



医药行业 2024 年中期展望：谨慎乐观，关注全链条支持政策进展

● **1H24 回顾：**截至 2024 年 6 月 7 日 (YTD)，MSCI 中国医药指数年内下跌 23%，大幅跑输 MSCI 中国指数 (YTD 上涨 9%)，医药板块整体延续了 2021 年中以来的下跌趋势。目前 MSCI 中国医药指数前瞻市盈率为 23x，较过去 5 年均值低 1.0 个标准差。在所有的子板块中，表现最好的板块为医药流通及中药两个防御性板块，YTD 分别录得 11% 及 3% 的板块涨幅；表现最差的板块为 CXO、互联网医疗及医疗服务，YTD 分别录得 40%、25% 及 22% 的板块跌幅。

● **2H24 展望：**考虑到医药反腐行动短中期仍将持续、全国范围内全链条支持创新药政策短期内出台落地的不确定性、及国内生物医药融资显著恢复仍需时间，我们认为创新药械板块可能仍然会承受一定压力，然而随着下半年及年底重磅药物在国内陆续获批和海外上市申报及潜在出海授权进展，我们认为这些潜在催化剂有望提振创新药板块行情。因此，我们对创新药械整体持“谨慎乐观”态度。此外，在目前整体医药板块较为低迷行情下，我们持续看好医药流通和中药等防御性子板块。我们对各板块的看法如下：

● **创新药：**医药反腐已进入长期常态化严监管阶段，较市场此前预期的时间更长，我们认为合规管理更严格的龙头药企将更有望受益。下半年及年底重磅药物的获批上市（例：恒瑞和康诺亚自免药物）、和黄赛沃替尼的美国申报、多家公司潜在出海授权进展的公布等潜在催化剂有望提振创新药板块行情。此外，若正式版全国全链条支持政策能在 2H24 出台，我们认为这将是创新药板块及相关产业链上下游重大利好。结合下半年催化剂丰富程度（见图表 14），建议关注和黄、再鼎。

● **医疗器械：**我们相对看好有望受益于设备更新政策落地及医疗新基建持续推进的医疗设备及股价弹性更高的创新高值耗材细分赛道。建议关注迈瑞医疗、澳华内镜、春立医疗。

● **CXO：**中美地缘政治紧张局势大概率在下半年会继续存在，美国生物安全法案草案的负面影响已初步在龙头 CXO 一季度业绩中显现，后续对获取海外新签订单的影响有待中期业绩进一步观测。尽管生物安全法案相关事件进展可能短期内略有波动，但目前地缘政治局势下板块估值仍欠缺结构性回弹的动力，我们维持对 CXO 子板块的中性看法。

● **医药流通&中药：**国企改革持续深化，医药流通及中药 OTC 板块业绩有望随着国企改革带来的提质增效逐步释放，2H24 预计板块龙头仍可维持较高的派息率。医药流通龙头有望受益于新业态及业绩第二增长点的持续探索，板块估值有望逐步提升。此外，中医药将持续受益于国家政策支持。建议关注国药控股、上海医药、华润三九、羚锐制药。

● **医疗服务：**看好近期政策利好频出的辅助生殖。建议关注锦欣生殖。

● **首选标的和黄医药、再鼎医药。**和黄医药下半年有望迎来额外两个产品的出海进程加速（包括赛沃替尼在美国申报上市和索乐匹尼布潜在出海授权进展）及咪喹替尼海外销售有望超预期；再鼎医药重磅自免药物艾加莫德下半年有望进一步加速放量，帮助公司达成强劲的业绩增长。

投资风险：创新药支持政策不及预期，美国降息晚于预期，中美地缘政治紧张进一步加剧。

阳景

首席医药分析师

Jing_yang@spdbi.com
(852) 2808 6434

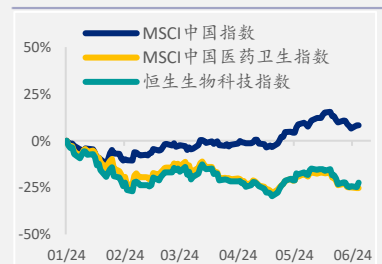
胡泽宇, CFA

医药分析师

ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2024 年 6 月 13 日

年初至今行业指数表现



注：截至 2024 年 6 月 7 日收盘价
资料来源：Bloomberg、浦银国际

相关报告：

《康诺亚 (2162.HK)：CM310 52 周数据和 CMG901 更新胃癌数据均符合预期》 (2024-6-3)

《康方生物 (9926.HK)：AK112 头对头 K 药成功，符合预期，推动股价反弹》 (2024-5-31)

《ASCO 2024：重点公司简要点评》 (2024-5-24)



扫码关注浦银国际研究

目录

核心观点	4
1H24 回顾：跑输大盘，反腐影响在持续.....	6
2H24 年医药细分板块配置策略.....	8
创新药：反腐常态化严监管，全链条支持政策有望出台	9
医疗器械：重点关注催化剂丰富的医疗设备及股价弹性更高的创新高耗个股	23
CXO：地缘政治摩擦继续存在，或进一步影响 CXO 海外订单获取	30
医药流通&中药：关注国企改革主线，提质增效下业绩有望逐步释放	33
医疗服务：鼓励社会办医政策趋势不改，辅助生殖近期政策利好频出	38
浦银国际医药行业覆盖公司	41

图表目录

图表 1：MSCI 中国指数 vs. MSCI 中国医药指数 vs. 恒生生物科技指数（2024 YTD）	6
图表 2：医药子板块股价涨跌幅（2024YTD）	6
图表 3：MSCI 中国医药卫生板块前瞻市盈率（P/E）	6
图表 4：医疗行业子板块前瞻市盈率（或市销率）	7
图表 5：医疗行业子板块前瞻市盈率（或市销率）较 5 年均值相距标准差	7
图表 6：浦银国际 2H24 医药细分板块配置策略.....	8
图表 7：创新药板块年初至今股价涨跌幅	9
图表 8：《全链条支持创新药发展实施方案（征求意见稿）》解读	10
图表 9：国产 ADC licensed-out 交易	15
图表 10：已获批及在研 GLP1R 管线.....	17
图表 11：研发进度较快的国产自免类创新药	18
图表 12：历次药品国采对比	19
图表 13：2019-2023 年医保谈判结果	20
图表 14：重点创新药企 2H24 主要催化剂.....	20
图表 15：创新药企业估值表	22
图表 16：医疗器械板块年初至今股价涨跌幅	23
图表 17：医疗器械板块 PS Band	23
图表 18：《关于推动医疗卫生领域设备更新实施方案的通知》主要内容	24
图表 19：美国对中国加征关税的三类医疗耗材	26
图表 20：人工关节国采接续采购 - 主要骨科上市公司中标结果	26
图表 21：人工关节接续国采报量：国产 vs 进口	27
图表 22：首轮人工关节国采报量：国产 vs 进口	27
图表 23：历次耗材国采对比	27
图表 24：2024 年高耗集采七大重点省级联盟	28
图表 25：主要 IVD 省级集采日期及结果.....	28

图表 26: 医疗器械企业估值表	29
图表 27: CXO 板块年初至今股价涨跌幅.....	30
图表 28: CXO 板块 PE Band	30
图表 29: 全球医药健康领域融资额 (仅含生物医药、器械与数字健康)	31
图表 30: CXO 企业估值表.....	32
图表 31: 医药流通板块年初至今股价涨跌幅	33
图表 32: 中药板块年初至今股价涨跌幅	33
图表 33: 主要中药支持政策梳理	34
图表 34: 2009/2012/2018 年版基药目录构成.....	35
图表 35: 中成药、配方颗粒集采降幅	36
图表 36: 医药流通企业估值表	36
图表 37: 中药企业估值表	37
图表 38: 医疗服务板块年初至今股价涨跌幅	38
图表 39: 医疗服务板块 PE Band	38
图表 40: 主要社会办医政策梳理	39
图表 41: 医疗服务企业估值表	40
图表 42: SPDBI 医药行业覆盖公司.....	41

医药行业 2024 年中期展望：谨慎乐观，关注全链条支持政策进展

核心观点

截至 2024 年 6 月 7 日，MSCI 中国医药指数年内下跌 23%，大幅跑输 MSCI 中国指数（年内上涨 9%），医药板块整体延续了 2021 年中以来的下跌趋势。目前 MSCI 中国医药指数前瞻市盈率为 23x，较过去 5 年均值低 1.0 个标准差。在所有的子板块中，表现最好的板块为医药流通及中药两个防御性板块，YTD 分别录得 11%及 3%的板块涨幅；表现最差的板块为 CXO、互联网医疗及医疗服务，YTD 分别录得 40%、25%及 22%的板块跌幅，其中 CXO 主要受到美国生物安全法案潜在影响拖累，互联网医疗和医疗服务则持续疫情后需求疲软的态势。此外，创新药、医疗器械分别录得 9%、6%的股价跌幅，主要由于短期内创新支持政策边际改善不明显，医药反腐背景下药械推广活动仍有一定限制，市场对部分生物科技企业仍存在产品商业化和现金流的担忧等一系列因素导致创新药械主题行情欠缺结构性上涨动力。

展望下半年，考虑到医药反腐行动短中期仍将持续，全国范围内全链条支持创新药政策短期内出台落地存在不确定性以及国内生物医药融资显著恢复仍需时间，我们认为创新药械板块可能仍然会承受一定压力。然而随着下半年及年底重磅药物在国内陆续获批和海外上市申报及潜在出海授权取得进展，我们认为这些潜在催化剂有望提振创新药板块行情。因此，我们对创新药械整体持“谨慎乐观”态度。此外，在目前整体医药板块较为低迷行情下，我们持续看好医药流通和中药等防御性子板块，原因在于此类子板块兼具政策稳定性、利润率受国企改革提振、派息率较其他医药子板块高等多种特性。除此之外，中美地缘政治紧张局势大概率在下半年会继续存在，尽管生物安全法案相关事件进展可能短期内略有波动，但目前地缘政治局势下板块估值仍欠缺结构性回弹的动力，因此我们对 CXO 子板块持中性看法。

2024 年下半年医药子板块及个股布局策略：

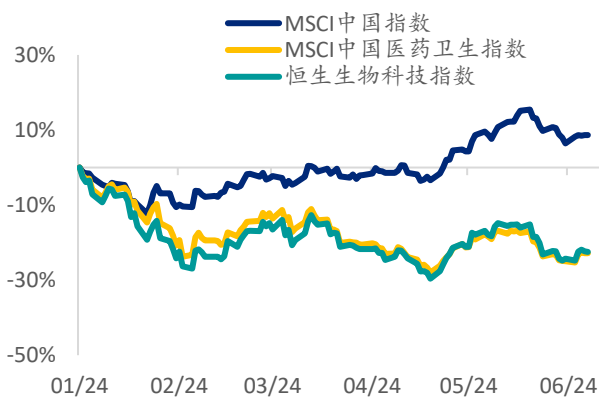
- **创新药：**医药反腐已进入长期常态化严监管阶段，较市场此前预期的时间更长，我们认为合规管理更严格的龙头药企将更有望受益。下半年及年底重磅药物的获批上市（例：恒瑞和康诺亚自免药物）、和黄赛沃替尼的美国申报、多家公司潜在出海授权进展的公布等潜在催化剂有望提振创新药板块行情。此外，**若正式版全国全链条支持政策能在 2H24 出台，我们认为这将是创新药板块及相关产业链上下游的重大利好。**结合下半年催化剂丰富程度（见图表 14），建议关注和黄医药、再鼎医药。

- **医疗器械**：我们对器械板块的预期相对谨慎，预计 2H24 医疗器械板块或有阶段性反弹，但难有大的趋势性行情。我们相对看好有望受益于设备更新政策落地及医疗新基建的持续推进的医疗设备及股价弹性更高的创新高值耗材细分赛道。**建议关注迈瑞医疗、澳华内镜、春立医疗。**
- **医药流通&中药**：国企改革持续深化，医药流通及中药 OTC 板块业绩有望随着国改带来的提质增效逐步释放，2H24 预计板块龙头仍可维持较高的派息率。医药流通龙头有望受益于新业态及业绩第二增长点的持续探索，板块估值有望逐步提升。此外，2024 年发布的政府工作报告中，中医药再度被提及，国家对中医药的扶持态度明确。**建议关注国药控股、上海医药、华润三九、羚锐制药。**
- **CXO**：中美地缘政治紧张局势大概率在下半年会继续存在，美国生物安全法案草案的负面影响已初步在龙头 CXO 一季度业绩中显现，后续对获取海外新签订单的影响有待中期业绩进一步观测。尽管生物安全法案相关事件进展可能短期内略有波动，但目前地缘政治局势下板块估值仍欠缺结构性回弹的动力，我们维持对 CXO 子板块的中性看法。
- **医疗服务**：看好近期政策利好频出的辅助生殖。**建议关注锦欣生殖。**

1H24 回顾：跑输大盘，反腐影响在持续

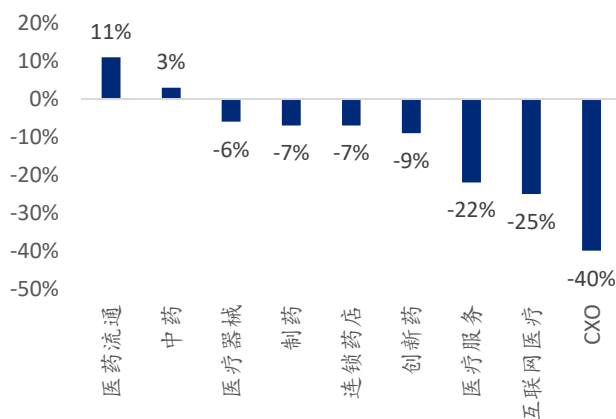
截至 2024 年 6 月 7 日，MSCI 中国医药指数及恒生生物科技指数年内分别下跌 23% 及 22%，跑输 MSCI 中国指数（年内上涨 9%），医疗板块整体延续了 2021 年中以来的下跌趋势。

图表 1: MSCI 中国指数 vs. MSCI 中国医药指数 vs. 恒生生物科技指数 (2024 YTD)



注：股价截至 2024 年 6 月 7 日
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 2: 医药子板块股价涨跌幅 (2024YTD)



注：股价截至 2024 年 6 月 7 日；板块成分股含 A 股及港股，具体个股参考后文中各子板块估值表中个股，板块涨跌幅按个股涨跌幅市值加权平均计算
资料来源：Bloomberg、浦银国际

目前 MSCI 中国医药卫生指数前瞻市盈率为 22.6x，较去年底（26x）下滑约 13%，相比 2021 年中阶段性高点已跌近 2/3。目前估值水平较过去 5 年均值 35x 低 1.0 个标准差。

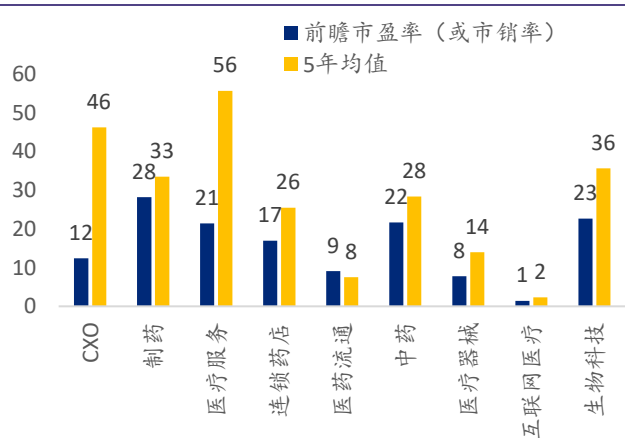
图表 3: MSCI 中国医药卫生板块前瞻市盈率 (P/E)



注：数据截至 2024 年 6 月 7 日；资料来源：Bloomberg、浦银国际

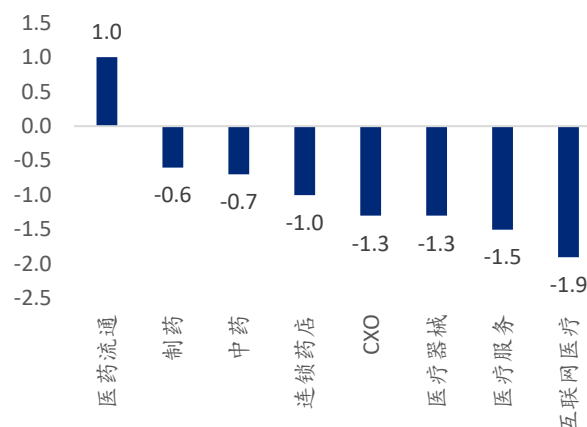
分子板块看，除医药流通估值倍数高于5年均值外，医药行业中其他子板块估值倍数已低于过去5年均值。其中估值水平与过去5年均值相距最大的三个子板块为互联网医疗、医疗服务及医疗器械，较历史均值均低超1.3个标准差。制药、中药、连锁药店均较历史均值低1个标准差以内。

图表 4：医疗行业子板块前瞻市盈率（或市销率）



注：医疗器械和互联网医疗采用PS，其余板块均为PE；数据截至2024年6月7日；资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：医疗行业子板块前瞻市盈率（或市销率）较5年均值相距标准差



注：医疗器械和互联网医疗采用PS，其余板块均为PE；数据截至2024年6月7日；资料来源：Bloomberg、浦银国际

2H24 年医药细分板块配置策略

展望下半年，考虑到医药反腐行动短中期仍将持续进行、全国范围内全链条支持创新药政策短期内出台落地的不确定性、及国内生物医药融资显著恢复仍需时间，我们认为创新药械板块可能仍然会承受一定压力，然而随着下半年及年底重磅药物的国内获批（例如：恒瑞和康诺亚自免药物）和海外上市申报及潜在出海授权进展（例如：和黄赛沃替尼美国申报，Syk 潜在出海进展更新），我们认为这些潜在催化剂有望提振创新药板块行情。因此，我们对创新药械整体持“谨慎乐观”态度。此外，在目前整体医药板块较为低迷行情下，我们持续看好医药流通和中药等防御性子板块，原因在于此类子板块兼具政策稳定性、利润率受国企改革提振，派息率较其他医药子板块高等多种特性。除此之外，中美地缘政治紧张局势大概率在下半年会继续存在，叠加降息预计在年底左右，可能进一步影响 CXO 公司在海外新签订单的获取，因此我们对 CXO 子板块持中性看法。

图表 6：浦银国际 2H24 医药细分板块配置策略

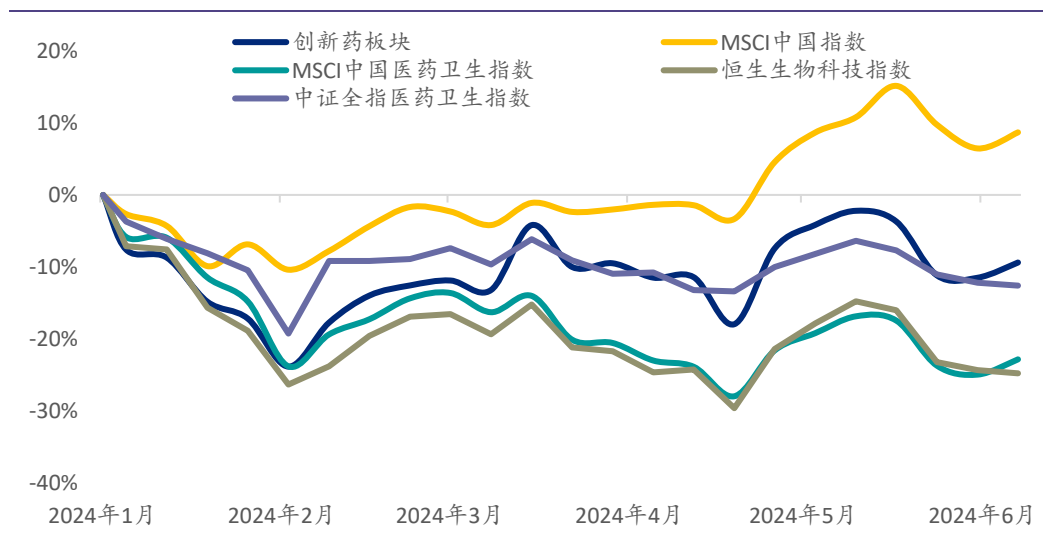
板块	2H24 投资策略	主要风险	建议关注
创新药	医药反腐已进入常态化严监管阶段，较市场此前预期的阶段性严监管时间更久，合规的龙头企业将更有望受益。看好商业化能力强、近期催化剂较为密集的公司。	<ol style="list-style-type: none"> 1. 热门靶点药物竞争日趋激烈 2. 国内创新药价格受医保控费政策和竞争挤压 3. 出海预期及海外开发尚存不确定性 4. 大单品仿制药集采风险 	和黄医药 (HCM.US/13.HK) 再鼎医药 (ZLAB.US/9688.HK)
医疗器械	更看好有望受益于设备更新政策落地及医疗新基建的持续推进的医疗设备股及股价弹性更高的创新高值耗材细分赛道	<ol style="list-style-type: none"> 1. 器械集采影响企业盈利能力 2. 获批创新器械数量日益增多，行业竞争白热化 3. 产品出海进度未如预期 	迈瑞医疗 (300760.CH) 澳华内镜 (688212.CH) 春立医疗 (688236.CH/1858.HK)
CXO	地缘政治或影响国内 CXO 公司获取海外订单，我们对 CXO 板块持中性看法	<ol style="list-style-type: none"> 1. 中美地缘紧张进一步加剧致使海外客户及订单流失超预期 2. 融资环境疲软 3. 行业竞争加剧，对价格和利润率产生压力 	康龙化成 (300759.CH/3759.HK) 药明合联 (2268.HK)
医疗服务	看好近期政策利好频出的辅助生殖	<ol style="list-style-type: none"> 1. 医疗服务价格上升受限 2. 政策风险，类似教育行业“双减”政策会否延伸到医疗服务领域以降低就医成本 	锦欣生殖 (1951.HK)
医药流通 & 中药	国企改革持续深化，医药流通及中药 OTC 板块业绩逐步释放，高派息率有望得到维持，板块龙头具备较高投资价值	<ol style="list-style-type: none"> 1. 医药流通：行业竞争持续加剧；提质增效成效较预期小 2. 中药：原材料价格快速上涨，且企业无法及时转移成本；后续扶持政策出台不及预期；公司治理改善低于预期 	国药控股 (1099.HK) 上海医药 (2607.HK/601607.CH) 华润三九 (000999.CH) 羚锐制药 (600285.CH)

资料来源：浦银国际

创新药：反腐常态化严监管，全链条支持政策有望出台

股价表现：截至 2024 年 6 月 7 日，创新药板块跌幅 9%，跑赢 MSCI 中国医药指数和恒生生物科技指数。我们认为创新药板块跑赢港股为主的医药指数主要受下列三个因素影响：（1）整体指数受 CXO 板块拖累，下跌幅度超过创新药，（2）全链条支持创新药政策的流传一定程度提振了创新药板块行情，致使在二季度港股反弹中创新药反弹好于其他子板块，（3）5 月末 ASCO 大会积极数据读出小幅拉动了创新板块股价。

图表 7：创新药板块年初至今股价涨跌幅



资料来源：Bloomberg、浦银国际

反腐进入长期常态化严监管阶段。全国医药领域腐败问题集中整治行动于 2023 年 7 月启动至今已接近一年，目前已进入长期常态化严监管阶段。2024 年 5 月 27 日，国家卫健委等 14 部委联合发布《关于印发 2024 年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点的通知》（[链接](#)）。此次文件整体延续了 2023 版本强监管的基调，2024 版本共分为 5 部分：1) 持续规范医药生产流通秩序；2) 集中整治群众身边不正之风和腐败问题；3) 坚决纠治行业乱象；4) 切实维护医保基金安全；5) 深化巩固集中整治工作成效。其中“深化巩固集中整治工作成效”部分具体提出：1) 分类处置，注重联合惩戒；2) 强化行业教育；3) 纠建并举；4) 不同部门密切协作的工作重点。医药反腐已进入常态化严监管阶段，我们认为其影响较市场此前预期的阶段性严监管对药品销售，尤其是新上市的创新药，造成的影响可能较之前的预期有所扩大，合规的龙头企业将更有望受益。

全国全链条支持政策有望出台。根据 2024 年 3 月流传出的《全链条支持创新药发展实施方案（征求意见稿）》，文件对于创新药发展的各个环节，包括创新药研发、审批、保险支付、创新药企业投融资，均提出了明确的政策支持。这是市场首次见到如此详细全面的创新药支持政策文件。

图表 8: 《全链条支持创新药发展实施方案（征求意见稿）》解读

章节	内容	我们的解读
二、(二) 基本原则	“尊重市场规律，完善创新药形成机制，促进创新药配备使用和多元支付，给予企业合理回报，加强激励引导，稳定发展预期，更好提振投资信心、激发创新活力”	<ul style="list-style-type: none"> 首次明确提出要“给予企业合理回报”，有望解决一直以来创新药价格过低导致企业和投资者缺乏信心创新的结构性问题
二、(三) 发展目标	“到 2025 年布局一批创新药研发攻关项目和产业化项目...推动一批高价值创新药加速多渠道配备使用，加快纳入医保和高保支付体系。支持一批优质企业上市融资，稳定资本市场医药投融资规模”	<ul style="list-style-type: none"> 明确医保高保支付体系的支持，将商保和医保并列，显示出政府对高保的重视，有助于解决一直以来商保发展缓慢无法支持创新药的困境 明确表示要支持优质企业融资，稳定医药投融资
二、(三) 发展目标	“到 2027 年...获批上市的首创新药(First-in-Class)超过 10 个...实现海外注册上市的创新药超过 10 个”	<ul style="list-style-type: none"> 海外上市创新药目标（2027 年 10 个）看起来有一定可能性，目前海外注册上市的创新药根据我们梳理为 5 个（百济的泽布替尼和替雷利珠单抗、君实特瑞普利单抗、和黄的呋喹替尼、亿帆生物的艾贝格司亭 α 注射液）首创新药目前定义尚未明确是否是全球首创新药，若是，则目标较为进取
三、(一) 加快新药研发和成果转化	“1.聚焦重点领域加快研发突破。优选新靶点、新机制、新结构、新剂和具有自主知识产权、填补临床诊疗空白的创新药纳入 创新药重点研发目录 ”	<ul style="list-style-type: none"> 首次提出创新药重点研发目录的概念，显示出对创新药发展的重视和较以前更强的支持意愿
三、(一) 加快新药研发和成果转化	“3.加快开展关键核心技术攻关...推进新型成药技术平台建设，突破放射性药物、口服生物药、新型疫苗和佐剂、高质量药用辅料等规模化制备技术，开发 儿童多单元定时定位递送、智能响应型递送 等新型递送载体和释药技术。发展 多分子偶联、靶向蛋白降解、免疫调节、基因干预、干细胞再生、微生物组治疗、mRNA 疫苗与核酸药物 等新型治疗药物”	<ul style="list-style-type: none"> 利好新型递送技术、多分子偶联、PROTAC、免疫调节、基因干预、干细胞再生、微生物组治疗、mRNA 疫苗与核酸药物等新型治疗药物
三、(一) 加快新药研发和成果转化	“5.深入推进创新药联合攻关。加大以龙头企业为主体，科研院所、医疗机构、产业链上下游单位共同参与的联合攻关支持力度。充分考虑创新药研发特点， 建立健全联合攻关综合评估机制，设置里程碑任务目标，进行分阶段评估验收和滚动接续支持 。支持重点园区、龙头企业建设一批创新药关键共性技术平台和中试验证基地，提高生产要素利用效率，加大联合攻关成果转化运用”	<ul style="list-style-type: none"> 首次提出产业链上下游联合攻关，及设立里程碑任务，进行分阶段评估验收和滚动接续支持，可见政府全链条支持意愿强
三、(二) 优化创新药审评审批机制	“6.加强创新药注册申报前置指导... 完善前置指导服务程序 ，国家与地方药品监管机构加强沟通协作，将 审评审批资源更多向高价值创新药倾斜 ...在研发攻关过程中给予“ 提前介入、一企一策、全程指导、研审联动 。””	<ul style="list-style-type: none"> 首次明确提出加强监管前置指导，提前介入，可见： <ul style="list-style-type: none"> 政府提高了对药监局对于创新技术创新药物的要求，提前了解前沿技术和提前介入有助于提高审评效率； 对药企而言，提前和监管沟通可更好设计临床试验，间接可提高创新药临床试验的成功率
三、(二) 优化创新药审评审批机制	“7.完善创新药加快上市注册程序...优先支持研发目录内品种，将临床试验 默示许可时限从申请受理之日起 60 日缩短至 40 日，沟通交流会议等待时限缩短至 30 日内 ”	<ul style="list-style-type: none"> 进一步缩减创新药审评天数，有助于提升药企发展创新药的意愿
三、(二) 优化创新药审评审批机制	“8.推进创新药审评体系现代化建设。...加大药品审评、核查等人员编制和经费保障力度，合理提高人员待遇。”	<ul style="list-style-type: none"> 有助于提高审评、核查人员人才质量，促进审评质量和审评效率的提升
三、(三) 加快创新药配备使用	“10.加快高价值创新药推广应用。选择一批医疗机构综合实力突出、创新药发展基础较好、医保和上报支付能力较强、已有一定工作基础的重点地区...根据创新性、安全性、有效性、经济性等指标对创新药进行多维度评价， 制定创新药鼓励应用目录 。推进应用目录内品种配备使用和多元支付， 指引用药结构向临床价值高的创新药倾斜 。”	<ul style="list-style-type: none"> 首次提出制定创新药鼓励应用目录，且鼓励用药向临床价值高的创新药倾斜，显示出政府对创新药更为强烈的支持意愿
三、(三) 加快创新药配备使用	“11.健全创新药挂网采购机制。建立健全新上市创新药集中受理挂网模式，实行挂网申报资料前置审核，企业获得药品上市许可申请受理通知书后，即可自主选择 1 家具备条件的省级医保部门作为受理单位进行申报。受理单位提前接受办理， 待企业补充药品注册批件后 10 个工作日内完成挂网 。建立首发价格省域间协同快速挂网的工作机制，各地参考首发受理结果直接挂网，实现一次申报、全国同行， 加快创新药进入市场 。”	<ul style="list-style-type: none"> 首次提出审批后 10 日内可完成挂网的政策，有利于提高创新药获批后放量速度和效率，促进销售
三、(三) 加快创新药配备使用	“12.加快创新药多渠道配备使用。... 重点地区医疗机构在应用目录发布 1 个月内召开药事会 ...对于未纳入医疗机构用药目录的创新药，根据需求开辟临时采购绿色通道。完善“双通道”采购模式和医疗机构处方流转模式， 推动处方合理外流 。”	<ul style="list-style-type: none"> 首次明确要求重点医院在应用目录发表 1 个月内召开药事会，利于提高创新药获批后放量速度和效率，促进销售
三、(三) 加快创新药配备使用	“13.完善重点地区医疗机构考核机制。 应用目录内品种费用不纳入门诊次均费用、门诊次均药品费用、住院次均药品费用等公立医疗机构绩效考核目标 。鼓励不同医疗机构设置差异化的配备要求，增加创新药配备使用评价指标。支持对应用目录内医保品种单列年度预算、单设考核指标，合理增加创新药使用	<ul style="list-style-type: none"> 提出创新药可不纳入 DRG/DIP 考核，符合之前政策方向，不过此次所提的政策支持更为细化，包括增加创新配备使用评价指标等

	规模。细化疾病诊断相关分组付费/按病种分值付费(DRG/DIP)政策举措,探索对应用目录内品种实行豁免考核、点数加分,视情况确定实施期限。”	
三、(四)提高创新药多元支付能力	“14.完善创新药医保价格和医保准入政策。建立健全上市创新药首发价格形成机制,允许创新药参照国际同类药品定价。在医保谈判准入中,优先支持应用目录内品种,给予医保准入谈判资格、提高医保支付意愿、在新增适应症或续约时缩小价格降幅等政策倾斜。优化创新药医保谈判价格形成机制,谈判低价不低于包含研发费用在内的完全成本”	<ul style="list-style-type: none"> 首次明确提出允许创新药参照国际同类药品定价,谈判底价不低于包含研发费用在内的完全成本,有望提升创新药价格,保证药企获得合理利润,长期促进中国创新药企研发意愿
三、(四)提高创新药多元支付能力	“15.探索建立创新药医保支付新方式。...鼓励重点地区设立创新药补充支付专项基金,中央财政视情况予以支持。对应用目录内品种...由医保基金先行支付,医保基金年度清算后,统计相关品种当年支付金额,通过专项基金对差额补充支付,期限不超过二年”	<ul style="list-style-type: none"> 首次提出鼓励设立创新药补充支付专项基金,中央财政可支持,政策支持创新药支付的方式更加多样化
三、(四)提高创新药多元支付能力	“16.完善创新药多元支付保障体系。支持符合条件的商业保险公司依法依规利用医疗、医保数据,开发覆盖创新药的商业健康保险产品。完善商业健康保险个人所得税优惠政策,允许使用基本医保个人账户结余资金为个人及家庭成员购买相关保险,重点地区探索通过创新药补充支付专项基金给予城市定制型保险保费补贴,支持商业保险将更多创新药纳入保障范围。...鼓励企事业单位等各类主体为员工购买商业健康保险。”	<ul style="list-style-type: none"> 鼓励商业健康保险发展,符合之前政策方向 首次明确提出,购买商业健康险可享受个人所得税优惠,医保个人账户结余资金可为个人及家庭成员购买商业保险 鼓励发展城市惠民保类保险,符合之前政策方向
三、(五)丰富创新药投融资支持渠道	“17.支持符合条件的创新药企业上市融资。保持科创板上市政策执行的持续性和可预期性,为未盈利的创新药企业保留资本市场融资通道,继续支持符合条件的创新药企业通过首发上市、再融资和并购重组,利用资本市场做优做强。”	<ul style="list-style-type: none"> 明确表示保持科创板上市政策执行的持续性和可预期性,显示出政府对创新药企投融资的关心(之前较为少见明确表达对创新药企投融资侧的关心)
三、(五)丰富创新药投融资支持渠道	“18.培育创新药行业的中长期投资者。...积极引导科技成果转化引导基金、先进制造产业投资基金等政府出资产业投资基金和中央企业创业投资基金等对符合条件的项目予以精准支持。推进社保基金在内的养老基金和企业年金等中长期投资者探索开展创新药投资,给予更多考核激励和政策倾斜。推动重点地区政府、医药龙头企业设立专业化的创新药投资并购基金。...支持中国投资有限责任公司设立医药投资平台,为创新药“走出去”提供融资支持,支持企业加快开拓国际市场”	<ul style="list-style-type: none"> 首次提初引导长期基金开展创新药投资,给予政策倾斜 首次提出推动重点地区政府、医药龙头企业设立创新药并购基金 首次提出支持中投公司设立医药投资平台,为创新药出海提供融资支持
三、(五)丰富创新药投融资支持渠道	“19.优化完善创新药投资的考核、退出机制。探索建立符合创新药投资特点和发展规律的国有创投企业管理模式和考核机制,落实落细差异化监管政策。推动出台尽职尽责实施细则,以建立专业化风控流程和整体目标考核为核心,鼓励国有创投企业投资新靶点、新机制、新结构、新技术...积极推动发展并购基金和私募股权二级市场基金,丰富创投机构退出渠道”	<ul style="list-style-type: none"> 首次明确提出符合创新药投资特点的国有创投企业管理考核模式,鼓励国有创投机构投资,丰富创投退出渠道,显示出对投融资的重视
四、保障措施	“23.建立各部门协同工作机制。建立由发展改革委、工业和信息化部、卫生健康委、药监局、医疗保障局等参加的创新药协同发展部门工作会商机制,各部门作为轮值召集人定期(每季度)组织召开协调会议,研究解决推动创新药发展和十点工作执行阶段面临的具体问题,以适当形式将阶段性成果、重大问题上报国务院,涉及科技创新的同时报中央科技委”	<ul style="list-style-type: none"> 首次提出建立创新药协同发展部门会上机制,每季度开协调会议,显示出强烈支持创新药发展的决心
四、保障措施	“26.指导有条件地区先行先试。2024年起,筛选一批符合条件的重点地区,在制定应用目录、配备使用、多元支付等方面先行先试...”	<ul style="list-style-type: none"> 明确提出试点地区先行先试

注:截至2024年3月14日,该《全链条支持创新药发展实施方案(征求意见稿)》尚未获得官方明确证实。

资料来源:浦银国际整理

目前我们欣喜地看到已有部分地区陆续出台地方版文件,包括北京、广州黄埔、珠海、济南等。以北京为例,2024年5月23日,北京印发《北京市加快医药健康协同创新行动计划(2024-2026年)》,药品创新方面,文件要求“推动下一代双多抗、感染性疾病疫苗等大品种研发上市应用,支持药品国际注册和出口,促进仿制药质量提升,产出十亿元大品种30个。支持细胞疗法、基因药物等市场潜力大的品种快速形成产业增量。在炎症、感染等领域,推动全新靶点、全新机制的重磅药物研发”。此外,文件针对审评审批、创新药入院、医保支付结算环节均作出具体要求,有利于激发药企创新药投入研发的动力。

若正式版全国全链条支持政策短期内能出台，则将成为创新药板块的重大利好。若能叠加中长期各地政策成功落地，我们认为这对于创新药板块及相关产业链上下游是一个长期重大利好。

多款国产创新药亮相 ASCO，关注创新投资主线。5月23日下午（美国东部时间），一年一度的美国肿瘤年会（ASCO）披露了此次大会投稿接收的摘要内容，多款国产创新药亮相 ASCO，包括关注度较高的康方及科伦博泰数据。对于康方生物（9926.HK，“买入”评级），AK112 三期 HARMONI-A 数据（EGFR 突变 NSCLC），我们认为 ORR 和 mPFS 数字略低于预期，不过首次披露的 PFS 获益 HR 好于已上市药物（尤其是在 T790M 突变细分人群）。此外，科伦博泰（6990.HK，未覆盖）SKB264 三期 3L+ TNBC 数据优异，有同类最佳的潜力；二期 1L NSCLC 数据好于国外同类竞争对手。

康方生物（9926.HK；评级“买入”）

AK112 三期 EGFR 突变 NSCLC 适应症 mPFS 和 ORR 数字略低于预期，但首次披露的 PFS 获益 HR 好于已获批药物，尤其是 T790M 突变人群：AK112 披露了其三期 HARMONI-A 数据—在 EGFR-TKI 治疗后进展的 EGFR 突变的 Non-sq NSCLC 人群中（N=322，1:1 随机分配，86.3%vs.85.1%患者经过第三代 EGFR-TKI 治疗，21.7%vs.23%患者有脑转移），随访 7.89 个月后（截至 2023 年 3 月 10 日），ivonescimab（AK112）+chemo 组 PFS 获益明显（HR=0.46，首要终点），mPFS 为 7.06m（vs. 化疗对照组 4.8）。不同亚组均显示出 PFS 获益，包括接受第三代 EGFR-TKI 治疗进展后患者（HR 0.48）、脑转移患者（HR 0.40），EGFR 19 缺失突变个体（HR 0.48），以及 T790M 突变阳性个体（HR 0.22）。ORR 为 50.6%（vs. 化疗对照组 35.4%）。≥3 级 TEAE 发生在 61.5% 实验组患者中（vs. 化疗组:49.1%）。

对比其之前公布的 2 期数据（n=19，未区分 nsq 和 sq 分型，ORR 68.4%，mPFS 8.5m，PFS HR 未披露，≥3 级 TEAE:51.2%），mPFS 和 ORR 在更大样本下看上去略有下降，3 级及以上副反应数据有所上升。注意在信达三期 ORIENT-31 试验中（N=476），信迪利单抗+IBI305+化疗在 EGFR+ nsq-NSCLC 中的整体 mPFS 为 7.2m，ORR 为 48%，PFS 获益 HR 为 0.51（T790M 突变 HR 0.87，脑转移 HR 0.47，之前 1 线 EGFR TKI 经治 HR=0.45，之前 2 线 EGFR TKI 经治 HR=0.83），≥3 级 TEAE 为 59.5%。

整体来看，我们认为 AK112 和信迪利单抗的疗效和安全性数据表观看起来相差不多，但考虑 AK112 病人中第三代 EGFR TKI 经治比例远高于信迪利单抗，实际临床效果有可能优于信迪利单抗。另外，T790M 突变群体中 AK112 PFS 获益显著大于信迪利单抗（HR: 0.22 vs.0.87），有助于 AK112 在后续商业化上进行差异化竞争。

科伦博泰 (6990.HK; 未覆盖)

此外，早期研发药物中，我们认为尽管科伦博泰 SKB264 (TROP2 ADC) 去年公布的 EGFR TKI 经治 NSCLC 2 期数据样本量较小 (n=20, 未区分 nsq 和 sq 分型, 50% 患者之前未经过化疗治疗), 疗效数据 (60% ORR, mPFS 11.1m) 看起来相当亮眼, 未来在更大样本量情况下疗效数据可期待。

SKB264 (TROP 2 ADC) 3L+ TNBC 三期数据优异, 潜在同类最佳: 在中国三期 OptiTROP-Breast01 试验中 [SKB264 单药 (n=130) vs. 化疗组 (n=133)], 中期分析显示 (截至 2023 年 6 月 21 日), 首要终点 PFS 已达到, 降低了 69% 疾病进展或死亡风险 (HR=0.31), mPFS 为 5.7m (vs. 化疗对照组: 2.3m), 6-mo PFS 为 43.4% (vs. 11.1%)。OS 中期分析 (截至 2023 年 11 月 30 日, 随访 10.4 个月) 显示出明显统计学差异 (HR=0.53), 实验组 mOS 尚未达到 (vs. 化疗对照组: 9.4m)。ORR 为 43.8% (vs. 12.8%)。

对比其之前公布的 2 期数据 (n=55, mPFS 5.7m, 40% ORR)、Trodelvy (中国人群 2b 期 [n=80]: mPFS 5.55m, 38.8% ORR)、DS-1062 (全球 1 期数据 [n=40]: 4.4 个月 mPFS 4.4m, 32% ORR), 我们欣喜地看到此次公布的 SKB264 三期疗效数据, 在样本量显著扩大情况下, 维持了之前优异的疗效数据, 数据上略好于 Trodelvy, 明显好于 DS-1062。

安全性方面, 未见新的不良反应信号, 最常见的 ≥ 3 级 TRAE (SKB264 vs. 化疗) 仍为中性粒细胞计数减少 (32.3% vs 47.0%)、贫血 (27.7% vs 6.1%) 和白细胞计数减少 (25.4% vs 36.4%)。

SKB264 + PD-L1 在 1L NSCLC 二期疗效数据好于 DS-1062 和 Trodelvy: 科伦博泰亦披露了二期 OptiTROP-Lung01 试验, 即 SKB264+KL-A167 (PD-L1) 在无可操作基因突变的 1L NSCLC 适应症上队列 1 (EGFR 野生型, ALK-) 的初步结果: (1) 队列 1A (SKB264 5mg/kg Q3W + KL-A167 1200mg Q3W, n=40): 经过 14 个月随访, ORR 为 48.6%, DCR 为 94.6%, mPFS 为 15.4m, 6-mo PFS 为 69.2%; (2) 队列 1B (SKB264 5mg/kg Q2W + KL-A167 1200mg Q2W, n=63): 经过 6.9 个月随访, ORR 为 77.6%, DCR 为 100%, mPFS 尚未达到, 6-mo PFS 为 84.6%。在 1A/1B 两个队列中, 最常见的 ≥ 3 级以上的 TRAE 为中性粒细胞计数减少 (30.0%/30.2%)、白细胞计数减少 (5.0%/17.5%)、贫血 (5.0%/15.9%)、皮疹 (5.0%/6.3%) 和药疹 (7.5%/0)。两个队列中, 仅有队列 1B 有 1 例患者由于药物过敏出现了停药, 并且没有出现与治疗相关的死亡。

对比同样适应症上 DS-1062+Keytruda 显示的 60% ORR (1b 期数据, n=20), DS-1062+durvalumab 显示的 50% ORR (1b 期数据, n=14), Trodelvy 和 PD-1 联用展示出的 56% ORR (二期数据, n=61), SKB264 5mg/kg 剂量组在较大的样本量下显示出更好的疗效, 但安全性上 DS-1062 联用 PD-1 或 PD-L1 看起来较 SKB 联用更好。

国产 ADC，作为近年重点关注的研发方向之一，亦于 ASCO 上披露了亮眼的临床数据。除科伦博泰 SKB264 外，以下公司也披露了亮眼的临床数据：

- **信达 IBI343 (CLDN18.2 ADC)**：在一期晚期胰腺导管腺癌 (PDAC) 和胆道癌 (BTC) 患者中 (n=25)，7 例达到 PR (包括 5 例 PDAC 和 2 例 BTC)，ORR 为 28% (7/25)，DCR 为 80%；其中在 6mg/kg 剂量组，CLDN18.2 IHC1/2/3+≥60%，10 例晚期 PDAC 受试者中，ORR 为 40%。尽管样本量较小，但此疗效数据好于其他已披露胰腺癌数据的药物，包括 IBI389 (CLDN18.2/CD3 双抗，信达生物)、CT041 (CLDN18.2 CART，科济药业) 和 MRG004A (TF ADC)。发生 ≥3 级 TRAE 的患者比例为 25.7%，显著低于 IBI389。
- **恒瑞 SHR-A1811 (HER2 ADC) 和 SHR-A1912 (CD79b ADC)**：(1) SHR-A1811 (HER2 ADC) 在二期试验 HER2+ BC 脑转移人群中实现 76%整体 ORR (19/25, 包括颅内和颅外病变)，和 T-DXd 二期数据相似 (77%)，但 SHR-A1811 颅内 ORR 疗效为 84%，好过 T-DXd (77%)，我们认为 SHR-A1811 如果能在后续三期试验中维持更好的颅内疗效，有望凭借这一点进行差异化商业推广。(2) 恒瑞首次披露其 CD79b ADC 人体数据——在 B-NHL 患者中，ORR 为 56.1% (n=41)，其中 DLBCL 患者 ORR 为 51.9% (n=27, 2.7 mg/kg 和 3.6 mg/kg ORR 分别为 57.1%和 77.8%)，FL 患者 ORR 为 63.6% (n=11)，MZL 患者 ORR 为 66.7% (n=3)。≥3 级 TRAE 为 40.8%。此疗效数据和国外获批的 Polivy (CD79b ADC) 在 B-NHL 适应症数据差不多 (54.8% ORR, n=42)，但安全性数据看上去好于 Polivy (≥3 级 TRAE: 58%)。
- **翰森 HS-20093 (B7-H3 ADC)**：在 SCLC 适应症中 (N=52)，8.0/10.0 mg/kg Q3W ORR 分别为 58.1%/57.1%，8mg/kg 剂量组 mPFS 为 5.6 个月。尽管此次 ORR 较之前公布的数据 (63.6%, n=11) 略有下降，但此次 mPFS 较之前披露的 4.7 个月也有所上升，在更大样本量情况下疗效数据略有波动我们认为是正常现象。对比第一三共的 DS-7300 (ORR: 58%, mPFS: 5.6m)，两者疗效数据看起来不相上下。除了 SCLC 之外，HS-20093 在骨肉瘤中展示出 20% ORR (12.0mg/kg, n=10)，尽管样本量较小，但此次显示出的积极抗肿瘤活性让我们相信未来骨肉瘤疗效数据亦值得期待。
- **荣昌 RC88 (MSLN ADC)**：卵巢癌整体 ORR 为 37.2% (n=43)，其中 2.0mg/kg 剂量组的 ORR 为 45.5% (10/22)，2.5mg/kg 剂量组的 ORR 为 33.3% (2/6)；nsqNSCLC 整体 ORR 为 21.7% (n=23)，其中无驱动基因患者 ORR 为 33.3% (n=15)；宫颈癌 ORR 为 35.3% (n=17)，选择 2.0mg/kg 作为 RP2D。≥3 级 TEAE 发生率为 40.2%，SAE 发生率为 14%。此次公布的数据显示出 RC88 在 MSLN+ 实体瘤中显示出可耐受的安全性和积极的初步疗效，后续 2.0mg/kg 作为 RP2D 在更大样本量下疗效安全性值得关注。
- **迈威 9MW2821 (Nectin4-ADC)**：在晚期 UC、CC、EC 和 TNBC 中显示出积极的疗效，且具有足够的耐受性：在尿路上皮癌 (UC) 适应症中 (n=37)，ORR 和 DCR 分别为 62.2% 和 91.9%，mPFS 为 8.8 个月，mOS 为 14.2 个月；在宫颈癌 (CC) 适应症中 (n=53)，ORR 和 DCR 分别为 35.8%和 81.1%，mPFS 为 3.9 个月，mOS 尚未达到；在食管癌 (EC) 适应症中 (n=39)：

ORR 和 DCR 分别为 23.1%和 69.2%，mPFS 为 3.9 个月，mOS 为 8.2 个月；在三阴性乳腺癌(TNBC)适应症中 (n=20)：ORR 和 DCR 分别为 50.0% 和 80.0%，mPFS 为 5.9 个月，mOS 尚未达到。对比其他已披露的 Nectin-4 ADC，9MW2821 在 UC 适应症上疗效高于石药 SYS6002 (43% ORR) 和国外获批产品 Padcev (37.5% ORR)。

除了数据披露，国产 ADC 药物的 BD 也同样活跃。2023 年国产 ADC licensed-out 金额达 206 亿美元，同比增长 47%。2024 年 1 月，宜联生物以 10.5 亿美元的交易总额将 YL211 (c-MET ADC) licensed-out 给罗氏；2024 年 4 月，普方生物宣布将以 18 亿美元的价格被 Genmab 收购，成为迄今为止中国生物科技公司被海外药企收购的最大一笔交易。

图表 9：国产 ADC licensed-out 交易

转让方	受让方	ADC	靶点	交易金额 (亿美元)	时间
荣昌生物	Seagen	维迪西妥单抗	HER2	26	2021.8
科伦药业	默沙东	SKB-264	TROP2	14.1	2022.5
礼新药业	Turning Point	LM-302	Claudin18.2	>10	2022.5
多禧生物	强生	5 项 ADC 项目	/	/	2022.6
石药集团	Elevation	SYSA1801	Claudin 18.2	11.95	2022.7
科伦药业	默沙东	SKB315	Claudin 18.2	9.36	2022.7
科伦药业	默沙东	7 项 ADC 项目	/	94.75	2022.12
石药集团	Corbus	SYS6002	Nectin-4	6.925	2023.1
映恩生物	Adcendo	/	/	/	2023.1
信诺维	AmMax	ADC	/	8.71	2023.1
和铂医药	Cullinan	HBM7008	B7H4x4-1BB	6.25	2023.2
康诺亚/乐普生物	阿斯利康	CMG901	Claudin 18.2	11.88	2023.2
映恩生物	BioNTech	DB-1303、DB-1311	HER2	16.7	2023.4
启德医药	Pyramid	GQ1010	TROP2	10.2	2023.4
百力司康	卫材	BB-1701	HER2	>20	2023.5
礼新医药	阿斯利康	LM-305	GPRC5D	6	2023.5
映恩生物	BioNTech	DB-1305	TROP2	/	2023.8
宜联生物	BioNTech	ADC	HER3	>10	2023.1
翰森制药	GSK	HS-20089	B7-H4	15.7	2023.1
恒瑞医药	Merck	HRS-1167、SHR-A1904	SHR-A1904: Claudin18.2	15.5	2023.1
百利天恒	BMS	BL-B01D1	HER3/EGFR	84	2023.12
和铂医药	辉瑞	HBM9033	MSLN	11.03	2023.12
翰森制药	GSK	HS-20093	B7-H3	17.1	2023.12
宜联生物	罗氏	YL211	C-MET ADC	10.5	2024.1
百奥赛图	Radiance	双抗 ADC	HER2/TROP2	/	2024.1

资料来源：公司资料、浦银国际整理

中国 GLP1 将于 2H24/2025 迎来爆发式增长。目前中国仅有 2 款 GLP-1 药物获批减重适应症，即华东医药的利拉鲁肽生物类似药和仁会生物的贝那鲁肽。绝大部分 GLP-1 药物减肥适应症仍处于 NDA 或临床开发阶段。

2024 年 5 月礼来 GLP-1/GIP 双靶点药物替尔泊肽降糖适应症获批上市，成为中国首款双靶点 GLP-1 药物。除此之外，诺和诺德司美格鲁肽和礼来替尔泊肽减肥适应症均有望年中或下半年获批上市。2025 年初，信达生物的玛仕度肽(从礼来引入)，有望获得减重适应症的获批，成为首个国产品牌 GLP-1 双靶点药物。国内 GLP-1 市场将迎来爆发式增长。

此外，由于利拉鲁肽的核心专利在中国已经过期，而司美格鲁肽的核心专利预计将于 2026 年在中国过期，因此目前有多款国产利拉鲁肽/司美格鲁肽的生物类似药在研。考虑到利拉鲁肽减重效果有限（56 周减重 6.2%），因此我们认为在仿制药中，司美格鲁肽仿制药，而非利拉鲁肽仿制药，有较大可能在中国 GLP-1 减肥药市场中占得一席之地。司美格鲁肽仿制药进度最快的包括：九源基因（NDA 已提交）、丽珠（NDA 已提交）、华东医药（III 期）、惠升生物（III 期）、联邦制药（III 期）、宸安生物（III 期）等。

图表 10：已获批及在研 GLP1R 管线

企业	药物	靶点	商品名	给药	给药频率	美国获批适应症(时间)	国内进展 2 型糖尿病	减重	销售额
海外主要 GLP1R 药物									
诺和诺德	利拉鲁肽 Liraglutide	GLP1R	诺和力 Victoza	皮下	1 次/天	2 型糖尿病 (2010 年)	获批 (2011)	-	2023:DKK 8664m(-28%)
			Saxenda	皮下	1 次/天	减重 (2014 年)	-	-	2023:Saxenda&Wegovy 合计 DKK 41632m(+147%)
	司美格鲁肽 Semaglutide	GLP1R	诺和泰 Ozempic	皮下	1 次/周	2 型糖尿病 (2017 年)	获批 (2021.04)	-	2023:DKK 95718m(+66%)
			诺和忻 Rybelsus	口服	1 次/天	2 型糖尿病 (2019 年)	获批 (2024.04)	III 期	2023:DKK 18750m(+71%)
			Wegovy	皮下	1 次/周	减重 (2021 年)	-	NDA (2023.06)	2023:Saxenda&Wegovy 合计 DKK 41632m(+147%)
礼来	度拉糖肽 Dulaglutide	GLP1R	度易达 Trulicity	皮下	1 次/周	2 型糖尿病 (2014 年)	获批 (2019.02)	-	
	替尔泊肽 Tirzepatide	GLP1R/GIPR	Mounjaro	皮下	1 次/周	2 型糖尿病 (2022.05)	获批 (2024.05)	NDA (2023.08)	
	瑞他鲁肽 Retatrutide	GLP1R/GIPR/GC GR	-	皮下	1 次/周	-	-	I 期	
	Orforglipron	GLP1R	-	口服	1 次/天	-	III 期	III 期	
阿斯利康	艾塞那肽 Exenatide	GLP1R	百泌达 Byetta	皮下	2 次/天	2 型糖尿病 (2005 年)	获批 (2009)	-	
			百达扬 Bydureon	皮下	1 次/周	2 型糖尿病 (2012 年)	获批	-	
			利时敏 Adlyxin/Lyxumia	皮下	1 次/天	2 型糖尿病 (2016 年)	获批 (2017)	-	
GSK	阿必鲁泰 Albiglutide	GLP1R	Tanzeum	皮下	1 次/周	2 型糖尿病 (2014 年获 批;2017 退 市)	III 期	-	
国内主要 GLP1R 药物 (II 期及之后阶段)									
华东医药	利拉鲁肽 (生物类似药)	GLP1R	利鲁平	皮下	1 次/天	-	获批 (2023.03)	获批 (2023.07)	
仁会生物	贝那鲁肽	GLP1R	谊生泰/菲塑美	皮下	3 次/天	-	获批 (2016.12)	获批 (2023.07)	
豪森	聚乙二醇洛塞 那肽	GLP1R	孚来美	皮下	1 次/周	-	获批 (2019.05)	-	
信达生物	玛仕度肽	GLP1R/GCGR	-	皮下	1 次/周	-	III 期	NDA (2024.02)	
通化东宝	利拉鲁肽 (生物类似药)	GLP1R	统博力	皮下	1 次/天	-	获批 (2023.11)	-	
九源基因	司美格鲁肽	GLP1R	-	皮下	1 次/周	-	NDA (2024.04)	-	
质肽生物	司美格鲁肽	GLP1R	-	皮下	1 次/周	-	III 期	-	
倍特生物	司美格鲁肽	GLP1R	-	皮下	1 次/周	-	III 期	-	
正大天晴	司美格鲁肽	GLP1R	-	皮下	1 次/周	-	III 期	-	
华东医药	司美格鲁肽	GLP1R	-	皮下	1 次/周	-	III 期	-	
惠升生物	司美格鲁肽	GLP1R	-	皮下	1 次/周	-	III 期	-	
宸安生物	司美格鲁肽	GLP1R	-	皮下	1 次/周	-	III 期	-	
联邦制药	司美格鲁肽	GLP1R	-	皮下	1 次/周	-	III 期	IND 获批	
丽珠集团	司美格鲁肽	GLP1R	-	皮下	1 次/周	-	NDA (2024.06)	IND 获批	
博瑞医药	BGM0504	GLP1R/GIPR	-	皮下	1 次/周	-	II 期	II 期	
甘李药业	GZR18	GLP1R	-	皮下	1 次/周	-	II 期	II 期	
石药/天境	TG103	GLP1R	-	皮下	1 次/周	-	III 期	II 期	
豪森	HS-20094	GLP1R/GIPR	-	皮下	1 次/周	-	II 期	II 期	
恒瑞医药	HRS9531	GLP1R/GIPR	-	皮下	1 次/周	-	II 期	III 期	
			-	口服	1 次/天	-	I 期	I 期	

注：*非完全统计；资料来源：公司资料、浦银国际

国产重磅自免药物即将迎来陆续获批。从全球范围看，自免药物因患病人群多及需要长期用药，为大单品频出的治疗领域，如阿达木单抗（TNF- α ）、乌司奴单抗（IL-12/IL-23）全球销售额均为百亿美元级别。由于自免药物市场前景广阔，目前国内已有多家药企布局，其中 IL-17A、IL12/IL-23、JAK1 等为相对热门靶点，研发进度靠前的包括恒瑞医药的艾玛昔替尼（JAK1）与夫那奇珠单抗（IL-17A）、智翔金泰的赛立奇单抗（IL-17A）、康方生物的依若奇单抗（IL-12/IL-23）、康诺亚的司普奇拜单抗等，均有望于 2H24 逐步获批上市。自身免疫疾病患者群体巨大，此前国内自免药物多出自跨国公司，国产创新药选择较为有限。随着国产自免创新药的陆续获批，国产替代有望加速实现。

图表 11：研发进度较快的国产自免类创新药

公司	在研药物	靶点	类型	研发进度	NDA 日期
恒瑞医药	艾玛昔替尼	JAK1	化药	NDA	2023 年 8 月
	夫那奇珠单抗	IL-17A	单抗	NDA	2024 年 2 月
	SHR4640	URAT1	化药	III 期	-
康方生物	依若奇单抗	IL-12/IL-23	单抗	NDA	2023 年 8 月
	古莫奇单抗	IL-17A	单抗	III 期	-
智翔金泰	赛立奇单抗	IL-17A	单抗	NDA	2023 年 3 月
三生国健	SSGJ-608	IL-17A	单抗	III 期	-
	SSGJ-613	IL-1 β	单抗	III 期	-
康诺亚	司普奇拜单抗	IL-4R α	单抗	NDA	2023 年 12 月
泽璟制药	杰克替尼	pan-JAK	化药	NDA	2022 年 10 月
荃信生物	QX002N	IL-17A	单抗	III 期	-
	QX001S	IL-12/IL-23	单抗	NDA	2023 年 8 月
百奥泰	BAT2306	IL-17A/F	单抗	III 期	-
	BAT2206	IL-12/IL-23	单抗	III 期	-

资料来源：公司资料、浦银国际

第九批药品国采结果于 2024 年 3 月起执行，第十批集采或有望纳入生物类似药。第九批全国药品集采结果于 2024 年 3 月开始执行，共有 41 种药品采购成功，平均价格降幅 58%（vs 前八批集采降幅区间：48%-59%），标期>3.5 年（vs 第八批标期：2.5 年）。该次集采从采购规模上看，集采品种去年于公立医院的销售额约人民币 263 亿元，明显小于前两批集采前 600-700 亿元的规模。从采购周期看，此次集采标期>3.5 年，长于此前第八批集采 2.5 年的标期。

从第九批集采后个股表现看，市场对集采的敏感度已明显下降，集采已进入常态化执行阶段，后续批次集采对业绩和股价表现的影响或将呈边际递减态势，主要由于：**1）**药品集采已进行多轮，截至目前，过往全国和省级药品纳入集采品种数量达到 374 个，距离 2025 年集采品种需达 500 个的目标仅剩下 126 个，集采进程已达目标的 3/4，后续影响品种数有限；**2）**多数企业中占比较高的品种已被先后纳入，后续纳入的小品种对公司业绩影响有限；**3）**集采报价逐步理性化，规则设置及企业报价均充分考虑利润，不再以中标为导向；**4）**新仿制药产品和低市占率产品集采中标后，有机会抢夺原研/主要竞品的市场份额，收入端上利好中标企业；**5）**从长期来看，随着制药公司创新转型、仿制药销售占比下滑，集采对制药公司的收入端影响将持续下降。

随着第九批药品国采开标及各省际联盟集采的推进，化药集采已愈发充分，我们预计第十批药品国采中，生物类似药等新品类也有一定概率将被纳入，需重点关注利妥昔、贝伐珠、阿达木等临床用量较大、竞争较充分的产品。

图表 12：历次药品国采对比

	第一批 (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
集采前一年全国公立医疗机构销售额 (亿元)	745	358	560	552	866	270	700	600	263
公布采购文件	2019 年 9 月	2019 年 12 月	2020 年 7 月	2021 年 1 月	2021 年 6 月	2021 年 11 月	2022 年 6 月	2023 年 3 月	2023 年 10 月
公布中选结果	2019 年 9 月	2020 年 1 月	2020 年 8 月	2021 年 2 月	2021 年 6 月	2021 年 11 月	2022 年 7 月	2023 年 3 月	2023 年 11 月
开始执行时间	2019 年 12 月-2020 年 1 月	2020 年 4 月	2020 年 11 月	2021 年 4-5 月	2021 年 9-10 月	2022 年 5 月	2022 年 11 月	2023 年 7 月	2023 年 3 月
采购品种及数量	25 (化学药)	33 (化学药)	56 (化学药)	45 (化学药)	62 (化学药, 注射剂为主)	11 (六类胰岛素)	61 (化学药)	40 (化学药)	42 (化学药, 约 50% 为注射剂)
中标品种数量	25	32	55	45	61	11	60	39	41-
平均降价幅度	59%	53%	53%	52%	56%	48%	48%	56%	58%-
各品种最多入围企业数量	3 家	6 家	8 家	10 家	10 家	7 家	10 家	同左	同左
不同中选企业数下的采购量 (占首年约定采购量计算基数比例)	1 家 50% 2 家 60% 3 家 70%	1 家 50% 2 家 60% 3 家 70%	同左	同左	同左	根据医疗机构报量和实际竞标结果确定	1 家 50% 2 家 60% 3 家 70%	同左	同左
采购周期	1-2 家: 1-2 年 3 家: 2-3 年	1 家: 1 年 2-3 家: 2 年 4 家及以上: 3 年	1 家: 1 年 2-3 家: 2 年 4 家及以上: 3 年	1 家: 1 年 2-3 家: 2 年 4 家及以上: 3 年	1 家: 1 年 2-3 家: 2 年 4 家及以上: 3 年	2 年	1 家: 1 年 2-3 家: 2 年 4 家及以上: 3 年	2023 年 7 月至 2025 年 12 月	2023 年 3 月至 2027 年 12 月

资料来源：国家联合采购办公室、米内网、浦银国际

医保谈判规则趋于完善，利好具有明显差异化管线的创新药企业。2023 年医保谈判结果已于 2024 年 1 月 1 日起落地执行，预计 2024 年谈判将于 2H24 如期开展。国家医保局于去年发布了《谈判药品续约规则》、《非独家药品竞价规则》，对纳入常规目录管理、简易续约和重新谈判三种形式续约规则进行了细化，整体规则更为温和，反映了医保局对于创新药定价预期逐步合理化、对于新产品研发和盈利进一步鼓励的态度，长期内利好具有明显差异化管线的创新药/制药企业。

图表 13: 2019-2023 年医保谈判结果

年份	目录外新增药品数量	谈判成功率	平均降幅	目录内西药数量	目录内中成药数量	目录内药物数量合计	新合约起始日期
2019	70	58.8%	60.7%	1,370	1,339	2,709	2020 年 1 月 1 日
2020	96	69.6%	50.6%	1,264	1,315	2,800	2021 年 3 月 1 日
2021	67	78.8%	61.7%	1,486	1,374	2,860	2022 年 1 月 1 日
2022	108	82.3%	60.1%	1,586	1,381	2,967	2023 年 3 月 1 日
2023	126	84.6%	61.7%	1,698	1,390	3,088	2024 年 1 月 1 日

资料来源：国家医保局、浦银国际

图表 14: 重点创新药企 2H24 主要催化剂

公司	药品	2H24 主要催化剂
百济神州	泽布替尼 (BTK)	1. 海外销售好于预期
	替雷利珠单抗 (PD-1)	2. 美国：获批用于 1L ESCC (PDUFA: 2024 年 7 月)
	Sonrotoclax (BCL-2)	3. 启动复发/难治性 CLL 患者的 III 期研究
	BTK-CDAC	4. 启动复发/难治性 MCL 和复发/难治性 CLL 患者的 III 期研究
	早期临床开发	5. 启动多项 ADC 的临床试验
信达生物	IBI344 (ROS1)	1. 中国获批 (2H24)
	IBI351 (KRAS)	2. 中国获批 (2H24)
	IBI112 (IL-23p19)	3. 银屑病于国内提交上市申请
康方生物	依沃西 (AK112, PD-1/VEGF)	1. 1L PD-L1 (+) NSCLC (对照 K 药) 三期中期数据在 9 月 WCLC 上读出
	卡度尼利 (AK104, PD-1/CTLA-4)	2. 潜在出海授权
	依若奇 (AK101, IL-12/1L-23)	3. 中重度银屑病中国获批 (2H24)
	Ebronicimab/AK102 (PCSK9)	4. 原发性高胆固醇血症和混合型高脂血症杂合子型家族性高胆固醇血症中国获批 (2H24)
康诺亚	CM310 (IL-4Rα)	1. 成年人特应性皮炎获批 (2024 年底)
	CM326 (TSLP)	2. 1b/2a 期鼻炎数据发表
	CM313 (CD38)	3. 1b 期 SLE 数据读出
	CM336 (BCMAxCD3)	4. 1 期数据读出
	n.a.	5. 潜在 BD 交易
荣昌生物	泰它西普 RC18	1. 潜在出海授权
		2. RA 适应症中国获批
		3. MG 适应症中国上市申报

	RC88 (MSLN ADC)	4. 潜在出海授权	
再鼎医药	VYVGART / 艾加莫德	1. 皮下剂型 gMG 于国内获批 2. CIDP 适应症 FDA 审评结果	
	Repotrectinib	3. NTRK 阳性实体瘤 FDA 审评结果	
	爱普盾 TTFields	4. 2L NSCLC 国内提交上市申请 5. 二线及以上非小细胞肺癌 FDA 审评结果 6. 1L PC 三期 PANOVA-3 数据读出 (4Q24)	
	KarXT	7. 三期 EMERGENT-4, EMERGENT-5 治疗精神分裂症长期安全性数据读出 8. 精神分裂症 FDA 审评结论 (PDUFA: 2024 年 9 月)	
	Adagrasib	9. 2L CRC FDA 审评结论	
	其他	10. DLL3 ADC 全球一期剂量扩展数据读出 (2024 年底或 2025 年初)	
	和黄医药	吠喹替尼	1. 2L 胃癌国内获批 (3Q24) 2. 3L CRC 欧洲获批 (24 年中) 3. 3L CRC 日本获批 (3Q24)
		索乐匹尼布	4. ITP 适应症国内获批 (24 年底) 5. 潜在出海授权
		赛沃替尼	6. 2L MET+ NSCLC 提交美国加速审评上市申请
		他泽司他	7. 3L 滤泡性淋巴瘤国内提交上市申请
中国生物制药		TQ-B3139 (ALK)	1. 1L ALK 阳性 NSCLC 适应症国内获批上市
	4-1BB/PD-L1 (F-Star)	2. 潜在出海授权	

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 15：创新药企业估值表

代码	公司名称	股价 (当地货币)	市值 (当地货币 百万)	过去 1 个月 年初至今		12 个月前瞻		市销率 (x)			收入同比变动 (%)		
				股价变动 (%)	股价变动 (%)	现值	3 年均值	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
6160 HK	百济神州	95.4	134,173	(8.1)	(28.9)	4.9	12.0	5.1	4.1	3.3	29.4	25.6	24.4
1877 HK	君实生物	11.7	26,043	(0.5)	(75.8)	9.1	14.3	11.4	7.6	6.0	45.4	49.3	26.7
1801 HK	信达生物	35.8	58,250	(9.7)	6.9	6.2	8.5	7.4	5.5	4.3	22.0	32.7	30.2
9995 HK	荣昌生物	25.7	22,345	(13.1)	(55.6)	10.3	21.9	12.9	8.5	6.1	NA	51.8	39.2
6185 HK	康希诺	21.7	8,769	(0.7)	(67.5)	8.1	9.9	9.6	6.9	4.4	148.8	40.6	57.4
9688 HK	再鼎医药	15.1	14,941	21.6	(38.8)	4.1	15.6	5.2	3.3	1.9	42.0	56.8	72.1
9926 HK	康方生物	40.7	35,197	(10.2)	(5.5)	9.8	12.9	13.2	8.4	5.8	-41.1	57.6	44.7
9969 HK	诺诚健华	4.5	8,932	(15.7)	(66.7)	8.1	21.0	9.3	7.0	5.0	21.1	32.3	39.9
13 HK	和黄医药	28.8	25,092	(2.1)	20.0	4.2	6.4	4.9	3.9	3.2	-18.0	24.4	22.2
2162 HK	康诺亚	33.1	9,245	(4.4)	(35.2)	26.8	75.2	68.5	15.5	7.2	-63.7	343.3	114.9
9966 HK	康宁杰瑞	2.9	2,750	(49.3)	(73.6)	8.8	67.4	9.8	6.6	4.4	9.4	48.9	50.4
2171 HK	科济药业	6.0	3,448	8.6	(60.0)	7.4	143.0	15.5	5.1	1.8	NA	202.0	183.6
2696 HK	复宏汉霖	18.8	10,239	13.5	47.2	1.5	2.5	1.6	1.4	1.2	10.4	10.9	16.6
2137 HK	腾盛博药	1.3	920	(10.9)	(82.9)	NA	5.3	NA	4.6	2.6	NA	NA	74.6
1477 HK	欧康维视	6.8	4,696	(3.8)	(31.0)	7.3	21.0	10.1	5.5	3.4	77.4	83.1	63.3
6855 HK	亚盛医药	20.8	6,037	3.8	(19.1)	16.6	16.1	17.1	13.3	8.7	35.1	28.7	52.3
9939 HK	开拓药业	1.2	546	-	(87.6)	NA	4.3	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2616 HK	基石药业	1.2	1,503	12.7	(74.7)	1.5	6.1	1.6	1.6	1.2	99.0	2.1	25.9
1952 HK	云顶新耀	20.9	6,770	(11.0)	20.0	6.2	28.7	9.7	4.7	2.8	444.3	108.4	64.8
2552 HK	华领医药	1.5	1,573	(5.0)	(60.2)	1.7	7.9	3.4	1.1	0.6	469.1	221.6	62.4
1167 HK	加科思	1.7	1,354	(3.2)	(67.3)	28.6	20.2	26.4	36.5	9.0	-21.3	-27.7	305.3
1672 HK	歌礼制药	1.1	1,155	(19.7)	(75.9)	329.5	42.6	403.8	265.5	26.5	-95.3	52.1	903.7
6996 HK	德琪医药	1.0	655	(8.5)	(81.2)	2.8	20.7	4.3	2.0	1.1	107.3	121.5	82.8
6978 HK	永泰生物	2.9	1,492	(12.8)	(37.4)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2256 HK	和誉开曼	3.0	2,086	(11.7)	(7.5)	6.7	169.7	4.1	124.9	8.8	2,525.9	-96.7	1,313
2126 HK	药明巨诺	2.3	959	19.8	(46.9)	2.6	7.4	3.3	2.1	1.4	54.2	59.5	45.7
3681 HK	中国抗体	1.7	1,900	(2.1)	(3.9)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
1875 HK	东曜药业	2.2	1,716	10.3	(7.5)	NA	4.4	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2181 HK	迈博药业	0.4	1,505	(12.7)	(16.1)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
6622 HK	兆科眼科	1.5	803	(2.0)	(51.3)	9.1	28.3	25.9	5.0	1.8	55.2	415.5	181.3
2142 HK	和铂医药	1.4	1,061	3.7	(50.9)	NA	14.0	NA	NA	NA	NA	NA	NA
6998 HK	嘉和生物	1.3	643	11.2	(53.0)	NA	13.9	NA	NA	NA	NA	NA	NA
1093 HK	石药集团	7.0	83,511	2.8	(14.4)	11.2	12.7	11.5	10.5	9.8	5.8	9.3	8.0
1177 HK	中国生物制药	2.9	53,555	(0.7)	(37.6)	17.3	15.8	18.2	16.2	14.5	15.2	12.4	11.7
3692 HK	翰森制药	17.8	105,773	(5.2)	20.1	26.4	24.9	25.6	25.6	22.3	14.0	0.0	14.7
2096 HK	先声药业	6.0	15,580	10.4	(48.6)	13.2	15.6	15.7	12.0	9.9	37.0	30.5	21.3
600276 CH	恒瑞医药	42.2	268,875	(4.7)	9.4	46.1	46.9	51.3	44.1	35.9	26.2	16.3	22.9
300558 CH	贝达药业	36.9	15,446	(8.1)	(25.1)	29.6	44.0	35.5	26.3	18.6	30.2	35.1	41.0

注：E=Bloomberg 一致预期；数据截至 2024 年 6 月 7 日

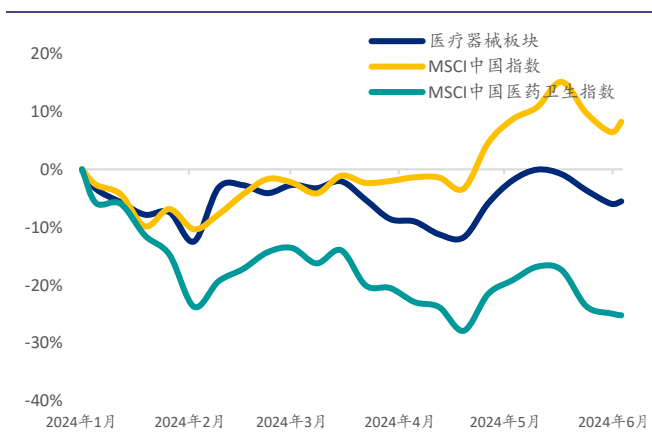
资料来源：Bloomberg、浦银国际

医疗器械：重点关注催化剂丰富的医疗设备及股价弹性

更高的创新高耗个股

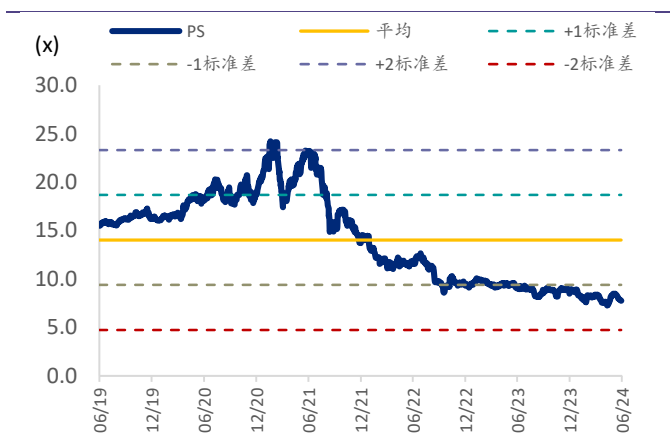
股价表现：截至 2024 年 6 月 7 日，医疗器械板块跌幅为 6%，跑赢 MSCI 中国医药指数，但跑输大盘。估值上，板块前瞻市销率 8x，较过去 5 年均值低 1.3 个标准差。从基本面上看，反腐持续对设备采购及医生手术积极性造成的负面冲击仍然存在，对器械公司 1H24 业绩回暖及估值复苏造成压制。

图表 16：医疗器械板块年初至今股价涨跌幅



注：截至 2024 年 6 月 7 日；板块成分股含 A 股及港股，具体个股参考本章板块估值表；资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 17：医疗器械板块 PS Band



注：截至 2024 年 6 月 7 日；板块成分股含 A 股及港股，具体个股参考本章板块估值表；资料来源：Bloomberg、浦银国际

展望 2H24，我们对器械板块表现相对谨慎，医疗设备更新、高值耗材集采及反腐常态化严监管将是贯穿 2H24 的三大主线。2H24 板块景气度将很大程度上受设备更新政策落地情况、政策支持力度，以及反腐严监管下手术量增长及新产品入院节奏的影响。在基本面展望相对偏中性但板块估值较低的前提下，**我们预计 2H24 医疗器械板块或有阶段性反弹，但难有大的趋势性行情。**

在设备、高值耗材、低值耗材及 IVD 四大子板块中，我们看好**设备及创新高值耗材细分赛道**，主因：1) 设备：有望受益于设备更新政策落地及医疗新基建的持续推进，进入下半年，随着医院需要在年底前使用当年采购预算，预计反腐影响将相较 1H24 减弱，医疗设备采购有望迎来明显回暖；2) 创新高耗：除 IVD 和外周介入外，大部分体量较大，上市公司收入贡献占比较高的产品均已完成至少 1 轮国家集采或省级联盟集采，未来多数高值耗材将以前集采的续约为主，后续集采降价风险大幅出清，若板块整体如我们所预期出现阶段性行情，创新高耗个股因业绩与股价弹性更高，有望率先启动估值修复。

个股层面，建议关注设备类龙头**迈瑞医疗（300760.CH）、澳华内镜（688212.CH）**，高值耗材子板块建议关注业绩增长确定性更高的**春立医疗（688236.CH/1858.HK）**。

设备子板块 2H24 政策催化剂丰富，龙头企业销售增速有望回暖。国务院于 2024 年 3 月 13 日公布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，医疗作为 7 大领域之一被方案提及。5 月 29 日，国家卫健委等四部委联合印发《关于推动医疗卫生领域设备更新实施方案的通知》，明确到 2027 年，医疗卫生领域设备投资规模较 2023 年增长 25% 以上，主要大型医疗设备百万人口拥有量基本达到中高收入国家平均水平，高端医疗设备短板加快补齐，县域基层医疗设备条件持续改善，有力支撑基层医疗服务能力提升和分级诊疗制度建设，应对重大公共卫生安全风险的医疗设备保障和应急能力明显提升。

目前各省对医疗设备更新需求的摸排已基本完成，广东省于 4 月 21 日发布首个省级医疗设备更新的专项方案，对更新设备的数量作出明确规划，浙江、湖南、山东等省则在总体设备更新方案中对医疗设备更新作出了规划。目前各省已基本完成设备更新需求摸排，预计招投标将在配套资金到位后逐步启动，有望拉动设备类公司 2H24 收入增长。

图表 18：《关于推动医疗卫生领域设备更新实施方案的通知》主要内容

章节	内容
一、总体要求	<ul style="list-style-type: none"> 到 2027 年，医疗卫生领域设备投资规模较 2023 年增长 25% 以上 主要大型医疗设备百万人口拥有量基本达到中高收入国家平均水平 高端医疗设备短板加快补齐 县域基层医疗设备条件持续改善，有力支撑基层医疗服务能力提升和分级诊疗制度建设，应对重大公共卫生安全风险的医疗设备保障和应急能力明显提升
二、实施先进医疗设备示范应用行动	<ul style="list-style-type: none"> 加快高端医疗设备创新应用：以国家重点研发计划、首台（套）重大技术装备等政策为引领，加快形成“示范应用—反馈改进—水平提升—辐射推广”的医疗设备创新迭代体系 鼓励拔尖医院重大医疗设备配置升级：聚焦肿瘤、心脑血管病、代谢性疾病等重大疾病，鼓励国家医学中心等一批国内拔尖医院适度超前配置一批高端放疗设备、超高场强磁共振成像系统、手术机器人、高分辨质谱仪、超高分辨率显微成像及分析系统等融合型、交叉型设备
三、实施县域医疗设备达标提质行动	<ul style="list-style-type: none"> 推进乡村医疗卫生机构设备标准化：以中西部为重点，参考《乡镇卫生院医用装备配置标准》等要求，填平补齐、对标达标，支持服务人口多、基本医疗服务能力强的乡镇卫生院，配置CT、DR、彩超、全自动生化分析仪、呼吸机、肺功能仪等设备。 支持县级医院设备提质：参考《县级综合医院设备配置标准》、《县级中医医院医疗服务能力基本标准和推荐标准（试行）》等要求，支持县级医院科学合理配置除颤仪、呼吸机、血液透析、便携式彩超、转运监护仪、新生儿监护、床旁血气分析仪等设备。 加强县乡村医疗服务协同联动：推进紧密型县域医共体建设，提升医学检验、医学影像、心电诊断、病理诊断、消毒供应等资源中心设备配置水平；推动基层医疗卫生机构设备数字化替代，支持配置临床诊疗实用型、小型化、集成化、可移动医疗设备，探索配备装配 DR、快速检验等设备的智能化巡回医疗车等；支持共享中药房设备配备；提高人工智能辅助诊断技术在县域医共体内应用能力。
四、实施城市医疗设备更新升级和数字化转型	<ul style="list-style-type: none"> 支持省域医学高地设备更新扩容和数字化转型：支持国家区域医疗中心、省级高水平医院、中医特色重点医院等，配置MR、CT、DSA 等医学影像设备，医用直线加速器、手术机器人等治疗设备，ECMO、呼吸机、远程监护等生命支持设备。

- 加快城市医院老旧设备淘汰更新：加快淘汰落后低效、故障率和维修成本过高的医疗设备，更新换代高性能磁共振、彩超、胃肠镜等需求大的诊疗设备；推进紧密型城市医疗集团等医联体建设；鼓励城市二级医院转型，更新换代康复护理、监护、中医诊疗等智能医疗设备；发展应用脉诊、康复等智能中医诊疗设备；支持社区卫生服务中心设备更新升级；协同病房改造提升行动，配备补齐监护仪、POCT等床旁设备及康复训练设备。

五、实施公共安全保障设备能力提升行动

- 提升突发事件卫生应急响应和紧急医学救援能力：更新抢救、监护、检测、治疗、手术等必要设备；发挥中医药在新发突发传染病等重大公共卫生事件中的独特作用；推进“平急两用”应急保障医院建设；提升院前急救和创伤救治设备水平，加强各级创伤中心、急救中心创伤救治设备配置更新，合理配备AED、车载CT等。
- 提升传染病病原体检测能力：提升“早发现”能力，支持医疗机构更新配备生物安全柜、高压蒸汽灭菌器、核酸提取仪、荧光定量PCR等设备，迭代更新实时监测、冷链等设备，加强实验室仪器设备升级和生物安全防护能力建设。
- 提升血液供应保障能力：支持血站设备配置提升，更新配备核酸检测设备、酶免分析仪、血型分析仪、生化分析仪等血液检测及血液采集运输、制备、储存等设备。

六、资金安排

- 资金来源：由超长期国债、地方财政资金、地方政府专项债券等资金筹措安排。对于地方项目，国债资金属于补助性质。
- 国债资金安排标准：地方医疗卫生领域设备更新项目，原则上按照东、中、西、东北部地区分别不超过项目总投资的40%、60%、80%的比例进行支持。

七、保障措施

- 加大对设备更新政策支持，积极开通设备更新项目绿色通道，优化配置许可、招标采购、资产处置的流程

资料来源：国家卫健委、浦银国际

除设备更新政策落地潜在利好，设备子板块有望继续受益于医疗新基建的持续推进。2024年5月6日，国家卫健委等六部门印发《关于加强重症医学医疗服务能力建设的意见》，提出到2025年末全国重症医学床位（含综合及专科ICU床位）达到15张/10万人（2022年约10张/10万人），到2027年末，全国重症医学床位达到18张/10万人等具体目标。与此同时，国家财政部于5月14日发布《2024年医疗服务与保障能力提升（医疗卫生机构能力建设）补助资金预算的通知》和《2024年医疗服务与保障能力提升（公立医院综合改革）补助资金预算的通知》，两项补助资金合计约人民币150亿元（vs 2023年：153亿元），其中公立医院综合改革补助资金97亿元，较2023年同比增长8%。补助资金将重点支持临床专科建设、县域医疗卫生机构能力及智慧医院建设，有望推动国产医疗设备采购需求。

欧美制裁预计中长期仍将存在，短期实质影响相对有限。我们认为欧美制裁在中长期仍将以不同形式出现，但从近期的欧美制裁看，短期实质影响有限：

- 2024年4月24日，欧盟宣布使用《国际采购文书》（IPI）对中国医疗器械公共采购展开调查，以评估欧盟企业及产品在参与招投标时是否遭到不公平对待（[链接](#)）。此次调查期限9个月（即2025年1月底前有望出结果），若最终结果显示欧盟企业遭不公平对待，则中国企业在欧盟的政府采购（public procurement）将受到影响（降低竞标评分或完全失去竞标资格）。但IPI仅适用于采购金额≥500万欧元的货物和服务合同及≥1500万欧元的工程和特许权采购合同，目前国产企业在欧盟参与的单个招标采购合同金额仍较小，我们预计IPI的实质影响有限。

- 2024年5月14日，美国宣布对来自中国的钢铝、半导体、医疗耗材等产品加征关税(链接)，并于5月22日公布更多制裁方案细节(链接)。受此次加征关税影响的医疗耗材包括：1) 注射器和针头；2) 个人防护装备(呼吸器、口罩)；3) 医用橡胶手套。根据众成数科数据，2023年我国出口美国的注射器和针头贸易额2.24亿美元，口罩0.74亿美元，医用橡胶手套4.42亿美元。此前FDA已对部分国产注射器和针头出具进口告示，部分国产厂家已着重开始增加美国以外市场的销售，而手套关税调整有1.5年的缓冲期，国内头部品牌多在东南亚有建厂规划，短期影响相对可控。

图表 19: 美国对中国加征关税的三类医疗耗材

加征产品	加征开始日期	加征幅度
注射器和针头	2024年8月1日	0%提升至50%
个人防护装备(呼吸器、口罩)	2024年8月1日	0-7.5%提升至25%
医用橡胶手套	2026年1月1日	7.5%提升至25%

资料来源: USTR、浦银国际整理

人工关节接续国采降幅温和，第四批国采结果落地执行。人工关节接续国采于5月21日开标，此次接续采购填报需求量58万套(髌关节28.6万套、膝关节29.4万套)，相较首轮国采首年意向采购量54万套略有增加。

此次接续采购的主要特点为：1) 价格降幅较为温和，中选产品价格平均下降6%左右；2) 中选价差缩窄；3) 进口厂商报量占比由首轮的48%下降至32%，国产厂商市占率进一步提升，且国产龙头中标情况均较为理想。接续采购中选结果将于6月份在全国落地实施，整体而言此次集采结果对国产品牌有利。

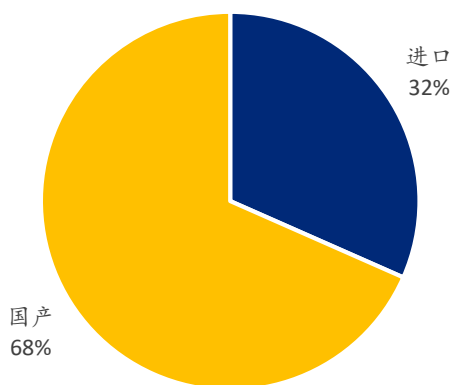
图表 20: 人工关节国采接续采购 - 主要骨科上市公司中标结果

	部件材料			骨科企业								
	股骨头	髌白内衬	占髌+膝总报量比例*	爱康宜诚	爱康天衍	理贝儿/JRI	春立	威高		大博	微创	
								亚华	海星		微创骨科	微创关节
髌关节	陶瓷	陶瓷	18%	A组	B组	B组	A组	A组	A组	A组	B组	B组
	陶瓷	聚乙烯	30%	A组	B组	B组	A组	A组	A组	A组	B组	B组
	合金	聚乙烯	2%	A组	B组	B组	A组	A组	A组	A组	B组	B组
膝关节	NA	NA	51%	A组	B组	-	A组	A组	A组	A组	A组	B组

注: *按采购需求量计算

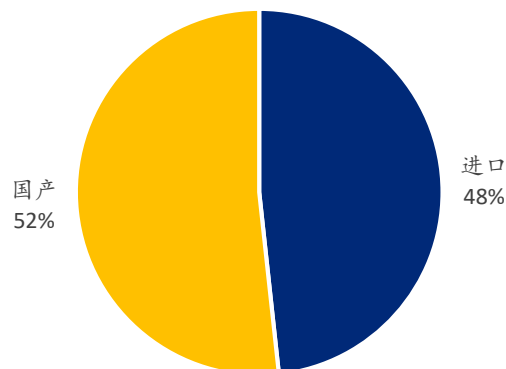
资料来源: 国家医用高耗联采办、浦银国际整理

图表 21: 人工关节接续国采报量: 国产 vs 进口



资料来源: 国家高耗联采办、浦银国际

图表 22: 首轮人工关节国采报量: 国产 vs 进口



资料来源: 国家高耗联采办、浦银国际

此外, 第四批耗材国采 2023 年 11 月 30 日开标, 其中人工晶体平均降价 60% 左右, 运动医学类耗材平均降价 74%, 降价幅度相较此前三轮高耗国采 82%-93% 的降幅区间更为温和, 集采结果已从 2024 年 5 月起陆续在全国执行。

图表 23: 历次耗材国采对比

采购内容	冠状动脉药物洗脱支架 (材质为钴铬合金或铂铬合金, 载药种类为雷帕霉素及其衍生物)	人工关节 (初次置换人工髋/膝关节)	骨科脊柱类 (颈椎前路钉板、颈椎后路钉棒、胸腰椎后路微创钉棒等 14 个产品)	人工晶体、运动医学类
首次国采				
国采批次	第一批	第二批	第三批	第四批
公布采购文件	2020 年 10 月	2021 年 6 月	1 号文件: 2022 年 7 月 2 号文件: 2022 年 9 月	1 号文件: 2023 年 9 月 2 号文件: 2023 年 11 月
开标日期	2020 年 11 月	2021 年 9 月	2022 年 9 月	2023 年 11 月
执行日期	2021 年 1 月	2022 年 4-5 月	2023 年 1-2 月	2024 年 5-6 月
采购周期	2 年	2 年	3 年	2 年
降价幅度	93%	82%	84%	人工晶体: 60% 运动医学: 74%
国采续约				
开标日期	2022 年 11 月	2024 年 5 月	-	-
执行日期	2023 年 1 月	2024 年 6 月	-	-
采购周期	3 年	3 年	-	-
降价幅度	首轮集采中选产品提价约 25%	6%	-	-

资料来源: 国家联合采购办公室、浦银国际

国家医保局定调全年集采格局, 可重点关注 IVD 集采扩围。国家医保局于 2024 年 5 月 20 日发布《关于加强区域协同做好 2024 年医药集中采购提质扩面的通知》(链接), 表示 2024 年将继续开展新批次高耗国采, 并提出将重点指导江西、安徽、广东、浙江、福建、河南、河北等 7 省分别牵头体外诊断试剂(生化、肿瘤标志物等)、超声刀、结扎夹、冠脉切割球囊、血管介入等医用耗材全国联采工作。

在国家医保局指出的 2H24 七大省级联盟集采中，我们认为可重点关注 IVD 两大集采联盟的进展。此外去年底开标的江西 24 省联盟及安徽 25 省联盟均将陆续落地，后续可重点关注 IVD 集采落地后企业市场份额的变化。

图表 24：2024 年高耗集采七大重点省级联盟

联盟牵头省份	集采品种	联盟牵头省份	集采品种
江西	IVD 试剂 - 生化类	福建	血管组织闭合用结扎夹
安徽	IVD 试剂 - 肿瘤标志物等	河南	冠脉切割球囊
广东	超声刀头	河北	血管介入等
浙江	乳房旋切针		

资料来源：国家医保局、浦银国际

图表 25：主要 IVD 省级集采日期及结果

集采省份	集采试剂种类	开标日期	执行日期	价格降幅
安徽	化学发光	2021 年 8 月	2021 年 11 月	47%
江西 23 省联盟	生化（肝功）	2022 年 12 月	2023 年 7 月	68%
江西 24 省联盟	生化（肾功和心肌酶）	2023 年 12 月	-	77%
安徽 25 省联盟	化学发光、分子诊断	2023 年 12 月	-	53.9%

资料来源：浦银国际整理

图表 26：医疗器械企业估值表

代码	公司名称	股价 (当地货币)	市值 (当地货币 百万)	过去 1 年初至今		12 个月前瞻		市销率 (x)			收入同比变动 (%)		
				过去 1 个月 股价变动 (%)	年初至今 股价变动 (%)	现值	3 年 均值	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
港股													
1066 HK	威高股份	4.5	20,305	(14.8)	(65.0)	1.3	2.5	1.4	1.3	1.2	7.0	7.9	7.9
853 HK	微创医疗	6.1	11,101	(7.4)	(70.6)	1.2	5.0	1.3	1.1	0.9	20.1	20.7	20.1
2252 HK	微创机器人	12.0	11,522	(20.1)	(62.2)	26.4	68.9	51.2	15.9	8.2	115.1	221.0	94.2
1302 HK	先健科技	1.6	7,501	(5.8)	(37.2)	4.5	9.6	4.9	4.0	NA	16.3	20.4	NA
2172 HK	微创脑科学	8.4	4,889	(10.8)	(63.4)	5.0	6.7	5.7	4.3	3.3	30.3	30.9	31.2
1858 HK	春立正达	9.4	5,814	(20.0)	(41.4)	3.3	4.8	3.7	2.9	2.3	24.6	28.4	25.7
1789 HK	爱康医疗	5.1	5,722	(6.1)	(47.9)	3.4	5.1	3.8	3.0	2.4	30.0	28.3	23.9
6606 HK	诺辉健康	14.1	6,473	-	(19.7)	1.8	16.4	2.1	1.5	1.3	55.8	38.7	16.8
2160 HK	心通医疗	1.0	2,292	(9.5)	(63.6)	4.5	15.1	5.0	4.0	2.9	33.4	26.4	35.8
9996 HK	沛嘉医疗	3.7	2,486	-	(61.7)	3.1	17.2	3.5	2.6	NA	47.8	35.4	NA
2500 HK	启明医疗	5.6	2,478	-	(60.6)	NA	8.0	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2190 HK	归创通桥	11.3	3,763	10.8	(11.8)	4.0	10.8	4.7	3.3	2.5	43.9	41.5	34.9
A 股													
300760 CH	迈瑞医疗	299.8	363,454	(1.6)	(5.1)	24.0	34.1	26.1	21.8	18.2	20.3	19.9	19.3
688271 CH	联影医疗	121.4	100,012	(6.7)	(31.4)	38.1	51.2	41.9	34.0	28.0	21.2	23.2	21.5
688114 CH	华大智造	47.9	19,917	(19.9)	(56.9)	NA	175.3	NA	187.1	64.2	81.8	202.6	191.5
300832 CH	新产业	73.8	57,955	(5.8)	47.1	25.7	24.9	28.7	22.6	18.1	25.5	26.9	24.6
002223 CH	鱼跃医疗	39.8	39,899	2.9	24.9	17.4	17.7	18.6	16.1	14.2	-6.6	15.2	13.1
603658 CH	安图生物	48.0	28,129	(15.2)	(22.4)	18.1	21.4	19.8	16.2	13.3	23.1	22.0	21.8
300595 CH	欧普康视	17.6	15,745	(8.7)	(50.8)	19.8	43.3	21.1	18.3	16.6	14.4	15.5	10.3
300529 CH	健帆生物	27.5	22,200	(4.0)	(11.2)	20.6	19.9	21.0	20.1	15.1	144.2	4.4	33.4
688105 CH	诺唯赞	21.7	8,660	(24.7)	(59.3)	34.2	35.5	43.6	26.4	22.2	385.0	65.1	18.9
002030 CH	达安基因	6.1	8,505	(17.8)	(61.1)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
300676 CH	华大基因	37.6	15,559	(12.2)	(27.3)	NA	21.0	NA	NA	NA	NA	NA	NA
688050 CH	爱博医疗	75.6	14,310	(8.2)	(67.2)	33.0	74.0	37.5	28.3	22.4	34.5	32.5	26.4
688161 CH	威高骨科	22.1	8,832	(17.0)	(57.7)	30.6	24.4	34.4	26.5	21.8	138.6	29.6	21.5
300633 CH	开立医疗	40.8	17,659	(0.6)	(25.6)	27.2	40.0	30.3	23.9	18.9	25.3	26.8	26.5
688617 CH	惠泰医疗	446.6	29,862	(16.4)	45.5	38.5	52.0	44.2	32.8	24.6	31.2	35.0	33.3
301047 CH	义翘神州	63.5	8,204	(27.8)	(36.3)	30.0	36.4	32.5	27.2	29.5	4.8	19.4	-7.5
688016 CH	心脉医疗	109.2	13,463	(15.9)	(13.9)	20.0	31.0	22.2	17.6	14.1	11.1	26.3	24.6
688351 CH	微创电生理	22.5	10,584	(14.9)	(15.0)	231	268.3	342.0	160.5	93.6	470.2	113.0	71.4

注：E=Bloomberg 一致预期；数据截至 2024 年 6 月 7 日

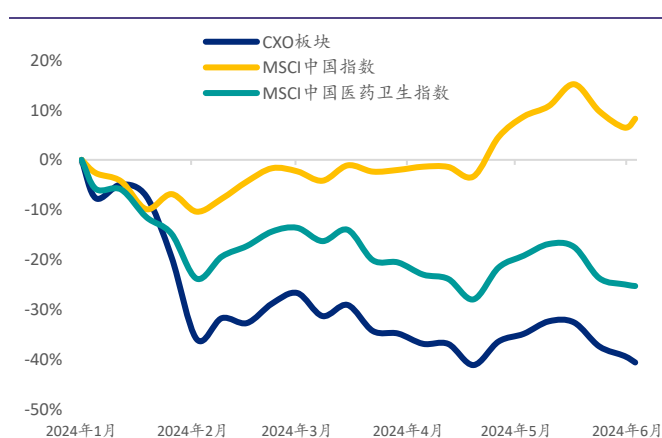
资料来源：Bloomberg、浦银国际

CXO：地缘政治摩擦继续存在，或进一步影响 CXO 海外

订单获取

股价表现：截至 2024 年 6 月 7 日，CXO 板块跌幅 40%，跑输 MSCI 中国医药指数及 MSCI 中国指数。估值上，目前板块前瞻市盈率为 12x，较过去 5 年均值低近 1.3 个标准差。年内 CXO 板块股价主要受到美国生物安全法案影响，尤其是对美国收入占比较高的龙头企业影响较大。从已披露的 1Q24 业绩看，美国生物安全法案对中国 CXO 企业的影响已逐步显现。

图表 27：CXO 板块年初至今股价涨跌幅



注：截至 2024 年 6 月 7 日；板块成分股含 A 股及港股，具体个股参考本章板块估值表；资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 28：CXO 板块 PE Band



注：截至 2024 年 6 月 7 日；板块成分股含 A 股及港股，具体个股参考本章板块估值表；资料来源：Bloomberg、浦银国际

2H24 展望：我们认为中美地缘政治紧张局势大概率在下半年会继续存在，美国生物安全法案草案的负面影响已初步在龙头 CXO 一季度业绩中显现，后续对获取海外新签订单的影响有待中期业绩进一步观测。尽管生物安全法案相关事件进展可能短期内略有波动，但目前地缘政治局势下板块估值仍欠缺结构性回弹的动力，我们维持对 CXO 子板块的中性看法。

美国生物安全法案草案对海外业务的负面影响已在药明康德一季报初显，短期对业务的影响有待中报业绩进一步量化。2024 年 5 月 15 日，美国众议院监督与问责委员会对《生物安全法案》草案（H.R.8333；该草案为此前 H.R.7085 的修订版）召开了听证会，并现场投票表决通过了该草案，H.R.8333 对美国企业与包括药明康德和华大基因等在内的部分中国生物技术公司的业务往来加以限制，并要求美国公司在 2032 年 1 月前终止与这些公司的合作关系。

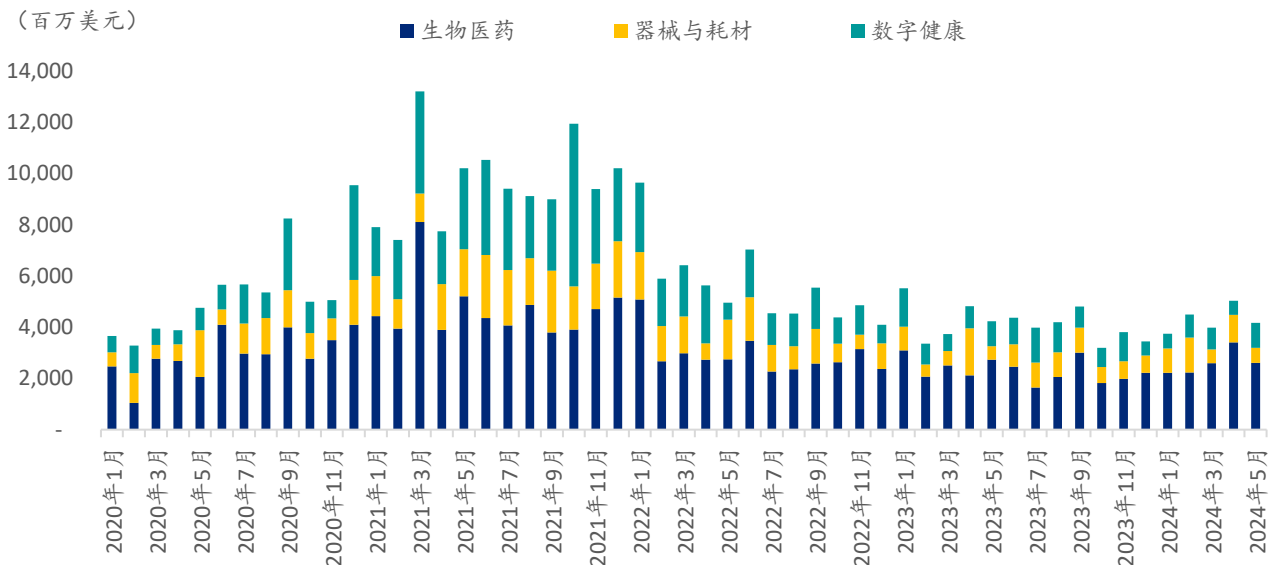
根据美国立法程序, H.R.8333 可选择单独立法或作为 NDAA(国防授权法案)的一部分进行立法。2024 年 6 月 11 日, NDAA 修正案清单公布, 其中并未纳入生物安全法案, 导致市场预期生物安全法案于美国大选前获得立法的概率显著降低, 因此 CXO 板块在 6 月 12 日录得明显反弹(药明生物/药明合联/药明康德港股分别反弹 14%/10%/8%)。

然而, 在中美地缘政治摩擦长期存在的背景下, 考虑到修订后的 H.R.8333 法案包括了 8 年缓冲期及近期美欧日韩印“生物制药联盟”的成立(于 6 月宣布成立, 旨在就各国的生物医药政策、法规以及研发支持政策等加强沟通与协调, 共同构建一个稳定且高效的药品供应链网络)使得中美生物医药长期脱钩可行性进一步提高, 我们认为, 地缘政治风险导致的海外客户顾虑和担忧仍将长期存在, 影响 CXO 板块海外业务, 因此板块估值目前看来仍欠缺结构反弹动力。

短期来说, 生物安全法案对业务的实际影响, 已经在药明康德一季报中初步显现(由于客户对法案的担忧, Wuxi ATU 获取美国新客户新订单已受到明显影响, 此外个别客户取消早期研发服务), 后续对海外业务的影响仍待 CXO 中报业绩进一步观测。

全球生物医药投融资仍待恢复, CXO 订单或较难强劲复苏。根据动脉橙数据, 2024 年 1-5 月, 全球生物医药融资额同比+4%, 融资额虽有回暖趋势, 但回暖幅度仍相对缓和。美联储降息预期最早仍需等待至 9 月左右, 预计 2024 年全球投融资额或仍将呈现缓慢复苏的态势, 难以看到强劲的回暖, 将继续对 CXO 订单需求造成压制。

图表 29: 全球医药健康领域融资额 (仅含生物医药、器械与数字健康)



资料来源: 动脉橙、浦银国际

图表 30: CXO 企业估值表

代码	公司名称	股价 (当地货币)	市值 (当地货币百万)	过去 1 个月 股价变动 (%)	年初至 今股价 变动 (%)	12 个月前 市盈率 (x)		市盈率 (x)			EPS 同比变动 (%)		
						现值	3 年 均值	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
港股													
2359 HK	药明康德	33.6	128,388	(7.7)	(59.2)	8.3	32.3	9.3	8.2	8.0	-2.2	12.9	2.2
2269 HK	药明生物	11.4	48,507	(19.4)	(81.0)	10.3	46.5	11.5	9.8	8.5	-9.7	17.2	15.4
3759 HK	康龙化成	9.5	34,166	(4.3)	(73.8)	7.9	26.5	8.8	7.3	7.2	13.0	21.2	1.0
3347 HK	泰格医药	32.8	49,657	(6.2)	(63.7)	13.5	24.3	13.8	12.0	12.2	NA	14.9	-1.6
6821 HK	凯莱英	53.0	28,778	(15.0)	(53.8)	13.0	14.7	15.8	11.4	9.2	NA	38.1	24.0
1548 HK	金斯瑞	9.4	19,980	(21.8)	(62.2)	NA	NA	NA	291.9	11.2	-10.4	108.0	2,500.0
6127 HK	昭衍新药	8.3	10,846	(13.0)	(71.0)	11.6	24.0	14.4	9.5	8.2	NA	52.0	15.3
1873 HK	维亚生物	0.6	1,383	10.3	(63.4)	NA	13.0	NA	NA	NA	NA	NA	NA
1521 HK	方达控股	1.0	2,076	(19.0)	(64.8)	10.5	22.9	11.6	10.7	11.6	2.0	8.3	-7.7
A 股													
603259 CH	药明康德	42.4	119,091	(5.2)	(47.7)	11.7	34.7	12.4	11.0	10.4	-4.4	12.7	6.2
300759 CH	康龙化成	19.6	31,692	(2.1)	(56.9)	17.6	39.5	18.9	16.1	14.5	14.9	17.5	11.3
300347 CH	泰格医药	57.1	46,061	(4.7)	(45.6)	21.6	32.3	23.2	19.7	17.4	2.8	17.6	13.2
002821 CH	凯莱英	74.1	26,694	(12.1)	(49.9)	20.4	33.8	22.9	17.8	14.1	NA	29.0	25.8
603127 CH	昭衍新药	14.5	10,061	(19.4)	(65.2)	22.6	43.4	25.7	19.4	16.5	NA	32.3	17.4
300363 CH	博腾股份	13.6	7,410	(23.2)	(66.8)	12.1	34.0	14.1	10.3	17.2	107.8	37.3	-40.3
688202 CH	美迪西	29.8	4,009	(28.7)	(80.5)	42.0	42.3	71.2	27.1	21.3	273.1	162.9	26.8
300725 CH	药石科技	29.1	5,808	(19.9)	(63.9)	21.3	37.6	22.4	20.0	16.8	40.0	11.9	18.9
603456 CH	九洲药业	14.6	13,105	(10.9)	(65.7)	9.1	30.3	9.8	8.3	8.4	31.8	18.7	-1.8
海外													
			<u>美元</u>										
207940 KS	Samsung Biologics	750,000.0	39,059	(5.2)	(8.6)	50.9	81.6	54.9	46.4	38.8	13.8	18.5	19.4
LONN SW	Lonza	506.2	42,384	(3.8)	11.7	35.5	35.7	39.2	31.4	25.4	-0.3	25.0	23.5
CTLT US	Catalant	56.2	10,173	0.0	24.9	47.3	30.4	137.1	45.1	29.8	-60.6	204.0	51.2

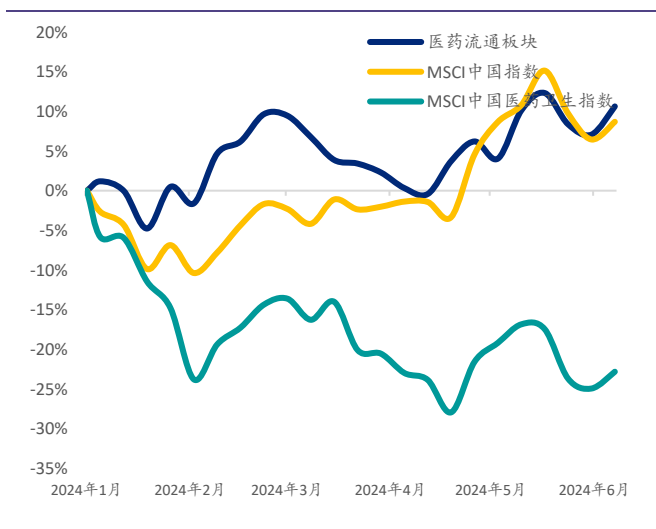
注: E=Bloomberg 一致预期; 数据截至 2024 年 6 月 7 日港股收盘

资料来源: Bloomberg、浦银国际

医药流通&中药：关注国企改革主线，提质增效下业绩有望逐步释放

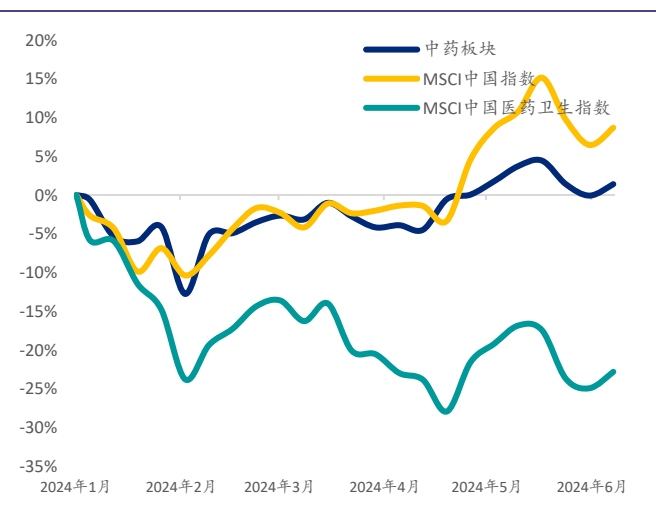
股价表现：截至 2024 年 6 月 7 日，医药流通板块涨幅 11%，中药板块涨幅 3%，大幅跑赢 MSCI 中国医药指数，也是仅有的 2 个年内录得涨幅的子板块。医药流通板块表现优异主因：1) 2024 年初国资委将市值管理纳入央企控股上市公司考核体系，板块估值有所回暖；2) 国企改革持续深化，市场对板块盈利能力有望逐步改善的预期。中药板块表现稳健主因：1) 业绩增长稳健 2) 扶持政策不断出台；3) 部分受益于“中特估”概念。

图表 31：医药流通板块年初至今股价涨跌幅



注：截至 2024 年 6 月 7 日；板块成分股含 A 股及港股，具体个股参考本章板块估值表；资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 32：中药板块年初至今股价涨跌幅



注：截至 2024 年 6 月 7 日；板块成分股含 A 股及港股，具体个股参考本章板块估值表；资料来源：Bloomberg、浦银国际

关注医药流通及中药板块的国企改革政策主线。医药流通及中药板块均为央企、国企占比较高的医药细分板块。自 2020 年 6 月《国企改革三年行动方案（2020—2022 年）》发布以来，众多拥有国资背景的板块内企业通过：1) 推出股权激励方案；2) 优化管理人员；3) 并购增资等方式提高企业经济效益及员工积极性，后续有望陆续看到国企改革红利的释放。

医药流通龙头及中药 OTC 股息率普遍较高，具备投资价值。医药流通及中药 OTC 现金流情况相较其他医药子板块而言整体更为健康稳健。受国企改革，以及中药 OTC 板块受益于呼吸道传染病高发、品牌效应进一步提升渗透率和市场份额等因素影响，医药流通及中药 OTC 龙头业绩稳健增长，得益于较好的销售情况带动企业现金流情况持续优化，这些龙头企业近年来维持了较高的派息比例及股息率。近期市场对高息股的偏好以及 2024 年初国资委将市值管理纳入央企控股上市公司考核体系的整体利好，带动医药流通及中药 OTC 板块关注度提高。建议关注国药控股、上海医药、华润三九、羚锐制药。

2024 政府工作报告再提中医药，国家扶持态度明确。2024 年发布的政府工作报告中，中医药再度被提及，文件要求“促进中医药传承创新，加强中医优势专科建设”，国家对中医药的扶持态度明确。自 2021 年底《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》出台后，中药行业的支持政策不断出台（见**图表 33**）。2022 年 3 月发布的《“十四五”中医药发展规划》为 2025 年前的中药行业发展定下基调。2023 年发布的《中医药振兴发展重大工程实施方案》具体提出了部署 8 项重点工程 26 个建设项目。我们预计未来 3-5 年内，有利于中药行业发展的政策仍将继续出台，具体将涉及基药目录调整、医保护容、中药创新药进一步扶持等。

图表 33：主要中药支持政策梳理

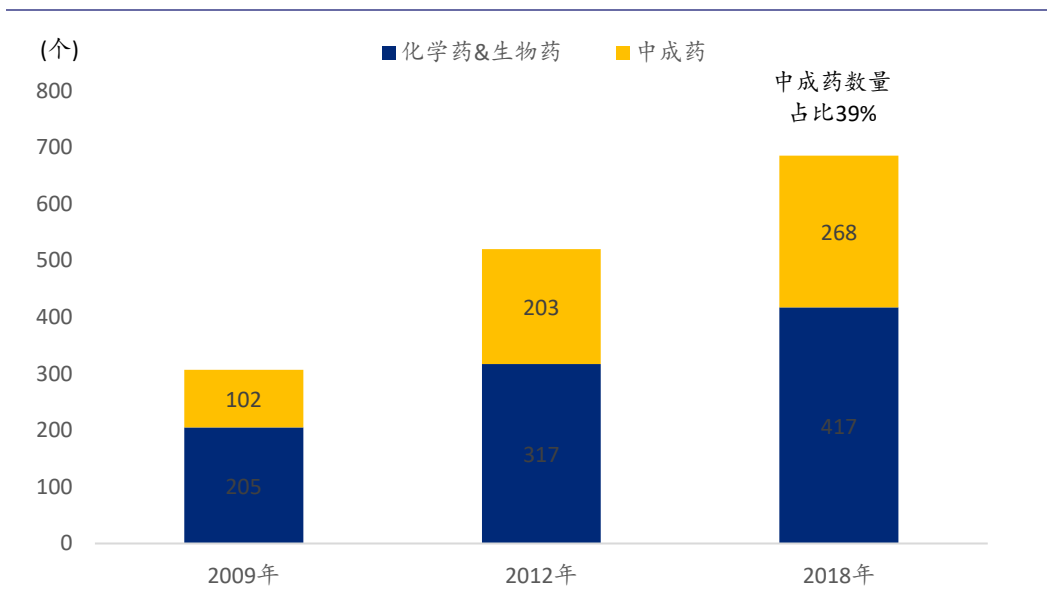
发布日期	政策名称	重点内容
2016 年 2 月	《中医药发展战略规划纲要（2016—2030 年）》	<ul style="list-style-type: none"> 到 2030 年中医药治理体系和治理能力现代化水平显著提升，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强。
2018 年 8 月	《中医药法》	<ul style="list-style-type: none"> 明确的法律责任约束，中医药有法可依。
2019 年 10 月	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	<ul style="list-style-type: none"> 提出健全中医药服务体系、发挥中医药在维护和促进人民健康中的独特作用等 6 条意见。
2020 年 12 月	《国家药监局关于促进中药传承创新发展的实施意见》	<ul style="list-style-type: none"> 针对《关于促进中医药传承创新发展的意见》提出了健全符合中药特点的审评审批体系、注重中药质量安全监管等具体实施意见。
2021 年 2 月	《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》	<ul style="list-style-type: none"> 在监管、医师培养、发展环境等多个方面提出 28 条举措。 优化中药审评审批管理，增加第三方中药新药注册检验机构。 完善中药分类注册管理。
2021 年 2 月	《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》	<ul style="list-style-type: none"> 中药配方颗粒品种实施备案管理，不实施批准文号管理，在上市前由生产企业报所在地省级药品监督管理部门备案。 中药配方颗粒不得在医疗机构以外销售。医疗机构使用的中药配方颗粒应当通过省级药品集中采购平台阳光采购。
2021 年 6 月	《进一步加强综合医院中医药工作推动中西医协同发展的意见》	<ul style="list-style-type: none"> 意在通过增强中医临床科室设置
2021 年 7 月	《中医药文化传播行动实施方案（2021—2025 年）》	<ul style="list-style-type: none"> 到 2025 年，中医药对中华文化遗产发展的贡献度明显提高，作为中华文明瑰宝和钥匙的代表意义和传导功能不断彰显，成为引导群众增强民族自信与文化自信的重要支撑。
2021 年 12 月	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	<ul style="list-style-type: none"> 中医药医疗机构纳入医保定点；调整中医价格项目并纳入医保支付；中医医疗机构可暂不实行 DRG 付费。 中药饮片严格按照实际购进价格顺加不超 25% 销售
2022 年 1 月	《推进中医药高质量融入共建“一带一路”发展规划（2021—2025 年）》	<ul style="list-style-type: none"> 深化医疗卫生合作，着力增加优质中医药服务供给； 着力加强中医药国际人才队伍建设；深化文化交流合作，着力增强中医药影响力。
2022 年 3 月	《“十四五”中医药发展规划》	<ul style="list-style-type: none"> 目标到 2025 年，中医药健康服务能力明显增强，中医药高质量发展政策和体系进一步完善，中医药振兴发展取得积极成效，在健康中国建设中的独特优势得到充分发挥。 对中医医疗机构数、医院个数等 15 项指标提出了量化目标。
2022 年 3 月	《基层中医药服务能力提升工程“十四五”行动计划》	<ul style="list-style-type: none"> 到 2025 年，基层中医药实现五个“全覆盖”。 对基层中医药服务覆盖面、服务能力等提出 15 项考核指标。
2022 年 10 月	《在中国共产党第二十次全国代表大会上的报告》	<ul style="list-style-type: none"> 发展壮大医疗卫生队伍，把工作重点放在农村和社区。重视心理健康和精神卫生。促进中医药传承创新发展。
2023 年 1 月	《关于进一步加强中药科学监管促进中药传承创新发展若干措施》	<ul style="list-style-type: none"> 提出持续推动中药评价体系的研究和创新，优化中药审评审批体系和机制等措施。
2023 年 2 月	《中药注册管理专门规定》	<ul style="list-style-type: none"> 对中药人用经验的合理应用以及中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方中药复方制剂、同名同方药等注册分类的研制原则和技术要求进行了明确
2023 年 2 月	《中医药振兴发展重大工程实施方案》	<ul style="list-style-type: none"> 统筹部署了 8 项重点工程，目标到 2025 年，中医药成为全面推进健康中国建设的重要支撑。
2023 年 5 月	2023 年中央财政支持中医药传承创新发展示范试点项目	<ul style="list-style-type: none"> 拟将 15 个项目确定为 2023 年中央财政支持中医药传承创新发展示范试点项目
2024 年 3 月	《2024 年政府工作报告》	<ul style="list-style-type: none"> 促进中医药传承创新，加强中医优势专科建设

注：加粗部分为较重磅政策；资料来源：浦银国际整理

新版基药目录近出台，利好具备潜在纳入目录产品的中药龙头。根据《国家基本药物目录管理办法（修订草案）》，基药目录调整周期原则上不超过3年，但因疫情影响，最新版基药目录尚未推出，距离时间最近的2018版基药目录近6年。2023年5月国家卫健委药政工作电视电话会议中将基药作为2023年重点工作内容之一，虽然最终新版目录未能于2023年出台，但预计出台时间已较为临近。

参考时间最近的三版基药目录，2009/2012/2018年版基药目录中成药数量分别为102/203/268个，占比呈现逐步提升趋势。考虑到目录调整的原则之一为中西医并重，预计新版基药目录中将会有更多中药品种纳入。因中药品种中存在大量独家品种，若纳入基药目录，产品有望快速放量。建议关注康缘药业、达仁堂等具备潜在新纳入基药目录的品种的公司。

图表 34： 2009/2012/2018 年版基药目录构成



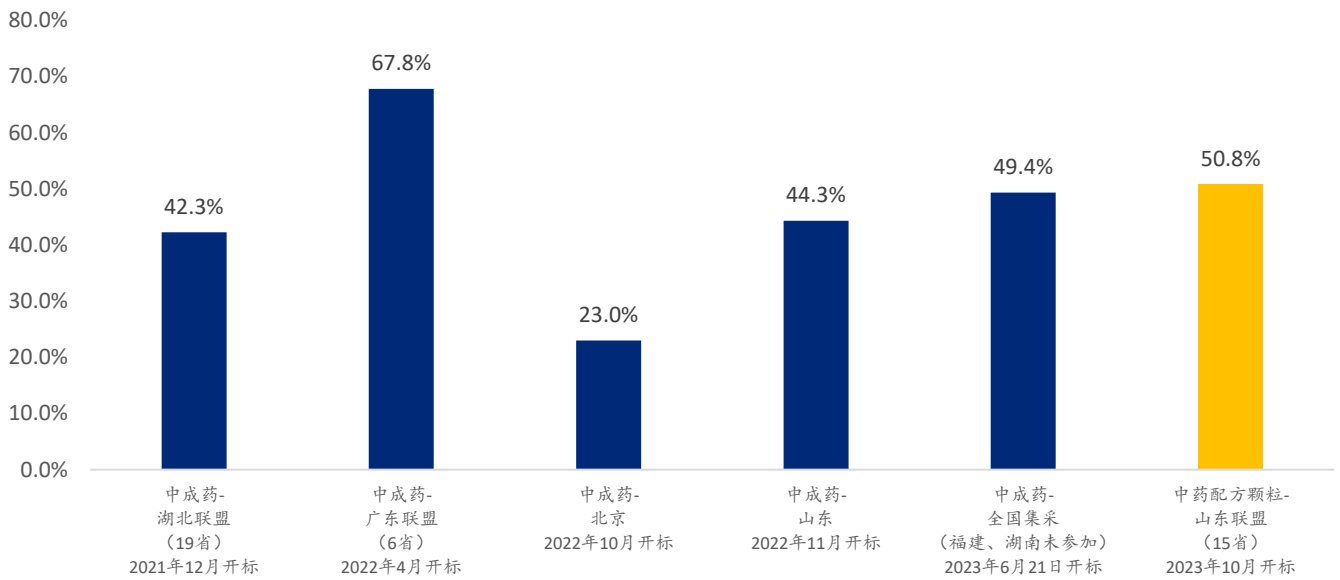
资料来源：基药目录、浦银国际

新批次中成药国采及中药饮片集采预计将于2H24落地。根据国家医保局于5月发布的《关于加强区域协同 做好2024年医药集中采购提质扩面的通知》，湖北将牵头开展新批次全国中成药联盟采购和第一批全国中成药集采协议期满接续采购，山东则将牵头开展中药饮片联盟采购。

- 中药配方颗粒：山东15省中药配方颗粒集采（全国首次中药配方颗粒省际联盟集采）结果已于2024年1月起陆续在联盟内省份落地（2023年10月开标），平均降价50.77%。此次集采共涉及200个中药配方颗粒品种，涵盖黄芪、当归等较常用品种；

- **中成药**：由湖北牵头的全国中成药集采（大陆地区仅福建和湖南两省未参与）于 2023 年 6 月开标，集采结果于 11 月起陆续执行，平均降幅 49.36%。此次集采共覆盖 16 个采购组共 42 个中成药产品剂型（包括 13 个独家品种），药品涉及心脑血管、骨科、抗肿瘤等多个治疗领域。此次考核维度全面，包括价格降幅、医疗机构认可度、综合排名、创新能力、药材品质、供应保障、信用评价、质量安全等。此外，自 2021 年湖北牵头的 19 省中成药集采以来，中成药集采已经在省级层面全面铺开。

图表 35：中成药、配方颗粒集采降幅



资料来源：浦银国际整理

图表 36：医药流通企业估值表

代码	公司名称	股价	市值	过去 1 个	年初至	12 个月前	市盈率	市盈率			EPS 同比变动		
		(当地货币)	(当地货币百万)	月股价变动 (%)	今股价变动 (%)	市盈率 (x) 现值 3 年 均值	(x)	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
港股													
1099 HK	国药控股	22.6	70,371	2.1	13.7	6.4	5.9	6.7	6.1	5.7	5.0	9.4	7.7
2607 HK	上海医药	12.4	67,723	(0.2)	8.2	7.6	6.7	8.0	7.2	6.3	34.8	11.5	14.7
3320 HK	华润医药	5.9	37,192	(2.7)	(6.3)	7.6	6.9	8.0	7.1	6.5	17.9	11.7	9.7
A 股													
600511 CH	国药股份	34.4	25,940	(6.2)	23.2	10.4	10.8	10.8	9.9	9.1	10.7	9.0	9.3
601607 CH	上海医药	18.8	62,825	2.0	12.3	12.8	10.5	13.4	12.1	10.5	34.9	11.3	14.4
600998 CH	九州通	5.4	27,028	(15.7)	10.6	9.6	9.3	10.4	8.7	8.1	21.0	18.8	7.7

注：E=Bloomberg 一致预期；数据截至 2024 年 6 月 7 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 37：中药企业估值表

代码	公司名称	股价 (当地 货币)	市值 (当地货 币百万)	过去1个 月股价变 动 (%)	年初至 今股价 变动 (%)	12个月前 市盈率 (x)		市盈率 (x)			EPS 同比变动 (%)		
						现值	3年 均值	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
港股													
570 HK	中国中药	4.3	21,654	(1.2)	21.1	10.3	9.2	10.8	9.4	7.8	43.0	15.1	20.2
3613 HK	同仁堂国药	9.9	8,287	2.7	(13.6)	11.9	13.4	12.5	10.7	9.7	19.2	16.8	9.9
1666 HK	同仁堂科技	5.5	7,083	(1.5)	(2.1)	9.8	10.8	9.9	9.0	8.4	9.3	9.3	8.5
2877 HK	神威药业	8.2	6,806	(8.8)	8.4	4.9	6.2	5.4	4.7	4.1	13.5	15.8	15.1
1643 HK	现代中药	0.4	225	23.4	(31.8)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
874 HK	白云山	23.2	53,273	8.2	0.7	8.2	7.6	8.0	7.4	7.7	7.2	7.5	-3.3
A 股													
000999 CH	华润三九	64.7	63,886	6.4	38.1	18.0	15.4	18.9	16.5	14.4	16.6	14.5	14.1
000423 CH	东阿阿胶	69.8	44,943	0.6	71.5	29.7	24.9	31.8	26.7	22.8	21.3	19.0	17.3
600422 CH	昆药集团	20.4	15,460	(6.0)	44.6	23.2	19.7	27.2	21.2	17.3	33.2	27.9	22.8
600750 CH	江中药业	26.4	16,614	0.2	82.7	18.9	15.2	20.4	17.8	15.8	17.2	14.3	12.9
600129 CH	太极集团	37.6	20,961	5.1	25.2	16.7	27.3	18.9	14.8	12.8	36.0	27.9	16.1
600436 CH	片仔癀	226.3	136,519	(2.1)	(21.6)	36.8	58.5	41.0	34.5	31.4	22.2	18.6	9.9
600085 CH	同仁堂	44.0	60,400	6.2	(1.4)	29.0	37.4	31.5	27.2	24.1	17.2	15.8	13.1
600332 CH	白云山	31.8	49,415	(1.0)	6.7	11.9	12.2	11.9	10.8	9.1	7.4	10.0	18.1
600771 CH	广誉远	22.1	10,828	(12.5)	(20.5)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
300026 CH	红日药业	3.4	10,304	(7.8)	(39.6)	18.6	16.6	19.8	18.7	16.2	5.9	5.6	15.8
600572 CH	康恩贝	5.4	13,955	8.9	14.8	17.2	17.5	18.4	15.5	13.9	27.4	18.4	11.2
600252 CH	中恒集团	2.3	7,904	(3.7)	(12.9)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
002349 CH	精华制药	7.1	5,813	(7.4)	(40.9)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
600479 CH	千金药业	11.3	4,774	(0.6)	17.3	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
002644 CH	佛慈制药	6.9	3,544	(8.1)	(25.6)	26.6	29.6	31.1	23.8	18.8	74.8	30.4	26.7
600222 CH	太龙药业	4.5	2,565	(11.0)	(29.8)	NA	64.5	NA	NA	NA	NA	NA	NA
300534 CH	陇神戎发	7.2	2,193	(9.4)	(18.5)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
600535 CH	天士力	13.7	20,497	(10.4)	27.5	15.2	16.3	16.2	14.3	13.7	19.2	12.6	4.8
002603 CH	以岭药业	17.8	29,722	(4.5)	(40.6)	14.5	20.1	15.8	13.5	13.5	40.8	17.2	-0.3
600566 CH	济川药业	38.9	35,821	(3.1)	42.8	11.3	10.7	12.1	10.9	9.8	6.7	11.7	10.4

注：E=Bloomberg 一致预期；数据截至 2024 年 6 月 7 日

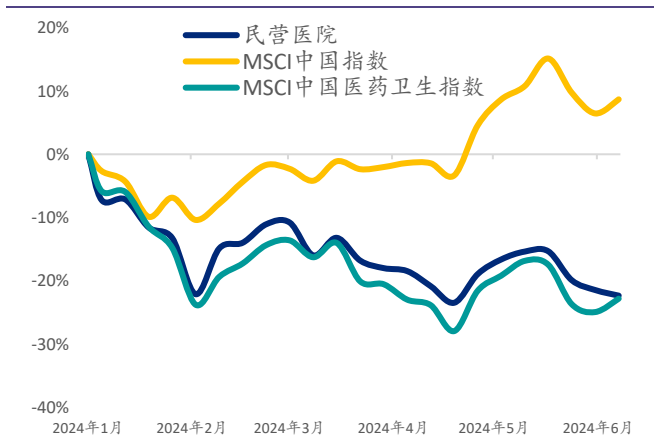
资料来源：Bloomberg、浦银国际

医疗服务：鼓励社会办医政策趋势不改，辅助生殖近期政策利好频出

策利好频出

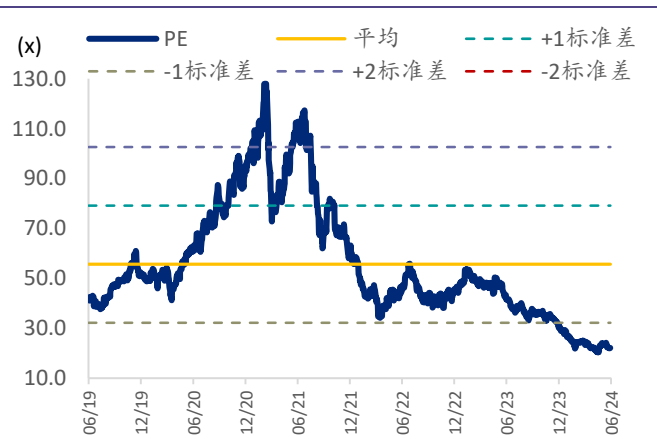
股价表现：截至 2024 年 6 月 7 日，医疗服务板块跌幅 22%，略微跑赢 MSCI 中国医药指数。板块前瞻市盈率 21x，较过去 5 年均值低 1.5 个标准差。个股层面，市场关注度较高的爱尔眼科、固生堂、海吉亚、锦欣生殖 YTD 股价分别下跌 25%、17%、4%、5%。

图表 38：医疗服务板块年初至今股价涨跌幅



注：截至 2024 年 6 月 7 日；板块成分股含 A 股及港股，具体个股参考本章板块估值表；资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 39：医疗服务板块 PE Band



注：截至 2024 年 6 月 7 日；板块成分股含 A 股及港股，具体个股参考本章板块估值表；资料来源：Bloomberg、浦银国际

2H24 展望：在中医、眼科、肿瘤、辅助生殖、口腔等多个细分赛道中，2H24 我们尤其看好近期扶持政策频出的辅助生殖赛道。建议关注辅助生殖龙头锦欣生殖（1951.HK）。

鼓励社会办医政策趋势不改，民营专科医院近期扶持政策频出。国家层面，过去 3 年间每年均有鼓励社会办医的国家政策出台（见图表 40），鼓励社会办医的基调不改。地方层面，上海于 2024 年 5 月印发《关于设置本市社会办医疗机构的指导意见》及《上海市社会办医疗机构执业审批管理办法》，提出鼓励和支持发展具备投资和管理背景、有一定规模和特色的社会办医疗机构，并明确了社会办医疗机构的功能定位、床位要求、审批管理等要求，鼓励社会办医的政策趋势不改。

在鼓励社会办医的大背景下，辅助生殖等专科赛道近期扶持政策频出，短期催化剂更为丰富。自北京于 2023 年 7 月将 16 项治疗性辅助生殖技术项目正式纳入基本医疗保险报销范围后，广西（2023 年 11 月）、甘肃（2024 年 2 月）、内蒙古（2024 年 2 月）、新疆（2024 年 3 月）、山东（2024 年 3 月）、上海（2024 年 6 月）等地逐步跟进。从实施效果看，根据广西医保局数据，广西将部分治疗性辅助生殖类医疗服务纳入医保后 5 个月内辅助生殖机构门诊量同比增长 35.64%。

图表 40：主要社会办医政策梳理

发布日期	政策名称	重点内容
2019年1月	《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量促进形成强大国内市场的行动方案》	支持社会力量举办、运营高水平全科诊所，建立专业协作团队为居民提供医疗、公共卫生、健康管理等签约服务。支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，在眼科、骨科、口腔、妇产、儿科、肿瘤、精神、医疗美容等专科以及中医、康复、护理、体检等领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构。鼓励有实力的社会办医疗机构瞄准医学前沿，组建优势学科团队，提供以先进医疗技术为特色的医疗服务。督促各地落实社会办医疗机构跨部门全流程综合审批指引，精简优化审批流程。
2019年6月	《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》	提出6条意见：1) 加大政府支持社会办医力度；2) 推进“放管服”，简化准入审批服务；3) 公立医疗机构与社会办医分工合作；4) 优化运营管理服务；5) 完善医疗保险支持政策；6) 完善综合监管体系。
2020年1月	《中华人民共和国基本医疗卫生与健康促进法》	基本医疗服务主要由政府举办的医疗卫生机构提供。鼓励社会力量举办的医疗卫生机构提供基本医疗服务。县级以上地方人民政府根据本行政区域医疗卫生需求，整合区域内政府举办的医疗卫生资源，因地制宜建立医疗联合体等协同联动的医疗服务合作机制。鼓励社会力量举办的医疗卫生机构参与医疗服务合作机制。
2021年3月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	支持社会办医，鼓励有经验的执业医师开办诊所。
2021年6月	《深化医药卫生体制改革2021年重点工作任务》	积极支持社会办医发展，优化支持国有企业办医疗机构发展，社会办医疗机构可牵头组建或参加县域医共体和城市医疗集团。
2021年8月	《深化医疗服务价格改革试点方案》	坚持公立医疗机构公益属性，建立合理补偿机制，非公立医疗机构提供的医疗服务，落实市场调节价政策。
2022年5月	《“十四五”国民健康规划》	推动医药工业创新发展，促进高端医疗装备和健康用品制造生产，促进社会办医持续规范发展，增加商业健康保险供给，推进健康相关业态融合发展。
2022年5月	《深化医药卫生体制改革2022年重点工作任务》	支持社会办医持续健康规范发展，支持社会办医疗机构牵头组建或参加医疗联合体。
2023年2月	《促进乡村医疗卫生体系健康发展发展》	提出鼓励社会力量办诊所、门诊部、民营医院等，为农民群众提供多元化医疗服务，并参与承接政府购买公共卫生服务。
2023年3月	《进一步完善医疗卫生服务体系的意见》	提出支持社会力量举办等方式，增加康复、护理等专科医疗机构数量，完善接续性服务体系，且社会办医疗机构可牵头组建或参加医疗联合体。

资料来源：浦银国际整理

DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划进入收官之年，计划到 2024 年底全国所有统筹地区全部开展 DRG/DIP 付费方式改革工作。国家医保局于 2021 年 11 月发布了《DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划》，提出：**1)** 从 2022 到 2024 年，全面完成 DRG/DIP 付费方式改革任务，推动医保高质量发展；**2)** 到 2024 年底，全国所有统筹地区全部开展 DRG/DIP 付费方式改革工作，2022/23/24 年在 2019-21 年的试点基础上每年分别完成 40%/30%/30% 的统筹地区覆盖；**3)** 到 2025 年底，DRG/DIP 支付方式覆盖所有符合条件的开展住院服务的医疗机构，基本实现病种、医保基金全覆盖。尽管主要是公立医院诊疗行为受 DRG/DIP 影响，但考虑到民营医院使用医保基金报销的项目亦会受到 DRG/DIP 管控，我们认为 DRG/DIP 的推广对民营医院医保报销项目的运营亦提出了更高的要求，长期来看有助于规范行业民营医院诊疗行为，利好运营效率高、成本控制力强的龙头企业。

图表 41：医疗服务企业估值表

代码	公司名称	股价 (当地货币)	市值 (当地货币 币百万)	过去1个月 股价变动 (%)	年初至今 股价变动 (%)	12个月 前瞻市盈率(x)		市盈率(x)			EPS 同比变动(%)			
						现值	3年均值	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
港股														
1406 HK	清晰医疗	0.5	262	(4.8)	(51.5)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
1846 HK	德视佳	5.0	1,668	(8.9)	(8.7)	NA	17.1	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
3309 HK	希玛眼科	2.9	3,679	(1.0)	(40.2)	39.3	41.2	46.5	34.7	27.5	NA	33.8	26.4	
2219 HK	朝聚眼科	3.6	2,561	(10.1)	(14.4)	7.8	10.7	8.3	7.0	5.9	20.6	19.1	17.7	
6639 HK	瑞尔集团	5.7	3,325	(13.9)	(42.0)	21.4	42.3	42.7	22.4	18.4	132.9	90.4	21.8	
2273 HK	固生堂	42.1	10,304	(7.0)	(16.7)	23.7	30.7	27.1	20.2	15.4	24.6	33.8	31.5	
1951 HK	锦欣生殖	3.2	8,770	16.9	(55.9)	16.5	26.5	18.5	15.8	13.1	-5.8	17.5	20.0	
6078 HK	海吉亚	34.0	21,440	(5.5)	(39.4)	19.9	36.6	22.3	17.8	14.3	32.0	25.2	24.4	
2666 HK	环球医疗	4.6	8,644	(5.2)	(3.6)	3.5	3.7	3.7	3.3	2.8	16.7	9.5	18.6	
1515 HK	华润医疗	3.9	5,031	(6.2)	(32.6)	6.2	10.9	6.6	6.0	5.6	177.5	10.3	5.9	
2279 HK	雍禾医疗	1.1	575	(10.2)	(90.9)	NA	19.9	NA	19.9	5.3	76.9	121.2	277.4	
2273 HK	固生堂	42.1	10,304	(7.0)	(16.7)	23.7	30.7	27.1	20.2	15.4	24.6	33.8	31.5	
1830 HK	完美医疗	2.5	3,103	-	(39.8)	7.5	10.3	8.9	7.7	6.5	8.7	16.4	18.8	
A 股														
300015 CH	爱尔眼科	11.8	109,966	(6.3)	(50.7)	24.3	56.4	27.3	22.4	19.4	21.3	22.2	15.6	
301267 CH	华夏眼科	24.1	20,261	(3.0)	(50.5)	21.4	41.2	24.9	20.1	17.2	28.9	24.1	16.8	
301103 CH	何氏眼科	22.4	3,541	(5.4)	(28.9)	NA	35.8	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
301239 CH	普瑞眼科	41.0	6,134	(12.3)	(41.9)	22.7	53.3	29.1	19.4	18.7	-17.2	50.0	4.0	
002524 CH	光正眼科	3.3	1,730	(13.5)	(53.2)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
600763 CH	通策医疗	60.5	19,321	4.3	(60.5)	28.1	54.1	31.9	26.6	25.6	27.2	19.8	4.0	
002044 CH	美年健康	4.1	15,931	(4.3)	(33.6)	16.1	34.9	20.0	13.8	11.8	62.3	45.0	17.6	

注：E=Bloomberg 一致预期；数据截至 2024 年 6 月 7 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

浦银国际医药行业覆盖公司

图表 42: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测 发布尔日期	行业
13.HK Equity	和黄医药	28.8	买入	39.0	2024年2月29日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	18.4	买入	25.0	2024年2月29日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	15.1	买入	47.0	2024年5月10日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	19.0	买入	60.0	2024年5月10日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	157.6	买入	275.0	2024年5月9日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	95.4	买入	165.0	2024年5月9日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	124.1	买入	175.0	2024年5月9日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	1.0	买入	5.4	2023年4月18日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	20.9	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	25.7	持有	33.0	2024年4月29日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	4.5	买入	15.0	2023年3月29日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	35.8	买入	60.0	2024年3月21日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.5	买入	12.5	2023年3月28日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	1.2	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	40.7	买入	63.0	2024年5月31日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	2.9	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	33.1	买入	58.0	2024年6月3日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.9	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	18.8	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	20.8	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.0	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	1.4	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	1.3	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	2.9	买入	5.1	2024年4月9日	制药
2359 HK Equity	药明康德	33.6	买入	48.0	2024年4月30日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	42.4	买入	60.0	2024年4月30日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	9.5	买入	16.8	2024年4月26日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	19.6	持有	22.4	2024年4月26日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	11.4	持有	20.0	2024年3月27日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	299.8	买入	390.0	2024年4月30日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	12.0	买入	15.1	2024年4月3日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	5.6	买入	10.0	2023年9月5日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	3.7	买入	14.0	2023年9月5日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.0	买入	3.4	2023年9月5日	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	8.4	买入	15.5	2024年4月3日	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	22.5	买入	27.9	2023年11月16日	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	11.3	买入	16.0	2024年3月22日	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	446.6	买入	454.0	2023年11月30日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	10.9	买入	13.1	2024年3月28日	ICL
241 HK Equity	阿里健康	3.9	持有	4.0	2024年5月28日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	11.4	持有	15.0	2024年3月21日	互联网医疗

注: 股价截至2024年6月7日港股收盘; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国 - 浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司（云康集团 2325.HK）逾 1% 的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司（云康集团 2325.HK 和荃信生物 2509.HK）在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义：

- “买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

- “超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站：www.spdbi.com

地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

