

● 证券研究报告 ●

关注支付端扩容带来的新一轮增长机会

2025年医药行业投资策略

证券分析师：张静含 A0230522080004

2024.12.17

投资案件

- **行情回顾：**2024年医药板块整体行情较弱，从国内市场来看，院内市场受财政紧张、医保DRG/DIP严格执行的影响，同时叠加居民自主消费愿意下滑的因素，整个支付端呈现较大压力；从海外市场来看，今年不少企业的全球化进度都有关键性的推进，但市场仍对中美关系后续走向有所担忧。
- **2025行业展望：**我们认为国内市场需求端、支付端的改善会是重要催化，一方面地方财政压力的缓解会使得居民医保账户的资金紧张程度有所降低，也有利于基层医院的财政补贴及时到位，另一方面商业医疗保险或迎来新一轮的发展良机，商保支付目前我国整个医疗卫生支出中占比极低（不足5%），若商保的规模能大幅提升，国内医疗市场的支付天花板有望被打破，板块将迎来新的发展机会。同时，12月9日中央政治局会议明确强调“全方位扩大国内需求”、“大力提振消费”等政策方向，我们认为明年消费医疗板块也有可能迎来支付意愿的底部反转。
- **投资分析意见：**我们重点推荐创新药、医疗设备、民营医院、药店等子板块。1) 创新药板块建议关注：恒瑞医药、贝达药业、迪哲药业、诺诚健华、迈威生物、益方生物、奥赛康；2) 医疗设备板块建议关注：迈瑞医疗、联影医疗、开立医疗、澳华内镜、鱼跃医疗、可孚医疗；3) 民营医院板块建议关注：普瑞眼科、新里程；4) 药店板块建议关注：益丰药房。
- **风险提示：**商业医疗保险发展进度低预期、创新药出海低预期、药品及医疗器械地方集采。

主要内容

1. 行业政策边际改善，支付端释放积极信号
2. 2024年医药板块行情复盘及行业运行情况
3. 创新药：支付端新增量支撑板块持续高增长
4. 医疗设备：期待内需复苏及结构调整
5. 民营医院：期待业绩反转
6. 线下药店：关注产能去化中的头部效应
7. 投资分析意见及风险提示

1.1 医疗、医保、医药三大体系利好政策频出

- **医疗反腐**: 预计未来趋向于常态化, 经过一年合规性整改后, 后续对医疗企业实际经营的影响有望逐步减小;
- **医保支付**: 在资金来源上, 国家化债政策有助于缓解居民医保压力, 发展商保强调国家医保兜底保障功能; 在支付上, 今年出台的DRG2.0、预付金制度均有助于缓解医疗机构在医保资金还款上的压力, 有助于医疗机构和其上游厂家保持现金流相对稳定;
- **创新支持**: 全方面鼓励创新药的发展, 鼓励药企研发真正FIC的创新药。

2024 年医药行业相关政策



医疗

医疗反腐

- **《中国医疗保障基金监督管理发展报告 (2023~2024)》**
24年1-9月, 全国各级医保部门共追回医保资金160.6亿元
- **国家卫生健康委召开医药企业座谈会 (11月)**
支持引导学术交流合作规范开展, 合规开展营销



医保

医保支付

- **国家医保局召开医保平台数据赋能商业健康保险发展座谈会 (11月)**
积极赋能商保加快发展, 不断完善“1+3+N”多层次医疗保障体系建设
- **《关于做好医保基金预付工作的通知》 (11月)**
将“预付金”作为“赋能金”, 让定点医疗机构缓解医疗费用垫支压力
- **《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》 (11月)**
- **中央经济工作会议要求提高城乡居民基础养老金, 提高城乡居民医保财政补助标准 (12月)**



医药

创新支持

- **《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》 (2月)**
坚持药品价格由市场决定; 提高新药挂网效率, 一省定价挂网, 全国同步
- **《全链条支持创新药发展实施方案》 (7月)**
统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策, 优化审评审批和医疗机构考核机制, 合力助推创新药突破发展

1.2 医保预付金制度有助于缓解医疗机构垫支压力

- 根据通知规定的拨付条件，按2023年31个省级行政区医保基金情况，所有地区均满足职工医保基金预付条件，15个省级行政区满足居民医保基金预付条件，覆盖范围较广。预付规模在1个月左右，有助于改善医疗机构现金流，加快对上游企业回款。

2023年各省级行政区医保基金情况 (单位: 亿元, %)

省/市	医保基金累计结余		医保基金收入		医保基金支出		2023结余YoY		2023收入YoY		2023支出YoY		2023可支付月份		2023年当期结余	
	职工	居民	职工	居民	职工	居民	职工	居民	职工	居民	职工	居民	职工	居民	职工	居民
贵州	498	349	305	378	252	346	12%	10%	6%	4%	14%	10%	24	12	53	32
北京	3016	80	1947	116	1139	112	37%	5%	11%	1%	-2%	13%	32	9	808	4
天津	596	66	480	59	347	71	29%	-16%	13%	6%	4%	2%	21	11	133	-13
河北	1401	349	713	556	560	563	12%	-3%	7%	1%	15%	11%	30	7	154	-7
山西	668	229	410	253	329	222	14%	16%	16%	6%	20%	9%	24	12	81	31
内蒙古	620	154	357	172	318	175	7%	-2%	5%	0%	34%	34%	23	11	39	-3
辽宁	820	185	725	206	667	234	8%	-13%	11%	-2%	17%	17%	15	9	58	-28
吉林	475	144	268	177	242	165	6%	9%	20%	18%	29%	13%	24	10	26	12
黑龙江	651	202	404	201	400	220	1%	-9%	4%	0%	21%	28%	20	11	4	-19
上海	5463	19	2213	104	1256	118	21%	-43%	29%	3%	15%	25%	52	2	957	-14
江苏	2833	260	1874	582	1789	604	3%	-8%	6%	5%	31%	10%	19	5	85	-22
浙江	3384	284	1747	508	1434	517	10%	-3%	5%	2%	20%	11%	28	7	313	-9
安徽	939	267	549	538	391	534	20%	2%	18%	7%	24%	12%	29	6	158	4
福建	1101	126	577	291	447	295	13%	-3%	15%	0%	17%	9%	30	5	130	-4
江西	537	328	322	397	279	411	9%	-4%	8%	-1%	19%	15%	23	10	43	-14
山东	1762	420	1406	733	1260	749	9%	-4%	1%	4%	13%	8%	17	7	146	-16
河南	1081	387	700	879	613	842	9%	11%	11%	7%	23%	6%	21	6	87	38
湖北	1056	323	764	443	634	436	14%	2%	11%	5%	24%	11%	20	9	129	6
湖南	1044	391	591	543	452	507	15%	10%	10%	1%	13%	7%	28	9	138	36
广东	4704	879	2464	734	1716	707	19%	6%	12%	5%	2%	10%	33	15	748	28
广西	633	432	389	475	345	450	7%	6%	6%	13%	19%	9%	22	12	43	25
海南	329	63	160	70	96	76	24%	-8%	16%	7%	10%	29%	41	10	63	-6
重庆	665	173	484	249	382	249	18%	0%	5%	1%	11%	2%	21	8	102	0
四川	2413	549	1171	647	858	634	15%	2%	8%	3%	17%	7%	34	10	312	13
云南	770	297	399	414	321	383	11%	11%	1%	7%	1%	6%	29	9	78	31
西藏	244	33	76	32	46	27	14%	19%	16%	28%	68%	61%	64	15	31	5
陕西	908	199	547	302	448	324	12%	-10%	8%	4%	47%	39%	24	7	100	-22
甘肃	349	186	220	217	189	203	10%	8%	11%	6%	42%	36%	22	11	31	13
青海	239	59	112	47	78	45	17%	3%	9%	-1%	17%	25%	37	16	34	1
宁夏	238	58	108	56	68	45	20%	22%	-7%	8%	18%	9%	42	16	40	11
新疆	847	170	451	189	397	191	7%	-1%	11%	15%	37%	32%	26	11	54	-2

注：共31个省级行政区，不包含2个特别行政区及台湾省；黄色填充为满足可支付月份标准的地区，红色填充为结余栏的当期赤字地区

1.3 国家医保支出端压力主要来自居民医保

■ 医保支出端：居民医保参保人员住院产生的医疗费用是医保支出主要部分

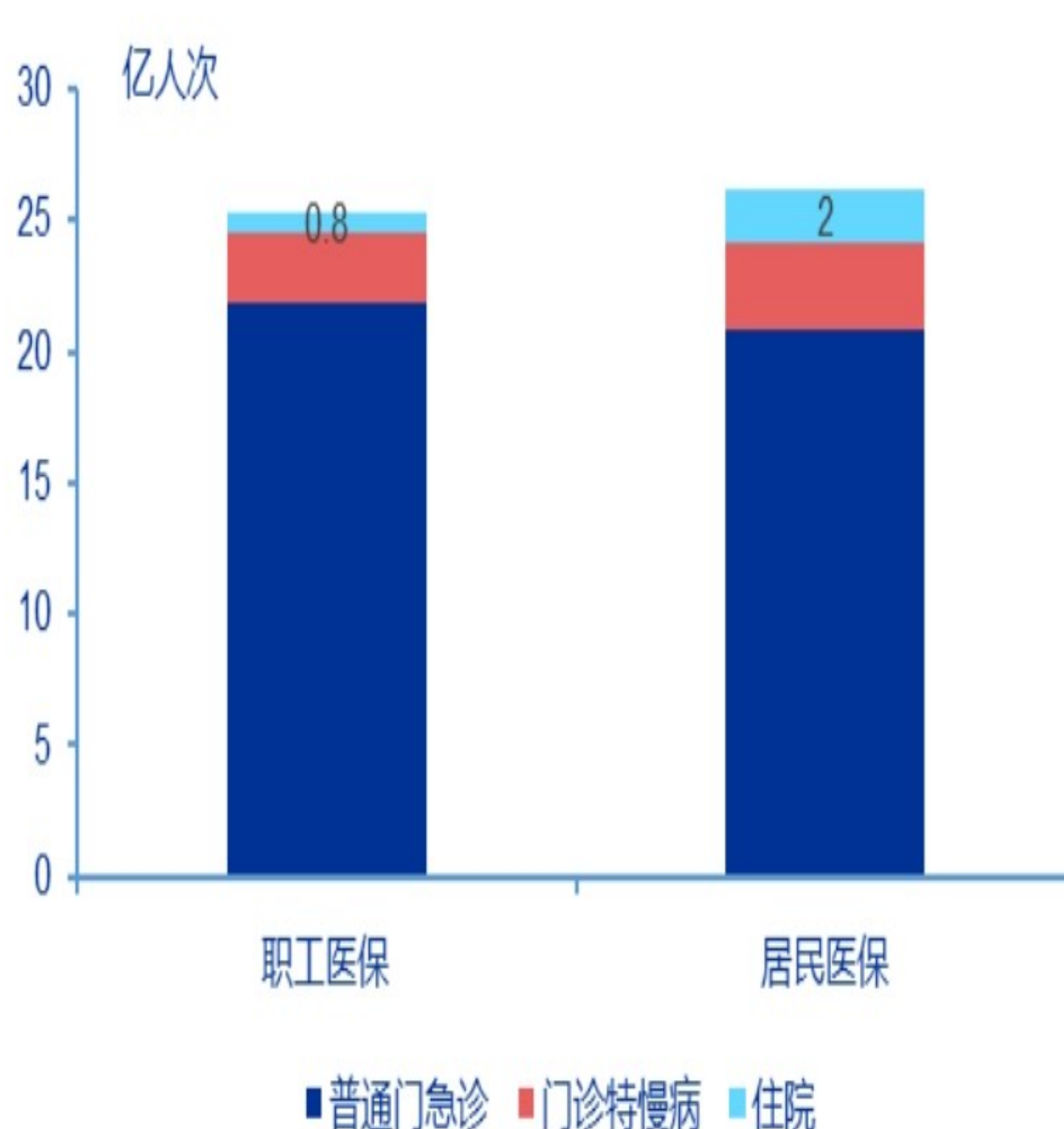
- 医保支出端来看，住院是医疗费主要的支出场景。对于职工医保，2022年住院医疗支出占总医疗费支出的58%，其中有63%是由退休人员贡献。对于居民医保，住院医疗支出占比远高于职工医保，2022年占比达到80%，绝对金额上与职工医保的总医疗支出相当。
- 诊疗人次上，分职工医保和居民医保来看，二者在普通门急诊以及门诊特慢病端差别不大。但住院端，2023年职工医保参保人员住院0.8亿人次，次均住院费用为1.22万元，合计花费9752亿元；2023年居民医保参保人员住院2亿人次，是职工医保的2倍以上，次均住院费用为7674元，合计花费15,289亿元，是职工医保的1.6倍。

■ 2024年中央经济工作会议指出要适当提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准。

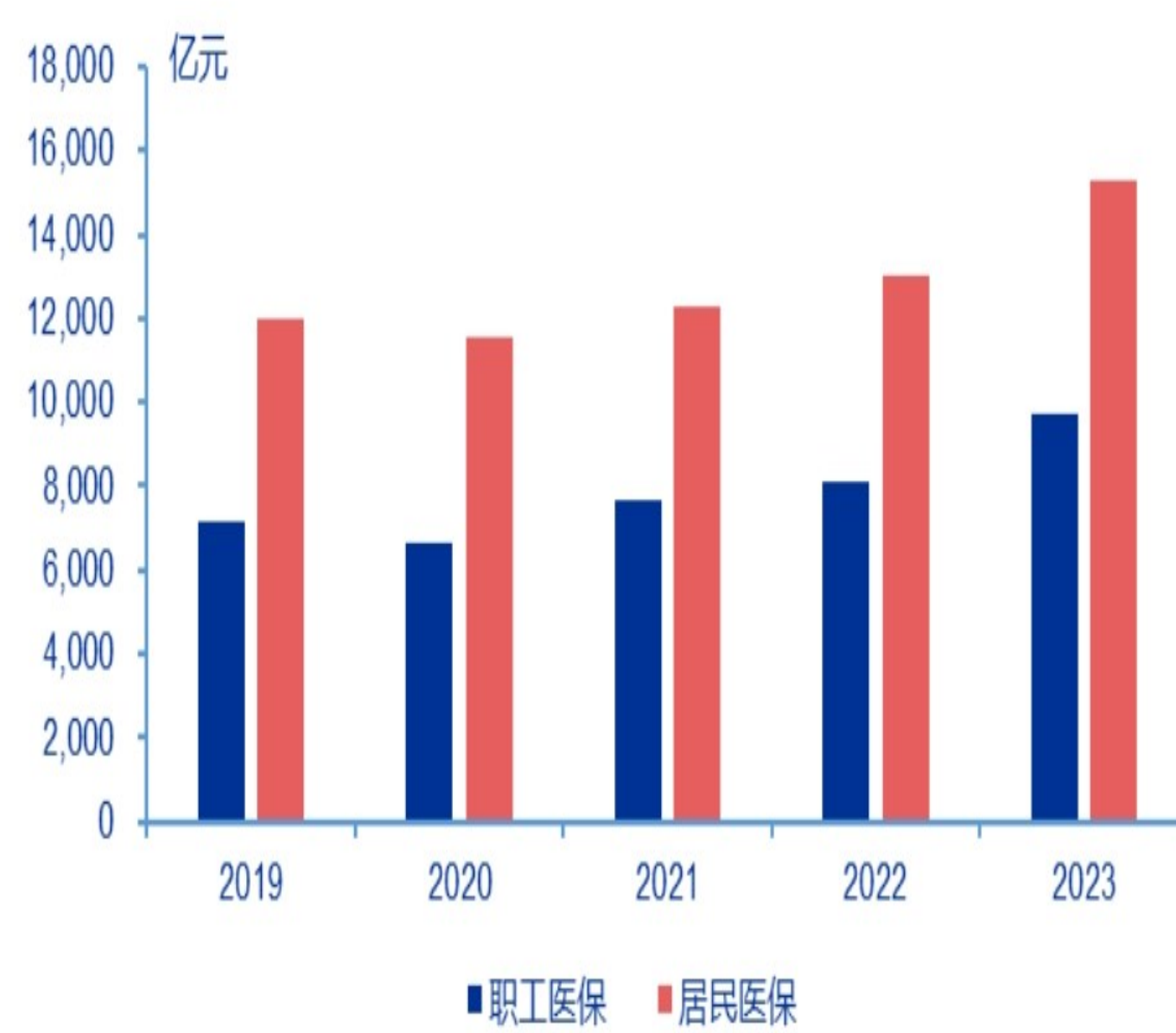
2022年职工&居民医保医疗费用情况（含自付自费）

单位：亿元	职工医保	占比	居民医保	占比
普通门（急）诊医疗费	4,039	29%	1,737	11%
其中：退休人员	1,653	12%		
门诊特慢病	1,772	13%	1,531	9%
其中：退休人员	1,168	8%		
住院医疗	8,087	58%	12,998	80%
其中：退休人员	5,091	37%		
总医疗支出	13,898		16,266	

2023年职工医保和居民医保诊疗人次



职工医保和居民医保住院费用情况（含自付自费）



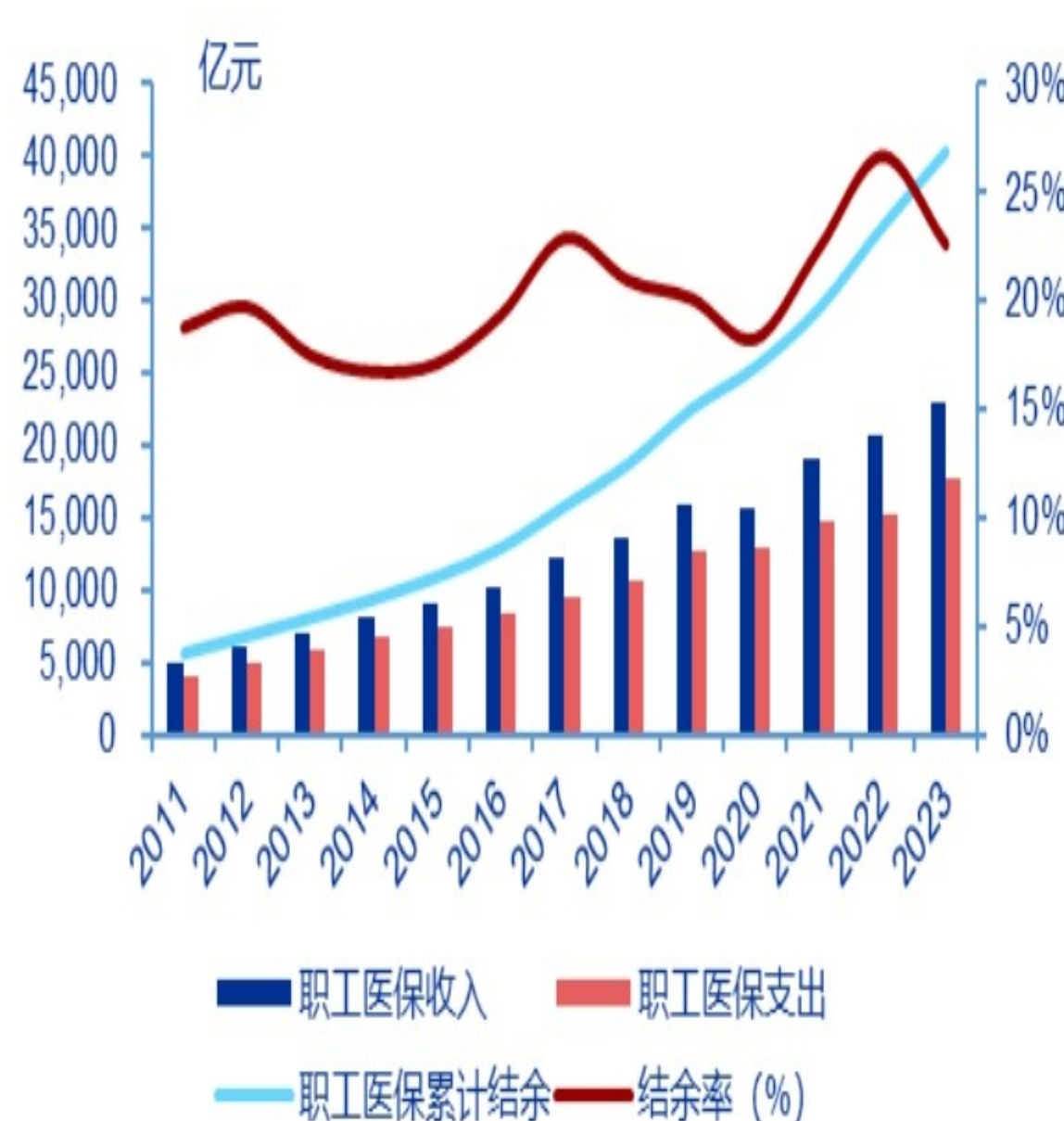
注：住院费用通过次均费用*住院人次计算而得

1.4 化债政策有助于缓解居民医保的筹资压力

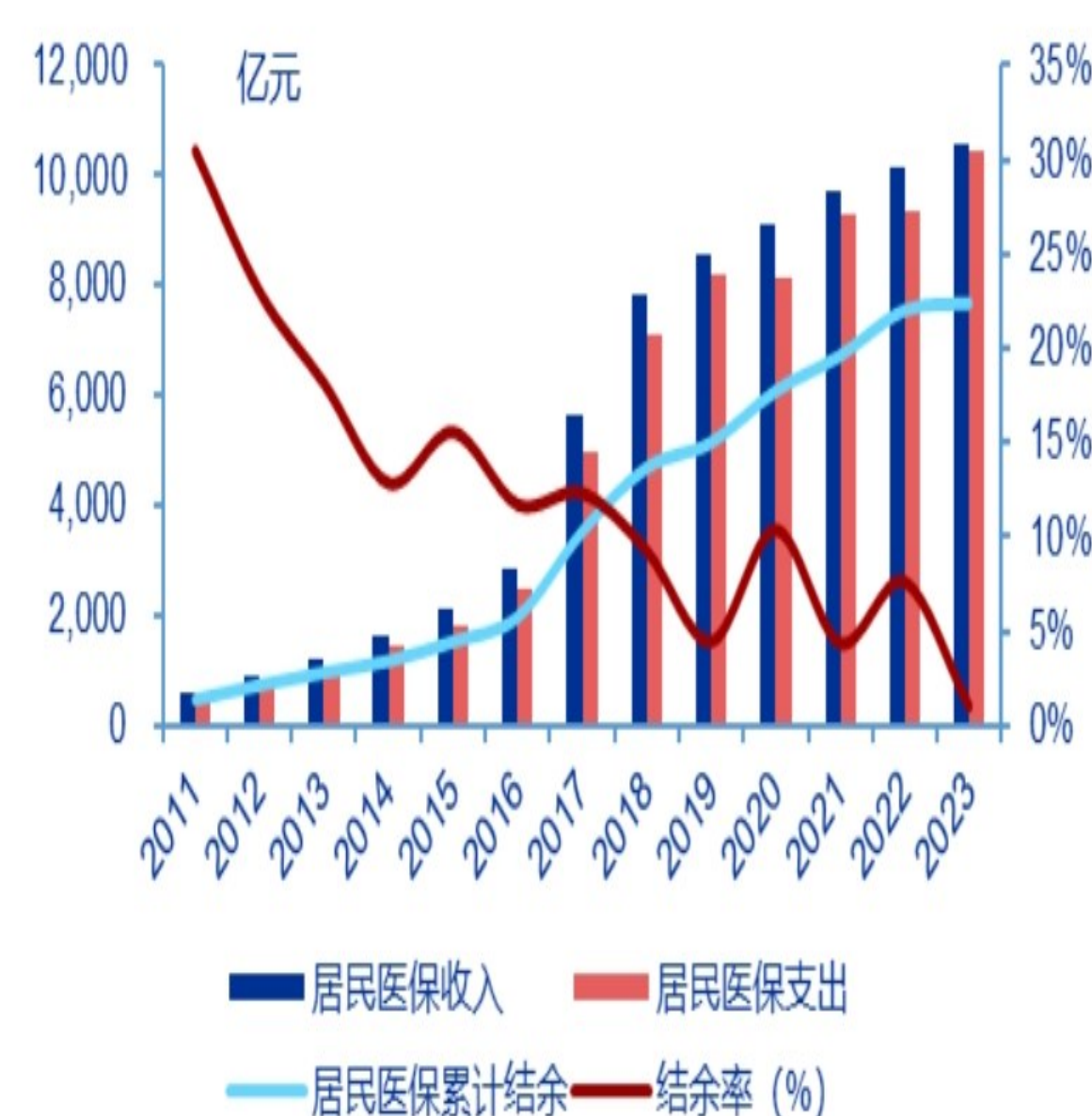
■ 医保结余：居民医保长期处于收支紧平衡，且高度依赖于政府补助

- 职工医保长期以20%的当期结余率平稳运行，累计结余在2023年达到了40,270亿元，2011-2023年CAGR为17.7%。累计结余对应可支付月数也从2011年的17个月，增加至2023年27个月。有望在较长时间维度内维持平稳运行。
- 居民医保则长期处于收支紧平衡状态，**当期结余率在2023年仅1.1%。累计结余增速逐渐放缓，2023年增速为1.7%**，近5年的累计结余对应可支付月数均不足12个月，**2023年为8.8个月**。从资金来源看，**财政补助是维持居民医保运行的重要因素，2022年居民医保收入中财政补助占比为62.7%**，且该比例长期维持在60%以上。但财政补助增速在疫情后明显下降，2020-2022年同比增速分别为4%、6%、1%。**化债政策出台后，有望通过缓解地方财政压力，从而缓解居民医保压力筹资压力。**

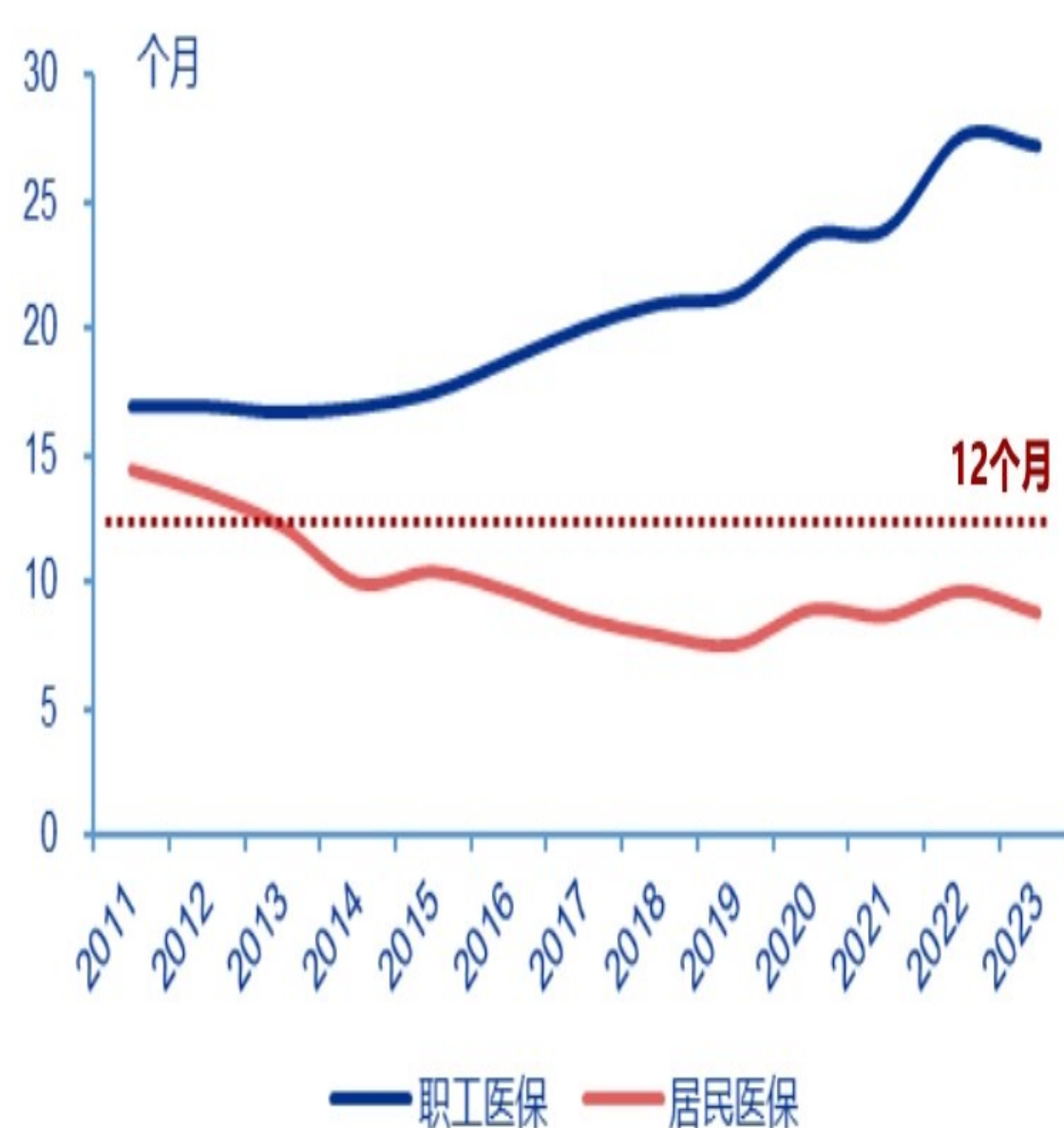
职工医保收支情况 (2011-2023)



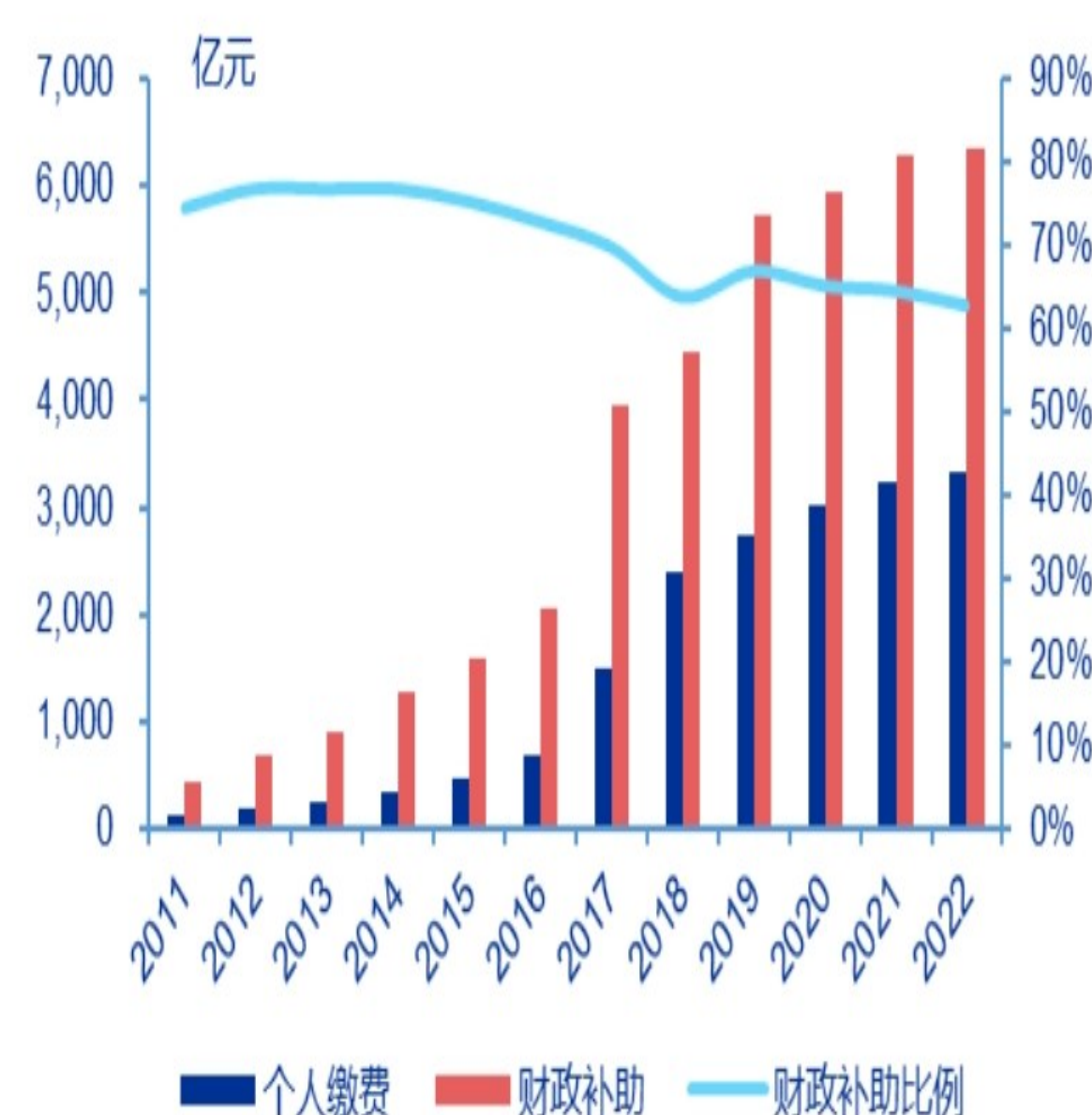
居民医保收支情况 (2011-2023)



职工&居民医保累计结余可支付月数 (2011-2023)



居民医保收入来源 (2011-2022)



1.5 商业健康险是多层次医疗保障体系的重要组成部分

- 2020年中共中央、国务院发布的《关于深化医疗保障制度改革的意见》明确了我国多层次医疗保障体系的发展目标，其中商保是补充医疗保险端重点来源。2024年11月医保局召开的医保平台数据赋能商业健康保险发展座谈会，明确提出要进行医保商保数据共享，加快商保发展。
- 现存问题：基本医保一家独大，政府财政压力大，居民医保端长期处于收支紧平衡状态；医疗救助基金来源有限；补充保险发展滞后，尤其是以社会性力量为支撑的**商业健康险缺口大，2023年支出仅是基本医保支出的13.6%**。
- 基本医疗保障遇到的问题：在9月召开的“推动高质量发展”系列主题新闻发布会上，医保局局长章轲表示：**基本医保筹资有限，对高价药无法覆盖；基本医保制度相对统一，与各地经济发展差异性、疾病谱差异性存在矛盾；基本医保规则、目录相对稳定，新药、新技术很难及时纳入目录。**

多层次医疗保障制度体系



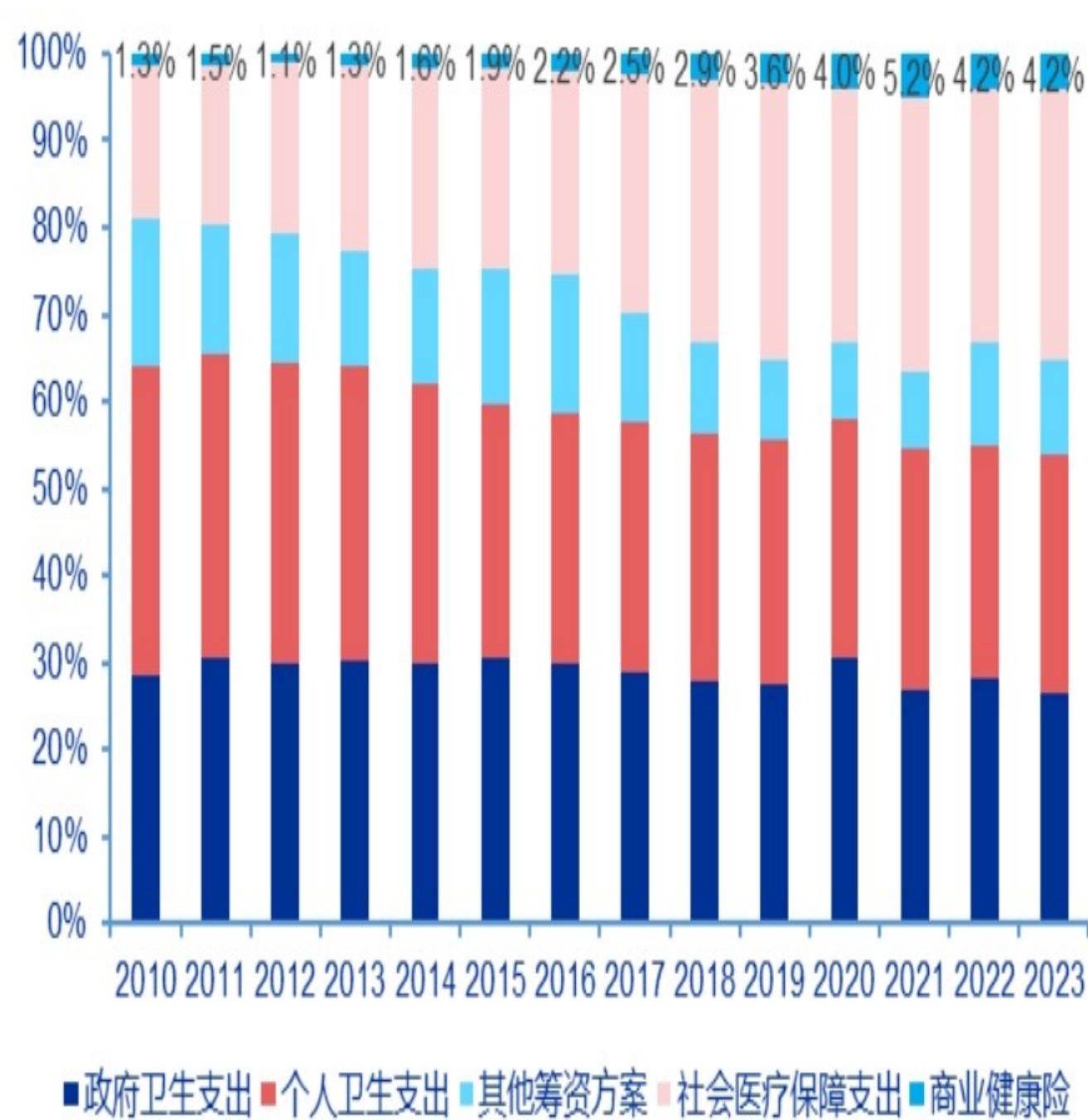
近期商业健康保险相关政策

时间	政策文件	发文单位	相关内容
2020年1月	《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》	原银保监会	要求完善健康保险产品和服务， 力争到2025年，商业健康保险市场规模超过2万亿元
2020年2月	《关于深化医疗保障制度改革的意见》	中共中央、国务院	到2030年，全面建成以 基本医疗保险为主体，医疗救助为托底，补充医疗保险、商业健康保险、慈善捐赠、医疗互助共同发展的 医疗保障制度体系
2023年7月	《上海市进一步完善多元支付机制支持创新药械发展的若干措施》	上海市医保局	促进商业健康保险发展， 对创新药械形成多方共担支付机制
2024年8月1日	《关于健全基本医疗保险参保长效机制的指导意见》	国务院办公厅	医保部门会同有关部门推动基本医保与商业保险协同发展，加强多层次医疗保障衔接
2024年10月	《关于大力发展商业保险年金有关事项的通知》	金融监管总局	为深入贯彻中央金融工作会议关于做好养老金融大文章的决策部署，发布通知以推动保险公司加快补齐第三支柱养老短板
2024年11月7日	国家医保局召开医保平台数据赋能商业健康保险发展座谈会	国家医保局	积极赋能商保加快发展， 进行医保商保数据共享 ，不断完善“1+3+N”多层次医疗保障体系建设
2024年11月27日	《医保带来的发展新增量》	国家医保局	大力赋能商业保险。商业健康保险是“1+3+N”多层次医疗保障体系的重要组成部分，对于满足广大群众的多层次医疗保障需求具有重要作用

1.6 国内商业健康险整体规模小、赔付率较低，保障水平有待提高

- 我国健康险保障水平仍有待提高：**2010-2023年我国卫生总支出以12%复合增速在攀升，其中政府性支出占比稳定在25%-30%。2023年卫生总支出9.06万亿元，商业健康险赔付支出3831万元，占卫生总支出的4.2%，OECD国家该比例为6.53%，尚有较大提升空间。在赔付比例上，2023年为42%，欧美发达国家普遍在80~85%赔付率的水平（《中国商业健康保险的发展》），因此我国健康险保障水平仍有待提高。
- 商业健康险规模较小，赔付率较低：**商业健康险收入规模在2023年达到9035亿，2010-2023年CAGR为22.1%，复合增速远高于我国总体卫生支出增长。但疫后2021-2023年期间，卫生支出增速仍然有8.6%，商保收入规模增速仅3.4%，反映疫后国内居民对付赔率较低的商保产品消费意愿下行。从保费密度和深度上也能看出，2021-2023年保费密度增长明显放缓，2020年从2010年的50.52元/人，快速提升至578.75元/人，但2023年也仅达到640.90元/人；保费深度上，2020年为0.81%，2021-2023年持续下滑，2023年为0.72%。

我国卫生支出结构 (2010-2023)



注：社会卫生支出包括社会医疗保障支出、商业健康保险费、社会办医支出、社会捐赠援助、行政事业性收费收入等。图中进行再次拆分。

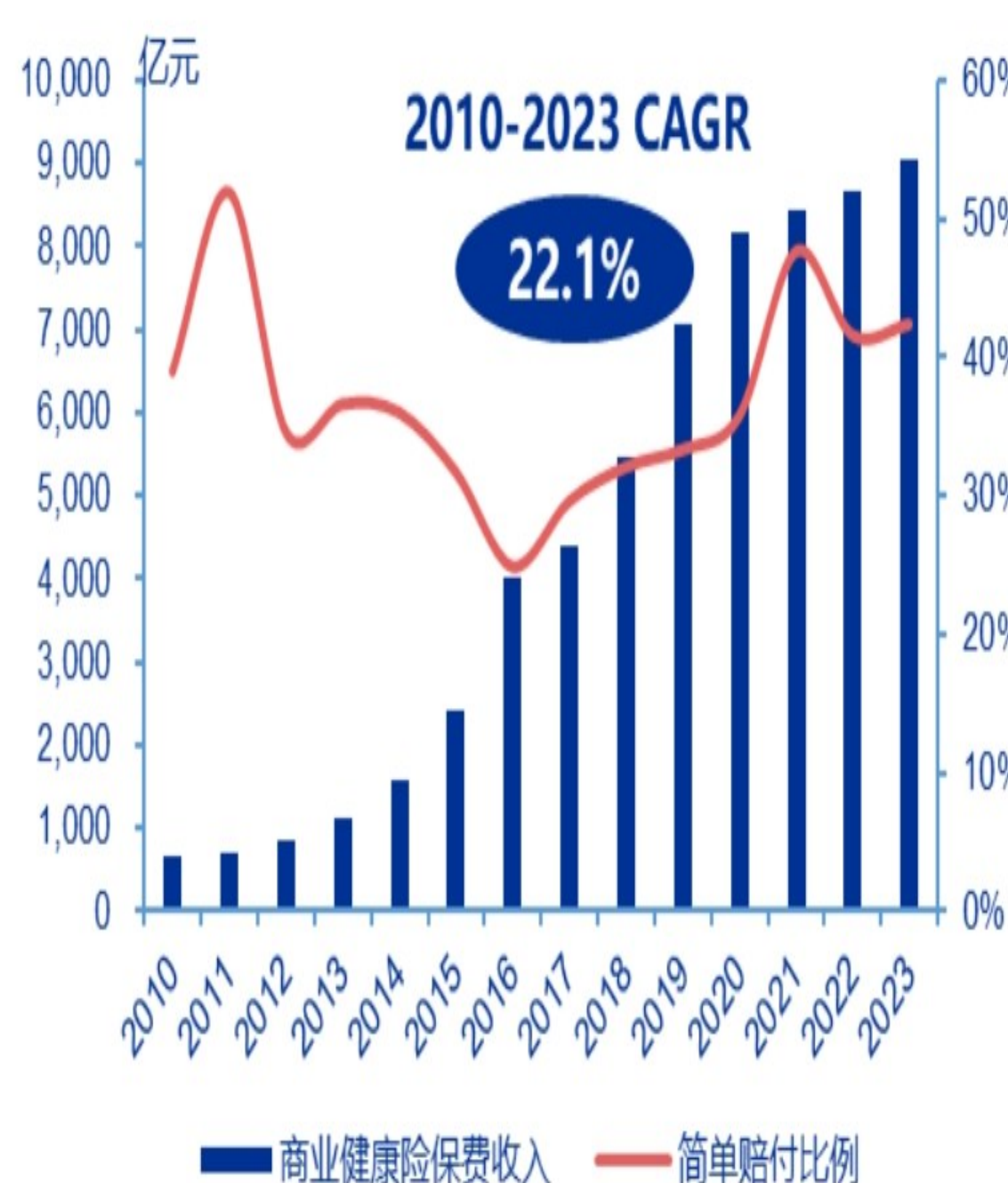
2010-2023 CAGR



卫生总费用

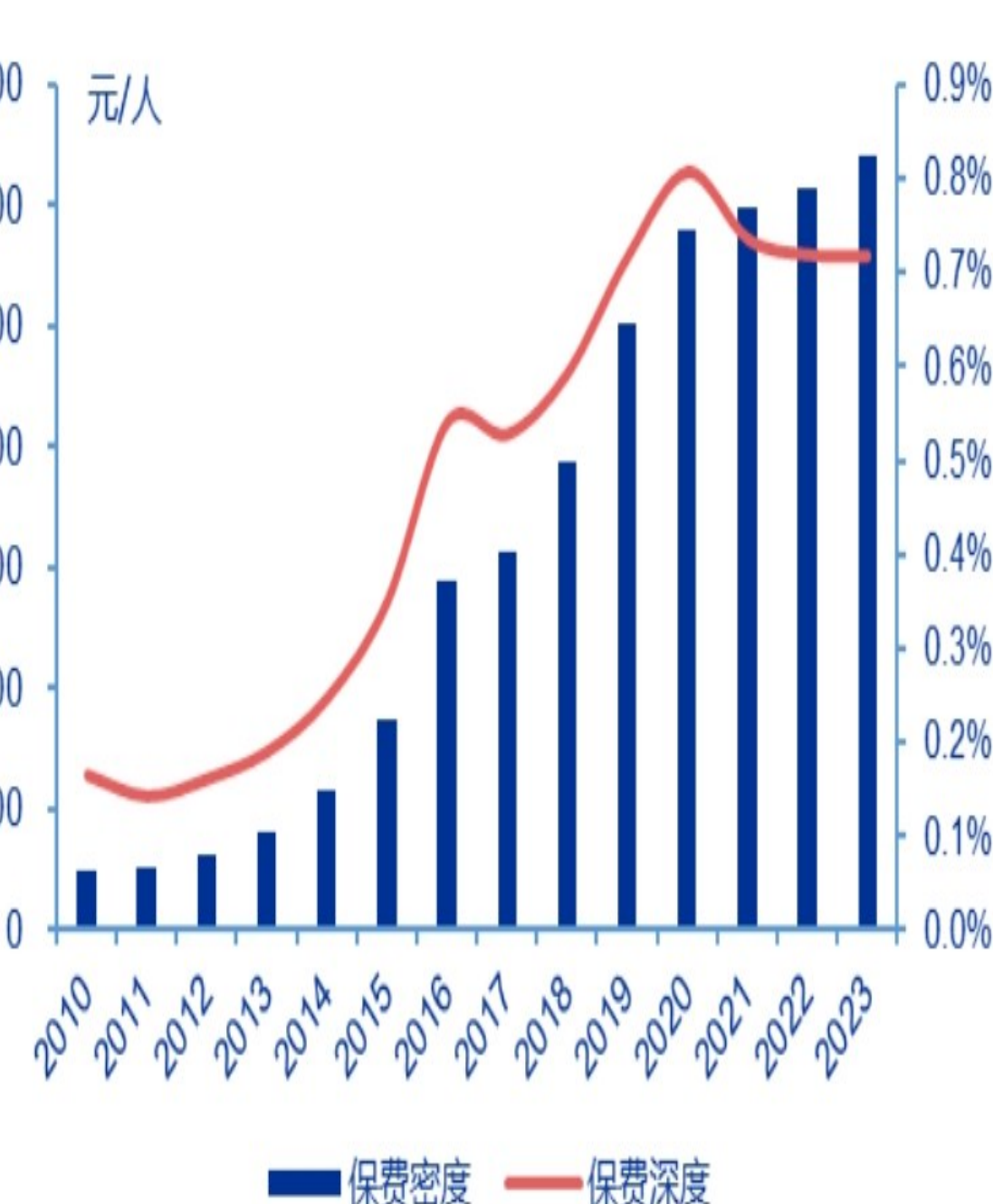
12%

我国商保收入及赔付情况 (2010-2023)



注：保险密度是指按当地人口计算的人均保险费额；保险深度是指保费收入占据GDP的比例

我国商保密度和深度情况 (2010-2023)



1.7 全国医保工作会议要求探索形成丙类目录

- 12月14日，全国医疗保障工作会议在北京召开，总结2024年医保工作，部署2025年工作。会议指出，2025年要大力推进医保改革，其中第五条为**“强化医保战略购买，赋能医药产业创新发展”**。
- **会议中明确：**在坚持基本医保“保基本”的前提下，将更多新药好药纳入医保目录，真支持创新、支持真创新。探索创新药的多元支付机制，**支持引导普惠型商业健康保险及时将创新药品纳入报销范围，研究探索形成丙类药品目录，并逐步扩大至其他符合条件的商业健康保险。**引导商业保险公司将健康险资金的一部分通过规范途径，加大对创新药械研发生产的投入。医保部门将探索在数据共享、个账使用、费用结算和打击欺诈骗保等方面，与投资真金白银支持创新药械的商保公司进行更高水平合作。
- **我们认为，该条与近期出台的多项支持商保发展举措一致，明年将是商保起航、支付端扩容的关键年度。在推动商保发展的方式上，包括医保局与商保公司进行数据共享、形成丙类药品目录等形式。目前我国生物医药行业尚面临着研发型创新药企融资难，上市后的创新药定价偏低以及医院采购不积极等问题。我们预计商保发展起来后，一是解决创新药上市后的支付问题，提高创新药的可及性和渗透率，提高创新药回报率和缩短成本回收周期；二是依托商保的发展，尤其是丙类目录的制定，有望根据创新水平形成分层支付，形成基本医保广覆盖保基本，商保支持居民高端且多样化的需求，有利于打开具备国际一流创新水平的创新药械的价格天花板。三是引导商保公司加大对创新药械研发生产的投入，解决融资难的问题。我国创新药械在商保发展推动下将得到大力发展。**

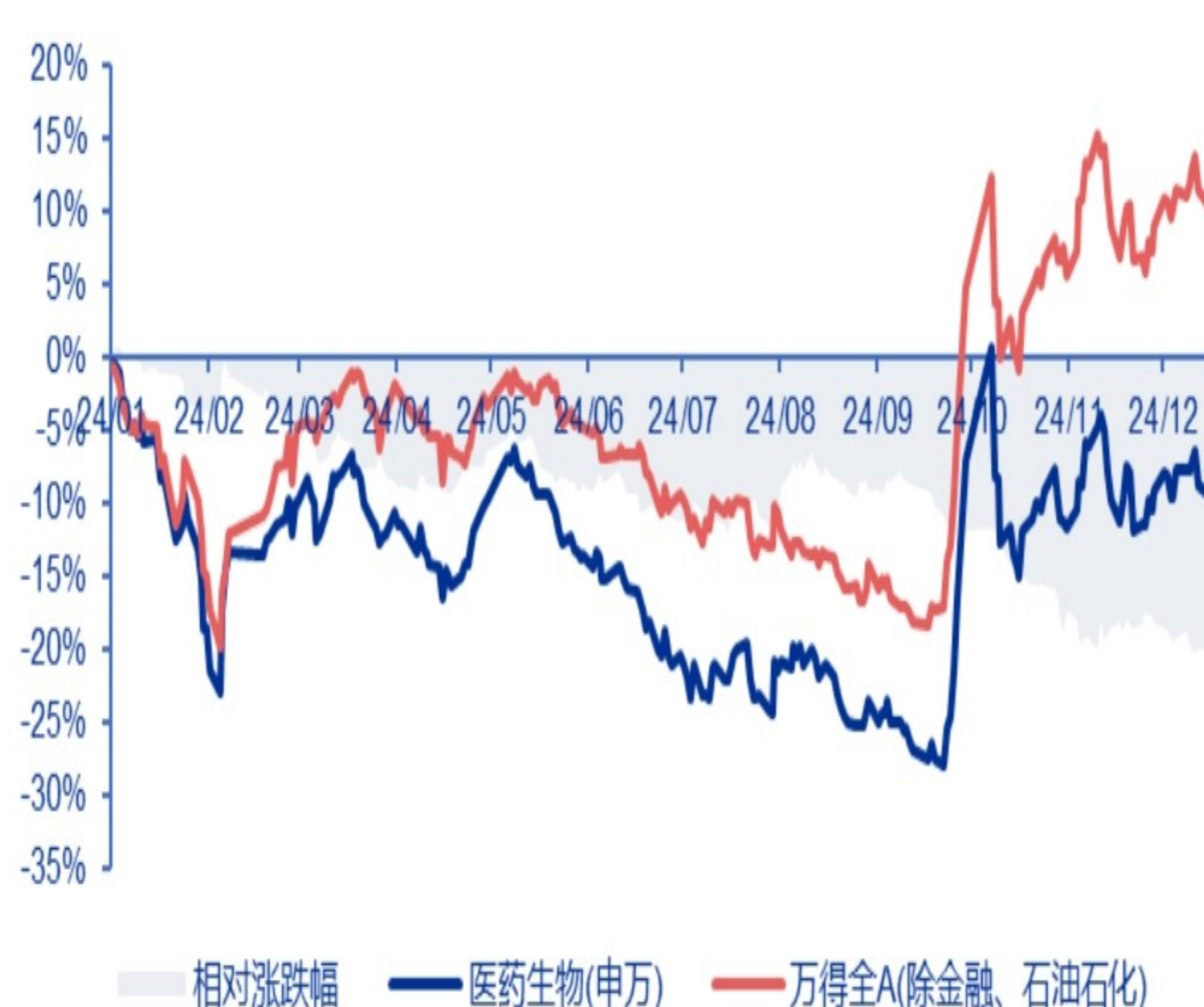
主要内容

1. 行业政策边际改善，支付端释放积极信号
2. 2024年医药板块行情复盘及行业运行情况
3. 创新药：支付端新增量支撑板块持续高增长
4. 医疗设备：期待内需复苏及结构调整
5. 民营医院：期待业绩反转
6. 线下药店：关注产能去化中的头部效应
7. 投资分析意见及风险提示

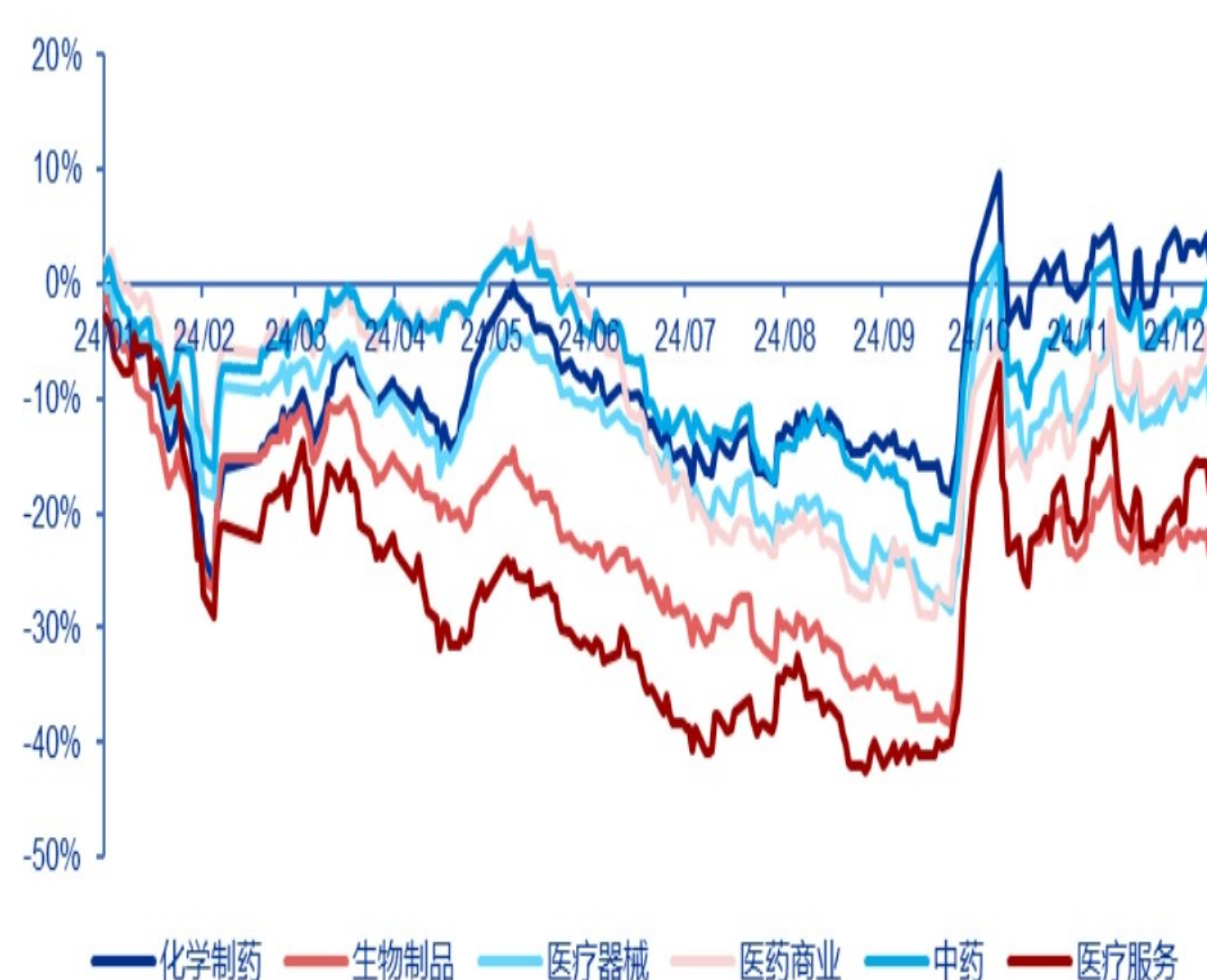
2.1 行情回顾：2024年医药板块表现不佳

- 截止至12/16，医药生物（申万）指数年初至今累计涨跌幅为-9.4%，同期万得全A（除金融石油石化）涨跌幅为+10.4%，相对大盘涨跌幅为-19.9%，在申万一级行业中排名第31。
- 从二级行业行情表现来看，年初至今涨跌幅排名分别为：化学制药（+1.1%）>中药（-2.8%）>医药商业（-5.6%）>医疗器械（-10.7%）>医疗服务（-18.5%）>生物制品（-24.2%）。
 - 医疗服务跌幅较大主要是由于美国《生物安全法案》事件影响导致CXO板块上半年出现较大震荡。
 - 生物制品表现不佳主要是受疫苗板块影响。
 - 化学制药板块涨幅靠前，主要受益于创新药、原料药板块的良好表现。

年初至今医药及大盘涨跌幅对比



年初至今医药二级板块涨跌幅对比



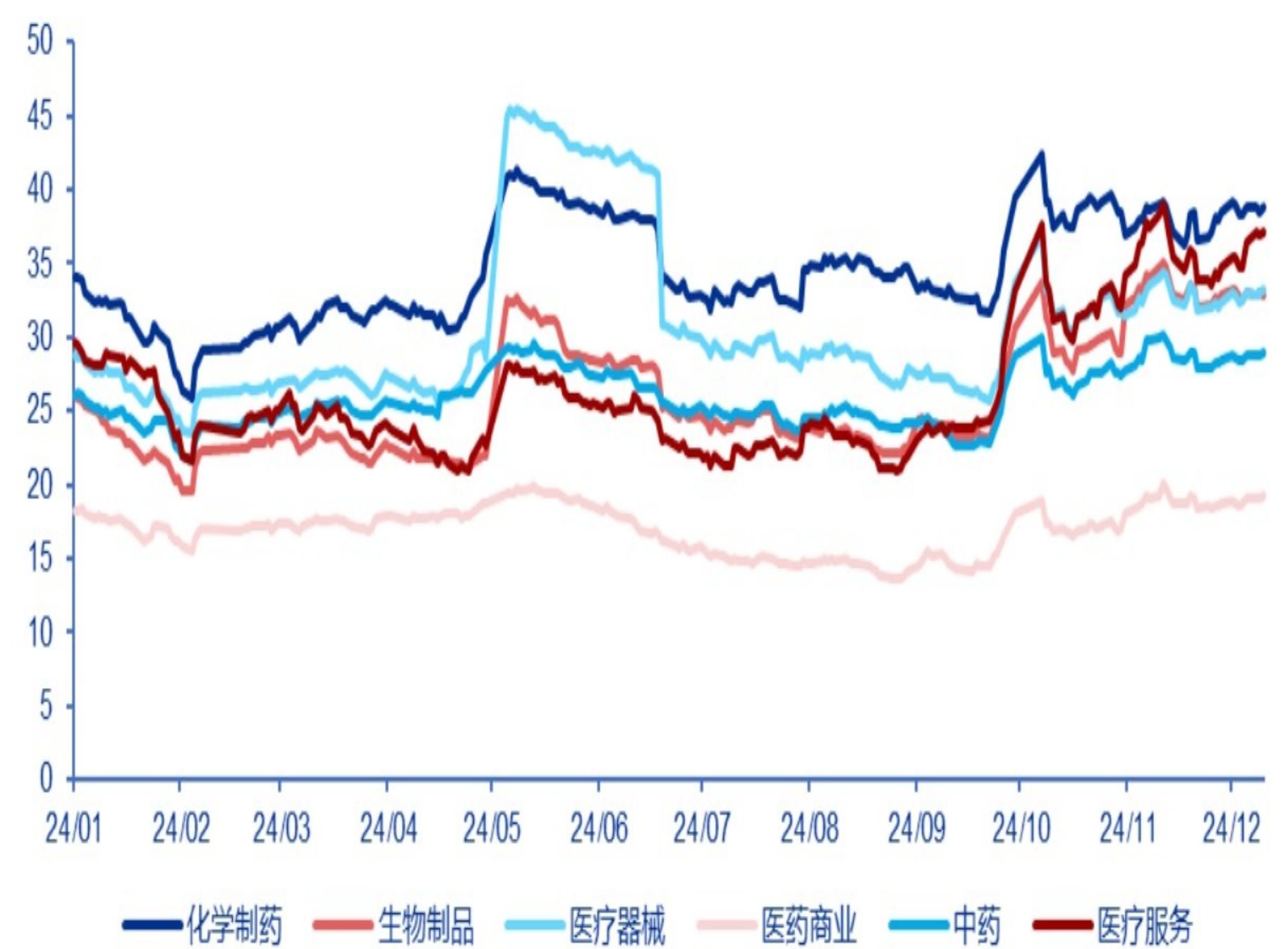
2.2 估值情况：板块估值略有提升

- 估值水平上，医药生物PE(TTM)由年初的28.3x提升至12/16的32.5x，同期万得全A（除金融石油石化）的PE(TTM)年初至12/16由26.8x提升至30.9x。4月末开始医药动态市盈率估值开始高于大盘水平。
- 医药生物二级行业的年初至12/16的PE(TTM)估值变化如下：化学制药（34.1x→37.9x）、生物制品（26.0x→32.0x）、医疗器械（28.8x→32.4x）、医药商业（18.2x→19.4x）、中药（26.0x→28.6x）、医疗服务（29.6x→35.7x）。
 - 从估值水平变化来看，医药商业和中药板块估值波动较小，生物制品提升幅度较大，主要由于该板块业绩下降估值被动提升。

近年医药及大盘PE(TTM)估值对比



年初至今医药二级板块PE(TTM)估值变化



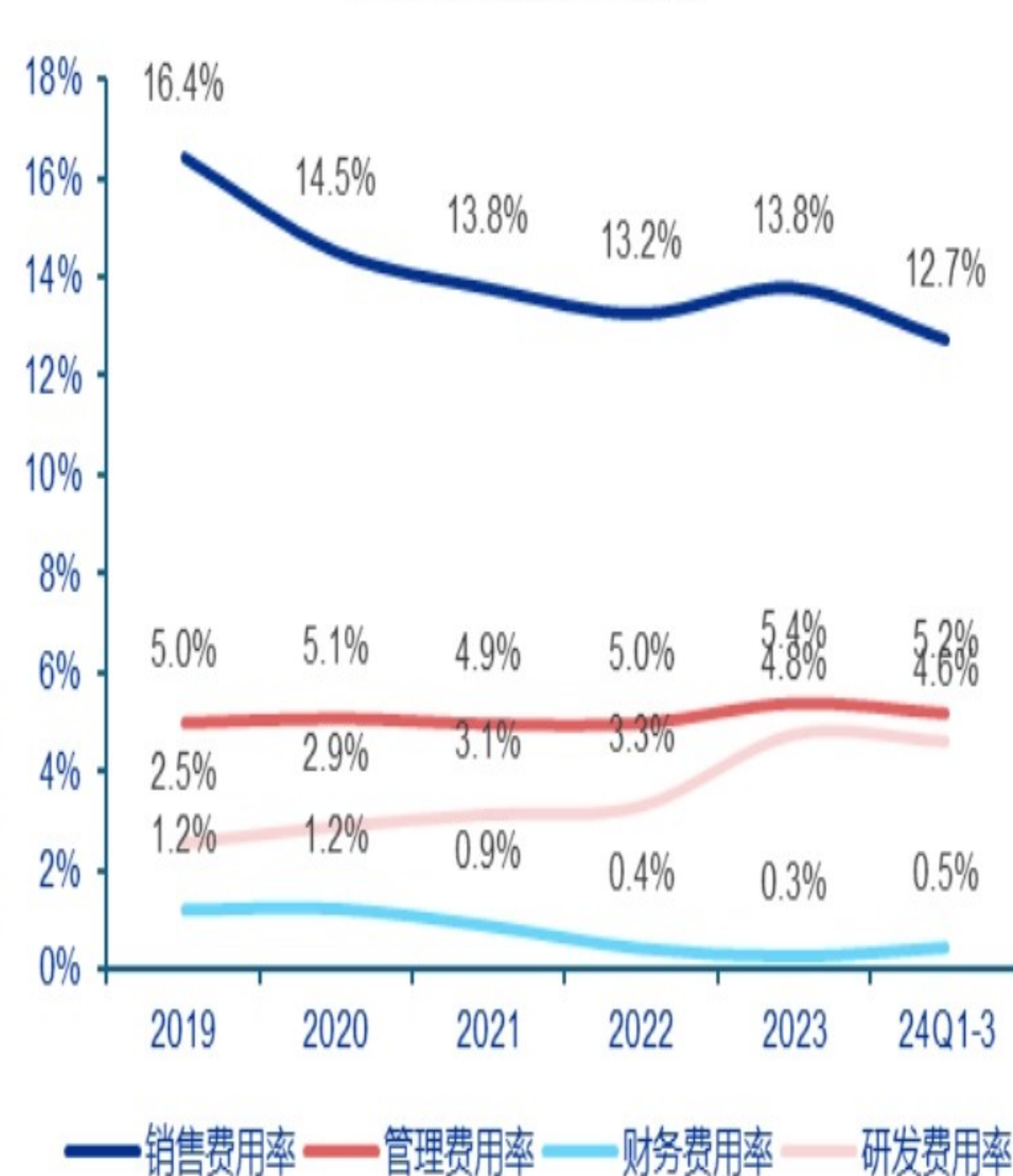
2.3 业绩表现：医药板块收入利润前三季度略有下滑

- 沪深两市医药上市公司24Q1-3实现营收18,384亿元 (yoy-0.5%)，实现归母净利润1,458亿元 (yoy-7.3%)。
 - 医药生物行业仍处于业绩磨底阶段。在医保控费和行业整改的背景下，叠加居民端消费意愿不足及美元贬值对海外收入的影响，板块前三季度整体业绩呈现一定压力。
- 从盈利水平来看，24Q1-3医药生物板块实现毛利率32.2%，相较2023年下降0.9pct。对应24Q1-3实现归母净利率7.9%，相较2023年提升1.6pct。从各项费率表现来看，24Q1-3板块整体销售/管理/财务/研发费用率分别为12.7%/5.2%/0.5%/4.6%，相较2023年分别-1.1/-0.2/+0.2/-0.1pct，整体费用率水平变化不大，销售费用率仍处于缓慢下行中。

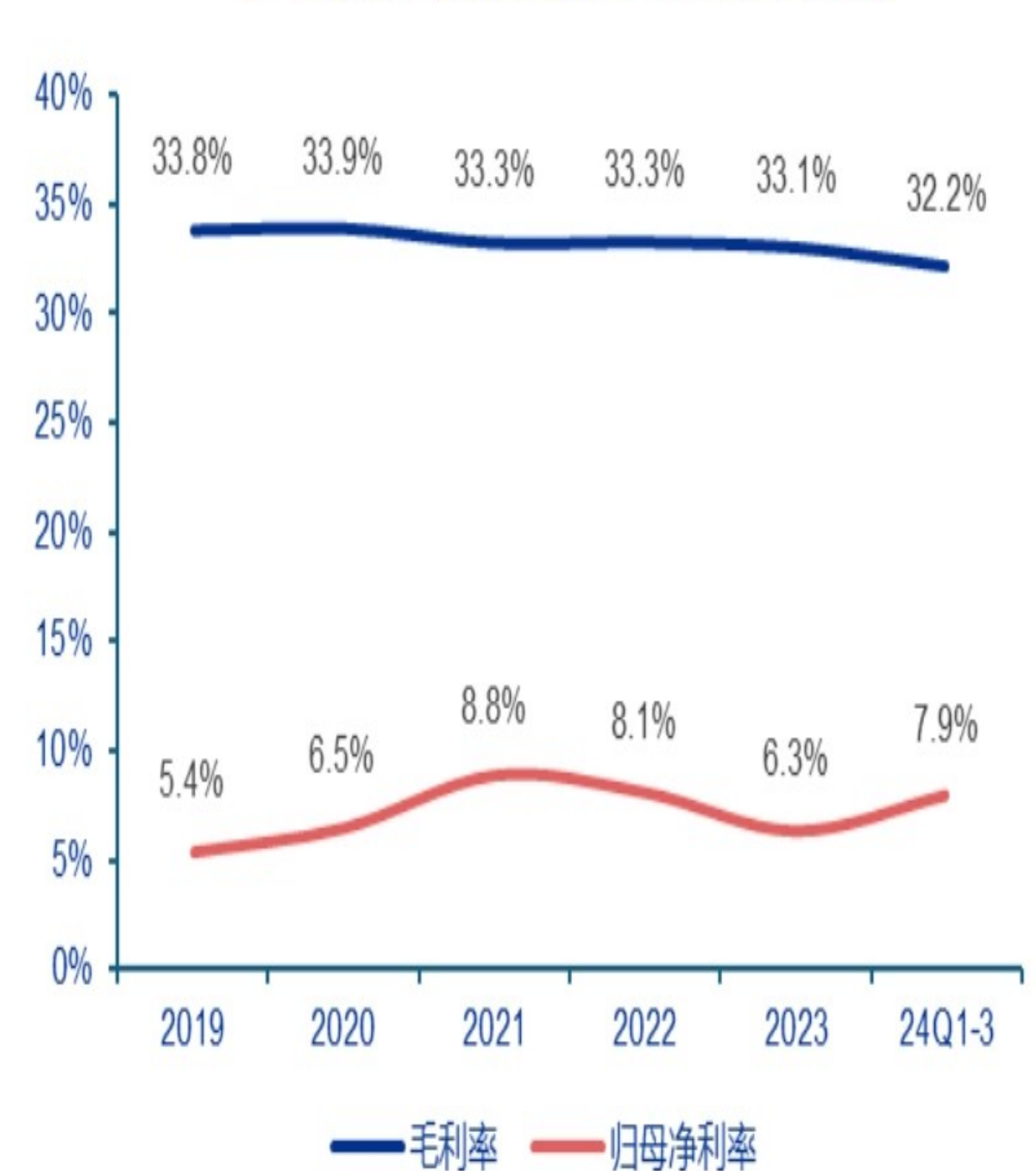
医药板块营收及归母表现



医药板块费率表现



医药板块毛利率和归母净利率表现



2.4 子板块业绩表现：24Q1-3化药、耗材和血制品业绩表现较好

- 板块业绩分化明显：从24Q1-3业绩表现来看，化药、血制品、医疗耗材表现相对较好。1) 化药板块业绩表现较好主要得益于在创新药的快速放量，12家“-U”未盈利企业中有7家在前三季度实现了减亏；2) 耗材板块六成以上公司实现了前三季度归母净利润的增长，反映了院内手术需求恢复及集采后盈利能力修复的正向影响；3) 血制品板块利润端今年以来持续保持增长态势，大部分公司利润实现正增长。

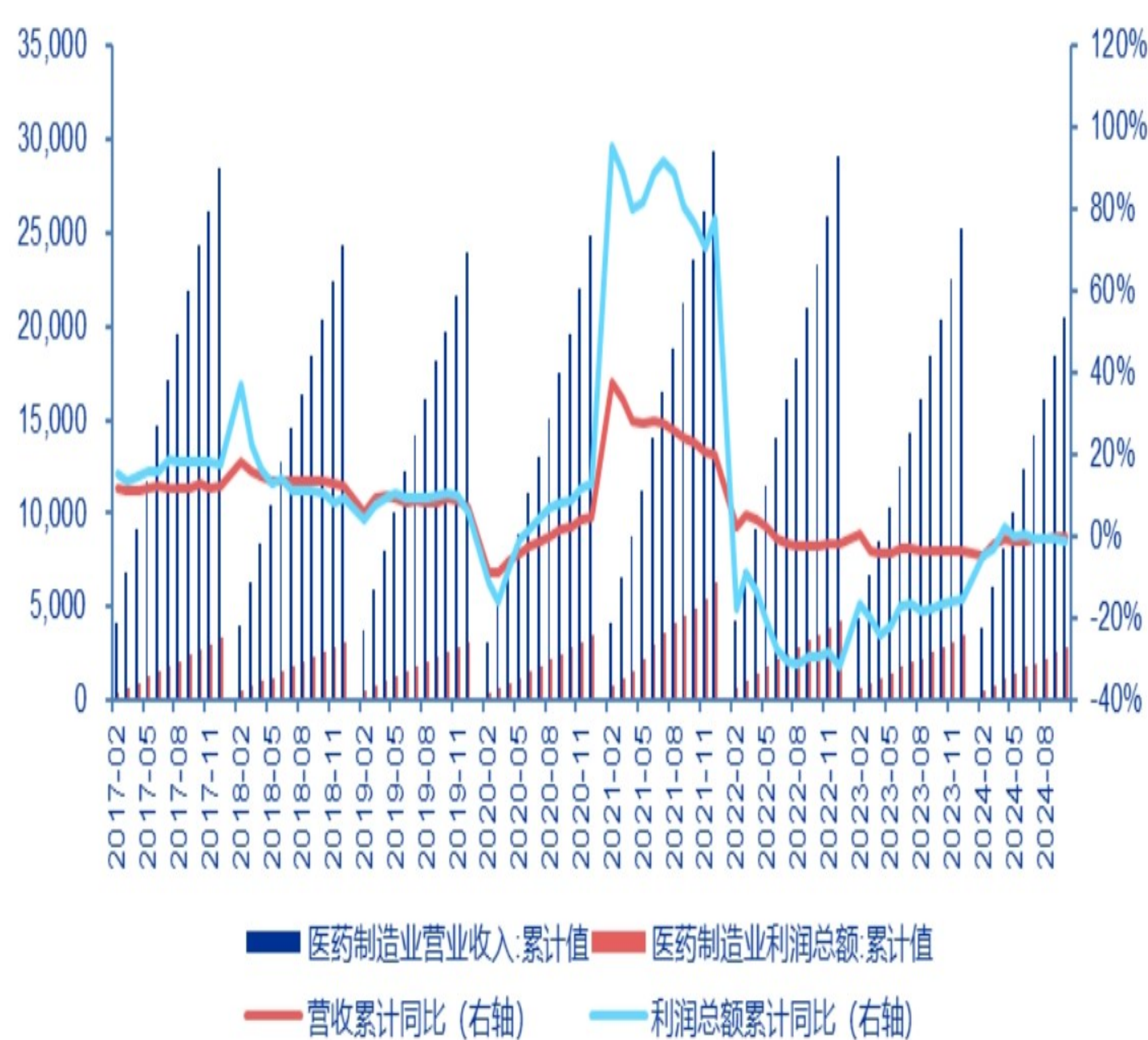
医药三级子行业24Q1-3业绩表现 (单位: 百万元, %)

申万三级行业	24Q3营收	24Q1-3营收	24Q3营收同比	24Q1-3营收同比	24Q3归母	24Q1-3归母	24Q3归母同比	24Q1-3归母同比
化学制剂	108,172	338,216	5.1%	5.7%	6,996	29,566	-12.5%	48.5%
原料药	22,967	71,510	6.9%	3.6%	2,153	6,666	23.1%	-0.6%
血液制品	4,888	15,023	-6.7%	-0.3%	1,304	4,051	4.4%	11.6%
疫苗	13,891	46,005	-46.8%	-31.8%	1,509	5,635	-63.2%	-53.4%
其他生物制品	13,868	38,974	0.5%	4.5%	1,984	4,552	-11.5%	-12.6%
中药Ⅲ	81,571	270,034	-3.2%	-3.1%	7,643	29,866	-10.7%	-9.3%
医疗耗材	21,607	64,057	10.6%	8.2%	2,597	8,750	13.6%	12.7%
体外诊断	10,571	32,289	4.3%	-3.5%	1,976	6,129	10.7%	-11.4%
医疗设备	24,925	81,249	-3.8%	-2.0%	3,705	15,573	-30.6%	-14.7%
线下药店	27,506	85,223	5.4%	7.2%	704	3,234	-37.1%	-22.3%
医药流通	226,155	682,774	4.7%	0.8%	3,458	12,098	-3.2%	-4.6%
医疗研发外包	24,019	66,424	-0.4%	-7.3%	3,704	11,018	-28.2%	-33.7%
诊断服务	6,435	19,846	-11.4%	-9.3%	-134	70	-138.5%	-93.2%
医院	15,722	44,262	-0.3%	1.7%	1,924	4,367	-13.3%	-6.4%
其他医疗服务	559	1,612	4.7%	5.1%	57	126	-5.3%	0.2%
总计	602,856	1,857,497	0.6%	-0.1%	39,581	141,703	-17.2%	-7.2%

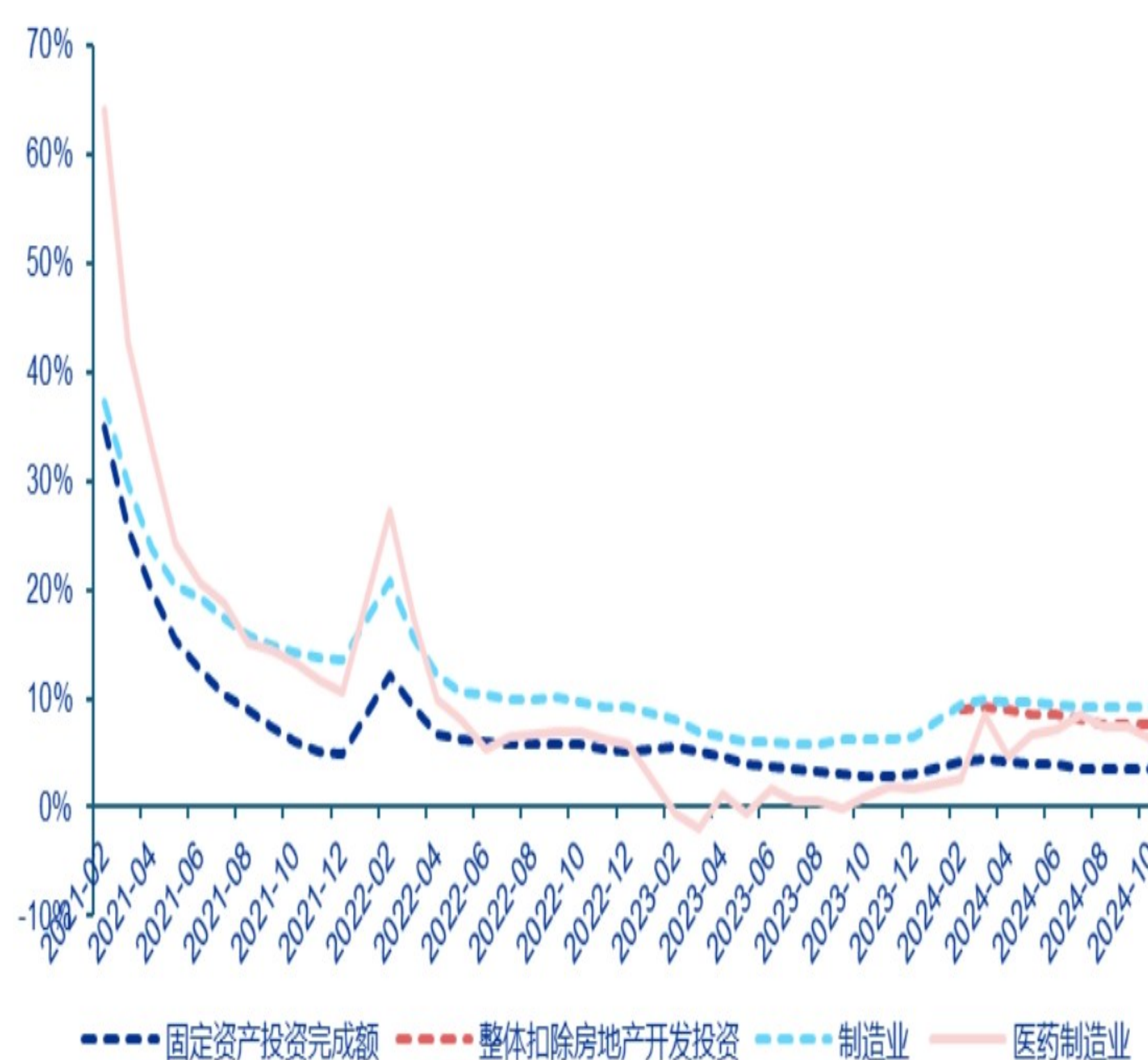
2.5 行业运行：医药制造业规模以上企业营收跟去年基本持平

- 2024年1-10月医药制造业实现累计营收20,409亿元，累计同比增长0.1%，较上月下降0.1pct，实现利润总额2,786亿元，累计同比增长-1.3%，较上月下降0.9pct。相比同期制造业整体营收和利润总额的累计同比增速，分别-1.8pct和+2.9pct。
- 从投资表现上，1-10月医药制造业固定资产投资完成额累计同比增长6.2%，较上月-1.2pct，仍低于制造业整体累计同比增速的9.3%，差距3.1pct，也低于同期全国固定资产投资7.6%的增速水平（扣除房地产开发投资）。
 - 从2022年4月开始，医药制造业固定资产投资增速持续低于制造业整体水平。

医药制造业营收和利润总额增速表现 (单位: 亿元, %)



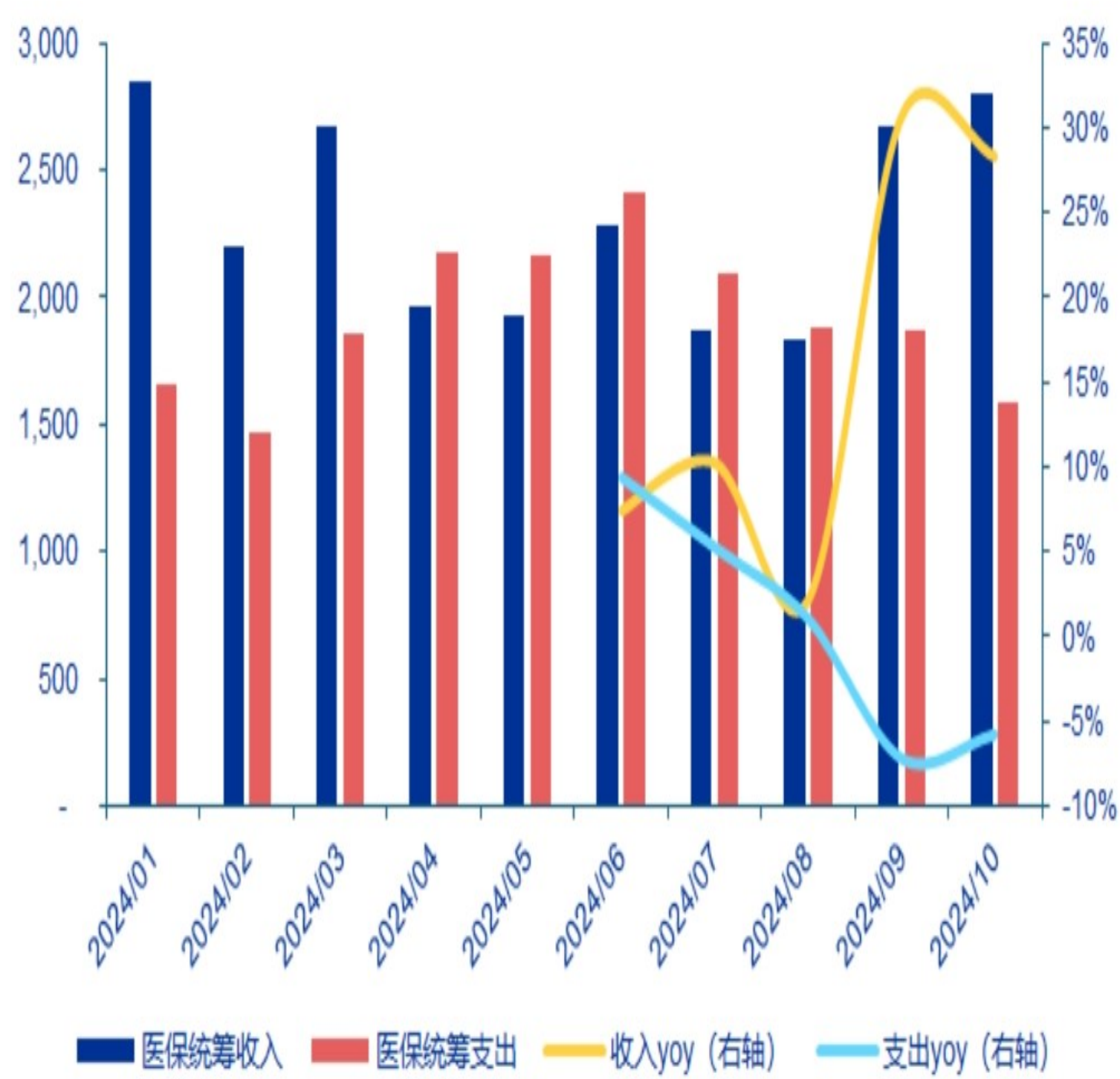
医药制造业固定投资增速表现 (单位: %)



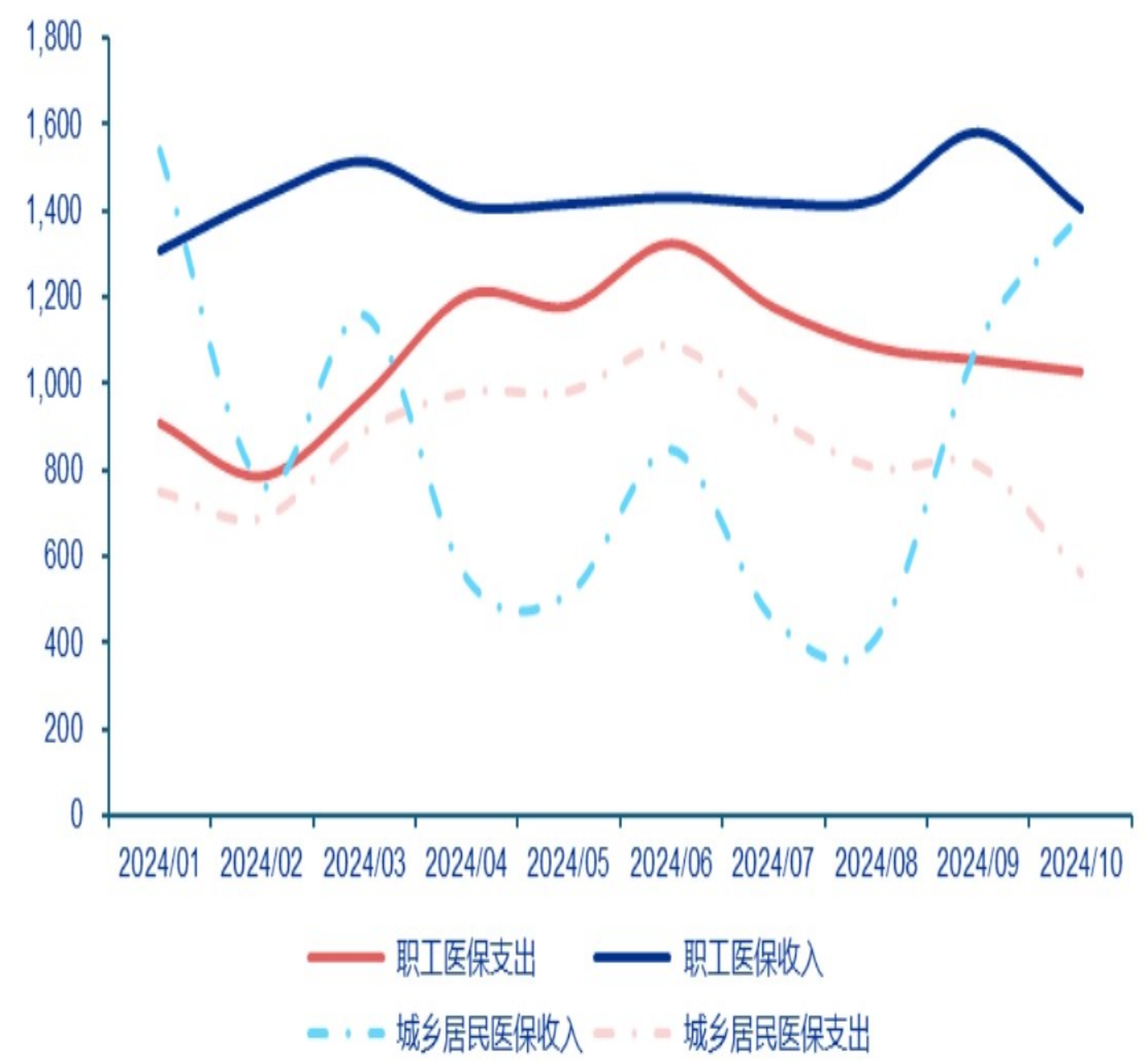
2.6 医保运行：国家医保基金仍保持良性运行，节余不断累加

- 1-10月，基本医保基金统筹账户收入23,065亿元，累计同比增长8.9%，统筹账户收入19,166亿元，累计同比增长8.9%，其中10月统筹账户收入2,797亿元 (yoy+28.3%)，支出,1587亿元 (yoy-5.7%)，单月统筹账户支出增速连续2个月呈现同比下滑。
- 从具体细分账户收支的表现来看，1-10月职工医保统筹账户的累计收入为14,321亿元，累计支出为10,699亿元，同期城乡居民统筹账户累计收入为8,745亿元，累计支出为8,466亿元。从具体单月表现来看，职工医保统筹账户收入持续大于支出水平，而城乡居民账户单月收入相对支出波动较大，但两者累计仍然基本保持盈亏平衡。

医保基金统筹账户单月收支表现 (单位：亿元，%)



医保基金职工统筹账户和城乡居民统筹账户收支表现 (单位：亿元)



2.7 药品终端销售：医保产品在院内药品收入占比仍在提升

- 根据米内网数据，24H1全国三大终端六大市场药品销售额为9,477亿元，同比-1.9%，基本跟去年持平。
- 三大终端中公立医院终端药品销售额为5,740亿元 (yoy-4.9%)，占比60.6%；零售药店终端销售额为2,822亿元 (yoy+4.5%)，占比29.8%；公立基层医疗终端销售额为915亿元 (yoy-1.6%)，占比9.7%。
- 从药品销售分类来看，从2019年到24H1，医保药品（甲类+乙类）在医院终端销售占比从83.5%提升至89.2%，提升5.6pct，进入医保目录仍是药品销售放量的主要途径。

药品全渠道销售额及增速 (单位: 亿元, %)



三大终端销售额及增速 (单位: 亿元, %)



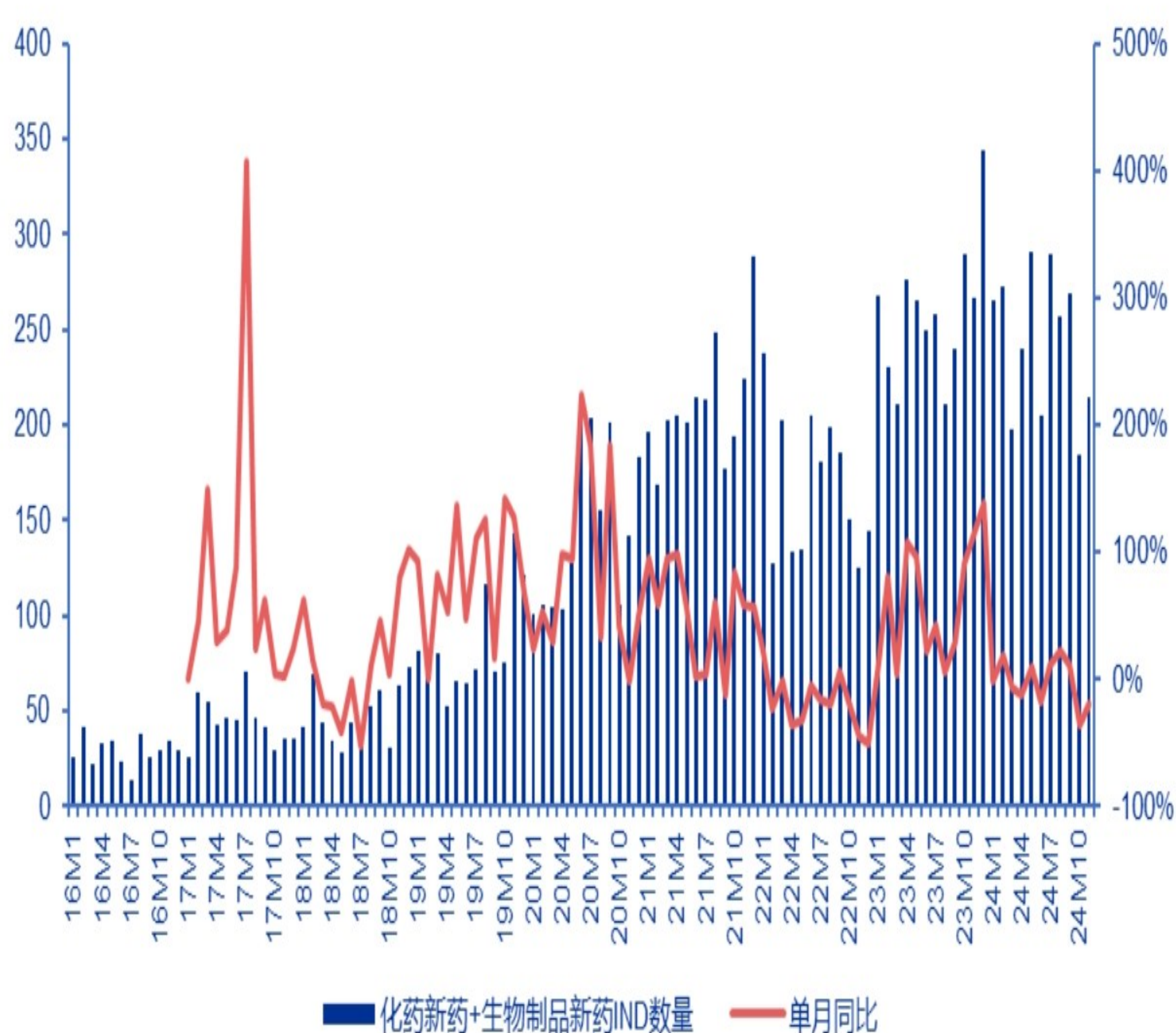
医院终端医保药品销售占比 (单位: %)



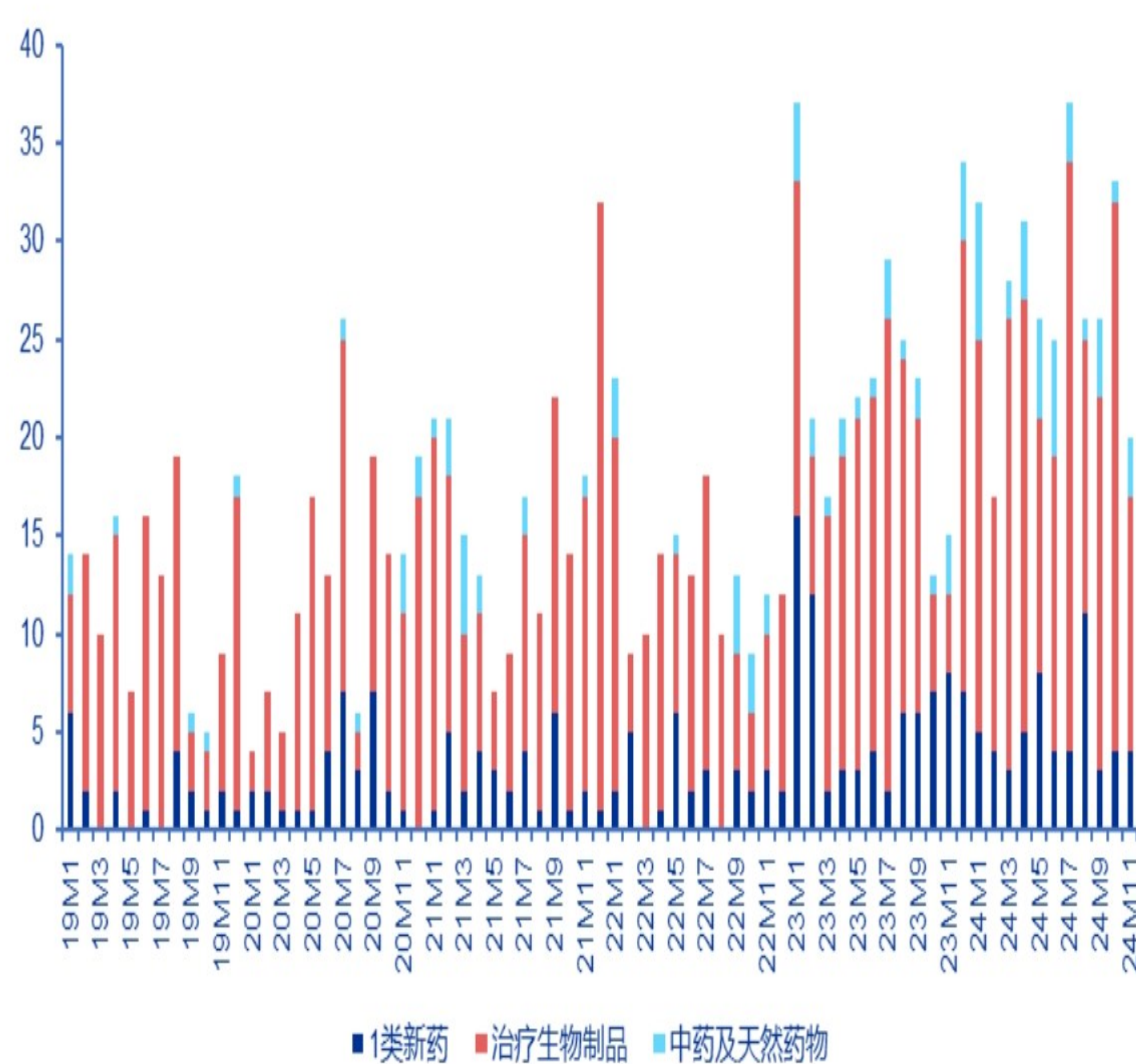
2.8 创新药研发：创新药IND数量今年以来略有下滑

- 根据丁香园Insight数据库显示，1-11月创新药申报临床试验申请（IND）为2,684个，累计同比增速为-2.9%，其中化药新药1,563个（yoy-3.7%），生物制品新药1,121个（yoy-1.8%）。
- 从新药上市申请情况来看，1-11月化药1类新药递交首次上市申请（NDA）数量为55个（yoy-20.3%），治疗性生物制品NDA为210个（yoy+34.6%），中药及天然药物为36个（yoy+71.4%），生物新药上市申请仍然保持高速增长，化药新药申报上市持续下降。

新药IND申报情况 (单位: 个, %)



新药NDA申报情况 (单位: 个)



主要内容

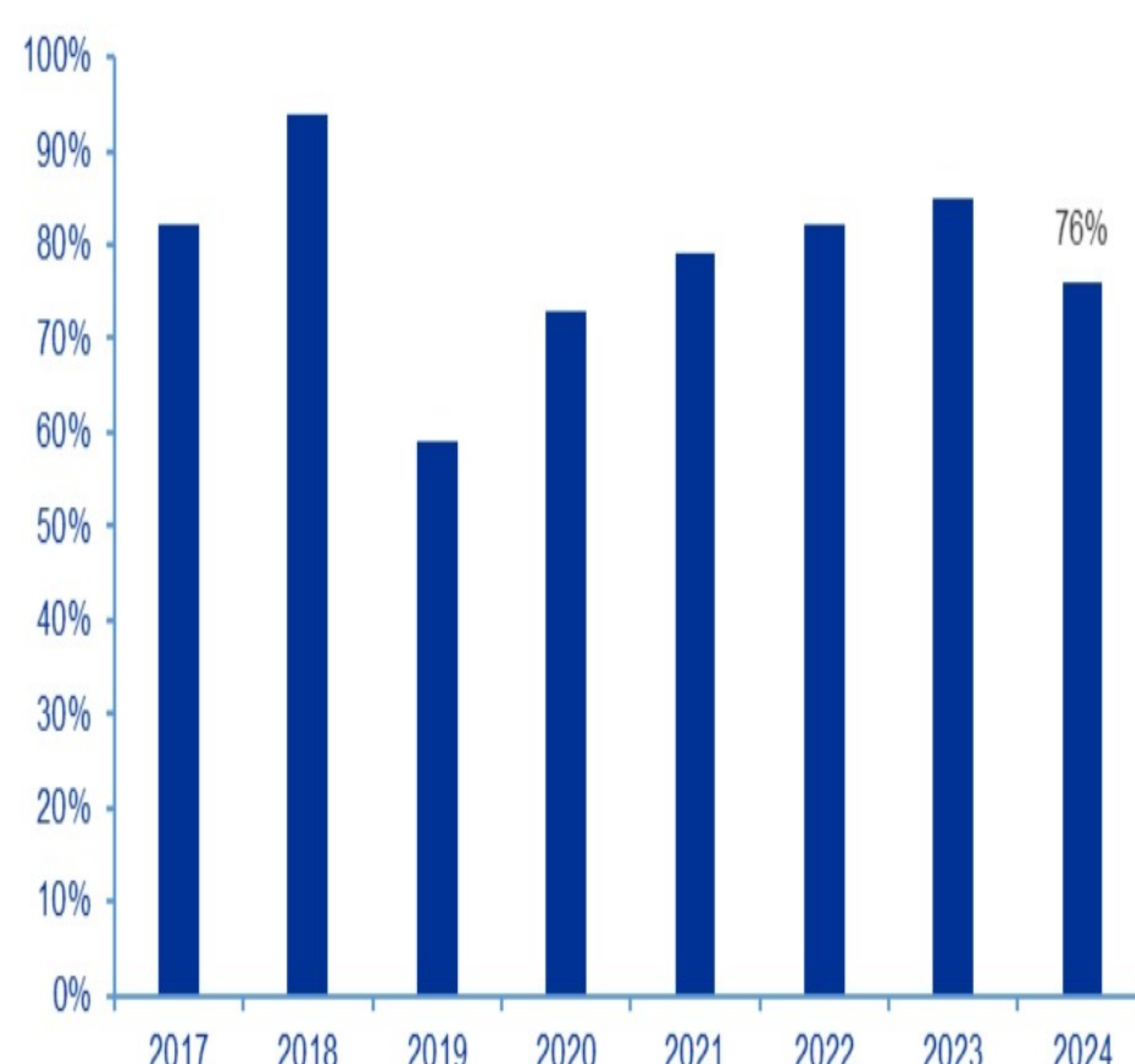
1. 行业政策边际改善，支付端释放积极信号
2. 2024年医药板块行情复盘及行业运行情况
3. 创新药：支付端新增量支撑板块持续高增长
4. 医疗设备：期待内需复苏及结构调整
5. 民营医院：期待业绩反转
6. 线下药店：关注产能去化中的头部效应
7. 投资分析意见及风险提示

3.1 医保目录调整基本保持稳定，新增创新药数量创新高

■ 国家医保目录调整机制成熟，基本保持稳定

- 根据国家医保局数据，2024年国家医保目录共新增91款药品，其中89款以谈判/竞价方式纳入，另有2种国家集采中选药品直接纳入。参与谈判/竞价的117种目录外药品中，89种谈判或竞价成功，成功率为76%，价格降幅为63%，与往年基本相当。经过7轮调整，累计将835种药品新增进入国家医保药品目录，其中谈判新增530种，竞价新增38种。

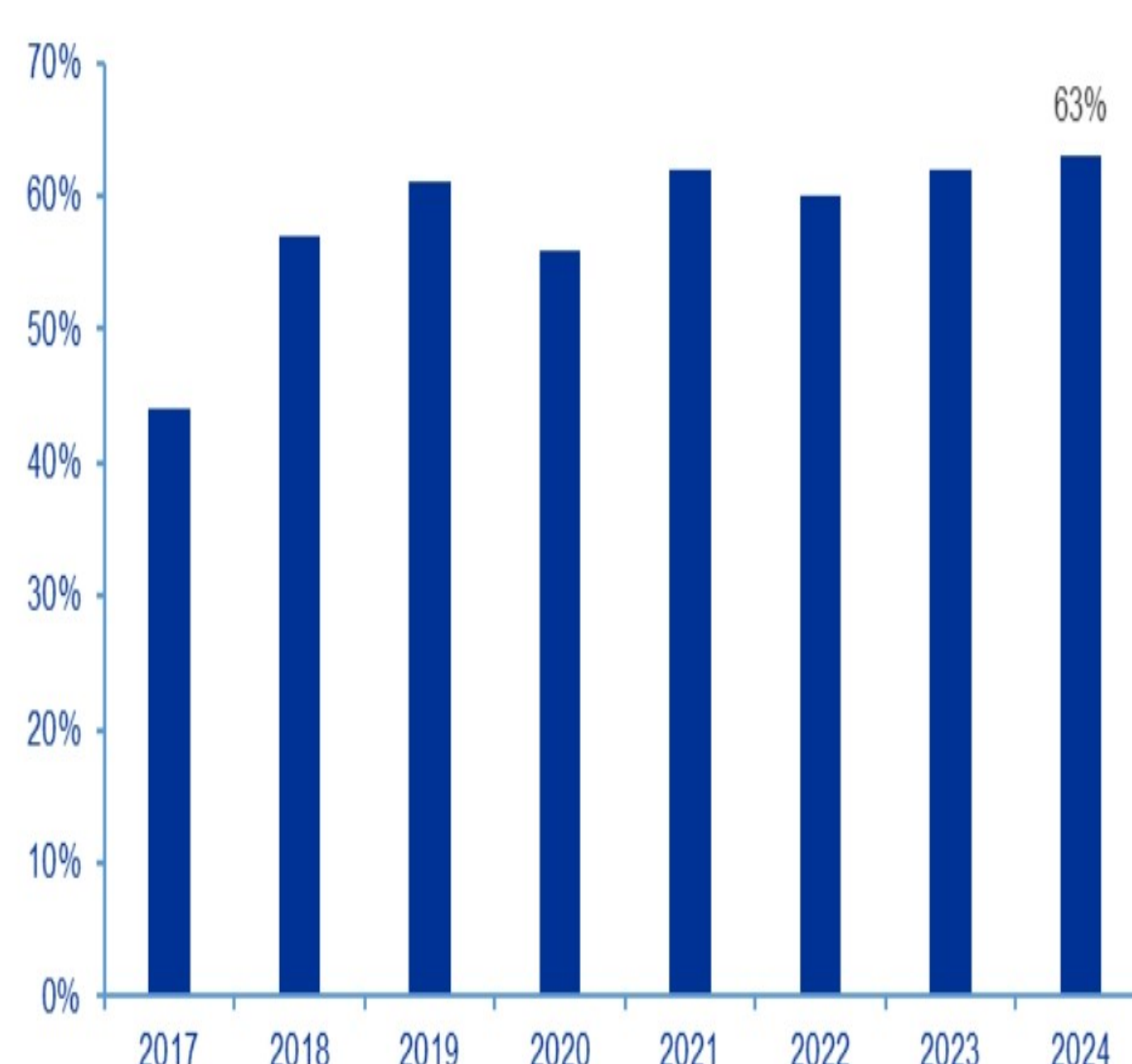
目录外药品谈判成功率



历年国家医保目录调整情况 (2021-2024年)

年份	申报数量	通过形式审查	形式审查通过率	目录外数量	目录外谈判数量	专家评审通过率	目录外谈判成功数量	谈判成功率	平均降幅
2021年	474	271	57%	179	85	47.5%	67	79%	62%
2022年	490	344	70%	198	147	74.2%	121	82%	60%
2023年	570	390	68%	224	143	63.8%	121	85%	62%
2024年	574	440	77%	244	117	48.0%	89	76%	63%

医保谈判价格平均降幅



注：专家评审通过率=目录外谈判数量/通过形式审查目录外数量

3.1 医保目录调整基本保持稳定，新增创新药数量创新高

■ 国家医保目录突出体现：在“保基本”基础上，支持“真创新”

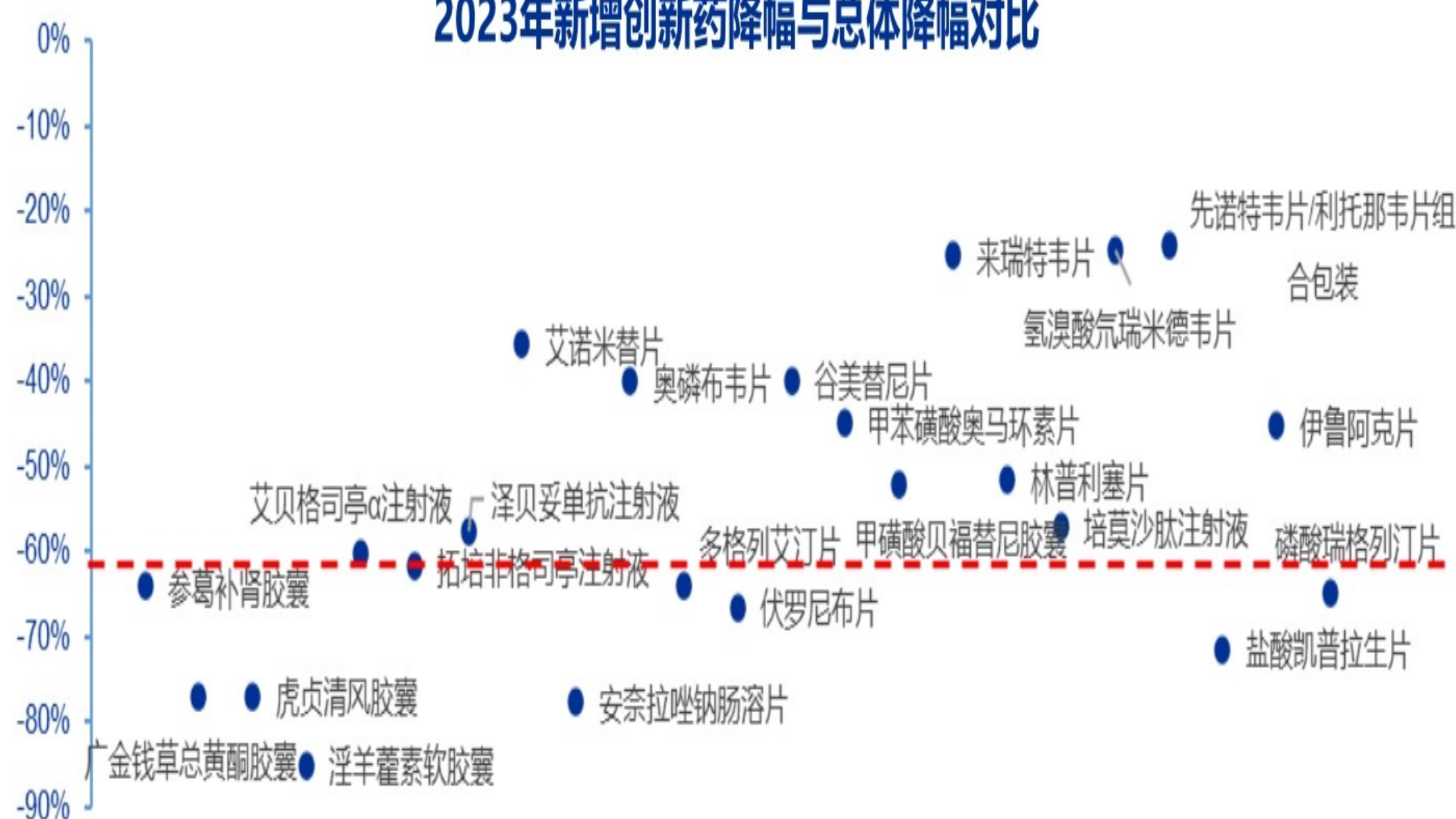
- 2024年医保新增创新药数量创新高**：新增的91款药品中，38种为创新药，其中化药21种，生物药8种，中成药9种，按治疗领域看，肿瘤药数量最多为15种。在谈判环节，创新药谈判成功率超过90%，较总体成功率高16个百分点（整体为76%）。经过7轮调整，累计将149种创新药纳入医保目录。
- 创新药降幅**：统计了2023年新增的23款创新药，平均降幅为55%，比整体参与谈判/竞价药品的62%降幅小。其中中成药平均降幅76%、生物制品为60%、化药为49%。降幅超过62%的共有9款，包括4款中成药、5款化药。

2023年新增创新药降幅情况（共23款）

药品名称	药品类型	企业简称	治疗大类	2023年医保降幅
参葛补肾胶囊	中成药	华春生物药业	神经系统疾病用药	-64%
广金钱草总黄酮胶囊	中成药	人福医药	泌尿系统疾病用药	-77%
虎贞清风胶囊	中成药	一力集团	骨骼肌肉系统疾病用药	-77%
淫羊藿素软胶囊	中成药	盛诺基医药	肿瘤疾病用药	-85%
艾贝格司亭α注射液	生物制品	亿帆医药	抗肿瘤和免疫调节剂	-60%
拓培非格司亭注射液	生物制品	特宝生物	抗肿瘤和免疫调节剂	-62%
泽贝妥单抗注射液	生物制品	浙江博锐生物	血液和造血系统药物	-58%
艾诺米替片	化学药	艾迪药业	全身用抗感染药物	-36%
安奈拉唑钠肠溶片	化学药	四环医药	消化系统及代谢药	-78%
奥磷布韦片	化学药	南京圣和药业	全身用抗感染药物	-40%
多格列艾汀片	化学药	华领医药	消化系统及代谢药	-64%
伏罗尼布片	化学药	贝达药业	抗肿瘤和免疫调节剂	-67%
谷美替尼片	化学药	海和药物	抗肿瘤和免疫调节剂	-40%
甲苯磺酸奥马环素片	化学药	再鼎医药	全身用抗感染药物	-45%
甲磺酸贝福替尼胶囊	化学药	贝达药业	抗肿瘤和免疫调节剂	-52%
来瑞特韦片	化学药	众生药业	全身用抗感染药物	-25%
林普利塞片	化学药	上海瓊黎药业	抗肿瘤和免疫调节剂	-52%
培莫沙肽注射液	化学药	豪森药业	血液和造血系统药物	-57%
氢溴酸氘米德韦片	化学药	旺山旺水生物	全身用抗感染药物	-25%
先诺特韦片/利托那韦片组合包装	化学药	先声药业	全身用抗感染药物	-24%
盐酸凯普拉生片	化学药	柯菲平医药	消化系统及代谢药	-71%
伊鲁阿克片	化学药	齐鲁制药	抗肿瘤和免疫调节剂	-45%
磷酸瑞格列汀片	化学药	恒瑞医药	消化系统及代谢药	-65%

注：降幅栏标红部分为降幅超过2023年整体（62%）

2023年新增创新药降幅与总体降幅对比

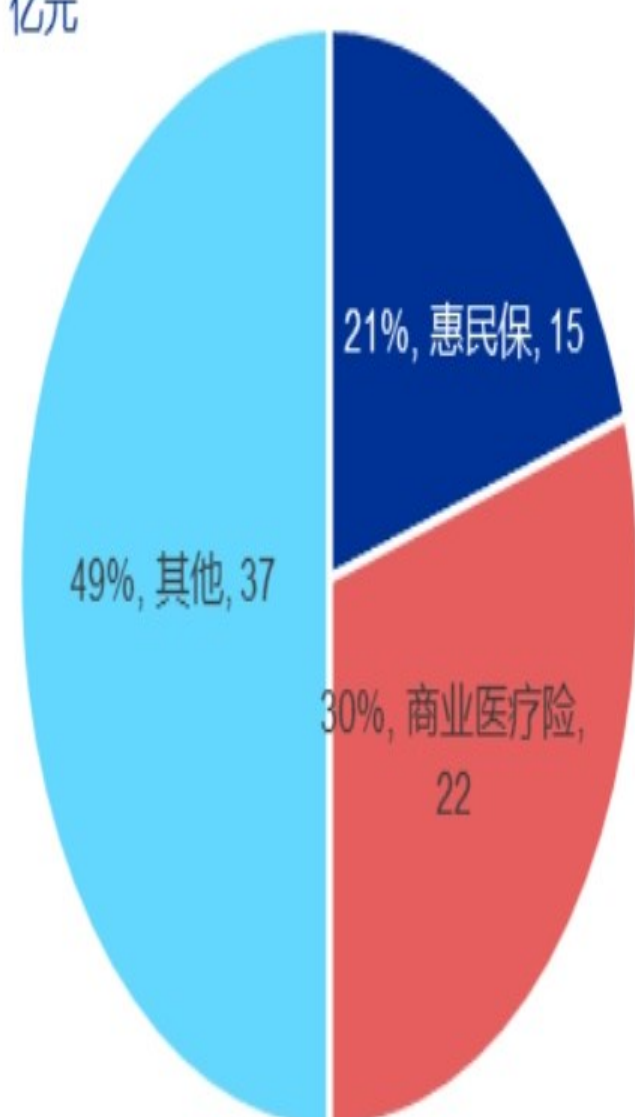


3.2 商业健康险或迎来快速发展，将大力提升创新药械支付能力

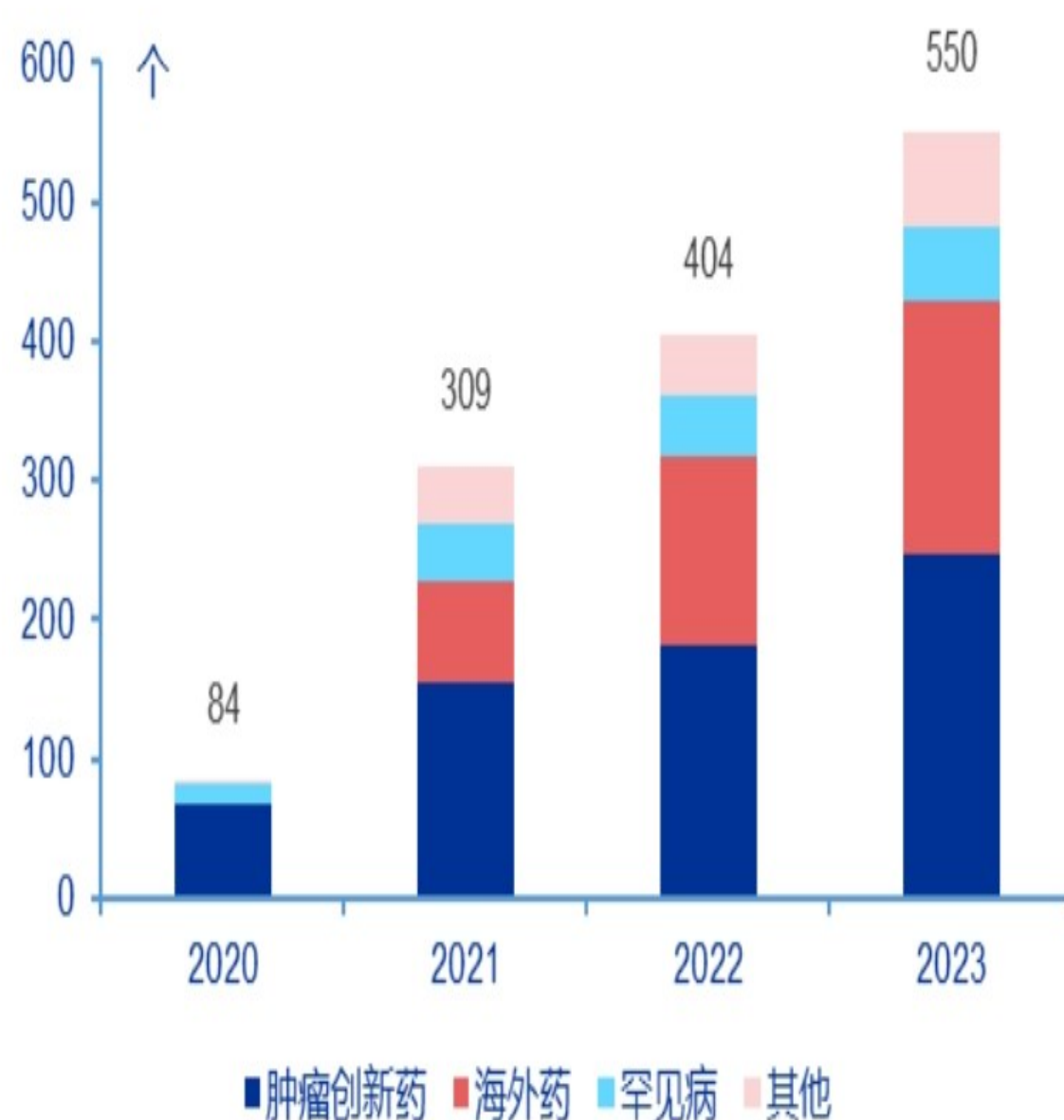
- **发展商业健康险为支付端带来的增量：**《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》提出力争到2025年，**商业健康保险市场规模超过2万亿元**。如果按**80%的赔付率**，能带来**1.6万亿元的商保支出**（2023年政府卫生支出2.42万亿，全国基本医疗保险支出2.82万亿），能极大程度缓解政府性医疗支出压力，增量资金也能更好用于创新药械的发展。
- 根据《中国商业健康险创新药支付白皮书（2024）》，**2023年我国商保对创新药支付总额为74亿元**，**2019-2023年CAGR为25%**，在整体创新药市场规模中（2023年为1400亿元）**占比5.3%**，**肿瘤创新药中占9%**。险种主要以惠民保和医疗险（百万医疗险、特药险），分别占比21%和30%。2023年惠民保中共有550个药品，其中246个肿瘤创新药，其中超50%是医保产品；2023年商业医疗险共有441款药品，其中246款肿瘤创新药，几乎覆盖医保外的全部创新药品，其中多款主流商业险将CAR-T支付包含在其中。其中赔付规模前25的药品中仅2款为医保产品，在25款产品中商保平均渗透率是13%。因此商保作为基本医疗保险的补充，在非医保产品中能发挥举足轻重的作用。
- **我们预计国家推动商保政策出台后，商业保险规模将快速提升，对创新药械的支付，尤其是医保目录外的品种支付水平将大大提升。**

2023年各类商保对创新药支付比例

占比%；亿元



惠民保纳入药品的数量和种类



商业医疗保险纳入药品的数量和种类



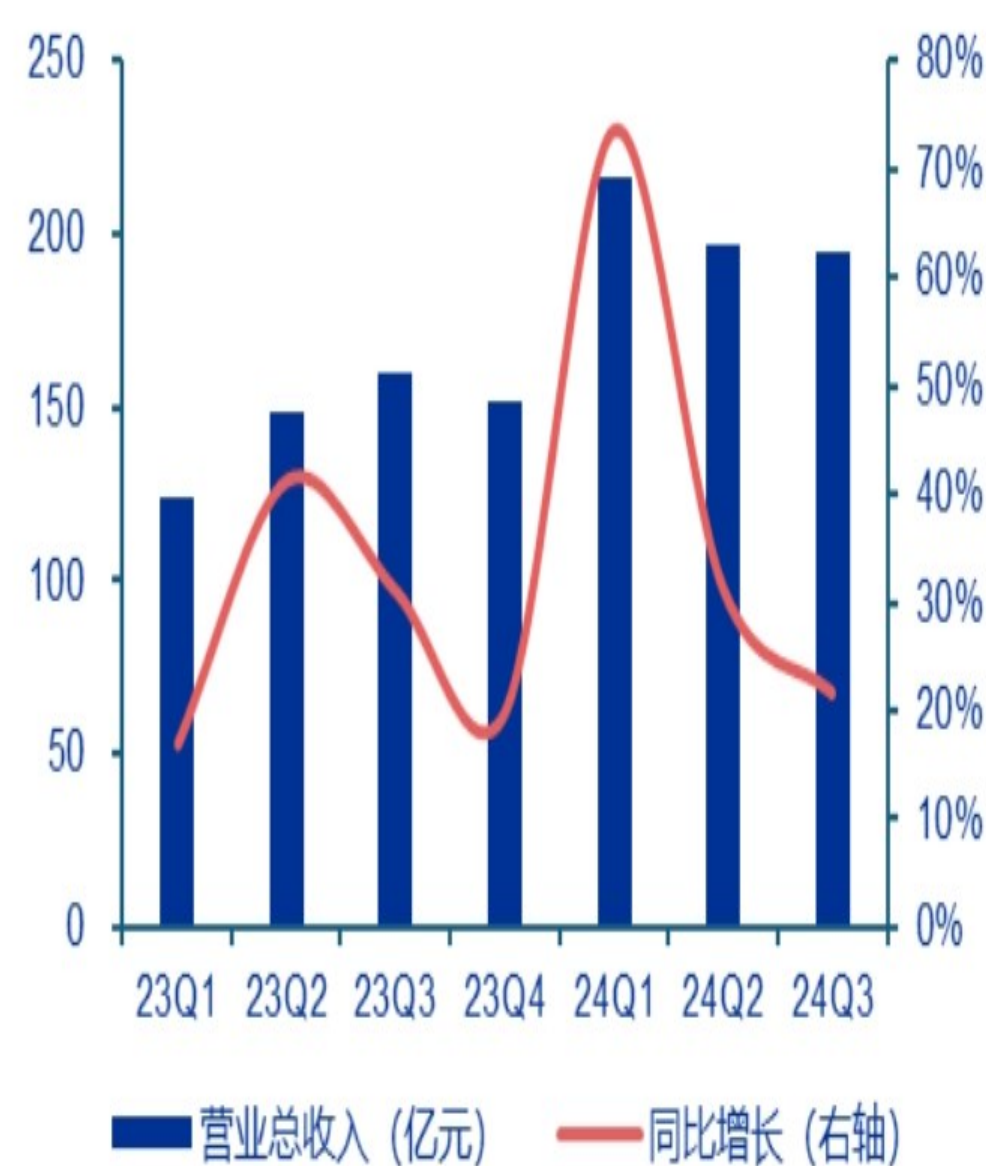
3.3 创新药板块收入今年仍保持高增长

- 我们统计了沪深两市27家创新药公司近期营业收入情况，2024年前三季度，板块整体营业收入195亿元，累计增速超过40%，板块内七成公司实现了收入的正增长。
- 利润端方面，包括百济神州、神州细胞在内公司前三季度实现扭亏。

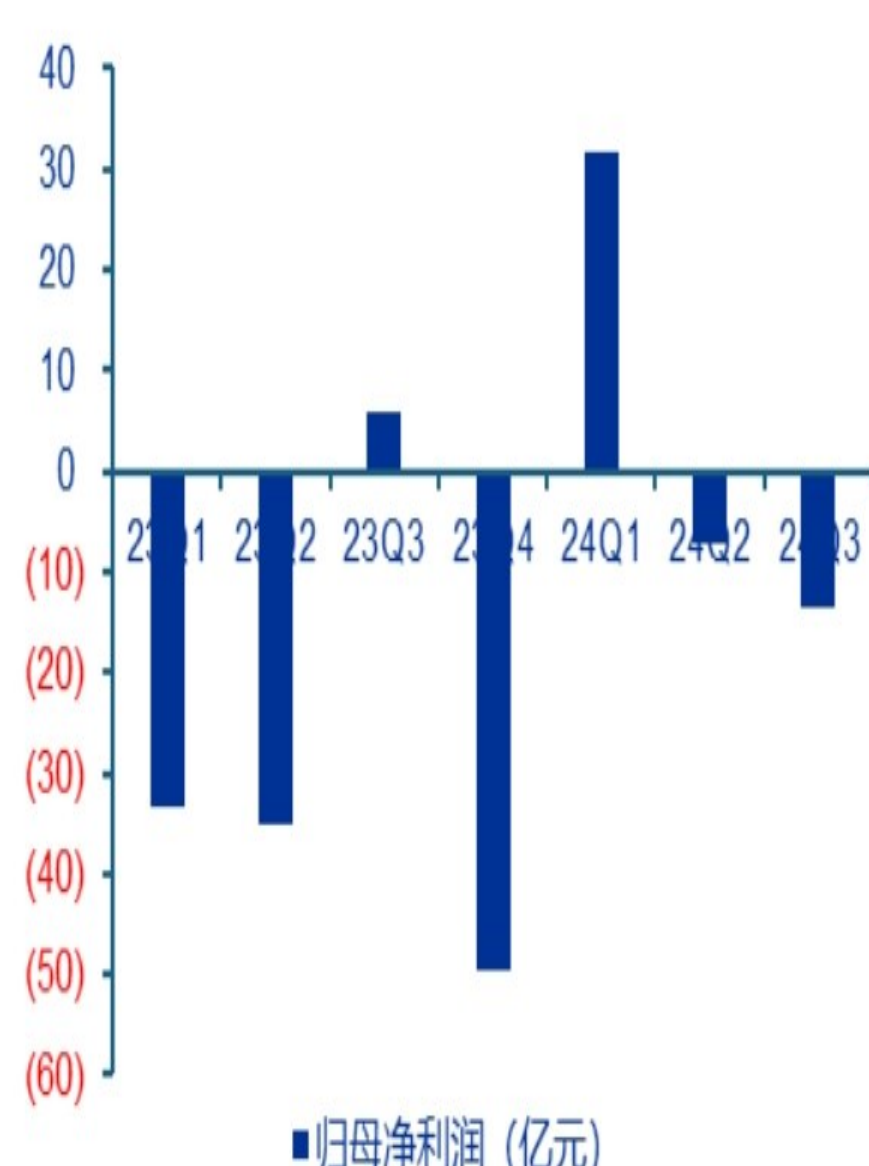
创新药公司收入表现 (单位: 亿元, %)

公司	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1-3	yoy
恒瑞医药	60.0	76.0	65.9	201.9	18.7%
百济神州-U	53.6	66.4	71.4	191.4	48.6%
百利天恒-U	54.6	0.9	1.1	56.6	1399.2%
艾力斯	7.4	8.3	9.6	25.3	88.0%
贝达药业	7.4	7.6	8.4	23.4	14.7%
神州细胞-U	6.1	6.9	6.3	19.4	40.4%
新诺威	5.2	4.5	5.1	14.8	-22.2%
君实生物-U	3.8	4.1	4.9	12.7	28.9%
荣昌生物	3.3	4.1	4.7	12.1	57.1%
我武生物	2.2	2.1	3.0	7.3	8.4%
诺诚健华-U	1.7	2.5	2.8	7.0	29.8%
百奥泰	1.6	2.4	1.8	5.8	26.1%
复旦张江	1.5	2.6	1.4	5.5	-22.5%
微芯生物	1.3	1.7	1.8	4.8	38.0%
泽璟制药-U	1.1	1.3	1.4	3.8	36.2%
迪哲医药-U	0.8	1.2	1.3	3.4	744.0%
艾迪药业	0.9	0.9	1.2	3.0	-0.9%
南新制药	1.1	0.8	0.4	2.3	-59.7%
上海谊众	0.7	0.5	0.5	1.7	-39.3%
迈威生物-U	0.7	0.5	0.3	1.4	41.8%
亚虹医药-U	0.2	0.6	0.6	1.4	4537.8%
盟科药业-U	0.3	0.3	0.4	1.0	42.9%
前沿生物-U	0.2	0.3	0.4	0.9	26.9%
益方生物-U	0.1	0.1	0.0	0.2	-84.9%
智翔金泰-U	0.0	0.0	0.1	0.1	8875.4%
首药控股-U	0.0	0.0	0.0	0.0	-24.0%
海创药业-U	0.0	0.0	0.0	0.0	
合计	215.9	196.7	194.7	607.2	40.4%

创新药板块营收表现



创新药板块归母表现



3.4 恒瑞医药：创新升级，全球化加速

■ 已集采仿制药规模超百亿，创新药重回快速增长轨道

- 根据2024年9月发布的深度报告，2021年开始到2024年H1，公司有近100亿的仿制药被纳入集采，在存量仿制药集采逐步出清的同时，公司也通过研发高难仿品种和改良型新药来填补仿制药板块的下降。创新药板块在2021年和2022年面临较大的压力，但新品获批节奏在2022年开始有了加速趋势，新品的集中上市也让公司的创新药在2023年开始回到20%以上的增长，2024半年报显示，公司的创新药增长达到33%，成为公司业绩增长的主要驱动力。根据公司半年报，截止到2024年7月31日，公司有17款在中国上市的创新药，90多个正处于临床开发阶段的自主创新产品。丰富的创新管线可确保公司每年均有全新分子的创新药能够实现商业化销售，为公司业绩增长提供持续的动力。根据近期公司发布的股权激励（草案）业绩目标，24-26年创新药的复合增速至少达到25%以上，反应公司对于未来创新药放量的信心。

■ 创新药BD授权交易为公司贡献了新的利润增长点

- 根据2024年9月发布的深度报告，在公司将BD授权合作作为国际化重点之后，BD授权合作爆发式增长，从2023年开始至今，已经达成6项授权合作，首付款和里程碑款项总计达到100亿美元左右。从公司授权产品所处开发阶段来看，不乏早期阶段的产品达成巨额BD合作，如PARP1抑制剂和TSLP单抗，反应公司早研管线的巨大潜力。另外通过密集的BD交易合作，公司也积累了丰富的BD经验，在合作模式上大胆创新，如在开展GLP-1系列产品的BD合作中，公司采用了现金+股权交易新模式，从而为恒瑞医药在后续的研发、商业化中保有更大的权益。依靠强大的研发能力和丰富的产品管线，我们预计公司的BD合作有望实现常态化开展，为公司贡献新的利润增长点积极布局前沿技术和重磅大品种。

■ 平台驱动，持续进行创新升级

- 公司通过积极优化调整管线布局，坚决淘汰低竞争力的me-too产品，力争使 First-in-class 及 Best-in-class 的高质量、差异化产品成为未来研发主体。通过公司持续的研发投入，在保障新药发现和临床开发项目的同时，产生了一批具有自主知识产权、国际一流的新技术平台，例如 PROTAC、分子胶、ADC、双/多特异性抗体、AI 分子设计、 $\gamma\delta T$ 、耐药、体内药理、分子动力学、生物信息等，并不断优化和发展，为创新研发和国际化提供强大的基础保障。

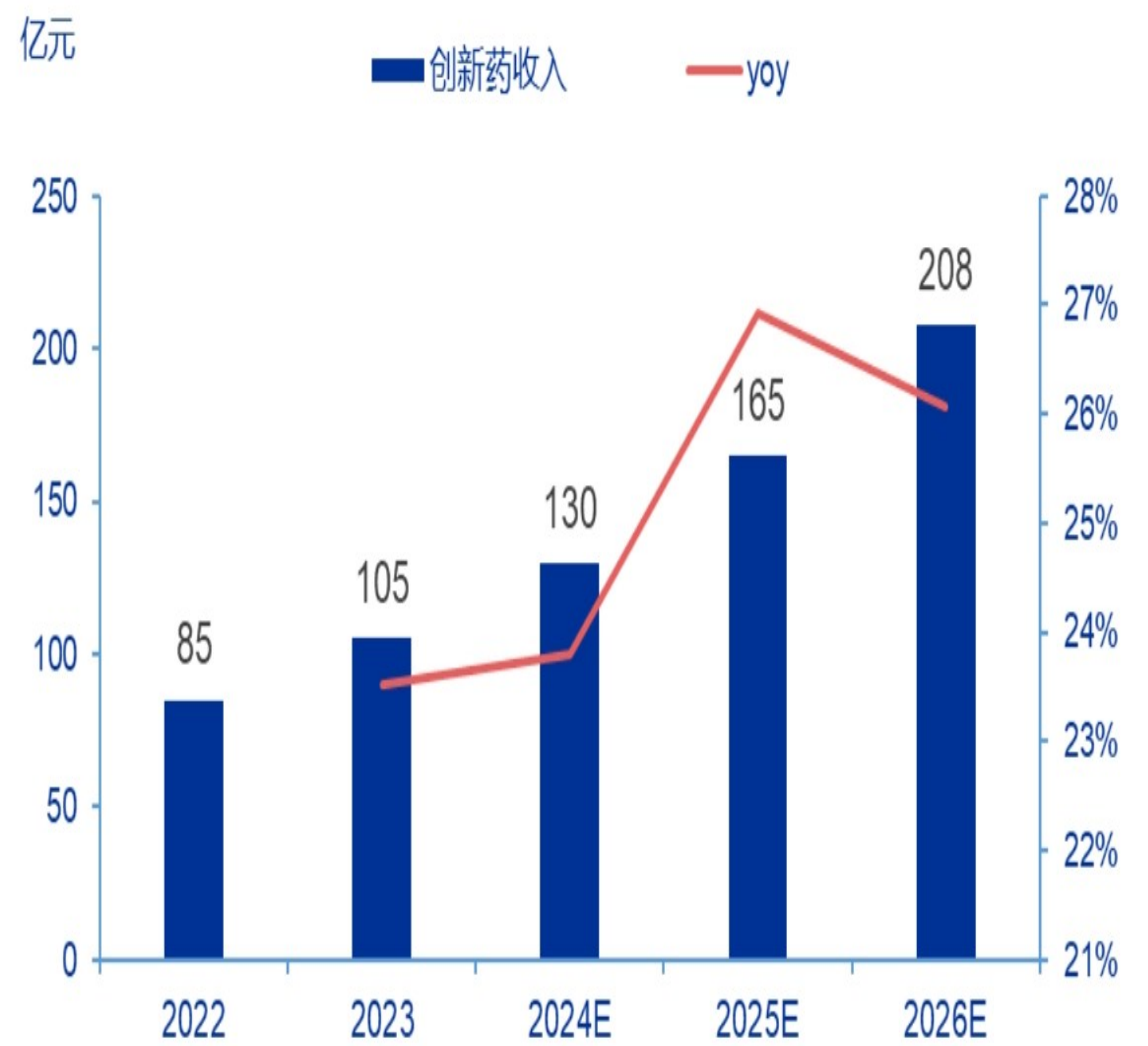
3.4 恒瑞医药：创新升级，全球化加速

- 2024年医保谈判，公司有2款创新药参与，分别是用于术后镇痛的泰吉利定和用于妇科感染疾病的奥特康唑胶囊，从2011年公司创新药艾瑞昔布上市以来，公司获批的多款创新药积极参与医保谈判工作，在国内医保支付政策转好以及落地改善的背景下，有望加速公司创新药产品的放量。

公司III期及上市阶段的创新品种

					恒格列净
					达尔西利
		19K	瑞马唑仑		
艾瑞昔布	阿帕替尼	吡咯替尼	卡瑞利珠单抗	氟唑帕利	海曲博帕乙醇胺
2011	2014	2018	2019	2020	2021
					claudin18.2 ADC
					HER3 ADC
					GLP-1小分子
					CFB
					拟钙剂
					IL-5抗体
					KOR激动剂
			HER2-ADC	GLP-1/GIP	
			HR20013	两款胰岛素产品	
			艾玛昔替尼片	IL-4单抗	
			瑞卡西单抗	URAT1抑制剂	
			0.1%环孢素A	CD79b ADC	
			全氟己基辛烷	TROP2 ADC	
			法米替尼	SSTR 核药	
	奥特康唑胶囊				
林普利司	瑞格列汀	夫那奇珠单抗	EZH2	口服GnRH受体拮抗剂	
瑞维鲁胺	阿得贝利单抗	泰吉利定	PD-L1/TGF-β双抗	头孢地尔衍生物	
2022	2023	2024E	报产中	III期临床阶段	

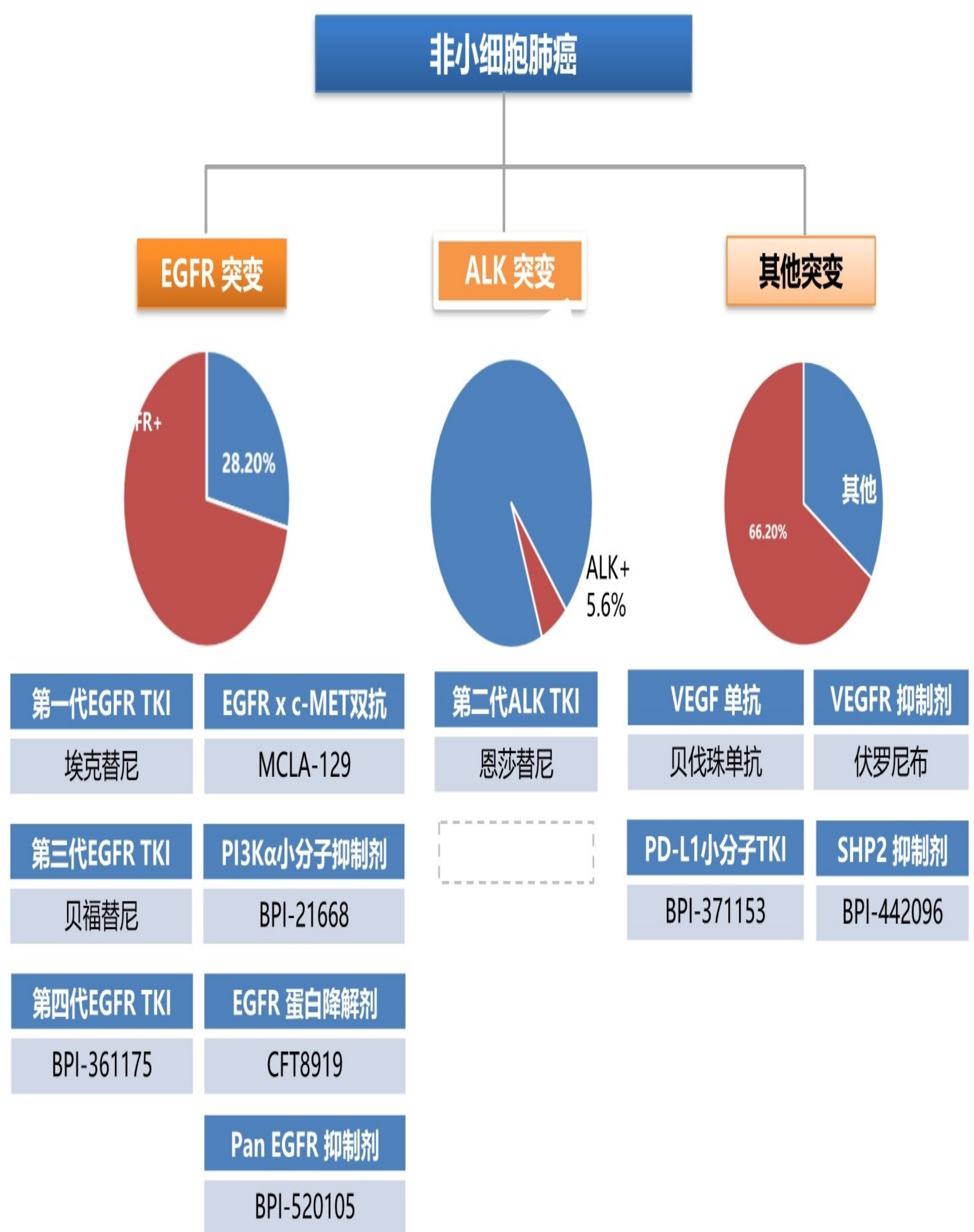
股权激励中创新药销售收入目标（含税）



含税收入。2022年和2023年公司实际达成的创新药收入均略高于图中的目标值。

3.5 贝达药业：贝福替尼一线适应症纳入医保，恩莎替尼即将美国获批

- 贝福替尼肺癌一线成功纳入医保，25年实现有望高速增长；
- 恩莎替尼一线适应症23年纳入国家医保目录，持续放量；国内术后辅助适应症预计25年申报上市；恩莎替尼一线适应症即将美国获批上市，期待后续的商业化授权合作，合作首付款有望增厚25年利润；
- CDK4/6抑制剂（二线适应症）预计25年获批上市；
- 合作种植物源白蛋白有望25年获批上市，成为公司下一个销售大单品；
- 持续推进早期管线临床，包括EGFR 变构 BiDAC™降解剂、HIF-2α小分子抑制剂、PD-L1小分子、Pan-EGFR、panRAS分子胶等。



3.6 迪哲医药-U：舒沃替尼纳入医保后有望快速放量，国际化取得重要进展

■ 舒沃替尼和戈利昔替尼成功进入2024年医保目录

- 根据公司财报，24年前3季度上述两款创新药销售额为3.38亿，纳入医保后，上述两款产品有望快速放量。
- 在适应症开发上，期待舒沃替尼和戈利昔替尼在EGFR突变耐药后的NSCLC上的潜力。

■ 舒沃替尼国际化进展顺利

- 11月8日，公司发布公告，舒沃替尼提交美国上市申请，用于Exon20ins的局部晚期或转移性非小细胞肺癌（NSCLC）的二线治疗，此前获得美国FDA授予的突破性疗法认定。根据公司招股书数据，2024年全球新发Exon20ins非小细胞肺癌患者约为7.4万人，其中中国新发人数为3.5万人。2023年武田自愿撤回 EGFR Exon20抑制剂Exkivity（莫博赛替尼）美国适应症后，舒沃替尼作为小分子抑制剂，在美国市场的竞争力显著提升。

公司III期及上市阶段的创新品种

管线代码	靶点	商业化权利	治疗领域	适应症	目前临床阶段	目前临床开发的国家和地区
舒沃哲（舒沃替尼）	ERBB EXON20INS	全球	肿瘤	既往接受含铂化疗的EGFR Exon20ins突变型晚期NSCLC	中国：上市 国际：美国提交NDA申请	中国、美国、欧洲、韩国、澳大利亚、南美洲等
				一线治疗EGFR Exon20in突变型晚期NSCLC	全球：临床III期	中国、美国、欧洲等
				与戈利昔替尼联合用药治疗EGFR突变耐药后的NSCLC	中国：临床II期	中国
				与贝伐珠单抗联合用药治疗EGFR突变型晚期NSCLC	中国：临床II期	中国
戈利昔替尼	JAK1	全球	肿瘤	复发难治性外周T细胞淋巴瘤	中国：上市 国际：注册临床	中国、美国、韩国等
				皮肤T细胞淋巴瘤	中国：临床II期	中国
DZD8586	LYN/BTK	全球	肿瘤	B细胞非霍奇金淋巴瘤	中国：临床II期 全球：临床I/II期	中国、美国、澳大利亚
DZD2269	A2AR	全球	肿瘤	实体瘤、血液瘤	国际：I期健康受试者试验已完成	美国、韩国
DZD1516	HER2	全球	肿瘤	HER2阳性晚期乳腺癌	中国：临床II期 国际：临床I/II期	中国、美国
DZD6008	—	全球	肿瘤	肺癌	中国：临床I期	中国

3.7 诺诚健华-U：奥布替尼开启新一轮放量，MS全球临床获重大进展

■ 奥布替尼开启新一轮快速放量，公司商业化实现大飞跃

- 根据公司三季度业绩报告，奥布替尼前三季度销售收入6.93亿元，前三季度同比增长45%，单三季度同比75.5%，2024全年奥布替尼销售收入指引上调至 > 45%，主要原因在于奥布替尼2024年新增了医保覆盖适应症——二线MZL，奥布替尼也成为中国首个且唯一获批针对r/r MZL的BTK抑制剂，MZL的患病人群较此前获批的两个适应（MCL和CLL/SLL）更多。

■ 奥布替尼MS全球临床获重大进展——当前公司最具想象力的市场

- 奥布替尼在MS适应症上获得2项重大进展：1、与FDA达成一致，奥布替尼开启PPMS全球三期临床研究；2、FDA 建议公司开启SPMS的三期临床研究，公司预计2025年H1启动国际III期临床。PMS在美国属于紧急且未满足的医疗需求。

■ 公司管线丰富且具有全球权益，公司将通过多种合作模式来实现管线品种的全球权益最大化，期待公司未来几年在产品出海领域的进展。

公司III期及上市阶段的创新品种

PMS: 紧急且未满足的医疗需求

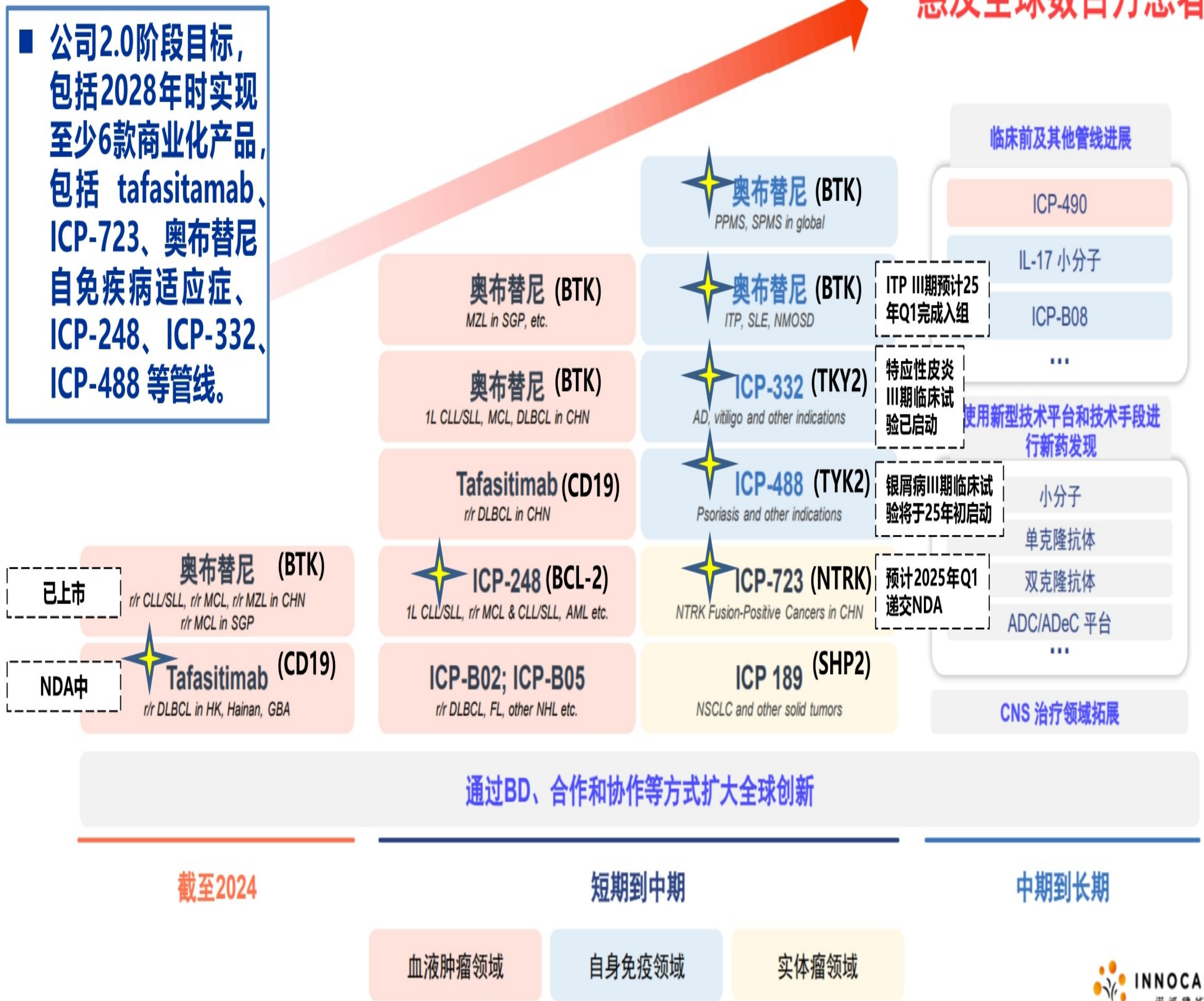
- ✓ MS全球有**280万患者**
- ✓ MS患者中**PPMS**占比约为**10%-20%**²。
- ✓ 大多数³RRMS患者最终会发展为**SPMS**
- ✓ MS市场空间预计将在2032年达到**389.4亿美元**⁴。
- ✓ **PPMS和SPMS**缺乏足够的治疗选择，具有巨大的市场潜力！

公司III期及上市阶段的创新品种



3.7 诺诚健华-U: 奥布替尼开启新一轮放量, MS全球临床获重大进展

惠及全球数百万患者



3.8 益方生物-U：2款商业化品种开始放量，TYK2展现BIC潜力

■ 2款商业化品种将为公司带来稳定增长的现金流

- 贝福替尼一线适应症成功纳入2024年国家医保目录，25年有望快速放量，贝福替尼国内权益此前已授予贝达药业，益方保留上市后部分商业化权益，贝达药业在肺癌靶向药市场拥有丰富的销售资源和经验，一线适应症纳入医保后有望快速放量。
- KRAS G12C抑制剂格索雷塞片于24年11月获批上市（公司公告），用于KRAS G12C突变型的晚期非小细胞肺癌（NSCLC）成人患者的二线治疗，在中国人群中，KRAS G12C突变发生在约4.3%的肺癌、约2.5%的结直肠癌患者以及约2.3%的胆管癌患者中，格索雷塞片国内权益已授权给正大天晴，公司保留上市后的部分商业化权益，正大天晴在肺癌销售领域具有丰富的销售资源和经验，后续公司将继续开发格索雷塞片在胰腺癌和结直肠癌领域的适应症。

■ TYK2抑制剂D-2570近期发布亮眼数据：

- 12月初，公司发布公告披露了D-2570治疗银屑病的II期临床数据，相较其他已披露数据的TKY2抑制剂以及经典的治疗药物IL-17单抗药物相比，D-2570展现了best in class (BIC) 的治疗潜力，数据发布后，公司二级市场股价表现亮眼。

公司III期及上市阶段的创新品种

治疗领域	候选产品	作用机制	适应症	临床前研发	一期临床试验	二期临床试验	注册临床试验	NDA	上市批准	合作方
肿瘤	赛美纳 (贝福替尼)	EGFR	非小细胞肺癌 (NSCLC)	中国, 二线治疗	2023年5月获批		2023年10月获批			贝达药业
	D-1553	KRAS G12C	非小细胞肺癌、结直肠癌、胰腺癌等多种实体肿瘤	中国, 二线治疗NSCLC	2024年11月获批					正大天晴药业集团
	D-0502	SERD	ER+, HER2-乳腺癌	中国, 单药二线治疗	联用哌柏西利					
代谢及自免疾病	D-0120	URAT1	高尿酸血症及痛风	中国, 单药						
	D-2570	TYK2	多种自免疾病	中国, 单药, 银屑病						

3.9 迈威生物-U: Nectin4 ADC持续推进, 新的重磅品种接力

- **Nectin4 ADC:** 启动多个瘤种临床试验, 关注后续临床试验数据披露, 包括单药治疗TNBC的II期数据以及联合PD-1治疗UC的II期数据;
- **ST2单抗:** 为国内首家进入临床研究的同靶点药物, 目前正在开展COPD适应症I/II期临床, 目前全球尚无以ST2或其配体IL-33为靶点的抗体药物上市, 相较首款获批的创新生物制剂度普利尤单抗, 公司ST2单抗治疗人群范围更广, 25年有望读出II期数据;
- **骨关节炎药物:** 2024年公司从润佳医药引进了一款治疗骨关节炎的First-in-class的小分子药物RP901, 目前临床治疗药物主要以局部给药研究居多, 尚无抑制结构损伤等新的治疗药物可供选择, RP901能够改善骨关节炎患者的软骨破坏, 目前处于II期临床阶段;
- **长效升白药:** 有望在 2025 年获批上市;
- **阿柏西普生物类似药:** 预计2024年底前后获得研究数据, 并于2025年递交上市申请, 有望成为国内前三上市的阿柏西普生物类似物。

公司III期及上市阶段的创新品种

领域	产品	靶点技术路线	临床前	IND	I期	II期	III期	NDA	上市
肿瘤	9MW2821*	Nectin-4 ADC	UC 一线联合疗法						
			UC 二线及以后单药						
			CC 二三线单药						
			ESCC						
			TNBC 一线联合疗法						
			TNBC 单药						
			其他						
			其他						
免疫	7MW3711	B7-H3 ADC							
	9MW2921	Trop-2 ADC							
	迈卫健*	RANKL							
	8MW0511	HSA-G-CSF							
	6MW3211	CD47/PD-L1							
	9MW3811*	IL-11							
	君迈康*	TNF-α							
	9MW1911*	ST2							
	9MW3811*	IL-11							
	迈利舒*	RANKL							
骨疾病	1MW5011 (RP901)	-							
眼科	9MW0813	VEGF-Trap							
	9MW0211	VEGF							
血液	9MW3011*	TMPRSS6							
感染	9MW1411	α-toxin							

*国内企业同靶点药物中首个获准开展临床试验的品种

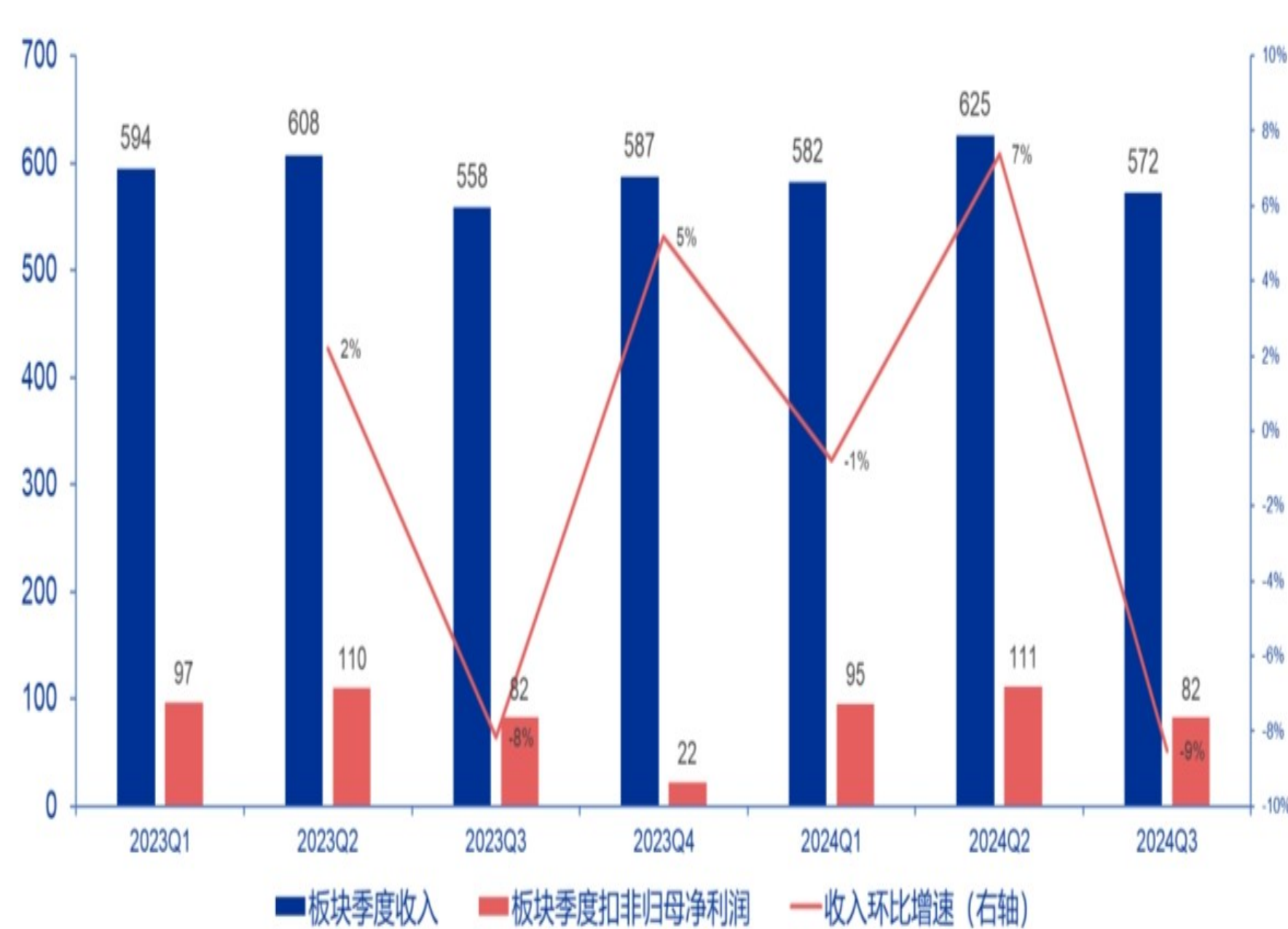
主要内容

1. 行业政策边际改善，支付端释放积极信号
2. 2024年医药板块行情复盘及行业运行情况
3. 创新药：支付端新增量支撑板块持续高增长
4. 医疗设备：期待内需复苏及结构调整
5. 民营医院：期待业绩反转
6. 线下药店：关注产能去化中的头部效应
7. 投资分析意见及风险提示

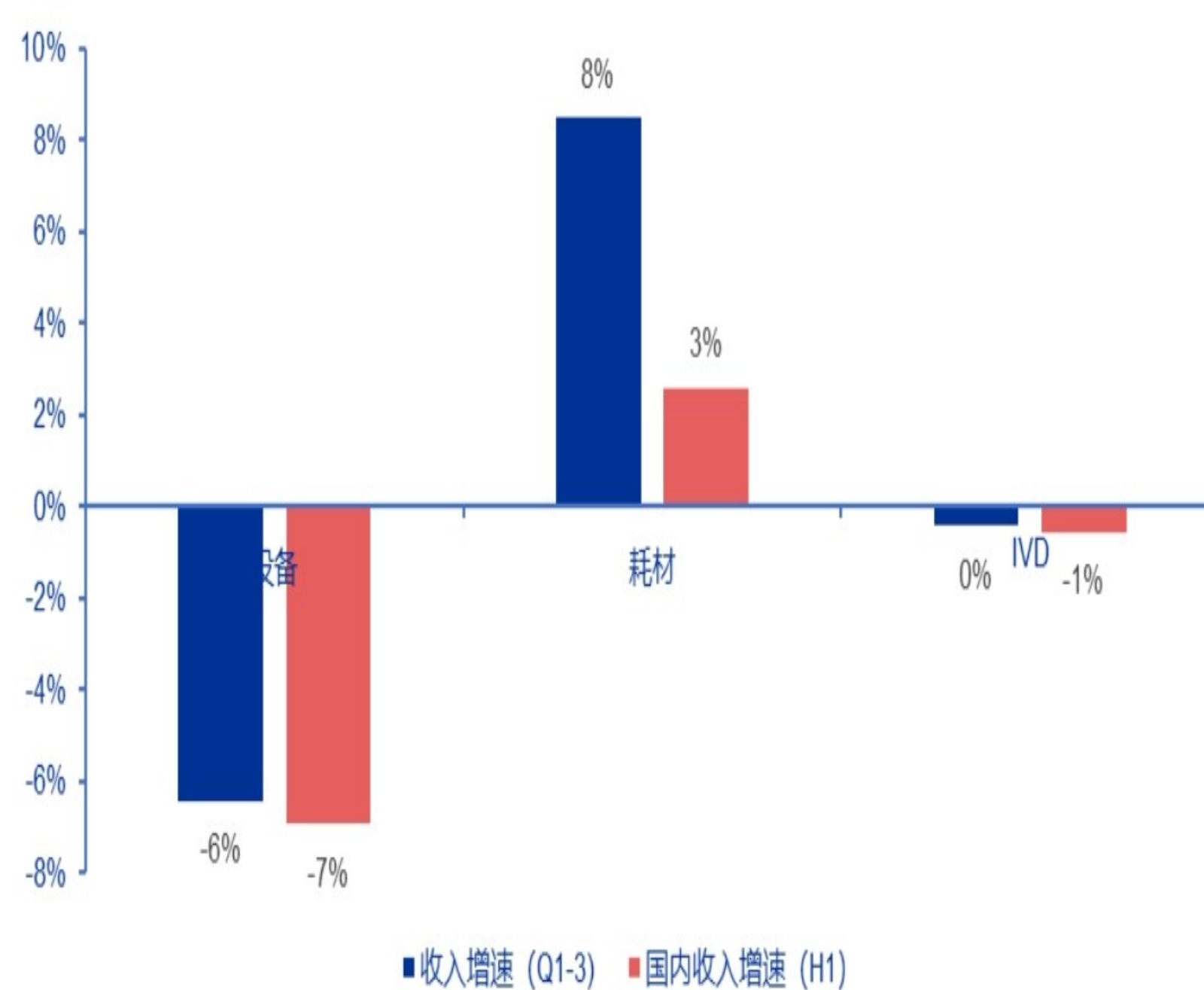
4.1 设备：2024年终端招采承压，正逐步恢复

- 受到医疗反腐持续、设备更新进度慢、财政紧张和医院经营承压等因素影响，2024年医疗设备行业需求下滑，根据IQVIA数据，前三季度出厂价口径市场规模下滑16%。
- 随着反腐影响减弱和设备更新推进，我们预计Q4招标将加速恢复。

医疗器械板块单季度业绩 (单位: 亿元)

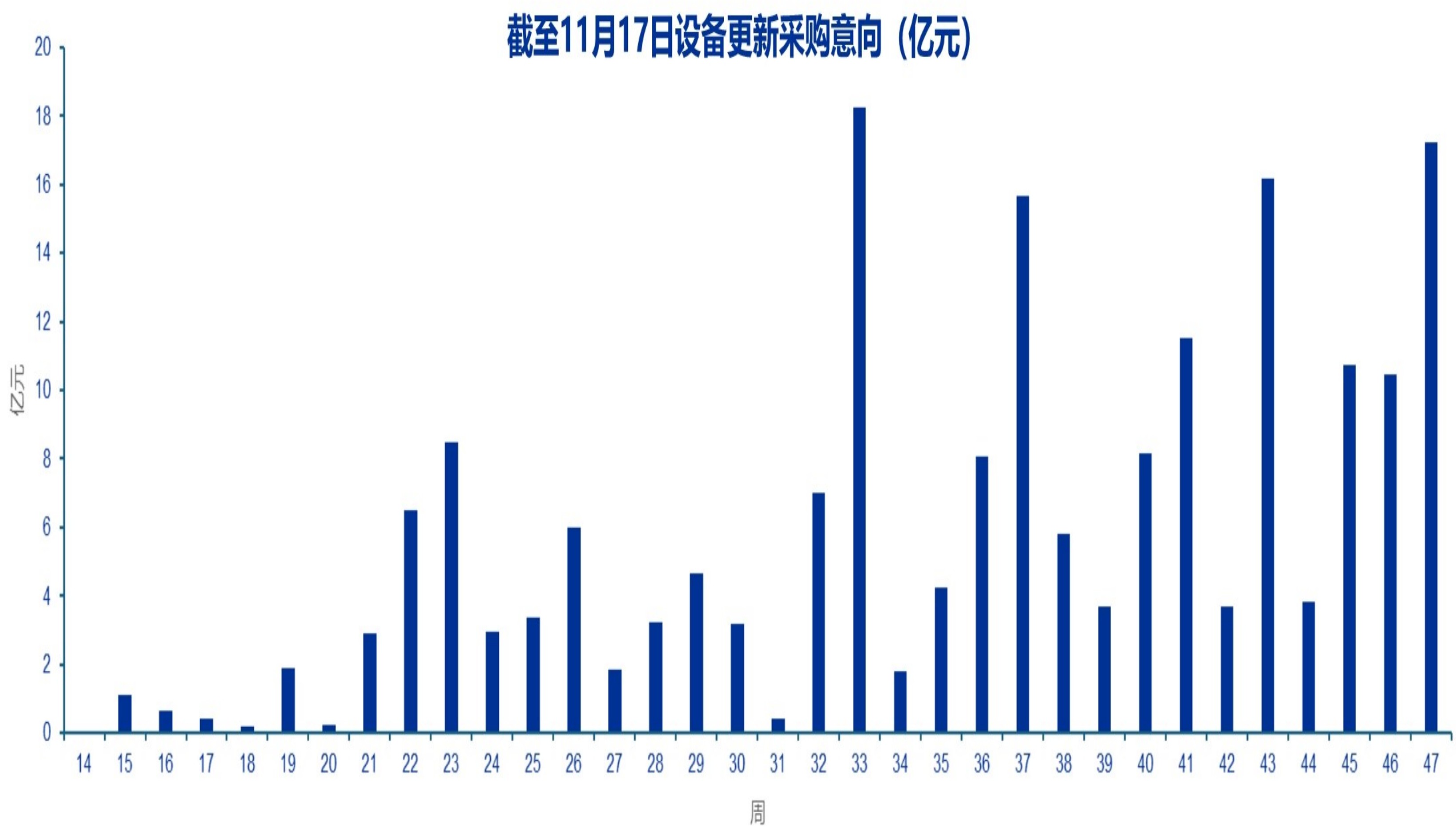


子板块收入增速 (2024年)



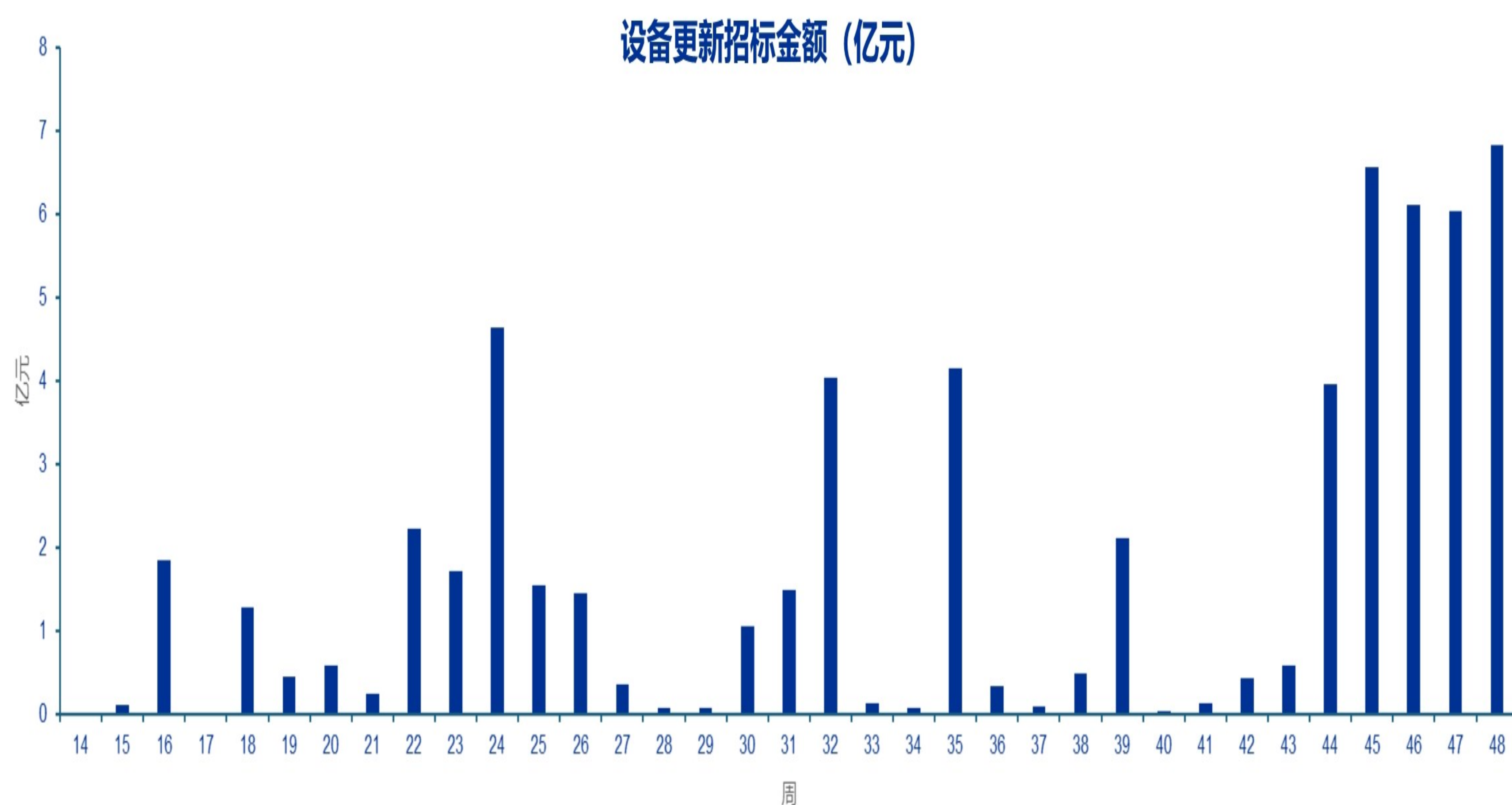
4.2 医疗设备更新启动

- 2024年3月7日，国务院发布了《关于印发〈推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案〉的通知》，其中指出，到2027年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上。随后各个省市接连发布医疗设备更新政策。
- 根据众成医械的数据，截至11月底，国内医疗领域设备更新采购意向预算总金额达194亿元，且在不断增加。



4.2 医疗设备更新启动

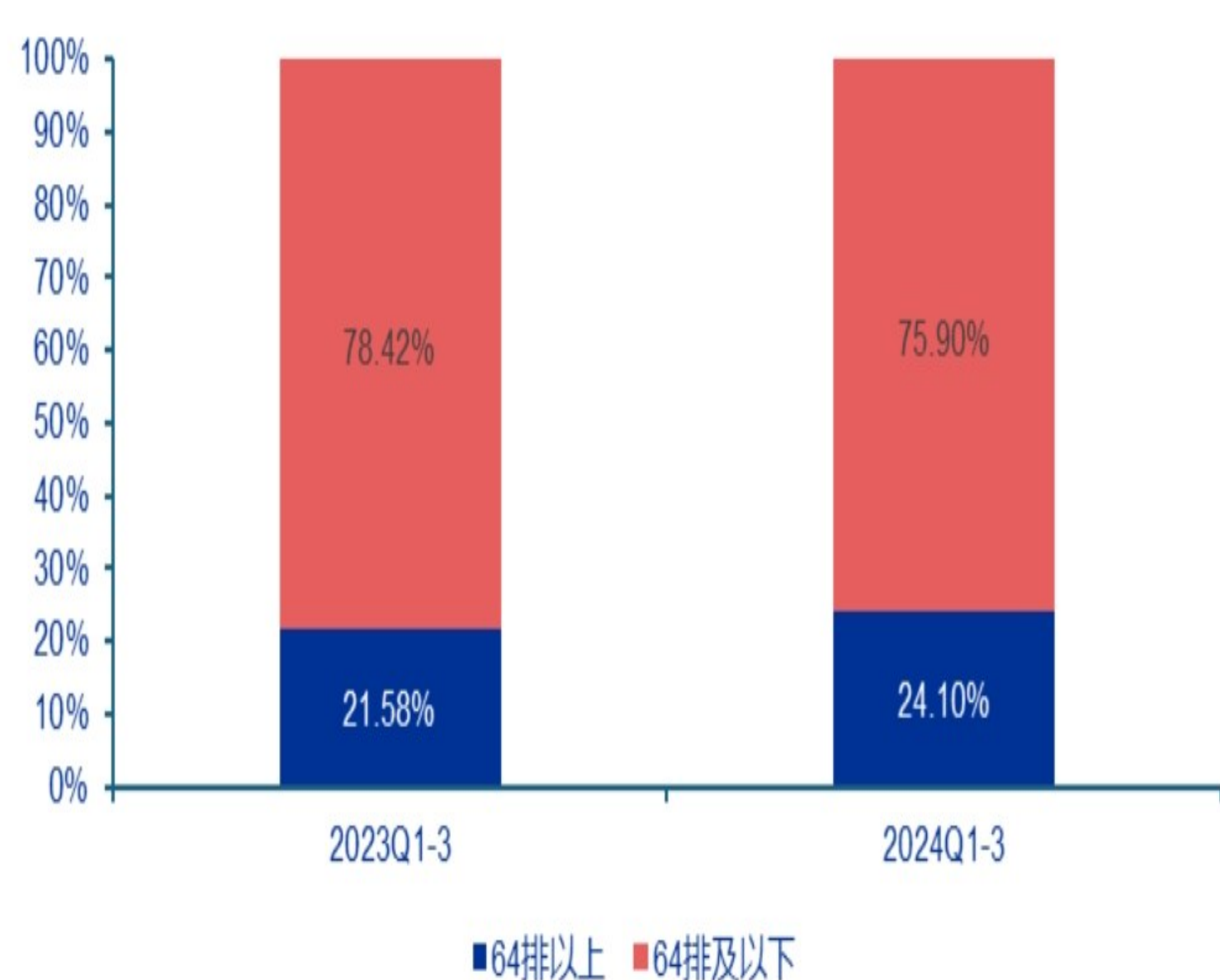
- **今年各省的推进低于预期：**和一般消费品更新不同，医疗设备采购流程复杂且涉及多方主体，今年的设备更新主要为“试水”。从3月份发文以来，医疗设备的更新实际招标推进迟缓，设备更新政策的不确定性也导致常规采购受到影响。
- **近期招标明显提速：**先行省份的设备更新项目逐渐进入招采阶段，近期招标趋势明显提升。
- **看好明年设备更新贡献：**我们预计医疗设备更新会在2024年底进入高峰，并一直延续到明年（设备更新是3年维度政策），随着今年“试水”的完成，明年的采购规模和涵盖范围预计都将在今年基础上增加。



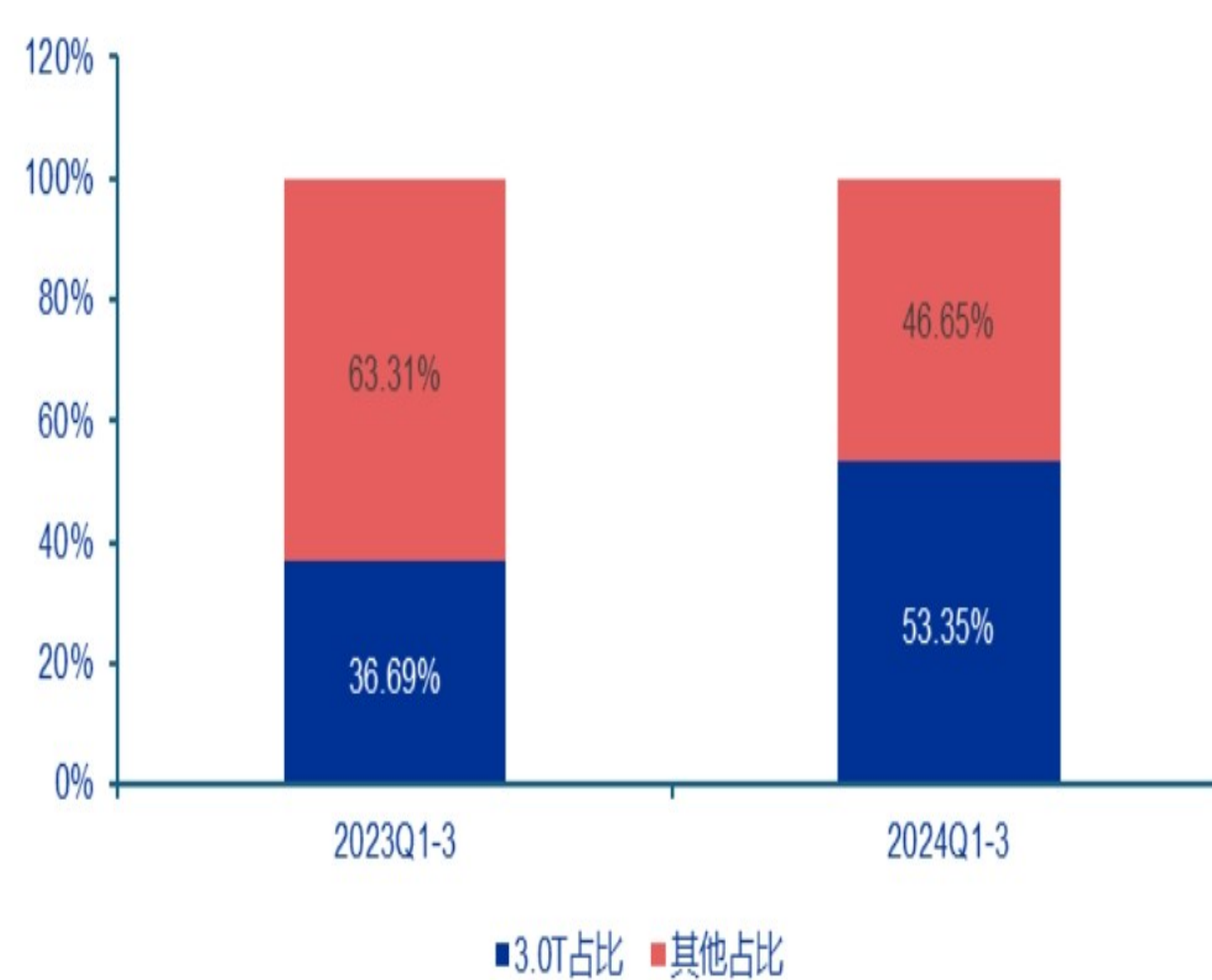
4.3 高端、智能需求提升

- 在总需求增速的放缓大背景下，国内医疗器械需求（包括医院采购设备和耗材试剂使用）的高端化结构转型已经成为行业持续增长的有利支撑。
- 以CT为例，根据众成医械的数据，虽然今年总需求下滑，但2024年前三季度64排以上CT（不包括64排）采购占比增加到了24.1%（2023年前三季度为21.6%）。
- 以磁共振为例，根据众成医械的数据，2024年Q1-Q3国内磁共振设备市场规模同比下降了47%，但高端磁共振设备（3.0T）市场规模占比增加17%。

CT市场中64排以上占比提高



MR市场中3.0T占比提高



4.3 高端、智能需求提升

- 今年国内大环境总体不利，但头部公司再次证明了创新的强大驱动力：
- 以迈瑞为例，公司的A20超高端超声、免疫（包括TLA流水线）等高端产品有利带动了国内业务；
- 以联影为例，新冠以后经济型CT行业需求下降，但高端产品需求旺盛（高场强磁共振、PET-CT、高端CT等）；
- 以爱博为例，去年晶体全国集采对出厂价略有影响，公司双焦点晶体快速放量（需求升级+进口替代）。

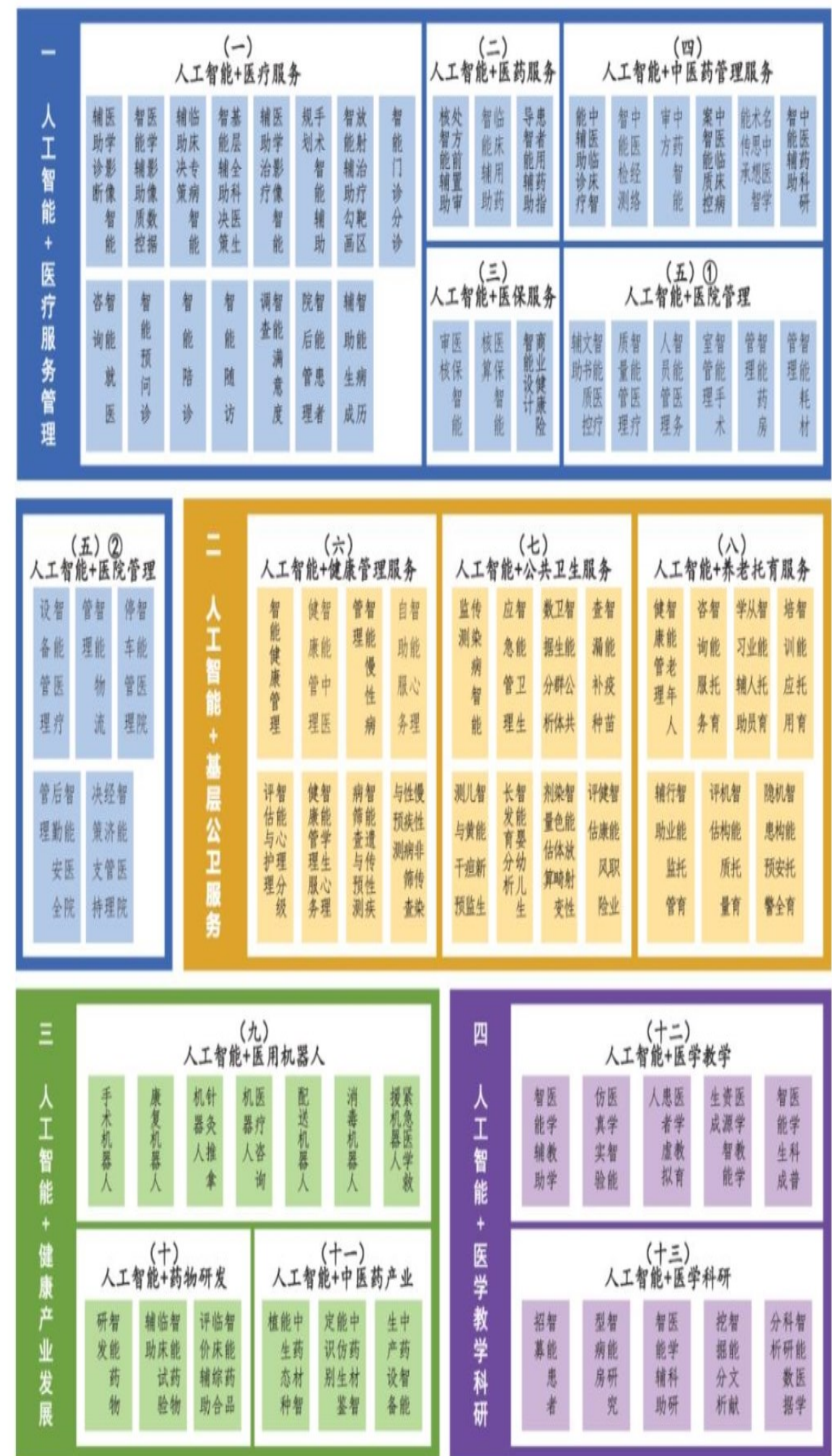
迈瑞医疗昆仑Resona A20超高端超声、联影医疗5.0T磁共振uMR Jupiter和爱博医疗“全视”非球面衍射多焦人工晶体



4.3 高端、智能需求提升

- **三部门细化AI医疗应用指引：**国家卫生健康委、国家中医药局、国家疾控局联合发布《卫生健康行业人工智能应用场景参考指引》，明确四大领域的13大类、84个应用场景参考指引，旨在推动“人工智能+”在医疗领域的创新应用。
- **人工智能辅助诊断首次被列入价格构成：**国家医保局在放射检查、超声检查、康复类项目中设立“人工智能辅助”扩展项，即同样的价格水平下，医院可以选择培养医务人员进行诊疗，也可以选择使用人工智能参与诊疗行为。
- **我们认为：**包括AI（特别是大模型技术）在内的智能化技术有望提高医疗水平，提升医院效率，推进医疗同权，智能化产品的需求有望爆发。

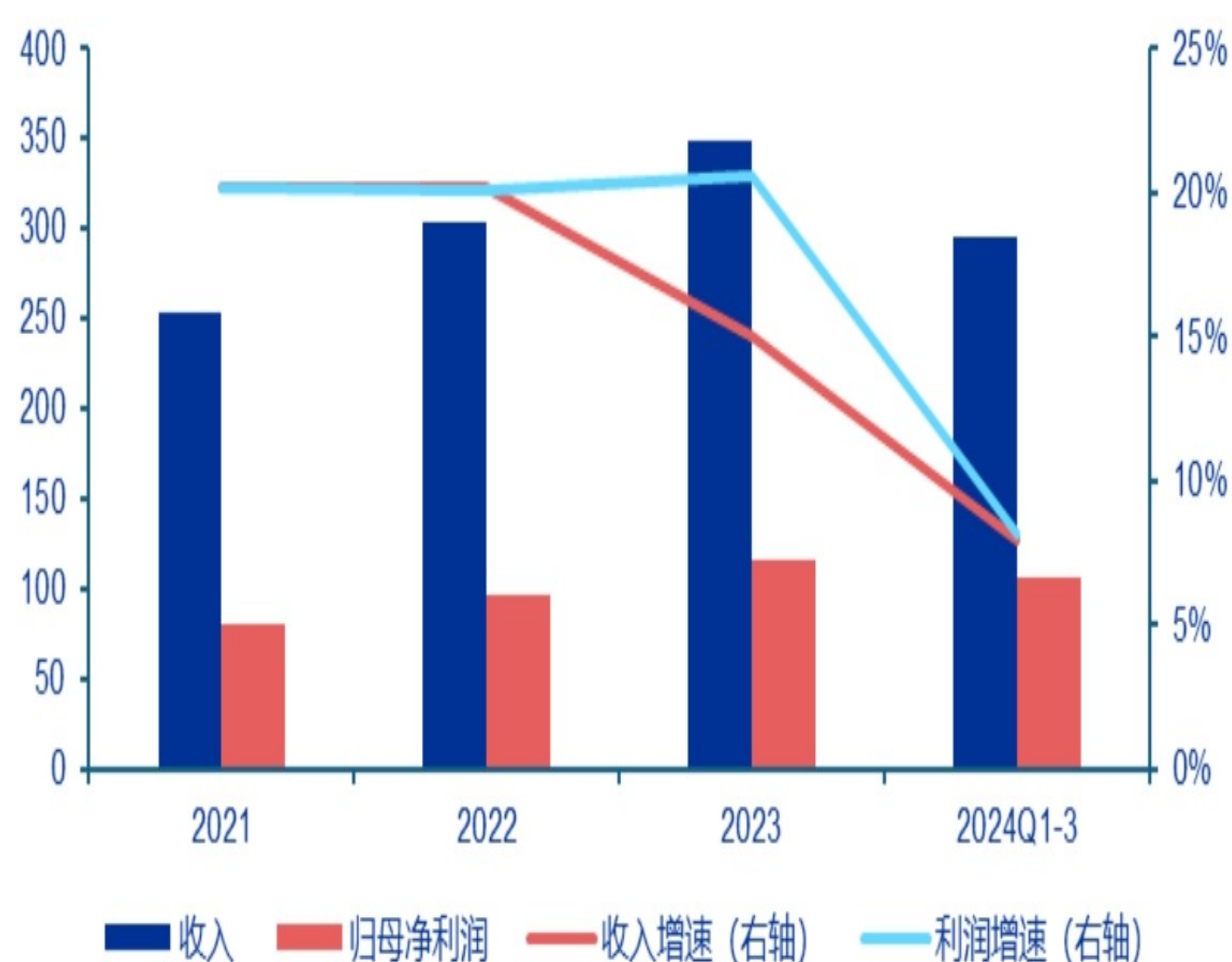
AI医疗应用指引



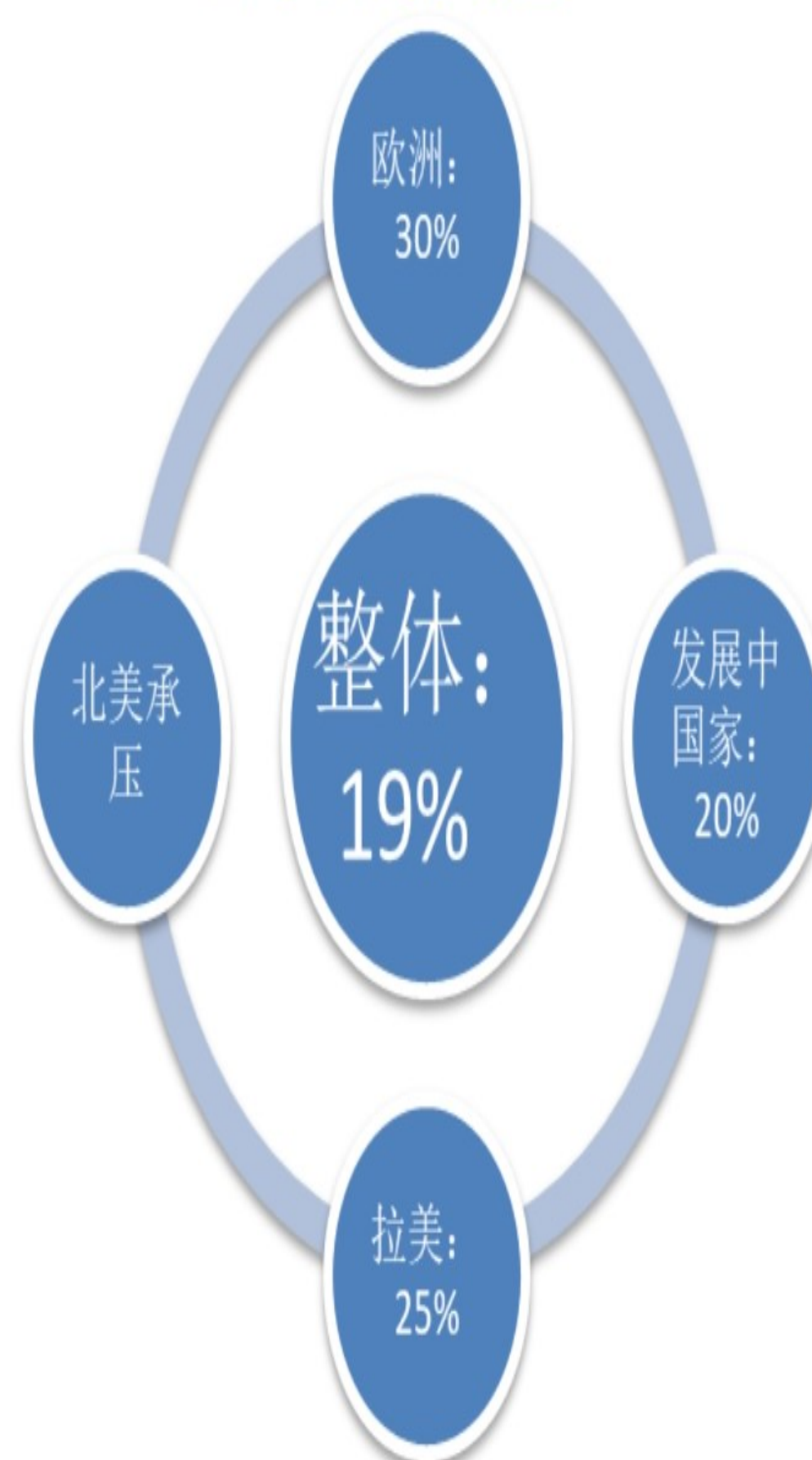
4.4 迈瑞医疗：2024年国内低基数，IVD、海外、新产品高增长

- **国内设备类招采承压**：公司前三季度实现营业收入295亿元，同比增长8%，实现归母净利润106亿元，同比增长8%。
- **IVD、海外和新产品持续高增长**：分产线看，前三季度体外诊断产线增长20.9%，其中化学发光增长超过了20%，IVD海外收入增长超过了30%，国内增速约15%；医学影像产线前三季度增长11.4%，其中超声高端及超高端系列增长超过了30%；生命信息与支持产线前三季度下滑11.7%，其中微创外科业务增长超过45%，海外业务增长超10%，因地方政府资金紧张导致医院新改扩建项目建设放缓，国内生命信息与支持产线前三季度收入下滑超过20%。

公司收入及利润 (单位: 亿元)



公司Q3海外增速



4.4 迈瑞医疗：看好2025年增速提升

- **设备更新和招采恢复：**去年新冠放开监护线基数较高，今年反腐、设备更新延后等导致国内需求下滑。公司超声、硬镜和部分生命支持产品受益于本次设备更新，预计需求快速恢复同时公司份额进一步提高。当前仍处在医疗新基建时期，公司国内商机仍处在高位，预计今年延后的常规采购将在明年加速落地。
- **其他催化剂：**（1）高端进口替代：A20超高端超声（特别是今年新上市的妇科A20）、TLA流水线等；（2）集采后的机遇：公司生化、免疫份额提高，国产替代加速；（3）海外持续发力：海外生产基地加速启动（将来会有13个海外基地），IVD、硬镜等更多产品拓展全球市场。

女娲·Nuova A20超高端彩超



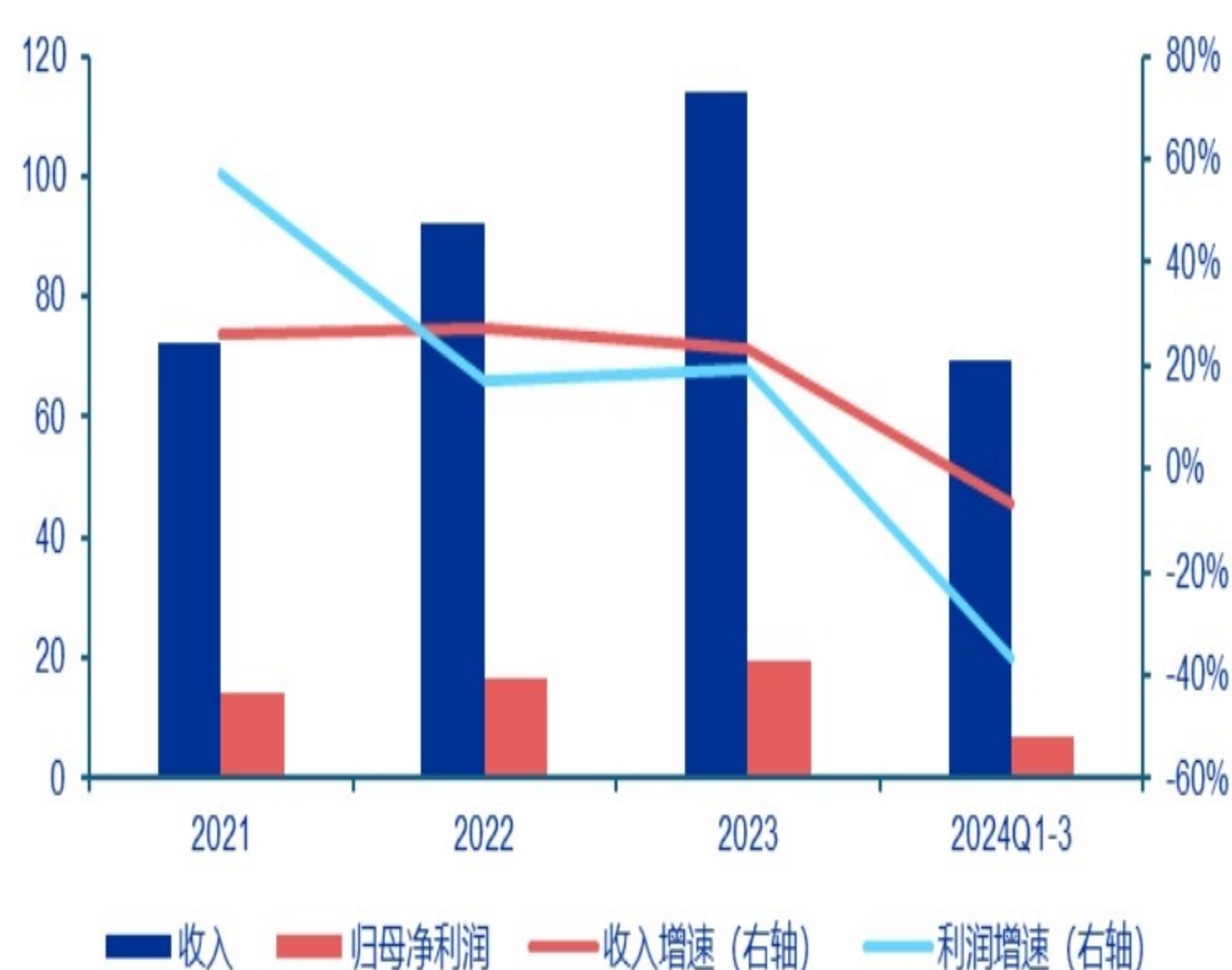
迈瑞的全球布局



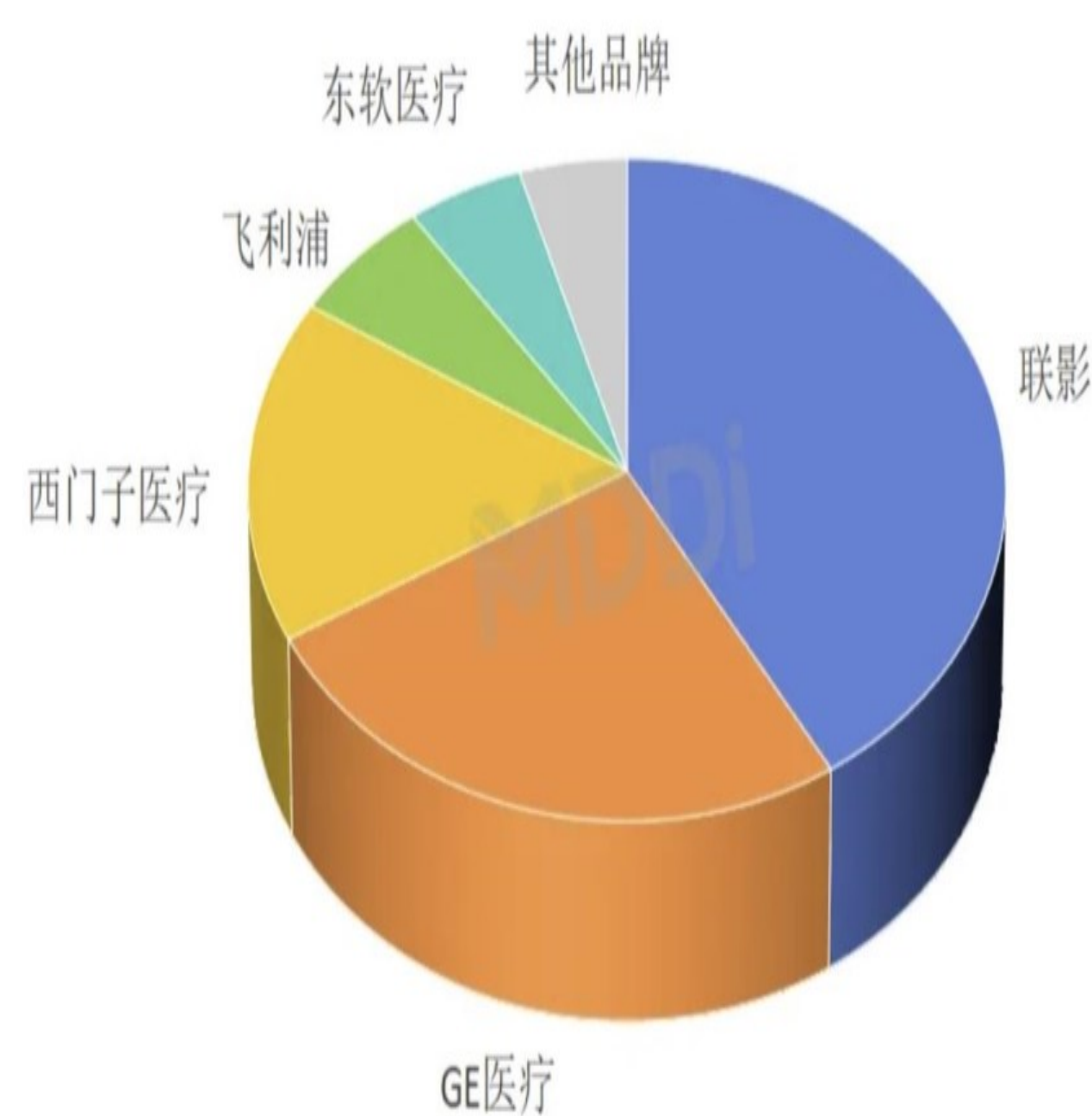
4.5 联影医疗：受宏观影响较大，2024年低基数

- **大型设备受宏观环境影响较大：**公司前三季度实现收入70亿元，同比下降6%，实现归母净利润7亿元，同比下降37%。
- **高端产品和海外实现高增长：**（1）**高端产品占比提升：**公司采取“高举高打，全线覆盖”的战略，国内CT、MR、RT等产品线的市场占有率（尤其高端和超高端产品）不断提高；（2）**海外布局加速：**Q1-3海外收入14亿，同比增长36.5%，公司在海外各区域的品牌影响力和市场份额稳步提升。

公司收入及利润（单位：亿元）



今年Q1-3国内64排以上CT市场格局



4.5 联影医疗：看好采购拐点以及公司全球布局

- **设备更新和招采恢复：** CT、MR、DSA和DR等影像设备是设备更新的重点产品，公司国内设备收入占比高，产品覆盖档次全面（高端及经济型需求均能满足），我们预计公司将是设备更新的明显受益者（市场规模扩大，占比进一步提高）。
- **其他催化剂：**（1）海外发展加速：公司在海外建设生产基地（及研发总部），设立区域服务中心，在德国、英国、法国、西班牙、意大利新成立国家总部。目前海外呈全面开花状态，各区域均实现较快增长，公司正快速向全球化公司转变；（2）新产品新技术：超声蓄势待发，光子计数等值得期待。

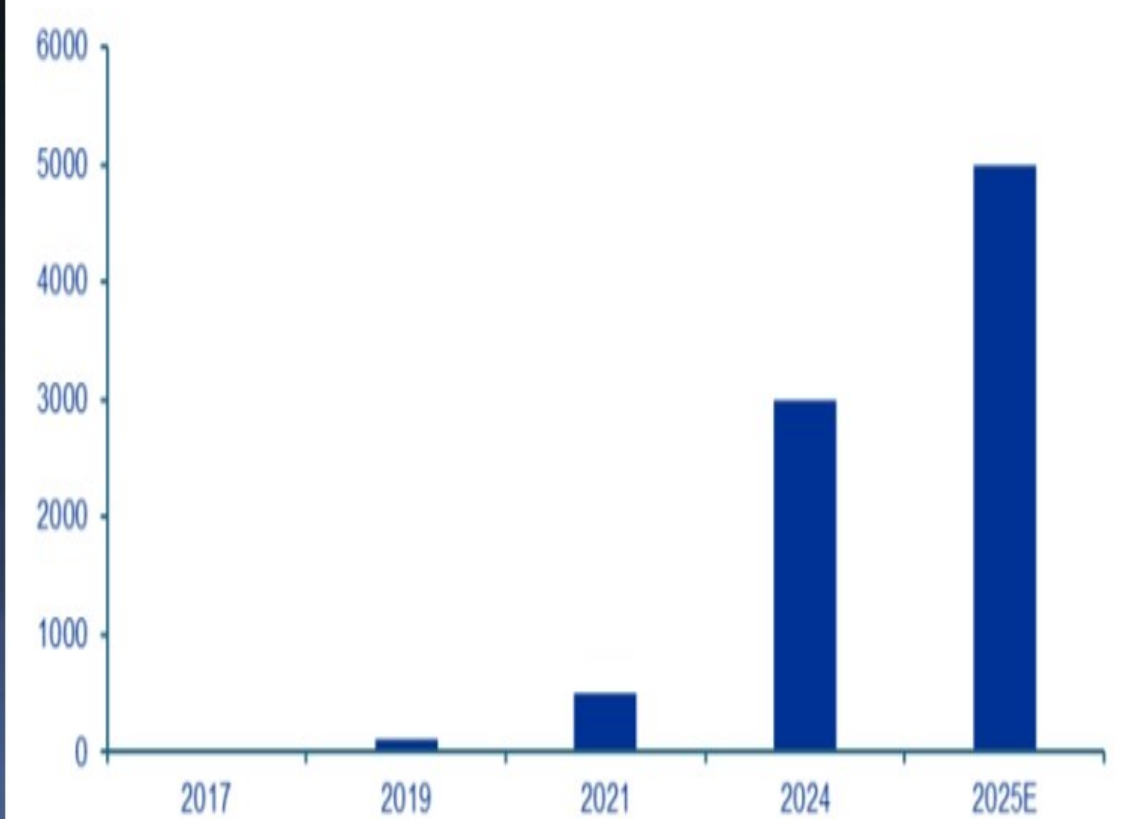
设备更新清单

产品类别	黑龙江	云南	新疆维吾尔自治区	安徽省	北京市	广东省	河北省	福建省	湖北省	甘肃省
超声影像诊断设备										
计算机断层扫描系统 (CT)										
磁共振成像设备										
数字化X线诊断系统 (DR)										
生化分析仪										
尿化验分析仪										
血细胞分析仪										
腹腔镜镜										
腹腔镜										
多功能监护仪										
血管造影系统 (DSA)										
凝血分析仪										
血液透析设备										
移动式影像系统 (含C形臂)										
腹腔镜镜										

联影海外布局



联影海外装机 (单位: 台)

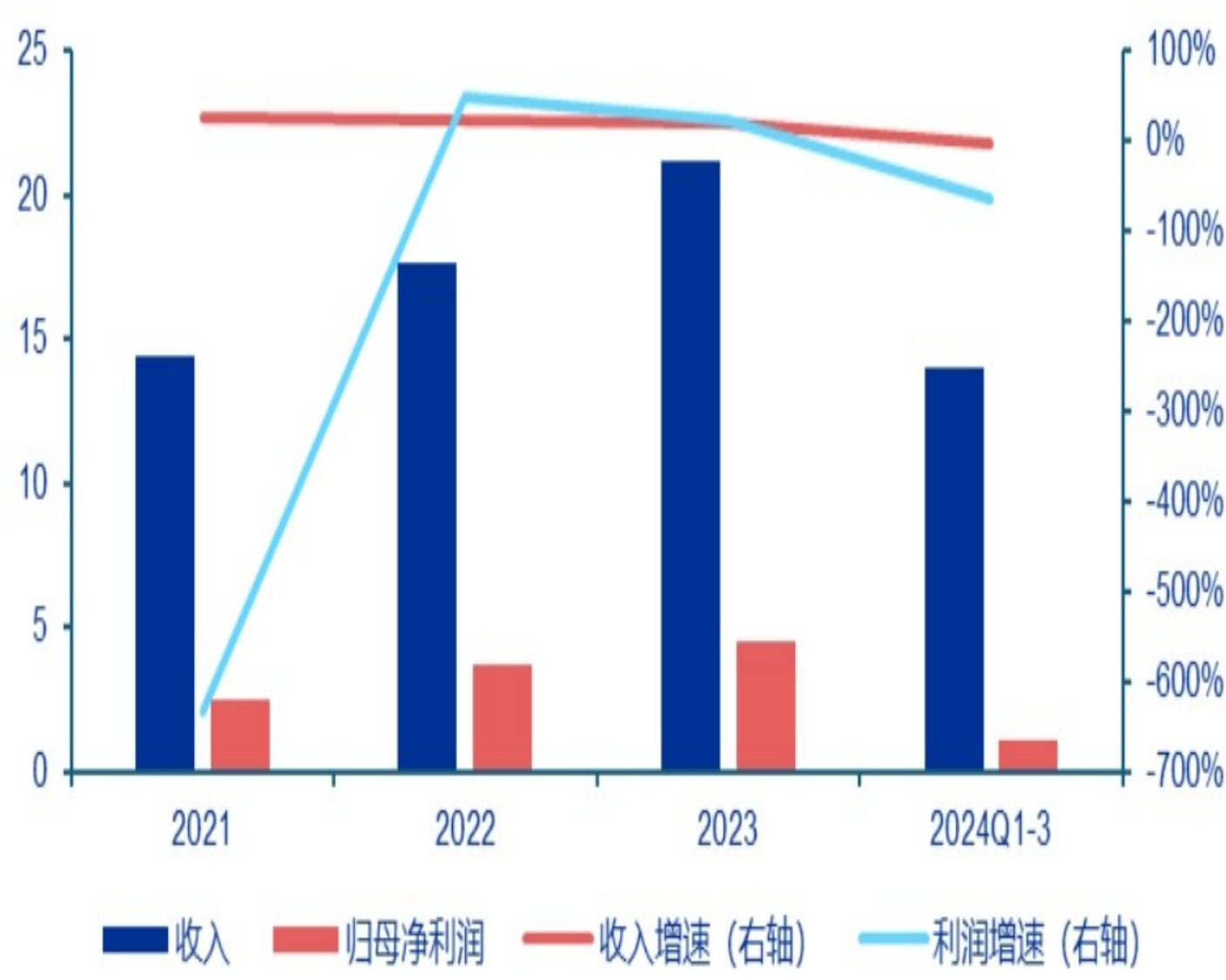


注：方格内颜色深浅表示该省份采购意向中该产品的采购频次排名，颜色越深，采购频次排名越高，只标记各省前三

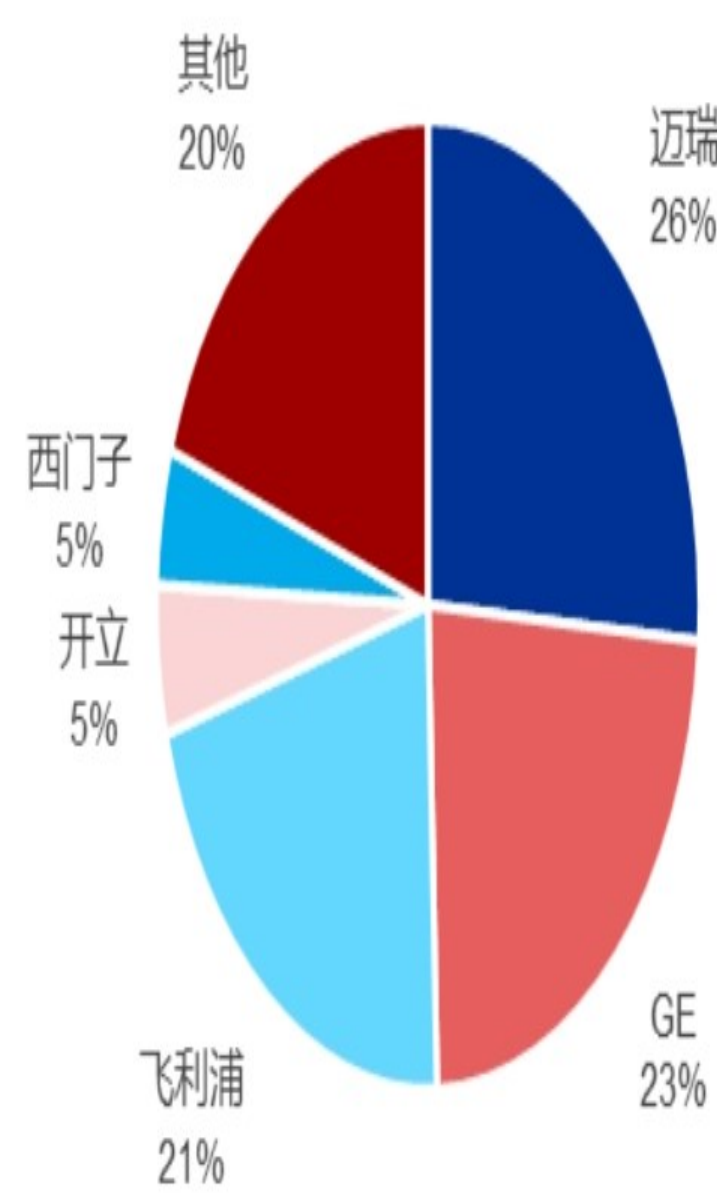
4.6 开立医疗：受益设备更新，期待利润率提升

- **今年业绩承压：**公司前三季度实现收入14亿元，同比下降5%，实现归母净利润1.1亿元，同比下降66%。今年终端采购减少，超声和内镜招标量下滑，影响了公司收入增长。同时公司加大了研发和营销团队的投入，利润端下滑更加明显。
- **2025年催化剂：**（1）设备更新和招采恢复：公司超声和内镜均受益于设备更新政策，且市占率较低，作为国产领先企业，设备更新中份额有望提高；（2）公司产品推陈出新（HD580等），硬镜等新业务逐渐起量后，规模效应体现，利润率提升；（3）出海超预期。

公司收入及利润（单位：亿元）



超声市场格局（2024Q3，按金额）



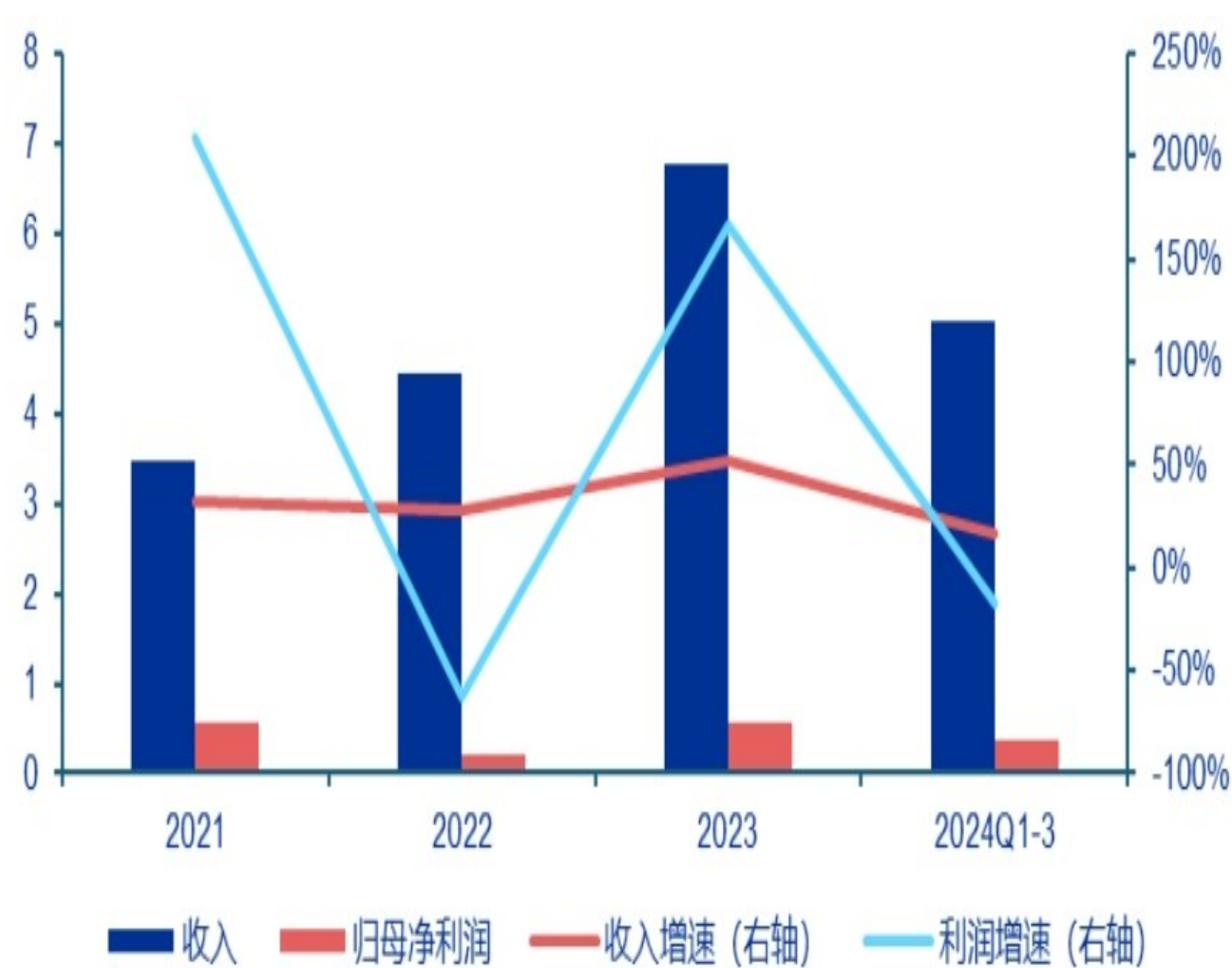
开立HD580软镜



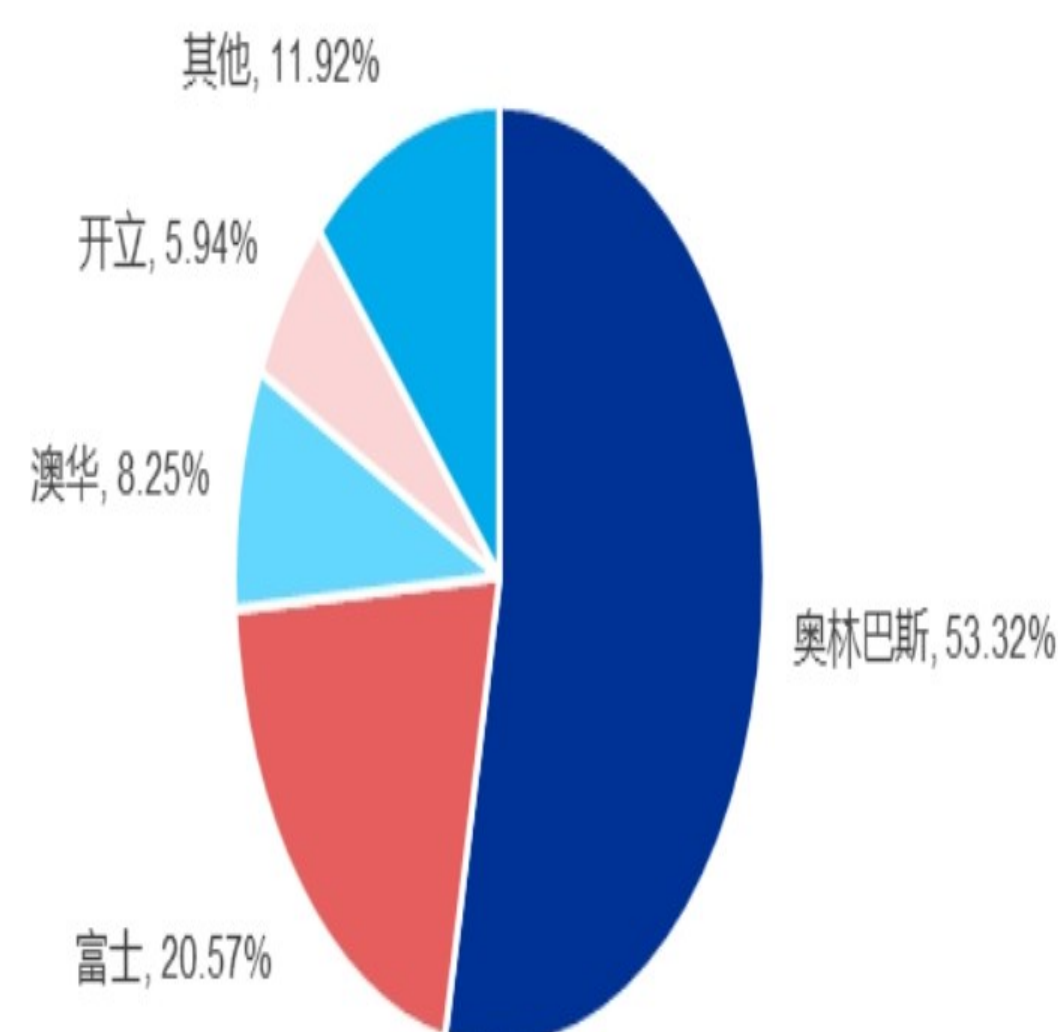
4.7 澳华内镜：市占率提高，看好AQ300前景

- **设备更新和招采恢复：**公司前三季度实现收入5.0亿元，同比增长17%，实现归母净利润0.37亿元，同比下降17%。终端招采受到行业环境影响，但公司市场占有率有所提升。
- **2025年催化剂：**（1）设备更新和招采恢复：公司内镜受益于设备更新政策，且市占率较低，作为国产领先企业，设备更新中份额有望提高；（2）AQ-300经过2年市场推广，预计2025年将加速进入收获期；（3）海外高增长。

公司收入及利润 (单位: 亿元)



软镜市场格局 (2024Q3, 按金额)



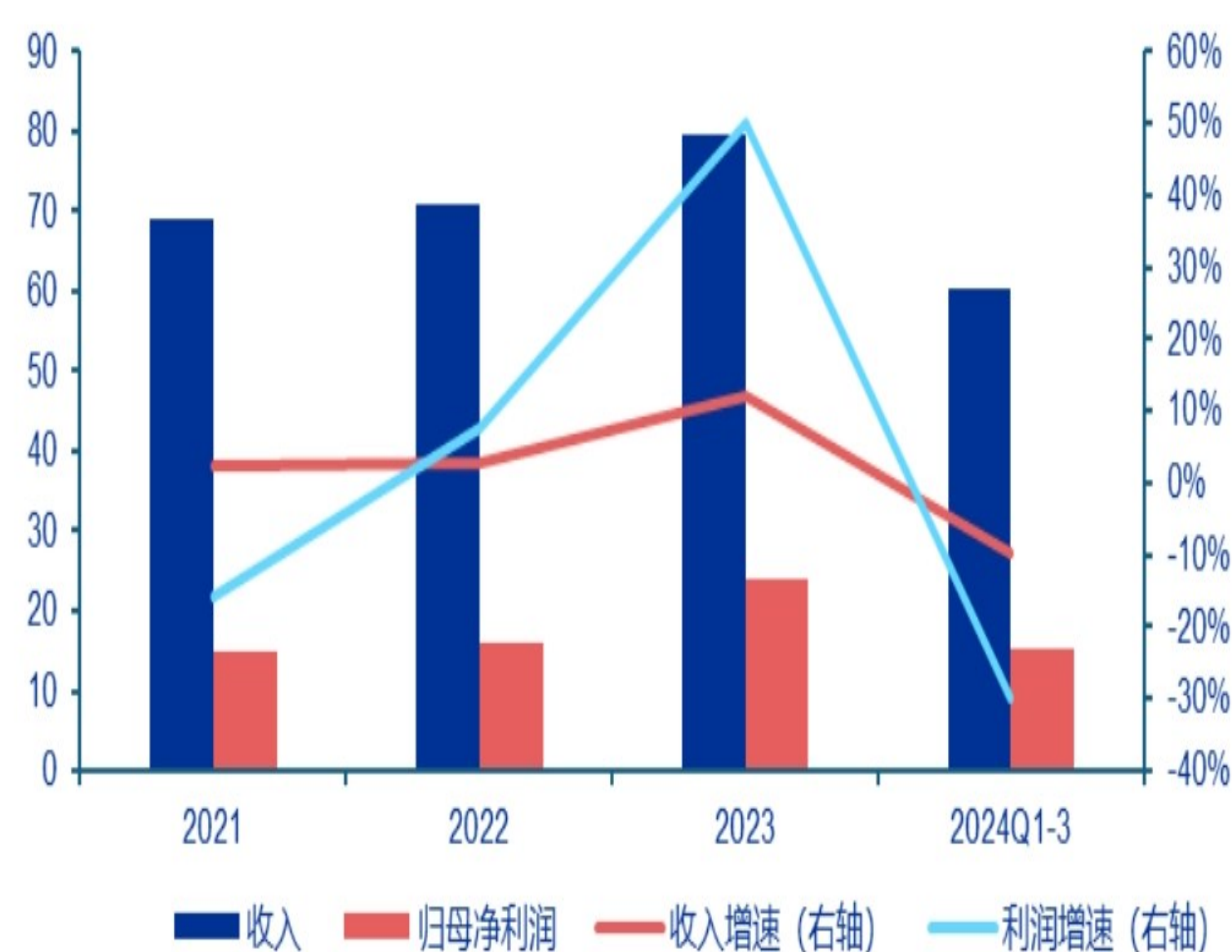
澳华AQ-300软镜



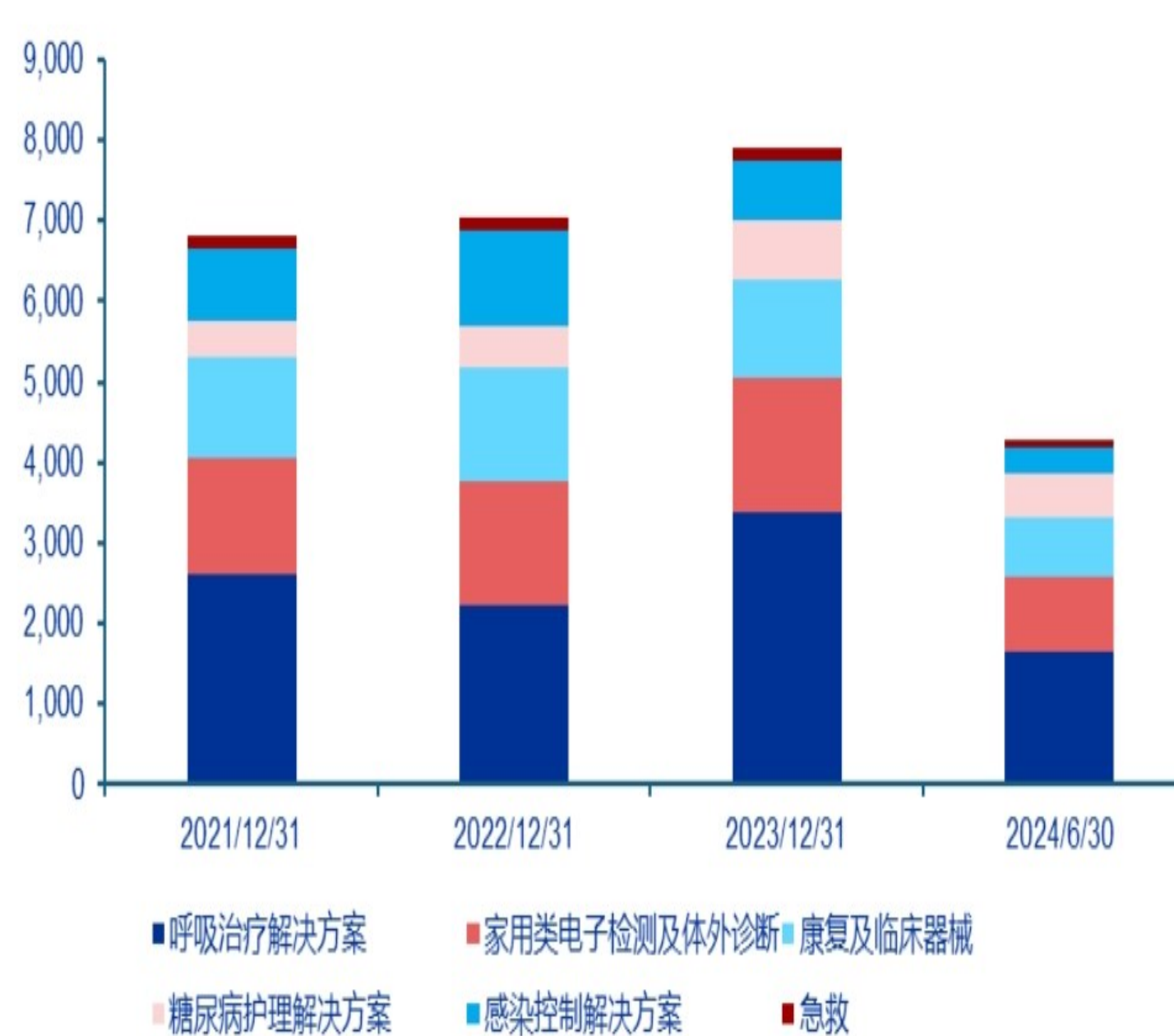
4.8 鱼跃医疗：预计家用需求回暖，看好公司产品结构高端化

- **高基数下今年业绩承压：**公司前三季度实现收入60.28亿元，同比下降10%，实现归母净利润15.32亿元，同比下降30%。去年新冠放开高基数，同时今年家用需求疲软，公司今年业绩出现下滑。近年来公司血糖、呼吸制氧等占比提高，公司收入结构高端化趋势明显。
- **2025年催化剂：**（1）家用消费复苏：随着家用医疗器械的渠道及家庭库存逐渐出清，我们认为具有更多耗材刚需需求属性的家用医疗器械需求将在明年逐步复苏；（2）家用设备补贴：部分地方开始对家用医疗器械换新进行补贴，2025年规模放大有望拉动需求，尤其对国产大品牌有利；（3）新产品：包括新一代CGM等；（4）海外布局提速。

公司收入及利润 (单位: 亿元)



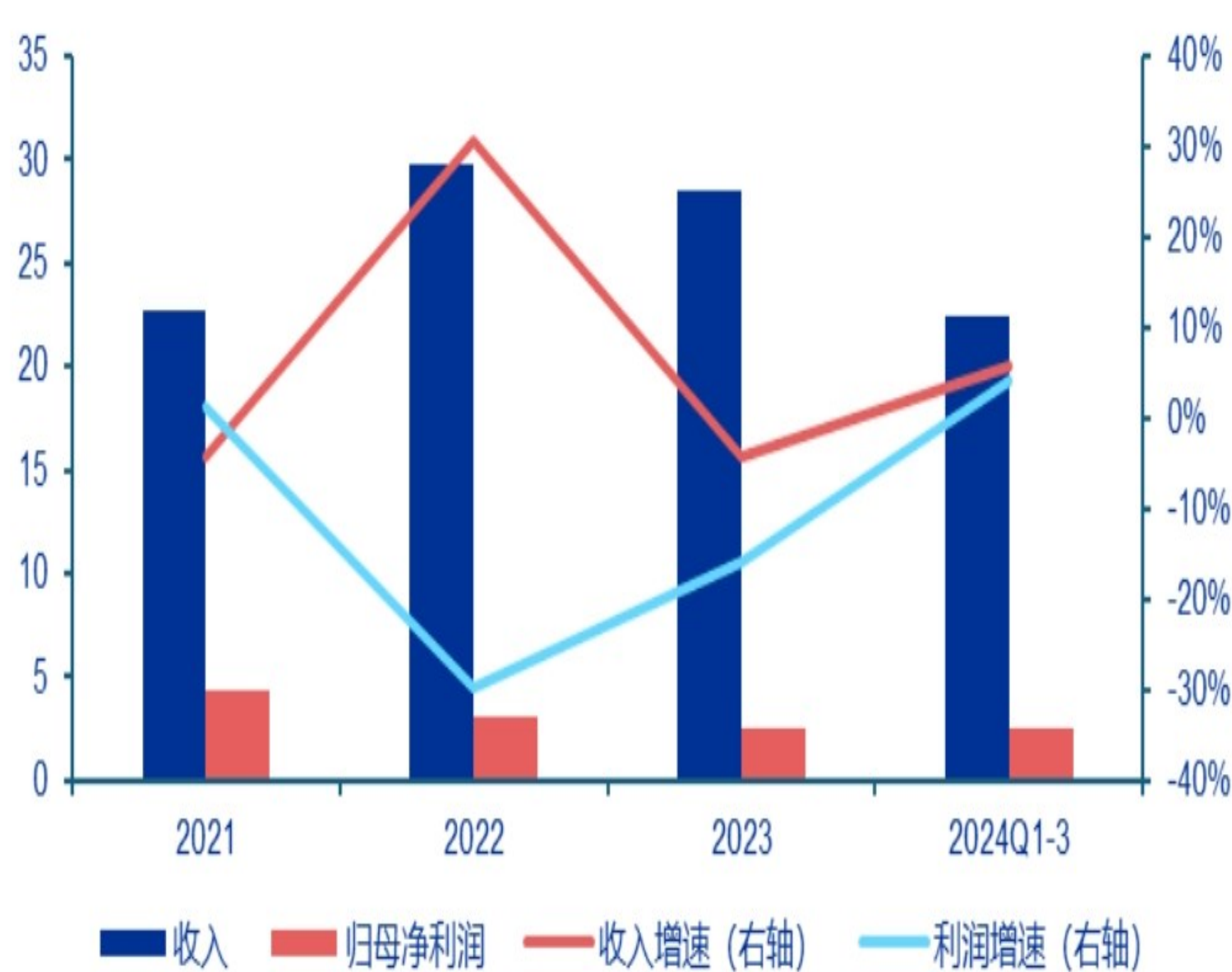
公司收入分拆 (单位: 百万元)



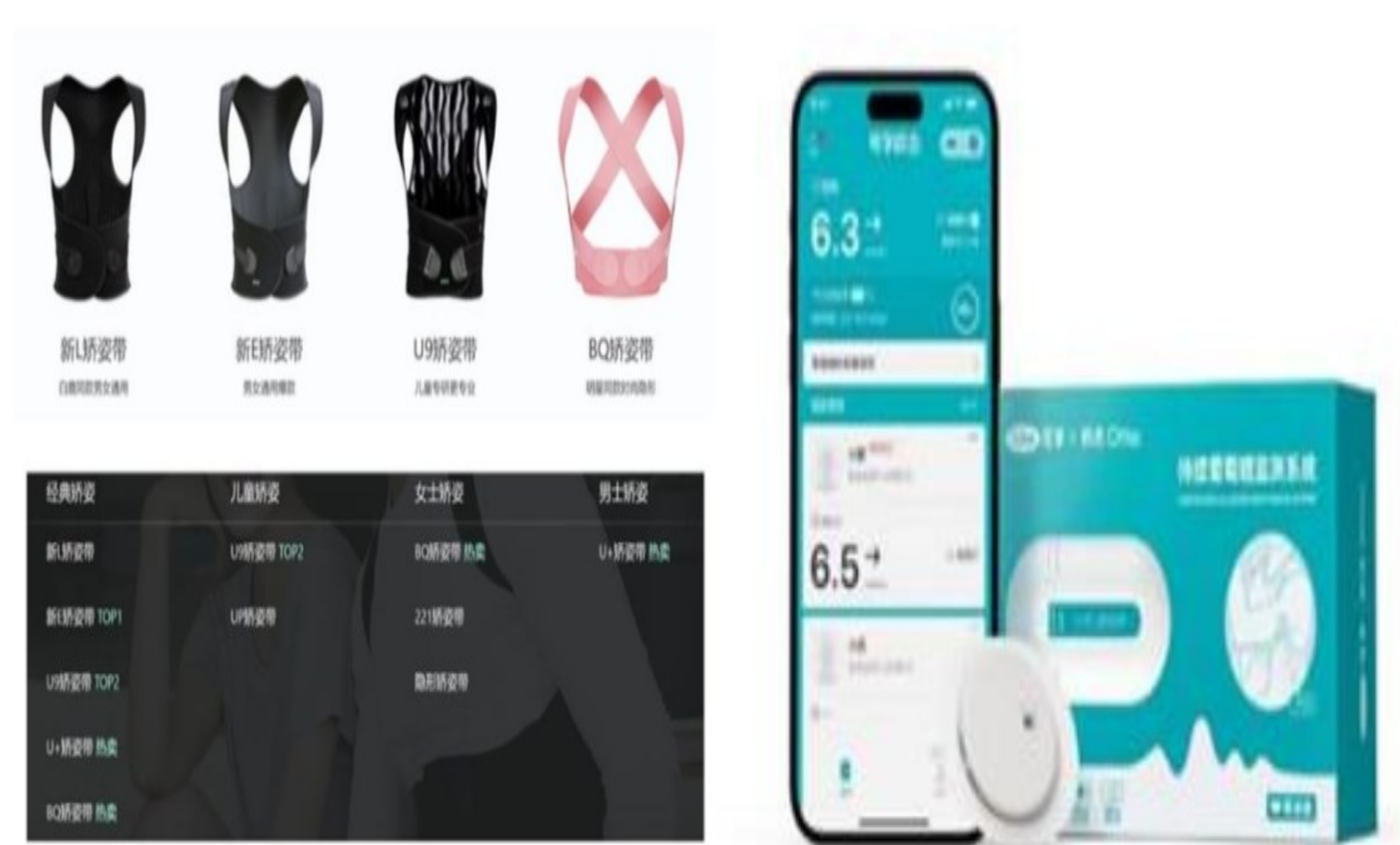
4.9 可孚医疗：预计家用需求回暖，看好公司渠道能力和听力业务

- **今年常规产品维持高增长：**公司前三季度实现收入22亿元，同比增长6%，实现归母净利润2.52亿元，同比增长4%。剔除口罩、新冠抗原检测试剂盒等防护类产品后，受到背背佳、兴趣电商等带动，公司常规类产品收入同比高增长。
- **2025年催化剂：**1) 家用消费复苏：随着家用医疗器械的渠道及家庭库存逐渐出清，我们认为具有更多耗材刚需需求属性的家用医疗器械需求将在明年逐步复苏；2) 家用设备补贴：部分地方开始对家用医疗器械换新进行补贴，2025年规模放大有望拉动需求，尤其对国产大品牌有利；3) 听力验配中心的利润率逐步提升；4) 兴趣电商持续高增长；5) CGM和背背佳产品超预期。

公司收入及利润 (单位: 亿元)



背背佳及CGM



主要内容

1. 行业政策边际改善，支付端释放积极信号
2. 2024年医药板块行情复盘及行业运行情况
3. 创新药：支付端新增量支撑板块持续高增长
4. 医疗设备：期待内需复苏及结构调整
5. 民营医院：期待业绩反转
6. 线下药店：关注产能去化中的头部效应
7. 投资分析意见及风险提示

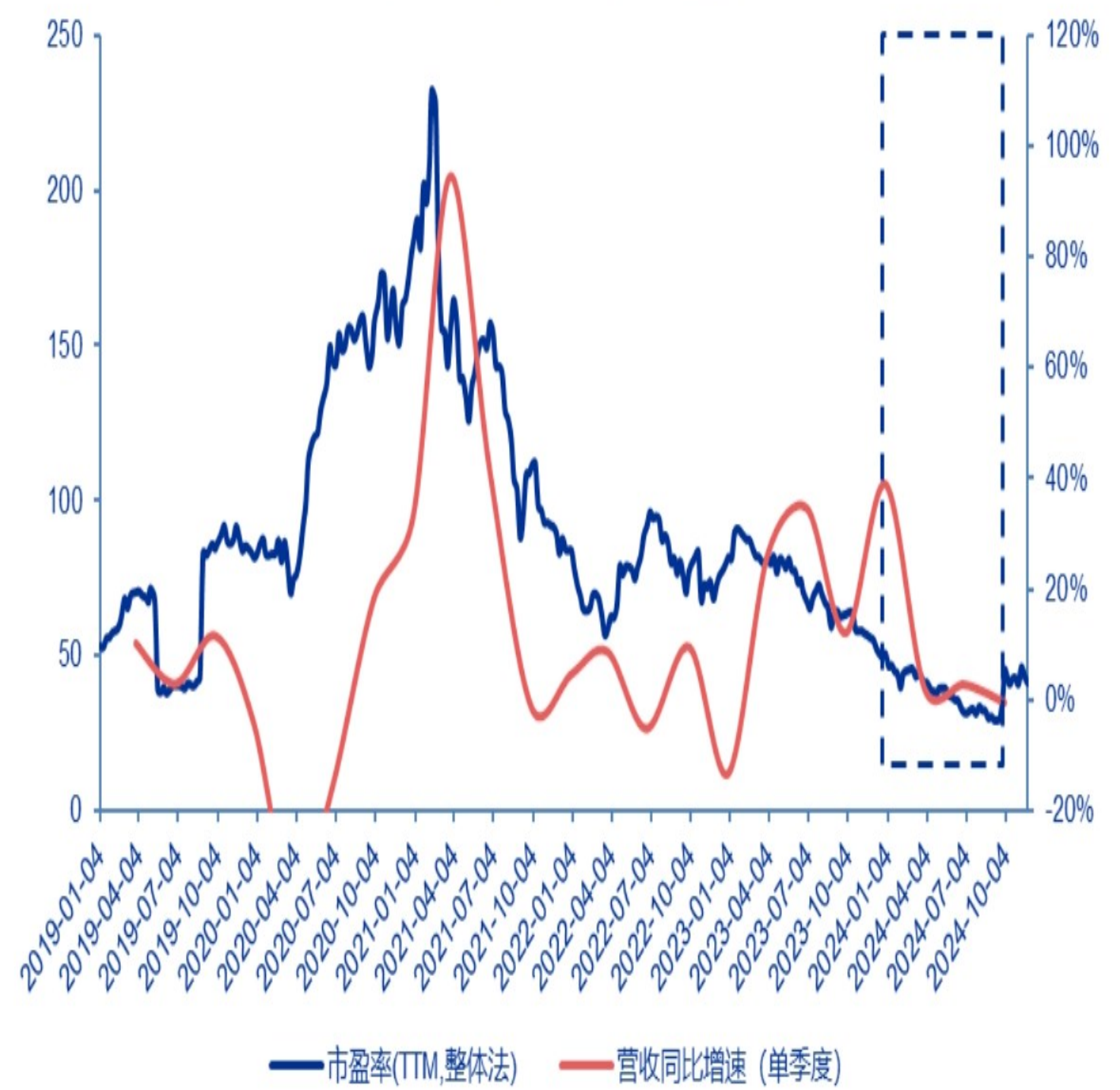
5.1 民营医院板块处于业绩、估值双底

- **业绩复盘：**受消费意愿下降影响，消费类医疗2024年前三季度业绩大多出现下滑，相较之下，严肃医疗类公司业绩韧性稍强，部分公司收入和利润端仍能维持原有增速。
- **估值：**2024Q3业绩增速达到2023年以来的最低点，而板块PE估值也达到2021年以来的低点，在估值端，10月开始出现反弹。
- **展望2025年，**受益于医保支付政策边际改善的严肃医疗中，建议关注有外延扩张逻辑的标的，如新里程；若明年消费意愿出现反弹，消费类医疗将明显受益，建议关注弹性较大标的，如普瑞眼科。

医院板块部分公司业绩&估值情况

分类	证券代码	证券简称	2024/12/11 市值	营业收入		归母净利润		PS		PE	
				CAGR 2019-2023	YoY 2024Q1-3	CAGR 2019-2023	YoY 2024Q1-3	24E	25E	24E	25E
消费医疗	300015.SZ	爱尔眼科	1,398	19%	2%	25%	9%	6	6	37	32
	301267.SZ	华夏眼科	188	13%	3%	32%	-24%	4	4	32	27
	301239.SZ	普瑞眼科	85	23%	-1%	53%	-95%	3	3	117	55
	301103.SZ	何氏眼科	38	12%	-8%	-6%	-84%				
	002524.SZ	光正眼科	25	-4%	-15%	-40%					
	600763.SH	通策医疗	224	11%	2%	2%	-3%	7	7	41	36
	002044.SZ	美年健康	206	6%	-1%		-89%	2	2	46	29
	002612.SZ	朗姿股份	82	14%	13%	40%	8%	1	1	27	22
严肃医疗	000516.SZ	国际医学	139	47%	8%			3	2		
	002219.SZ	新里程	104	-1%	7%		58%	3	2	79	43
	300143.SZ	盈康生命	75	27%	11%		-12%	4	4	60	46
	301293.SZ	三博脑科	101	7%	10%	11%	45%				
	1515.HK	华润医疗	48	48%	-2%	-10%	9%	0	0	7	6
	2666.HK	环球医疗	84	19%	-1%	8%	4%	1	1	4	4
	1951.HK	锦欣生殖	82	14%	8%	-4%	-15%	3	2	20	17
	6078.HK	海吉亚医疗	96	39%	36%	104%	15%	2	1	11	10
2273.HK	固生堂	78	27%	38%		15%	3	2	23	16	

申万医院板块业绩&估值情况

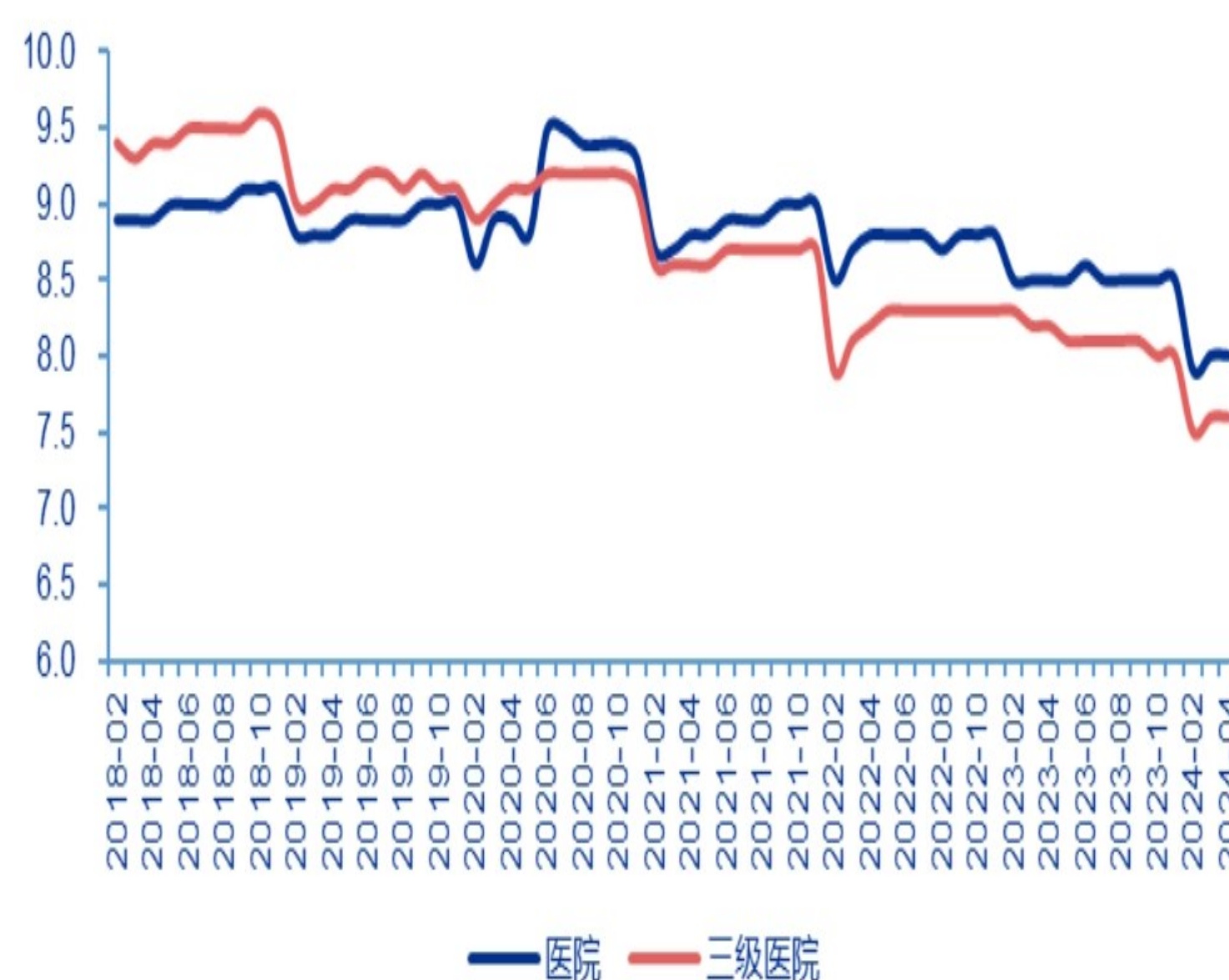


注：港股标的市值及经营指标均已转成按人民币表示；港股2024Q1-3增速列为24H1增速

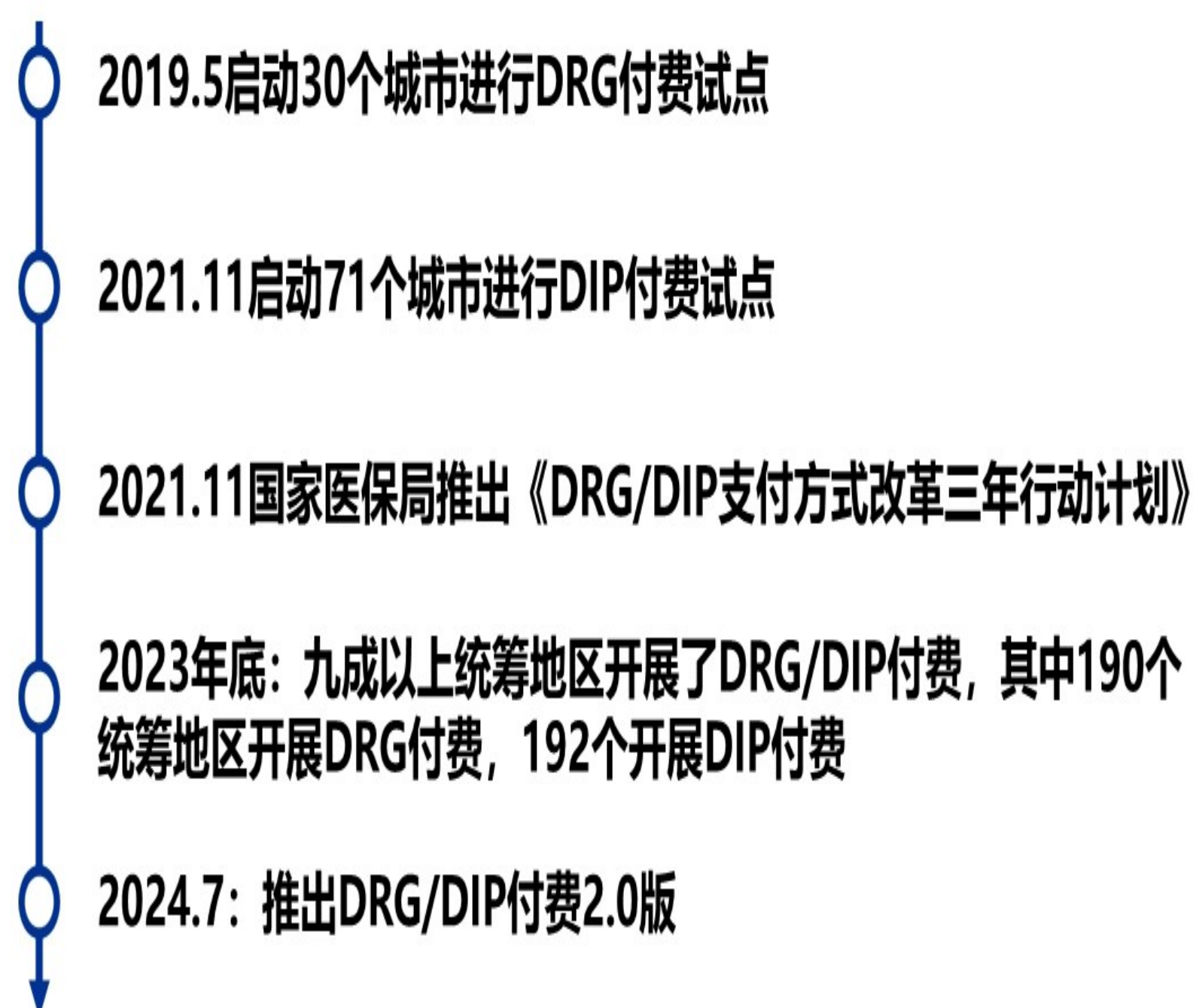
5.2 严肃医疗有望受益于支付端的边际改善

- 2024H1海吉亚的医保坏账率为2.4%，较2023H1同比上升1.4pct。而医院的上游端药品批发企业2023年应收回款天数平均为152天，比2022年增加2天。
- **2025年有望迎来的边际改善：**DRG/DIP支付改革已全面铺开，全国三级医院的平均住院天数已下降至7.6天（改革前2018.4为9.4天），改革已初见成效，各大医疗机构也已充分适应；今年11月推出的医保预付金制度有望改善医疗机构的现金流及坏账情况；化债和商保支持政策，有望从支付端改善基本医保压力，商保发展也有助于医院开展创新项目。

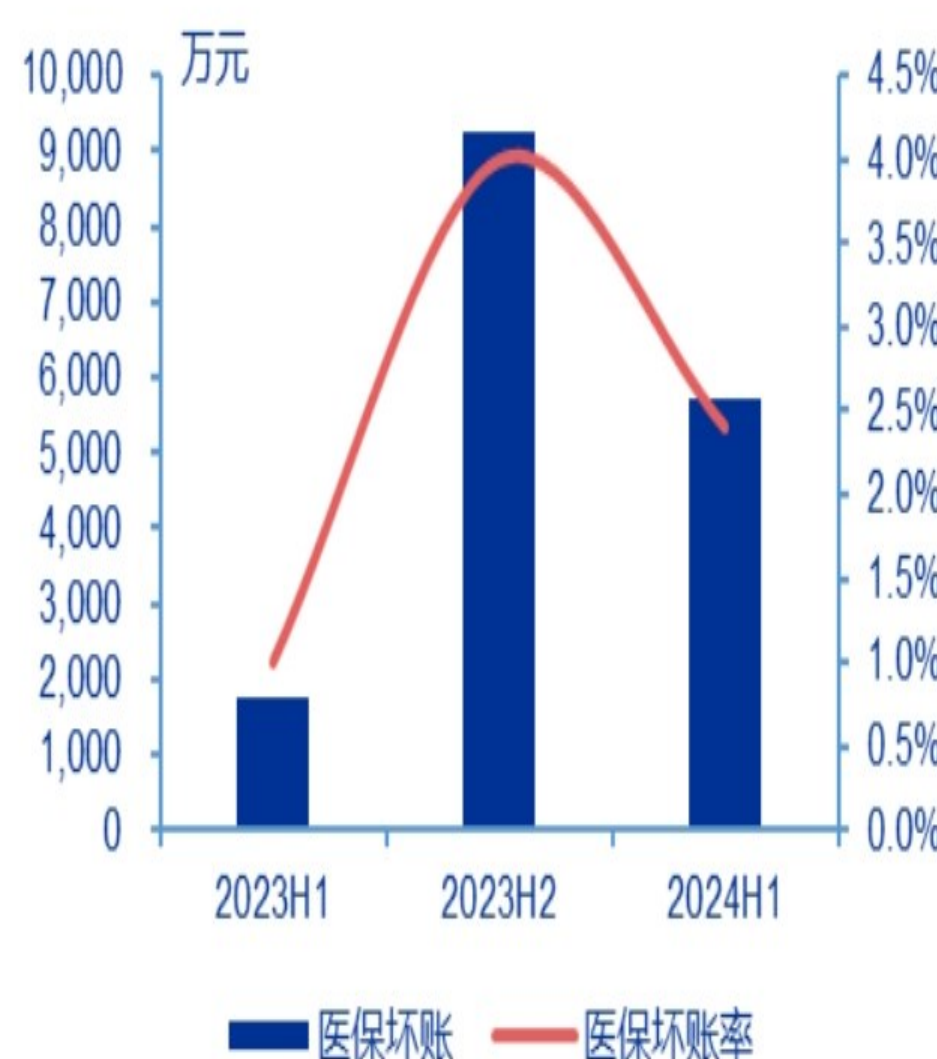
医院平均住院日情况（单位：天）



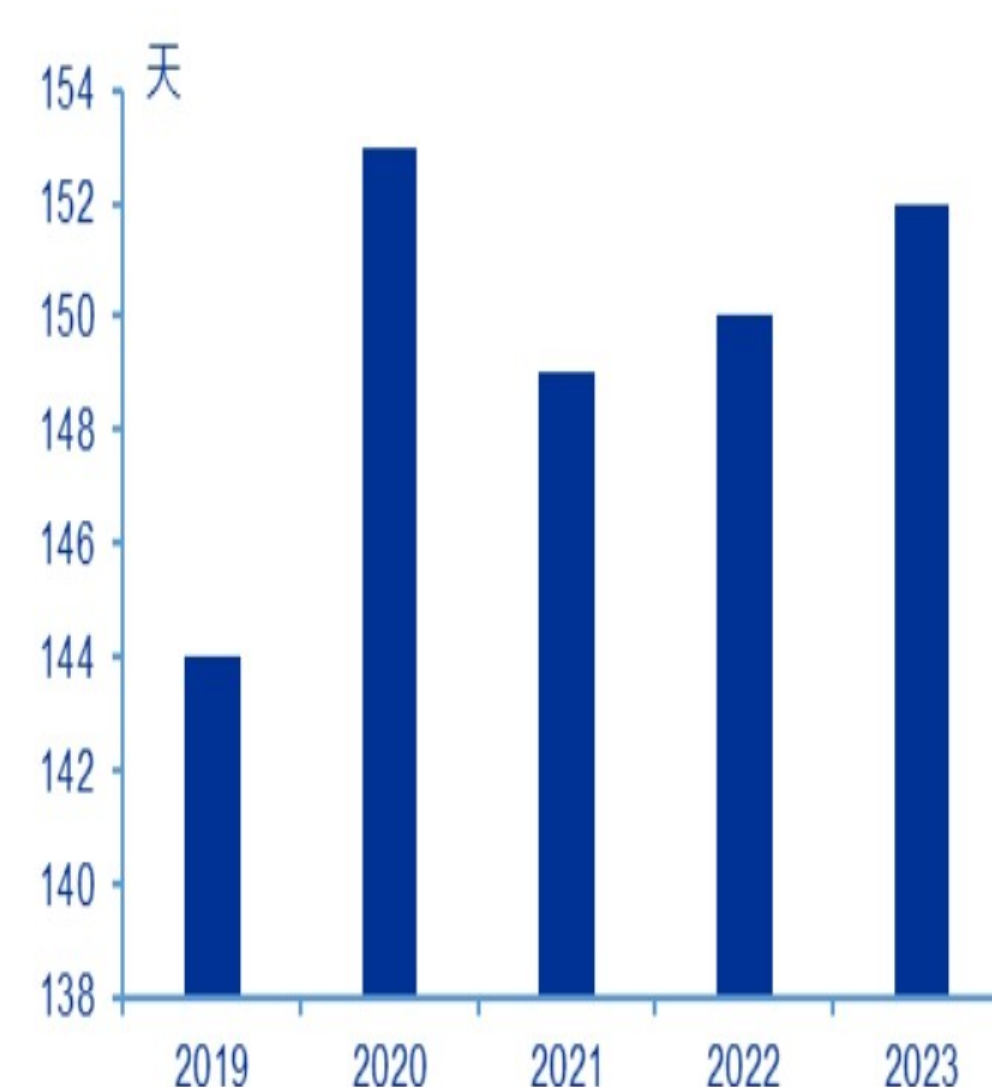
DRG/DIP付费改革进程



海吉亚医保坏账情况



药品批发企业对医疗机构应收回款天数

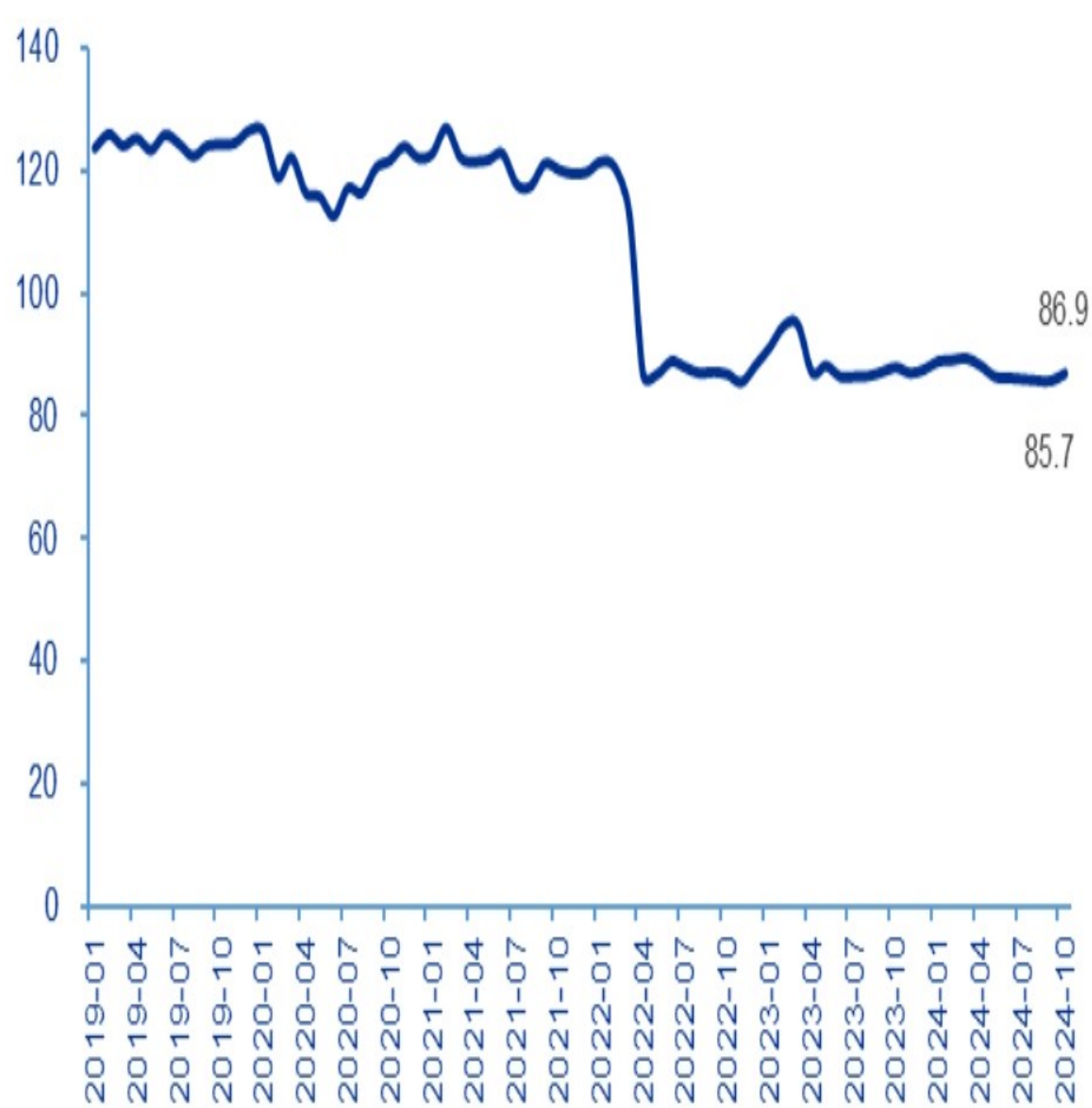


注：医保坏账率=医保坏账/营业收入

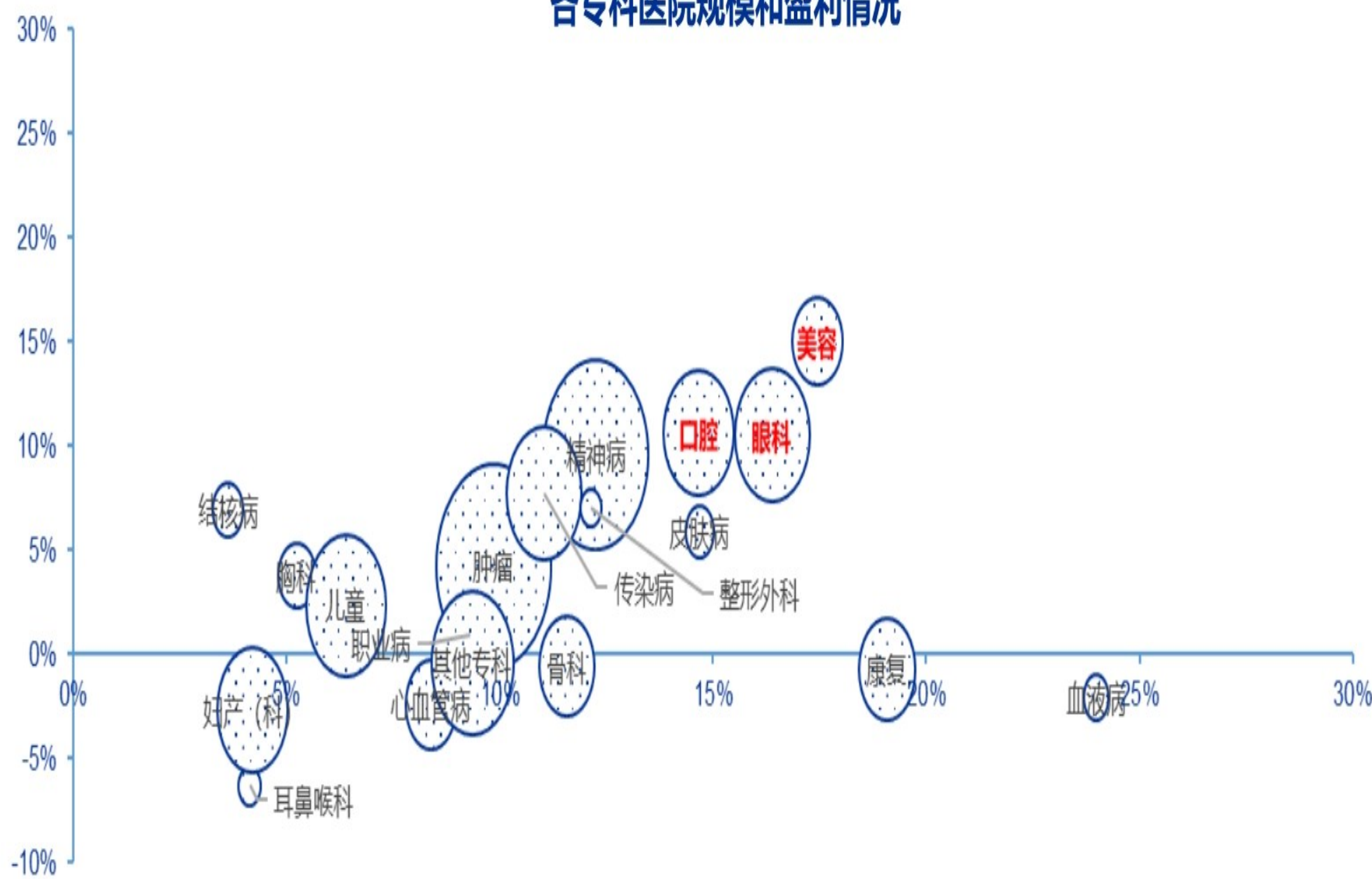
5.3 消费医疗有望受益于内需改善，实现比严肃医疗更大的复苏弹性

- 消费者信心指数于2022年4月开始一直在底部徘徊，在国家一系列支持消费政策后，10月数据有所提升，消费需求有望在2025年迎来反弹。
- 一直以来，消费医疗的盈利情况优于严肃医疗，即使在消费者信心指数开始下降的2022年，口腔、眼科、美容等消费类专科医院净利率依然名列前茅，分别为10.62%、10.53%、15.02%，相比之下，综合医院净利率仅2.15%。
- 同时，因消费医疗的可选属性，在2024年消费者信心指数一直处于底部的情况下，需求疲软，业绩受损明显。若25年“扩大内需、提振消费”的政策有实质性落地，消费医疗板块将呈现较大的复苏弹性。

消费者信心指数 (2019.1-2024.10)



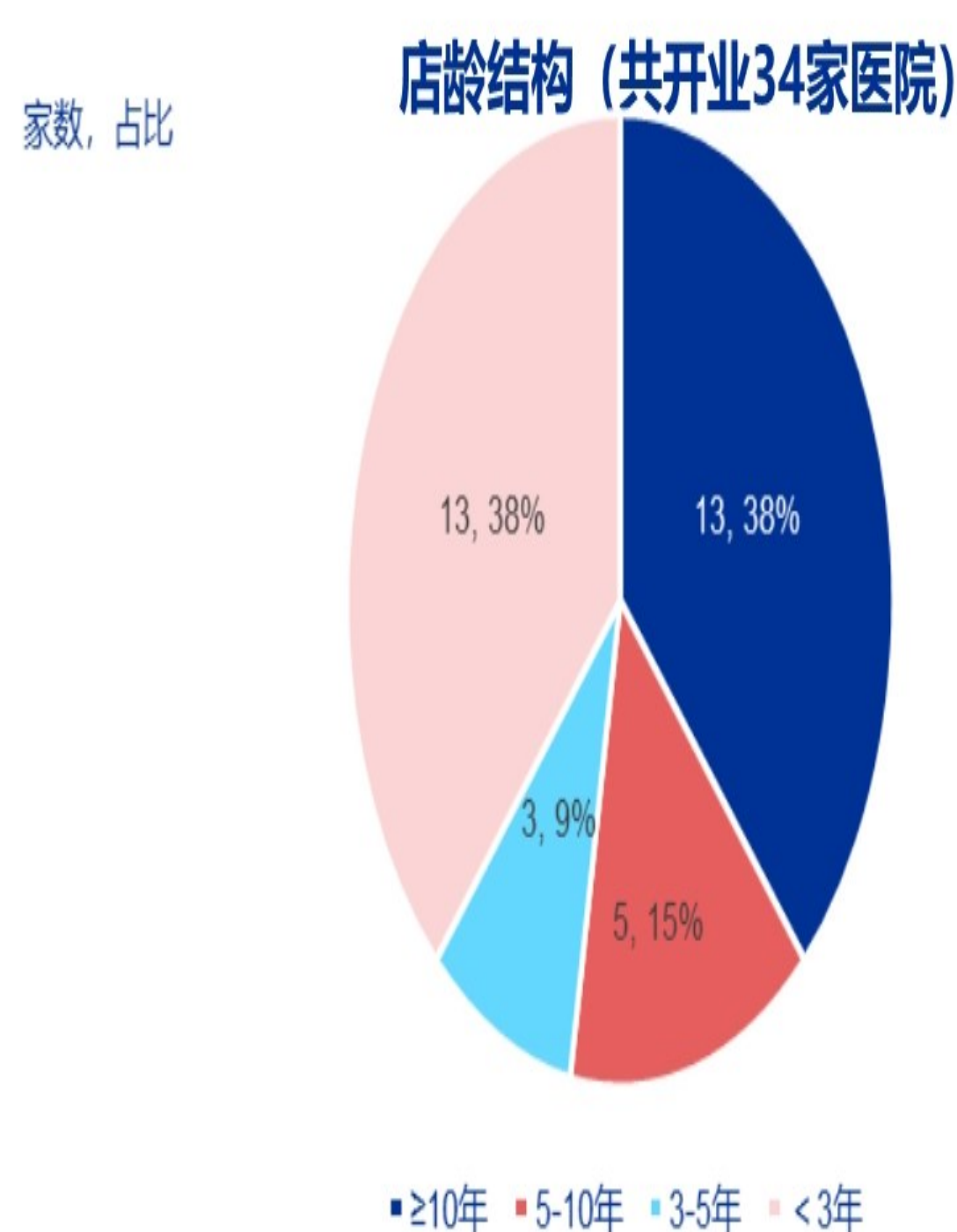
各专科医院规模和盈利情况



注:横轴是2017-2022年收入CAGR, 纵轴为2022年净利率, 圆圈大小为2022年收入规模

5.4 普瑞眼科：培育期医院占比高，有望在2025年表现出较强业绩弹性

- 2023年已证明公司业绩弹性。2023年疫后复苏期间成熟医院如昆明普瑞、乌市普瑞、兰州普瑞、重庆普瑞、东莞光明均实现大幅增长。培育期医院也实现大幅扭亏，因此2023年整体业绩亮眼，实现扣非归母净利润1.98亿，同比967%。
- 截至2024年11月，已开业34家医院，其中13家为稳定盈利医院，2024年已新开7家医院，按计划体内待开业医院还有3家。在店龄结构上：5年以内医院16家，占比47%，10年以上医院13家，占比38%。2024Q1-3受培育期医院对利润的影响，扣非归母净利润仅1831万元，同比下滑92%。预计在2025年成熟医院稳定增长时，培育期医院盈利能力明显提升，为公司业绩带来弹性。

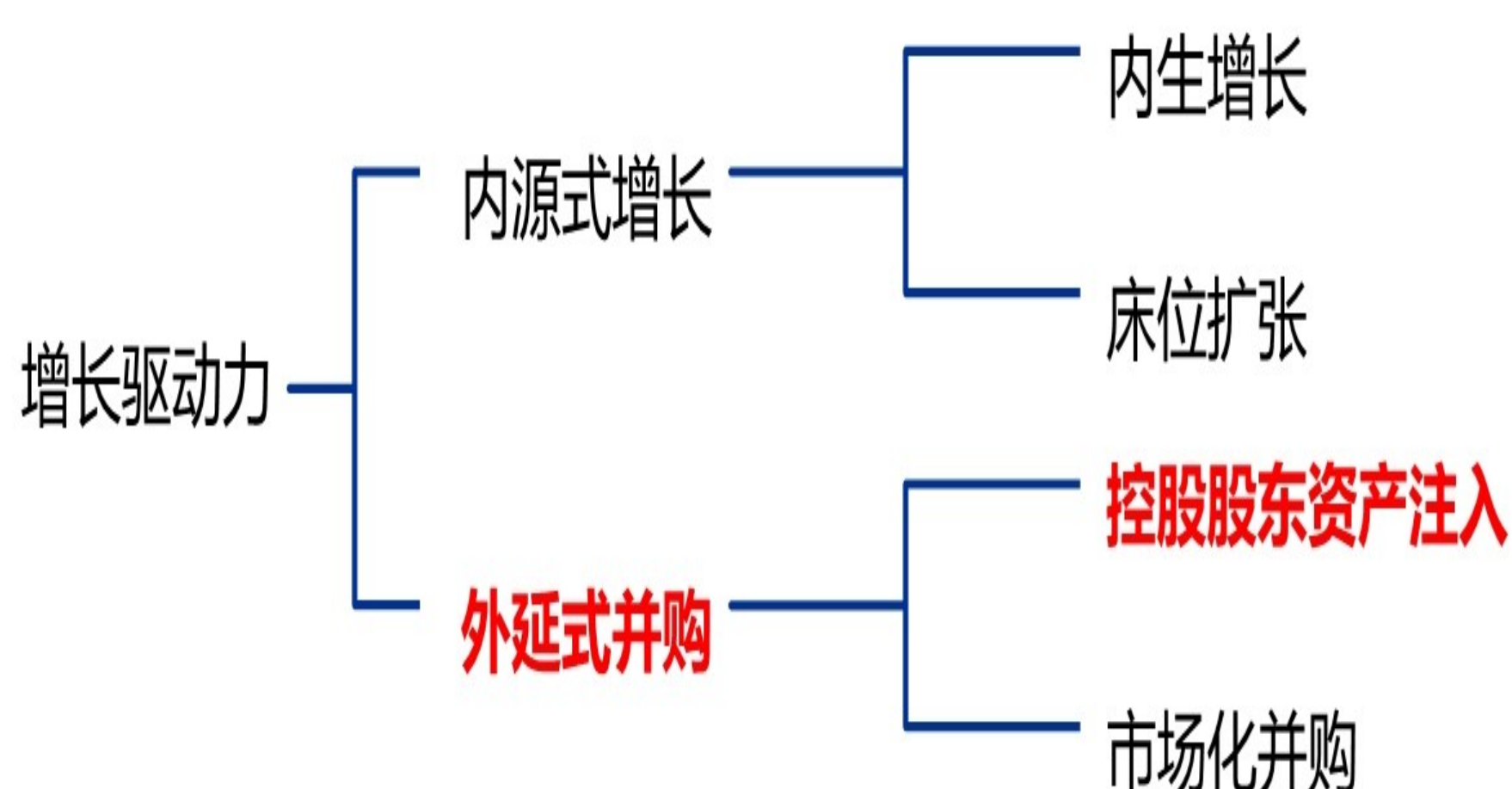


普瑞眼科代表性医院经营情况 (单位: 万元, %)

医院	开业时间	指标	2019	2020	2021	2022	2023
合肥普瑞	2006年11月	营业收入	14,607	16,607	17,206	16,478	
		YoY	19.48%	13.69%	3.61%	-4.23%	
		净利润	1,518	2,460	1,194	1,501	
		净利率	10.39%	14.82%	6.94%	9.11%	
昆明普瑞	2008年6月	营业收入	17,390	18,832	22,608	24,182	28,959
		YoY	23.73%	8.30%	20.05%	6.96%	19.75%
		净利润	3,771	3,404	4,491	3,792	4,612
		净利率	21.69%	18.08%	19.86%	15.68%	15.93%
乌市普瑞	2009年9月	营业收入	7,958	7,308	12,403	10,185	18,560
		YoY	17.76%	-8.17%	69.72%	-17.88%	82.23%
		净利润	1,521	1,477	3,211	2,263	5,011
		净利率	19.11%	20.21%	25.89%	22.22%	27.00%
南昌普瑞	2010年1月	营业收入	9,065	10,798	14,299	12,989	
		YoY	13.95%	19.11%	32.43%	-9.17%	
		净利润	194	686	831	620	
		净利率	2.14%	6.35%	5.81%	4.77%	
兰州普瑞	2005年8月	营业收入	10,557	10,863	12,057	9,507	15,429
		YoY	10.54%	2.89%	10.99%	-21.14%	62.29%
		净利润	2,476	2,065	2,365	1,123	3,115
		净利率	23.45%	19.01%	19.62%	11.82%	20.19%
成都普瑞	2006年4月	营业收入	10,413	11,454	14,964		
		YoY	7.51%	10.00%	30.65%		
		净利润	6,962	4,922	6,158		
		净利率	66.86%	42.97%	41.15%		
武汉普瑞	2011年9月	营业收入	8,000	6,622	8,890		
		YoY	28.62%	-17.23%	34.25%		
		净利润	1,153	449	397		
		净利率	14.41%	6.79%	4.47%		
重庆普瑞	2011年7月	营业收入	5,605	6,128	7,608	7,873	10,307
		YoY	2.43%	9.33%	24.15%	3.48%	30.92%
		净利润	111	600	785	911	1,273
		净利率	1.98%	9.79%	10.32%	11.57%	12.35%
东莞光明	2023年收购	营业收入	13,405	13,774	16,576	18,001	21,314
		YoY	19.01%	2.75%	20.34%	8.60%	18.41%
		净利润	2,305	2,360	2,432	3,446	5,231
		净利率	17.19%	17.13%	14.67%	19.14%	24.54%

5.5 新里程：控股股东资产注入正式开启

- 内生：公司通过集团化管控，在医院精细化管理上较为突出。公司2024H1医疗板块的医保回款平均周转天数为86天，2023年计提的医保坏账为6000余万元，占医疗板块总收入约2%。从下属医院经营情况来看，实施DRGs的瓦三和兰考2023年净利率分别为7.09%和6.71%（2022年全国综合医院净利率为2.15%），实行DIP的盱眙和泗阳医院净利率较低，但依然能保持盈利状态。在内生上，我们预计公司将有望受益于医保支付改善，以及已规划的床位扩张。
- 外延：控股股东非上市板块有近30家二级以上医院，其中三级医院有7家，总床位数达2万张，是上市公司床位规模的2倍左右。整体收入保持较为稳健的增长态势。2023年医院利润率已经实现7%-8%的水平，其中优秀医院已经到10%以上。2024年全年收入预计超过60亿，医院平均净利率9%左右。外延并购将会明显增厚公司业绩。**2024年10月，公司已经开启第一轮并购，将重庆新里程纳入体内，PS估值约1倍。**



新里程代表性医院经营情况 (单位: 亿元, %)

	2019	2020	2021	2022	2023
瓦三医院					
营业收入	4.35	4.63	5.24	5.54	5.92
YoY		6.44%	13.17%	5.73%	6.86%
净利润	-1.32	0.15	-0.29	0.19	0.42
YoY		111.36%	-293.33%	165.52%	121.05%
净利率	-30.34%	3.24%	-5.53%	3.43%	7.09%
兰考第一医院					
营业收入	3.49	3.47	3.67	3.79	4.16
YoY		-0.57%	5.76%	3.27%	9.73%
净利润	-0.11	0.30	0.19	0.19	0.28
YoY		372.73%	-36.67%	0.00%	46.93%
净利率	-3.15%	8.65%	5.18%	5.01%	6.71%
盱眙县中医院					
营业收入	3.57	3.31	3.50	3.94	4.04
YoY		-7.28%	5.74%	12.52%	2.47%
净利润	0.08	0.12	-0.08	0.001	0.004
YoY		53.85%			415.43%
净利率	2.18%	3.63%	-2.29%	0.02%	0.11%
泗阳县人民医院					
营业收入	4.63	5.23	6.06	5.64	6.13
YoY		12.96%	15.87%	-6.93%	8.62%
净利润	0.14	0.50	0.30	0.29	0.26
YoY		257.14%	-40.00%	-3.61%	-9.90%
净利率	3.02%	9.56%	4.95%	5.13%	4.25%
崇州二医院					
营业收入	2.34	2.66	2.97	3.28	3.49
YoY		13.87%	11.45%	10.45%	6.52%
净利润	-0.47	0.07	0.02	0.07	0.07
YoY		115.88%	-78.92%	317.06%	10.60%
净利率	-20.09%	2.80%	0.53%	2.00%	2.08%

主要内容

1. 行业政策边际改善，支付端释放积极信号
2. 2024年医药板块行情复盘及行业运行情况
3. 创新药：支付端新增量支撑板块持续高增长
4. 医疗设备：期待内需复苏及结构调整
5. 民营医院：期待业绩反转
6. 线下药店：关注产能去化中的头部效应
7. 投资分析意见及风险提示

6.1 药房支付端：统筹基金流入增加，处方外流是大势

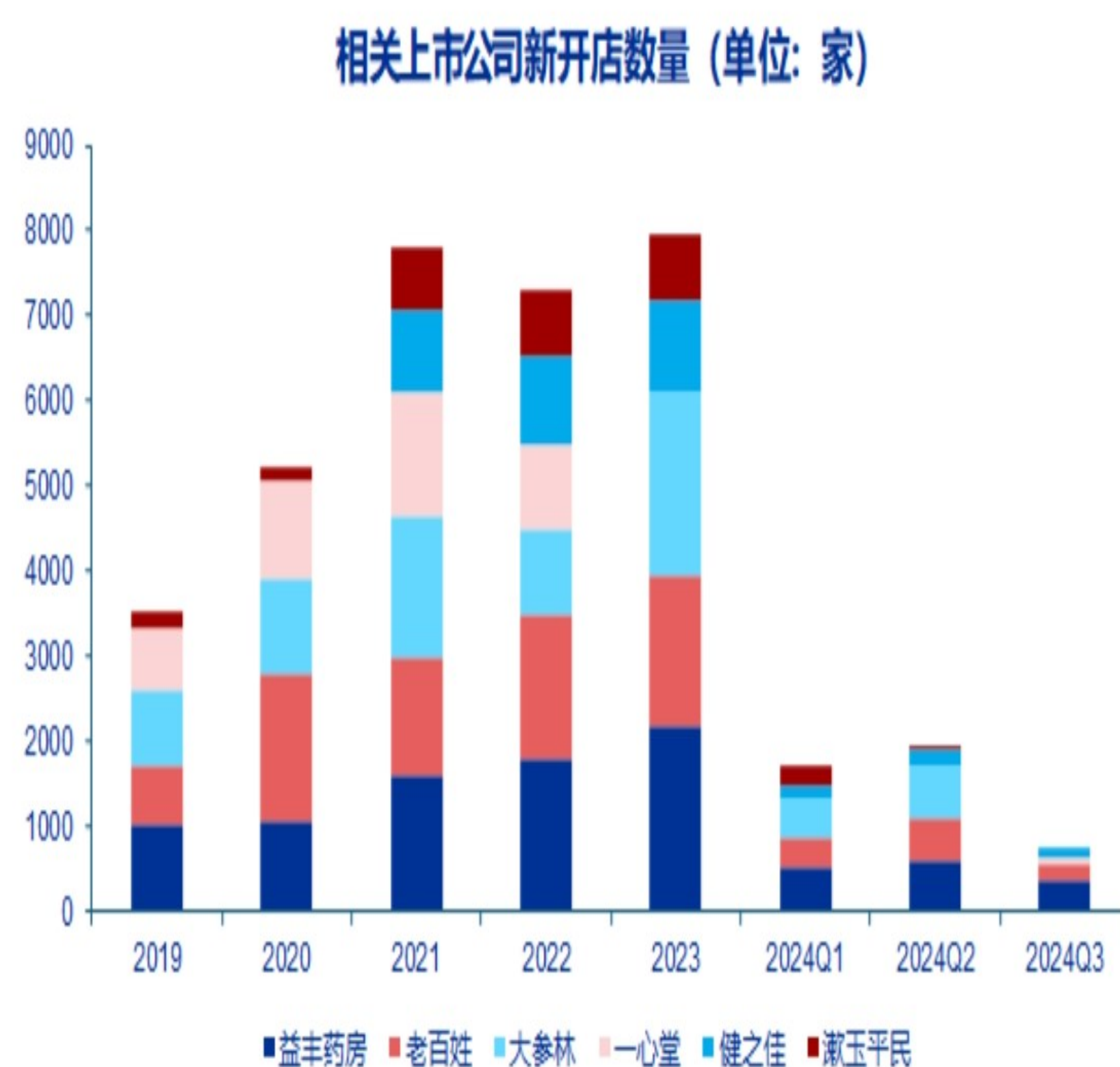
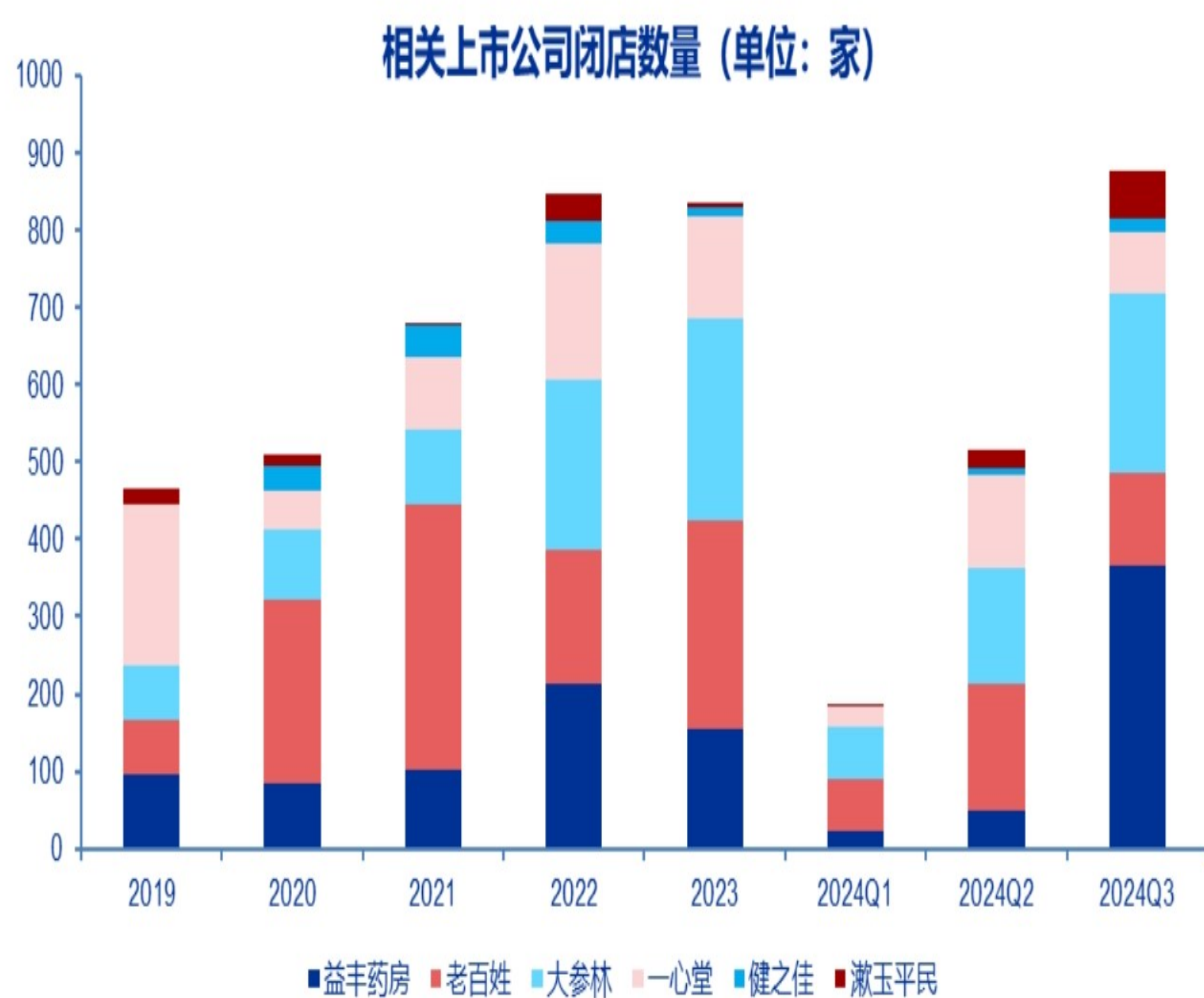
- 2021年，国务院办公厅发布《关于建立健全职工基本医疗保险门诊共济保障机制的指导意见》，科学合理确定个人账户计入办法和计入水平、扩大统筹基金疾病覆盖范围，以3年为周期，指导各统筹地区推进落实，2023年多地推进职工医保门诊共济保障机制改革，个人账户流入减少、统筹基金流入增加。为满足统筹购药便利性需求，2023年《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》，鼓励满足条件的定点药店开通统筹门诊服务，统筹门店加速落地（统筹基金可以在药店使用）。

医保个人账户与统筹基金流入变化（单位：亿元）

	个人账户收入	个人账户支出	个人账户在药店支出	药店销售额	个人账户占药店收入比例	统筹基金收入	统筹基金支出
2018	5297	4212	1645	3919	41.97%	8214	6495
2019	5480	4724	2029	4196	48.36%	10005	7939
2020	6587	4936	2076	4330	47.94%	9145	7931
2021	7139	5425	2061	4774	43.17%	11864	9321
2022	7633	5685	2484	5209	47.69%	13160	9558
2023	6245	6097				16580	11653

6.2 药房供给端：药价管控严格化，行业关店加速，开店放缓

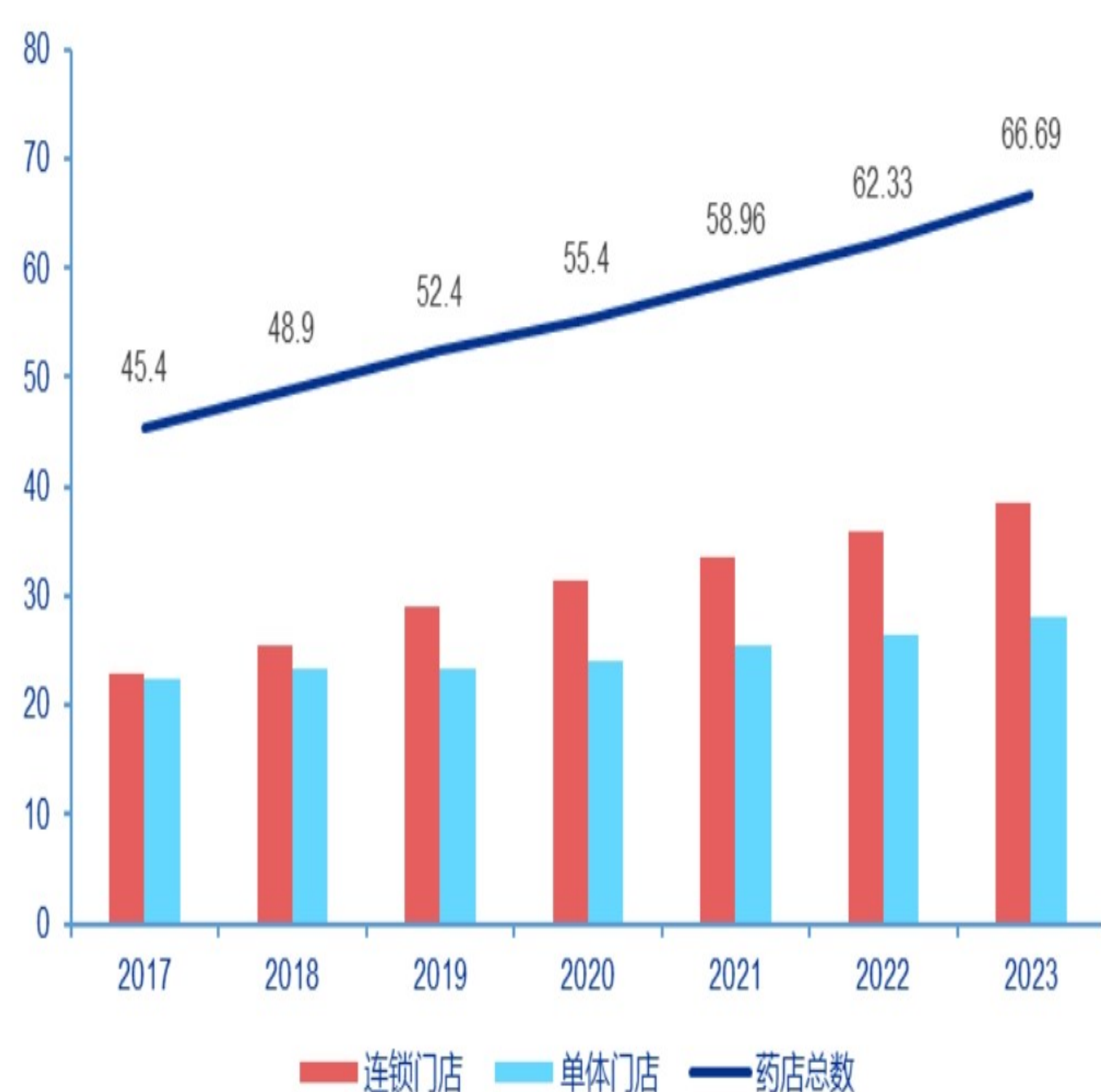
- 为推动药品价格更加公开透明，近年来药价治理政策愈发清晰，从“四同”、监测价、价格首发、全国联审通办，到近期的比价治理，涵盖了药品生命周期的各个阶段。
- 强政策监管下的行业供给侧改革：中康CMH数据显示，截至今年二季度末，全国药店数为70.1万家，今年一季度新增门店数9000余家，关店数6,778家，二季度新增加6000余家，关店数增至8,792家，我们判断三季度关店数有可能在15000家以上。从上市公司来看，2024前三季度，六大上市公司合计闭店数量达1,582家，大大超过去年全年数量。



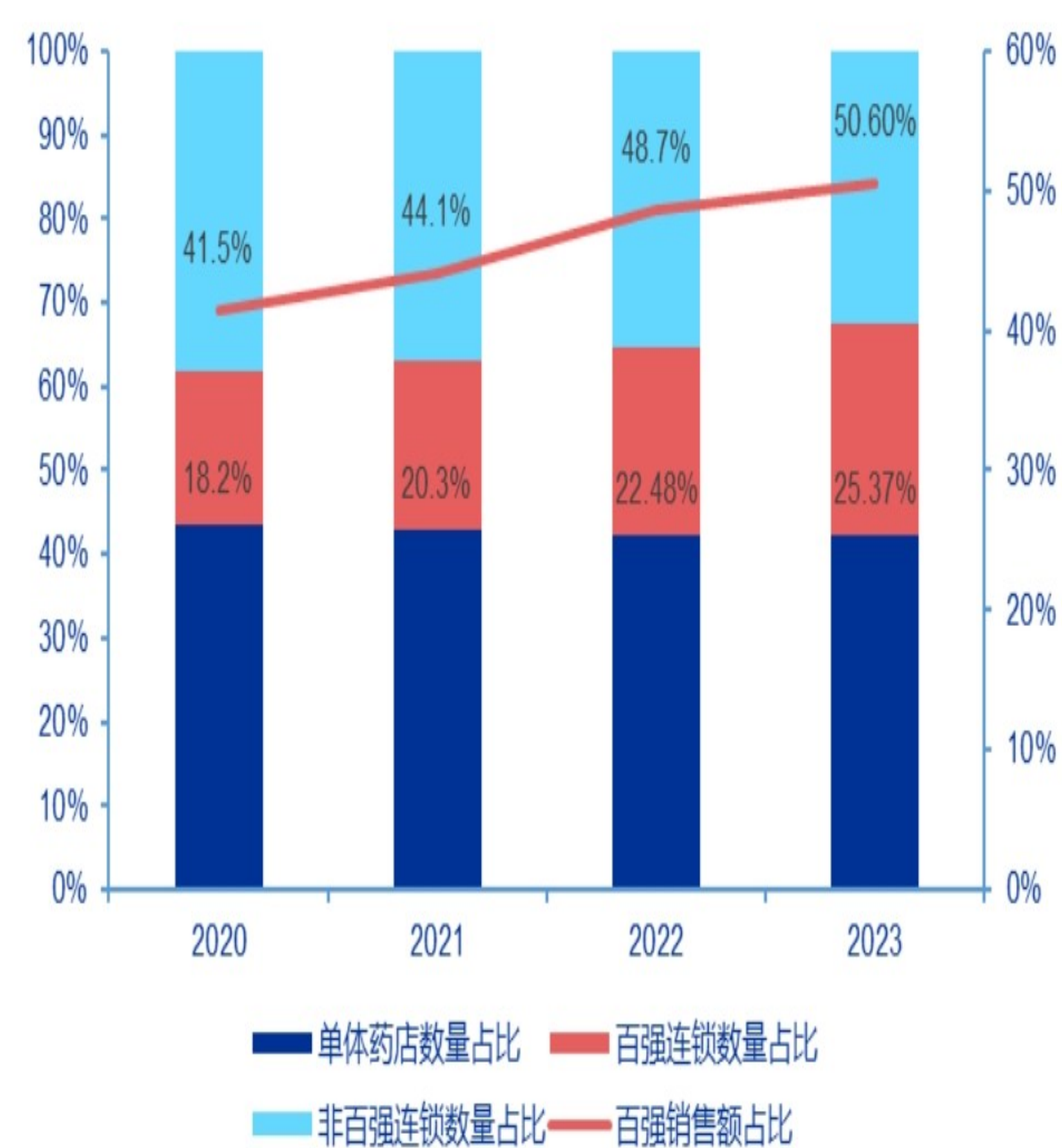
6.3 行业格局变化：百强连锁占比逐年提升

- 零售药店数量2012-2017年增长率连续6年低于3%，市场趋于稳定。2017年起，连续每年增加3万家左右，增长率维持在5.5%-8%的区间。主要源于头部连锁药店通过新开门店、并购、加盟等手段，积极加码扩张，并且开始下沉进军县级市场。
- 从药店数量和销售额占比结构变化来看，百强连锁数量占比2023年达25.4%，销售额占比达50.6%。占比逐年提升，头部集中效应明显。但离商务部发布《关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》中提到的到2025年，药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额65%以上还有一定距离。

我国连锁药店和单体药店总数变化趋势 (单位：万家)



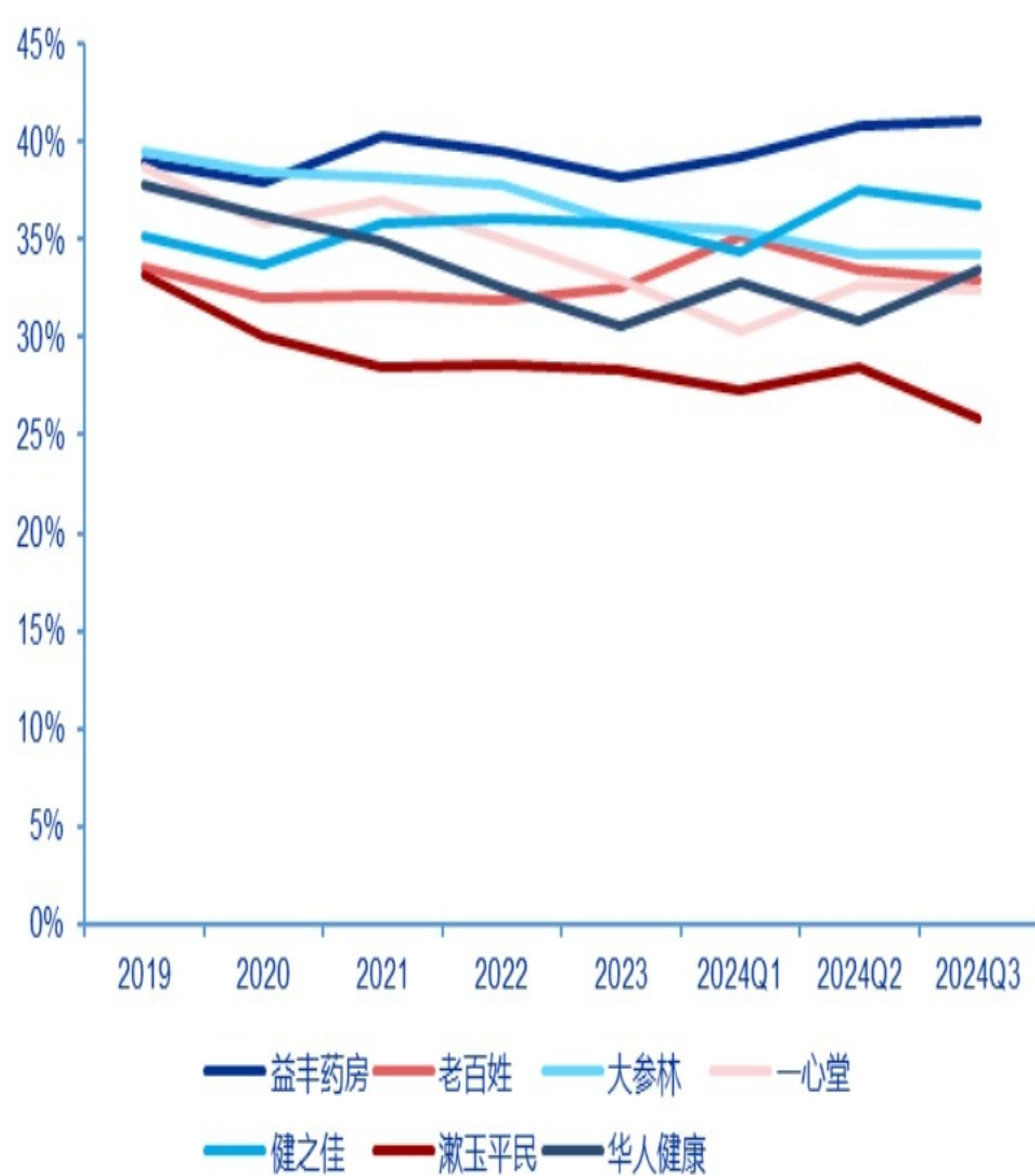
2020-2023年我国药店构成解析：百强占比仍有提升空间



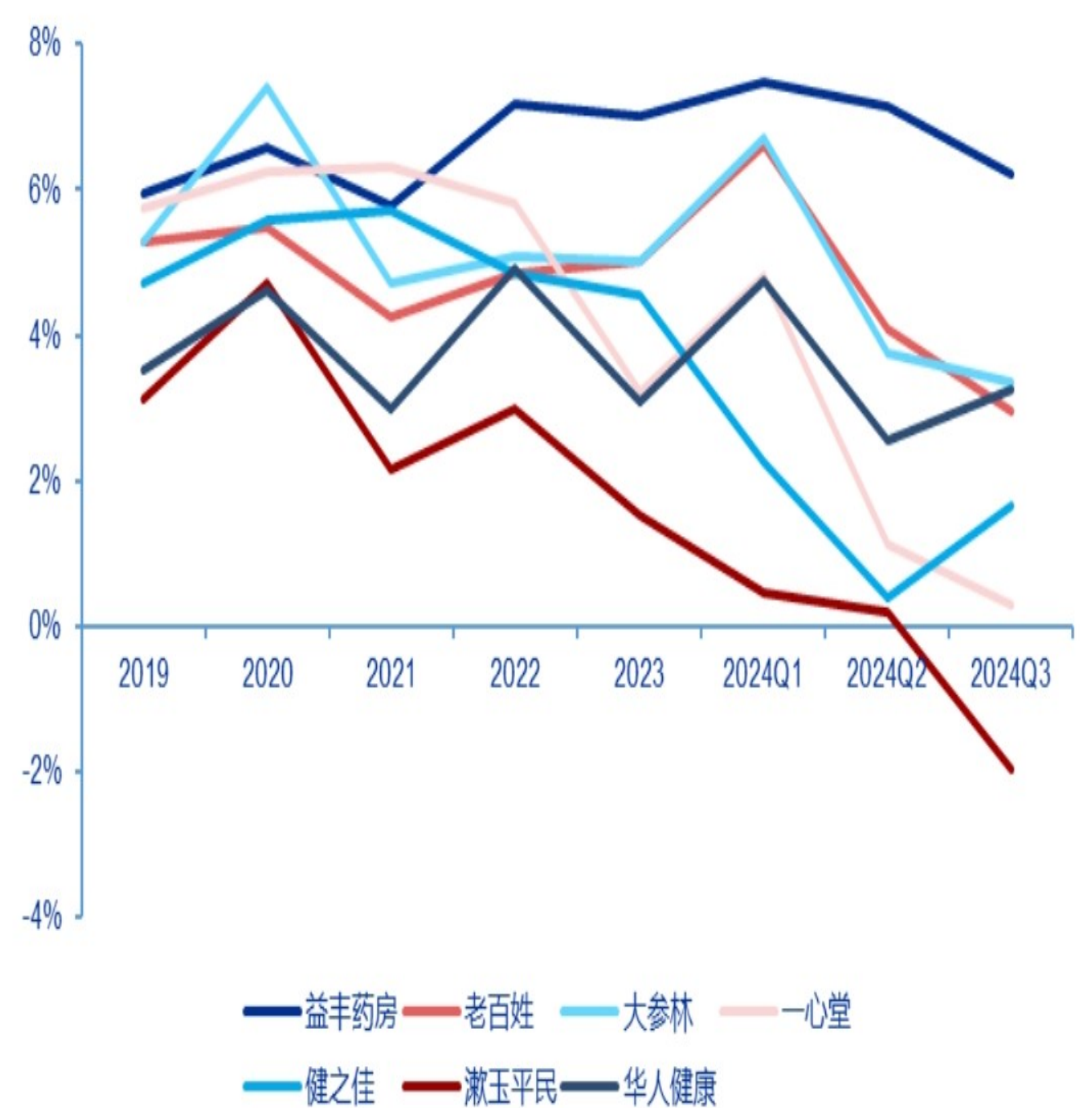
6.4 行业盈利变化：竞争加剧，盈利能力下行，头部企业更加稳健

- 药店头部公司管理能力较强，毛利率仍保持稳健态势，但在医保严查及消费环境等影响下，除益丰外其它连锁药店在24Q2后均出现净利率显著下行的趋势。
- 长期来看，处方占比提升等或将对长期毛利率造成影响，但头部公司受益于精细化管理能力以及品类的持续优化，盈利能力仍有望更加稳健。

2019-2024Q3药店毛利率变化



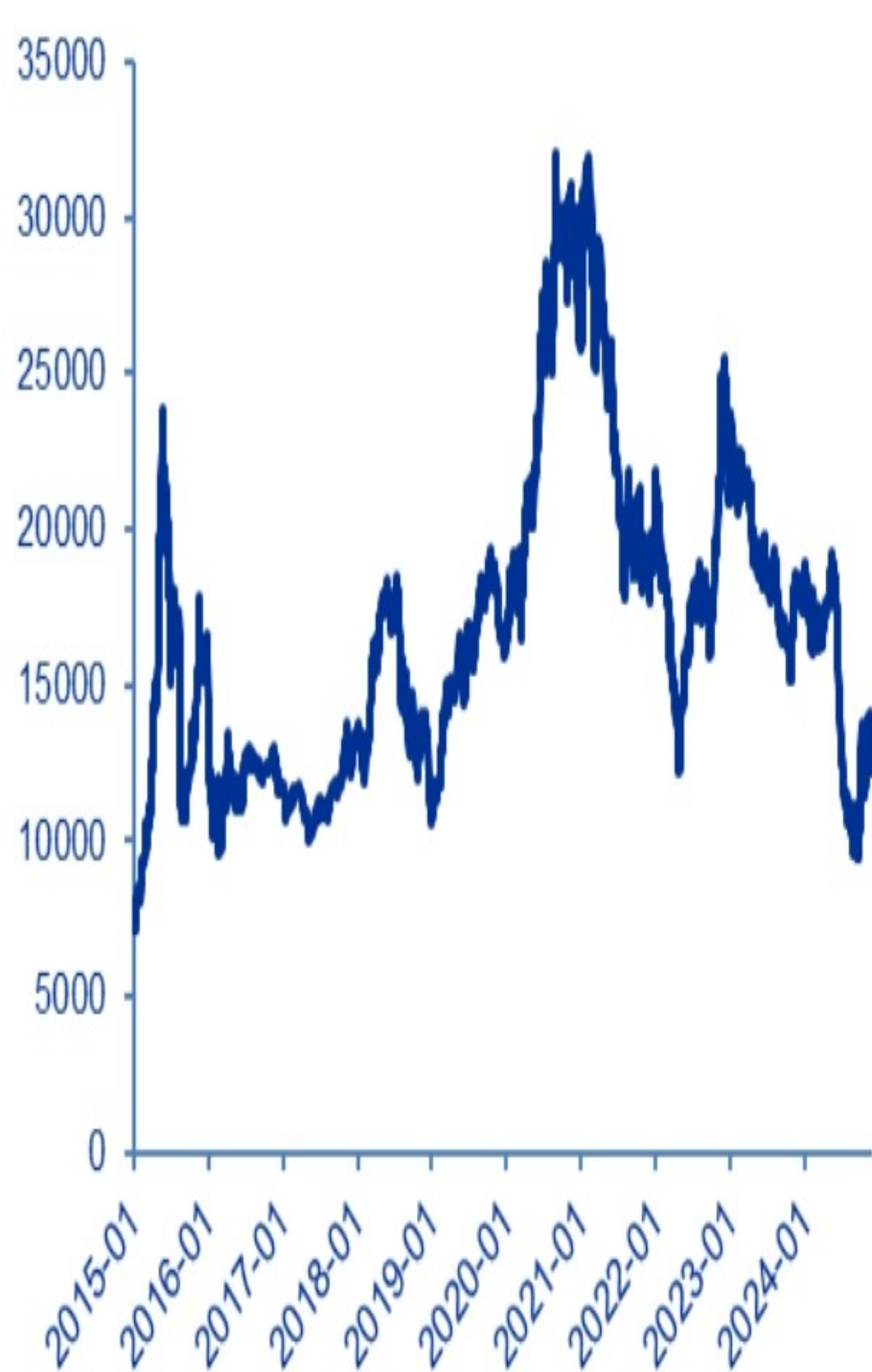
2019-2024Q3药店净利率变化



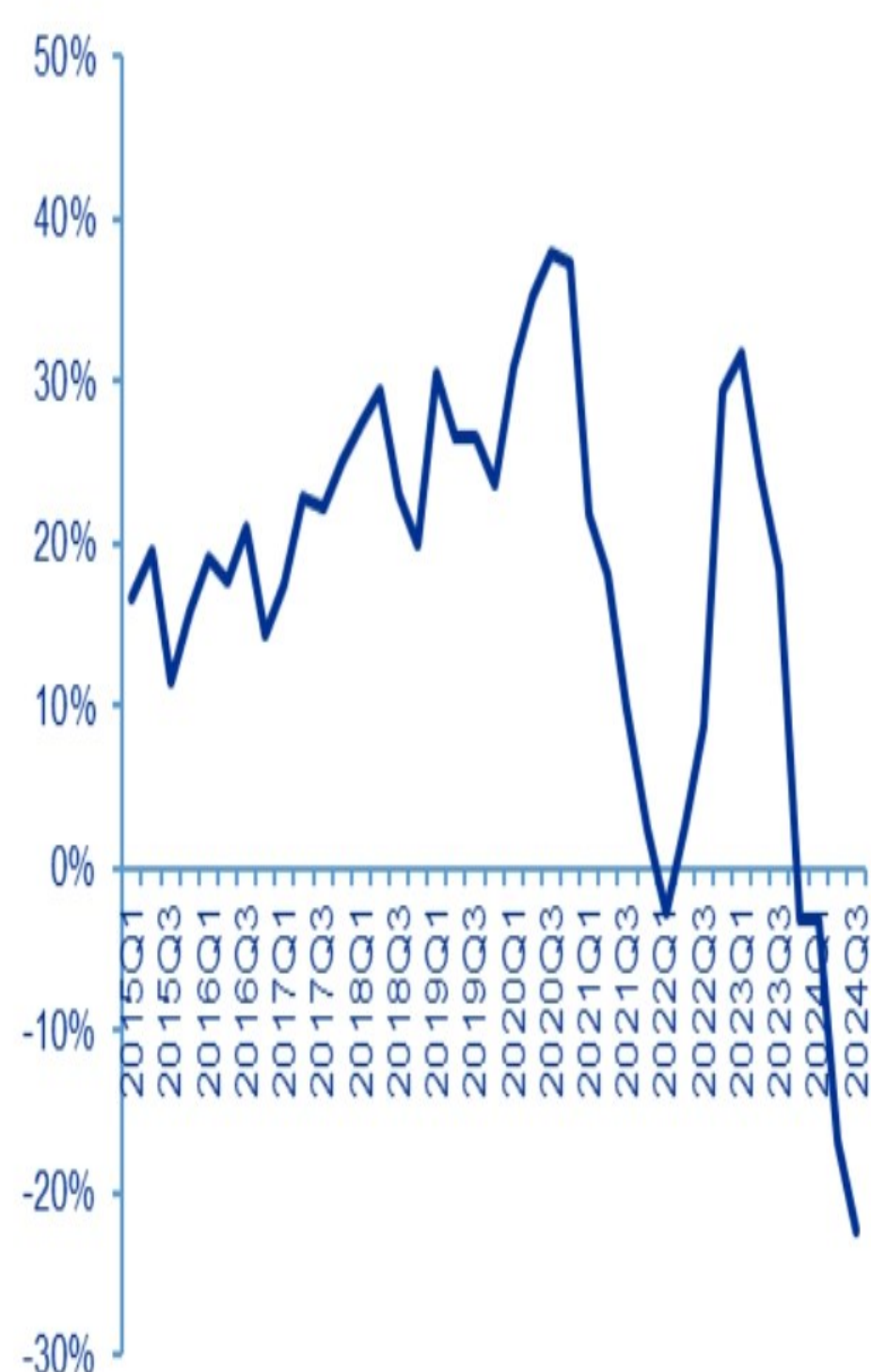
6.5 零售药店板块处于业绩、估值双底

- 业绩层面：2024年Q3业绩增速达到历史冰点，大多药店公司出现利润下滑。
- 估值层面：板块PE (TTM)达到近五年历史最低。

线下药店（申万）指数行情表现



线下药店（申万）归母净利润同比增速变化趋势



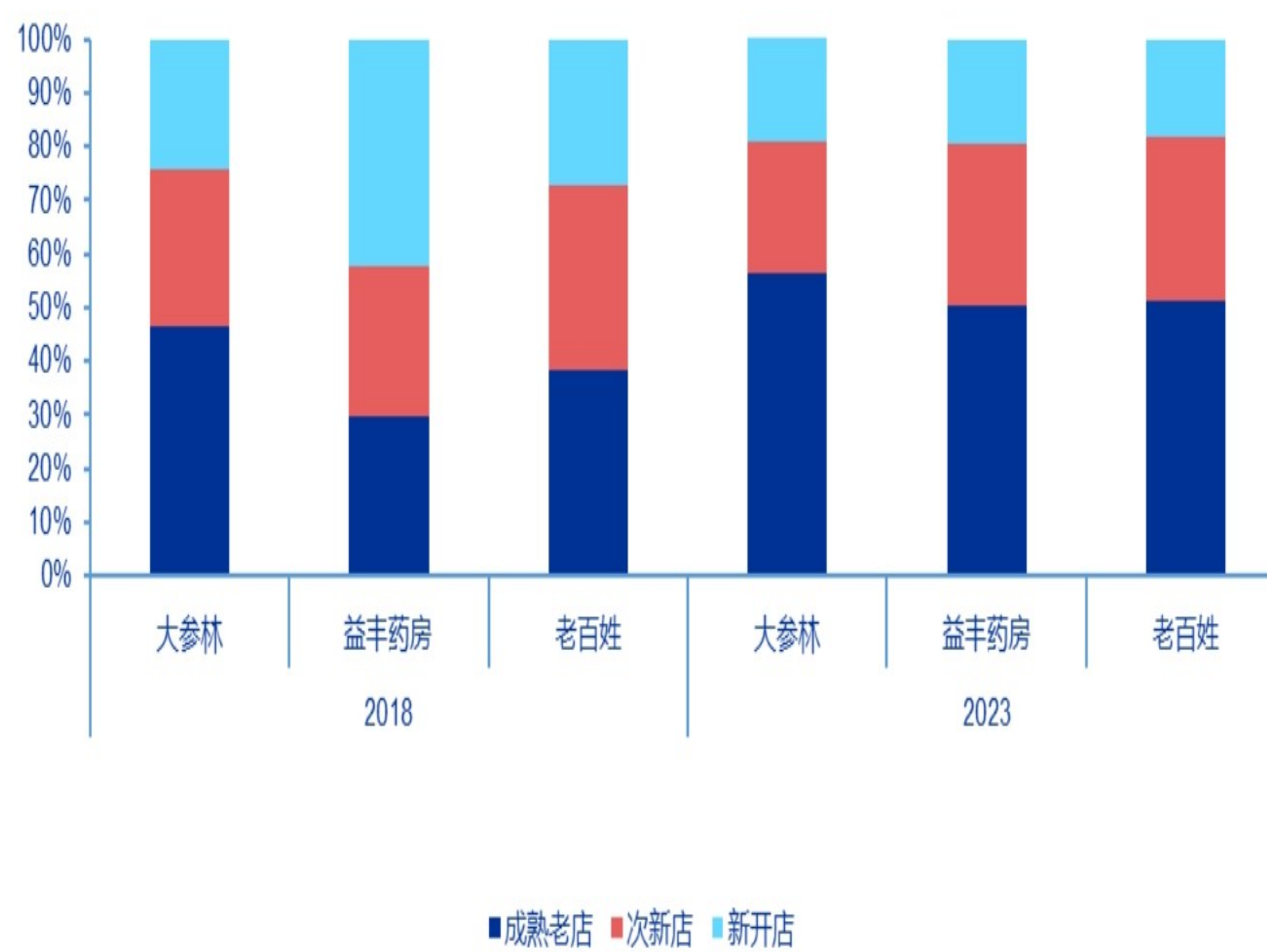
证券简称	单季度营收增速			单季度归母增速			PE(2024E)
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1	24Q2	24Q3	
一心堂	15.0%	-0.8%	3.6%	1.0%	-84.9%	94.2%	16.9
漱玉平民	17.7%	8.7%	-0.6%	-83.7%	-81.6%	263.8%	
华人健康	30.6%	20.1%	16.3%	62.0%	-12.4%	17.4%	
第一医药	0.6%	-1.8%	8.7%	21.8%	478.0%	50.2%	
大参林	13.5%	9.1%	11.4%	-19.8%	-38.4%	22.0%	16.5
老百姓	1.8%	0.6%	1.2%	10.3%	-18.2%	37.3%	16.3
益丰药房	13.4%	6.5%	5.3%	20.9%	6.0%	6.4%	19.4
健之佳	6.8%	0.0%	4.1%	-31.5%	-87.0%	68.5%	20.9

备注：PE-2024E由上市公司wind一致性预测利润平均值及当日市值测算

6.6 益丰药房：扩张稳健、精细化深耕的头部药房

- 公司坚持通过“新开+并购+加盟”的方式持续拓展门店，24Q3公司新增门店679家，其中自建门店420家，并购门店60家，新增加盟店199家，门店扩张节奏稳健。
- 公司注重门店的经营质量，对门店进行精细化管理，关停和迁址部分效益不佳门店。24Q1-Q3公司共迁址和关闭门店454家，其中24Q3迁址及关闭门店365家，关店节奏加快，长期看有利于公司降本增效，提升盈利能力，促进公司良性发展。

三大药店店龄结构



主要内容

1. 行业政策边际改善，支付端释放积极信号
2. 2024年医药板块行情复盘及行业运行情况
3. 创新药：支付端新增量支撑板块持续高增长
4. 医疗设备：期待内需复苏及结构调整
5. 民营医院：期待业绩反转
6. 线下药店：关注产能去化中的头部效应
7. 投资分析意见及风险提示

投资分析意见

- **投资分析意见：**结合目前的政策导向，我们认为国内市场需求端、支付端的改善会是行业发展的重要催化因素，一方面化债政策落地后，地方财政压力的缓解会使得居民医保账户的资金紧张程度有所降低，利于基层医院的财政补贴及时到位，另一方面商业医疗保险的后续发展有望打破国内医疗市场的支付天花板，推动板块将迎来新的发展机会。同时，12月9日中央政治局会议明确强调“全方位扩大国内需求”、“大力提振消费”等政策方向，我们认为明年消费医疗板块也有可能迎来支付意愿的底部反转。
- **我们重点推荐创新药、医疗设备、民营医院、药店等子板块。**
 - 1) **创新药板块：**恒瑞医药、贝达药业、迪哲医药-U、诺诚健华-U、迈威生物-U、益方生物-U、奥赛康；
 - 2) **医疗设备板块：**迈瑞医疗、联影医疗、开立医疗、澳华内镜、鱼跃医疗、可孚医疗；
 - 3) **民营医院板块：**普瑞眼科、新里程；
 - 4) **药店板块：**益丰药房。

重点公司估值表

证券代码	证券简称	2024/12/16		预测EPS(元)				PE		
		收盘价(元)	总市值(亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300760.SZ	迈瑞医疗	253.70	3076	9.55	11.10	12.99	15.09	23	20	17
600276.SH	恒瑞医药	46.07	2939	0.67	0.97	1.19	1.31	47	39	35
603259.SH	药明康德	56.21	1604	3.33	3.46	3.68	3.98	16	15	14
300015.SZ	爱尔眼科	14.25	1329	0.36	0.43	0.52	0.62	33	27	23
688271.SH	联影医疗	134.34	1107	2.40	2.17	2.82	3.50	62	48	38
300122.SZ	智飞生物	28.17	674	3.37	2.28	2.67	3.26	12	11	9
000538.SZ	云南白药	58.08	1036	2.29	2.51	2.74	3.00	23	21	19
300347.SZ	泰格医药	61.91	497	2.34	2.65	3.06	3.55	23	20	17
000661.SZ	长春高新	103.68	417	11.27	12.68	13.98	15.42	8	7	7
002821.SZ	凯莱英	78.18	279	6.17	2.82	3.40	4.09	28	23	19
603707.SH	健友股份	13.62	220	(0.12)	0.53	0.74	0.97	26	18	14
300357.SZ	我武生物	21.95	115	0.59	0.69	0.83	0.99	32	26	22
688050.SH	爱博医疗	92.95	176	1.60	2.08	2.68	3.32	45	35	28
688166.SH	博瑞医药	33.60	142	0.48	0.54	0.61	0.77	62	55	44
688198.SH	佰仁医疗	117.06	161	0.84	1.11	1.59	2.24	105	74	52
688029.SH	南微医学	70.65	133	2.59	3.26	4.09	5.37	22	17	13
688356.SH	键凯科技	60.90	37	1.91	1.67	2.74	3.26	36	22	19
688235.SH	百济神州-U	164.79	1427	(4.85)	(0.45)	0.13	0.43	-	1268	383
300558.SZ	贝达药业	54.95	230	0.83	1.02	1.35	1.81	54	41	30
688192.SH	迪哲医药-U	45.31	188	(2.66)	(1.98)	(1.23)	(0.09)	-	-	-
688428.SH	诺诚健华-U	13.39	121	(0.36)	(0.32)	(0.30)	(0.23)	-	-	-
688062.SH	迈威生物-U	21.19	85	(2.64)	(2.31)	(1.66)	(0.53)	-	-	-
688382.SH	益方生物-U	12.98	75	(0.49)	(0.55)	(0.38)	(0.38)	-	-	-
002755.SZ	奥赛康	13.38	124	(0.16)	0.09	0.14	0.22	149	96	61
300633.SZ	开立医疗	32.85	142	1.05	0.71	1.21	1.61	46	27	20
688212.SH	澳华内镜	45.16	61	0.43	0.48	0.91	1.46	94	50	31
002223.SZ	鱼跃医疗	35.28	354	2.39	2.06	2.36	2.72	17	15	13
301087.SZ	可孚医疗	39.02	82	1.22	1.72	2.19	2.67	23	18	15
301239.SZ	普瑞眼科	52.33	78	1.79	0.48	1.03	1.42	109	51	37
002219.SZ	新里程	3.12	106	0.01	0.04	0.07	0.10	81	44	31
603939.SH	益丰药房	25.45	309	1.16	1.31	1.55	1.83	19	16	14

备注：其中迈瑞医疗、恒瑞医药、药明康德、爱尔眼科、云南白药、泰格医药、长春高新、凯莱英、健帆生物、爱博医疗、博瑞医药、南微医学、百济神州、贝达药业、奥赛康、鱼跃医疗、可孚医疗取申万盈利预测，其他公司取Wind一致预期值。

风险提示

- **商业医疗保险发展进度低预期：** 尽管国家高度重视商业健康保险的发展，并发布了一系列政策文件鼓励其发展，但商业健康保险总体覆盖水平仍然不高，在老龄化加深、医保支付改革加速及保险行业转型高质量发展的背景下，商业健康保险在产品创新、政策优惠、应对支付改革的能力等方面存在不足，限制了商业医疗保险满足市场需求的能力。
- **创新药出海低预期：** 随着国内创新药投融资的降温，未来一段时间内具备竞争力的创新成果产出可能有所放缓。虽然 License-out 交易频创新高，但在海外市场所占份额仍然较小，中国创新药正逐步获得国际认可，但份额的扩大仍需时间。
- **药品及器械地方集采降价风险：** 上市公司药品及器械在集采竞价中存在落选风险，即使通过降价中标获得部分省区报量之后，仍可能因为中选价格过低等因素对公司业绩造成不良影响。



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东A组	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
华东B组	李庆	18017963206	liqing3@swyhsc.com
华北组	肖霞	15724767486	xiaoxia@swyhsc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swyhsc.com
华北创新团队	潘焯明	15201910123	panyeming@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华南创新团队	夏苏云	13631505872	xiasuyun@swyhsc.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：
以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：
以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。
本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：
以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
买入 (BUY) : 股价预计将上涨20%以上；
增持 (Outperform) : 股价预计将上涨10-20%；
持有 (Hold) : 股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持 (Underperform) : 股价预计将下跌10-20%；
卖出 (SELL) : 股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：
以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。
本报告采用的基准指数 : 恒生中国企业指数 (HSCEI)

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

简单金融·成就梦想

A Virtue of Simple Finance

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

张静含
zhangjh@swsresearch.com



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号