



德邦证券
Topsperity Securities

证券研究报告 | 行业年度策略

医药

优于大市（维持）

2024年12月03日

2025年医药策略报告： 聚焦业绩成长，关注整合并购

证券分析师

姓名：周新明

资格编号：S0120524060001

邮箱：zhouxm@tebon.com.cn

证券分析师

姓名：陈进

资格编号：S0120521110001

邮箱：chenjing3@tebon.com.cn

证券分析师

姓名：吴明华

资格编号：S0120524050002

邮箱：wumh3@tebon.com.cn

证券分析师

姓名：李霁阳

资格编号：S0120523080003

邮箱：lijy7@tebon.com.cn

证券分析师

姓名：安柯

资格编号：S0120524060006

邮箱：anke@tebon.com.cn



目录

CONTENTS

1. 总论：医保板块回顾及政策总结
2. 25年政策鼓励方向，重点看好创新药及集采获益
3. 新业务、新产品、新渠道
4. 关注并购重组带来的投资机会
5. 关注低位资产布局机会
6. 核心推荐标的
7. 风险提示

- **行业判断**：看好医药24Q4和25年行情。医药政策边际缓和（728反腐集中整治趋缓、创新药全链条鼓励，医药政策支持空间强）、盈利预期恢复（低基数、新业务新产品新渠道推动）。
- **主线：聚焦业绩成长，关注整合并购**
 - **主线1：政策鼓励**：1) 创新药，政策呵护，降息预期，密集商业化，出现一批出海的企业，建议关注港股龙头公司，百济、信达、和黄等；2) 集采：第十批集采利好的公司和品种；中硼硅模制瓶，建议关注山东药玻、力诺特玻等。
 - **主线2：新业务新产品新渠道**：1) 新业务：建议关注如健友股份小分子、生物类似物出海；2) 新产品：如一系列创新药龙头康方、信达、海思科等；建议关注兴齐阿托品等；3) 新渠道：如和黄通过武田合作海外销售等。
 - **主线3：关注整合并购**：1) 已经换或者有换大股东预期。建议关注人福、派林、博雅、新诺威等；2) 较强持续并购预期：业务属性决定并购才能做大做强，建议关注新诺威等。
 - **主线4：低位资产**。1) 消费医疗，关注经济；2) 创新药产业链（CXO和科研服务），关注国内外投融资数据。
- **从政策、质地、盈利、估值四个维度分析，包括创新药及其产业链、中药、医疗器械、原料药、血制品等板块具备投资价值。**
 - **稳健标的：重点关注 人福医药、山东药玻、康方生物、派林生物、仙琚制药；**
 - **弹性标的：重点关注 再鼎医药、开立医疗、兴齐眼药、昆药集团、康诺亚。**
- **风险提示**：集采执行范围进一步扩大、竞争格局恶化风险、行业整体增速不及预期

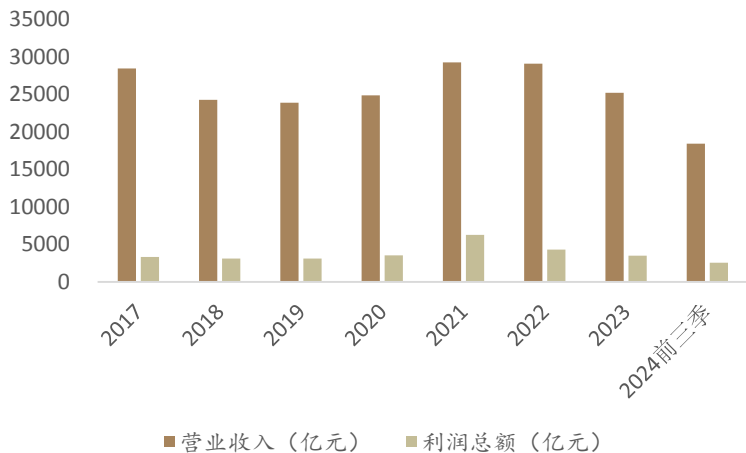
01

总论：医保板块回顾及政策总结

1.1 行业以及板块回顾

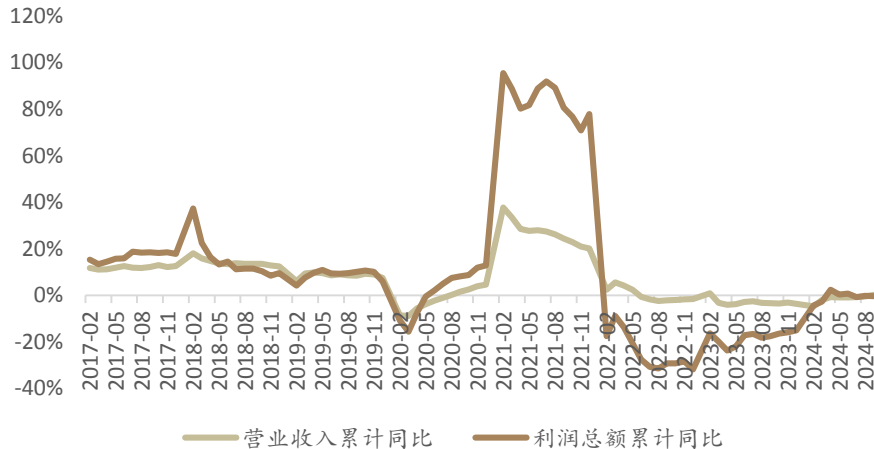
□ **医药制造业累计收入及利润**：根据国家统计局数据，医药制造业已明显摆脱疫情期间负面影响，下滑幅度不断收窄，或将出现反转趋势。2024年前三季，中国医药制造业累计收入达 1.84 万亿元，同比增长 0.2%，相比2022-2023年，增速逐步向上；医药制造业累计利润为 2543.9 亿元，同比下滑 0.4%。

图：2017-2024前三季医药制造业累计收入及利润



资料来源：Wind，国家统计局，德邦研究所

图：2017-2024前三季医药制造业收入及利润累计同比



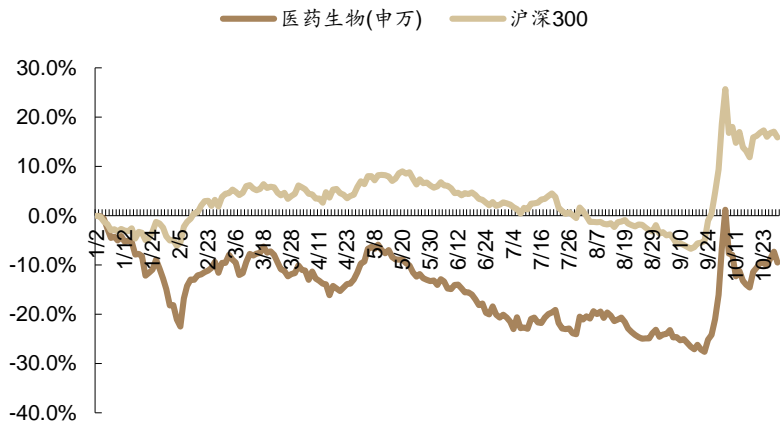
资料来源：Wind，国家统计局，德邦研究所

1.1 行业以及板块回顾

□ 截至2024年10月29日，申万医药生物板块指数下跌9.9%，跑输沪深300指数24.3%。

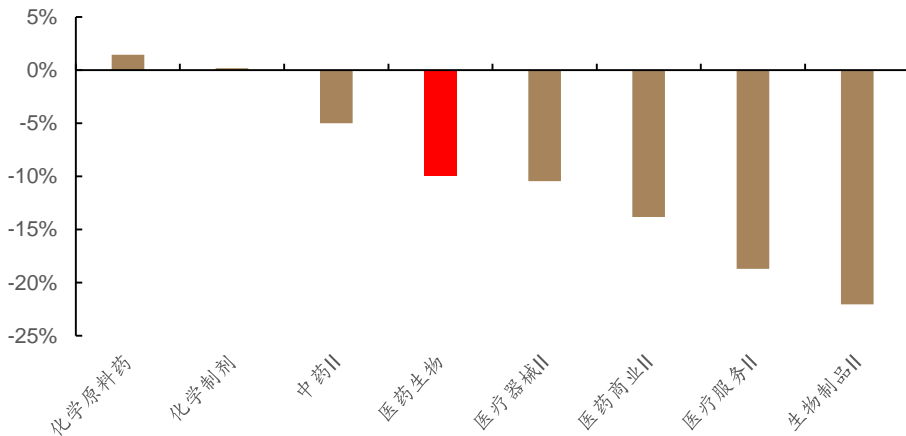
□ 医药子板块（申万）表现：化学原料药1.45%、化学制剂0.18%、中药II-5.00%、医疗器械II -10.44%、医药商业II -13.81%、医疗服务II -18.71%、生物制品II-22.05%。

图：截至2024年10月29日医药生物（申万）涨跌幅



资料来源：Wind，德邦研究所

图：2024年初至10月29日医药子板块（申万）涨跌幅

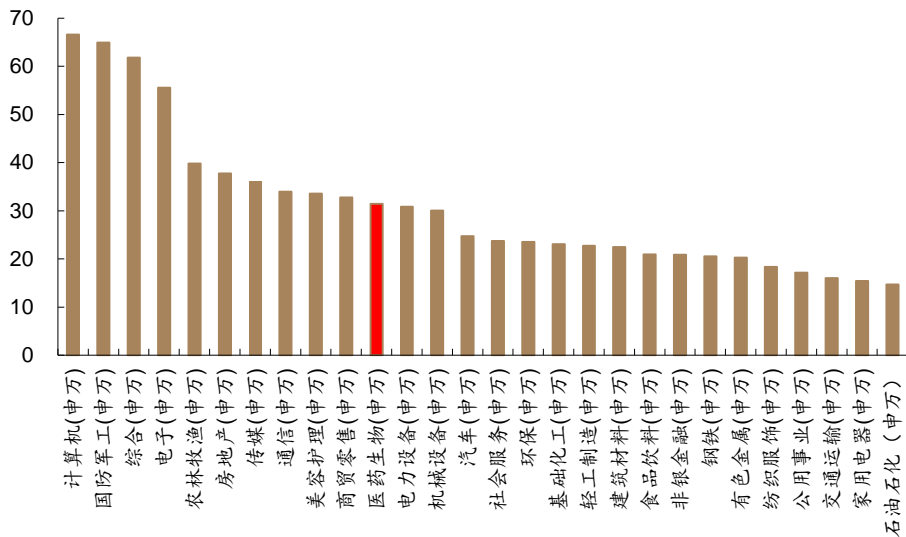


资料来源：Wind，德邦研究所

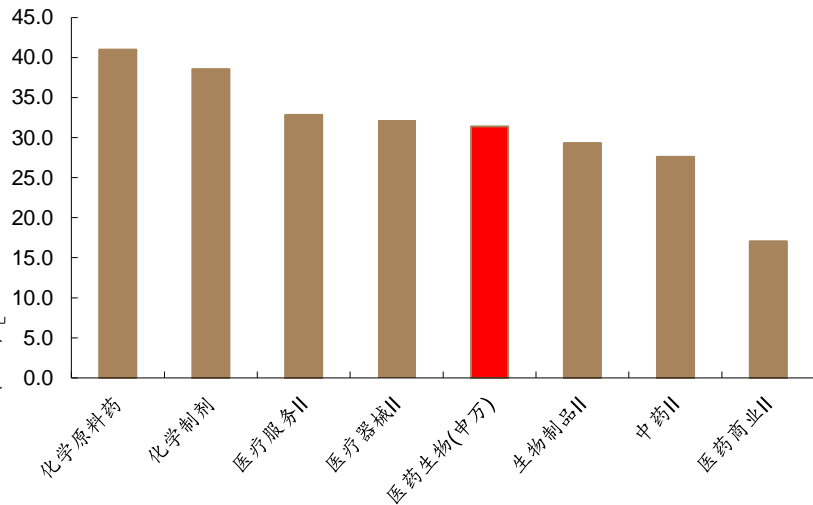
1.1 行业以及板块回顾

□ **医药行业估值情况**：截至2024年10月29日，申万医药板块整体估值为31.4，较2024年初增加3.2，在申万一级分类中排第11。

图：申万各板块估值情况（2024年10月29日，PE-TTM法）



图：申万医药子板块估值情况（2024年10月29日，PE-TTM法）



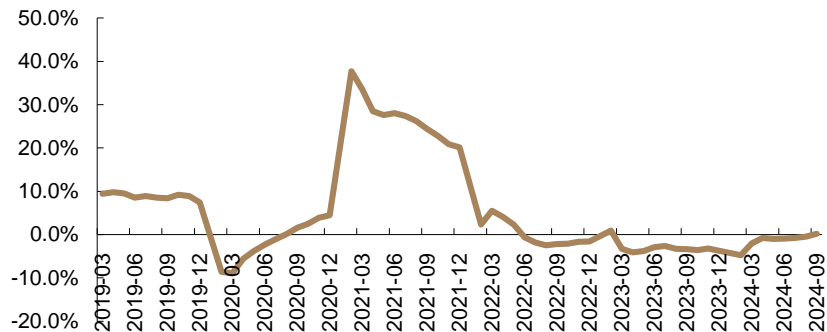
资料来源：Wind，德邦研究所

资料来源：Wind，德邦研究所

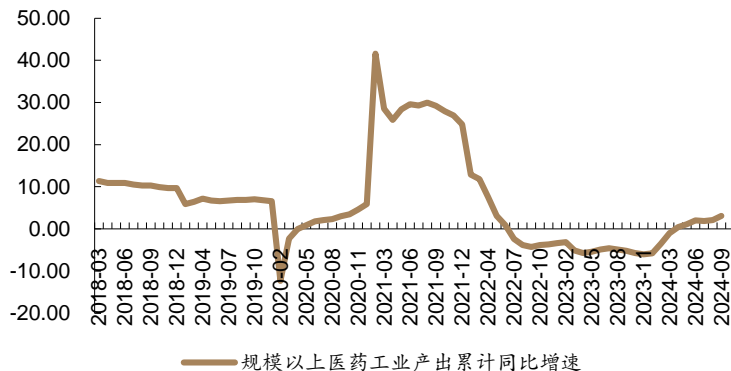
1.2 医药制造业收入

- **医药制造业收入数据**：2024年前三季，中国医药制造业累计收入达 1.84 万亿元，同比增长 0.2%，相比2022-2023年，增速逐步向上；医药制造业累计利润为 2543.9 亿元，同比下滑 0.4%。
- **规模以上医药工业产出数据**：2024年1-9月规模企业产出同比增速为3.1%，明显较医药制造业增速快，整体上说明规模以上医药企业经营情况更好。

图：医药制造业营业收入累计同比增速（%）



图：规模以上医药工业产出当月同比增速（%）



1.2 各版块估值和业绩情况

- 2024H1各版块收入差异较大；其中，医疗耗材、化学制剂、线下药店等行业增速较快，其他生物制品和疫苗行业下滑较多。
- 2024年预计血制品、设备、医疗服务、线下药店增速较快。

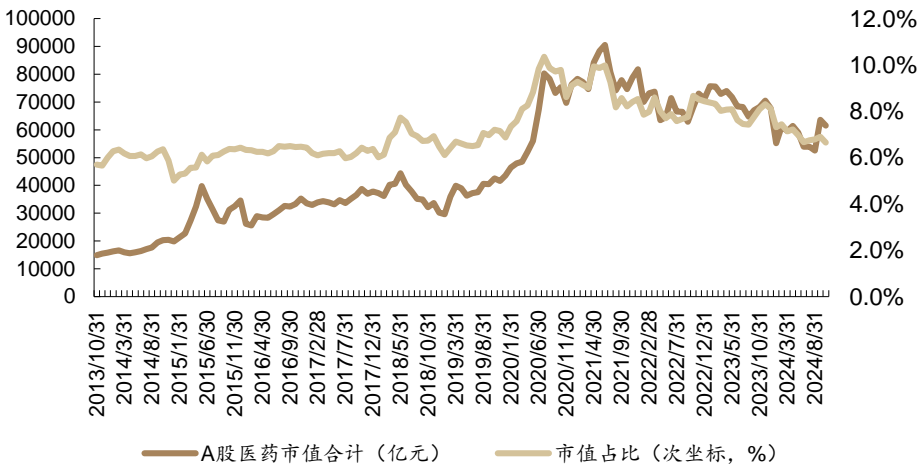
表：申万三级子行业总收入（总和）增速情况（截至2024年11月19日）

	2022	2023	2024H1	2024E	2025E	2023-2025CAGR	估值（PE-TTM，整体法）
SW诊断服务	36%	-40%	-8%	-7%	11%	1%	94
SW医院	19%	29%	4%	2%	15%	9%	44
SW医疗耗材	-10%	5%	20%	-14%	20%	2%	35
SW原料药	10%	-6%	-1%	-45%	16%	-20%	32
SW血液制品	-9%	15%	4%	10%	15%	12%	30
SW化学制剂	3%	0%	8%	-9%	12%	1%	29
SW医疗设备	34%	13%	0%	6%	18%	12%	33
SW其他医疗服务	5%	1%	5%	6%	15%	10%	30
SW中药III	5%	7%	-3%	-13%	10%	-2%	26
SW医疗研发外包	57%	6%	-3%	-1%	14%	6%	26
SW其他生物制品	12%	15%	-24%	-12%	22%	4%	26
SW体外诊断	44%	-67%	-6%	-26%	21%	-6%	22
SW疫苗	29%	7%	-22%	-17%	13%	-3%	27
SW线下药店	30%	14%	8%	11%	19%	15%	21
SW医药流通	4%	6%	-1%	-19%	9%	-6%	17

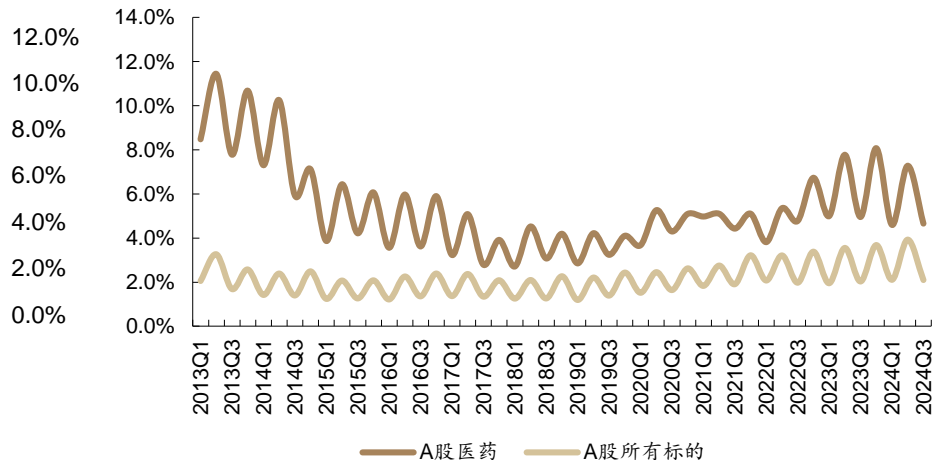
1.2 医药市值占比和基金持股比例

- 截止2024年10月29日，A股医药行业总市值约6.15万亿元，占全部A股的市值比例从2023年10月31日的8.1%下滑至6.6%，较2024年初下滑1.5%，与9月数据比略有下滑。
- 截至2024前三季度，基金持股比例（整体法）约为4.7%，环比下滑2.6pp。

图：医药股占A股总市值比重



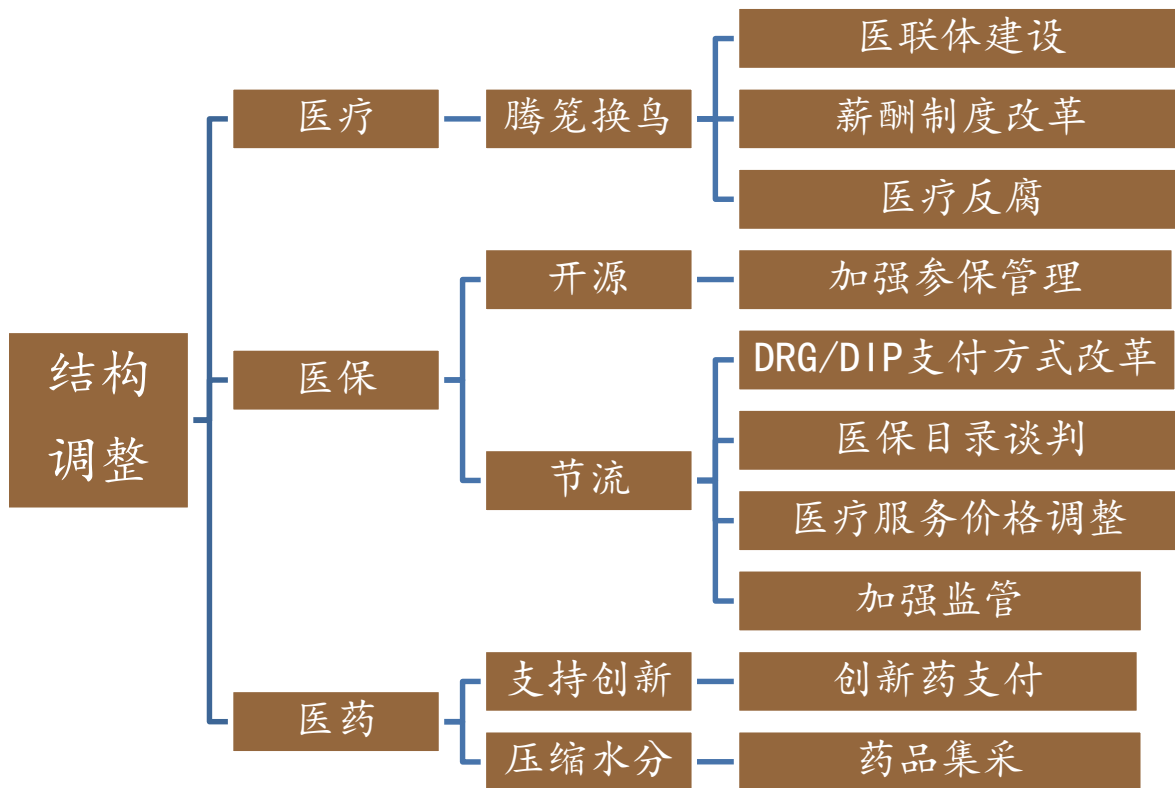
图：基金持股比例（整体法，截至2024Q3）



资料来源：wind，德邦研究所

资料来源：wind，德邦研究所（注：数据为季报数据，非单季度数据）

1.3 政策前瞻-政策思路：三医联动，结构调整

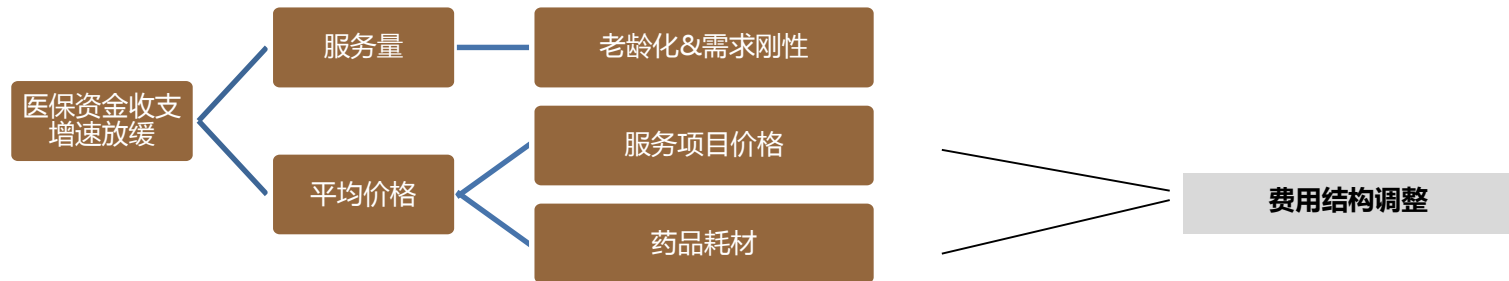


1.3 政策前瞻-政策执行：框架成熟，执行深化

		要点	时间	发文单位	文件&报道
医疗	医联体建设	明确了时间线 ：2025年底，力争全国90%以上的县形成县域医共体。2027年底，紧密型县域医共体基本实现全覆盖	2023年12月29日	国家卫健委等10部委	《关于全面推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的指导意见》
	薪酬改革	各地探索阶段 ：研究制定关于医疗服务收入内涵与薪酬制度衔接的办法	6月3日	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务》
	医疗反腐	强调制度建设 ：重点强调推进医药购销领域制度建设	5月17日	国家卫健委等14部委	《2024年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点》
	加强参保管理	首次明确断缴/连续缴纳会影响支付限额 ：自2025年起，对断保人员再参保的，可降低大病保险最高支付限额；对连续参加居民医保满4年的参保人员，之后每连续参保1年，可适当提高大病保险最高支付限额	7月26日	国务院办公厅	《关于健全基本医疗保险参保长效机制的指导意见》
医保	DRG/DIP支付方式改革	DRG/DIP 2.0版快速落地 ：2024年新开展DRG/DIP付费的统筹区域直接使用2.0版分组，已开展DRG/DIP付费的统筹区域应当在2024年12月31日前完成2.0版分组的切换准备工作	7月17日	国家医保局	《关于印发按病组和病种分值付费2.0版分组方案并深入推进相关工作的通知》
	医保目录谈判	流程成熟，通过形式审查增多 ：10月30日谈判完成	6月28日	国家医保局	《2024年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录调整工作方案》
	医疗服务价格调整	扩大试点覆盖面 ：在5个试点城市的基础上，扩展到内蒙古、浙江、四川三个省份	3月18日	国家医保局	深化医疗服务价格改革试点将扩围
	加强监管	明显加强 ：明确骗保的处罚措施，今年已经在无锡市有具体案例落地	2月28日	最高法等三部委	《关于办理医保骗保刑事案件若干问题的指导意见》
医药	创新药支付	态度明确 ：国务院常务会议审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》	7月5日	国务院办公厅	李强主持召开国务院常务会议审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》
		有态度，但还未落地 ：提出了新上市化学药品首发定价的新规	2月5日	国家医保局	《关于建立新上市化学药品首发价格形成机制 鼓励高质量创新的通知（征求意见稿）》
	药品集采	11月1日各地医保完成报量审核	10月16日	山西省药械集中招标采购中心	《关于报送第十批国家组织药品集中采购品种需求量的通知》

资料来源：中国政府网，国家医保局，山西省药械集中竞价采购网等，德邦研究所

1.3 政策前瞻-DRG/DIP稳步落地，行业或短期结构承压



压力传递

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
统筹地区	206	384 (超90%)	预计全覆盖		
	统筹区-医疗机构-病种-医保基金逐步覆盖，目前中间环节没有披露				
住院医保基金			预计80%-90%	预计接近90%	
	门诊医保基金：我们判断目前暂时还不具备管控的条件				
	预计要完成医保-医院-医生-药耗的压力传递				
医院经营压力	2020年近一半三级医院亏损，预计目前压力加大				
医生绩效		2023年底开始，预计2-3年时间			
医药工业承压			企业消化影响，预计2-3年		

资料来源：中国政府网，国家卫健委，金豆数据，三明医改办，除医院经营压力外以上2024-26年数据均为测算，以官方披露数据为准，德邦研究所测算

1.3政策向好：集采影响已过，医保续约及定价支持创新

■ 药品端集采：规则不断优化，整体降幅缓和

- **国家药品集采5年覆盖374种药品，整体降幅趋于缓和。**2018年底最初开展的“4+7”试点中选品种25个，中选价平均降幅为52%，与试点城市2017年同种药品最低采购价相比，中选价平均降幅52%，最高降幅96%。9个月之后的“4+7”扩围，中选品种降幅创出了这五年的最高点59%。在随后2020-2024年开展第二~十批国家集采。
- **历次集采中不断优化完善采购规则，不再“唯低价”，更加理性。**每一批次药品带量采购都会伴随规则的不断优化和完善，例如颇具创新性的“1.8倍熔断机制”、“50%降幅保护机制”、“0.1元保护机制”等。集采不再是一味的降价，在集采各个环节的规则上都给予了差异性很大的独特设计，让具体规则更具科学性、合理性、操作性。2024年10月第十批集采启动，本次集采共涉及62个产品，263品规数量，创历次集采之最。

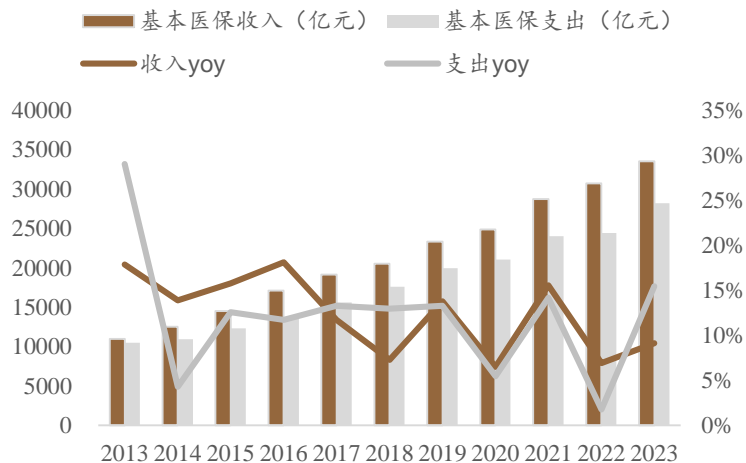
图：九批国家药品集采时间轴

	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
批次	首轮4+7	4+7扩围	第二批 第三批	第四批 第五批 第六批	第七批	第八批 第九批	第十批
中选时间	12月17日	9月30日	1月21日 8月24日	2月8日 6月28日 11月30日	7月18日	4月11日 11月16日	10月18日（启动）
执行时间	2019年2~3月	2019年底	2020年4月 2020年10月	2021年5月 2021年10月 2022年5月	2022年11月	2023年7月 2024年3月	--
品种数	25个	25个 (同前一批)	25个 (包含前一批)	122个	60个	80个	62个
中选价平均降幅	↓ 52%	↓ 59%	↓ 54%	↓ 52%	↓ 48%	↓ 57%	--

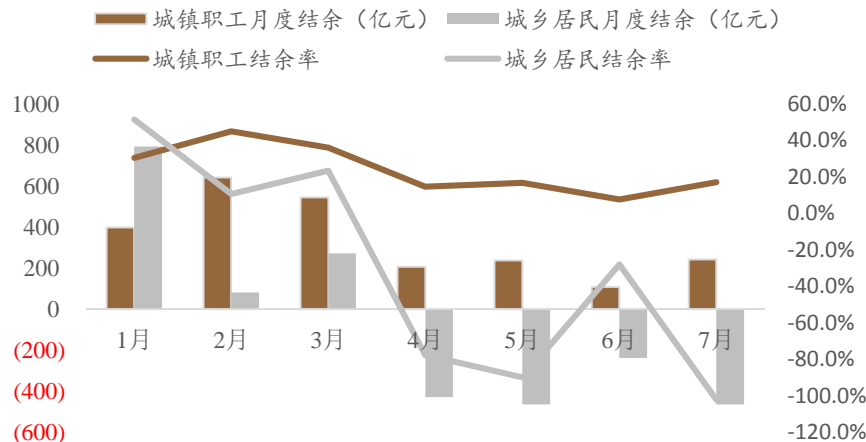
1.3 政策前瞻-医保：收支降速，总体稳健，结构承压

- **基本收支整体降速，但收支总体稳健。** 2013-2017年收入和支出CAGR分别为14.8%和10.4%，2019-2023年收入和支出CAGR为9.3%和9.0%，近5年基本医保收支明显减速。但对比近5年来看，除2023年可能有疫后需求复苏、阶段缓缴等因素的影响，医保支出增速快于医保收入，其他年份收入增速仍大于支出增速，整体稳健。
- **结构承压，城乡居民结余压力较大。** 从月度来看（截至2024年7月），城镇职工仍保持月度结余。但城乡居民从4月份开始结余率变为负值。考虑到城乡居民年度缴费一般发生在每年7月之后，因此下半年预计月度结余可能有所改善。但从全年看，整体实现动态盈亏平衡压力较大。

图：2013-2023年基本医保收支变化趋势



图：2024年1-7月基本医保结余变化趋势



资料来源：国家医保局，国家统计局，德邦研究所
注：2023年及之前的口径为个账+统筹基金，2024年口径为统筹基金

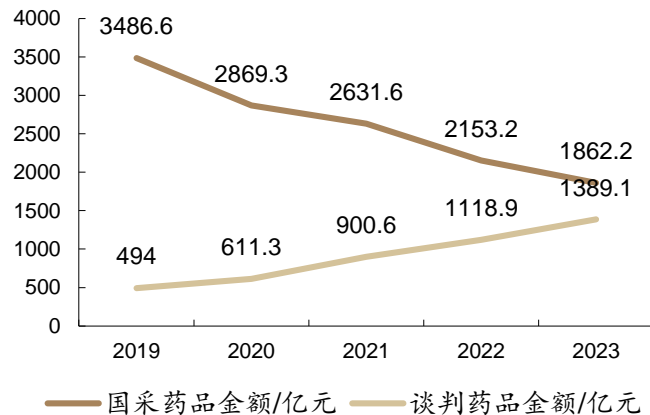
1.3 支付重点调结构：带量采购控费：腾笼换鸟

- **带量采购常态化，减轻患者&医保基金负担。**截止第九批集采，目前集采品种占到公立医疗机构常用药品的约30%。目前已为患者减负5000亿元，同时也缓解了医保基金的支出压力。
- **医药工业维持稳健增长，医保基金将实现腾笼换鸟。**据医药工业十四五规划：营业收入&利润总额年均增速保持在8%以上。**医保基金实现腾笼换鸟：**国家带量采购将一批壁垒低、竞争充分的仿制药通过报量竞价的形式，为医保基金腾挪出支付空间，这部分支付增量预计将向**创新、高壁垒仿制药物、传统优质中药**倾斜。

表：带量采购回顾

	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
批次	首轮4+7	4+7扩围	第二批 第三批	第四批 第五批 第六批	第七批	第八批 第九批
中选时间	12月17日	9月30日	1月21日 8月24日	2月8日 6月28日 11月30日	7月18日	4月11日 11月16日
执行时间	2019年2-3月	2019年底	2020年4月 2020年10月	2021年5月 2021年10月 2022年5月	2022年11月	2023年7月 2024年3月
品种数/ 年	25个	25个 (同前一个)	112个 (包含前一批)	122个	60个	80个
中选价平 均降幅	52%	59%	54%	52%	48%	57%

图：仿制药、创新药“腾笼换鸟”



资料来源：wind，第一财经等，中国医疗保险，《全国医疗保障事业发展统计公报》，德邦研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

1.3 政策向好：2024医保正式收官

- 伴随着政策端的利好，有助于创新发展及投资环境改善，当下国内医药环境已迈入新周期新格局。2018年国家医保局成立以来，大刀阔斧地开展集采和医保谈判等一系列改革，建立了医保支付标准框架和药价形成机制，纠正过去医药购销领域的种种问题。细化调整措施，让创新药上市后销售的预期变得稳定，有望驱动创新药板块持续向好。
- 2023年发布医保续约谈判新规，简化流程：2023年7月4日，国家医疗保障公布医保谈判规则中更新和新增数项新规定，根据新公布的谈判续约规则，支付上限提高，降幅规则更加趋于温和，实现药品以价换量，有助于快速放量，有望驱动创新药板块持续向好。
- 2024年医保国家医保谈判现场谈判/竞价正式收官。从10月27日到30日中午，国家医保局组织25名来自全国各个省份医保部门的谈判专家与相关药品企业开展了现场谈判和竞价，共涉及127家企业、162种药品，其中医保目录外药品117种，医保目录内谈判续约药品45种。新版医保药品目录预计于11月底对外发布，明年1月1日起正式实施。根据医保局官网信息，6年来，谈判新增的药品，协议期内医保基金累计支出超3400亿元，带动相关药品销售总额近5000亿元。

图：国家历次医保药品目录谈判

谈判批次	第一批	第二批	第三批	第四批	第五批	第六批	第七批	第八批
组织单位	原国家卫生计生委	国家人力资源社会保障部	国家医疗保障局	国家医疗保障局	国家医疗保障局	国家医疗保障局	国家医疗保障局	国家医疗保障局
国家发文时间	2016.05	2017.07	2018.1	2019.11	2020.12	2021.12	2023.01	2023.12
各省执行时间	2016.6前	2017.12前	2018.11前	2020.1.1	2021.3.1	2022.1.1	2023.03	2024.01
入围种数	3种	36种	17种	97种（70个新增，27个续约）	119种（96个新增调入，23个目录内谈判调入）	94种（67个新增调入，27个目录内谈判调入）	121种（108个目录外新增）	126种
平均降幅	58.70%	44%	56.70%	60.70%	50.64%	61.71%	60.1%	61.7%
涉及领域	抗病毒、抗肿瘤	抗肿瘤、心血管病、精神病、抗感染、糖尿病等	12个实体肿瘤药、5个血液肿瘤药	抗肿瘤、罕见病用药、糖尿病、儿童用药等	抗肿瘤、罕见病、肝炎、糖尿病、心脑血管等	肿瘤、慢性病、抗感染、罕见病、妇女儿童等用药	慢性病、肿瘤、抗感染、罕见病等	肿瘤、新冠、糖尿病、精神病、抗感染等

1.3 政策前瞻-2024医保谈判-众多大单品或将纳入

□ 今年医保谈判中，多个产品是23/24年近两年获批的新品种。其中正大天晴（中国生物制药）ROS1抑制剂、ALK抑制剂，康方生物CTLA4/PD1 双抗、PD1/VEGF-A双抗、迪哲医药EGFR exon 20抑制剂，云顶新耀布地奈德肠溶胶囊，泽璟制药重组人凝血酶等创新品种均在列。

图：部分2023年6月30日后获批的创新药

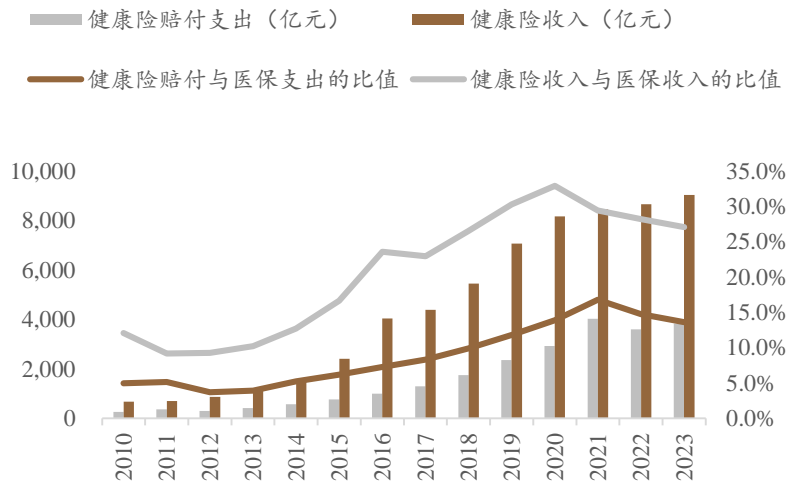
通用名	靶点机制	企业名称	适应症	上市签发日期	药物分类
贝莫苏单抗注射液	PDL1单抗	正大天晴	小细胞肺癌	2024/4/30	生物制品
富马酸安奈克替尼胶囊	ROS1抑制剂	正大天晴	非小细胞肺癌	2024/4/24	化学药品
枸橼酸依奈阿克胶囊	ALK抑制剂	正大天晴	非小细胞肺癌	2024/6/11	化学药品
派安普利单抗注射液	PD-1单抗	正大天晴康方(上海)	鳞状非小细胞肺癌; 霍奇金淋巴瘤; 鼻咽癌	2021/8/3	生物制品
托莱西单抗注射液	PCSK9单抗	信达生物	杂合子型家族性高胆固醇血症; 高胆固醇血症; 混合型高脂血症	2023/8/15	生物制品
重组人凝血酶		苏州泽璟生物	出血; 术后出血	2023/12/26	生物制品
恩朗苏单抗注射液	PD1单抗	石药集团巨石生物	宫颈癌	2024/6/25	生物制品
布地奈德肠溶胶囊		云顶新耀	LgA肾病	2023/11/21	化学药品
阿利沙坦酯氨氯地平片	ARB/CCB类复方制剂	信立泰	高血压	2024/5/15	化学药品
苯甲酸福格列汀片	DPP-4抑制剂	信立泰	II型糖尿病	2024/6/28	化学药品
注射用紫杉醇聚合物胶束		上海谊众	非小细胞肺癌; 乳腺癌		化学药品
盐酸托鲁地文拉法辛缓释片		绿叶制药	抑郁症	2022/11/1	化学药品
卡度尼单抗注射液	CTLA4/PD1 双抗	康方生物	宫颈癌	2022/6/28	生物制品
依沃西单抗注射液	PD1/VEGF-A双抗	康方生物	非鳞状非小细胞肺癌	2024/5/21	生物制品
富马酸泰吉利定注射液	μ opioid receptor激动剂	恒瑞医药	术后疼痛	2024/1/30	化学药品
恒格列净二甲双胍缓释片 (I) (II)	SGLT2/双胍类复方	恒瑞医药	II型糖尿病	2023/12/29	化学药品
苯磺酸克利巴林胶囊	GABA类似物;α2δ配体	海思科	糖尿病周围神经痛	2024/5/15	化学药品
考格列汀片	DPP-4抑制剂	海思科	II型糖尿病	2024/6/18	化学药品
戈利昔替尼胶囊	JAK抑制剂	迪哲医药	外周T细胞淋巴瘤	2024/6/18	化学药品
舒沃替尼片	EGFR exon 20抑制剂	迪哲医药	非小细胞肺癌	2023/8/22	化学药品
枸橼酸倍维巴肽注射液	GPIIb/IIIa拮抗剂	百奥泰	血栓(抗凝或抗血小板); 急性冠脉综合征	2024/6/25	化学药品

资料来源：医药魔方、国家医疗保障局，德邦研究所

1.3 政策前瞻-商业健康险仍有提升空间

- 2010年至今，商业健康险取得长足发展。**2014-2023年十年间商业健康险的收入/支出CAGR为21.3%/23.5%，同期基本医保的收入/支出CAGR为11.5%/11.1%。但商业健康险支出与基本医保支出的比值从5.2%增加到13.6%。但整个商业健康险支出占卫生总费用的比例仅为5.07%。
- 与主流国家相比，商业健康险仍有提升空间。**不同的国家卫生体制不同，筹资体系也不尽相同。与我国筹资体系相同韩国、德国等国家相比，我国的商业健康险筹资仅为5.07%，我国商业健康险的占比仍有较大的提升空间。

图：2010-2023年健康险收支情况



图：2021年主流国家医疗卫生筹资结构

	公共筹资	个人筹资	商业保险筹资
加拿大	73%	14%	13%
美国	55%	11%	34%
韩国	61%	29%	10%
德国	79%	12%	9%
意大利	75%	22%	3%
英国	84%	14%	2%



02

25年政策鼓励方向，重点看好 创新药及集采获益

2.1 创新药产业链：政策持续支持

- **创新药各类政策落地，全面支持创新药发展**：从政策层面看，今年大量顶层政策直接支持医药创新化和创新药的发展。李强总理在政府工作报告中提到创新药为新质生产力，是未来增长引擎之一。多地开始逐步跟进落实创新药鼓励政策。

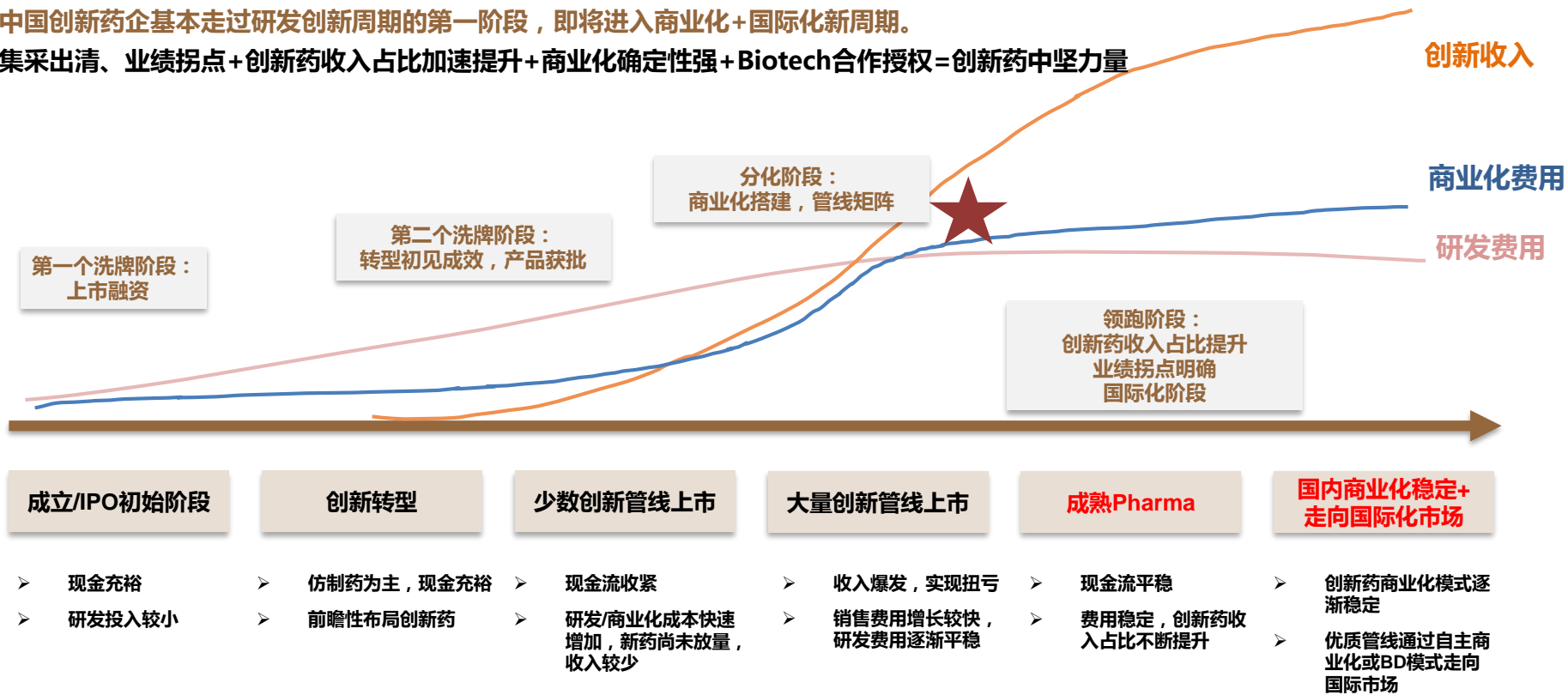
表:创新药鼓励政策

时间	发布机关	政策名称	主要内容
2024年2月	国家医保局、医药价格和招标采购司	《关于建立新上市化学药品首发价格形成机制 鼓励高质量创新的通知（征求意见稿）》	关键政策资源重点分配给真正具有创新性、高水平创新的企业；加快药品首发价格的受理发布速度
2024年4月	北京医保局	《北京市支持创新医药高质量发展若干措施（2024年）》	着力提升创新医药临床研究质效；助力加速创新药械审评审批；大力促进医药贸易便利化；加力促进创新医药临床应用
2024年7月	国务院	《全链条支持创新药发展实施方案》	调动各方面科技创新资源，强化新药创制基础研究，夯实我国创新药发展根基。
2024年10月	广东省人民政府办公厅	《关于进一步推动广东生物医药产业高质量发展的行动方案》	加大创新药械全链条支持，提档加速创新药械研发应用。对创新药、创新医疗器械等重点产品建立提前介入机制和特别审查程序，加快创新药械上市进程。争取每年有1-2个创新药

2.1 创新崛起：已到达盈利拐点，产业进入新阶段

■ 中国创新药企基本走过研发创新周期的第一阶段，即将进入商业化+国际化新周期。

➢ 集采出清、业绩拐点+创新药收入占比加速提升+商业化确定性强+Biotech合作授权=创新药中坚力量



2.1 创新药：众多新品获批，治疗领域向非肿瘤拓展

□ 一年来众多创新药新品获批或申报上市，包括创新双抗、ADC、CAR-T疗法，自免领域的大单品等

□ 值得注意的是，近两年非肿瘤的大单品大量上市及申报，如IL4R单抗、IL17A单抗、PCSK9等

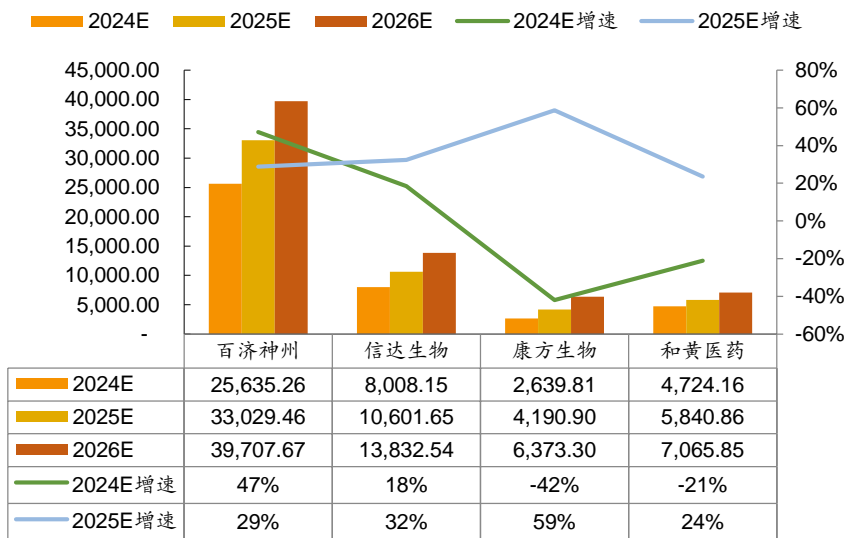
表：近期上市及申报的创新药新品种

药品名称	研发机构	疾病领域	作用机制	中国阶段	中国阶段开始日期	药品名称	研发机构	疾病领域	作用机制	中国阶段	中国阶段开始日期
昂戈瑞西单抗	君实生物(原研)	心脑血管领域	anti-PCSK9单抗	批准上市	2024-10-09	博度曲妥珠单抗	科伦博泰生物;联宁生物(原研)	肿瘤领域;罕见疾病领域	anti-HER2抗体偶联药物	申请上市	2023-05-11
伊努西单抗	康融东方(康方生物)(原研)	心脑血管领域	anti-PCSK9单抗	批准上市	2024-09-26	瑞卡西单抗	恒瑞医药(原研)	心脑血管领域;罕见疾病领域;肿瘤领域	anti-PCSK9单抗	申请上市	2023-06-21
司普奇拜单抗	石药集团;康诺亚(原研)	免疫领域;	anti-IL-4Rα单抗	批准上市	2024-09-10	依若奇单抗	康方生物(原研)	免疫领域;皮肤领域;消化领域;骨骼肌肉领域	anti-IL-12p40单抗	申请上市	2023-08-23
西达基奥仑赛	传奇生物(原研);Johnson & Johnson	肿瘤领域;	BCMA CAR T细胞疗法	批准上市	2024-08-20	芦康沙妥珠单抗	Merck & Co.;科伦博泰生物(原研)	肿瘤领域;罕见疾病领域	anti-TROP2抗体偶联药物	申请上市	2023-12-09
夫那奇珠单抗	恒瑞医药(原研)	免疫领域;	anti-IL-17A单抗	批准上市	2024-08-20	金纳单抗	金赛药业(原研)	内分泌及代谢领域;免疫领域;呼吸领域;肿瘤领域;骨骼肌;罕见病	anti-IL-1β单抗	申请上市	2024-04-11
氟泽雷塞	信达生物;劲方医药(原研)	肿瘤领域	KRAS G12C抑制剂	批准上市	2024-08-20	替妥尤单抗	信达生物(原研)	眼科领域	anti-IGF-1R单抗	申请上市	2024-05-20
赛立奇单抗	智翔金泰(原研)	免疫领域;	anti-IL-17A单抗	批准上市	2024-08-20	瑞康曲妥珠单抗	恒瑞医药(原研)	肿瘤领域;罕见疾病领域	anti-HER2抗体偶联药物	申请上市	2024-09-14
依沃西单抗	Summit Therapeutics;康方生物(原研)	肿瘤领域;	anti-PD1/VEGF-A双特异性抗体	批准上市	2024-05-21	瑞拉芙普-α	Dong-A Pharma;恒瑞医药(原研)	肿瘤领域;罕见疾病领域;血液领域	PDL1/TGFR2抗体融合蛋白	申请上市	2024-09-19
泽沃基奥仑赛	科济药业(原研);inno.N;华东医药	肿瘤领域;	BCMA CAR T细胞疗法	批准上市	2024-02-23	维贝柯妥塔单抗	美雅珂(乐普生物)(原研)	肿瘤领域;罕见疾病领域	anti-EGFR抗体偶联药物	申请上市	2024-09-25
泰吉利定	恒瑞医药(原研)	麻醉镇痛领域	μ opioid receptor激动剂	批准上市	2024-01-16	匹康奇拜单抗	信达生物(原研)	免疫领域;皮肤领域;消化领域	anti-IL-23p19单抗	申请上市	2024-09-26
重组人凝血酶	泽璟制药(原研)	其他领域;血液领域	重组thrombin	批准上市	2023-12-26						
舒沃替尼	迪哲医药(原研)	肿瘤领域;	EGFR exon 20抑制剂;HER2 exon 20抑制剂	批准上市	2023-08-22						
托莱西单抗	信达生物(原研);Adimab	心脑血管领域	anti-PCSK9单抗	批准上市	2023-08-15						

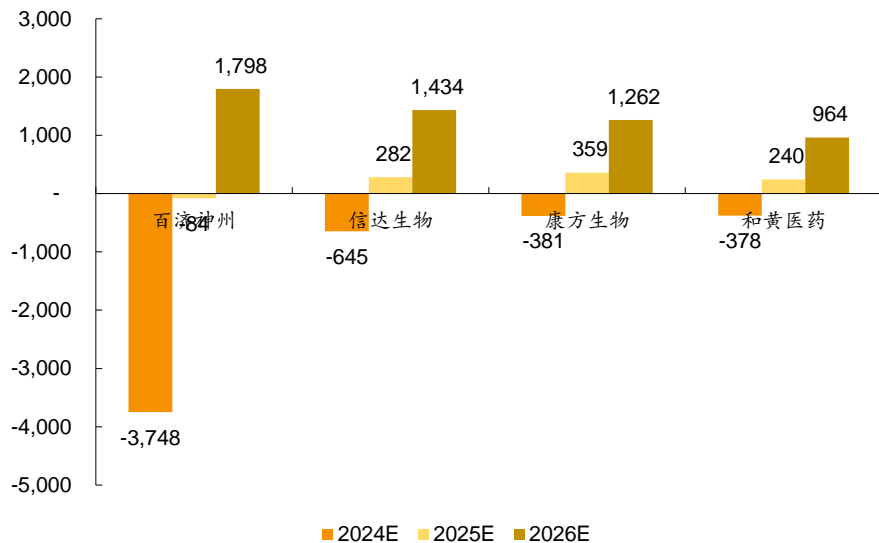
2.1 创新药：盈利周期到来，头部公司有望盈利

□ 根据Wind一致预期，随着收入的不断增长，费用的合理控制，头部药企大多将于2025年来到盈利的临界点。

图：头部创新药收入预期（Wind一致预期、百万元）

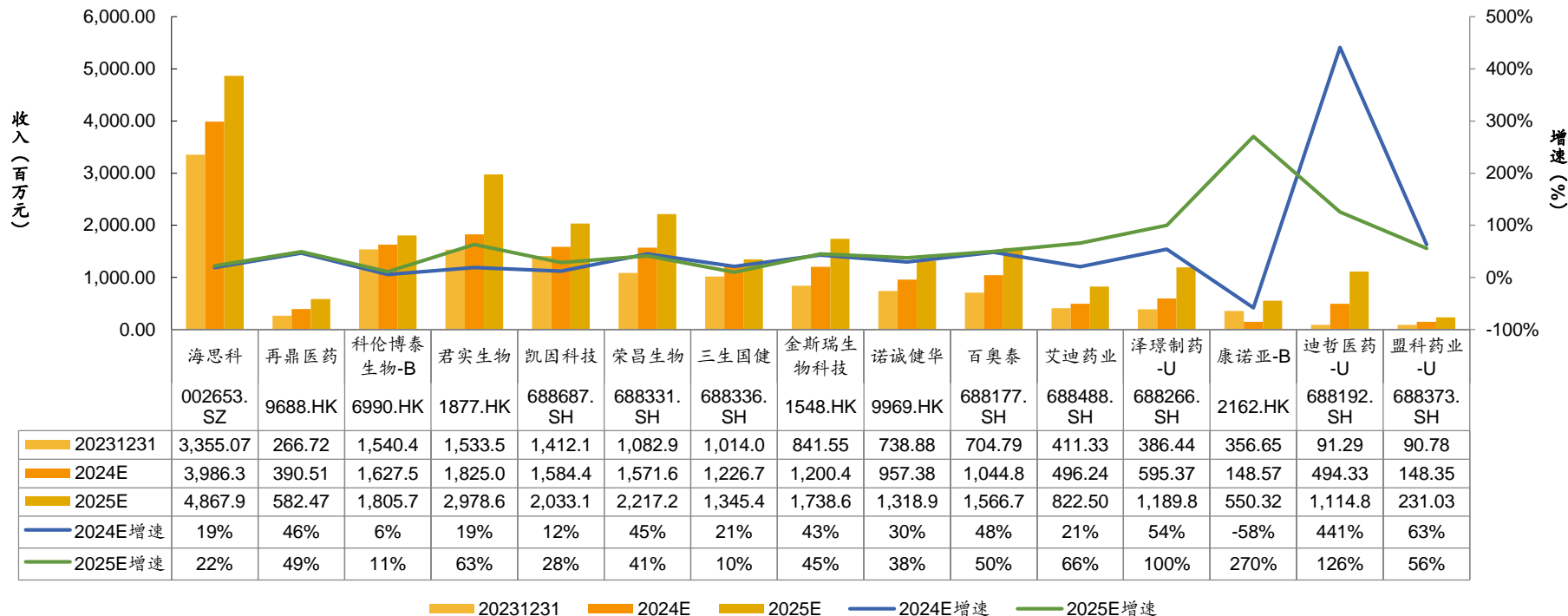


头部创新药净利润预测（Wind一致预期、百万元）



2.1 创新药：盈利周期到来，头部公司有望盈利

□ 随着新产品的逐步上市，核心产品进入医保以及进院的推广，多个企业收入将迎来快速增长期



创新药选股思路：政策支持+产业盈利周期+降息周期

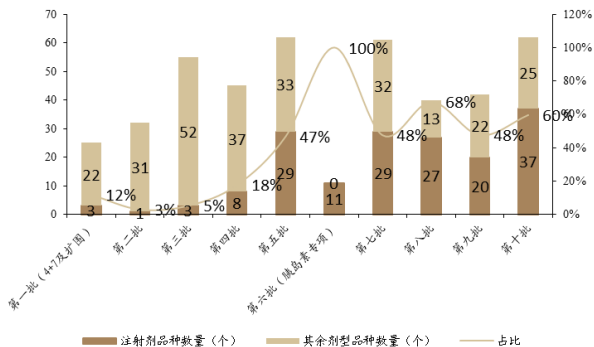
- **行业基本面研判：**，中国的创新药企已经迈过了从0-1的阶段，商业化表现优异，进入25年，biotech将迎来盈利潮，正式跨入商业模式验证的新阶段。同时大浪淘沙下，企业分化明显，需甄选公司进行投资。
- **行情研判：**全链条支持创新药的政策不断发布，医保谈判和集采的腾龙换鸟不断推进，中国创新药正在崛起；同时，展望25年，**头部公司有望盈利**，美联储进入降息通道，创新药或将迎来一波趋势级别大行情。当前位置不论从短期反弹角度，还是中长期价值投资角度都应积极布局。
- **逻辑1 即将看到盈利拐点的头部biotech公司：**建议关注百济神州、信达生物、康方生物、和黄医药等
- **逻辑2 仿转创企业中创新药占比快速提升，新一代创新产品即将放量的公司：**建议关注中国生物制药、恒瑞医药、翰森制药、海思科、先声药业等
- **逻辑3 有望受益于医保谈判，大产品或将进入医保放量：**重点关注泽璟制药、再鼎医药、云顶新耀
- **逻辑4 核心产品出海，海外临床及销售驱动：**重点关注百济神州、康方生物、科伦博泰、和黄医药、亚盛医药、迪哲药业等

2.2 第十批集采注射剂占比进一步提升，继续推动中硼硅替代

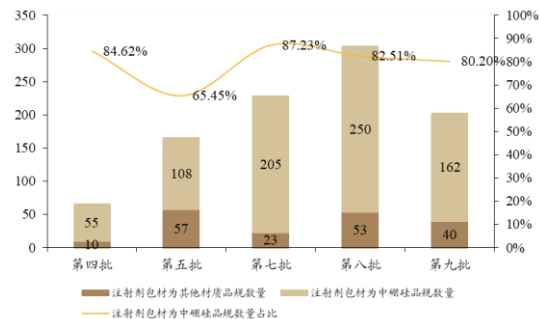
■ 集采注射剂占比逐次提升

- 国家药物集中带量采购已进行至第十批，从历次国家集采情况看，注射剂仿制药一致性评价启动后，在21年的国家第五批集采中，注射剂集采数量占比快速提升，品种数量达29个，占比达到47%；2023年第八批、第九批集采中，注射剂占比同样维持高位，数量分别为27/20个，占比分别为68%/48%。第十批集采品种中，注射剂占比进一步提高，数量达到37个，占比达到60%。
- 集采注射剂包材中，中硼硅占比同比提升
- 从历史情况看，第四批集采中注射剂品种明显提升，从第四批后包装材料为中硼硅的注射剂占比一直处于高位，除第五批集采占比为65%以外，其余批次占比均在80%以上。我们预计第十批集采中标品种中，中硼硅数量占比仍将维持高位，有望持续推进中硼硅对低硼硅、钠钙玻璃的替代。

图：历次集采注射剂品种数量及占比



图：历次集采中标结果中中硼硅包装品种数量及占比 (个, %)



资料来源：国家医保局，上海阳光医药采购网，赛柏蓝微信号，德邦研究所整理

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

2.2 第十批集采注射剂占比进一步提升，继续推动中硼硅替代

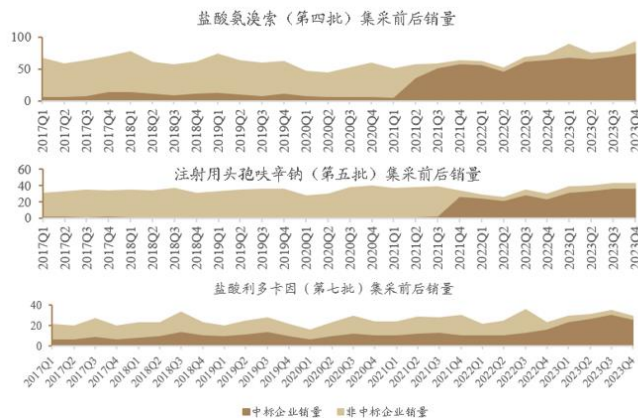
■ 集采注射剂占比逐次提升

- 国采注射剂采购量大，执行周期长。从历史情况看，从第一批集采到第九批集采，执行周期变得更长，报量也呈现上升趋势。第八批、第九批集采对注射剂约定采购量需求巨大，且执行周期分别为2.5、4年。
- 此外，根据开思数据库数据，我们选取第四、第五、第七批中约定采购量最大注射剂品种为样本，并以各自集采执行时间节点为界，发现集采对于药品的放量促进作用明显，同样会带动相关药包材的放量。

表：国采采购量及执行周期

	采购量(万支)	执行周期	中标结果公开时间	执行开始时间
第一批	5118.11	4+7：1年； 联盟地区：中选企业不超过2家为1年，中选企业3家为2年	4+7：2018.12 联盟地区：2019.9	4+7：2019.3 联盟地区：2019.12
第二批	13.69	实际中选企业为1家，1年；实际中选企业为2或3家，2年；实际中选企业为4家及以上，3年	2020.1	2020.4
第三批	828.24	实际中选企业为1或2家，1年；实际中选企业为3家，2年；实际中选企业为4家及以上，3年	2020.8	2020.11
第四批	49494.47	实际中选企业为1或2家，1年；实际中选企业为3家，2年；实际中选企业为4家及以上，3年	2021.2	2021.5
第五批	79865.38	实际中选企业为1或2家，1年；实际中选企业为3家，2年；实际中选企业为4家及以上，3年	2021.6	2021.10
第六批	21383.55	2年	2021.11	2022.5
第七批	46300.83	实际中选企业为1或2家，1年；实际中选企业为3家，2年；实际中选企业为4家及以上，3年	2022.7	2022.11
第八批	80955.91	2.5年	2023.4	2023.7
第九批	66748.50	4年	2023.11	2024.3

图：集采注射剂代表品种集采前后销量情况（百万支）



资料来源：上海阳光医药采购网，国家医保局，开思数据库，德邦研究所整理

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

2.2 第十批集采注射剂占比进一步提升，继续推动中硼硅替代

■ 模制瓶竞争格局佳，市场容量大

- 模制瓶竞争格局佳，市场容量大。根据中国玻璃网预测，自2021年的未来 5-10 年内，我国将会有 30%-40%的药用玻璃由低硼硅玻璃、钠钙玻璃升级为中硼硅药用玻璃。若以我国35%的替代空间计算，2027年我国中硼硅药用玻璃潜在市场需求达394亿支。其中模制瓶和管制品各74亿支。与此同时，截至2024年10月30日，仅有四家国产，三家进口厂家的中硼硅模制瓶注射剂瓶登记备案为“A”状态，竞争格局好。
- 根据山东药玻2022年非公开发行股票申请文件反馈意见的回复，一级耐水药用玻璃瓶项目达产后，中硼硅模制瓶总产能可达40亿支；力诺特玻三期高端药用包材项目达产后，累计中硼硅模制瓶总产能可达62896吨。参考山东药玻2021年中硼硅模制瓶销量19889.89吨，对应4.5亿支，估算得到山东药玻和力诺特玻的已有+在建中硼硅模制瓶总产能分别为40和14.23亿支。两家公司扩产项目全部投产后，产能也仅为54亿支，和我国中硼硅模制瓶潜在需求量相比，市场空间仍显充足，故我们认为该细分领域激烈竞争风险较小。

表：中硼硅模制瓶与制剂共同审评结果

登记号	品种名称	企业名称	产品来源	包装规格	规格	更新日期	与制剂共同审评审批结果
B20190006263	中硼硅玻璃模制注射剂瓶	四川闰中	国产		----	2021/3/12	A
B20180000588	中硼硅玻璃模制注射剂瓶	四川闰中	国产				A
B20190007645	中硼硅玻璃模制注射剂瓶	山东药玻	国产		5ml-100ml	2024/6/12	A
B20180000488	中硼硅玻璃模制注射剂瓶	山东药玻	国产	5-100ml	2-500ml	2019/11/4	A
B20170000362	中硼硅玻璃模制注射剂瓶	山东药玻	国产		2-200mL	2022/6/10	A
B20210000287	中硼硅玻璃模制注射剂瓶	山东鼎新	国产		2ml—500ml	2023/10/19	A
B20220000551	中硼硅玻璃模制注射剂瓶	力诺特玻	国产		2ml-500ml	2024/8/16	A
B20200000714	中硼硅玻璃模制注射剂瓶(透明)	SGD	进口		5ml-1000ml	2024/6/17	A
B20180002839	中硼硅玻璃模制注射剂瓶(棕色)	SGD	进口		1ml-1000ml	2023/2/17	A
B20200000714	中硼硅玻璃模制注射剂瓶(透明)	SGD	进口	5ml, 7ml, 8ml, 10ml, 15ml, 20ml, 30ml, 50ml, 100ml, 200ml, 250ml		2022/11/20	A
B20180001631	中硼硅玻璃模制注射剂瓶	PGP	进口		2-100ml	2023/7/28	A
B20190000196	中硼硅玻璃模制注射剂瓶	Bormioli Pharma S.p.A	进口		无	2023/4/7	A

资料来源：国家药品监督管理局药品审评中心，德邦研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

03

新业务、新产品、新渠道

3.1 新增量 (医药产品)

- **全新增量**：包含新产品、新赛道、新渠道等，未来2-3年将驱动相关公司收入和利润发生重大变化的全新增量产品或渠道。
- 从产品角度，我们梳理了2024年获批上市以及处于临床中后期的重磅品种，已上市品种有望在未来2年快速放量，在研品种有望未来1-3年获批上市，获批上市后峰值销售额与利润相对当前值将会有明显提升作用。

表：核心增量医药品种梳理

品种	公司	靶点	治疗领域	在研状态
硫酸阿托品滴眼液 (0.01%)	兴齐眼药	mAChR	近视防控	已获批
硫酸阿托品滴眼液 (0.02%+0.04%)	兴齐眼药	mAChR	近视防控	3期临床结束
金葡菌疫苗	第三军医大, 原伦生物	entB, MntC, sdB, a-toxoid, SpA	院内感染	3期
盐酸毛果芸香碱滴眼液	莎普爱思	—	老视	3期
BGM0504	博瑞医药	GLP-1/GIP	降糖/减重	3期
昂拉地韦	众生药业, 药明康德	PB2	甲型流感	申报上市
赛立奇单抗	智翔金泰	IL-17A	免疫领域	已获批
GR1802	智翔金泰	IL-4Rα	皮肤病领域	3期
GR1801	智翔金泰	rabies virus	感染	3期
vecantoxatug	智翔金泰	tetanus toxoid	感染	3期
羟基红花黄色素A	瑞阳制药	—	心血管	申报上市
neracorvir	广生堂, 药明康德	HBcAg	乙肝	2期临床结束

品种	公司	靶点	治疗领域	在研状态
GST-HG131	广生堂, 药明康德	PAPD7, PAPD5	乙肝	2期
培集成干扰素α-2注射液	凯因科技, 富进生物	IFN	乙肝	已上市
富马酸奥赛利定	Trevena, Pharmbio Korea, 恩华药业	μ型阿片类受体	麻醉镇痛	已获批
替妥尤单抗	信达生物	IGF-1R	眼科	申报上市
匹康奇拜单抗	信达生物	IL-23p19	免疫领域	申报上市
依若奇单抗	康方生物	IL-12p40	免疫领域	申报上市
曼多奇单抗	康方生物	IL-4Rα	感染	3期
古莫奇单抗	康方生物	IL-17A	免疫领域	3期
莱法利单抗	康方生物	CD47	抗肿瘤	3期
普络西单抗	康方生物	VEGFR2	抗肿瘤	3期
SSGJ-608	三生国建	IL-17A	免疫领域	申报上市
SSGJ-613	三生国建	IL-1β	内分泌	3期
SSGJ-611	三生国建	IL-4Rα	皮肤病	3期
SSGJ-610	三生国建	IL-5	呼吸领域	3期
9MW2821	迈威生物, 上海药物研究所	nectin-4	抗肿瘤	3期
GM-0023	信立泰	PCSK9	心脑血管	3期

3.1 新增量 (医药产品)

表：核心增量医药品种梳理

品种	公司	靶点	治疗领域	在研状态
阿利沙坦酯+沙库巴曲	信立泰	NEP/AT1R	心脑血管	申报上市
RC28	荣昌生物, 同济大学	FGFR;VEGFR	眼科	3期
替达派西普	宜明昂科	SIRP α	抗肿瘤	3期
amulirafusp alfa	宜明昂科	CD20;SIRP α	罕见病领域	3期
FDA018	复旦张江	TROP2	抗肿瘤	3期
JJH201501	圣安医药, 吉贝尔	5-HT	抗抑郁	3期
JX11502MA	京新药业	D2/D3	精神分裂	2期
AR882	Arthroshi Therapeutics, 一品红	URAT1	痛风	3期
黄花蒿花粉变应原舌下滴剂	我武生物	—	过敏	获批
JS005	君实生物	IL-17A	免疫领域	3期
tifcemalimab	君实生物	BTLA	抗肿瘤	3期
乐德奇拜单抗	康乃德, 先声药业	IL-4R α	皮肤病	3期
CMG901	康诺亚	CLDN18.2	抗肿瘤	3期
维贝柯妥塔单抗	乐普生物	EGFR	抗肿瘤	申报上市
trastuzumab vedotin	乐普生物	HER2	抗肿瘤	3期
DP303c	石药集团	HER2	抗肿瘤	3期

品种	公司	靶点	治疗领域	在研状态
SYS6010	石药集团	EGFR	抗肿瘤	3期
anbenitamab	石药、康宁杰瑞	HER2	抗肿瘤	3期
JSKN-003	石药、康宁杰瑞	HER2	抗肿瘤	3期
KN057	康宁杰瑞	TFPI	血液领域	3期
XKH004	鑫康合, 丽珠集团	IL-17F;IL-17A	免疫领域	3期
瑞卡西单抗	恒瑞医药	PCSK9	心脑血管领域	申报上市
瑞康曲妥珠单抗	恒瑞医药	HER2	抗肿瘤	申报上市
SHR-A1921	恒瑞医药	TROP2	抗肿瘤	3期
SHR-A1904	恒瑞医药	CLDN18.2	抗肿瘤	3期
SHR-1819	恒瑞医药	IL-4R α	皮肤领域	3期
SHR-1703	恒瑞医药	IL-5	呼吸领域	3期
TQH2722	正大天晴, 博奥信	HER2	抗肿瘤	3期
TQB2102	正大天晴	IL-4R α	皮肤领域	3期

3.1 新增量（其他增量渠道、业务、品种）

表：其他增量渠道、业务、品种梳理

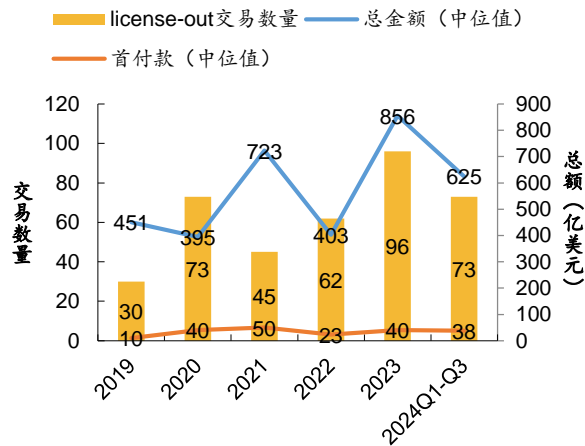
公司	渠道/业务/品种
三诺生物	CGM业务欧洲经销商带来新市场
惠泰医疗	预计PFA（脉冲电场消融产品）获批
赛诺医疗	预计颅内自膨药物支架获批
天士力	预计普佑克脑梗适应症获批
川宁生物	合成生物学，进入放量期
健友股份	白紫等出海
奥锐特	司美300kg产能
佐力药业	百令胶囊
奥翔药业	和STADA合作制剂业务
东方生物	三联检出海

3.2 新增量（创新药出海热度不减，license-out多大额交易）

□ 根据医药魔方数据，2024年前三季度，中国相关交易中，license-in交易数量同比降低32%，国内转国内交易数量同比降低44%，license-out交易数量同比增长18%，占比50%。2024 Q1-Q3，中国license-out交易共73笔，去年同期62笔，披露总交易额达336亿美元，同比增加100%，总体首付款达到25.9亿美元。2024 Q1-Q3，中国总交易金额>20亿美元的交易数量3笔，占已披露金额的交易6%；大于10亿美元的交易数量13笔，均为license-out，中国医药创新成果快速获得国外认可。

表：2024 Q1-Q3中国license-out交易TOP10

图：中国license-out交易情况



交易时间	转让方	受让方	总金额 (百万美元)	首付款 (百万美元)	项目汇总(交易时研发阶段)
2024-05-16	恒瑞医药	Kailera	6,035.00	100.00	HRS-7535(I期临床) HRS9531(III期临床) HRS-4729(临床前)
2024-01-07	船望制药	Novartis	4,165.00	185.00	BW-05(I期临床) BW-15(临床前) BW-02(1/I期临床) BW-23(临床前)
2024-08-01	宣明昂科	Instil Bio	2,150.00	10.00	IMM27M(I期临床) IMM2510(II期临床)
2024-01-03	瑞博生物	Boehringer Ingelheim	2,000.00		SR111(临床前) SR112(临床前) RIBO-GalSTAR platform
2024-05-27	宜联生物	BioNTech	1,825.00	25.00	TMALINR antibody-drug conjugate platform
2024-06-13	明济生物	AbbVie	1,710.00	150.00	FG-M701(临床前)
2024-06-14	亚盛医药	Takeda Pharmaceuticals	1,375.00	100.00	奥雷巴替尼(批准上市)
2024-08-09	同润生物	Merck & Co.	1,300.00	700.00	CN201(1/I期临床)
2024-07-23	三迭纪	BioNTech	1,210.00	10.00	3D打印
2024-06-18	麦科思生物	Day One Biopharma	1,207.00	55.00	MTX-13(申报临床)



04

关注并购重组带来的投资机会

政策支持力度持续增强，医药行业有望持续获益

并购重组政策支持力度持续加强，高科技发展为重点方向：

我国监管端对于上市公司资产重组的态度经历了放松-收紧-放松的周期：2019年修订中，累计首次原则由60个月缩短至36个月，并取消重组上市认定标准中的净利润指标，允许高科技企业重组创业板上市，监管端对资产重组的态度逐步转向支持鼓励。2024年，并购六条的发布，强化了并购重组作为支持经济转型升级、实现高质量发展的市场工具的作用，且明确提出对新质生产力方向转型升级的支持。我们认为，医药行业作为新质生产力的重点发展方向，有望成为并购重组交易最为活跃、政策获益最大的板块之一。

日期	文件	主要内容
2008年4月	《上市公司重大资产重组管理办法》	对上市公司重大资产重组行为进行规范，要求实施重大资产重组应符合国家产业政策和相关法律法规，不会导致上市公司不符合股票上市条件，资产定价公允，资产权属清晰，有利于上市公司增强持续经营能力
2011年8月	《关于修改上市公司重大资产重组融资相关规定的决定》	1.明确了上市公司向收购人购买资产总额占前一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的比例达到100%以上时（借壳上市）的监管要求； 2.明确了配套融资及定价方式：上市公司发行股份购买资产的同时，可以募集部分配套资金，其定价方式按照现行相关规定办理
2014年10月	《上市公司重大资产重组管理办法》	1.完善借壳上市的监管标准； 2.取消了对上市公司向非关联第三方发行股份购买资产的门槛限制和盈利预测补偿要求； 3.对于标的资产不以资产评估值作为资产定价依据的情况进行了规范
2016年9月	《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》	1.完善重组上市认定标准，细化关于上市公司“控制权变更”的认定标准，完善关于购买资产规模的判断指标，明确累计首次原则的期限为60个月； 2.完善配套监管措施，抑制投机“炒壳”。取消重组上市的配套融资，提高对重组方的实力要求，延长相关股东的股份锁定期，遏制短期投机和概念炒作； 3.按照全面监管的原则，强化上市公司和中介机构责任，加大问责力度
2019年10月	《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》	1.简化重组上市认定标准，取消“净利润”指标； 2.将“累计首次原则”计算期间进一步缩短至36个月； 3.允许符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市，其他资产不得在创业板实施重组上市交易； 4.恢复重组上市配套融资； 5.丰富重大资产重组业绩补偿协议和承诺监管措施，加大问责力度
2023年2月	《上市公司重大资产重组管理办法》	完善重大资产重组的标准:上市公司及其控股或者控制的公司购买、出售资产，达到下列标准之一：（1）购买、出售的资产总额占上市公司最近一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的比例达到百分之五十以上；（2）购买、出售的资产在最近一个会计年度所产生的营业收入占上市公司同期经审计的合并财务会计报告营业收入的比例达到百分之五十以上，且超过五千万人民币；（3）购买、出售的资产净额占上市公司最近一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末净资产额的比例达到百分之五十以上，且超过五千万人民币
2024年9月	《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定（征求意见稿）》、《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》	1.支持上市公司向新质生产力方向转型升级：证监会将积极支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组，包括开展基于转型升级等目标的跨行业并购、有助于补链强链和提升关键技术水平的未盈利资产收购，以及支持“两创”板块公司并购产业链上下游资产等，引导更多资源要素向新质生产力方向聚集； 2.鼓励上市公司加强产业整合：资本市场在支持新兴行业发展的同时，将继续助力传统行业通过重组合理提升产业集中度，提升资源配置效率。对于上市公司之间的整合需求，将通过完善限售期规定、大幅简化审核程序等方式予以支持； 3.进一步提高监管包容度； 4.提升重组市场交易效率； 5.提升中介机构服务水平； 6.依法加强监管

资料来源：证监会，国务院，德邦研究所

政策支持力度持续增强，医药行业有望持续获益

头部企业引领的产业链整合与科技型企业为政策主线：

两条政策主线：1) 支持龙头企业并购重组：支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力，研究对头部大市值公司重组实施“快速审核”，支持行业龙头企业高效并购优质资产；2) 推动科技型企业高效实施并购重组。

我们认为，医药行业科技型企业众多，多个行业均处在产业链集中化的趋势下，当前监管对并购重组的鼓励方向有望持续为医药行业带来机会。

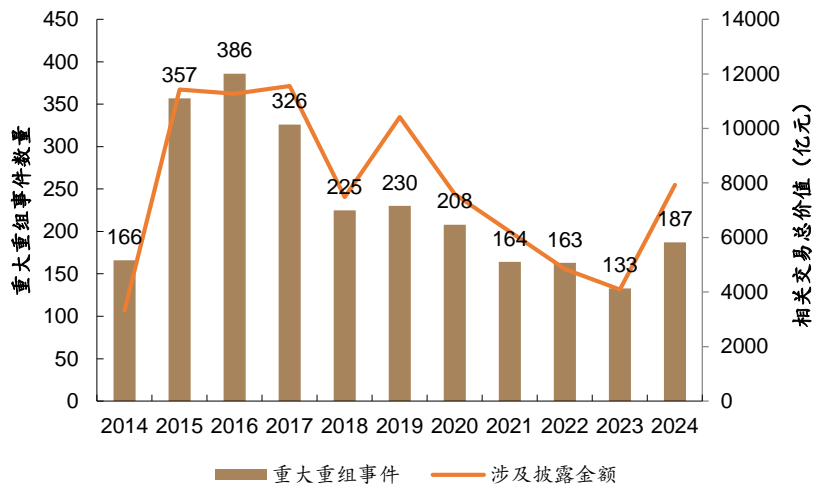
日期	文件/会议	内容
2024.2.5	证监会召开支持上市公司并购重组座谈会	1. 提高对重组估值的包容性，支持交易双方在市场化协商的基础上合理确定交易作价； 2. 坚持分类监管，对采用基于未来收益预期等评估方法的大股东注资型重组要求设置业绩承诺，其他类型重组的交易双方可自主协商是否约定业绩承诺； 3. 研究对头部大市值公司重组实施“快速审核”，支持行业龙头企业高效并购优质资产。进一步优化重组“小额快速”审核机制； 4. 支持“两创”公司并购处于同行业或上下游、与主营业务具有协同效应的优质标的，增强上市公司“硬科技”“三创四新”属性； 5. 支持上市公司(包括非同一控制下的上市公司)之间的吸收合并，进一步拓宽多元化退出渠道
2024.3.15	《关于加强上市公司监管的意见(试行)》	支持上市公司通过并购重组提升投资价值：多措并举活跃并购重组市场，鼓励上市公司综合运用股份、现金、定向可转债等工具实施并购重组、注入优质资产。引导交易各方在市场化协商基础上合理确定交易作价。支持上市公司之间吸收合并。优化重组“小额快速”审核机制，研究对优质大市值公司重组快速审核。加强对重组上市监管力度，进一步削减“壳”价值。
2024.4.4	《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	1. 鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量； 2. 加强并购重组监管，强化主业相关性，严把注入资产质量关，加大对“借壳上市”的监管力度，精准打击各类违规“保壳”行为； 3. 支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力，鼓励中小机构差异化发展、特色化经营
2024.4.12	证监会发布《关于严格执行退市制度的意见》	1. 完善吸收合并等政策规定，鼓励引导头部公司加大对产业链整合力度，支持市场化方式的主动退市； 2. 进一步畅通多元退市渠道。完善吸收合并等政策规定，鼓励引导头部公司立足主业加大对产业链整合力度； 3. 削减“壳”资源价值：加强并购重组监管，强化主业相关性，加强对“借壳上市”的监管力度。加强收购监管，压实中介机构责任，规范控制权交易。从严打击“炒壳”背后的违法违规行为，坚决出清不具有重整价值的上市公司
2024.4.19	《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》	1. 优先支持突破关键核心技术的科技型企业上市融资、并购重组、债券发行； 2. 推动科技型企业高效实施并购重组。持续深化并购重组市场化改革，制定定向可转债重组规则，优化小额快速审核机制，适当提高轻资产科技型企业重组估值包容性，支持科技型企业综合运用股份、定向可转债、现金等各类支付工具实施重组，助力科技型企业提质增效、做优做强； 3. 推动证券公司高质量发展，为科技型企业提供股权融资、债券融资、并购重组、做市交易、风险管理、财富管理等服务，助力构建多元化接力式金融服务体系
2024.6.19	《关于深化科创板改革服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》	建立健全开展关键核心技术攻关的“硬科技”企业股债融资、并购重组“绿色通道”。探索建立“轻资产、高研发投入”认定标准。推动再融资储架发行试点案例率先在科创板落地。更大力度支持并购重组。支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合。提高并购重组估值包容性，支持科创板上市公司收购优质未盈利“硬科技”企业。丰富并购重组支付工具，开展股份对价分期支付研究。

政策支持力度持续增强，医药行业有望持续获益

全市场并购交易活跃度处于底部回升阶段：

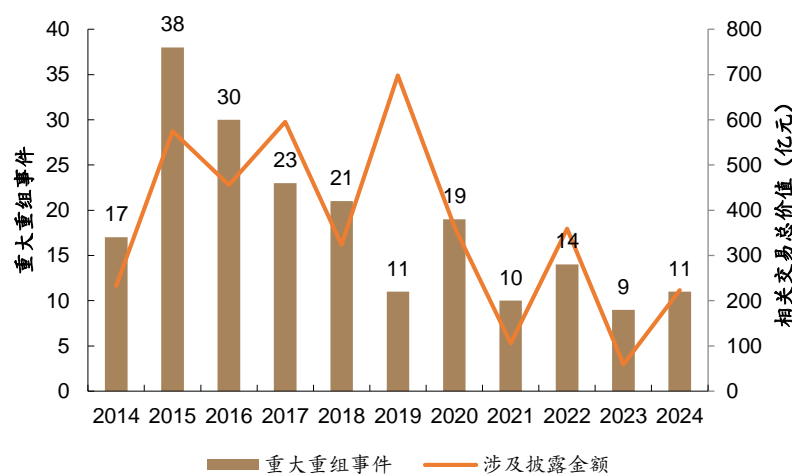
2019-2023年，A股市场重大重组事件数与交易总价值均处于持续下滑的趋势，2024年，随着政策支持力度的边际向好，并购重组的活跃程度从底部回升，A股全体公司与医药板块公司2024年截至11月10日的重大重组事件数量与交易总价值均已超过2023年全年，我们认为，随着相关政策的进一步推进落实，全市场的并购重组交易有望继续保持活跃。

图：2014-2024 A股重大重组事件数量与相关交易总价值



备注：2024年截止11月10日

图：2014-2024 A股申万医药板块重大重组事件数量与相关交易总价值



备注：2024年截止11月10日

政策支持力度持续增强，医药行业有望持续获益

本年度以来，上市公司并购重组交易活跃：

截至2024年11月10日，本年度A股医药行业板块已披露11项重大重组事件，披露的交易总价值合计223亿元，其中交易额最大的项目为新诺威收购石药百克，交易金额达76亿元，该交易向新诺威力注入包含降糖减肥在内的更多创新管线，强化了新诺威作为石药创新平台的关键作用。

表：2024年以来A股医药行业重大重组事件

股票代码	股票名称	最新披露日期	重组事件	重组形式	重组目的	交易标的	交易股份占比 (%)	交易总价值 (亿元)	状态
002693.SZ	双成药业	2024/11/9	双成药业定增收购奥拉股份100%股权	发行股份购买资产	其他并购目的	奥拉股份100%股权	100.00		董事会预案
300765.SZ	新诺威	2024/10/31	新诺威定增收购石药百克100%股权	发行股份购买资产	横向整合	石药百克100%股权	100.00	76.0	董事会预案
600211.SH	西藏药业	2024/10/31	西藏药业收购IMDUR产品、品牌和相关资产	协议收购	横向整合	IMDUR产品、品牌和相关资产		12.4	进行中
000999.SZ	华润三九	2024/10/30	华润三九收购天士力28%股权	协议收购	战略合作	天士力28%股权	28.00	62.1	签署转让协议
301281.SZ	科源制药	2024/10/22	科源制药拟定增收购宏济堂99.42%股权	发行股份购买资产	其他并购目的	宏济堂99.42%股权	99.42		达成转让意向
688488.SH	艾迪药业	2024/9/24	艾迪药业收购南大药业31.161%股权	协议收购	横向整合	南大药业31.161%股权	31.16	1.5	完成
300937.SZ	药易购	2024/8/13	药易购收购享健药易购51%股权	协议收购	战略合作	享健药易购51%股权	51.00		进行中
002873.SZ	新天药业	2024/7/27	新天药业定增收购汇伦医药85.12%股权	发行股份购买资产	横向整合	汇伦医药85.12%股权	85.12		失败
000790.SZ	华神科技	2024/7/11	华神科技定增收购博浩达生物100%股权	发行股份购买资产	横向整合	博浩达生物100%股权	100.00	7.9	失败
301408.SZ	华人健康	2024/1/12	华人健康收购舟山里肯60%股权	协议收购	战略合作	舟山里肯60%股权	60.00	1.1	完成

产业资源整合：高壁垒行业产业集中化的重要途径

血制品行业具有资源稀缺性，并购重组向头部集中是行业发展的重要趋势：

截至2024年3月末，国内正常经营的血液制品生产企业不足30家，按企业集团合并计算后户数约17家。2024年度，血制品行业完成了博雅生物并购绿十字中国以及天坛生物并购中原瑞德两起事件。我们认为，当前我国仍有诸多小型血制品企业可作为并购标的，血制品的行业集中仍在进行中。

表：血制品行业主要并购重组事件

公司	交易时间	交易内容
天坛生物	2008	成都所向天坛生物转让成都蓉生90%股权
	2010	实施发行股份购买资产暨公司重大资产重组，向成都生物制品研究所非公开发行 21,851,485 股收购其持有的成都蓉生药业有限责任公司 51%股权
	2017	向中国生物收购成都蓉生10%股权、贵州中泰80%的股权和上海所、武汉所及兰州所持有的上海血制、武汉血制及兰州血制100%的股权
	2022	收购山东泰邦持有的西安回天35%股权并继续增资，收购现金出资不超过6497.63万元，收购完成后现金增资不超过1.46亿，增资完成后持有西安回天63.7%股权
	2024	收购CSL亚太全资子公司中原瑞德100%股权股权收购对价1.378亿美元
上海莱士	2014	发行93,652,444 股股份用于收购邦和药业 100%股权，并非公开发行2600万股股份，募集配套资金4.9972亿元
	2014	发行股份购买同路生物89.77%股权，交易价格为47.58亿元；后续于2016年收购所有少数股权
	2016	收购同路生物所有少数股权，由同路生物收购浙江海康90%股权
	2023	收购广西冠峰 95%股权的价格，总额为人民币4.81亿元
派林生物	2020	南方双林以发行股份及支付现金购买哈尔滨派斯菲科100%股权
博雅生物	2024	以自有资金人民币18.2亿元收购绿十字香港100%股权，从而间接收购境内血液制品主体绿十字中国的收购

产业资源整合：高壁垒行业产业集中化的重要途径

大型医药工商业龙头企业医药商业、医药工业两端并购重组持续布局：

当前我国医药商业的集中度仍在持续提升，2015年两票制后，小型流通企业持续出清。根据药品流通行业统计分析报告，我国前四大医药流通企业批发业务市场份额由2014年的36.5%提升至2022年的51.4%，商业板块的产业整合持续推进，此外，大型医药商业企业也持续布局工业业务，推进工商业一体化产业整合优势。以上海医药为例，公司在医药与商业两端持续并购拓展，实现医药工商业务产业链的整合。我们认为，“并购六条”中强调鼓励传统行业通过重组合理提升产业集中度，提升资源配置效率，将持续利好大型工商业复合企业的发展，同时被并购方企业也将得到股东的赋能。

表：上海医药主要并购重组事件

板块	时间	被并购公司	收购金额(亿元)	收购股份比例
医药商业	2022	上药罗欣	4.15	70%
	2020	四川省国嘉医药科技有限责任公司	18.94	51%
	2017	康德乐中国境内及香港业务	5.57亿美元	100%
医药工业	2018	广东天普生化医药股份有限公司	9.15	26.43%
	2016	vitaco	9.38	60%
	2013	东英（江苏）药业	7.78	90.25%

资料来源：药品流通行业统计分析报告、上海医药关于收购东英（江苏）药业有限公司79%股权的公告等公司公告、罗欣药业关于转让控股子公司股权的进展公告，德邦研究所

创新技术平台拓展：外延并购优质资产，丰富技术布局

对优质资产与技术平台的并购是MNC扩充产品技术布局的重要手段：

除自研与BD引入之外，对优质资产的直接收购为大型MNC企业提供了多种重点产品与潜力技术平台，例如默沙东对先灵葆雅、罗氏对基因泰克的并购分别为母公司引入K药和曲妥珠单抗两款重磅药物。近期，辉瑞对Seagen、艾伯维对ImmunoGen的收购使母公司获取了重要的ADC研发平台。

表：大型MNC主要并购事件

MNC	时间	被并购药企	并购金额(亿美元)	关键产品/管线
艾伯维	2023	ImmunoGen	101	Elahere等抗体、ADC产品管线
	2020	艾尔建	630	Botox、Vraylar
辉瑞	2023	Seagen	430	Adcetris、Padcev、Tivdak等ADC产品管线
	2022	Biohaven	116	Rimegepant
阿斯利康	2020	Alexion	390	Soliris、Ultomiris等罕见病产品管线
武田	2018	Shire	约620	Lialda、Dermagraft等罕见病产品管线
MSD	2009	Schering-Plough	411	帕博利珠单抗
罗氏	2009	Genentech	468(剩余44%股份)	曲妥珠单抗

创新技术平台拓展：外延并购优质资产，丰富技术布局

国内创新药械企业之间的并购有望更为多见：

国内领先创新药器公司持续布局海外研发平台，国内创新企业之间的并购重组仍较为少见。以迈瑞医疗和中国生物制药为例，两者均完成了多项海外子公司的并购交易，完成了对超声、IVD、呼吸制剂、双抗等技术平台的布局。此外，迈瑞医疗并购惠泰医疗，获得其控制权，加强心血管领域布局，而中国生物制药并购浩欧博成为“并购六条”发布后，首单科创板公司作为收购标的案例。当前我国国内创新药械企业之间的并购重组仍较为少见，我们认为，随着政策对“双创”板块公司并购的持续关注，这一现象的发生频率有望提升，加强我国创新药械研发的规模化效应。

表：迈瑞医疗/中国生物制药主要并购事件

企业	时间	被并购企业	并购金额	关键产品/平台
迈瑞医疗	2024	惠泰医疗24.61%股权	66.5亿元	心脏电生理等
	2023	DiaSys 75%股权	1.15亿欧元	IVD质控品和校准品
	2021	HyTest	5.45亿欧元	体外诊断原料供应商
	2013	ZONARE	1.05亿美元	ZONE-Sonography™技术
	2008	Datascope生命信息监护业务	2.02亿美元	无线监测解决方案NetGuard
中国生物制药	2024	浩欧博	6.3亿元	过敏和自免诊断
	2023	F-star	1.61亿美元	FS118等双抗
	2023	pHion		mRNA疫苗
	2021	SOFTHALE NV	1.1亿美元	SMI技术

股东赋能：有望大幅改善公司经营表现

大型集团通过并购企业进一步拓展业务布局。

大型集团通过并购的方式进一步扩充自身医药领域的布局，这类并购事件常发生在大型国有集团对于政策关联度大的行业如中药、血制品行业中，近期发生的事件包括华润入主博雅生物、天士力、昆药集团，国药入主太极集团，陕煤集团入主派林生物等，这些并购事件进一步丰富的股东的产业布局，被并购企业也有望依靠股东丰富的产业资源，持续赋能企业发展

表：重点医药上市公司大股东更换事件

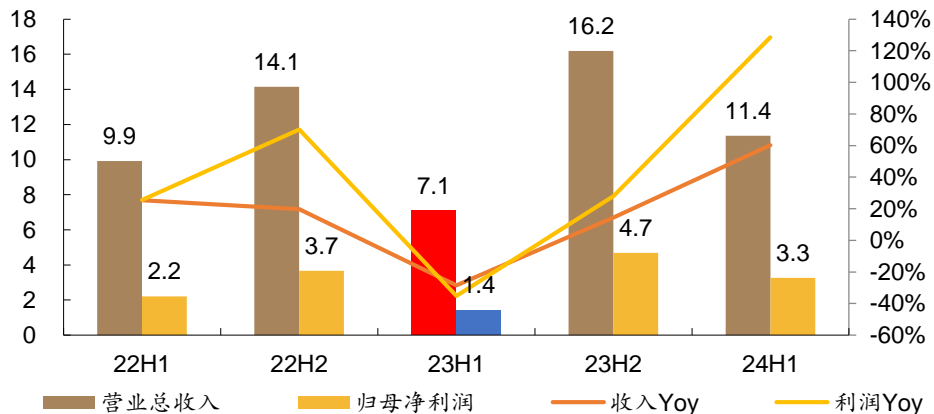
并购方	被并购方	交易时间	交易内容
华润三九	天士力	2024.8	华润三九受让天士力集团及其一致行动人合计持有的4.18亿股公司股份，占公司总股本的28%，转让价款合计人民币62.1亿
华润三九	昆药集团	2022.12	华润三九以支付现金的方式购买昆药集团28%已发行股份，价格拟定为人民币29亿
华润医药	博雅生物	2021.11	通过协议转让与股份发行的方式合计持有博雅生物总股本40.01%，耗资47.68亿元
国药集团	太极集团	2020.10	中国中药和涪陵国投共同向太极有限进行增资，增资后中国中药持股比例66.7%
陕煤集团	派林生物	2023.3	派林生物的控股股东及其一致行动人浙民投天弘、浙民投拟将20.99%的股权转让给胜帮英豪，合计对价38.44亿元

股东赋能：有望大幅改善公司经营表现

股东赋能有望大幅改善公司的经营表现：

通过对控股子公司产业资源的赋能以及对运营效率的持续提升，大型集团股东的入主对被并购方的经营能力将有显著的提升作用。以派林生物为例，陕煤入主后，企业的营收利润情况与盈利能力得到快速提升。

图：陕煤入主前后派林生物营收利润情况（单位：亿元）



新诺威：创新资产持续注入，潜力管线布局丰富

石药百克并购持续推进，创新管线进一步丰富：

2024年10月16日，新诺威公告拟通过发行股份及支付现金方式购买维生药业、石药上海、恩必普药业合计持有的石药百克100%股权，同时上市公司拟向不超过35名符合条件的特定投资者以询价的方式发行股票募集不超过17.8亿元的配套资金。石药百克截至2024年6月30日尚存有21.6亿现金与交易性金融资产，以及主要品种品种津优力、长效蛋白与GLP-1研发平台，交易价值合理。我们认为石药集团对新诺威创新管线的持续注入加速推动其创新转型，当前公司潜力管线布局丰富，恩朗苏拜单抗、奥马珠单抗上市，经营情况良好，建议重点关注公司核心产品的研发进展与BD交易。

表：新诺威重点在研管线

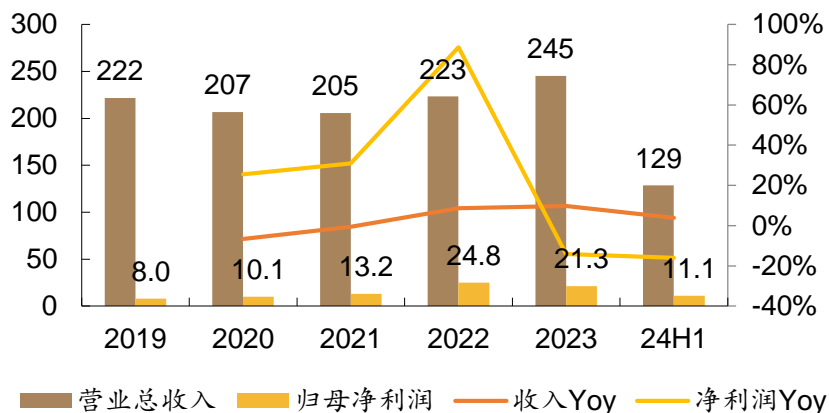
类型	药物	靶点	适应症	进度
ADC	SYSA1501	HER2	乳腺癌	III期
			卵巢癌	II期
			胃癌	II期
			腹膜癌	II期
			输卵管癌	II期
	HER2低表达乳腺癌	I/II期		
SYS6010	EGFR	NSCLC	III期	
		食管癌	I期	
SYSA1801	CLDN18.2	联合化疗/PD-L1治疗 1/2LCLDN18.2+胃癌	I期	
SYS6002	Nectin-4	尿路上皮癌	I/II期	
GLP-1	TG103	GLP-1	超重/肥胖	III期
			2型糖尿病	III期
			NASH	II期
			AD	II期
	长效司美格鲁肽注射液	GLP-1	超重/肥胖	III期
			2型糖尿病	III期
mRNA疫苗	RSV疫苗			临床前
	VZV疫苗			临床前
	登革热疫苗			临床前
单抗	奥马珠单抗	IgE	慢性自发性荨麻疹	已上市
	恩朗苏拜单抗	PD-1	1L复发或转移性宫颈癌	已上市
	帕妥珠单抗注射液	HER2	乳腺癌	关键临床
	乌司奴单抗注射液	IL-12/IL-23p40	中重度斑块银屑病	关键临床
	司库奇尤单抗注射液	IL-17	中重度斑块银屑病	关键临床

人福医药：基本面经营稳健，持续关注公司重整进度

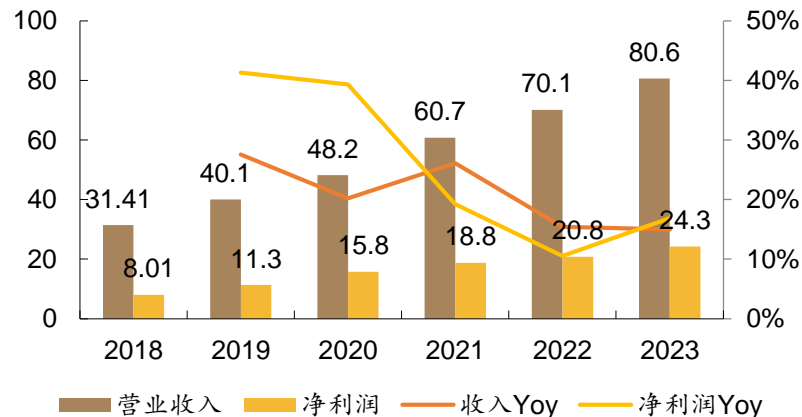
基本面经营稳健，潜在新股东有望赋能公司长期增长：

2024年9月24日，人福医药公司公告其股东当代科技收到《关于公司被申请重整的告知函》，相关申请人已向湖北省武汉市中级人民法院申请对当代科技进行重整。10月23日，公司公告截至2024年10月22日，共有6家重整投资人通过了形式审查且已完成报名保证金的缴纳，成为合格报名重整投资人暨取得投资人竞选资格；合格报名重整投资人中含中央企业3家、地方大型国有企业3家。我们认为人福医药整体经营稳健，其核心子公司宜昌人福收入利润持续多年保持高速增长，潜在的新股东有望持续赋能公司长期增长。

图：人福医药营收利润情况（单位：亿元）



图：宜昌人福营收利润情况（单位：亿元）



05

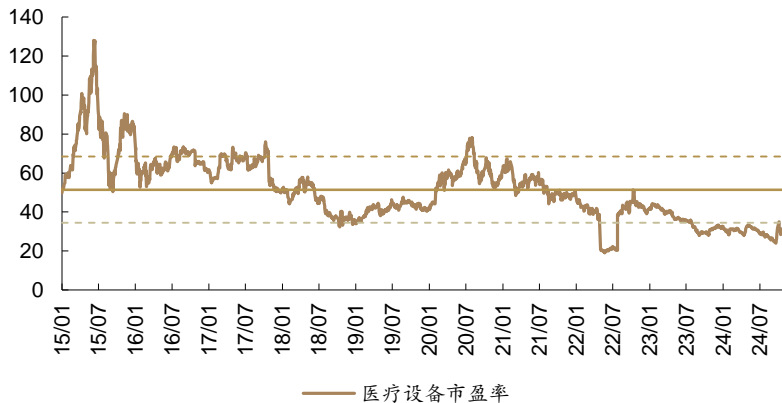
关注低位资产布局机会

5.1 医疗设备需求不减，以旧换新逐步落地有望推动行业快速恢复

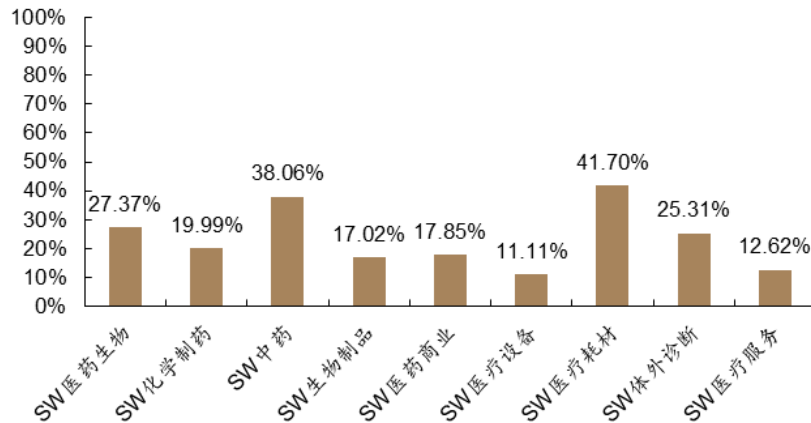
■ 当前医疗设备处于估值底部，具有配置性价比

➤ 从历史估值水平看，SW医疗设备整体估值水平自20年7月以来向下调整较多，截至2024年10月29日，SW医疗设备整体市盈率为31倍，自2015年1月1日以来，该板块估值水平历史分位数为11.11%，为全部医药生物板块中历史分位数最低的细分板块。

图：SW医疗设备市盈率（PE，TTM，整体法，剔除负值）



图：医药生物各子版块历史分位



资料来源：Wind，德邦研究所

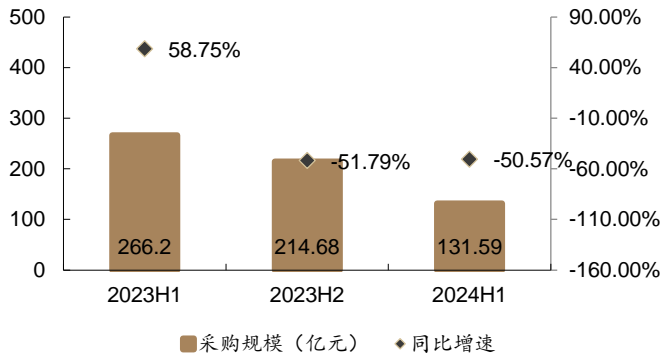
请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

5.1 医疗设备需求不减，以旧换新逐步落地有望推动行业快速恢复

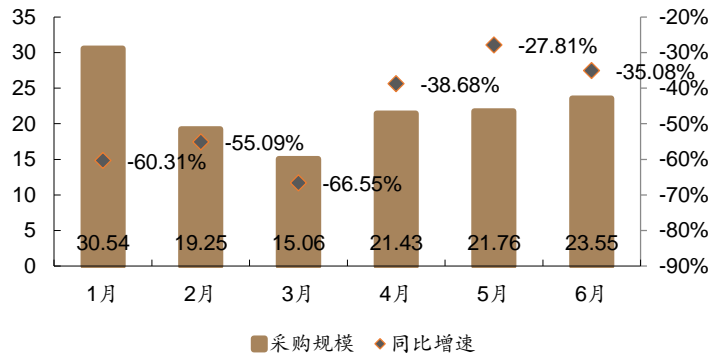
■ 医疗设备以旧换新进度偏慢，但需求不减

- 医疗设备以旧换新进度偏慢，但需求不减。受国内医疗行业整顿及设备更新政策影响，今年医疗设备招采活动因普遍处于观望状态而有所延迟。根据医装数胜数据，以2024H1我国县级医院为例，2024年上半年国内县级医院医疗设备采购规模（按销额，下同）达到131.59亿元，同比下降50.57%，占全国公立医院的比例仍维持在30%左右。
- 但与此同时，在2024上半年中，国内县级医院医疗设备采购规模呈先减后增态势，其中在第二季度采购规模逐月递增，并且同比增速优于2024上半年整体水平（-50.57%）。

图：23年至今县级医院招标采购规模（半年维度）



图：24年至今县级医院招标采购规模（月度维度，亿元）



资料来源：医装数胜，德邦研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

5.1 医疗设备需求不减，以旧换新逐步落地有望推动行业快速恢复

■ 高端医疗设备保有量+国产化率双低，空间十足

- 根据医械汇数据以及艾瑞咨询数据，当前我国中低端医疗设备已基本实现“国产替代”，但中高端产品仍由进口品牌主导，如监护仪、DR、除颤仪等国产化率已超过50%，但高端CT、高端超声、DSA等进口品牌仍占据主导地位。
- 影像设备作为医疗设备领域中的高端设备，我国人均保有量与欧美发达国家仍有较大差距。根据中国核医学医师协会以及医工研习社数据，2022年我国MR保有量约2.15万台，约合人均保有量15台/百万人，与OECD公布的日本、美国30台以上/百万人还有显著差距；CT保有量约5万台，约合人均保有量35台/百万人，同样与日本、澳大利亚等国超过45台/百万人有显著差距；PET/CT约873台，PET/MR约79台，均与欧美国家存在显著差异。

表：主要医疗影像设备国产化率及厂家

产品	国产化率	主要进口品牌	国内主要企业	
XR	DR	85%左右	GE医疗、飞利浦、西门子、日本岛津	联影医疗、万东医疗、深圳安健、迈瑞医疗、南京普爱医疗、深圳蓝韵、宝润等
	DSA	7%-10%	西门子、飞利浦、GE医疗、佳能等	万东医疗、东软医疗、乐普医疗、联影医疗、唯迈等
	胃肠机	未知	日本岛津、西门子等	万东医疗、康达、南京普爱医疗、东软医疗等
	乳腺机	2020年约20%	GE医疗、Hologic、西门子等	深圳圣诺、联影医疗等
C型臂X射线机	约50%	西门子、GE医疗、Ziehm、飞利浦、佳能等	南京普爱医疗、奇目成像、联影医疗、东方惠尔等	
CT	50%左右	GE医疗、西门子、飞利浦等投研究	联影医疗、东软医疗、万东医疗、深圳安科、明峰医疗等	
MR	40%左右	GE医疗、西门子、飞利浦、东芝等	联影医疗、贝斯达、东软医疗、万东医疗、苏州朗润等	
PET-CT	40%左右	GE医疗、西门子、飞利浦等	联影医疗、东软医疗、明峰医疗、赛诺联合、合肥锐世数字、北京锐视康、大基康明、中派科技等	
超声	65%	GE医疗、飞利浦、西门子、三星、日立、佳能、迈瑞医疗、开立医疗、汕头超声、飞依诺、华百胜等	迈瑞医疗、理邦仪器、祥生医疗等	

资料来源：深企投产业研究院、医械汇公众号，医工研习社公众号，器械之家公众号、中国核医学医师公众号等，德邦研究所

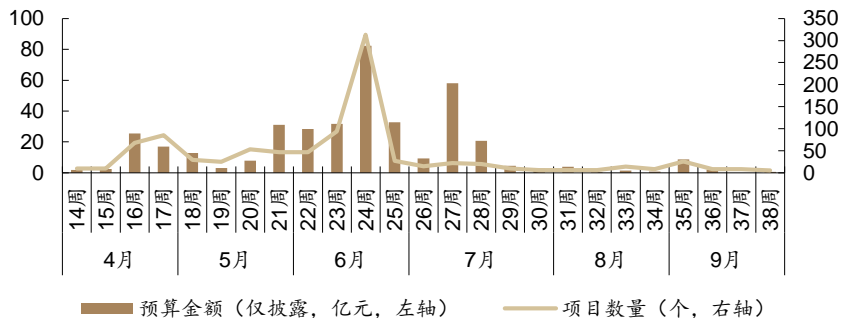
请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

5.1 医疗设备需求不减，以旧换新逐步落地有望推动行业快速恢复

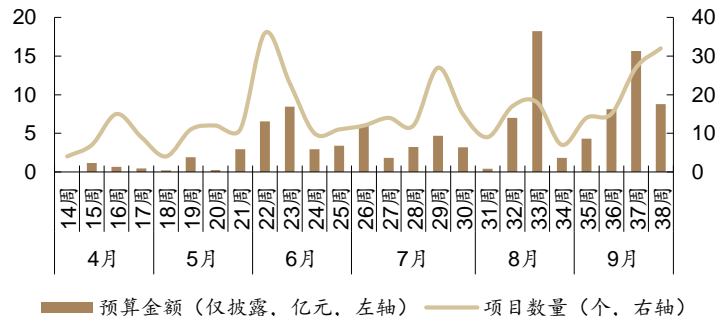
院端招标、采购意向环比已有所回升

- 根据设备更新政策落地时间节点，2024年3月13日，国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，随后3月30日-7月3日，各省推出配套跟进政策，同时医院开始上报设备更新项目，根据各省批复情况，项目批复主要集中于5-6月份，在29周以后，全国各省市的设备更新审批阶段开始回归正常，新获批的项目数量不再显著增加。在此之后，医院招投标、采购意向均明显上升。我们认为，24H1医院招投标明显下滑，一方面是设备更新项目的上报和批复存在一定程度的延迟，另一方面也积蓄的一定量设备需求。
- 当前医院端招投标及采购意向较24H1已有明显提升，且前期积压的需求也有望释放，国产厂家有望从中获益。

图：4-9月我国医疗设备更新项目批复情况



图：4-9月我国医疗设备更新采购意向情况

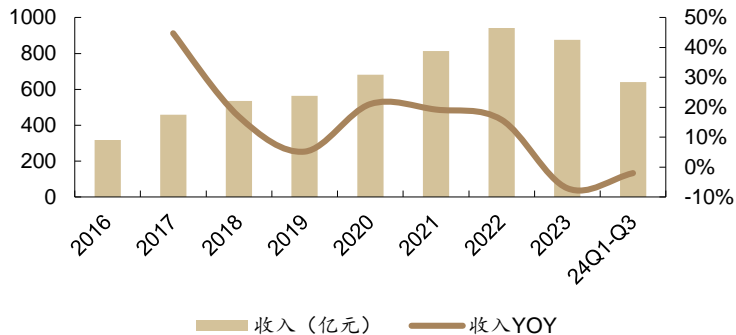


资料来源：医装数胜，德邦研究所

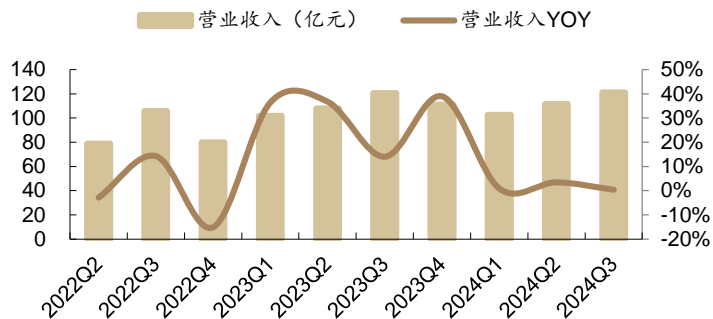
请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

5.2 医疗服务：短期业绩承压，关注边际改善

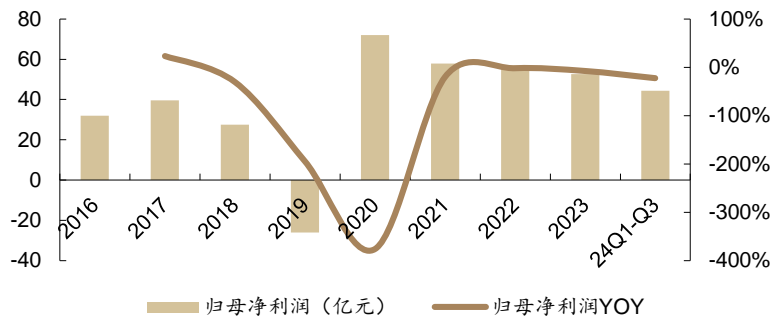
图：2016-2024Q3医院板块收入增长（年度）



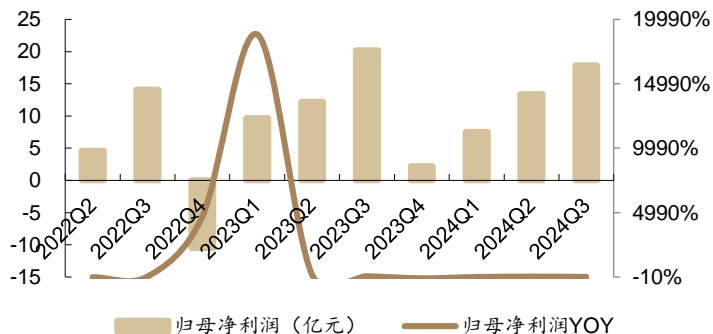
图：2022Q2-2024Q3医院板块收入增长（季度）



图：2016-2024Q3医院板块归母净利润增长（年度）



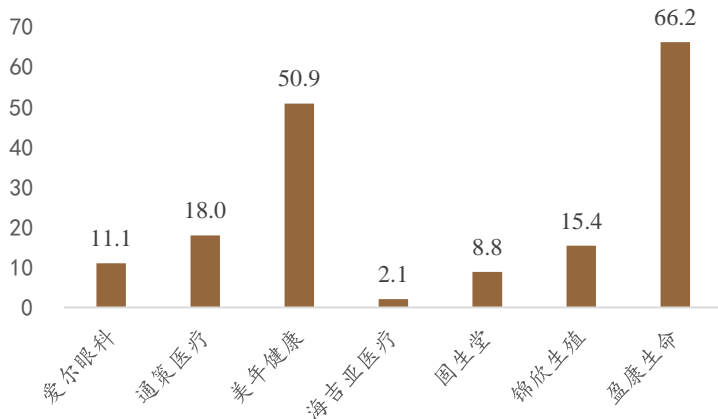
图：2022Q2-2024Q3医院板块归母净利润增长（季度）



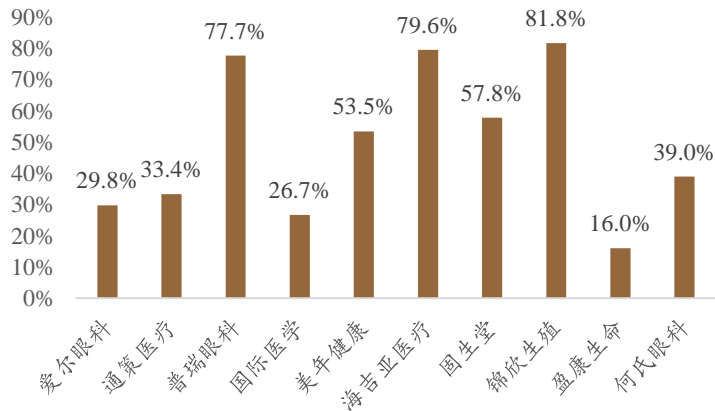
5.2 医疗服务：预期重于实际，紧抓预期拐点

- **从估值分位数来看，医疗服务板块较多公司处于历史低位。** 医疗服务板块较多公司的市盈率分位数已处于2020年以来10%上下，进入到历史上相对的低位。
- **预期改善后，股价弹性较大。** 我们拉取以2022年10月30到2023年1月20日疫情放开前后相关公司的股价变化作为对比可以发现，当预期改善后，医疗服务板块较多公司有较大的弹性。
- 从2024年Q3季报来看，相关公司的基本面压力仍较大。但我们认为低迷是暂时的，随着宏观的逐步改善，相关公司的业绩也会触底反弹。因此我们建议关注消费端改善后，弹性比较大的标的，如普瑞眼科、华夏眼科、海吉亚医疗、锦欣生殖等。

图：部分医疗服务股票市盈率分位数（%）



图：2022年10月30日-2023年1月31日部分医疗服务股票涨跌幅



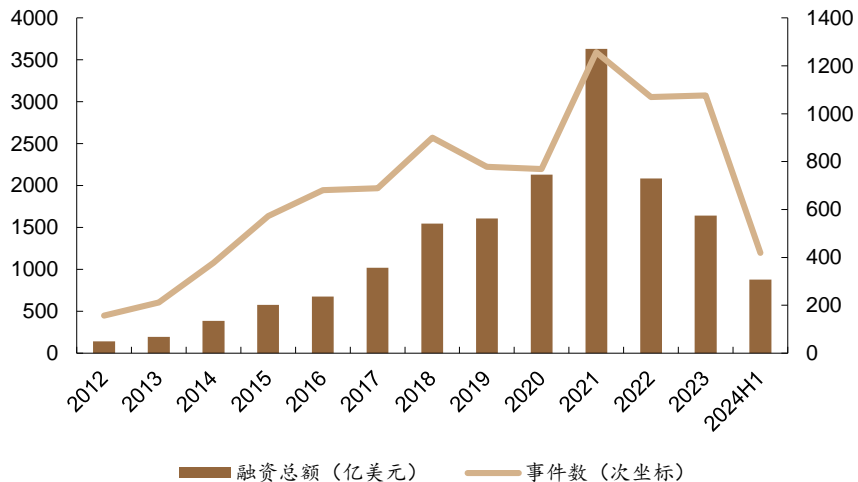
资料来源：Wind，德邦研究所

注：市盈率分位数的选取的时间为2020.01.01-2024.10.30

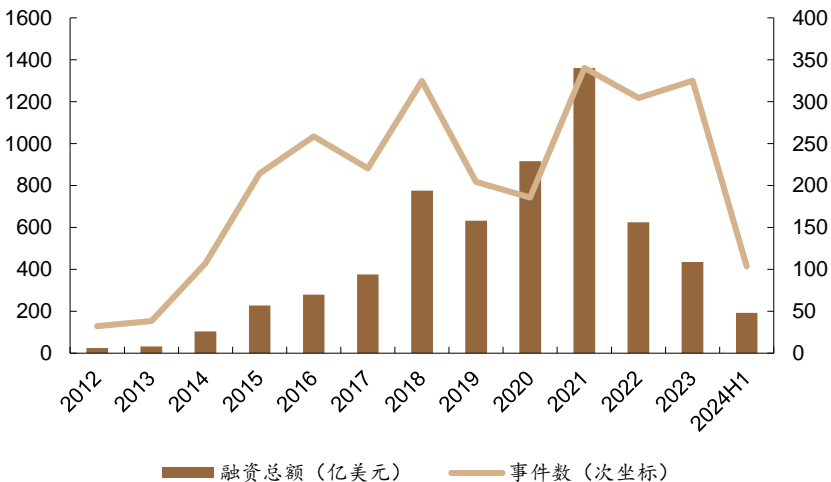
5.3 创新药产业链：融资数据随着降息有望恢复

- **全球和我国融资数量和金额仍下滑，有望恢复：**在美联储加息等因素影响下，全球医疗健康产业融资额急剧减少。融资环境变差使得部分规模较小的biotech公司资金链断裂，管线研发与推进受到较大影响，进而对于CXO和科研产品企业需求有所下滑。
- 目前美联储已明确降息，全球资金开始宽裕，我们认为融资数据有望开始好转，对外包服务和科研需求端的传导或需1-2个季度。

图：全球2012-2024H1医疗健康行业融资情况



图：我国2012-2024H1医疗健康行业融资情况



5.3 创新药产业链：CXO个股业绩仍有提升

- 关注药明康德、诺思格等综合型CXO企业

表：CXO企业对比（截至2024年11月19日）

证券代码	公司名称	PE			收入增速（%）		总市值（亿元）
		2024E	2025E	TTM	2024E	2025E	
002821.SZ	凯莱英	41.0	30.5	78.3	-24%	18%	305
300347.SZ	泰格医药	55.2	35.6	73.8	0%	14%	492
300363.SZ	博腾股份		0.0	36.7	-20%	18%	100
300404.SZ	博济医药	76.9	50.1	5.6	31%	31%	34
300725.SZ	药石科技	41.0	35.9	17.3	0%	11%	72
300759.SZ	康龙化成	26.7	28.0	115.4	8%	14%	457
301096.SZ	百诚医药	21.0	15.7	10.2	17%	22%	45
301257.SZ	普蕊斯	22.6	20.3	7.6	13%	15%	24
301333.SZ	诺思格	44.1	39.0	7.2	10%	15%	53
301520.SZ	万邦医药	25.7	22.3	3.4	31%	29%	28
603127.SH	昭衍新药		136.0	23.8	-10%	14%	125
603259.SH	药明康德	18.7	15.6	403.4	-2%	11%	1,482
603456.SH	九洲药业	19.8	14.8	55.2	-1%	11%	138
688046.SH	药康生物	39.7	33.6	6.2	17%	19%	55
688073.SH	毕得医药	48.5	33.0	10.9	4%	15%	39
688076.SH	诺泰生物	27.9	27.9	10.3	69%	36%	118
688131.SH	皓元医药	53.6	46.7	18.8	20%	23%	82
688202.SH	美迪西			13.7			51
688222.SH	成都先导	100.0	104.7	3.7	18%	19%	53
688621.SH	阳光诺和	21.6	19.3	9.3	30%	27%	48

06

核心推荐标的

康方生物：全球领先双抗，临床验证带来价值重估

核心看点：1) AK112的海外临床开展及数据验证；2) 医保谈判后两大双抗的放量增长

核心逻辑：

- **AK112 (依沃西, PD-1/VEGF)：国内超预期获批，头对头K药做出优效。** 2024年5月产品获批上市，用于治疗EGFR -TKI进展的局部晚期或转移性nsq-NSCLC，总审评用时不到10个月，超出预期。依沃西目前已有6项III期临床研究正在开展中，其中2项是由合作伙伴Summit Therapeutics主导开展的国际多中心III期临床研究，其中4项为与PD-1单抗头对头的III期临床研究。2023年5月31日，康方生物公布依沃西单药对比帕博利珠1L治疗PD-L1阳性NSCLC的III期临床获决定性胜出阳性结果，历史性的头对头击败K药。我们认为随着临床数据的不断读出和产品获批，AK112的商业前景和海外价值逐渐明朗，国内峰值预期上调60亿元，海外峰值预计30亿美金。
- **AK104 (卡度尼利, PD-1/CTLA-4)：大适应症迎来收获。** 2022年6月被批准上市，用于复发/转移性宫颈癌的2/3L治疗，2023年度销售额为13.58亿元，同比增加149%。卡度尼利在胃癌、肝癌、肺癌等大适应症开拓已经实现重要突破，1) 一线治疗胃癌已达到OS主要终点，已递交sNDA；2) 一线治疗宫颈癌三期已达到PFS和OS主要终点，已递交sNDA；3) 肝细胞癌术后辅助治疗的III期临床进行中；
- **丰富的肿瘤研发管线，多个新品种在研：**1) 安尼可® (派安普利, PD-1) 在2023年获批一线治疗鳞状非小细胞肺癌适应症，派安普利一线治疗鼻咽癌的新药上市申请也获得受理；2) AK109 (普络西单抗, VEGFR2)布局多个PD-1进展后大适应症；3) AK129 (PD-1/LAG3)、AK130 (TIGIT/TGF-β)、AK131 (PD-1/CD73)、AK132 (Claudin18.2/CD47) 均已进入一期。
- **加码非肿瘤领域布局。** AK102 (PCSK9) 于2024年9月获批；AK101 (IL-12/IL-23) 于2023年8月NDA获得NMPA受理，用于治疗中重度斑块状银屑病。AK111 (IL-17) 于2023年8月完成银屑病三期入组。AK120(IL-4R)已进入三期注册临床

与市场不同的认知：海外价值仍未被充分计算，AK112具备泛癌种大单品潜力，同时CD47单抗海外注册临床进行中，管线中多个创新品种有出海潜力

盈利预测及投资建议：公司新管线逐步获批，营收将迎来快速增长期，预计2024-2026年公司收入为22.14、38.8、63.47亿元（增速-51%/75%/64%），净利润为-4.24、3.07、15.08亿元。

风险提示：临床研发失败风险、竞争格局恶化风险、销售不及预期风险、行业政策风险等

再鼎医药：管线被显著低估，自研引进未来增长无虞

核心看点：1) 低估值：28年预计收入超20亿美元，市值被低估；2) 模式具有较大认知差：引进自研双驱动，未来增长无虞

核心逻辑：

□ **重磅产品FcRn拮抗剂卫伟迦放量超预期，全年销售或超8000万美金。** 1) 卫伟迦 2023年9月上市，用于治疗全身型重症肌无力 (gMG)，并参与当年医保谈判，成功于2024年1月进入医保，2023年收入1000万美元。2024年Q1收入1320万美元，Q2销售 2320 万美元，全年收入指引上调至超过 8000 万美元，Q3收入为2,730万美元。2) **新剂型获批，多适应症进展快速。** 2024年7月，NMPA批准卫力迦（艾加莫德皮下注射剂型）的生物制品上市许可申请（BLA）；2024年11月，艾加莫德皮下注射获批用于治疗CIDP。

□ **多个新产品上市或报产，公司发展进入新阶段。** 1) **鼎优乐® (SUL-DUR)**：2024年5月，NMPA批准鼎优乐的新药上市申请，用于治疗成人患者由鲍曼-醋酸钙不动杆菌复合体敏感分离株引起的医院获得性细菌性肺炎(HABP)和呼吸机相关性细菌性肺炎(VABP)。2) **Bemarituzumab (FGFR2b)**: 6月，完成了Bemarituzumab联合化疗用于胃癌一线治疗的全球3期研究FORTITUDE-101的患者招募。全球3期临床研究FORTITUDE-102正在大中华区进行患者招募；3) **KarXT (M1/M4型毒蕈碱乙酰胆碱受体激动剂)**：中国精神分裂症治疗的3期桥接研究完成，主要数据公布，年中加入阿尔茨海默症全球3期研究。4) **瑞普替尼 (ROS1/TRK)**：2024年5月，NMPA批准其上市用于治疗ROS1阳性的局部晚期或转移性非小细胞肺癌成人患者。

□ **公司三款全球权益产品**，1) ZL-1310 (DLL3 ADC) 全球多中心一期治疗二线及以上 SCLC 患者数据公布；2) ZL-1218 (CCR8)全球多中心一期持续入组，于9月ESMO年会上公布用于实体瘤的全球1期研究的初步临床分析；3) ZL-1102 (IL-17A)，2024年5月，全球2期研究进行了首位患者给药，评估用于慢性斑块状银屑病 (CPP) 的疗效和安全性。

盈利预测及投资建议：随着新产品的陆续获批和进入医保后的放量，我们预计公司24-26年销售收入为4.08、6.36、9.8亿美元，增速为52.9%、56%、54%；维持“买入”评级。

风险提示：临床研发失败风险、竞争格局恶化风险、销售不及预期风险、行业政策风险等

康诺亚：IL4R大单品获批上市，自免布局丰富

核心看点：1) IL4R上市后销售放量，有望成为新一代大单品；2) 管线丰富，未被充分估值

核心逻辑：

- **司普奇拜单抗 (CM310, IL-4R α) 大单品获批，销售有望超预期**：1) 治疗成人中重度特应性皮炎 (AD) 于2024年9月获批，目前商业化正稳步推进；2) 治疗过敏性鼻炎、慢性鼻窦炎伴鼻窦炎的NDA申请分别于2024上半年获CDE受理；3) 治疗青少年中重度特应性皮炎的注册性临床于2024 Q1启动；授权石药集团针对中重度哮喘及慢阻肺开展II/III期临床研究。
- **CMG901 (CLDN 18.2 ADC) 全球FIC三期进行中**：1) 公司与阿斯利康就CMG901/ AZD0901达成全球独家授权协议。根据许可协议，阿斯利康将负责全球研发、生产和商业化，康诺亚附属公司KYM Biosciences Inc.，交易总金额超过11亿美金，以及高达低双位数的分层特许权使用费。首笔1000万美金里程碑付款已于2024 H1到账。2) 胃癌适应症已获得FDA孤儿药资格及快速通道资格认定，国际多中心III期研究已完成首例给药。
- **创新管线丰富，聚焦自免疾病**：1) CM313 (CD38抗体)：正在积极推进针对系统性红斑狼疮 (SLE) 的Ib/IIa期试验；计划推进针对复发或难治性多发性骨髓瘤 (RRMM) 的注册性临床。2) 多个双抗在研：CM355 (CD20/CD3) 2024上半年推进I/II期临床，目前IV剂量递增已完成，SC正在进行患者评估；CM336 (BCMA/CD3) 正在进行复发性或难治性多发性骨髓瘤临床I/II期试验；CM350 (GCP3/CD3) 正在进行实体瘤临床I/II期试验；CM380 (GPRC5D \times CD3) 于2024年7月申报IND；CM369 (CCR8抗体) 正在进行I期试验。
- **创新双抗完成海外BD**：2024年7月，成功授权Belenos Biosciences CM512及CM536于全球独家权益，康诺亚将收取1500万美元的首付款及近期付款，以及 Belenos约30%的股权作为对价，里程碑付款最高可达1.7亿美元及可收取销售净额分成；

盈利预测及投资建议：

- 我们预计公司24-26年收入为1.4、4.45、12.98亿元，同比增长-60.46%、217.55%、192.06%；24-26年归母净利润为-6.02、-5.97、-2.16亿元。

风险提示：临床研发失败风险，竞争格局恶化风险、销售不及预期风险、行业政策风险等

和黄医药：呋喹替尼成功出海，多管线海外或将迎来突破



德邦证券
Topsperry Securities

核心看点：1) 呋喹替尼全球销售增长强劲；2) 赛沃替尼肺癌适应症美国申报；3) 索乐匹尼布海外临床及BD

核心逻辑：

- **呋喹替尼销售强劲，海外空间大，国内新适应症预计将获批。** 1) 2023年1月和黄医药授权武田制药呋喹替尼海外权益。2023年11月FDA批准其在美国上市。2024年6月获欧盟委员会批准。2024年年初，联合信迪利单抗用于治疗晚期**子宫内膜癌**的中国新药上市申请获受理并获纳入优先审评；联合PD-1治疗二线肾细胞癌注册临床已完成入组，预计于年底左右公布II/III期注册研究FRUSICA-2的顶线结果 (NCT05522231)。呋喹替尼2024年上半年美国市场销售额为1.3亿美元，上市以来强劲增长。
- **赛沃替尼 (c-MET抑制剂)** 针对二线MET扩增EGFR-TKI耐药的NSCLC适应症，预计于2024年年底完成SACHI研究 (中国三期) 的患者招募；于2024年年底左右，基于SAVANNAH研究 (全球，若取得积极结果) 向美国FDA提交新药上市申请。
- **索乐匹尼布 (SYK抑制剂)**：24Q1在国内NDA，且已在美国/欧洲启动剂量探索研究 (NCT06291415)。
- **他泽司他 (EZH2抑制剂)**：2024年5月，他泽司他在中国香港获批用于治疗复发/难治性滤泡性淋巴瘤；2024年7月，新药上市申请获国家药监局受理并获纳入优先审评，有望于2025年年中完成中国新药上市申请审评。
- **HMPL-306 (IDH1/IDH2口服双重抑制剂)**：启动RAPHAEL中国III期研究，用于治疗IDH1和/或IDH2突变的复发/难治性急性髓系白血病。
- **索凡替尼 (苏泰达®)**：启动了一项用于治疗初治转移性胰腺导管腺癌的II/III期研究。

与市场不同的认知：整体价值仍被低估，海外销售强劲，管线催化众多，多个产品多个注册临床开展中，同时Syk, EZH2等新产品有望获批。

盈利预测及投资建议：预计公司24-26年肿瘤/免疫业务收入为3.88、5.7、7.74亿美元，预计收入总额为6.36、8.05、9.97亿美金，增速为-24%、26.7%、23.8%，24-26年净利润为-0.1、0.58、1.7亿美金；维持“买入”评级。

风险提示：临床研发失败风险，竞争格局恶化风险、销售不及预期风险、行业政策风险等。

人福医药：供给受限，需求持续增长的医药核心资产

核心看点：1) 估值修复：大股东重整后估值有望持续修复；2) 2025年Q1或H1有望确定重整人和重整方案

核心逻辑：

- **市场需求大：**手术量有望持续增长带动手术麻醉用药放量，非手术麻醉领域，ICU，无痛胃肠镜等领域快速发展，癌症疼痛领域潜在空间大。公司产品线丰富，销售额有望持续增长。
- **供给端高壁垒：**强管制，弱创新，先发优势造就超强壁垒，麻醉药是战略物资、民生工程、特殊药品，竞争格局远好于普通药品。
- **政策受益：**DRGs/DIP政策推行下，医院和医生均有很强的手术动力，麻醉药有望直接受益于手术量的增长。
- **公司治理改善预期强：**我们认为，公司未来8个月内有很强的估值修复预期，大股东当代科技已经进入破产重整程序，我们预计2025年3月至6月或将确定重整人和重整方案。

与市场不同的认知：

1) 大股东问题持续压低估值，但公司基本面持续向好。

盈利预测及投资建议：

- 预计公司2024-2026年归母净利润分别为：22.6、26、30.5亿。

风险提示：

- 行业政策风险，大股东重整进度不及预期、销售不及预期风险等。

兴齐眼药：阿托品放量在即，新浓度研发进展顺利

核心看点：1) 24年0.01%阿托品获批，经历市场推广加渠道布局，25年有望大幅放量；2) 0.02%+0.04%浓度阿托品3期临床已获得总结报告，未来市场优势明显

核心逻辑：

□ **0.01%阿托品正式获批，前期重点进行市场推广和渠道布局：**0.01%阿托品于24年3月正式获批并实现上市销售，25年有望迎来快速放量。

□ **新浓度阿托品研发取得突破进展，未来领先优势明显：**1、0.02%+0.04%浓度阿托品3期临床已获得总结报告，预计24年底或25年初正式报产；2、0.02%+0.04%浓度领先优势明显，目前只有齐鲁制药（0.02%+0.04%）与莎普爱思（0.02%）进入3期，但均处于3临床早期，进度晚于兴齐；

与市场不同的认知：

1) 市场目前只关注0.01%阿托品短期销售，我们预期2025年0.01%阿托品有望实现明显销售收入；

2) 市场忽略了0.02%+0.04%浓度梯度产品未来预期，公司近期已公告了这两个浓度的临床已取得总结报告的进展，预计25年申报上市；

盈利预测及投资建议：

□ 预计2024-2026公司将实现营收21.2/26.8/30.8亿元，实现归母净利润4.5/6.7/7.7亿元。

风险提示：

□ 阿托品销售低于预期；环孢素滴眼液竞争加剧或集采降价风险；传统眼药产品推广销售不及预期及进入集采风险等

昆药集团：华润赋能，“五年规划”百亿工业目标稳步推进

核心逻辑：

□ 华润入主后“融合”进展顺利，“五年”规划战略稳步推进：自2023年华润三九对昆药集团并购完成以来，公司接连完成人事变动调整、渠道建设、战略规划，后续即将对同业竞争问题进行解决，公司成立“1381、1951、777”三个事业部，“1381”承载拥有640余年历史的昆中药，“1951”承载院内严肃医疗产品，“777”承载三七口服制剂，三个事业部将成为公司打造精品国药、深耕慢病管理、拓展老龄健康产业的核心支撑。我们认为，公司对三大事业部规划明确，且24年品牌打造持续推进，如24H1，公司正式推出“777”全新品牌，构建“三七就是777”品牌认知，强化消费者对于血塞通软胶囊有效成分三七总皂苷的认知，中药1381事业部打造专属品牌IP，参苓健脾胃颗粒亮相湖南卫视、热播大剧等，舒肝颗粒推出系列短片、大型快闪活动等，品牌打造深入人心。通过强化渠道拓展协同、增强产品品牌价值，带动产品在院外实现较快增长，未来“777”、“昆中药1381”事业部有望快速释放业绩。

与市场不同的认知：

市场认为公司院内血塞通（冻干）粉集采风险大，该认知忽略了注射用血塞通冻干粉已经过一轮集采，实际风险有限。且公司长期发展潜力在院外“777”、“昆中药1381”事业部，这两大事业部核心品种24年大环境承压背景下仍然维持较快增长，如24H1参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒三大核心单品合计同比增长20%以上。后续随着中成药国采的落地，血塞通冻干粉风险有望出清，下游经销商拿货意愿也将明显提升，业绩也将有所恢复。

盈利预测及投资建议：

□ 我们预计2024-2026年收入为5.4/6.8/8.8亿元，当前市值对应PE为20/16/12X（截至2024年11月22日），我们认为公司背靠华润，战略规划、人事变动等均已完成，且24年内即将完成对华润圣火（2亿元利润体量）51%股权的收购，未来业绩有望快速释放，维持“买入”评级。

风险提示：

□ 集采降价风险，OTC渠道去库存风险，市场竞争加剧风险等

开立医疗：超声、软镜领军企业，设备更新落地有望带来业绩弹性

核心看点：1) 设备更新只是有所延迟，医院端需求仍在，公司产品线布局完善，软镜、超声等均有望受益于设备更新；2) 软镜设备国内渗透率低，景气度高，市占率仍有较大提升空间

核心逻辑：

- **设备更新进度偏缓，但后续有望逐步落地：**受国内医疗行业整顿及设备更新政策影响，今年医疗设备招采活动因普遍处于观望状态而有所延迟。与此同时，在2024上半年中，国内县级医院医疗设备采购规模呈先减后增态势，其中在第二季度采购规模逐月递增，并且同比增速优于2024上半年整体水平；此外，在8、9月设备更新项目批复完成后，医院招投标、采购意向也均有明显提升。因此，我们认为医疗设备更新只是进度偏慢，后续有望逐步落地，公司主力产品线超声、内镜等均与设备更新息息相关，后续有望实现业绩的快速反转。
- **公司产品线布局完善，软镜渗透率低+景气度高，前瞻布局微创外科及心血管介入；**国内软镜市场过去长期被进口品牌占据，近几年来，以开立为首的国产软镜技术水平取得较大突破，国产软镜在消化内镜领域的市场份额不断提高，21-23年公司内窥镜产品线收入增速分别为39%/43%/39%，维持高景气度，2023年公司推出新的高端旗舰产品 HD-580，产品竞争力进一步加强。此外，公司前瞻布局的IVUS等持续丰富公司产品线，有望在未来接棒超声+软镜，为公司长期增长提供动力。

与市场不同的认知：

市场认为设备更新落地难，但从设备更新批复情况、医院招投标、采购意向情况等看，设备更新只是进度偏慢，终端需求仍在，公司主要产品线均与设备更新相关，业绩弹性较大。

盈利预测及投资建议：

- 我们预计公司2024-2026年归母净利润为5.1/6.5/8.0亿元，当前市值对应PE为29/23/19X（截至2024年11月22日），维持“买入”评级。

风险提示：

- 设备更新落地不及预期风险，院端反腐加剧风险，市场竞争加剧风险等。

山东药玻：中硼硅模制瓶景气度高，药包材老牌龙头引领增长

核心看点：1) 药用包装材料老牌龙头，模制瓶领域竞争优势突出；2) 一致性评价开启中硼硅药玻替代进程，集采加速中硼硅药玻放量

核心逻辑：

- **一致性评价+全国药品集采+关联审评助力中硼硅替代：**国家推动药品一致性评价，敦促药企进行药包材的升级：1) 一致性评价要求仿制药药包材标准不低于参比制剂，参比制剂原研药大都采用中硼硅，推动仿制药在过评时将药包材更换为中硼硅，2) CDE发文，首家过评后3年后，不再受理同品种一致性评价申请，敦促药品进行一致性评价；国家集采推动采用中硼硅包材的药品放量，中硼硅药用玻璃市场规模扩大：集采到目前已经进行到第9批，即将进行至第十批，第十批集采品种中，注射剂占比进一步提高，数量达到37个，占比达到60%，参照历史情况，从第四批第九批集采中，采用中硼硅作为包材的注射剂占比维持在80%以上，且集采品种后续放量迅速，也将推动行业需求增加；3) 关联审评提高了下游客户更换药包材供应商的成本，更加利于行业集中度的提高：关联审评制度下，药企对药包材安全、质量负责，因此药企更换供应商成本更高，侧面推动行业集中度提升。
- **中硼硅模制瓶竞争格局好，山东药玻作为龙头企业充分受益；**截至2024年10月30日，仅有四家国产，三家进口厂家的中硼硅模制瓶注射剂瓶登记备案为“A”状态，竞争格局好。公司重点投入中硼硅模制瓶领域，拥有产能、资质等先发优势，竞争力显著。

与市场不同的认知：

市场认为中硼硅模制瓶市场未来竞争加剧，但四川阆中与山东鼎新过往在药包材领域参与度不高，尚无法形成竞争力，此外据我们测算，山东药玻和力诺特玻的已有+在建中硼硅模制瓶总产能分别为40亿支和14.23亿支。两家公司扩产项目全部投产后，产能也仅为54亿支，和我国中硼硅模制瓶潜在需求量相比，市场空间仍显充足。

盈利预测及投资建议：

- 我们预计公司2024-2026年，归母净利润分别为10.03/12.07/14.16亿元，当前市值对应PE为16/14/12X，维持“买入”评级。

风险提示：

- 产能投放不及预期，原材料价格上涨，中硼硅渗透率提升不及预期。

浙江医药：VAVE有望第二轮涨价，公司有望受益

核心看点：VAVE在第二轮涨价周期，有望带动Q4业绩超预期

核心逻辑：

- **Q3开始业绩有体现，VAVE涨价对盈利能力提升明显：**单季度看，公司Q3实现营收27.1亿元（同比+39.7%，环比+25.6%），归母净利润5.34亿元（同比+1738%，环比+159%），随着VAVE的涨价，公司三季度业绩开始高速增长。盈利能力上看，Q3毛利率提升至47.64%（同比+14.61pct，环比+9.66pct），期间费用率稳定，净利率同比提升18.9pct至18.59%，盈利能力大幅提升。
- **两大压制因素逐个解除，VAVE价格有望开启第二轮涨价：**最近压制VAVE的两大因素为1）巴斯夫事件情绪影响减弱；2）渠道清库存。目前巴斯夫预计VAVE在25年4/7月复产，且需要数月恢复库存水平，供给端持续收紧，保证涨价通道通顺。
- **维生素AE出口总额和价格大涨，AE出口额分别同比+102%和88%：**维生素AE9月出口额和价格大涨：海关数据，维生素E9月出口额同比+88%，环比+26%；价格同比+33%，环比+22%；出口量同比+41%，环比+3%。维生素A9月出口额同比+102%，环比+30%；价格同比+25%，环比+40%；出口量同比+62%，环比-7%。
- **盈利预测及投资建议：**
- 预计公司2024-2025年归母净利润16.5/18.5亿元，截至2024年11月24日，对应2024-2025年PE估值为9/8倍。我们认为维生素A/E有望持续涨价，维持“买入”评级。
- **风险提示：**
- 维生素价格有波动风险，外汇损益风险，创新药研发失败风险等。

07

风险提示

风险提示

- 集采执行范围进一步扩大：目前来看，集采已经在药品、器械领域进入常态化阶段，预计后续品种范围将进一步扩大，同时集采事件在其他领域的扩散较为明显。
- 竞争格局恶化风险：随着药品和器械领域产品增加，竞争者逐步增加，围绕同类产品的竞争格局出现恶化的可能性增加。
- 行业整体增速不及预期：后疫情时代，经济尚未完全复苏，消费乏力，行业整体可能出现增长乏力，业绩不及预期风险。

信息披露

分析师与研究助理简介

周新明，德邦证券研究所，所长助理兼医药首席分析师，医药行业全覆盖。本科、硕士分别毕业于浙江大学材料科学专业、北京大学卫生经济专业，具有10年证券从业经验。分别在2023年、2022年、2021年、2016年获得新财富医药生物行业第四、三、四、三名。

吴明华，德邦证券研究所，医药高级分析师，重点覆盖：仿创药、生物制品、工商业一体化（医药流通）、部分中药。6年医药行业研究经验

陈进，德邦证券研究所，医药资深分析师，重点覆盖：医药中小盘，深度个股。南京大学生物学硕士，8年行业研究经验，曾任职于西南证券。

安柯，德邦证券研究所，医药高级研究员，重点覆盖：重点覆盖医疗服务、药店、医美，部分器械。6年行业投研及实业经验，曾就职于国联证券。

李霁阳，德邦证券研究所，医药分析师。重点覆盖：创新药，化药。3年二级医药行业研究经验，曾任职于中泰证券。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

特别声明

适当性说明：《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，通过本微信订阅号/本账号发布的观点和信息仅供德邦证券的专业投资者参考，完整的投资观点应以德邦证券研究所发布的完整报告为准。若您并非德邦证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本订阅号/本账号中的任何信息。本订阅号/本账号难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。市场有风险，投资需谨慎。

分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此证明。

免责声明：

德邦证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，德邦证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

本资料不是德邦证券研究报告的发布平台，所载内容均来自于德邦证券已正式发布的研究报告，或对研究报告进行的整理与解读，因此在任何情况下，本订阅号中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。



德邦证券
Topsperty Securities

德邦证券股份有限公司

地 址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢3层

电 话：+86 21 68761616 传 真：+86 21 68767880

400-8888-128