新药赔付总额估算（亿元）



图：2023年各险种特药支付比例估算

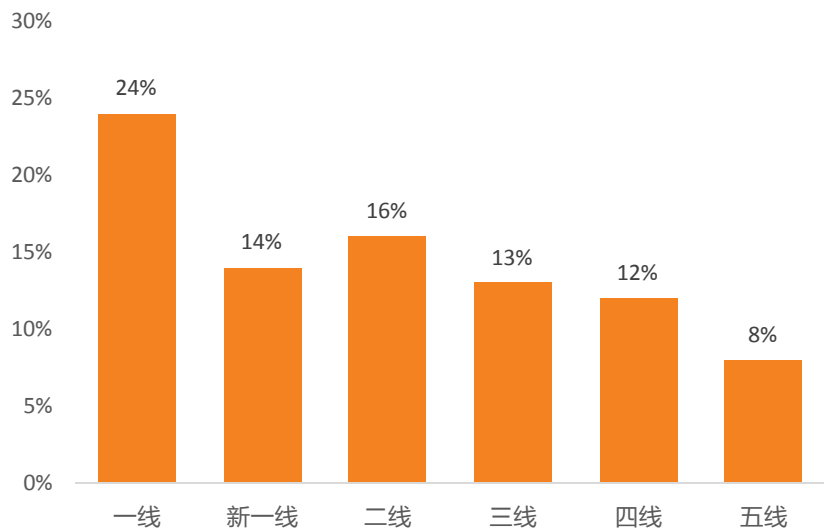


资料来源：镁信健康官网，《中国商业健康险创新药支付白皮书》，天风证券研究所，注：商业医疗险主要以百万医疗和特药险为主

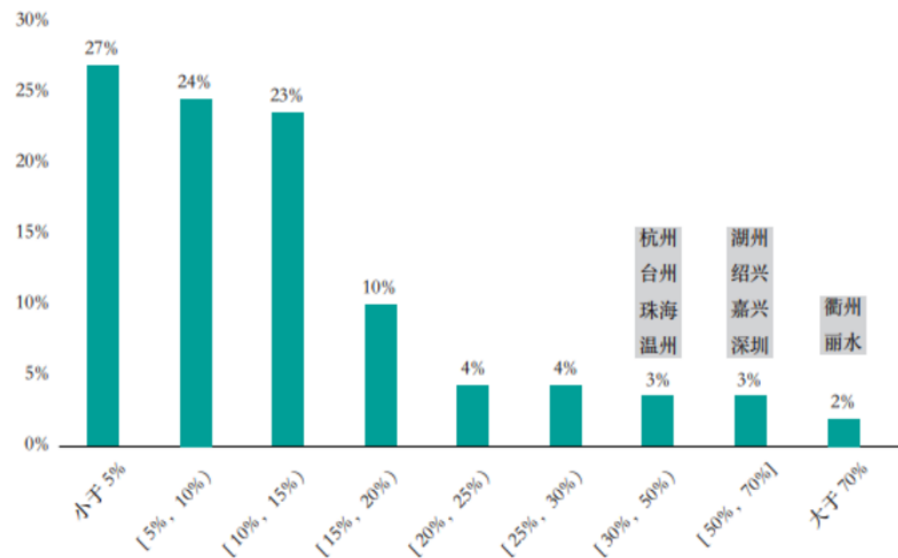
按30%参保率计算，惠民保有望带来250亿/年的医疗支出增量

- 剔除省级项目后，整体2022年惠民保平均参保率为15.3%，与2021年基本持平。2022年参保率中位数在5%~10%。平均参保率随城市级别的降低而降低，省级项目的参保率低于地市级。
- 我们认为惠民保具有普惠金融属性，当地政府参与度较高，因此后续推进使用医保个人账户资金购买惠民保比普通商业保险更容易。根据我们测算，若按全国30%的参保率计算，有约3亿潜在购买人群待挖掘，按120块/人/年计算，有望带来360亿的保费收入增量，按赔付率70%计算，每年有望带来约250亿的赔付支出增量。

图：各城市线平均参保率情况（%）

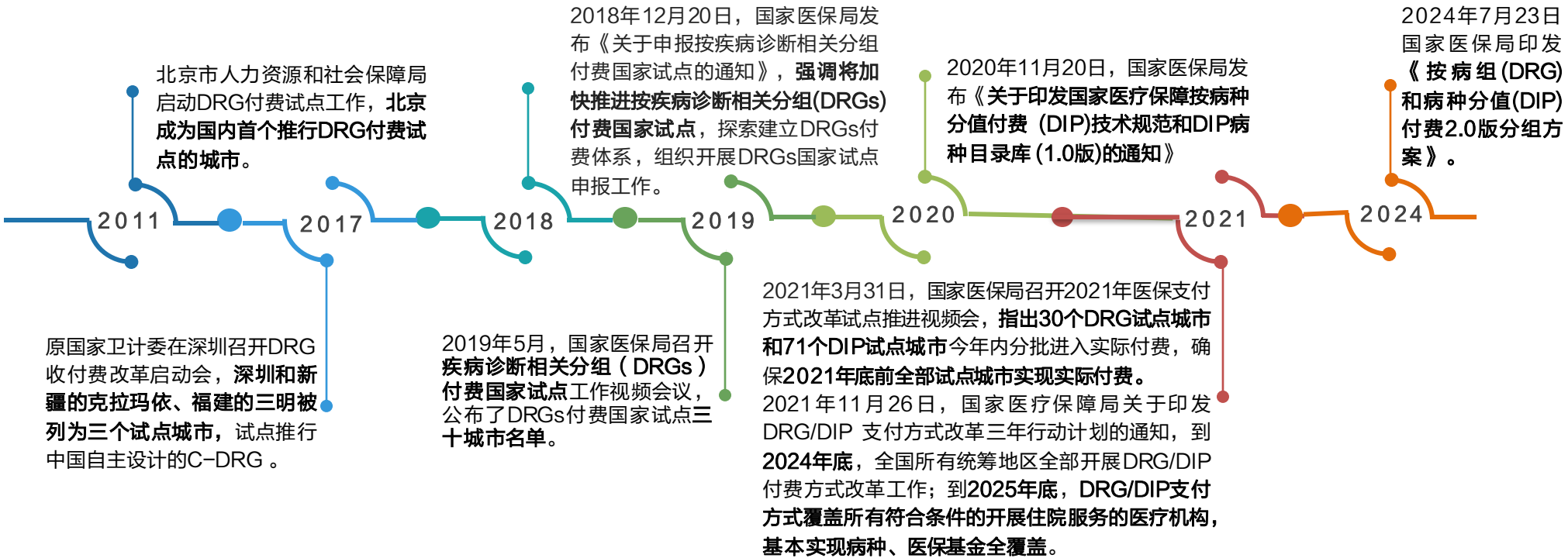
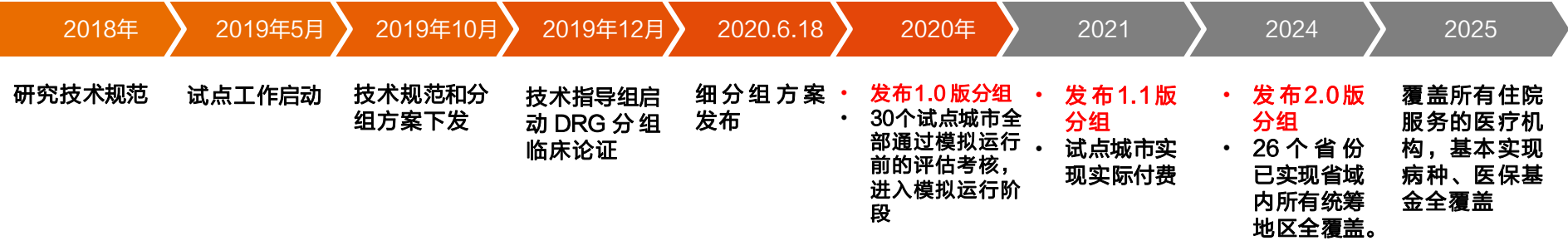


图：2022年惠民保产品参保率分布（%）



资料来源：中再寿险微信公众号，《惠民保的内涵、现状及可持续发展》，天风证券研究所

DRG/DIP支付改革回顾：多年探索，成效初步显现

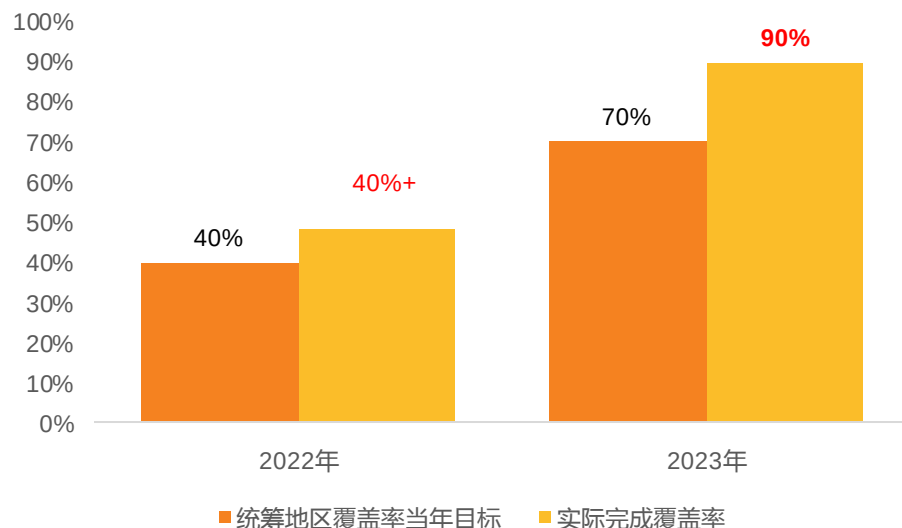


资料来源：国家医保局，国家医保DRG付费技术指导组公众号，中国经济网，广东省人民政府官网，中国政府网，天风证券研究所

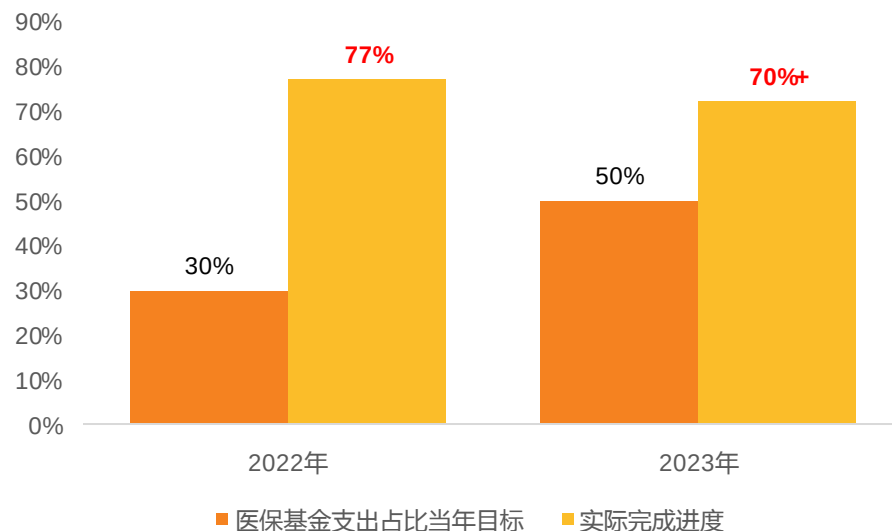
DRG/DIP改革推进卓有成效、2023年已超额完成覆盖90%统筹地区

- ❑ **统筹地区覆盖进度超预期：**截至2023年底，全国九成以上统筹地区开展了按病组和病种分值（DRG/DIP）付费，其中开展DRG付费的城市190个，开展DIP付费的城市192个，天津、上海两个直辖市DRG和DIP并行付费。26个省已实现统筹地区全覆盖。
- ❑ **统筹地区分项目标执行进度超预期：**2022年按DRG/DIP付费的医保基金支出占统筹地区内医保基金住院支出比例达到77%。在已经启动改革的统筹地区，2023年按DRG/DIP付费医保基金支出占统筹地区内住院医保基金超过70%。

图：2022-2023年统筹地区覆盖进度



图：2022-2023年DRG/DIP付费医保基金支出占统筹地区医保基金住院支出比例目标完成情况



资料来源：国家医保局，国家医保局微信公众号、新华网，天风证券研究所

DRG 2.0版本：鼓励创新，重视临床需求

- ❑ 聚焦重点学科，回应临床关切。 2024年7月调整后的2.0版DRG分组，包括核心分组409组（较之前增加33组）、细分组634组（较之前增加6组），重点调整了临床意见集中的13个学科，细化了资源消耗较高的分组。2.0版DIP分组，包括核心病种9520种，能够覆盖95%以上的出院病例。
- ❑ 2.0版分组方案中大篇幅介绍多种配套机制重点体现医保支付为医疗机构赋能，推动医疗、医保、医药协同发展和治理。1）协商谈判机制 2）特例单议机制（原则上不超过DRG出院总病例的5%或DIP出院总病例的5‰） 3）结余留用机制 4）意见收集机制 5）预付金制度（医保部门可根据基金结余情况，向定点医疗机构预付1个月左右的预付金，帮助其缓解运行压力） 6）建立医保数据工作组。

图：病组(DRG)和病种分值(DIP)付费2.0版分组更贴近实际临床需求

	DRG 1.0	DRG 1.1	DRG 2.0
发布时间	2020 年 6 月	2021 年5月	2024 年7月
核心分组（ADRG）	376	376	409
细分组（DRGs）	618	628	634
核心分组分类	167个外科手术操作组、22个非手术室操作组及187个内科诊断组		
	235个外科手术操作组、34个非手术室操作组及359个内科诊断组		
	251个外科手术组、57个非手术室操作组及326个内科诊疗组		

	DIP 1.0	DIP 2.0
发布时间	2020 年10月	2024 年7月
国家核心病种目录	11553	9520
分组变化	减少了2033组，集中度得以提升，调整3471组，其中因相关手术进行调整558组	

资料来源：国家医保局，中国政府网，中国医疗保障微信公众号等，天风证券研究所

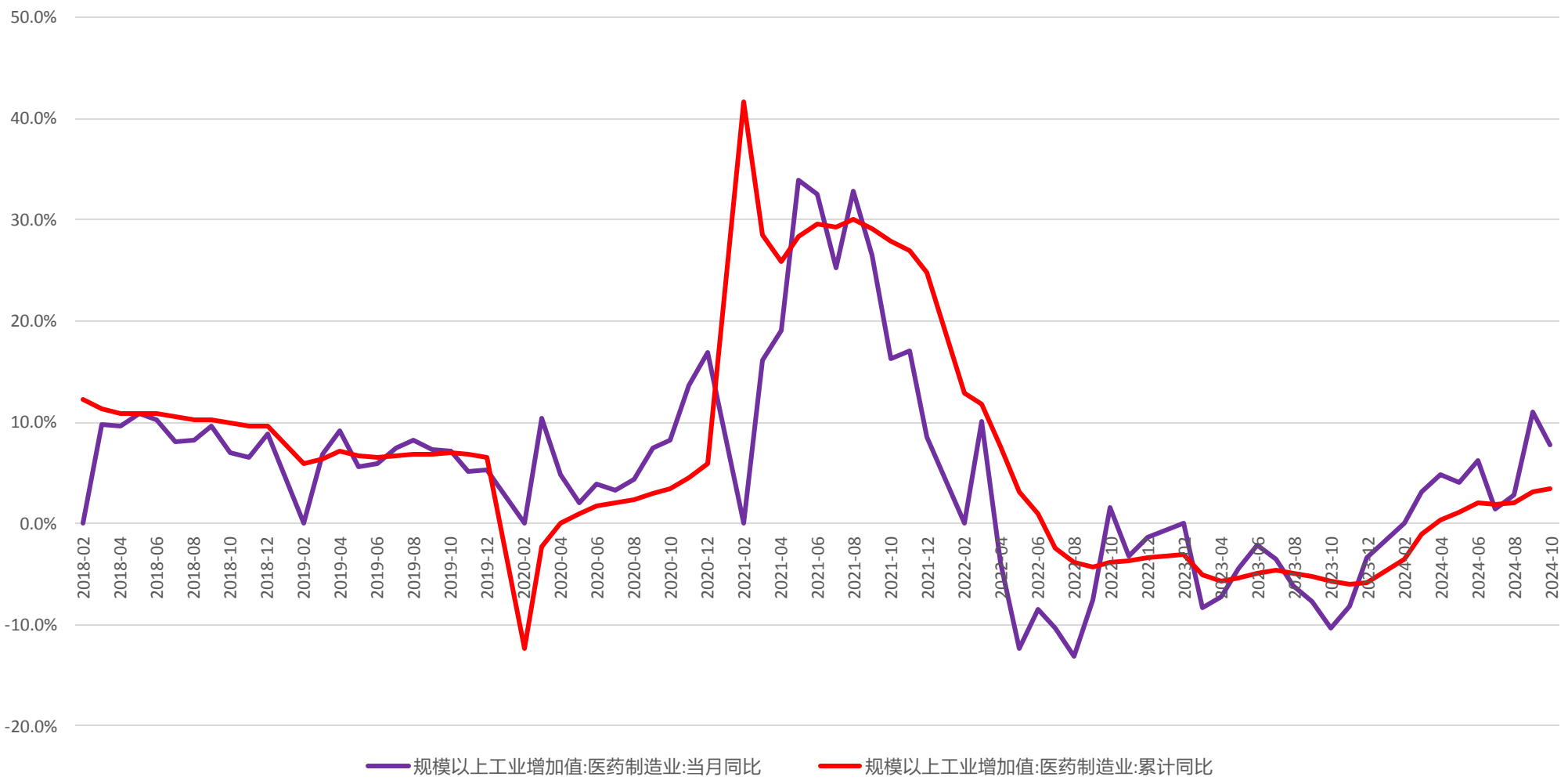


2

医药定期数据分析

月度规模以上医药工业增加值(更新至10月)

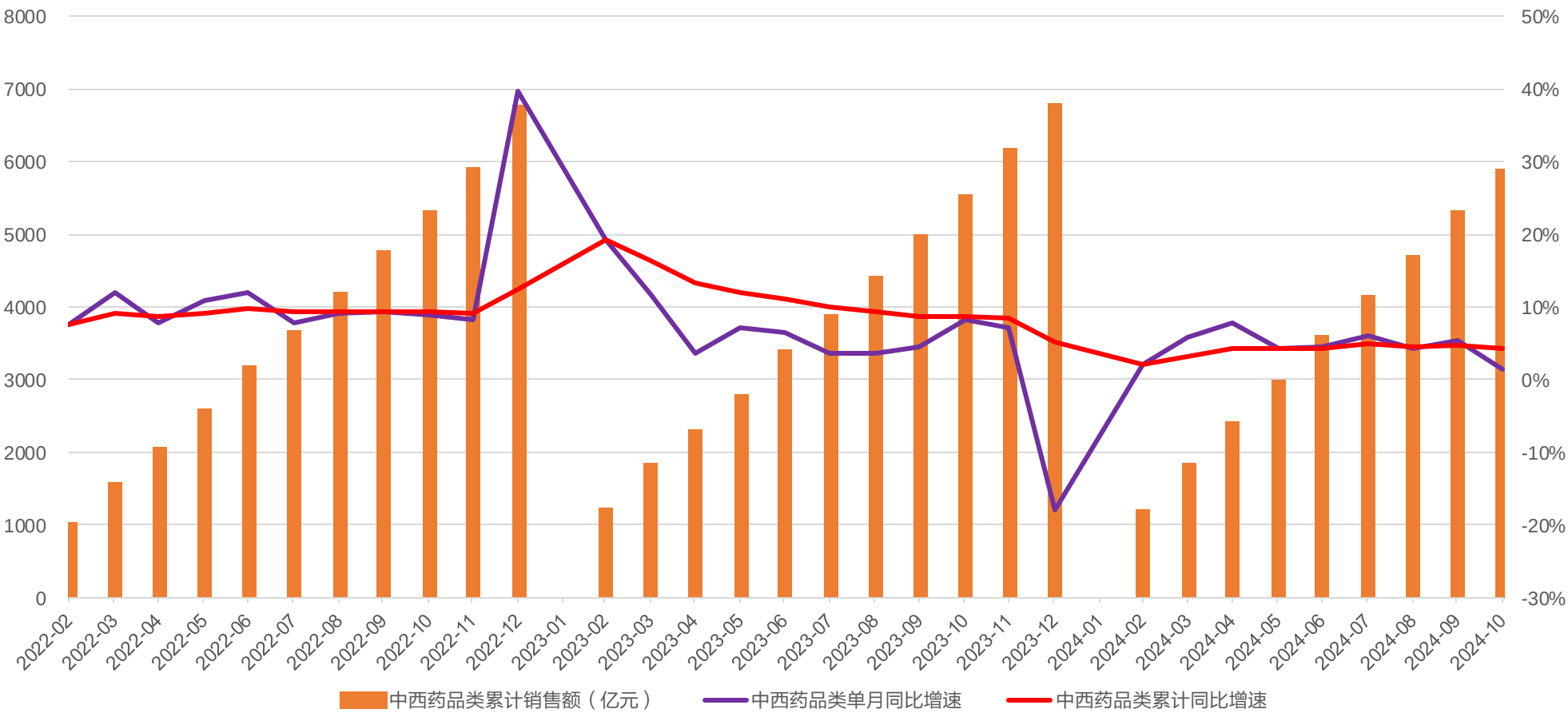
规模以上医药工业增加值：1-10月累计同比3.5%，10月单月同比7.8%。



资料来源：WIND，天风证券研究所

月度中西药品类销售收入（更新至2024年10月）

社会消费品零售总额中西药品类销售：1-10月收入5815亿，同比增长4.3%，10月单月收入583亿，同比增长1.4%。



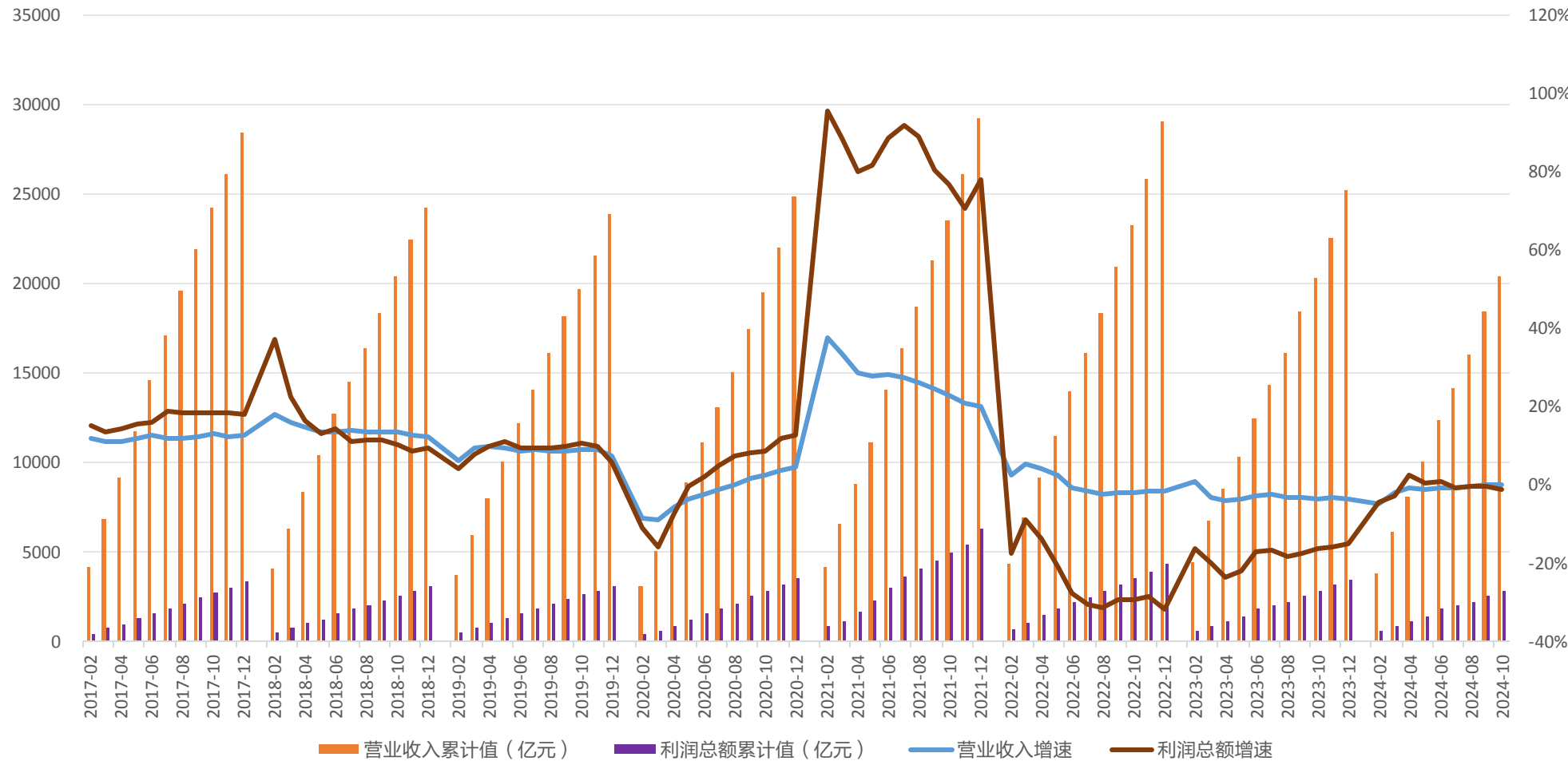
资料来源：WIND，统计微讯公众号，天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

月度医药制造业收入利润数据（更新至2024年10月）

医药制造业：2024年1-10月营业收入2.04万亿，增长0.1%，利润2786亿，下滑1.3%

图：全国规模以上工业企业-医药制造业收入利润情况（单位：亿元）



资料来源：WIND，国家统计局官网，天风证券研究所

部分省份医疗机构诊疗情况动态更新

整体来看，①2024年1-10月份总诊疗人次、出院人次及手术人次保持增长态势，②重庆单10月就诊人次同比增速提升，广西、天津单10月份诊疗人次增速降低，③2024年1-10月份出院病人人均医药费、药品费呈现较大幅度下滑态势。

区域	指标	2023年	同比增速	2024年1-6月	同比增速	2024年1-10月	同比增速	单10月	同比增速
四川	总诊疗人次（亿）	4.2	6.8%	2.2	8.3%	-	-	-	-
重庆	总诊疗人次（亿）	2.2	9.2%	1.1	7.7%	1.77	7.2%	0.19	12.1%
广西	总诊疗人次（亿）	2.1	-0.7%	1.2	11.5%	2.06	7.9%	0.2	0.49%
天津	总诊疗人次（亿）	0.9	16.6%	0.5	7.2%	0.88	6.9%	0.09	1.63%
四川	总出院人次（万）	2260.0	31.4%	1230.5	-0.4%	-	-	-	-
重庆	总出院人次（万）	837.5	15.0%	449.9	5.5%	708.4	2.44%	63.3	-4.36%
广西	总出院人次（万）	1176.0	16.5%	711.1	12.5%	1153.3	8.4%	104.21	-2.84%
天津	总出院人次（万）	197.5	31.2%	117.3	12.8%	195.3	9.89%	18.57	5.62%
重庆	手术人次（万）	386.5	9.9%	219.2	6.2%	367.1	4.5%	36.3	9.12%
重庆	出院病人人均费用（元）	10117.1	-5.5%	9741.3	-9.6%	9817.88	-7.1%	9704.93	0.96%
重庆	出院病人人均药费（元）	2155.3	-2.7%	1840.1	-20.0%	1843.02	-19.2%	1778.9	-3.31%
广西	出院病人人均费用（元）	6790.30	-5.09%	6306.53	-8.81%	6355.15	-6.8%	6409.2	-1.43%
广西	出院病人人均药费（元）	1417.35	-7.86%	1198.20	-20.5%	1170.81	-17.4%	1127.64	3.76%
广西	门诊次均费用（元）	222.55	8.43%	213.04	-4.35%	217.79	-2.3%	222.41	2.2%
广西	门诊次均药费（元）	79.34	10.16%	76.47	-4.29%	76.57	-3.5%	75.62	-2.1%

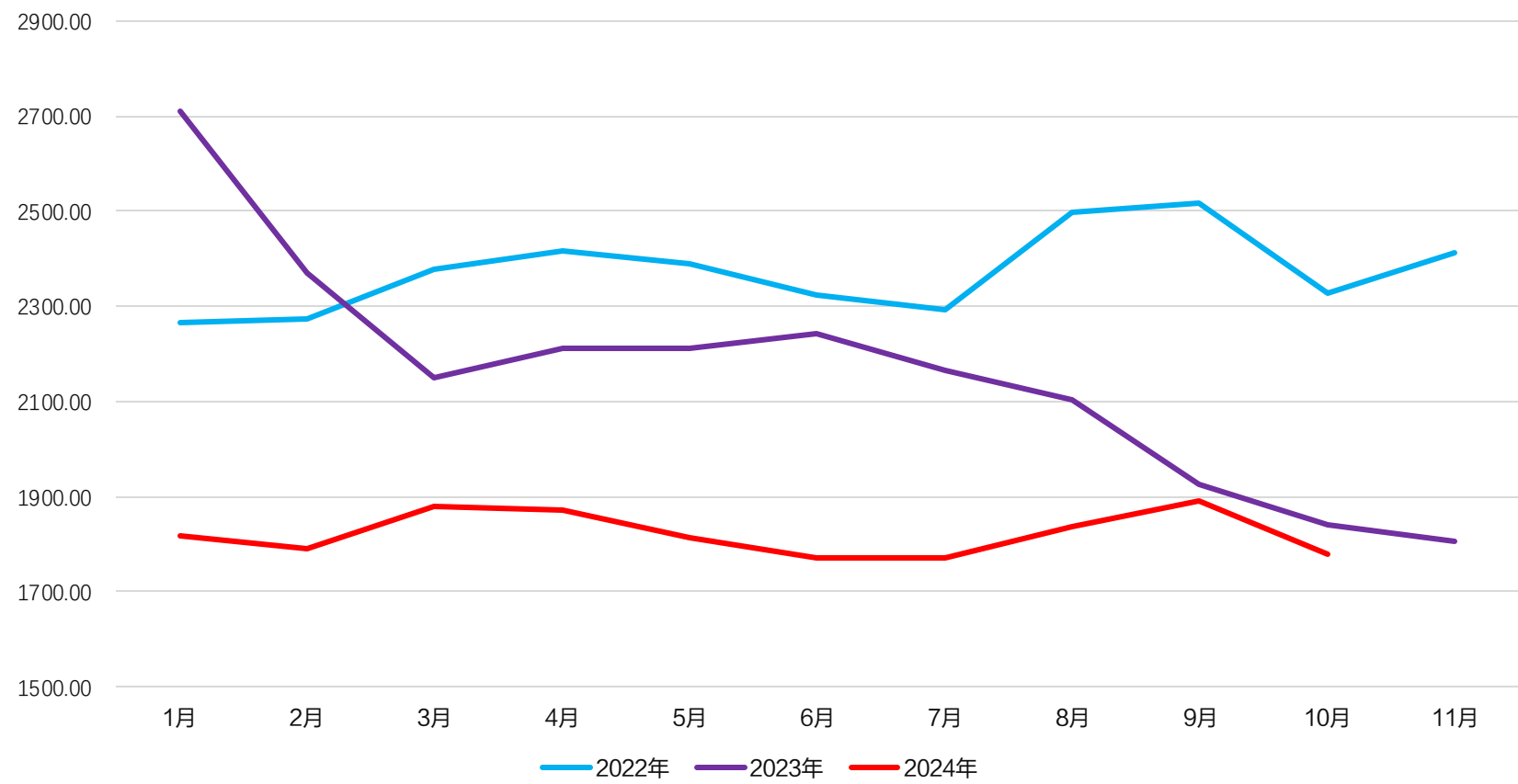
备注：2023年四川省常住人口8368万人，重庆3191.43万人，广西5027万人，天津1364万人。表格中2023年重庆、广西、天津中总诊疗人次、出院人次、重庆总手术人次数据均截止于当年11月底。

资料来源：四川卫健委，广西卫健委，重庆卫健委，天津卫健委，百度行业数据中心，天风证券研究所

月度重庆出院病人人均药费逐年下降（更新到2024年10月）

从医疗机构出院病人人均药费来看，重庆2024年人均药费同比下降-3.31%(从2023年8月开始出院病人人均药费已经下降较多)。

图：月度重庆出院病人人均药费（元）

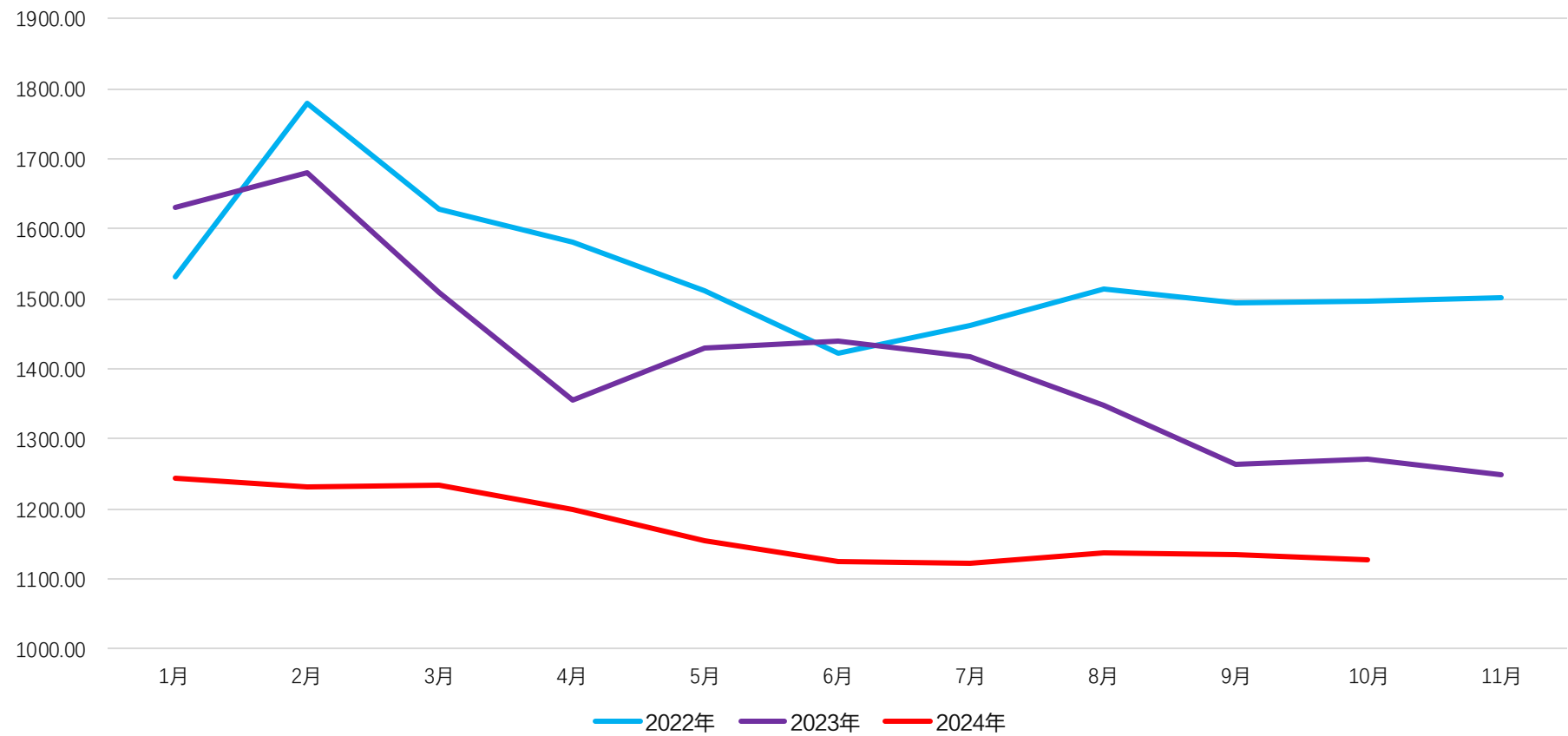


资料来源：重庆卫健委，天风证券研究所

月度广西医院就诊情况：出院病人人均药费趋势（更新到2024年10月）

从医疗机构出院病人人均药费来看，广西2024年10月人均药费同比下降-11.3%，但降幅已收窄（8月同比下降-15.7%）。

图：月度广西出院病人人均药费（元）

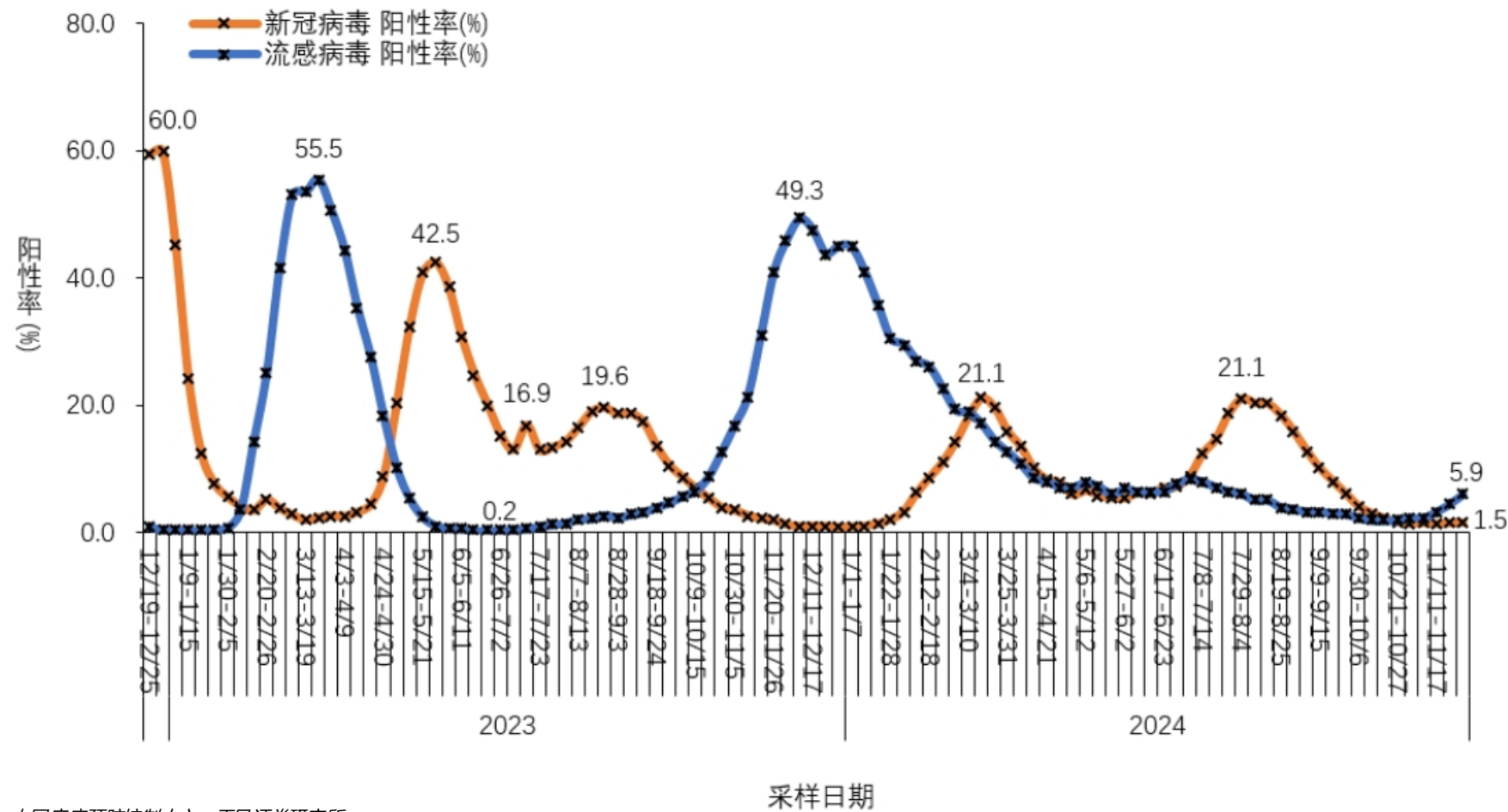


资料来源：广西卫健委，天风证券研究所

流感样病例新冠病毒阳性率情况-第45-48周阳性率在1.3%-1.5%范围小幅波动

2024年第45周（11月4日-11月10日）至第48周（11月25日-12月1日），流感样病例新冠病毒阳性率在1.3%—1.5%范围内小幅波动。

图：全国哨点医院流感样病例新冠和流感病毒阳性率变化趋势

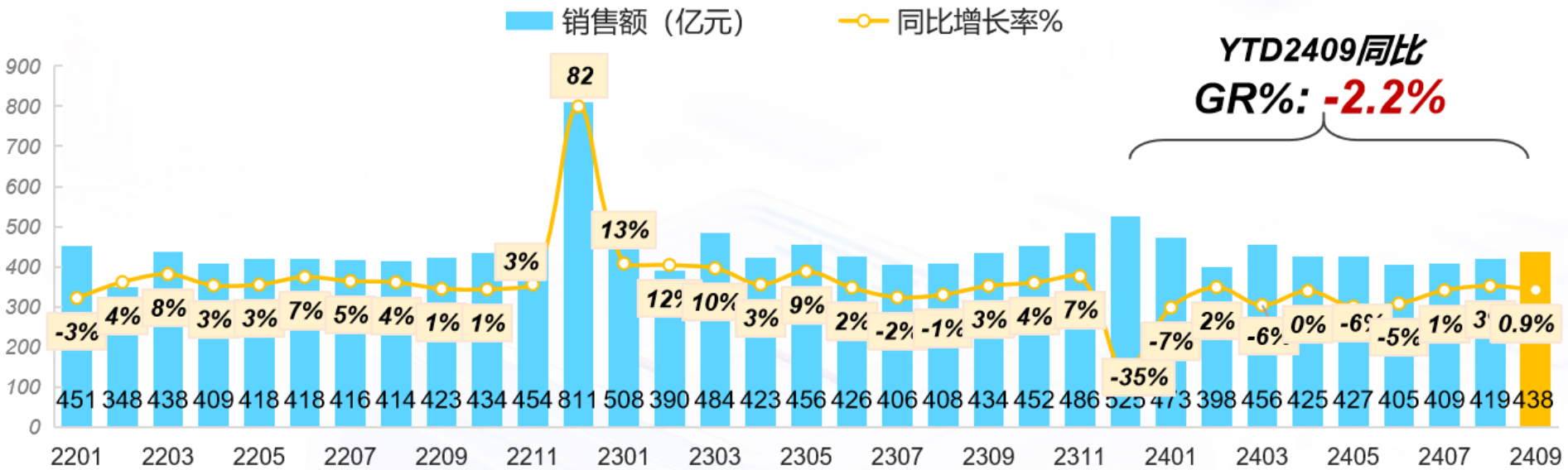


资料来源：中国疾病预防控制中心，天风证券研究所

零售药店市场发展趋势：全国零售药店市场销售规模连续三月同环比提升

根据中康药店市场数据，截至2024年9月份，全国零售药店市场累计销售规模达3848亿元，同比下滑2.2%，聚焦月度表现，全国零售药店市场回温，规模连续三个月同环比增长，9月份同比小幅提升0.9%。

全国-零售药店市场-全品类销售额趋势



数据类型：零售药店市场纯销数据；YTD (Year to day)：表示年至今，目标年份的1月至当月指标的总和。

资料来源：中康科技公众号，天风证券研究所

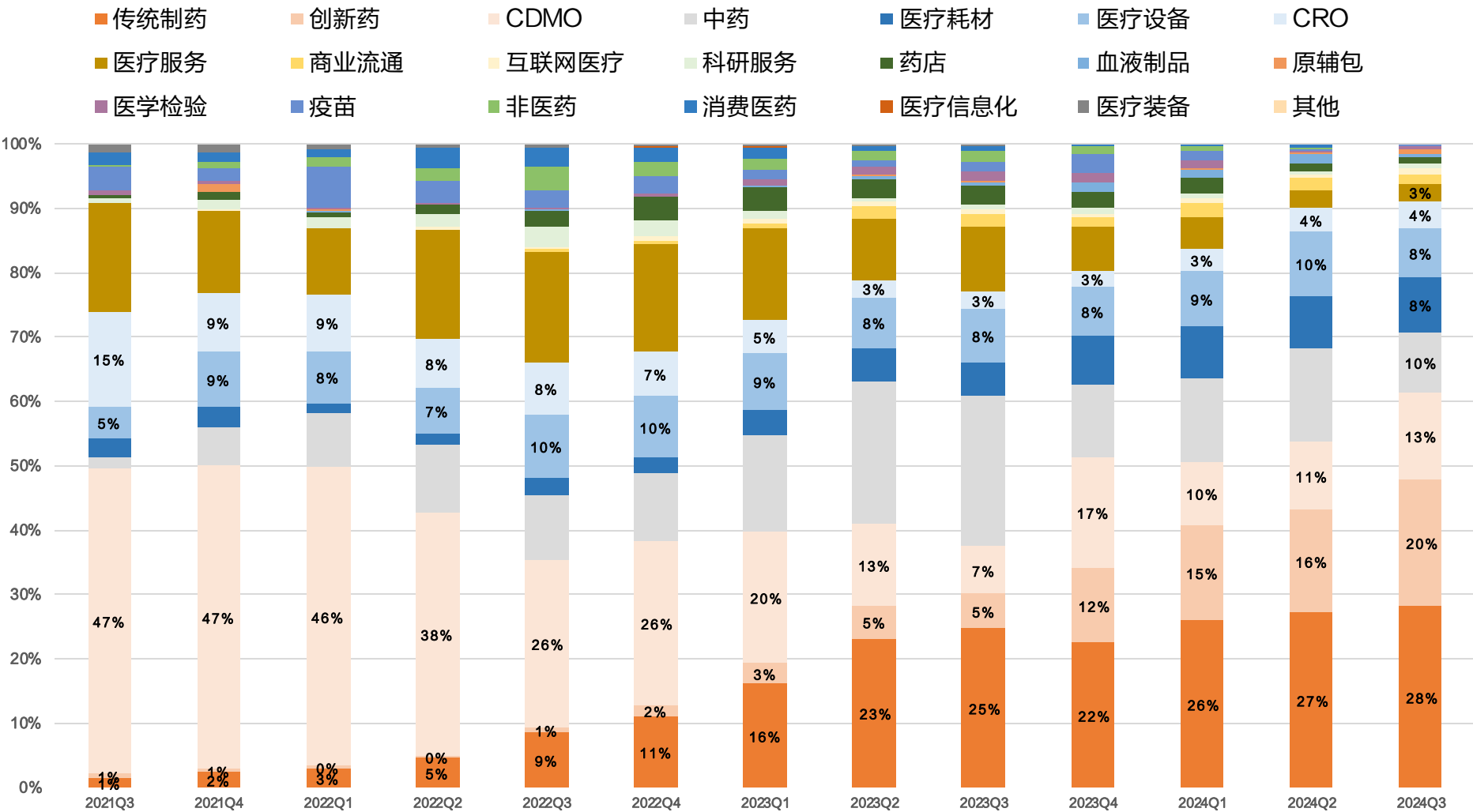


3

医药投资策略

2021Q3-2024Q3内地公募基金前十大医药重仓股-主动医药基金

图：内地公募基金前十大医药重仓股-主动医药基金（2021Q3-2024Q3）



资料来源：wind，天风证券研究所

医疗设备：设备更新陆续落地，业绩有望环比改善

◆ 投资逻辑：

短期：常规招采逐渐恢复，业绩端有望企稳。①月度设备招标采购呈现恢复趋势，根据众成数据统计，设备招标采购金额企稳，11月整体中标金额环比提升22%，对应到企业业绩端有望环比改善；②医疗设备以旧换新开始落地，目前已有海南、贵州、北京等多个省市已进入招标阶段，有望逐步兑现订单；③由于低基数效应和招采政策加力带动需求恢复，明年设备同比有望加速增长；

中期：设备以旧换新将持续三年，助推国内需求持续，国产化、出海趋势明朗。①需求端：设备更新方案提出到2027年医疗设备投资规模较2023年增长25%以上，预计持续带来板块的需求提振。②供给端：国产设备创新持续，在超声、磁共振、硬镜、软镜等领域实现突破，创新产品为国产化和海外销售带来有力支撑。

长期：国内渗透率仍有较大提升空间，设备出海持续进行。医疗设备在出海方面已经积累了丰富的经验，全球市占率仍有较大提升空间，随着海外的渠道、售后服务体系的建设，设备出海值得期待。

◆ 投资策略：

国内市场从常规招投标回暖角度来看，大型医学影像设备有望率先受益于以旧换新落地实现业绩的改善，预计常规医疗设备的招采也将持续恢复；出海主要关注两个方向：①单台价值较高的创新型高端医疗设备，持续推进高等级医院领域的突破，着重聚焦欧洲、东南亚以及美国市场的订单签订动态；②对于常规设备，市场和渠道的开拓将带来业务增量，如：印度、巴西等市场的招投标；

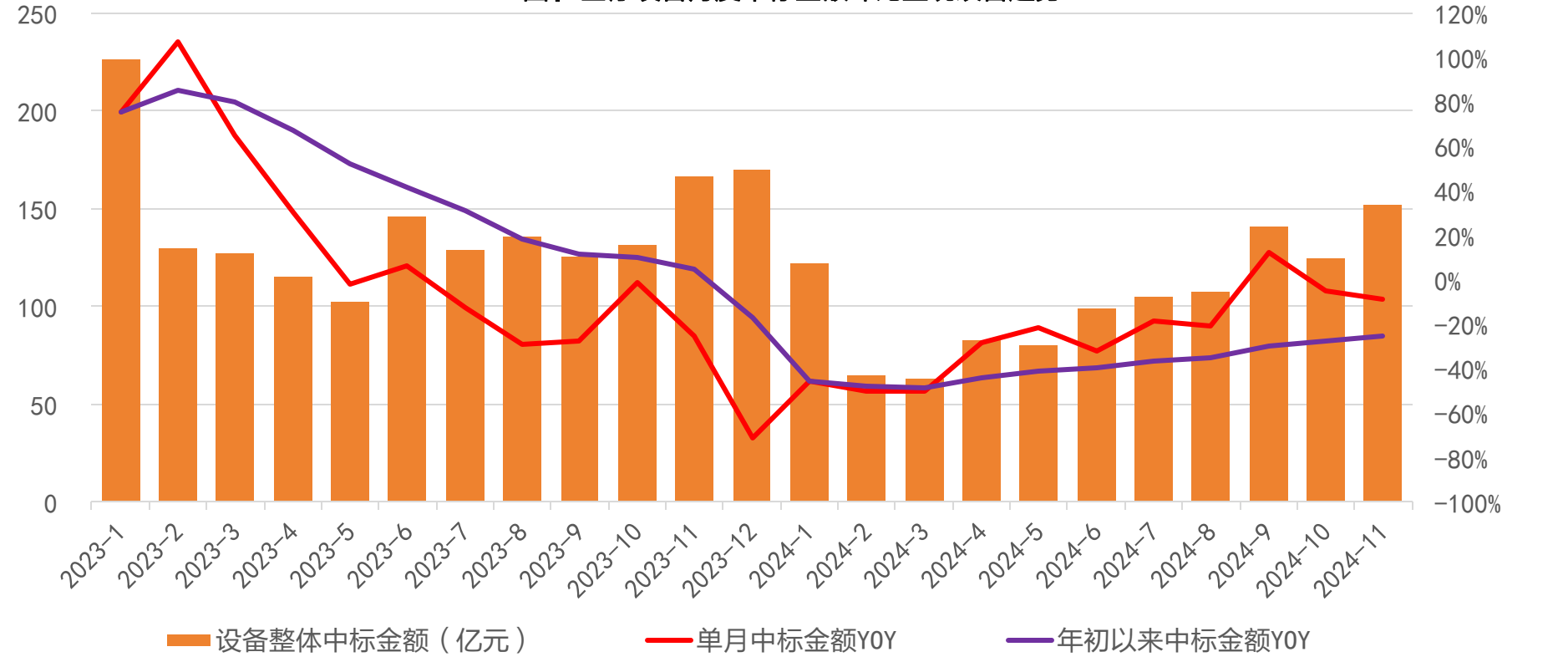
◆ 建议关注：

相关标的：迈瑞医疗、联影医疗、华大智造、福瑞股份、开立医疗、鱼跃医疗、新产业、迪瑞医疗、海泰新光、澳华内镜

医疗设备：近期国内招采逐渐回暖，以旧换新将带来中期增量采购机遇，长期看出海

□ 医疗设备板块近期国内招采逐渐回暖。设备总体2024年1-11月份，累计中标额1141.85亿元，1-11月累计同比下降26%，11月单月中标额151.83亿元，同比下降9%。其中，CT整体11月单月中标额21.97亿元，同比持平；磁共振11月单月中标额20.93亿元，同比增长51%；超声11月单月中标额20.93亿元，同比增长18%；内窥镜11月单月中标额22.17亿元，同比下降11%；DSA整体11月单月中标额9.82亿元，同比增长10%。

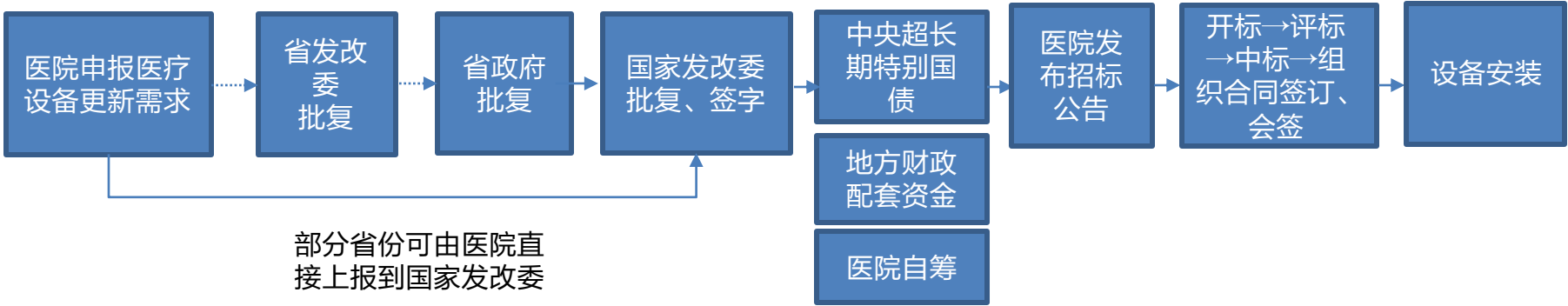
图：医疗设备月度中标金额环比呈现改善趋势



资料来源：众成医械，天风证券研究所

医疗设备以旧换新进入密集执行期，采购设备以医学影像设备为主

- **医学影像设备为采购主要产品：**以福建省十家医院为例，设备更新以医学影像设备采购为主，采购占比达70.75%，其中**磁共振（MRI）、直线加速器、血管造影设备（DSA）**等金额占比较高，其他设备类型包括CT设备、X光设备（不含DSA）等。
- 国常会针对2027年所设定目标的推进力度较为可观，但具体到品类有差异。2024年第三季度7~10月环比从采购心态和招标量环比，均呈现上升趋势，但程度有限。主要系其涉及诸多环节，相较于汽车补贴和家电补贴更为复杂，而且各地缺乏借鉴经验。我们目前仍维持这一判断，预计第四季度将会放量增长。

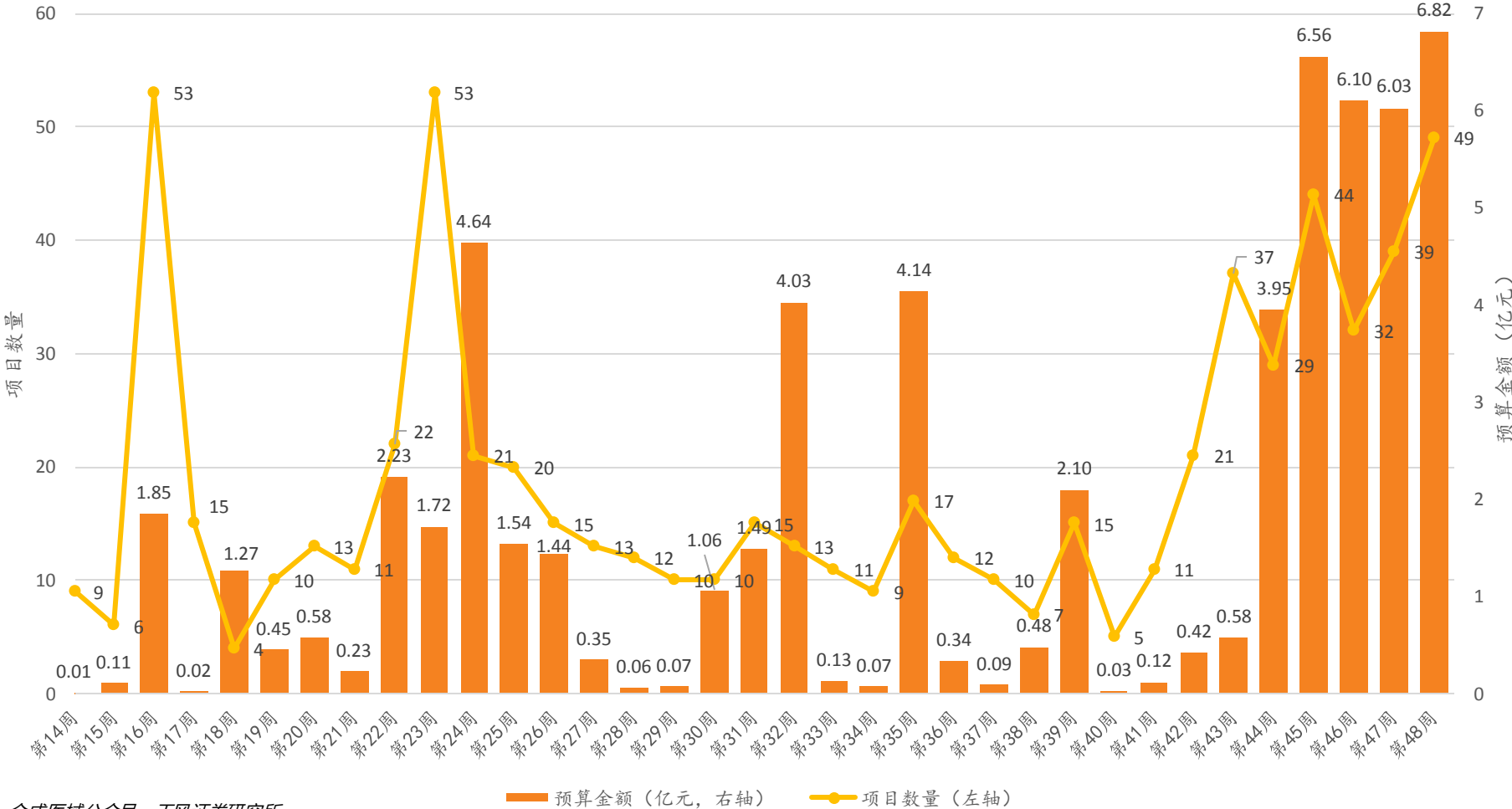


资料来源：福建省发改委，中国医疗器械采购公共服务平台公众号，天风证券研究所

医疗设备更新周度招采一览(更新至2024年12月)

设备更新招标规模持续落地。2024年12月第一周，设备更新招标金额达6.82亿元，持续维持较高的招标规模。截至2024年12月01日，医疗设备更新招标公告已披露的预算总金额为61亿元。

图：第14周(2024年4月1日)至48周(2024年12月01日)医疗设备更新招标情况



资料来源：众成医械公众号，天风证券研究所

医疗设备国际化：星辰大海，未来可期

医疗设备国际化持续进行。从趋势来看，设备企业的出海呈现出高端化、本土化、多样化的趋势。第一，出海的产品从单一产品向全产品线出海发展；第二，出海的形式，企业在加速海外本土化布局；第三，从产品类型来看，正在从性价比产品走向创新型高端产品。

表：2024年医疗设备企业出海进程梳理

公司	2024H1海外市场收入规模（亿元）	2024H1海外市场收入占比	2024年国际化进程梳理	未来发展趋势
迈瑞医疗	79.06	38.51%	前三季度海外市场快速增长主要受益于海外高端战略客户和 中大样本量实验室的持续突破，以及动物医疗、微创外科、AED等种子业务的放量。分区域来看，欧洲市场延续今年上半年的复苏态势，预计欧洲全年有望维持高速增长；发展中国家市场前三季度增长19%，其中以印度、印尼、澳大利亚为代表的亚太区增长显著，以巴西为代表的拉美区第三季度明显加速，同比增长约25%，预计发展中国家市场全年有望保持快速增长。	明后两年启动的海外生产基地，公司将在海外13个国家进行本地化生产，这些生产基地未来也会逐步导入更多的产品。除了营销和生产本地化以外，公司还将在海外主要市场逐步建立起一套完整的职能体系，类似于国内的布局，研发工程师将深入海外一线、了解客户需求，做出解决海外客户临床痛点的爆款产品，并建立起完善、及时的售后和临床服务团队，以此加速海外高端战略客户的突破。
联影医疗	9.33	17.49%	在海外市场的拓展方面，公司的全球化战略成效显著。凭借强劲的创新能力和高水准的产品技术，公司自年初以来，成功在全球40多个国家接单或安装近300台高端机型，产品涵盖uCT 960+、uMR Omega、uMI Panorama等多个型号，广泛覆盖欧美、拉美、非洲、中东和亚太等多个地区。	积极拓展海外市场，尤其是高增长潜力的地区，稳步推进高端市场的突破，同时加大中低端市场的覆盖力度。通过不断深化国际科研合作和加强全球供应链建设，联影医疗将在行业内保持技术领先地位，并为全球客户提供更加全面、精准的医疗解决方案。随着全球化战略的持续推进，联影医疗将迎来更加广阔的发展空间，推动公司在全球市场的稳步增长与可持续发展。
开立医疗	4.68	46.20%	海外超声收入近几年均与国内持平，并保持稳定增长趋势；	公司在海外市场建立了更高效的管理体系和执行机制，这为公司进一步加速海外本地化布局以及海外业务的高效经营奠定了坚实基础。
澳华内镜	0.68	19.21%	公司进一步拓展了海外市场。在欧盟获批了 AQ-300 系列产品，并得到了当地客户的高度评价。在俄罗斯、巴西、韩国等多个国家获得了一系列产品的批准，极大丰富了海外市场的产品品类。同时，上半年公司海外营销团队携获批产品多次参与国际展会，进一步完善公司品牌建设。	目前海外仍处于较早期阶段。当前公司的海外市场主要分布在欧洲以及其余性价比市场，两个市场都有软镜的增量需求，因此公司也会持续推进海外市场的发展。

资料来源：Wind，迈瑞医疗公告，联影医疗公告，开立医疗公告，澳华内镜公告，天风证券研究所

医疗服务：政策业绩估值三重共振，关注底部反转机会

◆ 投资逻辑：

- 1) 政策端：2024年11月，医保基金预付制度落地，有望大幅优化医疗机构医保资金周转效率，提升诊疗积极性。商保加速推进，多项医疗服务价格项目立项指南出台，体现技术劳务价值，鼓励创新，后续增量政策加码及业绩有望催化板块持续修复。
- 2) 业绩端：短期：24年下半年是四年以来首次未受到宏观诊疗环境影响的时间窗口，在同期低基数下诊疗人次有望快速提升，带动服务公司业绩增长。中期：调结构与提价格并驾齐驱。医疗服务已进入价格调整周期。价格改革思路将有升有降，但预计以升为主。长期：供需决定行业空间。老龄化加速叠加主体支付能力快速提升，公立医院供给增长弹性有限，民营医疗服务是缓解医疗供需矛盾的重要主体。
- 3) 估值端：医疗服务板块基本面企稳向上，建议积极关注政策及业绩边际变化带来的困境反转机会。

◆ 投资策略：

- 1) 整体服务板块2019-2023年的疫情基数效应影响告一段落，行业有望逐步进入正常阶段。从行业比较来看，医药行业更多的优势在于“人口老龄化加深+需求品质升级”带来需求增长，医药的相对优势已较为明显。
- 2) **关注严肃医疗困境反转和消费龙头预期兑现：**1) 严肃拐点：支付政策边际改善，叠加盈利能力改善，2) 消费复苏：资产负债表健康，经营业绩有改善预期的细分行业龙头。

◆ 建议关注：

- (一) 严肃医疗：国际医学，海吉亚医疗，新里程，锦欣生殖，华润医疗，盈康生命，环球医疗，三博脑科等。
- (二) 消费服务：爱尔眼科，通策医疗，美年健康，华夏眼科，普瑞眼科，固生堂等

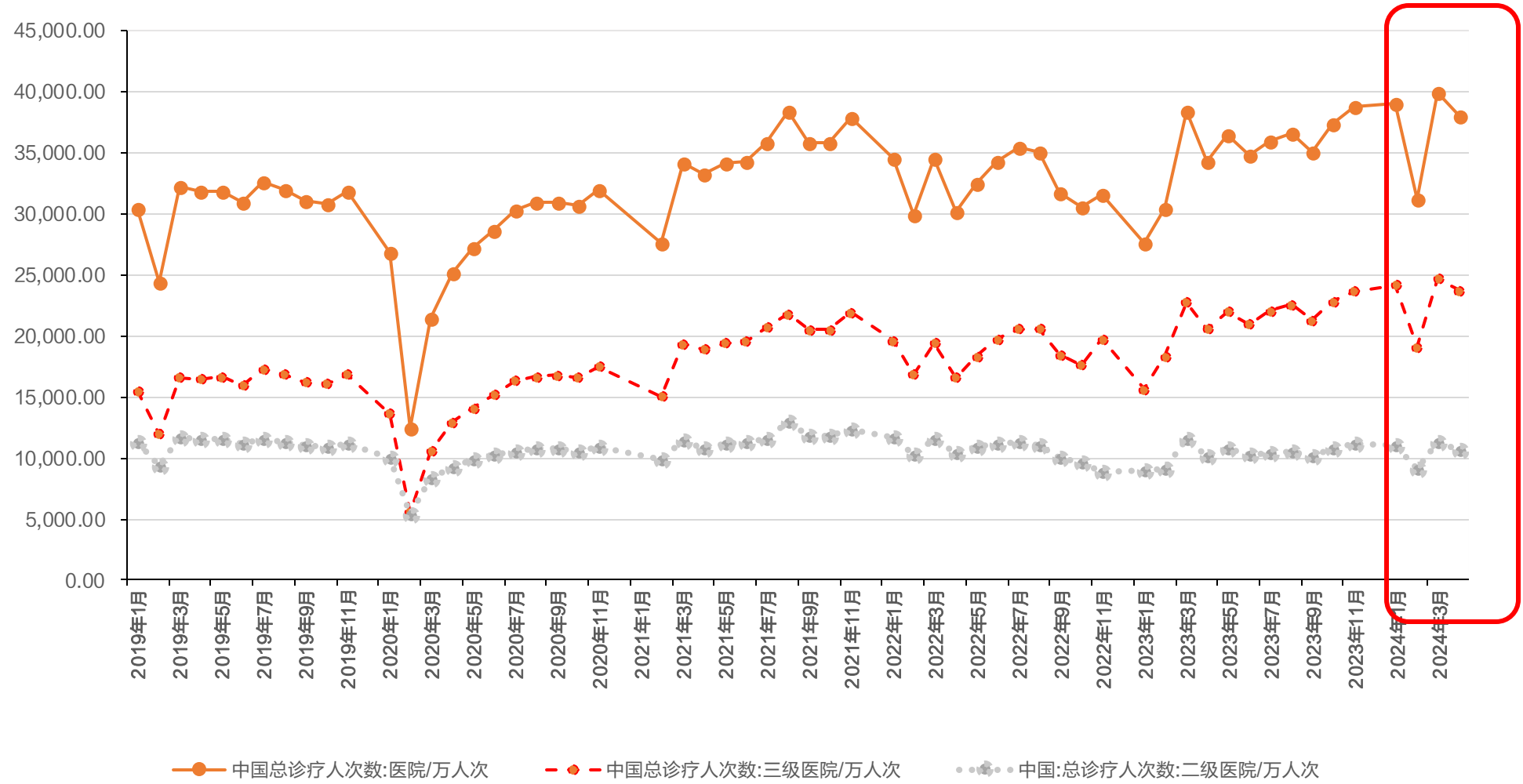
政策端：医保基金预付制度落地，有望大幅优化医疗机构医保资金周转效率

2024年11月，国家医保局办公室财政部办公厅发布关于做好医保基金预付工作的通知，支持有条件的地区进一步完善预付金管理办法，通过预付部分医保基金的方式帮助定点医疗机构缓解医疗费用垫支压力，激励定点医疗机构更好地为参保人员提供医疗保障服务。

单位：亿元	2023年医保基金收入			2023年医保基金支出			2023年医保基金累计结余			职工医保累计结	居民医保累计结
地区	合计	职工	居民	合计	职工	居民	合计	职工	居民	余可支付月数	余可支付月数
全国	33505	22935	10570	28211	17753	10458	47951	40287	7664	27. 23	8. 79
北京	2063	1947	116	1251	1139	112	3096	3016	80	31. 78	8. 57
天津	539	480	59	419	347	72	662	596	66	20. 61	11. 06
河北	1269	713	556	1123	560	563	1751	1401	349	30. 04	7. 45
山西	663	410	253	551	329	222	897	668	229	24. 37	12. 39
内蒙古	530	358	172	493	318	175	775	620	154	23. 41	10. 56
辽宁	932	725	206	901	667	234	1005	820	185	14. 76	9. 46
吉林	445	268	177	407	242	165	619	475	144	23. 58	10. 43
黑龙江	606	404	201	621	400	221	854	651	202	19. 52	11. 01
上海	2317	2213	104	1374	1256	118	5483	5464	19	52. 21	1. 94
江苏	2456	1874	582	2393	1789	604	3093	2833	260	19. 00	5. 17
浙江	2256	1747	508	1951	1434	517	3668	3384	284	28. 32	6. 58
安徽	1087	549	538	925	391	534	1206	939	267	28. 82	5. 99
福建	868	577	291	741	447	295	1227	1101	126	29. 58	5. 15
江西	719	322	397	690	279	411	866	538	328	23. 13	9. 58
山东	2140	1406	733	2009	1260	749	2182	1762	420	16. 78	6. 73
河南	1579	700	879	1455	613	842	1469	1081	387	21. 17	5. 52
湖北	1206	764	443	1071	634	436	1379	1056	323	19. 97	8. 89
湖南	1134	591	543	959	452	507	1435	1044	391	27. 70	9. 26
广东	3199	2464	734	2423	1716	707	5584	4704	880	32. 90	14. 93
广西	864	389	475	796	345	450	1065	633	432	22. 00	11. 51
海南	230	160	70	173	96	76	392	329	63	40. 98	10. 00
重庆	733	484	250	631	382	249	838	665	173	20. 90	8. 32
四川	1818	1171	647	1492	858	634	2962	2413	549	33. 74	10. 39
贵州	684	305	378	598	252	346	847	499	349	23. 72	12. 10
云南	813	399	414	704	321	383	1066	770	297	28. 75	9. 30
西藏	108	76	32	73	46	27	277	244	33	63. 96	14. 73
陕西	849	547	302	772	448	324	1108	908	199	24. 35	7. 38
甘肃	437	221	217	392	189	203	536	349	186	22. 14	11. 01
青海	159	112	47	124	78	46	298	239	59	36. 69	15. 53
宁夏	164	108	56	113	68	45	297	238	58	41. 82	15. 52
新疆	640	451	189	587	397	191	1017	847	170	25. 62	10. 68

资料来源：国家医保局，国家统计局，天风证券研究所

业绩端：2024年1-4月全国院端诊疗量攀升至历史高位区间



数据来源: wind, 天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明



业绩端：2024年Q1-3严肃好于消费，诊疗量回升

	爱尔眼科	通策医疗	美年健康	国际医学	新里程	盈康生命
总市值(亿元)	1284.33	209.11	185.14	125.45	97.22	70.30
24Q1-3营业总收入(亿元)	163.02	22.33	71.41	36.06	26.81	12.28
yoy	2%	2%	-2%	8%	7%	11%
24Q1-3归母净利润(亿元)	34.52	4.98	0.25	-2.12	0.53	0.83
yoy	9%	-3%	-89%	5%	58%	-12%
24Q1-3销售毛利率(%)	51.02	41.82	39.67	9.19	28.69	26.16
24H1诊疗服务量（万人次/例）	794.07/64.99 （门诊/手术）	171.00	988/615 （集团/控股）	125.13/10.03 （门诊/住院）	152/12 （门诊/住院）	24.72/2.32 （门诊/住院）
yoy	9.23%/6.92%	8%	-21%/-12%	17.15%/16.76%	6%/-1%	6.7%/2.0%
24H1客单价(元)*	1227.53	824.90	653.00	1790.81	884.15	2248.52
yoy	-6%	-4%	10%	-6%	-2%	4%

数据来源：wind，公司公告，天风证券研究所；注：客单价=营业收入/就诊人次（数据仅为估算，作参考）；总市值及PE以2024/12/30最新收盘价统计

创新药板块：持续推荐，政策与产业趋势共振，国际竞争力提升

◆ 投资逻辑：

- 国内政策全链条支持创新，医保谈判价格体系日趋稳定成熟，创新药估值体系稳健

在多个关键环节政策清晰支持的前提下，不仅创新药行业进入优质发展阶段，而且创新药估值体系更加稳健。高创新品种在临床试验、审评审批、价格管理、医保支付、药品配备使用等全链条环节均将得到加强支持。同时同质化竞争也将被加强管理，例如同靶点药物若有一款药物通过完全审批，则后续在研药物不再享有附条件上市资格，将大幅改善竞争格局，使得创新度高、进度快的药品享受更高的研发投资回报。

- 其中对于具有全球竞争力的品种，有望进一步分享欧美高支付市场

中国创新药出海趋势较为明确，自2020年开始，无论是权益授出的形式亦或是产品获批上市的形式，均呈现出高速增长的态势。据不完全统计，2023年，上市公司已完成20余项药物/在研药物海外权益的授出并且有6款创新药在美国获批上市，6款获批创新药为：贝伐珠单抗、F-627、咪喹替尼、特瑞普利单抗、托珠单抗、利培酮缓释微球。

- 在研管线靶点前移，全球竞争力显著提升，提供长期增长动力

随中国创新药公司在研管线靶点前移，创新度提升，全球竞争力显著提升，提供长期增长动力。每年有多个重磅学术会议举行，包括ASCO，ESMO，WCLC、ASH等。多家创新药公司将在会议上披露在研产品临床数据。首次POC产品以及显著优于现有临床治疗效果的产品更具有投资价值。

- ◆ **投资建议：**我们认为创新药产业趋势明确，政策对“真创新”的支持态度明确。随着真创新好品种越来越多，商业化价值兑现呈现递进式多元化，建议结合催化节奏和估值空间关注：

- 1) 海外商业化兑现为主：百济神州、科伦博泰生物（H）、和黄医药（H）、和誉医药（H）、荣昌生物（H）、百奥泰、百利天恒、迈威生物；
- 2) 国内商业化兑现为主：中国生物制药（H）、恒瑞医药、亿帆医药、信立泰、贝达药业、艾迪药业、智翔金泰、康诺亚（H）；
- 3) 个股高速成长兑现为主：信达生物（H）、迪哲医药、康方生物（H）、泽璟制药、君实生物、绿叶制药（H）、益方生物、艾力斯、加科思（H）

中国超半数Biotech公司有望在2026年及以前实现盈利，迎来扭亏为盈转折点

❑ **Biotech公司盈亏平衡点预测：**根据WIND的一致性预测显示，预计在2025年后盈利的港股/A股Biotech公司中，约50%的公司预计将在2026年及以前盈利。其中，市值500亿元以上的公司，百利天恒和信达生物预计在2024和2025年实现年度利润盈利，百济神州预计在2026年实现年度利润盈利。

表：港股和A股的Biotech公司盈利年度预测占比

市值（亿元）	公司数	已盈利	2024年盈利	2025年盈利	2026年盈利	2026年以后盈利
≥500	3	0%	33%	33%	33%	0%
500>市值≥100	14	29%	7%	21%	14%	29%
100>市值≥20	20	5%	5%	10%	20%	60%
20>市值>0	8	13%	0%	13%	13%	63%
全部公司	45	13%	7%	15%	18%	47%

资料来源：WIND，天风证券研究所；注：统计时间为2024年8月17日

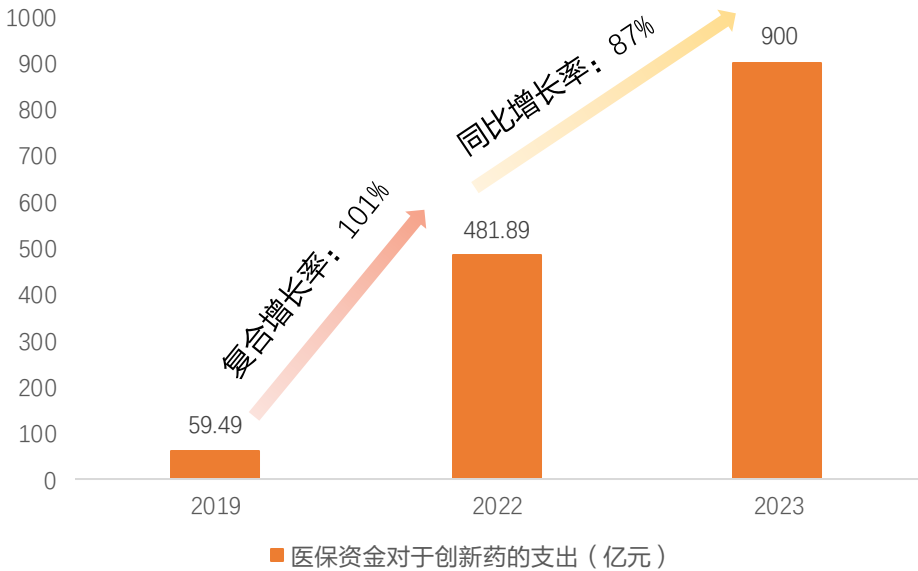
国家医保局对创新药支付增长快

- ❑ **医保目录调整情况：**2016年到2023年医保谈判/竞价目录共纳入518个药品品种，其中2023年新增121个协议期品种，有52个品种转入常规医保目录，协议期品种共430个。
- ❑ **医保基金对于创新药支出：**协议期内，2019年医保基金对创新药的支出金额为59.49亿元，2022年为481.89亿元，2019年-2022年复合增速为101%；2023年约900亿元，同比增速为87%。2023年协议期内，谈判药品报销2.4亿人次,通过谈判降价和医保报销,当年累计为患者减负近2300亿元。

表：2016–2023年医保谈判目录调整情况

年份	新增协议期品种（个）	转入常规目录品种（个）	调出品种（个）	协议期品种（个）
2016	3	0	0	3
2017	36	0	0	36
2018	17	0	0	17
2019	70	5	4	118
2020	96	3	0	221
2021	67	16	0	275
2022	108	20	0	363
2023	121	52	1	430
累计	518	96	5	/

图：2019–2023年医保资金对于创新药支出金额(亿元)



资料来源：国家医保局官网，温州市医保局官网，央视新闻等，天风证券研究所

附条件审批新规提高药品上市门槛，避免同质化竞争

- ❑ **同类药品仅允许一家“先到先得”**：2023年8月25日，国家药监局综合司发布《药品附条件批准上市申请审评审批工作程序（试行）（修订稿征求意见稿）》，在领域药品批准口径方面做出调整。政策规定，某药品获附条件批准上市后，原则上不再同意其他同机制、同靶点、同适应症的同类药品开展相似的以附条件上市为目标的临床试验申请。附条件批准上市的药品，在转为常规批准之前，该品种不发布为参比制剂。
- ❑ **附条件审批药品上市后监管趋严**：和2020年版本的相比，附条件上市新规对药品附条件上市审核及监管提出了更进一步的明确要求，严格明确时点及时限要求。

表：《药品附条件批准上市申请审评审批工作程序（试行）（修订稿征求意见稿）》的工作程序部分政策

工作程序	具体政策
早期沟通（II类会议）	申请人在药物临床试验期间，与药品审评中心进行早期沟通，讨论附条件批准的研究计划、关键试验设计、疗效指标以及上市后临床试验设计和实施计划等。
上市前沟通（II类会议）	在递交附条件批准上市申请前，与药审中心沟通确认附条件批准的具体条件、上市后继续完成的研究工作及研究时限。若拟申请优先审评审批，也可一并提出沟通。已纳入突破性药物治疗程序的，可申请I类会议
提交申请	经沟通交流确认初步符合附条件批准要求的，申请人可以正式提交药品上市许可申请的同时，提出附条件批准上市申请，并提交相关支持性资料。申请优先审评审批的可一并提出。
审评与审批	药审中心对提交的资料进行审评，若通过则发放药品注册证书，并载明附条件批准的有效期及需完成的研究工作和完成时限（原则上不超过4年）。若经技术审评发现不满足附条件批准上市要求的，药审中心应当终止该药品附条件批准上市申请审评审批程序，作出附条件批准上市申请不通过的审评结论
研究实施	获得附条件批准的药品，持有人需在上市后继续完成规定的研究工作。自附条件批准上市起，每12个月向药审中心报告进展。若因客观情况无法开展相应的临床试验，可提出补充申请，经审评通过可以修改研究方案；若无法按期完成相应的临床试验，可提出补充申请，经审评通过可以允许继续研究，研究期间暂停药品销售。药品附条件批准上市后，上述补充申请原则上不超过一次
转为常规批准	在研究时限届满前，持有人需提交补充申请，证明药品获益大于风险以转为常规批准。若无法证明或未按要求提交补充申请的，药品注册证书将被注销。

资料来源：国家药品监督管理局官网，安永官方微信公众号，天风证券研究所

2024年医保目录调整主要品种降幅大多符合预期，创新度高的品种价格较好

▣ 本次医保谈判，大部分主要品种降幅，部分创新度高的品种价格超预期。

表：2024年医保目录谈判后公布支付标准的主要品种

药品名称	上市公司	谈判类型	医保支付标准（元）	谈判后降幅	规格
重组人凝血酶	泽璟制药	目录外	373	63.30%	5000 IU/支
西达本胺片	微芯生物	新增适应症	6600	14.7%	5mg
西格列他钠片	微芯生物	协议到期	70.08	0.00%	16mg
甲磺酸多拉司琼注射液	海思科	协议到期	13.6	0.00%	1ml:12.5mg
丹参酮 II A磺酸钠注射液	上海医药	协议到期	11.9	0.00%	2ml:10mg
依达拉奉右莪醇注射用浓溶液	先声药业	协议到期	29.68	10.1%	5ml：依达拉奉10mg与右莪醇2.5mg
丁苯酞软胶囊	石药集团	协议到期	77.76	3.60%	0.1g
丁苯酞氯化钠注射液	石药集团	协议到期	102.2	12.50%	100ml(丁苯酞25mg:氯化钠0.9g)
卡度尼单抗注射液	康方生物	目录外	1860	69.83%	10ml:125mg
依沃西单抗注射液	康方生物	目录外	700-750	67.99%	10ml:100mg

资料来源：国家医保局官网，药渡公众号，丁香园insight数据库，药融云数据库，天风证券研究所

【天风医药杨松团队】欧美市场申报/已上市的中国创新药进展20241109

品种	公司	靶点	类型	上市适应症	上市时间	合作方	药物类别
恩沙替尼	贝达药业	ALK	小分子	ALK敏感突变的NSCLC	2024.12.28 (PDUFA date)	/	创新药
舒沃替尼	迪哲医药	EGFR exon 20 x HER2 exon 20	小分子	经含铂化疗后出现疾病进展的EGFR 20exon ins NSCLC	2024.11.8 (递交上市申请)	/	创新药
帕利哌酮缓释注射液	绿叶制药	D2、5-HT2A		精神分裂症	2024.07	/	改良新药
F-627	亿帆医药	G-CSF	大分子	化疗致中性粒细胞减少症	2024.03 (欧盟)	/	创新药
F-627	亿帆医药	G-CSF	大分子	化疗致中性粒细胞减少症	2023.11	/	创新药
呋喹替尼	和黄医药	VEGF1/2/3	小分子	结直肠癌	2023.11	武田	创新药
特瑞普利单抗	君实生物	PD-1	单抗	鼻咽癌	2023.10	Coherus	创新药
卡瑞利珠单抗+阿帕替尼	恒瑞医药	PD-1+VEGFR2	小分子	晚期肝细胞癌	2023.05 (NDA)	Elevar Therapeutics	创新药
利培酮缓释微球	绿叶制药	HTR2A、DRD2	小分子	精神分裂症	2023.01	/	改良新药
泽布替尼	百济神州	BTK	小分子	成人华氏巨球蛋白血症/慢性淋巴细胞白血病/边缘区淋巴瘤/滤泡性淋巴瘤	2021.11 (欧盟 首次)	/	创新药
本维莫德	天济医药	AHR	小分子	银屑病	2022.05	Derivant Sciences	创新药
西达基奥仑赛	金斯瑞生物	BCMA	CAR-T	多发性骨髓瘤	2022.02	扬森	创新药
替雷利珠单抗	百济神州	PD-1	单抗	经治的晚期或转移性食管鳞状细胞癌	2024.03	/	创新药
泽布替尼	百济神州	BTK	小分子	套细胞淋巴瘤/成人华氏巨球蛋白血症/慢性淋巴细胞白血病或小淋巴细胞淋巴瘤/边缘区淋巴瘤/滤泡性淋巴瘤	2019.11 (首次)	/	创新药

资料来源：丁香园insight数据库，绿叶制药官网，亿帆医药公众号等，天风证券研究所

摘要：医药政策拐点明确，关注创新药和底部方向

动态更新：

1) 政策：医保政策明确提出“**赋能经济发展**”，创新药是政策明确鼓励和支持的方向。2) 行业：整体就诊处于平稳增长态势，次均费用下降已在部分区域观察到企稳态势。3) 产业：产品竞争力显著提升，更多公司嵌入全球医药产业链。

投资策略：

1) 整体板块调整相对较为充分。反腐常态化下，行业有望逐步进入正常阶段。从行业比较来看，医药行业更多的优势在于“人口老龄化加深+需求品质升级”带来长期投资机会，我们认为医药的相对优势已较为明显。

2) 以策略思维选股，关注创新药械和超跌龙头。关注：1) 创新（药品+器械）：竞争格局好或具备显著优势的产品，尤其是具备全球销售潜力的产品；**港股/科创小市值biotech公司经历过上一轮泡沫大多超跌，经过这1-2年内部在研产品的创新迭代，陆续涌现出具有国际竞争力的品种，估值回升。**2) 超跌龙头：**资产负债表健康，经营业绩有改善预期的细分行业龙头，例如一些偏消费的龙头。**

建议关注（按先后顺序）：

- （一）创新药：百济神州-U、迪哲医药-U、泽璟制药-U、康方生物（H）、科伦博泰生物-B（H）、云顶新耀-B（H）
- （二）**展望2025**：济川药业、华东医药、药明康德、亿帆医药、联影医疗、爱尔眼科、国际医学
- （三）业绩驱动：爱博医疗、海思科、艾力斯、特宝生物、惠泰医疗
- （四）弹性个股：**港股弹性biotech（和铂医药-B（H）、科济药业-B（H）、来凯医药-B（H）等）、**益方生物-U、科兴制药、欧林生物

【天风医药杨松团队】医药2025年投资策略建议关注个股

分类	公司	股票代码	总市值（亿元）	2024年预测归母净利润（亿元）	2025年预测归母净利润（亿元）	2025年增长率	2025预测PE
创新药	百济神州-U	688235.SH	2,674	-40.01	-0.54	-99%	-4964
	迪哲医药-U	688192.SH	177	-7.95	-3.23	-59%	-55
	泽璟制药-U	688266.SH	169	-2.05	0.33	-116%	516
	康方生物	9926.HK	489	-3.81	2.82	-174%	174
	科伦博泰生物-B	6990.HK	339	-7.20	-6.06	-16%	-56
	云顶新耀-B	1952.HK	122	-9.30	-1.66	-82%	-73
展望2025	济川药业	600566.SH	250	27.56	31.13	13%	8
	华东医药	000963.SZ	614	33.40	38.52	15%	16
	药明康德	603259.SH	1617	97.45	109.30	12%	15
	亿帆医药	002019.SZ	131	5.00	7.20	44%	18
	联影医疗	688271.SH	962	14.72	20.52	39%	47
	爱尔眼科	300015.SZ	1165	37.69	43.78	16%	27
	国际医学	000516.SZ	113	-1.86	0.49	-126%	230
业绩驱动	爱博医疗	688050.SH	177	3.98	5.15	30%	34
	海思科	002653.SZ	349	4.53	6.16	36%	57
	艾力斯	688578.SH	315	12.98	15.74	21%	20
	特宝生物	688278.SH	331	7.95	10.97	38%	30
	惠泰医疗	688617.SH	354	8.66	11.64	34%	30
弹性个股	和铂医药-B	2142.HK	29	-	-	-	-
	科济药业-B	2171.HK	50	-6.09	-4.95	-19%	-10
	来凯医药-B	2105.HK	33	-3.43	-3.57	4%	-9
	益方生物-U	688382.SH	75	-2.92	-2.39	-18%	-32
	科兴制药	688136.SH	36	0.50	1.50	197%	24
	欧林生物	688319.SH	46	0.28	0.51	82%	90

资料来源：Wind，天风证券研究所；注：市值对应2025年2月5日数据，康方生物、云顶新耀-B、济川药业、华东医药、爱尔眼科、国际医学、爱博医疗、海思科、艾力斯、特宝生物、和铂医药-B、科济药业-B、来凯医药-B、益方生物-U、欧林生物盈利预测为万得一致预期

百济神州：NON-GAAP口径下持续盈利，Sonrotoclax、BGB-16673临床数据优异，盈利+管线双驱动

（一）主营业务

核心商业化品种泽布替尼持续放量。2024年前三季度泽布替尼全球销售收入18.16亿美元，同比增长107%；2024年第三季度收入6.9亿美元，同比增长93%，环比增长8%。2024Q3，分地区来看，美国地区环比有增长，收入5.04亿美元，同比增长87%，环比增长5%，主要受益于其在CLL的新患者起始治疗中继续获得更多市场份额；欧洲地区收入0.97亿美元，同比增长217%，环比增长20%，主要得益于其在欧洲所有主要市场的市场份额增加。

（二）股价驱动因素

- 管线进展：12月圣安东尼奥乳腺癌大会CDK4抑制剂数据优异。
- 收入增长：泽布替尼2024Q1-Q3美国、欧洲地区销量持续爬坡。
- 亏损收窄：季度NON-GAAP持续盈利增加。

（三）盈利预测及投资建议

我们预计百济神州2024-2026年的营业收入预计为265.03、338.04和410.11亿元，归母净利润为-40.01、-0.54和14.03亿元。维持“买入”评级。

表：百济神州财务指标及盈利预测（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,566.41	17,423.34	26,502.65	33,804.13	41,011.17
增长率(%)	26.06	82.13	52.11	27.55	21.32
归属母公司净利润(百万元)	-13,642.04	-6,715.86	-4,001.34	-53.88	1,403.01
增长率	39.95%	-50.77%	-40.42%	-98.65%	-2703.93%
市盈率(P/E)	-18.02	-36.61	-66.84	-4963.53	190.62

资料来源：Wind，天风证券研究所

迪哲医药：两款创新品种成功纳入医保，在研品种DZD8586完成概念验证

（一）主营业务

- **舒沃替尼:**商业化销售快速爬坡，海外上市申报加速推进。**舒沃替尼2023年全年实现收入0.91亿元，2024 H1实现收入约2亿。**舒沃替尼已获《CSCO 非小细胞肺癌诊疗指南（2024 版）》I 级推荐，是该指南中针对经 EGFR Exon20ins NSCLC 的唯一 I级推荐方案。目前，舒沃替尼用于一线/二线治疗 EGFR Exon20ins NSCLC适应症均获得FDA的突破性疗法认定，海外二线注册加速推进中，一线注册临床顺利进行中。
- **戈利昔替尼:**戈利昔替尼疗效显著，填补了PTCL多个亚型的治疗空白，是全球首个且唯一作用于JAK/STAT通路的PTCL新机制治疗药物，有望带来PTCL治疗新格局。全球关键注册临床JACKPOT8B研究结果显示，戈利昔替尼单药治疗复发或难治性外周T细胞淋巴瘤疗效显著，经IRC确认的ORR为44.3%，完全缓解率为23.9%（均是既往靶向治疗方案的近2倍）；中位缓解持续时间为20.7个月（现有其它疗法的DoR小于12个月）。
- **舒沃替尼和戈利昔替尼参加今年医保谈判，成功纳入。**舒沃替尼是国内唯一获批EGFR Exon20ins突变的靶向药，参照药为空白；戈利昔替尼参照药为西达本胺，在ORR，CR，PFS，OS等指标均有大幅提升（非头对头）。
- DZD8586（LYN/BTK双靶点抑制剂）在2024年ASH发布CLL和其他B-NHL适应症的数据。共有 24 名患者至少接受了一次治疗后的肿瘤评估，客观缓解率（ORR）呈现出剂量依赖性的增长（25 毫克剂量时，客观缓解率为 25%；50 毫克剂量时，为 44.4%；100 毫克剂量时，为 83.3%）。有 3 名患者达到了完全缓解。

（二）投资建议

投资建议：维持“买入”评级。

表：迪哲医药财务指标及盈利预测（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	0	91.29	500.26	1,050.55	1,896.11
增长率(%)	-100	0	0	110	80.49
归属母公司净利润(百万元)	-736	-1,107.71	-795.41	-322.58	-30.08
增长率	9.87%	50.50%	-28.19%	-59.45%	-90.68%
市盈率(P/E)	-26.48	-17.59	-22.21	-54.77	-587.32

资料来源：WIND，天风证券研究所

泽璟制药：凝血酶成功纳入医保，两款双抗分子早期临床数据优异

(一) 主营业务

- 重组人凝血酶成功纳入医保目录，373元/支，降幅较大。
- 早研项目ZG006（CD3×DLL3×DLL3）初步有效性数据整体超预期，新增在美国开展的SCLC临床试验研究。ZG006在晚期小细胞肺癌或神经内分泌癌患者中 I 期剂量递增阶段已完成入组。已经完成的爬坡剂量组分别为 0.1、0.3、1、3、10、30、60 mg 组，可评估 24 例受试者，其中大多数受试者（17/24）既往曾接受过至少两线抗肿瘤药物系统治疗。有效性方面，在 21 例疗效可评估的小细胞肺癌（SCLC）受试者中，7 例获得部分缓解（PR），5 例疾病稳定（SD）且其中 4 例为缩小的 SD。整体ORR为33.3%。在接受 ZG006 10mg 及更高剂量的 9 例 SCLC 受试者中（10 mg 组 4 例、30 mg 组 2 例、60 mg组 3 例），有 6 例 PR，其中 10 mg 组 3 例、30 mg 组 1 例、60 mg 组 2 例，**ORR为 66.7%**；并有 2 例为肿瘤缩小的 SD，DCR 达 88.9%。**2024年9月，新增一项在美国开展的，针对SCLC标准疗法失败患者的I期临床研究，并且公司已于8月披露ZG006获得FDA孤儿药资格。**
- 商业化/临近商业化品种多，管线梯队合理。公司目前拥有2款已上市产品，多纳非尼和重组人凝血酶；2款上市申请审评审批中的产品，吉卡昔替尼（杰克替尼）和重组人促甲状腺激素；多款处于临床I/II期产品，包括 ZG005、ZG006、ZGGS18等。

(三) 投资建议

投资建议：维持“买入”评级。

表：泽璟制药财务指标及盈利预测（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	302.31	386.44	658.26	1,091.39	1,705.09
增长率(%)	58.81	27.83	70.34	65.8	56.23
净利润(百万元)	-457.77	-278.58	-205.25	32.85	298.36
增长率(%)	1.50%	-39.14%	-26.32%	-116.01%	808.19%
市盈率(P/E)	-32.16	-52.85	-82.57	515.88	56.80

资料来源：WIND，天风证券研究所；

济川药业：中药主业稳健，BD产品即将贡献收入

（一）业绩趋势：济川药业专注于儿科、口腔、呼吸、消化、妇产及其它领域药品的生产和销售，主要产品为蒲地蓝消炎口服液、小儿豉翘清热颗粒等。2024年度前三季度营业收入为58.05亿元，同比下降11.19%；归母净利润19.03亿元，同比下降2.13%；扣非归母净利润16.99亿元，同比下降7.06%

（二）经营要点

- 1）公司前三季度营业收入下降，主要系呼吸类产品去年同期高基数及雷贝拉唑钠肠溶胶囊受医药集采影响等因素所致
- 2）研发成果显著，完善产品布局：2024H1，公司产品盐酸非索非那定干混悬剂、左氧氟沙星氯化钠注射液获得注册生产批件，尼莫地平注射液、丙氨酰谷氨酰胺注射液通过一致性评价，丙戊酸钠注射用浓溶液（增加规格）、雷贝拉唑钠原料药获批；普仑司特干糖浆、利多卡因凝胶贴膏完成注册申报。

表：财务指标及盈利预测（亿元）

关键指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	76.31	86.96	96.55	89.99	98.39	107.74
增长率(%)	23.77	17.90	7.32	-6.79	9.34	9.50
归母净利润(亿元)	17.19	21.71	28.23	27.56	31.13	34.78
增长率(%)	34.60	26.27	30.04	-2.36	12.95	11.71
EPS(摊薄)	1.94	2.35	3.06	2.99	3.38	3.77
PE	14.64	11.56	10.26	9.08	8.04	7.20

资料来源：Wind，天风证券研究所；注：盈利预测为Wind一致预测

华东医药：前三季度业绩稳增，各板块经营亮点纷呈

（一）业绩趋势：2024前三季度公司实现营业收入315亿元，同比增长4%；归母净利润26亿元，同比增长17%；扣非归母净利润25亿元，同比增长15%。2024Q3公司实现营业收入105亿元，同比增长5%；归母净利润9亿元，同比增长15%；扣非归母净利润9亿元，同比增长17%。

（二）经营要点

- **医药工业：**2024年前三季度实现营业收入99亿元（含CSO业务），**同比增长11%**，归母净利润21亿元，同比增长14%。
- **医药商业：**2024年前三季度实现营业收入206亿元，**同比增长1%**，归母净利润3亿元，同比增长2%。
- **医美：**2024年前三季度实现营业收入19亿元（剔除内部抵消因素），**同比增长2%**，其中，英国Sinclair受全球经济增长乏力等因素影响，实现营业收入约8亿元，同比下降20%；欣可丽美学积极开拓国内市场，实现营业收入9亿元，同比增长10%，持续对公司整体业绩增长带来积极贡献。
- **工业微生物：**2024年前三季度实现营业收入4亿元，**同比增长30%**，随着后续海外市场的持续拓展及合作客户数量的不断增多，工业微生物板块整体有望继续保持较快增长。

表：财务指标及盈利预测（百万元）

关键指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万)	34,563.30	37,714.59	40,623.78	43,655.05	47,490.47	51,321.67
增长率(%)	2.61	9.12	7.71	7.46	8.79	8.07
归母净利润(百万)	2,301.63	2,499.21	2,838.86	3,340.80	3,848.98	4,409.78
增长率(%)	-18.38	8.58	13.59	17.68	15.21	14.57
EPS(摊薄)	1.32	1.42	1.62	1.90	2.19	2.51
PE	30.56	32.85	25.62	18.39	15.94	13.92

资料来源：Wind，天风证券研究所；注：盈利预测为Wind一致预测

联影医疗：海外业务有望高态势增长，国际化前景广阔

（一）主营业务

- 2024年前三季度公司实现营业收入69.5亿元，同比下降6%，归母净利润6.7亿元，同比下降37%，国内收入56亿元（-13%）。海外收入14亿元（+36%），保持了快速增长的态势。海外收入占比进一步提升到20%。

（二）经营要点

- 海外订单落地：凭借强劲的创新能力和高水准的产品技术，公司自年初以来，成功在全球40多个国家签单或安装近300台高端机型，产品涵盖uCT 960+、uMR Omega、uMI Panorama等多个型号，广泛覆盖欧美、拉美、非洲、中东和亚太等多个地区。
- 以旧换新订单落地：委属医院和县域医共体为本轮以旧换新的主体，目前超长期国债已发行1万亿元，公司的影像设备有望受益，预计2024第四季度到2025年上半年末有较大规模落地。
- 招投标恢复：10月销售额同比增长26%，环比增长35%（医疗设备行业整体收入同比-5%，环比-12%），增长显著好于行业。

表：财务指标及盈利预测（百万元）

单位（百万元）	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	9238.12	11410.77	11425.14	13717.97	16633.84
增长率(%)	27.36	23.52	0.13	20.07	21.26
归母净利润	1656.08	1974.29	1472.21	2052.46	2543.14
增长率(%)	16.86	19.21	25.43	39.41	23.91
EPS(摊薄)	2.01	2.40	1.79	2.49	3.09

资料来源：Wind，天风证券研究所

艾力斯：伏美替尼持续放量，适应症持续拓展

（一）主营业务

- **伏美替尼新增披露数据**：公司在IASCLC2024世界肺癌大会（WCLC）的主席研讨会（Presidential Symposium Presentation）上公布了伏美替尼单药**一线治疗EGFR PACC突变型非小细胞肺癌患者的全球Ib期概念验证随机研究（FURTHER）数据**。至2024年6月20日，观察到患者全身和中枢神经系统（CNS）的显著缓解：**由盲态独立阅片中心（BICR）评估的240mg QD和160mg QD剂量组的ORR为81.8%和47.8%。由BICR评估的240mg QD和160mg QD剂量组的确认ORR（cORR）分别为63.6%和34.8%。**中位缓解持续时间尚未达到；90.9%（n=20/22）已确认缓解的患者仍在研究中。在基线脑转移的一线患者中，由BICR修订版实体瘤缓解评价标准（RECIST）1.1确定的CNS ORR为46.2%（n=6/13）。
- **合作**：2024年8月30日，艾力斯与加科思签署《药品技术许可与开发协议》，艾力斯获得在中国（包括中国大陆、香港、澳门和台湾地区）研究、开发、生产、注册以及商业化KRAS G12C抑制剂戈来雷塞和SHP2抑制剂JAB-3312的独占许可。根据协议条款，艾力斯将就此项授权向加科思支付1.5亿元首付款，最高达7.0亿元的开发及销售里程碑付款，以及两位数比例的销售提成，上述金额为含增值税金额。

（二）在研管线进展

- 截止2024年12月底，根据丁香园insight数据库显示，**共有4项由艾力斯申办临床试验正在进行中**，除FURVENT研究为国际多中心临床试验以外，其余试验均仅在中国内地开展。这四项试验分别为2021年4月开始试验的伏美替尼单药对照安慰剂作为EGFR敏感突变患者的辅助治疗的FORWARD研究（NCT04853342）；2023年5月开始试验的伏美替尼单药对照化疗治疗针对EGFR ex20ins突变非鳞状NSCLC患者的FURVENT研究（NCT05607550）；伏美替尼联合含铂双药化疗对照奥希替尼一线治疗EGFR突变非鳞状NSCLC脑转移患者的CTR20242992试验，该试验于2024年8月首次公示；以及伏美替尼对照含铂双药化疗一线治疗EGFR PACC突变或EGFR L861Q 突变的NSCLC患者的CTR20243831试验，该试验于2024年10月首次公示。

资料来源：WIND，天风证券研究所；注NCT03787992的关键性临床证据已经公布，且伏美替尼基于此已经成功获批1L NSCLC适应症，且clinicaltrials试验登记平台显示状态未知，我们视NCT03787992已经完成试验

惠泰医疗：PFA获批，丰富电生理业务产品布局

（一）业绩趋势：惠泰医疗是一家专注于电生理和介入类医疗器械的研发、生产和销售的高新技术企业，是国产电生理和血管介入医疗器械品种品类齐全、规模领先、具有较强市场竞争力的企业之一。2024年度前三季度营业收入为15.25亿元，**同比增长25.63%**；归母净利润5.28亿元，**同比增长30.97%**；扣非归母净利润5.08亿元，**同比增长41.08%**。

（二）经营要点

- 1) 2024年12月16日，公司发布公告，惠泰医疗第三类有源医疗器械一次性使用心脏脉冲电场消融导管获得NMPA批准上市，全资子公司上海宏桐第三类有源医疗器械心脏脉冲电场消融仪获得NMPA批准上市，用于治疗药物难治性、复发性、症状性阵发性房颤。
- 2) 一次性使用心脏脉冲电场消融导管及心脏脉冲电场消融仪（型号：PFG-microl）获批，扩充电生理领域产品布局。同时，一次性使用心脏脉冲电场消融导管与心脏脉冲电场消融仪配合使用，需与公司全资子公司湖南埃普特医疗器械有限公司生产的一次性使用磁电定位压力监测脉冲电场消融导管共同使用，用于治疗药物难治性、复发性、症状性阵发性房颤。
- 3) 房颤患病人群基数庞大，行业前景广阔。受人口老龄化加剧影响，弗若斯特沙利文预计到2025年，房颤患病人数将达到2266.6万人，2021-2025年的复合年增长率为2.85%，手术需求较高。相比于射频消融和冷冻消融技术，脉冲电场消融（pulsed field ablation, PFA）是一项新型消融技术，具备更安全、快速、并发症更少的优势。公司此次获批的产品将在房颤治疗领域得到应用，进一步满足多元化的临床需求。

表：财务指标及盈利预测（百万元）

关键指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1216.02	1650.21	2290.82	3082.32	3847.33
增长率(%)	46.74	35.71	38.82	34.55	24.82
归母净利润(百万元)	358.02	533.92	866.42	1,163.91	1,521.75
增长率(%)	72.19	49.13	31.46	36.84	33.56
EPS(摊薄)	5.35	7.99	10.50	14.36	19.19
PE	80.68	54.10	40.91	30.45	23.29

资料来源：Wind，天风证券研究所

益方生物：TYK2抑制剂D-2570公布银屑病适应症数据，数据优异

（一）主营业务

近期要点：公司D-2570（TYK2）银屑病的II期临床试验数据优异。D-2570的数据表现也优于已上市的同类TYK2抑制剂，并且在效果上可与抗体生物药（如抗IL-17A，抗IL-23抗体）相媲美。在D-2570治疗12周时，低、中、高三个剂量组中PASI 75应答率为85.0%-90.0%，显著高于安慰剂组的12.5%，达到本次研究的主要终点。在其他疗效指标上，三个剂量组PASI 90应答率为70.7%-77.5%，安慰剂组为5.0%。**PASI 100应答率为39.0%-50.0%**，安慰剂组为2.5%。sPGA 0/1应答率为80.5%-87.5%，安慰剂组为20.0%。

管线进展：

- 1）贝福替尼商业化权益授予贝达药业，2024年医保谈判进展顺利，一线适应症成功纳入医保，2025年有望取得较好的销售增长。
- 2）公司自主研发的KRAS G12C 抑制剂D-1553的NSCLC适应症获批上市，2025年有望参加医保谈判。
- 3）内分泌治疗所对应的HR+/HER2-患者为乳腺癌患者中最大的分子亚型，根据2024年最新发布的《中国2022年癌症发病率和死亡率报告》显示，乳腺癌为女性发病率第二的大癌种，发病率为51.17/十万人，预计每年新发患者35.3万人，HR+/HER2- 患者占比约70%，患者基数大。公司的口服SERD D-0502已进入注册性临床。
- 4）TYK2靶点药物的具有口服便利性，是JAK家族无黑框警告的药物，在慢病管理上有优势。并且可以持久显著改善头皮、掌跖皮损，相较生物制剂有一定疗效优势。生物制剂容易出现抵抗，2022年发表于中华皮肤科杂志的文章显示，73例中国患者治疗24周后，49.3%仍残留头皮皮损。**公司D-2570（TYK2）银屑病的II期临床试验数据优异。**

（二）投资建议

投资建议：维持“买入”评级。

表：益方生物财务指标及盈利预测（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	0	185.53	129.5	229.5	356.8
增长率(%)	0	0	-30.2	77.22	55.47
归属母公司净利润(百万元)	-483.49	-283.98	-291.57	-238.73	-180.22
增长率	35.09%	-41.26%	2.67%	-18.12%	-24.51%
市盈率(P/E)	-15.29	-16.44	-25.83	-31.55	-38.42

资料来源：WIND，天风证券研究所；

风险提示

□ 政策波动的风险

医保政策、服务价格调整等政策或对医药行业产生影响

□ 个别公司业绩不及预期

公司经营过程中由于业务、管理、政策等内外部因素影响或造成一定业绩波动

□ 市场震荡风险

若市场风险偏好改变或对公司成长性预期有所调整，或可能影响公司估值水平的稳定性

□ 个别公司研发进度不及预期

若研发受技术难题、临床试验或审批延误影响，可能导致产品上市推迟并增加成本。

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS