

## 医药生物

### 关注创新、出海与银发经济

#### —医药行业 2024 年度中期投资策略

##### ► 医疗器械：通过出海寻求更广阔市场空间

2023 年全球医疗器械市场空间为 6,843 亿美元，预计 2025 年达 7,667 亿美元，年复合增速为 5.9%。2010-2023 年中国医疗器械公司进入全球营收 TOP100 的占比从 2010 年的 14% 提升至 2023 年的 18%，中国医疗器械公司在全球市场初步崭露头角。出口产品从低值耗材进阶到中高端器械如 CT、核磁、超声和体外诊断，医疗器械出海正在加速产业结构升级。

##### ► 药品：出海与政策导向推动高质量创新

高质量创新成为国产药品开发主旋律。支付体系更成熟的欧美市场给予具备差异化竞争力的国产创新药充分的交易溢价。在 2023-2024 年达成的 40 笔创新药对外授权交易中，获得超过 1.5 亿美元首付款的 7 笔均为潜在的 FIC 或 BIC 药物。进入 2024 年，创新药首发定价征求意见稿和各地创新药全产业链支持政策文件的出台充分体现了国家对高质量创新药研发的鼓励。充沛的医保基金结余也为进一步提升创新药医保支付占比提供了保障。

##### ► 药店：行业规范化发展有望带动集中度提升

在门诊统筹等政策支持下，中国处方外流工作持续推进，零售药店行业有望充分受益。根据米内网数据，2016-2023 年中国零售药店药品销售额由 3,375 亿元增长至 5,533 亿元，终端占比由 22.5% 提升至 29.3%，且未来仍有较大提升空间。头部药店通过自建、收购、加盟等途径快速扩店，随着医保局加强对于定点零售药店医保基金的使用管理，市场份额有望向合规意识更强的头部企业集中。

##### ► 中药：品牌 OTC 有望实现量价齐升

2023 年中国 65 岁及以上人口占比 15.4%，相比 2013 年提升 5.7pct；2023 年人均医疗保健支出占比 9.2%，相比 2013 年提升 2.3pct，老龄化进程加速，健康管理需求有望持续提升。国家顶层战略逐步由“以治病为中心”向“以人民健康为中心”转变，并认可中医药在治未病的主导作用，中医药有望受益。中药材价格 2023 年底同比增长 17.4%，2024 年初至 5 月涨幅 8.51%，原材料价格或向产品价格传递，中药 OTC 有望实现量价齐升。

##### ► 投资建议：强于大市

1) 医疗器械子行业，建议关注器械各细分赛道出海龙头，推荐迈瑞医疗、鱼跃医疗和惠泰医疗。2) 药品子行业，看好高质量创新和出海，关注真正具备“First-in-Class”（FIC，同类首创）或“Best-in-Class”（BIC，同类最佳）潜力的国产创新药，推荐恒瑞医药、康方生物、信达生物。3) 中药子行业，看好老龄化趋势下受益的品牌 OTC 龙头，推荐华润三九、东阿阿胶。4) 零售药店子行业，随着行业集中度提升，看好规范经营、具备规模优势的头部企业，重点推荐益丰药房，建议关注老百姓、大参林、一心堂、健之佳。

**风险提示：**贸易摩擦风险；行业政策风险；研发不及预期；国产替代不及预期；销售不及预期风险。

投资建议：强于大市（维持）

上次建议：强于大市

#### 相对大盘走势



#### 作者

分析师：郑薇

执业证书编号：S0590521070002

邮箱：zhengwei@glsc.com.cn

分析师：夏禹

执业证书编号：S0590518070004

邮箱：yuxia@glsc.com.cn

分析师：许津华

执业证书编号：S0590523070004

邮箱：xujh@glsc.com.cn

分析师：陈翠琼

执业证书编号：S0590524010001

邮箱：chencq@glsc.com.cn

联系人：陈馨悦

邮箱：chxy@glsc.com.cn

#### 相关报告

1、《医药生物：家用呼吸机：海外去库存有望迎来拐点》2024.05.31

2、《医药生物：静丙：供不应求，量价齐升》2024.05.14

## 正文目录

1.	<b>医疗器械：出海势在必行</b> .....	5
1.1	全球医疗器械市场空间广阔 .....	5
1.2	医疗器械出海快速发展 .....	8
1.3	出海品种由中低端逐步转为中高端 .....	9
2.	<b>药品：高质量创新成主旋律</b> .....	12
2.1	国内政策鼓励高质量创新药研发 .....	12
2.2	原创性药品出海获得充分溢价 .....	13
2.3	关注 FIC 与 BIC 国产创新药 .....	16
3.	<b>药店：看好行业规范化发展带动集中度提升</b> .....	29
3.1	处方外流带动药店药品收入持续增长 .....	29
3.2	非药业务打造第二成长曲线 .....	34
3.3	连锁药店集中度有望提升 .....	36
4.	<b>中药：品牌 OTC 有望实现量价齐升</b> .....	39
4.1	老龄化驱动健康管理需求提升 .....	40
4.2	政策推动中医药高质量发展 .....	42
4.3	中药材涨价有望驱动中药 OTC 提价 .....	44
5.	<b>投资建议</b> .....	45
5.1	医疗器械：持续关注器械各细分赛道出海龙头 .....	45
5.2	中药：看好老龄化受益的 OTC 龙头 .....	47
5.3	药店：看好规范化发展的药店龙头 .....	48
5.4	药品：关注 FIC 与 BIC 国产创新药 .....	49
6.	<b>风险提示</b> .....	53

## 图表目录

图表 1:	2017-2025E 全球各大洲医疗器械市场的规模及预测 .....	5
图表 2:	2017-2025E 全球各大洲医疗器械市场的规模及预测 .....	5
图表 3:	2022 年全球医疗器械市场份额（分国家） .....	6
图表 4:	2023 年全球营收 TOP50 医疗器械公司 .....	6
图表 5:	2010-2023 年各国医疗器械公司进入全球营收 TOP100 的比例 .....	7
图表 6:	2010-2023 年中国医疗器械公司进入全球营收 TOP100 的比例 .....	7
图表 7:	我国医疗器械出口额占总出口额情况 .....	8
图表 8:	我国医疗器械出口金额增速情况 .....	8
图表 9:	A 股医疗器械公司海外营收占医疗器械总出口额比例 .....	9
图表 10:	2019-2023 年海外营收占总营收比例 .....	9
图表 11:	2019-2023 年海外营收同比增长率 .....	9
图表 12:	2019 和 2023 年医疗器械海外营收前十大 A 股公司 .....	10
图表 13:	出海品种分类 .....	11
图表 14:	医疗器械出海相关标的 .....	11
图表 15:	全国医保基金收入支出及结余（亿元） .....	13
图表 16:	2024 年创新药出海情况 .....	14
图表 17:	2023 年创新药出海情况 .....	15
图表 18:	国产 FIC 与潜在 FIC 创新药（注册期临床，不完全统计） .....	17
图表 19:	全球 CLDN18.2 靶向疗法结构类型/地域分布 .....	18
图表 20:	全球 CLDN18.2 靶向疗法临床阶段 .....	18
图表 21:	国产 CLDN18.2 产品出海交易情况 .....	19
图表 22:	临床开发进度全球第一梯队的国产 CLDN18.2 药物 .....	19
图表 23:	临床开发进度全球第一梯队的国产 CLDN18.2 药物 .....	20
图表 24:	国产潜在 FIC 创新药（临床 1/2 期，不完全统计） .....	21
图表 25:	临床 1/2 期阶段的潜在 FIC 国产 CLDN18.2 双抗药物临床数据 .....	23

图表 26:	BIC 与潜在 BIC 国产创新药 (不完全统计)	24
图表 27:	CARVYKTI 末线疗效: CAR-T 同类最佳, 且优于双抗等靶向疗法...	25
图表 28:	2022-2024Q1 美国已上市 BCMA 靶向疗法销售额 (亿美元)	25
图表 29:	SKB-264 在三阴乳腺癌 (TNBC) 上展现“Best-in-Class”疗效	26
图表 30:	SKB-264 在一线 NSCLC 领域表现出良好疗效	26
图表 31:	HS-20093 与 B7H3 ADC、DLL3 靶向药物治疗后线 SCLC 疗效	27
图表 32:	国产创新药企及其 (潜在) FIC/BIC 管线汇总	28
图表 33:	处方外流推动因素	30
图表 34:	门诊统筹政策对于职工医保个人及统筹账户的影响	30
图表 35:	各省市门诊统筹药店数量	31
图表 36:	各地门诊统筹起付线统计	31
图表 37:	各地门诊统筹支付限额统计	31
图表 38:	各地区药店门诊统筹报销比例统计	32
图表 39:	医院及药店门诊统筹结算金额 (亿元)	32
图表 40:	医院及药店门诊统筹结算人次 (百万人)	32
图表 41:	2016-2023 年我国零售药店药品销售额 (亿元)	33
图表 42:	2016-2023 年我国药品终端销售结构	33
图表 43:	2023-2030E 我国零售药店药品销售收入 (亿元)	33
图表 44:	2023-2030E 我国药品终端销售结构	33
图表 45:	2016-2030E 我国处方外流市场规模 (亿元)	34
图表 46:	2022 年日本药妆行业销售品类结构	35
图表 47:	2022 年我国医药流通行业销售品类结构	35
图表 48:	医药大健康产业链	36
图表 49:	恒修堂介绍	36
图表 56:	1949-2023 年中国新生儿数量	40
图表 57:	2022 年中国各年龄段人口数量	40
图表 58:	1990-2023 年中国 65 岁人口数量和占比	40
图表 59:	老年病图谱	41
图表 60:	1981-2021 年中国人均预期寿命变化	41
图表 61:	2013-2023 年中国居民人均消费支出结构构成	42
图表 62:	2023 年中国居民人均消费支出结构构成	42
图表 63:	1999-2022 年中国人均商业健康险支出	42
图表 64:	2023 年 60 岁以上人群消费意愿增加的领域	42
图表 65:	中国医疗政策	43
图表 66:	2018-2022 年基本公共卫生服务项目人均财政补助标准	43
图表 67:	2020-2022 年中国基层接受健康管理类型人群情况	43
图表 68:	2017-2021 年中国中医诊疗人次变化 (不含村卫生室)	44
图表 69:	基层医疗机构中医诊疗渗透率预测	44
图表 70:	2017-2023 年中成药零售端市场规模	44
图表 71:	2017-2023 年中成药零售端单价	44
图表 72:	2018-2024Q1 迈瑞医疗营收及增速	45
图表 73:	2018-2024Q1 迈瑞医疗归母净利润及增速	45
图表 74:	2018-2024Q1 鱼跃医疗营收及增速	46
图表 75:	2018-2024Q1 鱼跃医疗归母净利润及增速	46
图表 76:	2018-2024Q1 惠泰医疗营收及增速	47
图表 77:	2018-2024Q1 惠泰医疗归母净利润及增速	47
图表 78:	2018-2024Q1 华润三九营收	48
图表 79:	2018-2024Q1 华润三九归母净利润	48
图表 80:	2018-2024Q1 东阿阿胶营收	48
图表 81:	2018-2024Q1 东阿阿胶归母净利润	48
图表 84:	恒瑞医药收入结构 (单位: 百万元)	50
图表 85:	恒瑞医药拿到 FDA 快速通道资格的品种	50
图表 86:	康方生物收入情况 (单位: 百万元)	51
图表 87:	康方生物归母净利情况 (单位: 百万元)	51

图表 88: 信达生物营收及归母净利润 (亿元) .....	52
图表 89: 信达生物毛利率及期间费用率 .....	52

## 1. 医疗器械：出海势在必行

随着国产器械厂家产品力和品牌力逐步提升，国内市场日益成熟，出海成为未来国内医疗器械厂商的发展主线。

### 1.1 全球医疗器械市场空间广阔

发达国家展现较高的消费水平，部分发展中国家具备较大消费潜力。美国、日本、德国、英国、法国、加拿大、意大利、韩国、西班牙和巴西等国家位列全球前 50，显示出其庞大的市场和国民的高消费水平。同时印度、中国、印度尼西亚等国家虽然人均 GDP 排名未进入前 50，但 GDP 总量和增速均表现强劲，预示着它们作为未来潜在的新兴市场具有较大的发展潜力。

欧美处于成熟市场，亚太和拉丁美洲处于快速发展阶段。根据 IQVIA 数据，2021 年全球医疗器械市场规模为 6,108 亿美元，预计 2025 年达到 7,667 亿美元，年复合增速为 5.9%。其中北美洲市场规模最大，2021 年达 2099 亿美元，但增速有所放缓，2021-2025 年 CAGR 为 4%。亚太为新兴快速发展市场，2021 年亚太市场空间为 1502 亿美元，2021-2025 年 CAGR 为 9%，高于全球平均水平。

图表 1：2017-2025E 全球各大洲医疗器械市场的规模及预测

亿美元	2017	2021	2025E	2017-2021 CAGR (%)	2021-2025E CAGR (%)
北美	1620	2099	2501	6.69%	4.48%
欧洲	1340	1609	1883	4.68%	4.01%
亚太	1030	1502	2091	9.89%	8.62%
拉丁美洲	270	613	818	22.75%	7.48%
中东和非洲	130	258	374	18.69%	9.73%
全球	4380	6108	7667	8.67%	5.85%

资料来源：IQVIA，国联证券研究所整理

2021 年市场空间前三的国家为美国、中国和德国，增速前三的国家是印度（12.6%）、中国（10.6%）和哥伦比亚（10.0%）。未来随着老龄化程度加剧、治疗需求提升等，市场空间有望进一步扩容。

图表 2：2017-2025E 全球各大洲医疗器械市场的规模及预测

亿美元	2017	2021	2025E	2017-2021 CAGR (%)	2021-2025E CAGR (%)
印度	49	137	220	29.3%	12.6%
中国	204	425	636	20.1%	10.6%
哥伦比亚	20	67	98	35.3%	10.0%
巴西	80	118	164	10.2%	8.6%
墨西哥	60	70	94	3.9%	7.6%
沙特阿拉伯、阿联酋、以色列、土耳其	/	149	198	/	7.4%

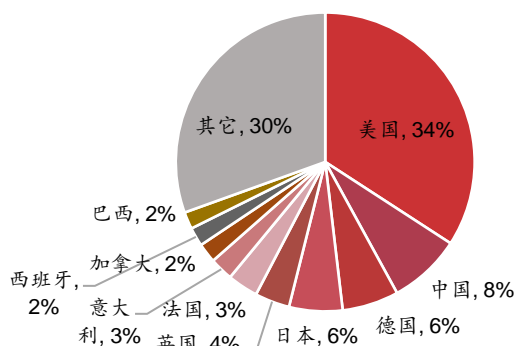


日本	290	325	407	2.9%	5.8%
加拿大	70	83	100	4.4%	4.8%
美国	1550	2013	2401	6.8%	4.5%
西班牙	60	101	119	13.9%	4.2%
意大利	130	146	171	2.9%	4.0%
法国	200	236	275	4.2%	3.9%
德国	360	412	478	3.4%	3.8%
英国	150	195	226	6.8%	3.8%

资料来源：IQVIA，国联证券研究所整理

2022 年全球医疗器械市场中，美国份额占比最高，达 34%，其次为中国和德国。

图表3：2022 年全球医疗器械市场份额（分国家）



资料来源：Medical Technology: market data & analysis，国联证券研究所整理

美国公司在全球医疗器械领域占据领先地位，日本和德国紧随其后。2023 年全球医疗器械营收前 50 名公司中，美国有 27 家，总营收达 2980 亿美元，其次为日本（7 家）和德国（3 家）。

图表4：2023 年全球营收 TOP50 医疗器械公司

排名	公司名称	总部所在地	财年营收 (亿美元)	排名	公司名称	总部所在地	财年营收 (亿美元)
1	强生公司	美国	852	26	BIOMÉRIEUX	法国	41
2	雅培制药	美国	401	27	豪洛捷	美国	40
3	美敦力	爱尔兰	312	28	登士柏西诺德	美国	40
4	法国依视路国际	法国	282	29	阿莱技术(ALIGN TECHNOLOGY)	美国	39
5	西门子医疗	德国	229	30	德尔格 PRE	德国	37
6	费森尤斯医疗	日本	216	31	IDEXX 实验室	美国	37
7	史赛克(STRYKER)	美国	205	32	德康医疗(DEXCOM)	美国	36
8	GE 医疗	美国	196	33	库珀医疗	美国	36
9	碧迪(BECTON DICKINSON)	美国	194	34	康乐保 (COLOPLAST)	丹麦	35
10	KENVUE	美国	154	35	SYSMEX	日本	31
11	百特国际(BAXTER INTL)	美国	148	36	QUIDEL	美国	30

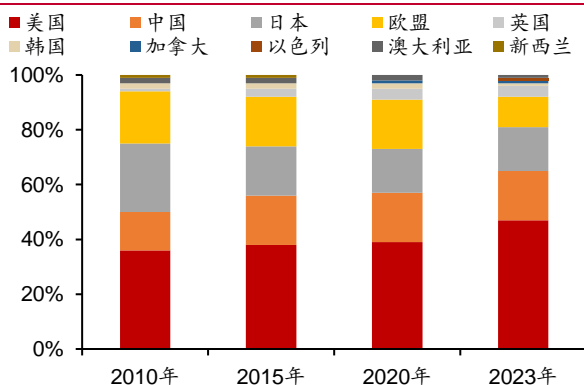
12	波士顿科学	美国	142	37	泰利福(TELEFLEX)	美国	30
13	爱尔康	瑞士	95	38	WEST PHARMACEUTICAL SERVICES	美国	29
14	捷迈邦美	美国	74	39	STRAUMANN	瑞士	29
15	直觉外科	美国	71	40	PHC	日本	27
16	奥林巴斯	日本	66	41	ENVISTA	美国	26
17	泰尔茂	日本	62	42	ICU 医疗	美国	23
18	爱德华兹生命科学	美国	60	43	卡尔蔡司	德国	22
19	施乐辉	英国	55	44	CONVATEC	英国	21
20	保谷光学	日本	54	45	NATIONAL VISION	美国	21
21	思泰瑞医疗	爱尔兰	50	46	麦斯莫医疗 (MASIMO)	美国	20
22	迈瑞医疗	中国	49	47	威高股份	中国	19
23	瑞思迈(RESMED)	美国	42	48	ENOVIS	美国	17
24	BAUSCH + LOMB	加拿大	41	49	INSULET	美国	17
25	NIPRO	日本	41	50	ANSELL	澳大利亚	17

资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

**全球营收 TOP100 医疗器械公司中中国公司数逐步增加。**2023 年全球营收 TOP100 医疗器械公司中美国占比最高, 达到 47%, 其次为中国 (18%) 和日本 (16%)。2010-2023 年期间中国医疗器械公司在全球营收 TOP100 的占比有所提升, 从 2010 年的 14% 提升至 2023 年的 18%, 持续赶超日本和欧盟。

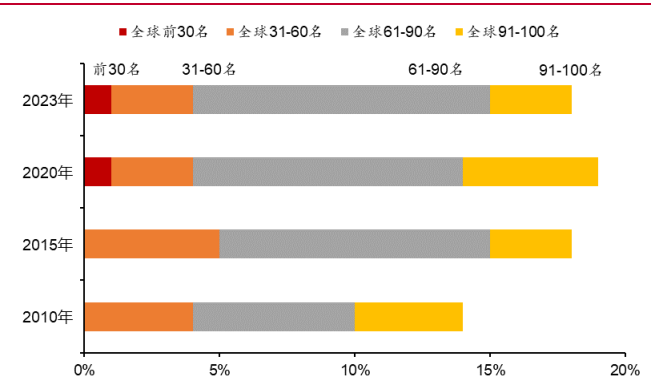
**中国医疗器械公司逐步跻身全球中高端市场。**2023 年全球营收前 30 名医疗器械公司中, 中国有迈瑞医疗。此前 2010 年和 2015 年均未有中国医疗器械公司进入全球营收前 30 名, 说明中国产品逐步获得全球中高端市场认可。同时中国公司在全球中端市场 (指公司营收进入全球第 61-90 名) 的比例逐步提升, 从 2010 年的 6% 提升至 2023 年的 11%。

图表5: 2010-2023 年各国医疗器械公司进入全球营收 TOP100 的比例



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表6: 2010-2023 年中国医疗器械公司进入全球营收 TOP100 的比例

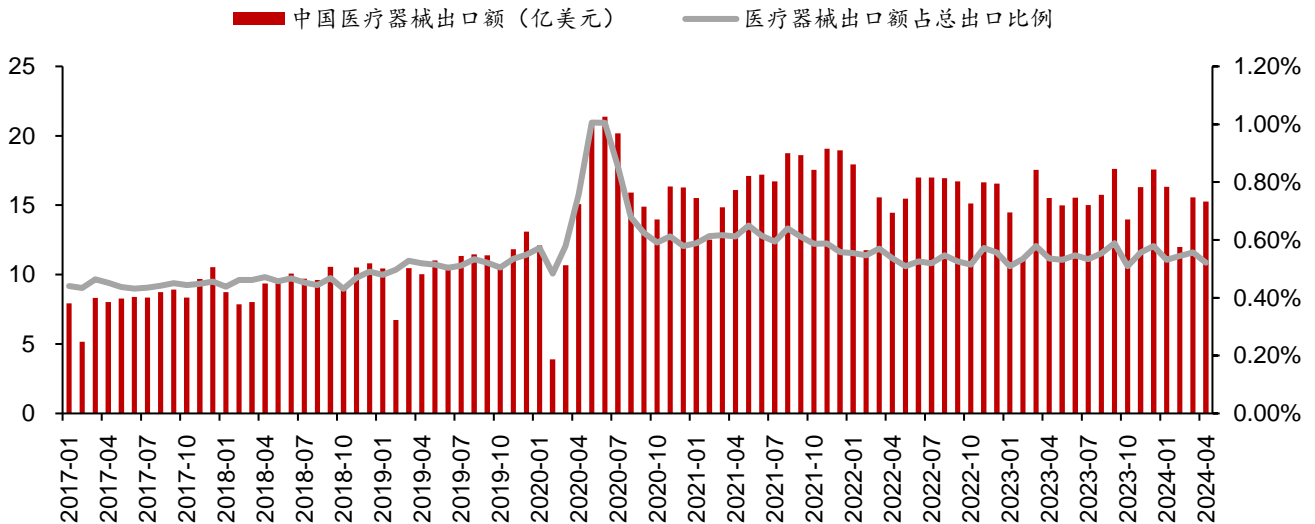


资料来源: Wind, 国联证券研究所

## 1.2 医疗器械出海快速发展

我国医疗器械出口额占总出口额比例逐步提升，2017-2019 年期间从 0.44% 提升至 0.52%。新冠疫情期间，我国医疗器械产品出口大幅提升，2020 年我国医疗器械出口额占总出口额达到 0.70%，之后随着新冠相关产品需求下滑，我国医疗器械出口额有所回落，占总出口额比例稳定在 0.6% 左右。

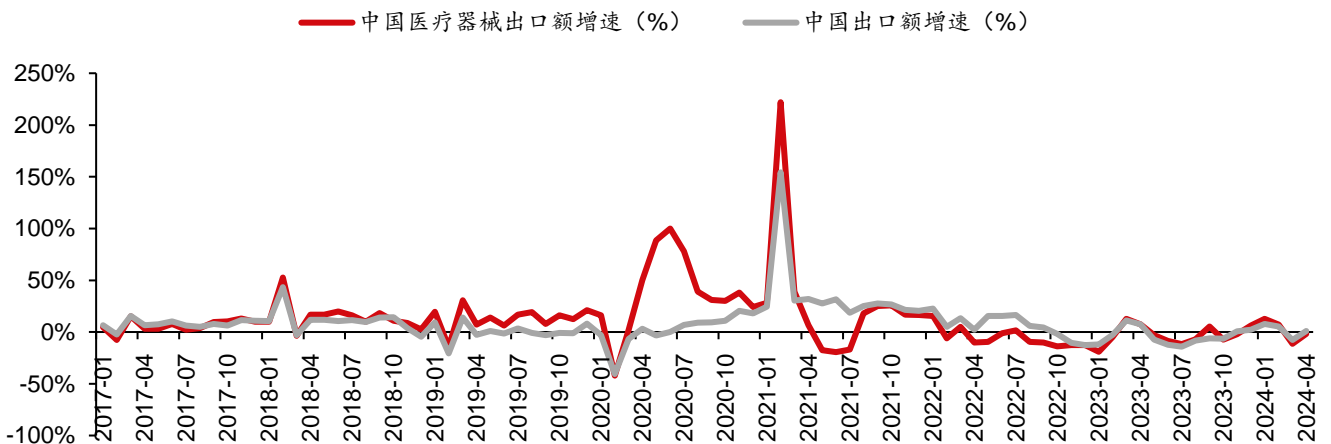
图表7：我国医疗器械出口额占总出口额情况



资料来源：中国海关总署，国联证券研究所整理

从整体来看，中国医疗器械出口增速快于总体出口。2017-2019 年期间，我国医疗器械出口金额年复合增速为 13.30%，高于总体出口（5.09%）。凭借优良稳定的供货和高性价比产品优势，2020 年中国医疗器械出口额大幅提升，同比增长 40.45%，全球知名度进一步得到提升。2021-2022 年受高库存、需求减少影响，我国医疗器械出口疲软。2024 年以来中国医疗器械出口额呈现弱复苏态势，反映海外需求逐步提升，未来有望适度加快。

图表8：我国医疗器械出口金额增速情况

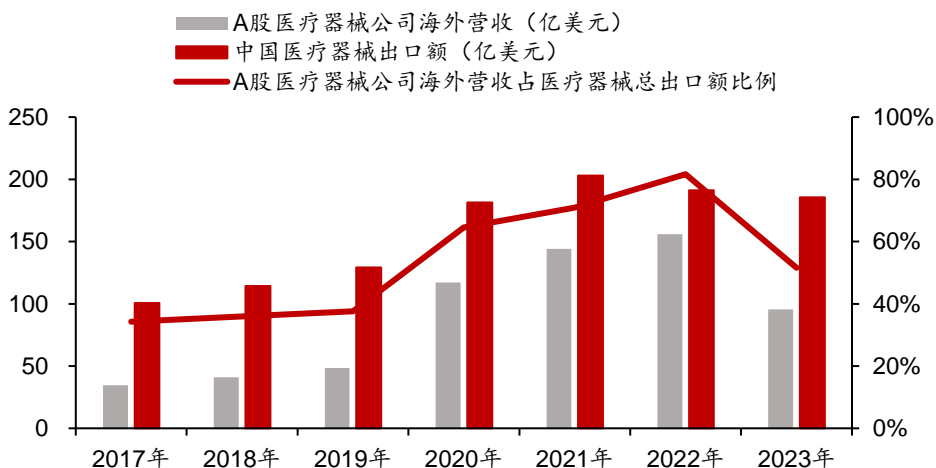


资料来源：中国海关总署，国联证券研究所整理



**A股医疗器械海外营收占总医疗器械出口额比例逐步提升。**2017年A股医疗器械公司海外营收为34亿美元，占总体医疗器械出口额比例为34%。新冠疫情期间，与检测相关的器械公司上市速度加快，截至2023年底，A股医疗器械公司海外营收达96亿美元，与2017年相比提升2.8倍，占总医疗器械出口额比例达52%。

图表9：A股医疗器械公司海外营收占医疗器械总出口额比例



资料来源：Wind，中国海关总署，国联证券研究所

### 1.3 出海品种由中低端逐步转为中高端

回顾2019-2023年医疗器械行业出海历史。受新冠疫情影响，2020-2022年期间中国医疗器械厂家凭借高性价比防疫产品和稳定供应能力，获得全球客户认可，海外营收占比得到快速提升，从2019年的25%提升至2022年的34%，而后回落至2023年的29%。

中高端医疗设备出口呈现恢复性增长。2020-2022年与新冠检测相关的IVD板块出口获得较快增长。同时凭借新冠产品，中国快速打开在海外市场的知名度，带动中高端医疗设备的增长，2021-2023年医疗设备海外营收增速不断提升，2023年达10%，体现中国制造逐步得到全球认可。

图表10：2019-2023年海外营收占总营收比例

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

来源：iFind，国联证券研究所 备注：橙色表示高于行业平均值，灰色表示低于行业平均值

图表11：2019-2023年海外营收同比增长率

行业分类	2019	2020	2021	2022	2023
医疗设备	19%	71%	3%	6%	10%
医疗耗材	18%	161%	8%	-41%	3%
体外诊断	18%	346%	91%	78%	-82%
医疗器械整体	18%	141%	23%	8%	-39%

来源：iFind，国联证券研究所 备注：橙色表示较前年增长，灰色表示较前年下降

2020-2023年中国医疗器械出口大幅增长，全球国际化水平逐步提升。2023年

SW 医疗器械公司共有 124 家，其中 105 家拥有海外营收。2017-2023 年医疗器械公司海外营收年复合增速为 18.53%，高于整体营收增速（13.93%）。

2019 年，国内医疗器械海外收入前十大公司中，包括低值耗材类公司 5 家，出口品种包括手套、口罩、纱布等；家用、康复类设备公司两家，例如家用呼吸机、血糖仪等，仅有迈瑞一家以常规医疗器械为主，例如监护仪、血球分析仪、超声等。

2023 年医疗器械出口前十位厂家涉及品种逐步丰富，包括血糖仪、制药装备、大型影像设备等，均有较为亮眼出口表现。随着全球逐步从疫情恢复，常规医疗器械需求不断提升，我们认为对于以常规医疗器械为主导的国内厂家是利好。

**图表12：2019 和 2023 年医疗器械海外营收前十大 A 股公司**

证券简称	2019 年		海外营收占 总营收比例	主要品种
	总营收 (百万元)	海外营收 (百万元)		
迈瑞医疗	16555.99	7022.145	42%	监护、血球、超声等
蓝帆医疗	3475.61	2370.901	68%	手套等低值耗材
奥美医疗	2352.46	2079.783	88%	口罩、纱布等低值耗材
英科医疗	2082.94	1969.444	95%	手套等低值耗材
振德医疗	1867.73	1257.309	67%	口罩、纱布等低值耗材
中红医疗	1170.81	1089.928	93%	手套等低值耗材
尚荣医疗	1530.82	963.0446	63%	医疗耗材
山东药玻	2992.35	928.9179	31%	药用玻璃瓶
鱼跃医疗	4635.93	796.6797	17%	康复设备
美好医疗	742.45	705.3547	95%	家用呼吸机

证券简称	2023 年		海外营收占 总营收比例	主要品种
	总营收 (百万元)	海外营收 (百万元)		
迈瑞医疗	34931.90	13549.86	39%	监护、血球、超声等
英科医疗	6918.72	6001.45	87%	手套、口罩等低值耗材
蓝帆医疗	4927.07	4237.58	86%	手套等低值耗材
九安医疗	3231.12	2981.53	92%	胶体金防疫产品
奥美医疗	2756.67	2233.24	81%	口罩、纱布等低值耗材
振德医疗	4127.04	2158.75	52%	口罩、纱布等低值耗材
楚天科技	6853.36	1880.85	27%	制药装备
三诺生物	4058.79	1711.11	42%	血糖仪
中红医疗	2105.25	1666.16	79%	手套等低值耗材
联影医疗	11410.77	1659.21	15%	大型影像设备

资料来源：Wind，国联证券研究所

结合医疗器械申万三级子行业出口占比，以及上述医疗器械出口前十厂家涉及品种，我们认为目前国内厂家出海销售的设备可以分成三大类：低值耗材、中高端器械和全球领先创新。

低值耗材类产品包括手套、口罩等低值耗材，以及胶体金检测试剂盒等成熟检测产品，国内技术成熟，规模化生产优势使得产品价格处于全球领先地位，也是目前国内医疗器械主要出口品种。主要风险在于其他发展中国家，以更低的加工成本进行竞

争，或者劣币驱逐良币，通过质量较差但价格更优的产品进行恶性竞争。

中高端器械产品种类较多，涉及厂家类型多样，包括体外诊断、影像、康复、部分耗材类公司，我们认为中短期仍是国内医疗器械厂家海外高速增长的品种，以迈瑞医疗、万孚生物为代表的厂家，通过以丰富的产品类型进入各个国家/区域，满足不同客户需求，复制进口品牌过去发展轨迹。因为单个产品涉及品类较多，各个国家准入规则不同，对于厂家资源投入要求较高。

全球领先创新类产品在国内外都处于行业发展阶段，产品渗透率仍有较大提升空间，也是进口器械品牌主要把控的领域，随着进入这一领域，意味着要与全球头部厂家直面竞争，同时地缘政治风险影响不确定性较大。

**图表13：出海品种分类**

分类	品种	出海难度	风险点	代表厂家
低值耗材	手套、口罩等低值耗材，胶体金检测试剂盒	较为容易	可替代性较强	英科医疗、奥美医疗、蓝帆医疗
中高端器械	血球、POCT、超声、监护仪、DR等科室常用设备	普通	品种、可及市场多，需要投入资源较多	迈瑞医疗、万孚生物、美好医疗、三诺生物
全球领先创新	MR、PET-CT、质谱仪、测序仪、其他细分高端产品	难度较大	进口品牌直面竞争、地缘政治	迈瑞医疗、联影医疗、华大智造

资料来源：国联证券研究所整理

综合目前国内厂家发展阶段，我们认为中短期仍然以低值耗材类和中高端器械为主，头部厂家通过早期的耕耘，已经进入的国家和地区数量有明显优势，包括注册还有渠道的建设都形成门槛，同时潜在的受众群体较大，仍然主要受益于厂家和品种。随着全球医疗水平的不断提升，现阶段处于进阶类的产品，也有望逐步普及，在中长期成为基础类产品，使得全球更多用户受益。

**图表14：医疗器械出海相关标的**

证券名称	总市值 (亿元)	2023年海外营收 (亿元)	2023年海外营收增速	2024年海外营收增速 (预计)	海外主要增长点
迈瑞医疗	3,694	135	16%	20-30%	IVD 海外增速最快
联影医疗	999	17	54%	>30%	海外市场的认可度不断提升
新产业	583	13	36%	20-30%	发光仪器在海外地区快速装机，带动试剂上量
鱼跃医疗	401	7	2%	>30%	拥有全球 9 大生产基地，发力全球化战略
惠泰医疗	303	2	73%	>30%	主要是 OEM 业务的调整；未来自主品牌增长趋势良好。整体海外超过平均增速
安图生物	292	2	61%	>30%	积极布局海外 IVD 市场，整体营收体量较小，未来有望快速发展
华大智造	213	10	-33%	>30%	海外市占率较低，未来空间大
开立医疗	171	9	18%	20-30%	超声海外较稳定；内镜海外增速稍快。欧洲、拉美、亚太。
亚辉龙	144	2	-91%	>30%	积极布局新兴国家，包括独联体、南亚、东南亚和中东地区
南微医学	122	10	26%	>30%	美国自主品牌；亚洲市场进入；可视化产品放量等

澳华内镜	68	1	12%	>30%	重点关注欧洲，占海外一半；以及性价比市场。AQ300 在 24Q1 已经获得了 CE 认证，欧洲、东南亚或贡献增量。24 年海外增速赶上整体，比 23 年快。
山外山	44	1	92%	>30%	销往全球 75 个国家和地区，2023 年境外销售收入达 9898.77 万元，同比增长 91.65%。重点关注南美、非洲。

资料来源：Wind，市值截至 2024.6.6；国联证券研究所整理

## 2. 药品：高质量创新成主旋律

### 2.1 国内政策鼓励高质量创新药研发

进入 2024 年以来，国家相继出台了《关于建立新上市化学药品首发价格形成机制 鼓励高质量创新的通知（征求意见稿）》（以下简称“创新药首发定价征求意见稿”）和《深化医药卫生体制改革 2024 年重点工作任务》。包括北京、广州在内的各省市也相继发布了地方的创新药械全链条支持政策，充分体现了国家对研发具备自主知识产权的高质量创新药的高度重视。全国医保基金充裕的年度累计结余金额也从支付端为未来鼓励和支持高质量创新药的研发和销售提供了有力保障。

#### 创新药首发定价征求意见稿鼓励高质量药品创新

为进一步落实企业自主制定药品价格政策要求，鼓励以临床价值为导向的药物研发创新，支持高质量创新药品的多元供给和公平可及，充分发挥市场决定性作用，更好发挥政府作用，健全药品价格形成机制，2024 年 2 月 5 日国家医保局发布《关于建立新上市化学药品首发价格形成机制 鼓励高质量创新的通知（征求意见稿）》，拟要求药企从药学、临床价值和循证证据三方面对药品创新程度进行自评，按照自评点数将首次进入国内医药采购市场销售的新上市化学药品划分为高、中、低三档。

自评点数高和居中的新上市药品，赋予首发价格 1~5 年不等的稳定期。稳定期内不纳入集中带量采购范围，不实施政府定价或政府指导价，暂不以当地挂网规则要求降价，不与国外价格作比较。此征求意见稿充分体现了政府对高质量创新药品的高度认可，通过分层次、有差别的价格措施，支持有临床价值的高质量创新，并挂网、采购等关键政策资源重点分配给真正具有创新性、高水平创新的企业。

#### 创新药械全链条支持政策有望进一步落地

2024 年 4 月，北京、广州、珠海、海口等城市相继出台并推动创新药全链条政策落地，对创新药研发、审批及支付方式等全链条环节进行多维度赋能。以北京为例，着重针对 1) 提升创新药临床研究质量和效率；2) 优化创新药审评审批机制；3) 加快创新药配备使用；4) 提高创新药多元支付能力；5) 医疗健康数据赋能创新；6) 强化创新医药企业投融资支持等多个方面出台了相关鼓励政策。

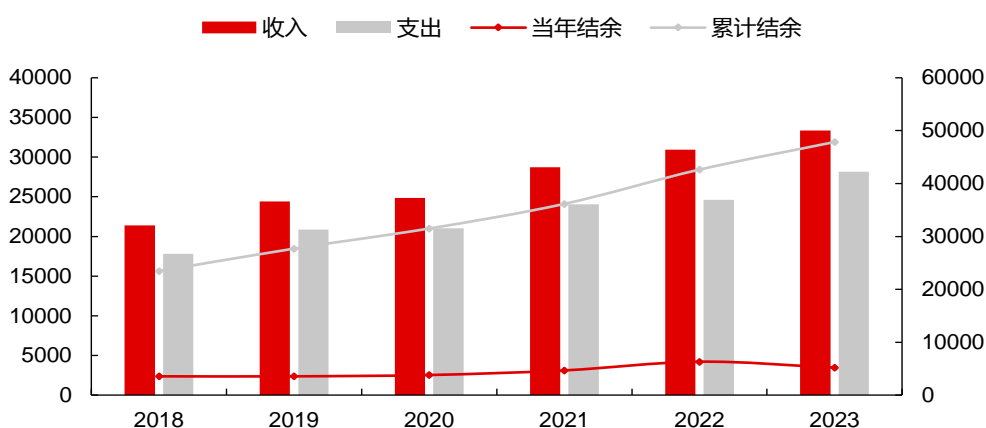
2024 年 6 月 3 日，国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革 2024 年重点工

作任务》。在深化药品审评审批制度改革内容部分，明确提出要制定关于全链条支持创新药发展的指导性文件。加快创新药、罕见病治疗药品、临床急需药品等以及创新医疗器械、疫情防控药械审评审批。

### 医保基金创新药支付能力充裕

2023 年全国医保基金累计结余超 4.7 万亿元，具备充裕的支付能力支持创新。2022 年医保为创新药支付 481 亿元，占比当年收入不到 2%，参考欧美发达国家创新药支付占比创新药行业具备较大成长空间。

图表 15：全国医保基金收入支出及结余（亿元）



资料来源：医药魔方，国联证券研究所

## 2.2 原创性药品出海获得充分溢价

考虑到欧美市场在药品市场定价（国内有医保谈判）、支付端买单能力与意愿（国内医保参保基数大、支付体系改革等）上的差异，国内药企为了 1) 能够在短期内实现资金回笼，尽快推进后续研发动作；2) 通过跨国药企（MNC）的站台背书快速获得资本市场认可，加速融资，实现进一步“回血”；3) 在“高投入、高风险”后实现“高回报”等原因也会选择主动出海，推动自研药物产品进入定价更高、支付体系更成熟的欧美市场。

考虑到海外高昂的临床试验成本、以及与国内迥异的商业化环境，绝大部分国内药企不具备直接出海所需的海外临床和商业化能力，因此更多会采用门槛低、风险小的 License out “借船出海”，即药企将自己已上市或在研产品的部分或全部权益转让给海外药企，借助海外药企的经验或渠道实现新药产品出海。通过这种合作方式可借助海外药企在研发端的丰富经验和资源实现优势互补、降低新药研发风险；同时通过合作方已搭建的成熟销售网络快速进入国际市场、获得丰厚现金流。



➤ 药品创新度决定出海交易金额

2024 年，中国药企达成的已披露金额的创新药出海交易已有 13 起。从披露信息来看，交易总金额已超 161.27 亿美元，首付款最高达到 1.85 亿美元（船望制药 4 项核酸药物授权诺华）。从产品类型来看，药物授权出海集中在小分子（6 起）和抗体（4 起）。

图表16：2024 年创新药出海情况

转让方	产品	产品类别	受让方	金额
康方生物	依沃西单抗	抗体	Summit Therapeutics	总交易金额 0.7 亿美元
百奥泰	BAT2506	抗体	STADA	总交易金额 1.575 亿美元
和铂医药	单抗	抗体	AstraZeneca	总交易金额 6.04 亿美元，首付款 0.19 亿美元，里程碑付款 5.85 亿美元
达歌生物	多靶点新型分子胶降解剂；GlueXplorer® platform	/	Takeda Pharmaceuticals	总交易金额 12 亿美元
嘉越医药	JYP0015	小分子	Erasca	总交易金额 3.65 亿美元，首付款 0.2 亿美元，里程碑付款 3.45 亿美元
恒瑞医药	HRS-7535；HRS9531；HRS-4729	小分子/多肽/其他	Hercules CM Newco	总交易金额 60.35 亿美元，首付款 1 亿美元，里程碑付款 59.35 亿美元
药明康德	ERAS-4001	小分子	Erasca	总交易金额 1.7 亿美元，首付款 0.1 亿美元，里程碑付款 1.6 亿美元
康华生物	KH002	疫苗	HilleVax	总交易金额 2.705 亿美元，首付款 0.15 亿美元，里程碑付款 2.555 亿美元
船望制药	BW-05；BW-15；BW-02；BW-23	核酸	Novartis	总交易金额 41.65 亿美元，首付款 1.85 亿美元，里程碑付款 39.8 亿美元
英矽智能	ISM5043	小分子	Menarini	总交易金额 5 亿美元，首付款 0.12 亿美元，里程碑付款 4.88 亿美元
安锐生物	ARTS-021；a preclinical program	小分子	Avenzo Therapeutics	总交易金额 10 亿美元，首付款 0.4 亿美元，里程碑付款 9.6 亿美元
	EGFR L858R 变构抑制剂	小分子	AstraZeneca	总交易金额 5.4 亿美元，首付款 0.4 亿美元，里程碑付款 5 亿美元
宜联生物	YL211	抗体	Roche	总交易金额 10.5 亿美元，首付款 0.5 亿美元，里程碑付款 10 亿美元

来源：医药魔方，国联证券研究所

2023 年，中国药企达成的已披露金额的创新药出海交易已有 27 起。从披露信息来看，交易总金额已超 346.61 亿美元，首付款最高的是百利天恒 EGFR/HER3 双抗 ADC 产品 BL-B01D1 授权给百时美施贵宝(Bristol Myers Squibb, 下文简称 BMS)



的 8 亿美元。从产品类型来看，药物授权出海集中在 ADC 产品（12 起）和小分子药物（10 起），其次是抗体药物（6 起）和细胞治疗产品（1 起）。

**图表 17：2023 年创新药出海情况**

转让方	产品	产品类别	受让方	金额
科望医药	ES019; 另外 3 个候选药物	抗体; 其他	安斯泰来	总交易金额 17.37 亿美元, 首付款 0.37 亿美元, 里程碑付款 17.00 亿美元
联拓生物	二氧化铪	小分子	Janssen	总交易金额 0.30 亿美元, 首付款 0.25 亿美元, 里程碑付款 0.05 亿美元
翰森制药	HS-20093	ADC	GSK	总交易金额 17.1 亿美元, 首付款 1.85 亿美元, 里程碑付款 15.25 亿美元
	HS-20089	抗体	GSK	总交易金额 15.7 亿美元, 首付款 0.85 亿美元, 里程碑付款 14.85 亿美元
和铂医药	HBM9033	ADC	Seagen	总交易金额 11.03 亿美元, 首付款 0.53 亿美元, 里程碑付款 10.5 亿美元
	HBM7008	ADC	Cullinan Oncology	总交易金额 5.88 亿美元, 首付款 0.25 亿美元, 里程碑付款 5.63 亿美元
百利天恒	BL-B01D1	ADC	Bristol-Myers Squibb	总交易金额 84 亿美元, 首付款 8 亿美元, 里程碑付款 76 亿美元
和誉医药	Pimicotinib	小分子	Merck KGaA	总交易金额 6.06 亿美元, 0.7 亿美元预付款
海思科	HSK31858	小分子	Chiesi Farmaceutici	总交易金额 4.62 亿美元, 首付款 0.13 亿美元, 里程碑付款 4.49 亿美元
祐森健恒	UA022	小分子	AstraZeneca	总交易金额 4.19 亿美元, 首付款 0.24 亿美元, 里程碑付款 3.95 亿美元
传奇生物	LB2102	CART	Novartis	总交易金额 11.1 亿美元, 首付款 1 亿美元, 里程碑付款 10.1 亿美元
诚益生物	ECC5004	小分子	AstraZeneca	总交易金额 20.1 亿美元, 首付款 1.85 亿美元, 里程碑付款 18.25 亿美元
普米斯	PM8002	抗体	BioNTech	总交易金额 10.55 亿美元, 首付款 0.55 亿美元, 里程碑付款 10 亿美元
恒瑞医药	HRS-1167; SHR-A1904	小分子 /ADC	Merck KGaA	总交易金额 16.7 亿美元, 首付款 1.7 亿美元, 里程碑付款 15.0 亿美元
	SHR-1905	抗体	Aiolos Bio	总交易金额 10.5 亿美元, 首付款 0.22 亿美元, 里程碑付款 10.29 亿美元
	SHR-2554	小分子	Treeline Biosciences	总交易金额 7.06 亿美元, 首付款 0.11 亿美元, 里程碑付款 6.95 亿美元
宜联生物	HER3 ADC	ADC	BioNTech	总交易金额 10 亿美元, 首付款 0.7 亿美元
礼新医药	LM-305	ADC	AstraZeneca	总交易金额 6 亿美元, 首付款 0.55 亿美元, 里程碑付款 5.45 亿美元
启德医药	GQ1010	ADC	Pyramid Biosciences	总交易金额 10.2 亿美元, 首付款 0.2 亿美元, 里程碑付款 10 亿美元
映恩生物	DB-1303; DB-1311	ADC	BioNTech	总交易金额 16.7 亿美元, 首付款 1.7 亿美元, 里程碑付款 15 亿美元
高光制药	BHV-8000	小分子	Biohaven	总交易金额 9.7 亿美元, 首付款 0.1 亿美元, 里程碑付款 9.5 亿美元

安基生技	AJ201	小分子	Avenue Therapeutics	总交易金额 2.53 亿美元，首付款 0.03 亿美元，里程碑付款 2.5 亿美元
康诺亚	CMG901	ADC	AstraZeneca	总交易金额 11.88 亿美元，首付款 0.63 亿美元，里程碑付款 11.25 亿美元
石药集团	SYS6002	ADC	Corbus Pharmaceuticals	总交易金额 6.925 亿美元，首付款 0.075 亿美元，里程碑付款 6.85 亿美元
和黄医药	咪唑替尼	小分子	Takeda Pharmaceuticals	总交易金额 11.3 亿美元，首付款 4 亿美元，里程碑付款 7.3 亿美元
迈威生物	DISC-3405	抗体	Disc Medicine	总交易金额 4.13 亿美元，首付款 0.1 亿美元
信诺维	新一代 ADC	ADC	AmMax	总交易金额 8.71 亿美元
药明生物	CD3 bispecific antibody (至多三款)	抗体	GSK	总交易金额 15 亿美元，首付款 0.4 亿美元，里程碑付款 14.6 亿美元

来源：医药魔方，国联证券研究所

药品的潜在市场和创新程度对授权交易金额尤其是首付款有较大影响。在 2023-2024 年出海的药品中，首付款超过 1.5 亿美元的创新药均为潜在的 FIC 或 BIC 产品。参考国家医保局发布的“创新药首发定价征求意见稿”中对创新药的评分体系，我们认为可以主要从药学、临床价值和循证证据三个维度来评定药品的创新度：

- 1) 药学：以新机制、新靶点、新分子结构为优。以百利天恒授权给 BMS 的 EGFR/HER3 双抗 ADC BL-B01D1 为经典案例，在全球范围内首创了此类靶点组合的双抗 ADC，同时已在肺癌、乳腺癌和鼻咽癌、头颈鳞癌等多个实体瘤适应症上初步验证了疗效，因此获得了破纪录的 8 亿美元首付款。相比来说，通过“Fast-follow”策略开发的潜在 BIC 产品，在授权出海时给的交易金额会相对低一些。
- 2) 临床价值：真正以临床价值为导向，填补未被满足的临床需求。获得 CDE 或 FDA 的突破性疗法认证是加分项。对引进方来说，引进的产品是否能够与自身擅长疾病领域或产品管线的战略布局具备较好匹配度和协同性，从而填补产品组合的空缺，会是比较重要的考量点。同样以百利天恒的 BL-B01D1 为例，作为一个潜在的可治疗肺癌、乳腺癌、食管癌、鼻咽癌等多个实体瘤的抗泛瘤种药物，同时可满足 ADC+IO 的联用逻辑，从而有望延长 BMS 的 Opdivo 药物的生命周期，自然容易获得青睐。
- 3) 循证证据：临床设计以有效为佳，等效设计好于非劣。

### 2.3 关注 FIC 与 BIC 国产创新药

随着国内创新药企业在多特异性抗体、ADC 等结构类型的靶点组合与工程学改

造技术上日趋成熟，以及在产品靶点和适应症上的差异化布局，已涌现出越来越多的高质量创新药管线，并迎来了新一轮国产创新药出海热潮。我们预计创新药全产业链支持政策有望在全国进一步推进和落地实施，建议关注真正具备 FIC 或 BIC 潜力的国产创新药。

### 2.3.1 国产 FIC 与潜在 FIC 创新药

中国创新药起步较晚、发展时间尚短，在靶点发现和转化医学上相对落后，能真正做出全球 FIC 的创新药尚属凤毛麟角。随着国内药企在 CLDN18.2 等靶点上的提前布局和在靶点组合上的持续深耕，有望涌现出多款具备全球 FIC 潜力的创新药。

#### 康方生物双抗药物领衔国产 FIC 创新药

据国联证券研究所不完全统计，目前成功获批上市的全球 FIC 国产创新药主要有康方生物的两款双特异性抗体药物，包括靶向 PD-1/CTLA-4 的卡度尼利单抗（获批治疗既往接受含铂化疗治疗失败的复发或转移性宫颈癌）和靶向 PD-1/VEGF 的伊沃西单抗（获批联用化疗治疗 EGFR TKI 治疗后进展的 EGFR 突变局部晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌）。

图表18：国产 FIC 与潜在 FIC 创新药（注册期临床，不完全统计）

产品	药企	产品类型	靶点	产品临床注册进度			授权出海
				中国	海外	全球进度	
卡度尼利单抗	康方生物	双抗	PD-1/CTLA-4	上市	-	第一	-
伊沃西单抗	康方生物	双抗	PD-1/VEGF	上市	3期	第一	Summit
KN046	康宁杰瑞	双抗	PD-L1/CTLA-4	3期	-	第一	-
PM8002	普米斯	双抗	PD-L1/VEGF-A	3期	-	第一	BioNTech
SI-B001	百利天恒	双抗	EGFR/HER3	3期	-	第一	-
BL-B01D1	百利天恒	ADC	EGFR/HER3	3期	-	第一	BMS
IBI343	信达生物	ADC	CLDN18.2	3期	-	第一梯队	-
CMG901	康诺亚	ADC	CLDN18.2	3期	-	第一梯队	阿斯利康
LM-302	礼新医药	ADC	CLDN18.2	3期	-	第一梯队	BMS
SHR-A1904	恒瑞医药	ADC	CLDN18.2	1b/3期	-	第一梯队	Merck

HS-20089	翰森制药	ADC	B7H4	2期	-	第一	GSK
MRG003	美雅珂(乐普生物)	ADC	EGFR	3期	-	第一	-
CT041	科济药业	CAR-T	CLDN18.2	2期注册	2期	第一	-
tifcemalimab	君实生物	抗体	BTLA	3期	3期	第一	-
JAB-3312	加科思	小分子	SHP2	3期	1/2期	第一	艾伯维(退回)

资料来源：医药魔方，国联证券研究所整理

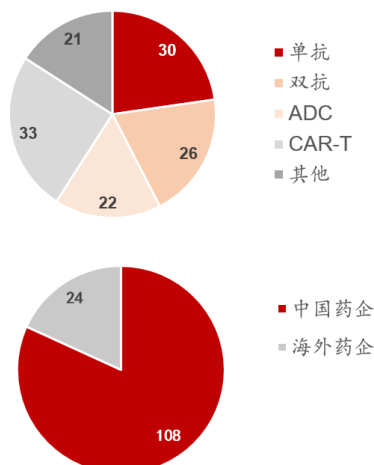
ASCO 2024 年度会议期间，康方生物披露了伊沃西单抗对比帕博利珠单抗(K药)一线治疗PD-L1表达阳性(PD-L1 TPS $\geq$ 1%)的局部晚期或转移性非小细胞肺癌(NSCLC)的HARMONi-2注册性III期临床研究数据，在意向治疗人群(ITT)中，依沃西组相较于K药组显著延长了患者无进展生存期(PFS)，风险比(HR)显著优于预期，是全球首个且唯一在III期单药头对头临床研究中证明疗效显著优于K药的药物。

除了康方生物已获批上市的两款双抗产品之外，已进入注册临床阶段、具备全球FIC潜力的国产创新药涵盖了单抗、双抗、ADC、CAR-T和小分子等药物结构类型，涉及的靶点包括CLDN18.2、B7H4、BTLA、SHP2、EGFR和靶点组合。

### CLDN18.2和ADC助力国产创新药兑现“FIC”潜力

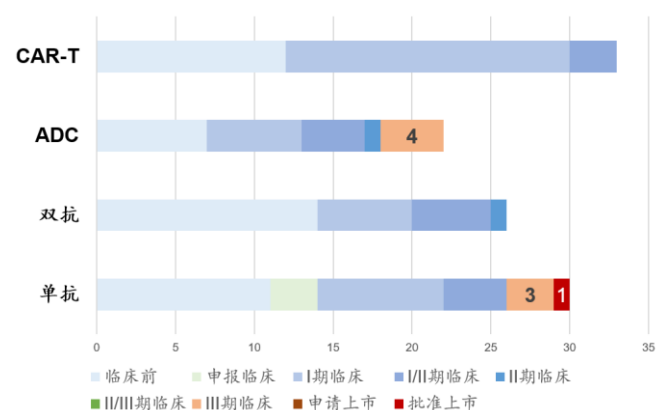
CLDN18.2靶向疗法开发进度全球领先。归因于胃癌在亚洲的高发病率，国内普遍早于欧美启动对CLDN18.2靶点的新药研究与开发，全球在研的132款CLDN18.2靶向药物中有108款国产药物，占比82%。单抗、双抗、ADC和CAR-T占据CLDN18.2靶向药物开发的主流，其中单抗和ADC进展相对较快。

图表19：全球CLDN18.2靶向疗法结构类型/地域分布



来源：医药魔方，国联证券研究所

图表20：全球CLDN18.2靶向疗法临床阶段



来源：医药魔方，国联证券研究所

全球 CLDN18.2 靶向疗法授权交易 12 起，其中国产药物授权出海 8 起，占比 67%，交易首付款共计 3.6 亿美元，总金额 70.8 亿美元。早期以抗体药授权出海为主，自 2022 年开始侧重于 ADC 领域，共有 5 个国产 CLDN18.2 ADC 药物与海外跨国药企或生物制药公司达成了授权许可协议。

**图表21：国产 CLDN18.2 产品出海交易情况**

转让方	时间	受让方	产品	类型	临床阶段	首付款 (亿美元)	总金额 (亿美元)
恒瑞医药	2023-10	Merck KGaA	SHR-A1904	ADC	1/2期	1.71	16.7
康诺亚	2023-02	AstraZeneca	CMG901	ADC	1期	0.63	11.88
石药集团	2022-07	Elevation Oncology	SYSA1801	ADC	1期	0.27	11.95
科伦博泰生物	2022-07	Merck & Co.	SKB315	ADC	1期	0.35	9.36
礼新医药	2022-05	Turning Point/BMS	LM-302	ADC	1/2期	0.25	10
和铂医药	2022-04	AstraZeneca	AZD5863	双抗	临床前	0.25	3.5
石药集团	2021-08	Flame Biotherapeutics	NBL-015/FL302	单抗/双抗	申报临床/临床前	0.075	6.4
天境生物	2018-07	ABL Bio	Givastomig	双抗	临床前	0.025	1

资料来源：医药魔方，国联证券研究所整理

其中康诺亚/阿斯利康/美雅珂的 CMG901、礼新医药/Turning Point/BMS 的 LM-302 和恒瑞医药的 SHR-A1904 均已进入注册临床阶段，进度处于全球第一梯队，并针对性地在适应症上进行了差异化布局。

**图表22：临床开发进度全球第一梯队的国产 CLDN18.2 药物**

公司	产品	临床阶段	地区	胃癌适应症	人数	用药组	对照组
信达生物	IBI343	3期	CN	CLDN18.2阳性晚期三线	450	IBI343	irinotecan or paclitaxel
康诺亚	CMG-901 /AZD0901	3期	US; EU; JP; CN	CLDN18.2阳性晚期二线	589	AZD0901 DL1/DL2	Ramucirumab+ paclitaxel, Paclitaxel, Docetaxel, Irinotecan, TAS-102, Apatinib
礼新医药/BMS	LM-302	3期	全球	CLDN18.2阳性晚期三线	375	LM-302	Apatinib or Irinotecan
恒瑞	SHR-A1904	1b/3期	CN	CLDN18.2阳性晚期一线	924	SHR-A1904+ Adebrelimab; SHR- A1904+ Adebrelimab+CAPOX	Adebrelimab+CAPOX

资料来源：医药魔方，国联证券研究所

礼新医药/BMS 的 LM-302、康诺亚/阿斯利康/美雅珂的 CMG901 和恒瑞医药的 SHR-A1904 差异化布局了晚期胃癌的三线、二线和一线 3 期临床试验。恒瑞医药于今年 4 月在 CDE 注册了 1b/3 期临床试验，评估其与卡瑞利珠单抗和化疗联用一线治疗 CLDN18.2 阳性晚期实体瘤是否优于化疗联合免疫疗法。



ASCO 2024 年度会议上康诺亚和礼新医药/BMS 更新了各自的 CLDN18.2 ADC 用于治疗三线及以后的晚期胃癌的 1 期临床数据。康诺亚 CMG901 在 31 例可评估的 Claudin 18.2 高表达（定义为  $\geq 20\%$  肿瘤细胞中 Claudin 18.2 染色强度  $\geq 2+$ ）胃癌/胃食管结合部腺癌受试者 2.2 mg/kg 剂量组中观察到的 ORR 为 48%。在所有 93 例受试者的中位无进展期（mPFS）为 4.8 个月，中位总生存期（mOS）为 11.8 个月。

**图表23：临床开发进度全球第一梯队的国产 CLDN18.2 药物**

药企	科济药业		康诺亚		石药集团	礼新医药/BMS
产品	CT041		CMG901 (MMAE)		SYSA1801 (MMAE)	LM-302 (MMAE)
治疗机理	CLDN18.2 CAR-T		anti-CLDN18.2 ADC		anti-CLDN18.2 ADC	
试验进展	I期-中国	Ib期-美国	I期		I期	I/II期
试验ID	NCT03874897	NCT04404595	NCT04805307		NCT05009966 (part 1)	NCT05161390
人数	73	7	31	93	17	135
入组人群	CLDN18.2 expression of $\geq 2+$ intensity in $\geq 40\%$ tumor cells 平均3线 (1-5线)		CLDN18.2 expression of $\geq 2+$ intensity in $\geq 20\%$ tumor cells 中位治疗2线 (1-6线)		CLDN18.2 expression of $\geq 1+$ intensity 33%患者为3线或以上	剂量扩展组, CLDN18.2 阳性 (TC $\geq 50\%$ , IHC $\geq 2+$ ) 胃癌/GEJ 患者 平均治疗线数 $\geq 2$ 线
给药剂量/方式	DL1: 2.5, DL2: 3.75, DL3: $5.0 \times 10^8$ 细胞	DL1: 2.5-3.0, DL2: 3.75-4.0, DL3: $6.0 \times 10^8$ 细胞	2.2mg/kg, Q3W (3+3)	2.2/2.6/3.0mg/kg, Q3W (3+3)	0.5, 1, 2, 2.5 and 3 mg/kg Q3W	4个患者 2.4mg/kg Q3W; 48个患者 1.8mg/kg Q2W
<b>临床数据-有效性</b>						
中位随访时间	29.7m (1.2-35.5)		10.1m	10.1m		
ORR	<b>57.4%</b>	42.9%	48% (30.2-66.9)	35% (25.0-45.7)	47.1%	30.6% (11/36)
mOS	9.7 (7.1-14.4)	/	/	<b>11.8 (6.5-NR)</b>	/	/
mDOR	/	6.9m	/	/	/	/
CR	/	14.3%	/	/	/	/
VGPR	/	/	/	/	/	/
DCR	83.0%	/	71.0% (52.0-85.8)	70.0% (59.0-79.0)	64.7%	75.0% (27/36)
mPFS	5.8m	5.7m	/	4.8 (3.6-6.2)	/	<b>7.16m</b>
<b>临床数据-安全性</b>						
CRS	96.9%	89.5%	/	/	/	/
$\geq 3$ 级CRS	0%	10.5%	/	/	/	/
ICANS	/	5.8%	/	/	/	/
$\geq 3$ 级ICANS	0%	0%	/	/	/	/
常见TRAEs	急性胃粘膜损伤 8.2% (8/98)	未发生胃肠道出血或急性胃粘膜损伤	严重TRAEs 32%, 8%脱落			中性粒细胞计数减少 51.1%, 白细胞减少 51.9%
恶心					42.4%	34.1%
呕吐					36.4%	36.3%
干眼症					21.2%	/
贫血					21.2%	38.5%
$\geq 3$ 级TEAE	急性胃粘膜损伤 1% (1/98)			55%	24.2%	中性粒细胞计数减少 22.2%, 白细胞减少 17.8%

资料来源：医药魔方，国联证券研究所

礼新医药/BMS 的 LM-302 在 36 例接受过至少两种或两种以上既往疗法的可评估胃/GEJ 癌患者中，ORR 为 30.6% (11/36)，疾病控制率 (DCR) 为 75.0% (27/36)。中位 PFS 为 7.16 个月，中位总生存期 (OS) 未达到，6 个月的 OS 率为 95.0%。两款 CLDN18.2 ADC 都在晚期胃癌的后线治疗上展现了积极的疗效信号，值得期待后续的更大样本人群中的疗效和安全性数据。

除了前述三款 CLDN18.2 ADC 之外，信达生物的 IBI343 也已进入注册 3 期临床阶段，且为全球最快进入 3 期临床的 CLDN18.2 ADC，用于治疗  $\geq 3$  线晚期胃食管交界处癌。公司将在 6 月 29 号的欧洲肿瘤内科学会胃肠道肿瘤大会上口头报告用于后线晚期胃癌治疗的 1 期临床数据。

2024 ASCO 会议上信达生物已披露了 IBI343 在 CLDN18.2 高表达胰腺癌后线患者上的初步疗效，ORR 40%， $\geq 3$  级 TRAE 25.7%。呈现了积极疗效信号，应答率看齐胰腺癌一线标准化疗方案，并且安全性更优，后续随访数据值得期待。这四款进度最快的产品中有望涌现出全球首个上市的 CLDN18.2 ADC 产品。



除此之外，科济药业的 CLDN18.2 CAR-T 核心产品 CT041 也在 ASCO 会议上更新了治疗后线晚期胃癌的 1 期临床数据。作为全球首款进入注册期临床试验，CT041 有望成为首个获批上市的治疗晚期胃癌的 CAR-T 产品。

**创新性靶点组合已成为国产创新药通向 FIC 的主要路径。**尽管国产创新药在 CLDN18.2 等靶点上展现了较好的先发优势，我们认为通过对已成药靶点的组合、工程化改造等技术手段挖掘出全新的分子结构类型将是未来国产创新药持续冲击全球 FIC 的核心优势。这一优势在康方生物的两款双抗药物和百利天恒的双抗 ADC 上已得到了初步的体现和验证。

百利天恒的 BL-B01D1 作为全球首款 EGFR/HER3 双抗 ADC 产品，其疗效已在非小细胞肺癌、小细胞肺癌、乳腺癌和鼻咽癌、头颈鳞癌等多个实体瘤适应症上得到了初步验证。BL-B01D1 的中国外全球权益于 2023 年 11 月授权给百时美施贵宝，并从后者获得 8 亿美元首付款，以及未来高达 76 亿美元的近期或有付款和里程碑付款。

其他进入注册临床阶段的潜在 FIC 药物包括百利天恒的 EGFR/HER3 双抗 SI-B001、普米斯生物的 PD-L1/VEGF-A 双抗 PM8002、翰森制药的 B7-H4 ADC HS-20089、乐普生物的 EGFR ADC MRG003 和君实生物的 BTLA 抗体 tificemalimab 等。

图表24：国产潜在 FIC 创新药（临床 1/2 期，不完全统计）

产品	药企	产品类型	靶点	产品临床进度			授权出海
				中国	海外	全球进度	
6MW3211	迈威生物	双抗	PD-L1/CD47	2 期	-	第一梯队	-
IBI389	信达生物	双抗	CLDN18.2/CD3	2 期	-	第一	-
JS201	君实生物	双抗	PD-1/TGF-β	2 期	-	第一	-
KN060	康宁杰瑞	双抗	Factor XI	2 期	-	第一	-
QLF31907	齐鲁制药	双抗	PD-L1/4-1BB	2 期	-	第一	-
RC88	荣昌生物	ADC	MSLN	2 期	-	第一	-
AMT-253	普众发现	ADC	Muc18	1/2 期	-	第一	-
GM350	康诺亚	双抗	GPC3/CD3	1/2 期	-	第一	-

<b>GNC-035</b>	百利天恒	四抗	4-1BB/CD3 /ROR1/PD-L1	1/2 期	-	第一	-
<b>HLX301</b>	复宏汉霖	双抗	PD-L1/TIGIT	1/2 期	-	第一梯队	-
<b>IBI334</b>	信达生物	双抗	EGFR/B7-H3	1/2 期	-	第一	-
<b>LM-305</b>	礼新医药	ADC	GPRC5D	1/2 期	-	第一	阿斯利康
<b>PM1022</b>	普米斯	双抗	PD-L1/TIGIT	1/2 期	-	第一梯队	-
<b>PM1032</b>	普米斯	双抗	4-1BB/ CLDN18.2	1/2 期	-	第一	-
<b>PRO1107</b>	普方生物	ADC	PTK7	1/2 期	-	第一	Genmab
<b>PRO1160</b>	普方生物	ADC	CD70	1/2 期	-	第一	Genmab
<b>emfizatamab</b>	百利天恒	四抗	4-1BB/CD3 /CD19/PD-L1	1/2 期	-	第一	-

资料来源：医药魔方，国联证券研究所整理

处于临床 1/2 期阶段的国产潜在 FIC 药物在靶点组合上更趋多样化，构建了以 PD-(L)1、CLDN18.2、CD3 和 4-1BB（T 细胞招募机制）等靶点为骨架的双靶点甚至四靶点组合。布局较为积极的药企包括信达生物、百利天恒、普米斯、康宁杰瑞和康诺亚。ADC 药物的开发则集中在 MSLN、Muc18、GPRC5D、PTK7 和 CD70 等差异化靶点上。

**图表25：临床 1/2 期阶段的潜在 FIC 国产 CLDN18.2 双抗药物临床数据**

药企	天境生物	普米斯生物	齐鲁制药	信达生物	启愈生物
产品	<b>Givastomig</b> (CLDN18.2 / 4-1BB)	<b>PM1032</b> (CLDN18.2 / 4-1BB)	<b>QLS31905</b> (CLDN18.2 / CD3)	<b>IBI389</b> (CLDN18.2 / CD3)	<b>Q-1802</b> (CLDN18.2 / PDL1)
临床试验	TJ033721STM101	-	QLS31905-101	-	-
试验进展	1期	1/2期	1期	1/2期	1期
试验ID	NCT04900818	NCT05839106	NCT05278832	NCT05164458	NCT04856150
人数	55	30	52	37	29
入组人群	≥1+ intensity in≥1%; 三线治疗	≥1+ intensity in≥1%; 所有患者既往接受过≥1线治疗, 56.7%既往接受过免疫治疗	≥1+ intensity in≥1%; ≥二线治疗		≥1+ intensity in≥1%; ≥三线治疗
剂量	剂量扩展组: <b>Givastomig</b> 5、8、12和15mg/kg Q2W	剂量递增: 0.3、1、3、5、8和12 mg/kg Q2W	剂量扩展组: QLS31905 200ug/kg, Q1W	3+3剂量爬坡: 0.003 mg/kg 到600 mg/kg	剂量扩展组: Q-1802 10、20mg/kg Q2W
可评估患者数	20	30	27	26	9
中位随访时间	/	/	/	/	/
<b>临床数据-有效性</b>					
<b>ORR</b>	15% (3/20)	<b>20%(2/10)</b>	11.1% (3/27)	<b>30.8% (8/26)</b>	22.2% (2/9)
<b>mOS (m)</b>	/	/	/	/	/
<b>mDOR (m)</b>	/	/	/	/	/
<b>DCR</b>	35% (7/20)	/	63.0% (17/27)	<b>73.1% (19/26)</b>	66.6% (6/9)
<b>mPFS (m)</b>	/	/	/	/	/
<b>临床数据-安全性</b>					
<b>常见TEAEs</b>	/	<b>73.3%</b>	98.1%	98.2%	89.7%
恶心	23.6%	20%	50.0%	4.4% (≥3级)	62.1%
疲劳	14.5%	/	/	/	/
发热	5.5%	/	57.7%	/	/
呕吐	16.4%	/	/	/	62.1%
腹痛	5.5%	/	/	/	27.6%
胃食管反流	/	/	/	/	24.1%
白细胞减少	5.5%	/	34.6%	13.2% (淋巴细胞计数减少, ≥3级)	/
<b>严重TEAEs</b>	/	/	19.2%	/	/
<b>≥3级TEAEs</b>	18.2%	<b>10%</b>	40.4%	66.7%	24.1%
<b>TEAEs相关死亡</b>	/	/	/	/	3.4%

资料来源：医药魔方，国联证券研究所

处于 1/2 期临床阶段的国产创新药一般需要通过展现出较好的初期临床疗效和安全性数据，作为初步判断 FIC 药物成药潜力的依据。以信达生物的 CLDN18.2/CD3 双抗 IBI389 和普米斯生物的 CLDN18.2/4-1BB 双抗 PM1032 为例，在 ASCO 会议上均展现出了同类最佳的针对后线晚期胃癌的治疗潜力和安全性数据。

### 2.3.2 进度全球前三的 BIC 和潜在 BIC 药物

除了在 CLDN18.2 等靶点上占得先机，国产创新药开发仍以针对成熟靶点或已初步验证成药性的潜力靶点的“Fast-follow”策略为主，在降低了靶点成药风险的同时保证了较高的成功率。中国工程师红利也不断助力国内药企提前和加速 fast follow 的入局起点和开发速度。

一方面，国内药企近年来积攒了较多的新药开发经验，已有能力通过在靶点和适应症上的前瞻性布局寻找差异化竞争优势，有机会开发出具备“Me better”甚至“Best-in-Class”潜力的产品。另一方面，产业资源和社会资本也将持续向“探索未被满足医疗需求”的“突破性疗效”药物集中，对“Me better”和“Best-in-Class”类型药物的重视程度和研发投入也在不断提升。

由于创新药的先发优势所带来的市场优势过于明显，且一般只会随着迭代型优质竞品的上市逐渐削弱，对于具备 me-better 或 BIC 潜力的国产创新药来说，其研发进度同样重要。因此我们认为创新性强的药物除了要具备“Me better”和“Best-in-

Class” 潜力之外，其临床和上市进度也需要位列全球前列，才能保证未来上市后较好的市场竞争力和较高的占有率。

**图表26: BIC 与潜在 BIC 国产创新药 (不完全统计)**

产品	药企	产品类型	靶点	产品临床注册进度				授权出海
				中国	海外	全球进度	BIC (Y/P)	
Carvykti	传奇生物 (金斯瑞)	CAR-T	BCMA	申报上市	上市	第二	Y	强生
泽布替尼	百济神州	小分子	BTK	上市	上市	第三	Y	自主销售
呋喹替尼	和黄医药	小分子	VEGFR 1/2/3	上市	上市	第二	Y	武田制药
Lisafoclax	亚盛医药	小分子	BCL-2	3期	3期 (俄罗斯)	第二	P	-
Sonrotoclax	百济神州	小分子	BCL-2	3期	3期	第二	P	-
索乐匹尼布	和黄医药	小分子	Syk	申报上市	1b/2期	第二	P	-
Afuresertib (LAE002)	来凯医药	小分子	AKT	3期	1期	第二	P	-
欧司珀单抗	百济神州	单抗	TIGIT	3期	3期	第三	P	诺华 (已退回)
ASKB589	奥赛康	单抗	CLDN18.2	3期	-	第二	P	-
SKB-264	科伦博泰	ADC	TROP-2	申报上市	3期	第三	P	默沙东
9MW2821	迈威生物	ADC	Nectin-4	3期	-	第二	P	-
SHR-A1811	恒瑞医药	ADC	HER-2	3期	-	第三 <sup>(1)</sup>	P	-
HS-20093	翰森医药	ADC	B7H3	2期注册	-	第二	P	GSK
YL-201	宜联生物	ADC	B7H3	1/2期	-	第三	P	-
MRG004A	美雅珂 (乐普生物)	ADC	TF	1/2期	1/2期	第二	P	-

注: Y=YES, 代表是; P=POTENTIAL, 代表潜在

资料来源: 医药魔方, 国联证券研究所

已获批上市的 BIC 国产创新药包括金斯瑞生物科技子公司传奇生物的细胞治疗药物 Carvykti、百济神州的 BTK 抑制剂泽布替尼以及和黄医药的 VEGFR1/2/3 抑制剂呋喹替尼。

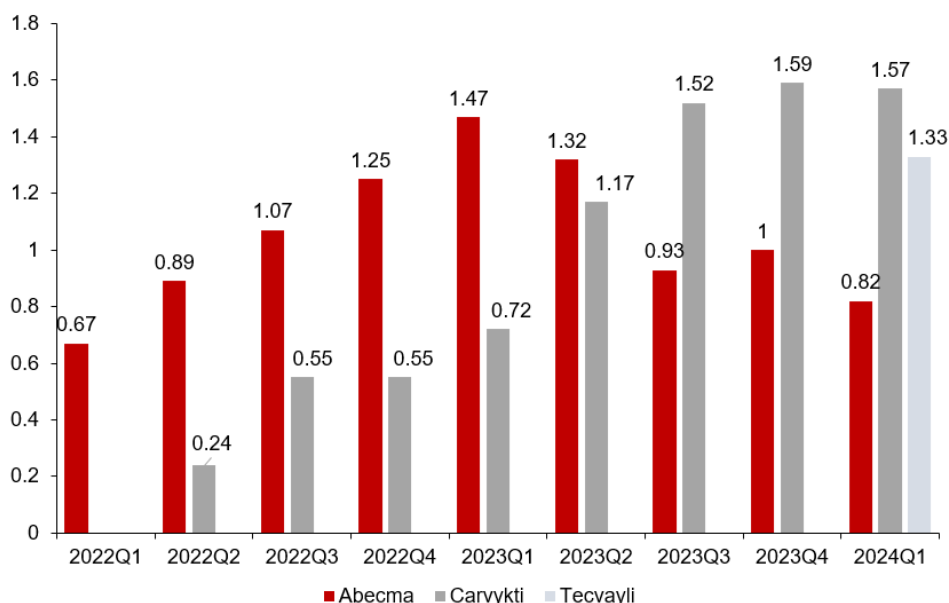
图表27: CARVYKTI 末线疗效: CAR-T 同类最佳, 且优于双抗等靶向疗法

药企	Bluebird/BMS	Legend/J&J	科济药业	Arcellx/Gilead	J&J	Pfizer	J&J
产品	Abecma (Idec-cel)	Carvykti (Cilta-cel)	CT053	Anito-cel	Tecvayli (teclistamab)	Elrexfio (Elranatamab)	Talvey (Talquetamab)
治疗机理	BCMA CAR-T	BCMA CAR-T	BCMA CAR-T	BCMA CAR-T	BCMA/CD3双抗	BCMA/CD3双抗	CD3/GPRC5D双抗
临床试验	KarMMa	CARTITUDE-1	Lummicar-1	FUMANBA-1	MajesTEC-1	MagnetisMM-3 cohort A	MonumentAL-1
试验进展	注册II期	注册I/II期	注册I/II期	I期	注册I/II期	注册II期	注册II期
试验ID	NCT03361748	NCT03548207	NCT03975907	NCT04155749	NCT03145181/NCT04557098	NCT04649359	NCT03399799
患者基线	平均接受过5线	平均接受过4线	既往治疗中位数6线 (3-11)	平均接受过4线 (3-16)	平均接受过5线		平均接受过5-6线
人数	128	97	14	38	165	123	288
患者情况				高危【1】		without prior BCMA-directed therapy	with and without prior T-cell redirection therapy
剂量	150-450 x 10 <sup>6</sup> 细胞	0.75x10 <sup>6</sup> 细胞/kg	100-150 x 10 <sup>6</sup> 细胞	100/300 x 10 <sup>6</sup> 细胞	1.5 mg/kg QW	76 mg QW	0.4 mg/kg QW or 0.8 mg/kg Q2W
临床数据-有效性							
中位随访时间	24.8m	33.4m (1.5-45.2)	37.7 (14.8-44.2)	22 (9-40)	14.1m	14.7m	13.2m
ORR	73.0%	98.0%	100.0%	96.1%	63.0%	61.0%	70.0%
OS (m)	18 m, OS=65%; 24 m, OS=51%	36m, OS=62.9%	36m, OS=92.9%	78.6%	18.3m	15m, OS=56.7%	
CR/sCR	33%	83%	78.6%	76.3% (29/38)	39.4%	19.5%/15.4%	6.7%/23.3%
VGPR	52%	/	14.3%	92.0%		21%	56.7%
PR	73%	/	7.1%	7.90%		5%	
mDOR (m)	/	33.9 (25.5-NE)	24%	/	18.4m (14.9-NE)	15m, DOR=71.5%	10.2
mPFS (m)	8.8 (5.6-11.6)	34.9 (25.2-NE)	25 (14.9-NE)	/	11.3m (8.8-17.1)		
PFS rate	/	27m, PFS%=55%; 36m, PFS%=47.5%	/	18m, PFS=67%; 27m, PFS%=51%		15m, PFS=50.9%	
临床数据-安全性							
CRS	84.0%	95.0%	92.9%	95% (36/38)	72.1% (119/165)	56.3%	77.0%
>3级CRS	5.5%	4.0%	0.0%	2.6% (1/38)	0.6%	0.0%	3.0%
ICAN	18.0%	21.0%	0.0%	18.4% (7/38)	14.5% (24/165)	3.4%	
>3级ICAN	3.7%	9.0%	0.0%	5.3% (7/38)	0.0%	0.0%	

资料来源: 医药魔方, 国联证券研究所

金斯瑞的 Carvykti 有望持续将临床优效转化为商业化竞争优势。作为全球第二款上市的靶向 BCMA CAR-T, Carvykti 凭借更优的临床疗效, 在上市的次年 (2023) 即开始迅速抢占竞争对手 BMS 的全球首款上市 BCMA CAR-T Abecma 在多发性骨髓瘤末线患者治疗的市场份额, 并在 2024 年 4 月率先获批治疗 2-4 线多发性骨髓瘤, 未来在全球有望实现超 55 亿美元的年销售峰值。传奇生物在 2023 年底也成功将全球进度前二的 DLL3 CAR-T LB-2102 授权给诺华, 初步验证了其在实体瘤 CAR-T 技术上的优势。

图表28: 2022-2024Q1 美国已上市 BCMA 靶向疗法销售额 (亿美元)



资料来源: Bloomberg, 国联证券研究所整理

在 TROP-2、Nectin-4、B7H3 等具备泛瘤种潜力的 ADC 靶点上，均有国产创新药在临床进度上位居全球前三，且有望冲击 BIC 产品。

最具代表性的潜在 BIC ADC 产品当属科伦博泰授权给默沙东的 TROP-2 ADC SKB-264。在分子结构设计上，基于“fast-follow”策略的 SKB-264 充分借鉴了 Trodelvy 和 DS-1062 这两款产品的优缺点，通过对连接子和有效载荷的结构改造提高了 ADC 分子稳定性，增强靶向能力并降低其脱靶和在靶脱瘤毒性，有望开发出“Best-in-Class” TROP-2 ADC 产品。

图表29: SKB-264 在三阴乳腺癌 (TNBC) 上展现“Best-in-Class”疗效

药物名称	DS-1062 (Dato-DXd)	SKB264	Trodelvy
研发公司	第一三共	科伦博泰	Immunomedics (Gilead Sciences)
临床试验	DESTINY-Breast 04	OptiTROP-Breast01	ASCENT
适应症	HER2 low/- 乳腺癌	TNBC	TNBC
临床分期	1 期	3 期	3 期
治疗线数	平均接受过 ≥3 线治疗	26%既往接受过 PD-1/PD-L1 抑制剂治疗;48%的患者因晚期疾病接受过三线或更多线化疗	平均接受过包括紫杉醇在内的 3 线治疗 (88%)
患者分类	HR- (TNBC)	HR- (TNBC)	HR- (TNBC)
试验方案	6mg/kg (Q3W)	5 mg/kg Q2W	10 mg/kg Q3W
平均随访时间	13.7m (9-16)	10.4m	-
患者人数	44	130	235
ORR	31.8%	<b>43.8%</b>	35.0%
DCR	79.5%	-	-
mPFS	4.4m (3.0-7.3)	<b>5.7m (4.3-7.2)</b>	5.6m (4.3-6.3)
mOS	13.5m (10.1-16.3)	<b>NA (11.2-NE)</b>	12.1m (10.7-14.0)

资料来源: 公司公告, ASCO2024, N Engl J Med. 2021, SABCS 2022, SABCS 2023, 国联证券研究所整理

SKB-264 在三阴乳腺癌治疗上展现出较好优势,并有望在 EGFR 野生型 NSCLC 的一线治疗上巩固产品优势。目前在 EGFR 野生型非小细胞肺癌(NSCLC)上,SKB-264 也展现出了“Best-in-Class”的疗效和安全性数据。科伦博泰 SKB-264 未来在欧美拥有良好的获批上市和商业化前景,市场也预期其与默沙东 Keytruda 联用实现在肿瘤治疗上的进一步突破。

图表30: SKB-264 在一线 NSCLC 领域表现出良好疗效

药物名称	SKB-264	Dato-Dxd
治疗原理	TROP-2 ADC	TROP-2 ADC
研发公司	科伦博泰	第一三共
临床试验	OptiTROP-Lung01 1A 队列	TROPION-Lung02



适应症	EGFR 野生型 NSCLC	晚期 NSCLC
临床分期	2 期	1/2 期
治疗线数	一线治疗	一线治疗
患者分类	1A 队列分别有 30.0%、32.5%及 37.5%的患者肿瘤细胞的 PD-L1 表达为 < 1%、1%-49%及 ≥ 50%	双联队列分别有 88%及 12%的患者肿瘤细胞的 PD-L1 表达为 1%-49%及 ≥ 50%
试验方案	5 mg/kg SKB264 + 1200mg KL-A167 Q3W	4/6 mg/kg Dato-Dxd + 200mg K 药 Q3W
平均随访时间	-	-
患者人数	40	42
ORR	<b>48.6%</b>	52%
DCR	94.6%	88%
mPFS	<b>15.4m (6.7-NE)</b>	11.1m
mOS	-	-

资料来源：公司公告，ASCO2024，国联证券研究所整理

翰森制药全球进度前二的 B7-H3 ADC 产品 HS-20093 在 2023 年 12 月 20 号以 1.85 亿美元的首付款将大中华区以外的权益授权给了 GSK，其在 2024 ASCO 会议上披露的 3 线小细胞肺癌的 1 期临床数据进一步证实了其“Best-in-Class”潜力。

图表31：HS-20093 与 B7H3 ADC、DLL3 靶向药物治疗后线 SCLC 疗效

药物名称	DS-7300	HS-20093		MHB088C	AMG-119	AMG-757
原理		B7-H3 ADC		B7-H3 ADC	DLL3 CART	CD3/DLL3 双抗
研发公司	第一三共	翰森制药		明慧生物	安进	
临床试验	IDeate-01	ARTEMIS-001		MHB088C-CP001CN	NCT03392064	DeLLphi-301
适应症	重度经治SCLC	重度经治SCLC		重度经治SCLC	重度经治SCLC	重度经治SCLC
临床分期	1/2期	1a/b期		1/2期	1期	2期
治疗线数	平均接受过2线治疗 (1-7)	平均接受过2线 (1-6)			≥1线铂类化疗	平均接受过2线治疗
患者分类	B7H3表达	不计B7H3表达水平			DLL3表达	DLL3表达
试验方案	6.4 to 16.0 mg/kg Q3W	8.0 mg/kg, Q3W	10.0 mg/kg, Q3W	0.8, 1.6, 3.0mg/kg Q2W; 3.0, 4.0 mg/kg Q3W	2.1-3.3 x 10 <sup>5</sup> 细胞/kg	10 mg/kg Q2W
平均随访时间	11.7 (4.6-12.9)	4.8 (3.6-5.6)	4.9 (4.1-5.6)		-	10.6
截止时间	-	2023.11.30		2023.12.31	-	-
患者人数	21	31	21	3	4	100
ORR	<b>52.4% (29.8-74.3)</b>	<b>58.1% (18/31)</b>	<b>57.1% (12/21)</b>	100% (3/3)	25% (1/4)	<b>40% (29-52)</b>
CR	<b>4.8%(1/21)</b>	-			-	<b>1% (1/100)</b>
PR	<b>47.6%(10/21)</b>				25% (1/4)	<b>39% (39/100)</b>
DCR	-	80.6%	95.2%		-	<b>70% (60-79)</b>
mDOR	<b>5.9m (2.8-7.5)</b>	4.3m (3.3-NA)	NA (3.1-NA)		-	-
mPFS	<b>5.6m (3.9-8.1)</b>	<b>5.6m (3.4-NA)</b>	<b>NA (4.4-NA)</b>		<b>3.7m (1.1-6.7)</b>	<b>4.9m</b>
mOS	<b>12.2m (6.4-NA)</b>	-			<b>7.4m (4.6-18.9)</b>	<b>14.3m</b>
三级以上AE	<b>36.4% (8/22)</b>	Safety profile was consistent with previous reports. DLTs: 4mg/kg; MTD: 3mg/kg			20% (1/5)	<b>59%</b>

资料来源：医药魔方，国联证券研究所

拥有潜在 BIC ADC 药物的公司还包括迈威生物的 Nectin-4 ADC 9MW2821、乐普生物的 TF ADC MRG004、和黄医药的 Syk 抑制剂索乐匹尼布、奥赛康的 CLDN18.2 单抗 ASKB589 等。

**图表32：国产创新药企及其（潜在）FIC/BIC 管线汇总**

药企	产品	产品类型	靶点	产品临床注册进度				授权出海
				中国	海外	全球进度	BIC (Y/P)	
金斯瑞	Carvykti	CAR-T	BCMA	申报上市	上市	第二	Y	强生
百济神州	泽布替尼	小分子	BTK	上市	上市	第三	Y	自主销售
	Sonrotoclax	小分子	BCL-2	3期	3期	第二	P	-
和黄医药	呋喹替尼	小分子	VEGFR 1/2/3	上市	上市	第二	Y	武田制药
	索乐匹尼布	小分子	Syk	申报上市	1b/2期	第二	P	-
科伦博泰	SKB-264	ADC	TROP-2	申报上市	3期	第三	P	默沙东
迈威生物	9MW2821	ADC	Nectin-4	3期	-	第二	P	-
翰森制药	HS-20093	ADC	B7H3	2期注册	-	第二	P	GSK
	HS-20094	ADC	B7H4	2期	-	第一	-	GSK
奥赛康	ASKB589	单抗	CLDN18.2	3期	-	第二	P	-
百利天恒	SI-B001	双抗	EGFR/HER3	3期	-	第一	-	-
	BL-B01D1	ADC	EGFR/HER3	3期	-	第一	-	BMS
	GNC-035	四抗	4-1BB/CD3/ROR1/PD-L1	1/2期	-	第一	-	-
	emfizatama b	四抗	4-1BB/CD3/ROR1/PD-L1	1/2期	-	第一	-	-
康方生物	卡度尼利单抗	双抗	PD-1/CTLA-4	上市	-	第一	-	-
	伊沃西单抗	双抗	PD-1/VEGF	上市	3期	第一	-	Summit
信达生物	IBI343	ADC	CLDN18.2	3期	-	第一梯队	-	-
	IBI389	双抗	CLDN18.2/CD3	2期	-	第一	P	-

	IBI334	双抗	EGFR/B7-H3	1/2 期	-	第一	-	-
康诺亚	CMG901	ADC	CLDN18.2	3 期	-	第一梯队	P	阿斯利康
	GM350	双抗	GPC3/CD3	1/2 期	-	第一		
恒瑞医药	SHR-A1904	ADC	CLDN18.2	1b/3 期	-	第一梯队	-	-
乐普生物	MRG003	ADC	EGFR	3 期	-	第一	-	-
	MRG004A	ADC	TF	1/2 期	1/2 期	第二	-	-
科济药业	CT041	CAR-T	CLDN18.2	2 期注册	2 期	第一	-	-
来凯医药	Afuresertib (LAE002)	小分子	AKT	3 期	1 期	第二	P	-

资料来源：医药魔方，国联证券研究所

基于上述汇总的国产 FIC/BIC 管线，我们推荐金斯瑞生物科技、康方生物、信达生物、科伦博泰和恒瑞医药，建议关注迈威生物和科济药业。

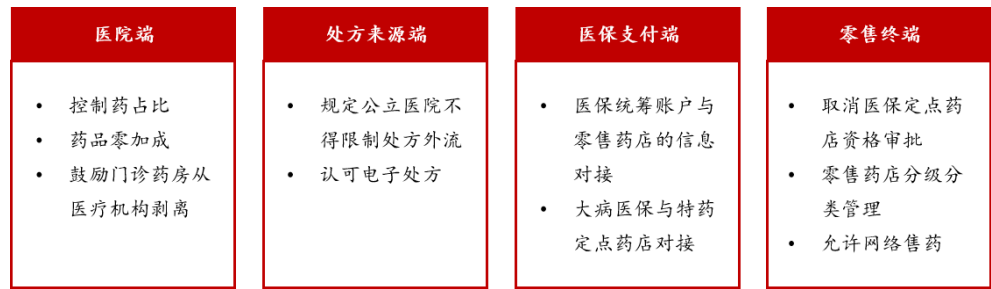
### 3. 药店：看好行业规范化发展带动集中度提升

#### 3.1 处方外流带动药店药品收入持续增长

医药分业作为世界性难题，一直被认为是规范医疗行为、降低医疗费用、改善居民就医的重要举措。长期以来，为了促进医药分业，降低医疗机构在药品终端销售渠道中的占比，我国出台了多项政策，多措并举推动处方外流到零售药店终端。

针对医院处方流出，国家陆续推出药品零加成、药占比考核、电子处方等措施，降低医院保留处方的意愿，并明确医疗机构不得限制处方外流；针对零售药店处方流入，定点零售药店纳入门诊统筹管理、取消“医保两定”资格审查、药店分级分类等政策都有利于零售药店更好地承接外流处方，从而实现院内处方流向零售药店。

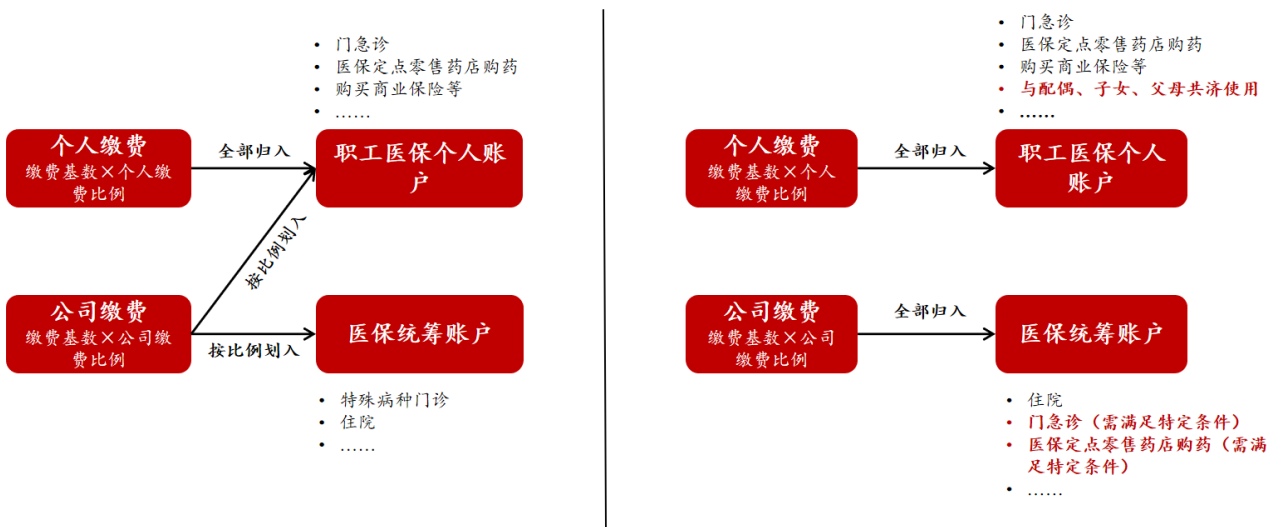
图表33：处方外流推动因素



来源：中国药店，国联证券研究所整理

2020年8月26日，国务院办公厅《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（征求意见稿）》首次提出了将个人账户中单位缴纳的基本医疗保险费全部计入统筹基金。在医院纳入门诊统筹的同时，为了平衡医保对于医疗机构和药店的支付，《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》亦提出将符合条件的定点零售药店提供的用药保障服务纳入门诊保障范围。

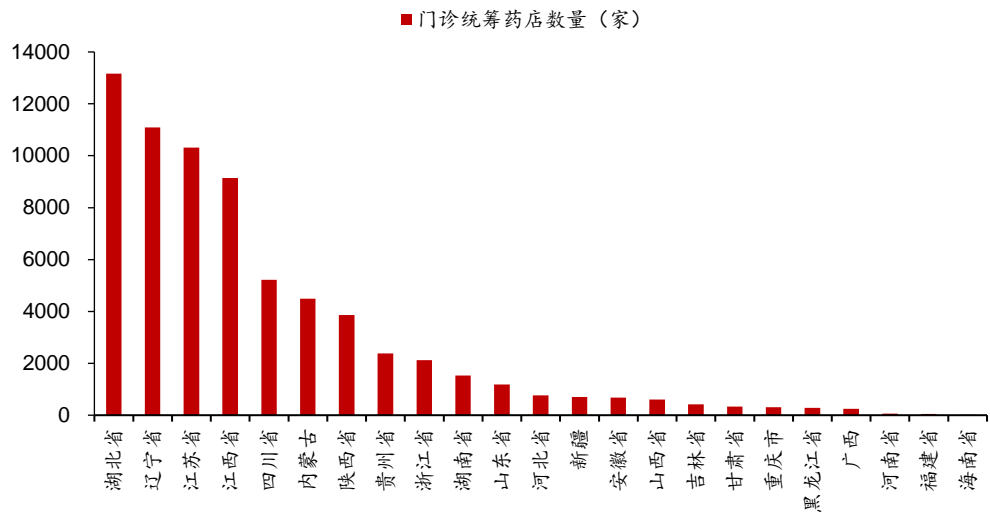
图表34：门诊统筹政策对于职工医保个人及统筹账户的影响



来源：国家医保局，国联证券研究所整理

据我们不完全统计，截至2024年3月31日，全国共有223个城市发布了定点医疗机构门诊统筹实施政策，124个城市发布了定点零售药店门诊统筹实施政策。其中，湖北省、辽宁省、江苏省等地药店门诊统筹政策推进较快，纳入门诊统筹的药店数量均突破万家（部分省市未披露药店具体信息，不代表没有开展门诊统筹政策）。

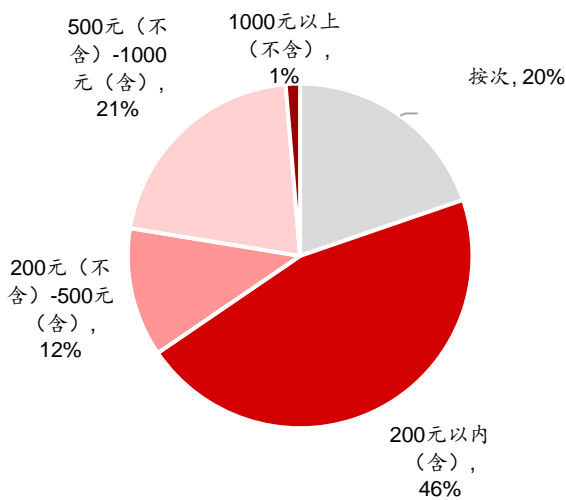
图表35：各省市门诊统筹药店数量



来源：各省市医保局，国联证券研究所整理

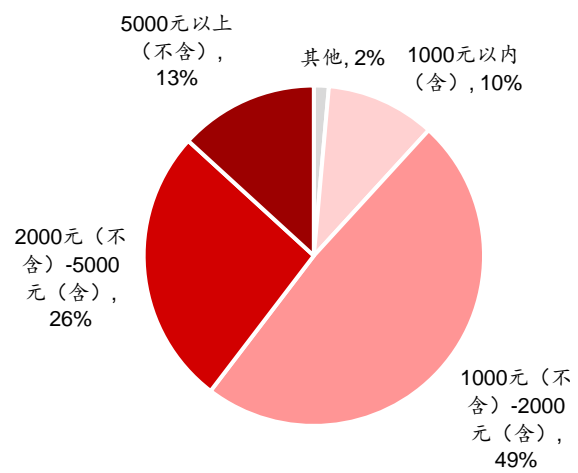
我们整理了各地门诊统筹支付标准，发现 58%的地区门诊统筹起付线设置在了 500 元以内，起付标准较容易为大众接受；21%的地区起付线设置在了 500 元以上；20%的地区起付标准按次设定。10%的地区支付限额控制在 1000 元以内，88%的地区支付限额在 1000 元以上，整体报销额度较为可观。

图表36：各地门诊统筹起付线统计



来源：各省市医保局，国联证券研究所整理

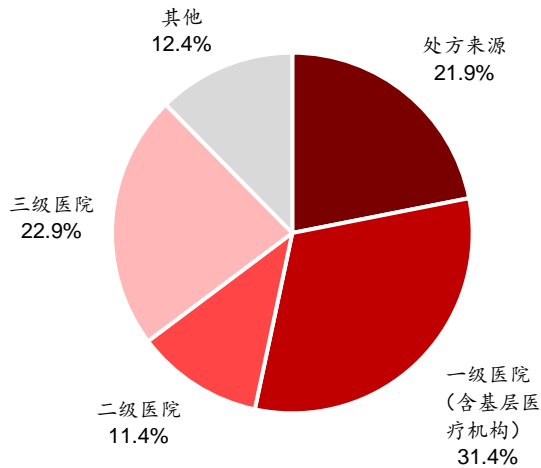
图表37：各地门诊统筹支付限额统计



来源：各省市医保局，国联证券研究所整理

药店报销比例大多优于三级医院，有利于处方外流。根据我们不完全统计，在药店报销比例上，31%的地区采用基层医疗机构或一级医院报销比例，11%的地区采用二级医院报销比例，23%的地区采用三级医院报销比例，22%的地区采用处方来源机构所对应的报销比例，整体来看药店端的报销政策较为宽松，有利于等级医院的处方流出。

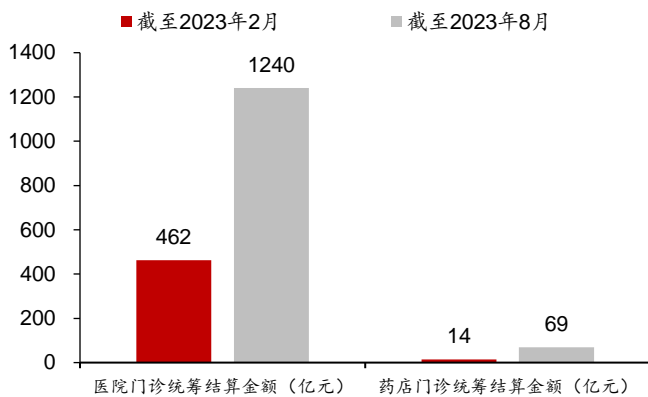
图表38：各地区药店门诊统筹报销比例统计



来源：各省市医保局，国联证券研究所整理

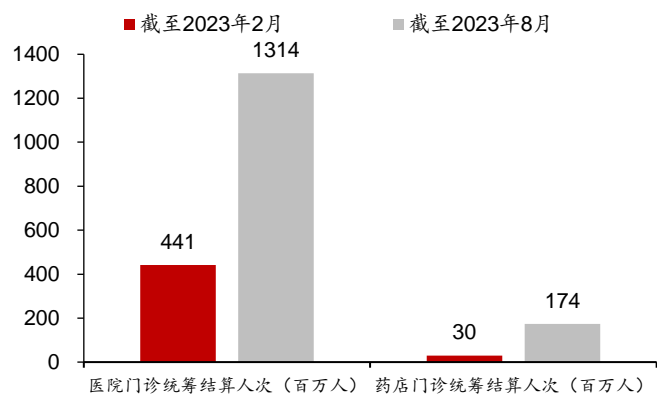
从医保结算情况来看，截至 2023 年 2 月 26 日，全国定点医疗机构实现普通门诊统筹结算金额 462 亿元，到 2023 年 8 月 31 日已增长至 1240 亿元；定点零售药店门诊统筹政策推进较晚，但增长潜力较大，结算金额由 2023 年 2 月 26 日 14 亿元增长至 2023 年 8 月 31 日 69 亿元。

图表39：医院及药店门诊统筹结算金额（亿元）



来源：国家医保局，国联证券研究所

图表40：医院及药店门诊统筹结算人次（百万人）

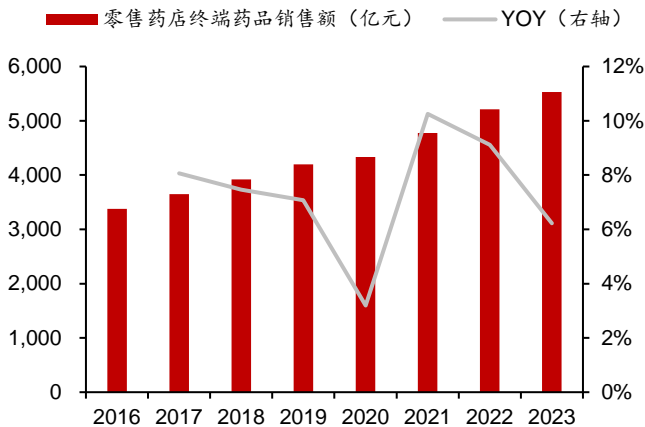


来源：国家医保局，国联证券研究所

零售药店销售额持续增长，终端销售占比不断提升。根据米内网数据，我国零售药店药品销售额由 2016 年 3,375 亿元增长至 2023 年 5,533 亿元，CAGR 为 7.3%，零售药店终端销售占比由 2016 年的 22.5% 提升至 2021 年的 29.3%，而公立医院终端销售占比从 2016 年的 68.4% 逐步下降至 2021 年的 61.3%，处方外流持续推进。

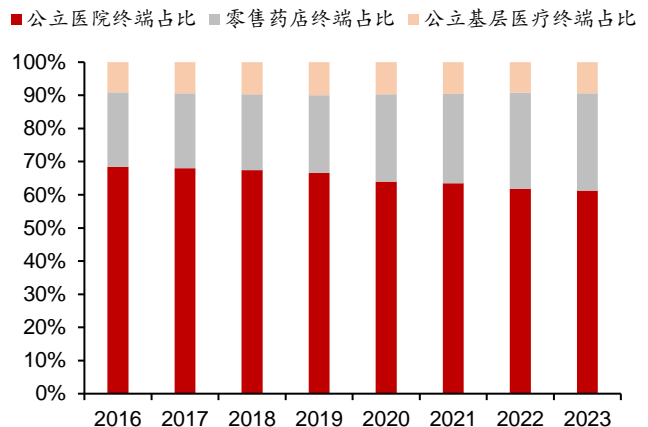


图表41：2016-2023 年我国零售药店药品销售额（亿元）



来源：米内网，国联证券研究所

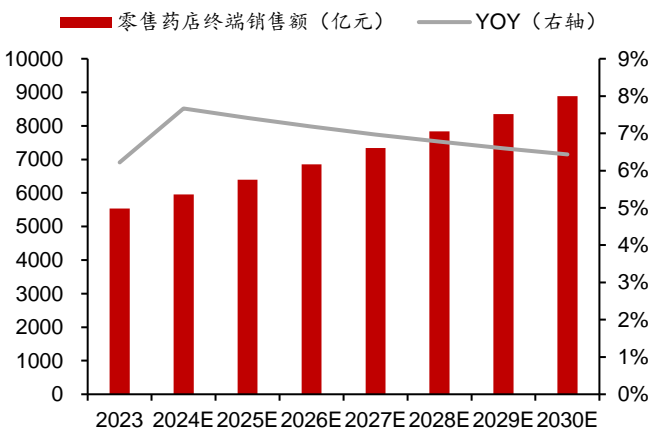
图表42：2016-2023 年我国药品终端销售结构



来源：米内网，国联证券研究所

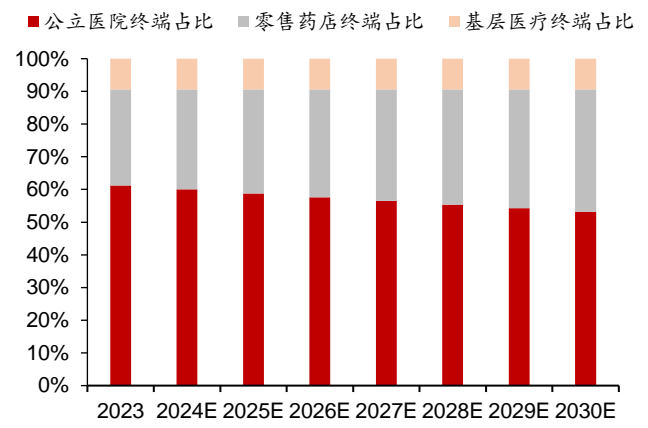
处方外流有望持续推进，零售药店销售终端占比有望持续提升。考虑到我国一直大力推进处方外流工作，我们假设：①2024-2030 年药品三大终端销售额 CAGR 保持 2016-2023 年的 3.35%；②第三终端医疗机构的占比保持 2023 年的 9.42%；③2024-2030 年第一终端公立医院的销售占比每年以 2% 的幅度逐步下滑。计算得到零售药店药品销售额有望由 2023 年 5,533 亿元增长至 2030 年 8,887 亿元，CAGR 达 7.00%，销售占比有望由 2023 年 29.33% 提升至 2030 年 37.41%。

图表43：2023-2030E 我国零售药店药品销售收入（亿元）



来源：米内网，国联证券研究所预测

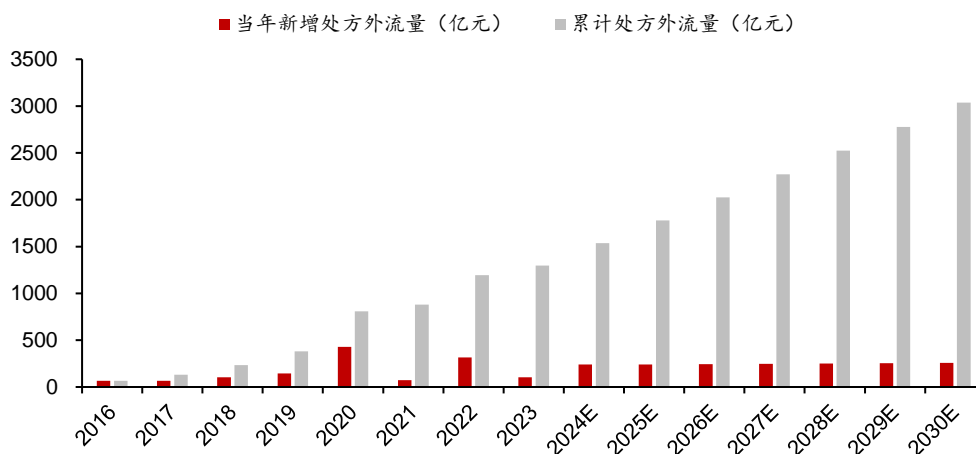
图表44：2023-2030E 我国药品终端销售结构



来源：米内网，国联证券研究所预测

我们预测 2030 年处方外流规模有望超 3,000 亿元。2016 年以来医院终端的药品销售占比不断减少，零售药店终端药品销售占比不断提升，药品逐渐流向院外市场销售。我们假设每年公立医院药品销售占比下降的部分即为处方外流量，至 2023 年累计流出规模已超 1,000 亿元。考虑目前零售药店积极布局专业药房建设，提升药事服务能力，我们预测至 2030 年零售药店累计获得的处方外流量超 3,000 亿元。

图表45：2016-2030E 我国处方外流市场规模（亿元）



来源：米内网，国联证券研究所预测

注：由于现实情况的复杂性，测算结果仅供参考

### 3.2 非药业务打造第二成长曲线

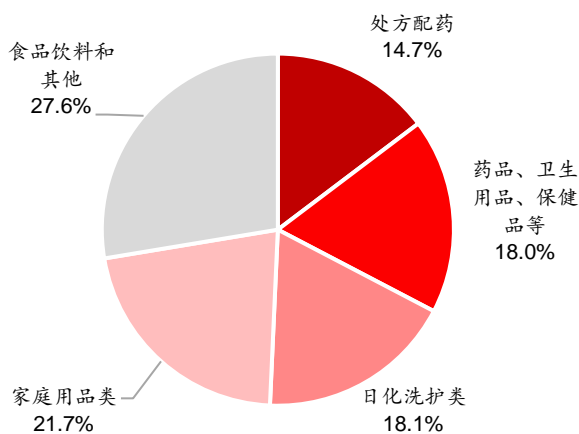
非药产品销售限制逐步放开，药店有望迎来新机遇。随着全国医保基金监管智能化，过去基于保护医保合规使用而对药店销售非药商品的限制逐步放开，为零售药店发展多元业务提供新动能。2023年，甘肃、安徽等多地陆续下发政策，删除定点零售药店医保协议中“不得以任何名义在店内摆放、销售其他物品(如各类生活日用品)”条款，适当放开非药产品销售。北京、广东等地监管部门甚至试点开放“药店+便利店”的融合业态。

参考海内外药店发展路径，我们认为国内药店未来延伸业务的方法主要包括：①从药品出发，向保健品、药妆、医疗器械、个人护理品、便利食品等商品延伸；②从商品销售出发，向诊疗、预防保健、用药跟踪、慢病管理、健康生活顾问等服务领域延伸；③从传统药店业态出发，向上游工业延伸。

#### ①商品多元化

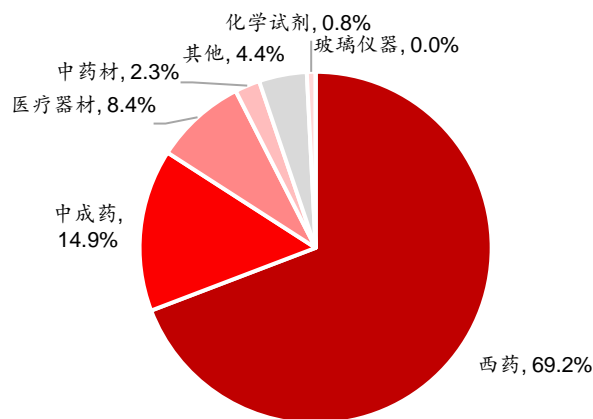
对比日本药妆行业的销售品类结构，我国药店业务多元化发展仍有较大发展空间。日本药妆店的定位并非单纯销售药品的店铺，而是作为健康关爱驿站，满足居民的多样化消费需求。因此，在日本药妆店里，处方药、OTC和保健品等医药相关产品的销售占比不到1/3，而日化洗护、食品饮料等非药产品是收入的重要组成部分。

图表46：2022年日本美妆行业销售品类结构



来源：中国药店，国联证券研究所

图表47：2022年我国医药流通行业销售品类结构



来源：商务部，国联证券研究所

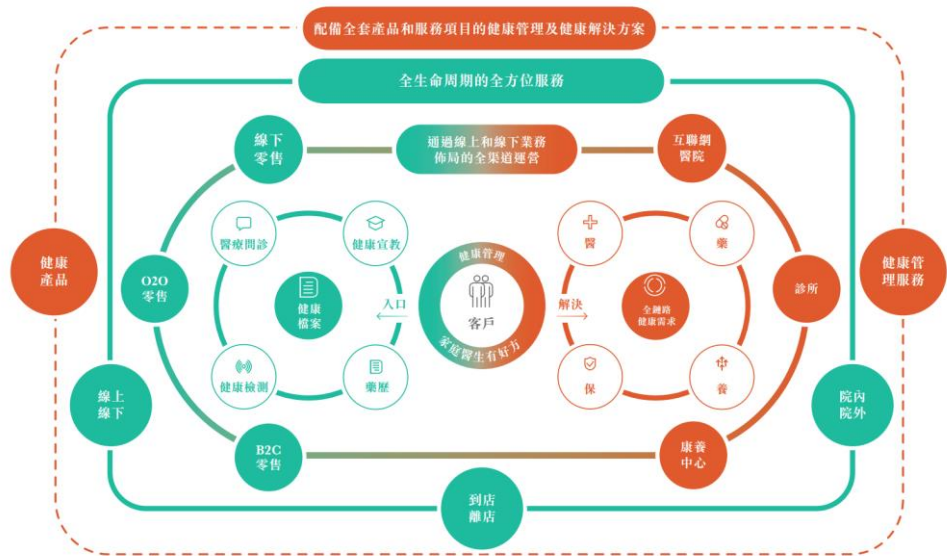
## ②服务一体化

目前，一些药店尝试将药店与诊所/中医馆有机结合，既能满足部分患者基础医疗需求，也能带动药店客流量和处方量的增加。以益丰药房为例，公司开设了30余家中医诊所，邀请了全国各地名老中医进行多项中医特色诊疗服务，主要经营范围有中医科、中医内科、妇产科、中西医结合科、针灸、推拿、艾灸等。

参考美国零售药店龙头CVS的“分钟诊所 (Minute Clinic/walk-in medical clinics)”，我国“药店+诊所”的服务模式仍有较大发展空间。2023年CVS共有超1000家“分钟诊所”，这些诊所设立在药店内部，患者无需提前注册或预约，到达诊所就可以获得及时的帮助和治疗。分钟诊所主要针对感冒、发热、咳嗽、过敏等常见疾病，在“分级诊疗”中发挥了重要作用。

此外，为了进一步提高客户黏性，部分药店积极打造健康管理服务，提供全方位健康解决方案。例如，通过发现和了解客户的健康需求，为客户提供定制服务套餐订阅及医疗及健康咨询，并为客户提供按需场景特定的健康包及康养管理服务，可以帮助客户预防疾病或问题，追求健康的生活方式。一些特殊服务包括中医拔罐、艾灸、穴位按压、中医推拿以及瑜伽和普拉提等健身课程，可以作为医疗服务和药品零售能力的补充，升级客户体验。

图表48：医药大健康产业链



来源：德生堂上市申请材料，国联证券研究所

### ③布局上下游业务

在产品销售过程中，各药店也在尝试自建药厂或与药企进行品牌合作，既能严格把控药品质量与来源可靠性，也能获得更高的收益。以益丰药房为例，公司于2019年投资设立恒修堂药业有限公司，开展中药饮片的研发、生产和销售业务。恒修堂以“智慧中药，健康国人”为使命，依托数字化智能制造技术，建立全产业链质量追溯体系，专注于优质创新养生中药研发生产销售。

图表49：恒修堂介绍



## 恒修堂 恒修堂

以“智慧中药，健康国人”为使命，依托数字化智能制造技术，建立全产业链质量追溯体系，专注于优质创新养生中药研发生产销售。

公司占地 70 亩，建筑面积 5 万平方米，总投资 3 亿元，建有中药饮片自动化、数字化、可视化的智能制造工厂，可实现年产值20亿元。2022年10月公司被认定为国家高新技术企业。

70

占地/亩

5

建筑/万平方米

3

投资/亿元

来源：益丰药房官网，国联证券研究所

### 3.3 连锁药店集中度有望提升

“强监管+高要求”催化零售药店连锁发展。近年来我国陆续出台各项政策文件强化对药店行业的规范和监管，2013 年对零售药店执业药师资格、设施设备等进行严格要求；2015 年提出根据服务能力甄选医保定点药店，签订服务协议；2018 年要求

药店分级分类管理，并对执业药师配置提出要求；2019 年国家查处执业药师“挂证”行为；2021 年“国谈”药品进入符合资质的定点零售药店。我们认为随着监管日趋严格，经营能力不足的单体药店将面临严峻挑战，零售药店连锁化率有望进一步提升。

**图表50：推动零售药店行业连锁发展的相关政策**

时间	发布单位	发布文件	主要内容
2009/11/25	国家商务部、国家食药监总局	关于加强药品流通行业管理的通知	大力发展连锁经营，引导和鼓励药品经营企业通过收购、兼并、重组等手段做大做强，提高行业集中度
2013/1/22	卫生部	药品经营质量管理规范	对零售药店执业药师资格、药品的设施设备、仓储等都进行了严格的要求，并设置了3年的过渡期
2015/12/2	人社部	关于完善基本医疗保险定点医药机构协议管理的指导意见	全面取消社会保险行政部门实施的两定资格审查项目，医疗机构和零售药店均可根据医疗保险医药服务的需要和条件，根据自身服务能力，自愿向统筹地区经办机构提出申请，社会保险经办机构与通过审查的医疗机构和零售药店签订定点服务协议，实行协议管理
2016/3/11	国务院办公厅	关于促进医药产业健康发展的指导意见	推动优势零售企业开展连锁经营，统一采购配送、质量管理、服务规范、信息管理和品牌标识，提高连锁药店规范化、规模化经营水平
2016/4/21	国务院办公厅	深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务	试行零售药店分类分级管理，鼓励连锁药店发展
2016/12/26	商务部	全国药品流通行业发展规划（2016-2020年）	到2020年，药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额40%以上；药品零售连锁率达50%以上；鼓励药品流通企业通过兼并重组、上市融资等多种方式做强、做大，加快实现规模化、集约化和现代化经营
2018/8/20	国务院办公厅	关于印发深化医药卫生体制改革2018年下半年重点工作任务的通知	制定零售药店分类分级管理的指导性文件，支持零售药店连锁发展，允许门诊患者自主选择在医疗机构或零售药店购药
2018/11/23	商务部	全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）	将药店分为三类三级，不同类别不同级别的药店对经营产品、范围进行限定，同时对执业药师的配置提出要点
2021/4/22	国家医保局、国家卫健委	关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的指导意见	各地医保部门要确定遴选标准和程序，将满足条件的定点零售药店纳入“双通道”管理，及时主动向社会公开；建立健全“双通道”定点零售药店退出机制，适度竞争、有进有出、动态调整



2021/10/21 商务部

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

到 2025 年，培育形成 5-10 家超五百亿元的专业化、多元化药品零售连锁企业，100 家左右智能化、特色化、平台化的药品供应链服务企业；药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额 65% 以上；药品零售连锁率接近 70%

来源：中国政府网，商务部，省药监局，国家药监局，国家医保局，国联证券研究所整理

大型连锁药店的发展符合产业发展趋势，优势显著。连锁药店具备明显的发展优势：(1) 商业模式优势：规模化优势带来较强的上游议价能力，提升运输管理效率，从而显著降低经营成本，同时能够通过融资实现门店扩张；(2) 人力资源优势：大型连锁药店通过资金优势搭建和管理执业药师等专业团队，强化业务能力；(3) 品牌优势：连锁药店在药品质量、SKU 保有量、慢病管理服务等方面具备品牌溢价，顾客忠诚度较高；(4) 信息化优势：大型连锁药店通过信息系统提升管理运营效率，同时能够更好地推动医保统筹对接和医药电商（O2O、B2C）的发展。

图表51：连锁药店的发展优势

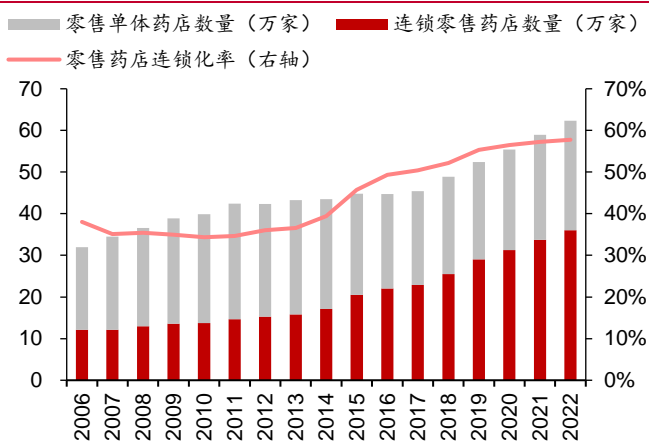


来源：国联证券研究所整理

连锁药店快速发展，行业集中度持续提升。2006-2022 年我国零售药店的连锁化率从 38% 提升至 58%，同时 2022 年药品零售百强企业销售市占率提升至 36%，6 年增长了 7 个百分点，行业连锁化率和市场集中度进一步提升，迈向连锁成长阶段。

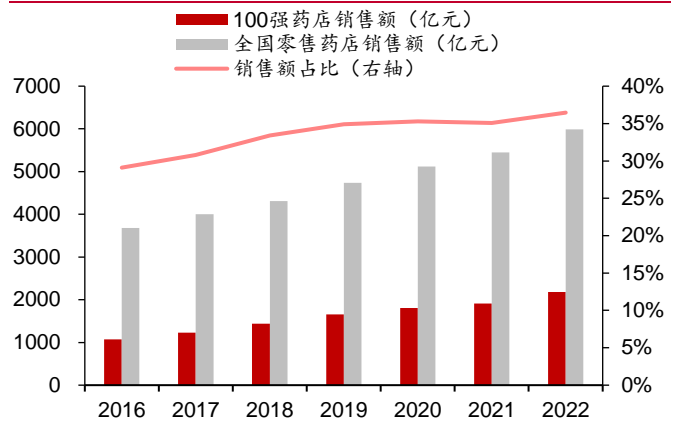


图表52：2006-2022年我国零售药店连锁化率



来源：国家药监局, ifind, 国联证券研究所

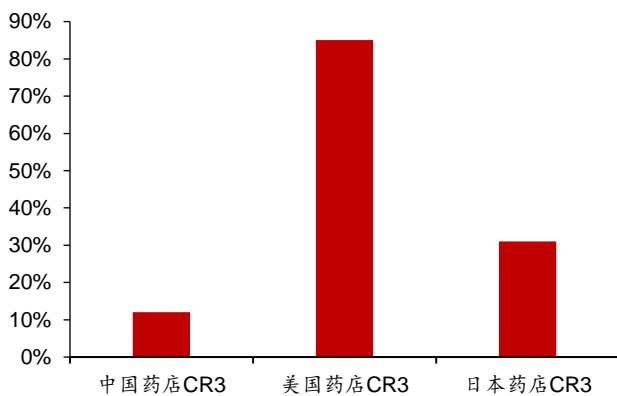
图表53：2016-2022年我国百强药店销售市占率



来源：商务部, 国联证券研究所

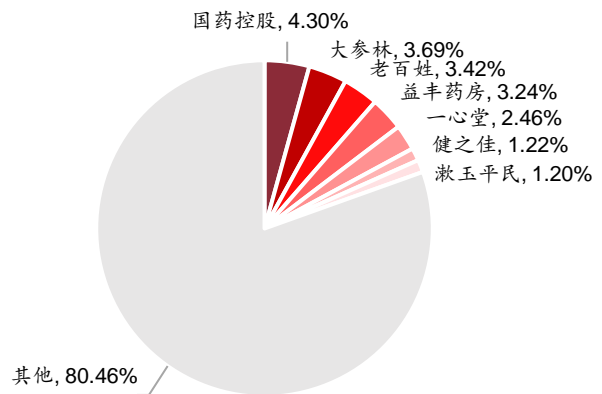
对比发达国家零售药店竞争格局，我国零售药店行业集中度仍有较大提升空间。根据运联智库数据，2022年美国TOP3药店的市占率约为85%，日本TOP3药店的市占率约为31%，而我国TOP3药店的市占率仅为12%，行业集中度与美国和日本存在较大差距，尚有较大提升空间。根据商务部数据，2022年国大药房、大参林、老百姓、益丰药房、一心堂分列我国前五大零售药店，合计市占率约为17%。

图表54：2022年各国零售药店行业集中度对比



来源：运联智库, 国联证券研究所

图表55：2022年中国零售药店行业竞争格局



来源：商务部, 国联证券研究所

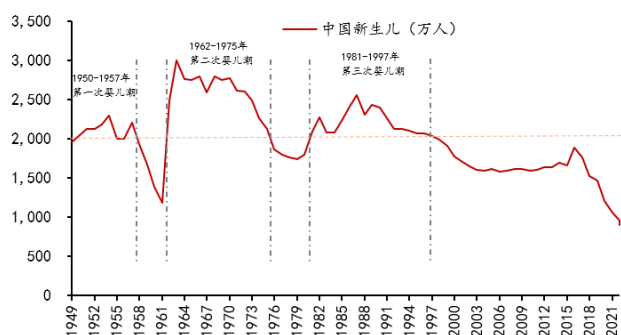
#### 4. 中药：品牌OTC有望实现量价齐升

在人口老龄化背景下，我国健康管理需求有望持续提升，国家顶层战略逐步由“以治病为中心”向“以人民健康为中心”转变，并认可中医药在治未病中起到主导作用，中医药有望受益，叠加中药材涨价有望驱动中药品牌OTC的提价，中药OTC有望实现量价齐升。展望2024下半年，疫情相关的中成药高基数影响已基本消化，终端库存逐步恢复良性水平，叠加去年同期业绩低基数，中药企2024下半年业绩增速有望迎来改善。

### 4.1 老龄化驱动健康管理需求提升

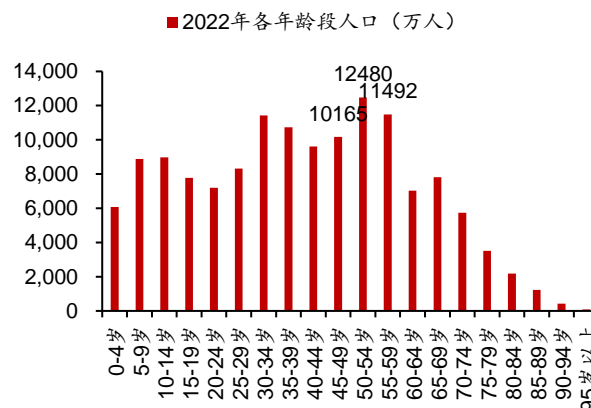
人口数量最多的婴儿潮人群逐步步入老龄。根据新生儿数据，以2000万人新生儿为分界线，我国建国以来经历了三次婴儿潮，其中1962-1975年是三次婴儿潮中新生儿最多的时间段，这部分人口对应到2022年为47-60岁，是中国各年龄段人口分布中数量最多的人群，逐步从2027年开始步入65岁老龄阶段。

图表56：1949-2023年中国新生儿数量



资料来源：Wind，国联证券研究所

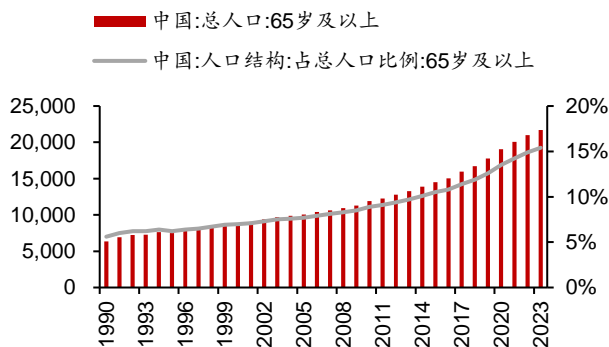
图表57：2022年中国各年龄段人口数量



资料来源：Wind，国联证券研究所

我国65岁及以上人口和占比持续提升，老龄化进程加速。2023年我国65岁及以上人口有2.1亿人，占比总人口15.4%，相比2000年提升8.4pct。根据育娲人口预测，随着第二、三轮婴儿潮人口逐渐进入老龄阶段，叠加低生育率影响，老龄化趋势将加速，预计到2032年左右进入老年人口占比超过20%的超级老龄化社会。

图表58：1990-2023年中国65岁人口数量和占比

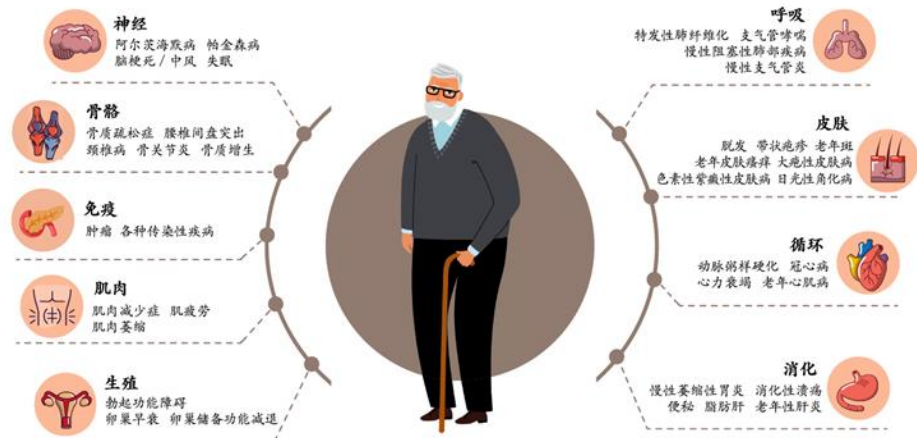


资料来源：Wind，国联证券研究所

从生物学角度来看，衰老是各种分子和细胞损伤随时间逐步积累的结果，这会导致身心能力逐渐下降，患病以及最终死亡的风险日益增加。老年人常见的疾病包括关节炎、风湿病、高血压、心脏病、糖尿病等。

图表59：老年病图谱

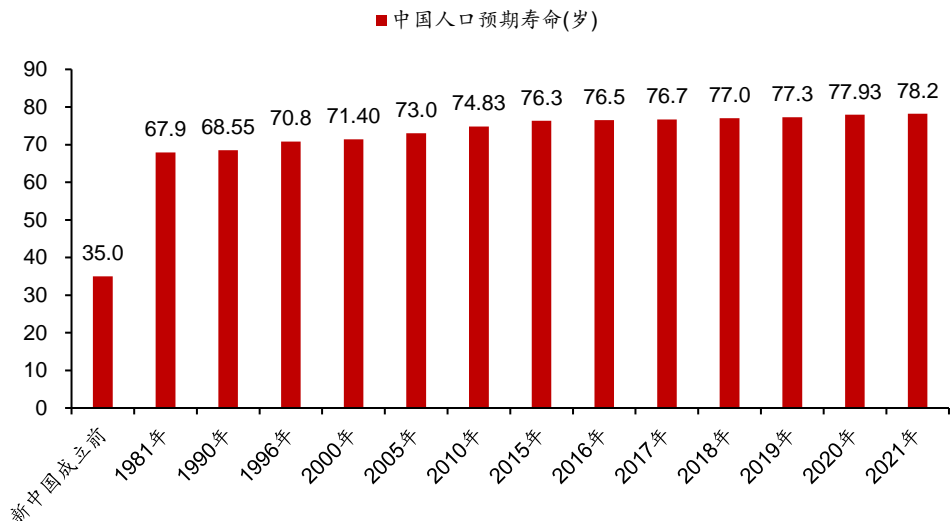
老年慢病的发生发展与衰老密切相关。随着年龄的增长，人体各个系统的功能逐渐下降，身体的代谢、修复、免疫等能力也逐渐减弱，从而导致老年病的发生。



资料来源：以岭药业公众号，国联证券研究所

根据中国卫生健康统计年鉴(2022 版)数据显示，1981 年中国人均预期寿命约 67.9 岁，随着国内经济快速发展、人民生活质量提升中，2021 年中国人均预期寿命提升到 78.2 岁，人均寿命显著提升。同时国务院 2022 年 5 月 20 日发布《“十四五”国民健康规划》，以 2020 年人均寿命（约 77.93 岁）为基数，到 2025 年中国人均预期寿命提升至 78.93 岁，我们认为中国人均寿命上升，或将延长健康管理周期。

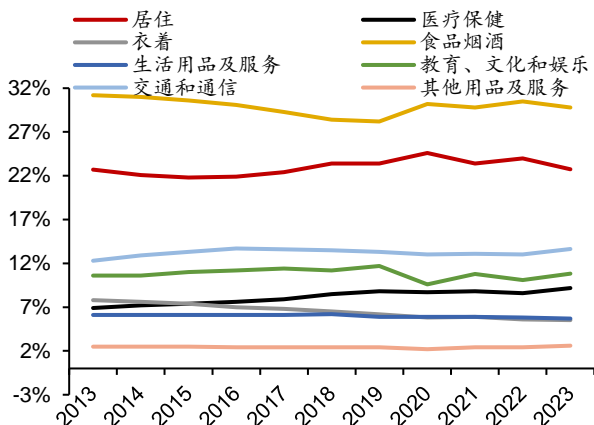
图表60：1981-2021 年中国人均预期寿命变化



资料来源：2022 中国卫生健康统计年鉴，国联证券研究所

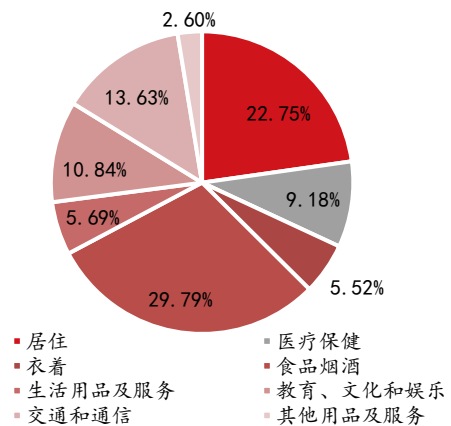
2022 年我国居民人均医疗保健支出为 2460 元，占比消费支出 9.18%，相比 2013 年增加 1548 元，占比提升 2.28pct，2013-2023 年 CAGR 为 10.43%，是所有消费支出细分类型里增长最快的一类。

图表61：2013-2023 年中国居民人均消费支出结构构成



资料来源：Wind，国联证券研究所

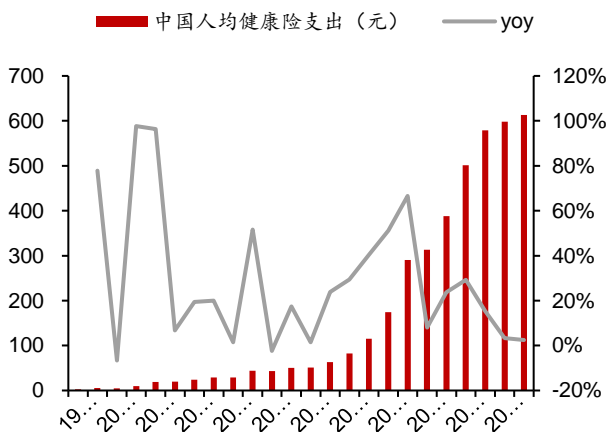
图表62：2023 年中国居民人均消费支出结构构成



资料来源：Wind，国联证券研究所

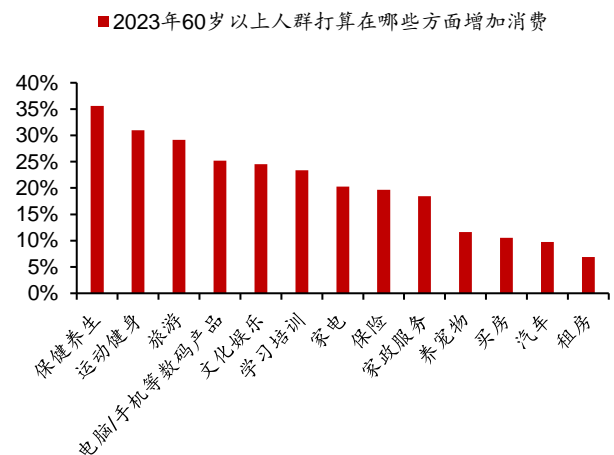
我们根据中国保险公司的健康险保费收入/中国总人口计算出中国人均健康险支出，从 1999 年以来人均商业健康险支出持续提升，我们认为主要是跟人口老龄化以及医疗健康意识提升有关。根据《中国美好生活大调查》，2023 年有 35.6% 的 60 岁以上老年人打算在保健养生方面增加消费，是众多选项中最多人选择的领域。

图表63：1999-2022 年中国人均商业健康险支出



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表64：2023 年 60 岁以上人群消费意愿增加的领域



资料来源：中国美好生活大调查，国联证券研究所

## 4.2 政策推动中医药高质量发展

2019 年起国家卫健委、国务院发布《健康中国行动（2019—2030 年）》、《“十四五”国民健康规划》等文件，围绕疾病预防和健康促进两大核心，促进以治病为中心向以人民健康为中心转变。在策略上，健康中国行动还从注重“治已病”向注重“治未病”转变。《“十四五”国民健康规划》中提到要发挥中医药独特优势，促进中西医相互补充、协调发展；《中医药发展战略规划纲要（2016—2030 年）》中亦认可中医药在

治未病中的主导作用。

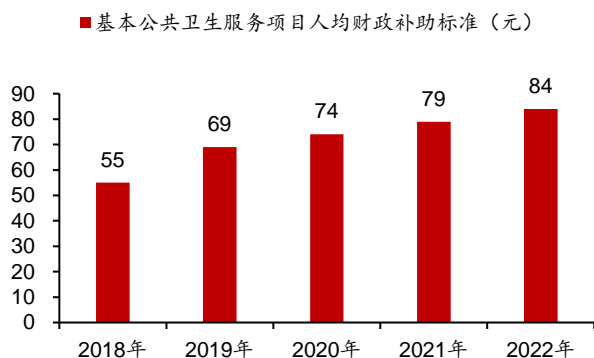
图表65：中国医疗政策

时间	发布机构	文件	内容
2016年 2月	国务院	《中医药发展战略规划纲要（2016—2030年）》	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，在治未病中的主导作用、在重大疾病治疗中的协同作用、在疾病康复中的核心作用得到充分发挥。
2016年 10月	中共中央、 国务院	《“健康中国2030”规划纲要》	把握健康领域发展规律，坚持预防为主、防治结合、中西医并重，转变服务模式，构建整合型医疗卫生服务体系，推动健康服务从规模扩张的粗放型发展转变到质量效益提升的绿色集约式发展，推动中医药和西医药相互补充、协调发展，提升健康服务水平。
2019年 7月	卫健委	《健康中国行动（2019—2030年）》	积极应对当前突出健康问题，必须关口前移，采取有效干预措施，努力使群众不生病、少生病，提高生活质量，延长健康寿命。这是以较低成本取得较高健康绩效的有效策略，是解决当前健康问题的现实途径，是落实健康中国战略的重要举措。
2022年 5月	国务院	《“十四五”国民健康规划》	持续推动发展方式从以治病为中心转变为以人民健康为中心，为群众提供全方位全周期健康服务。 把预防摆在更加突出的位置，聚焦重大疾病、主要健康危险因素和重点人群健康，强化防治结合和医防融合。 统筹预防、诊疗、康复，优化生命全周期、健康全过程服务。发挥中医药独特优势，促进中西医相互补充、协调发展。 强化疫苗预防接种。
2022年 3月	国务院	《“十四五”中医药发展规划》	提升中医药服务能力，充分发挥中医药在治未病、重大疾病治疗、疾病康复中的重要作用，全方位全周期保障人民健康。

资料来源：国务院、卫健委，国联证券研究所

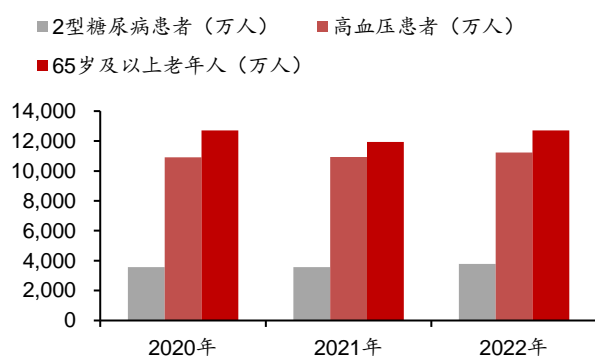
国务院2018年8月发布《医疗卫生领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案》，提出基本公共卫生服务在重点人群健康管理等基础上，增加原重大公共卫生服务和计划生育项目，包括老年健康服务、医养结合等内容；基本公共卫生服务项目的人均财政补助标准从2018年55元增加至2022年84元，接受健康管理的2型糖尿病患者与高血压患者群体亦呈现逐年上升趋势。

图表66：2018-2022年基本公共卫生服务项目人均财政补助标准



资料来源：2019-2022年我国卫生健康事业发展统计公报，国联证券研究所

图表67：2020-2022年中国基层接受健康管理类型人群情况

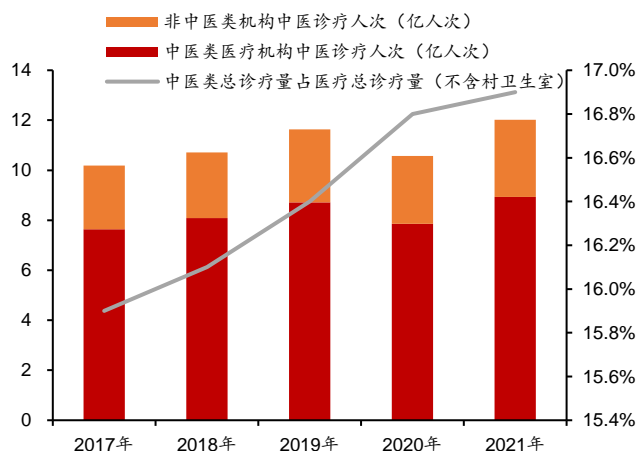


资料来源：2020-2022年我国卫生健康事业发展统计公报，国联证券研究所

根据《中国卫生健康统计年鉴（2022版）》数据，中国2021年中医诊疗人次达12.02亿，中医类诊疗率占比约16.9%，总体仍低于20%，而2021年社区卫生服务中心（站）与乡镇卫生院中医诊疗率不足10%。米内网数据显示，2021年社区卫生服务中心与乡镇卫生院中成药规模约668亿，假设中医诊疗率提升至20%~30%，

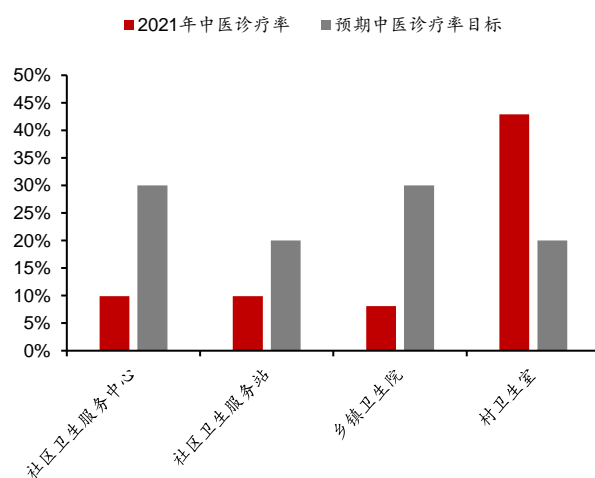
基层中成药规模有望扩容至 1336~2004 亿元。

图表68: 2017-2021 年中国中医诊疗人次变化(不含村卫生室)



资料来源: 中国卫生健康统计年鉴 2022 版, 国联证券研究所

图表69: 基层医疗机构中医诊疗渗透率预测



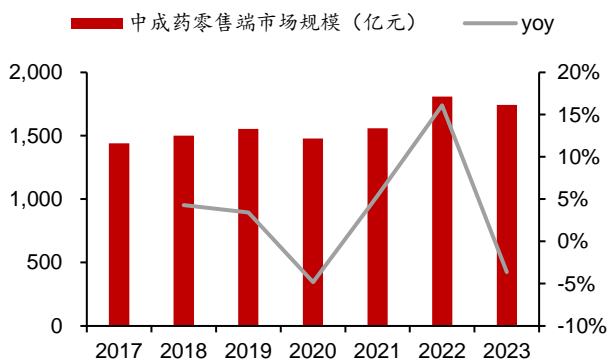
资料来源: 中国卫生健康统计年鉴 2022 版, 国联证券研究所预测

### 4.3 中药材涨价有望驱动中药 OTC 提价

2023 年我国中成药零售端市场规模为 1743 亿元, 2017-2023 年 CAGR 为 3.24%, 市场规模稳中有升, 从量价的维度来看, 价格贡献一定的增量, 2017-2023 年我国中成药零售端单价 CAGR 达 4.40%, 高于行业市场规模的增速。

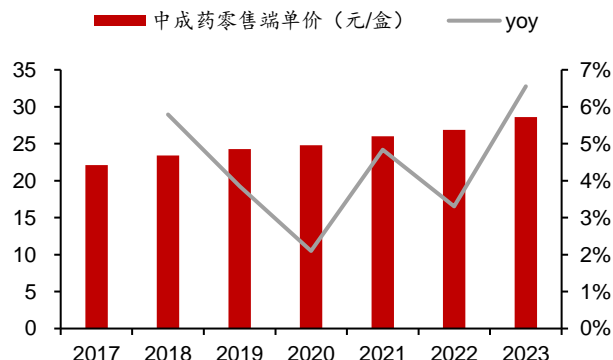
中药 OTC 价格有望提价。2023 年我国中药材价格指数持续增长至 2023 年 8 月达到阶段性高峰, 而后有所回落, 2024 年初至今价格持续高涨, 达到 10 年来新高。中药材价格 2023 年底同比 2022 年底的涨幅达 17.43%, 2024 年初至 2024 年 5 月涨幅 8.51%。我们认为原材料价格或将向终端产品价格传递, 中药 OTC 价格有望提价。

图表70: 2017-2023 年中成药零售端市场规模



资料来源: 中康开思, 国联证券研究所

图表71: 2017-2023 年中成药零售端单价



资料来源: 中康开思, 国联证券研究所



## 5. 投资建议

### 5.1 医疗器械：持续关注器械各细分赛道出海龙头

2023 年全球医疗器械市场空间为 6,843 亿美元，预计 2025 年达 7,667 亿美元，年复合增速为 5.9%。2010-2023 年中国医疗器械公司进入全球营收 TOP100 的占比从 2010 年的 14% 提升至 2023 年的 18%，中国医疗器械公司在全球市场初步崭露头角。出口产品从低值耗材进阶到中高端器械如 CT、核磁、超声和体外诊断，医疗器械出海正在加速产业结构升级。

我们认为中国医疗器械出海中短期仍然以低值耗材类和中高端器械为主，头部厂家通过早期的耕耘，已经进入的国家和地区数量有明显优势，包括注册还有渠道的建设都形成门槛，同时潜在的受众群体较大，仍然主要受益于厂家和品种。随着全球医疗水平的不断提升，现阶段处于进阶类的产品，也有望逐步普及，在中长期成为基础类产品，使得全球更多用户受益，推荐迈瑞医疗、鱼跃医疗和惠泰医疗。

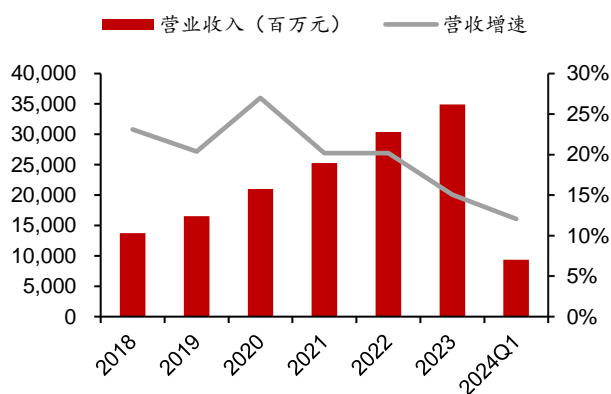
#### 5.1.1 迈瑞医疗：出海谱写器械龙头新篇章

公司为全球领先的医疗器械企业之一，目前已建立覆盖全球的研发、营销及服务网络。2023 年国际营收达 136 亿元，占整体营收近 39%。在 2023 年 Newsweek（美国新闻周刊）评选的全球 TOP100 家医院中，迈瑞已覆盖 80 家，持续突破海外高端医院客户。

2023 年公司收购全球 IVD 企业德国 DiaSys，继 2021 年收购海肽生物后，在体外诊断的布局更进一步，获得欧洲、亚太及拉美地区的本地化生产基地。加强供应链平台建设。为后续 IVD 国际放量奠定基础。

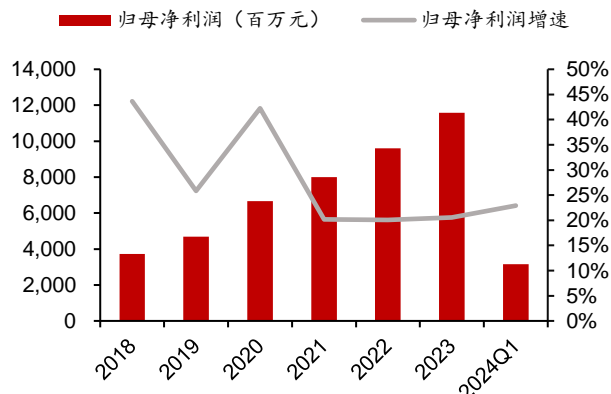
**风险提示：**新产品市场推广不及预期；海外贸易摩擦风险；国内招投标不及预期。

图表72：2018-2024Q1 迈瑞医疗营收及增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表73：2018-2024Q1 迈瑞医疗归母净利润及增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

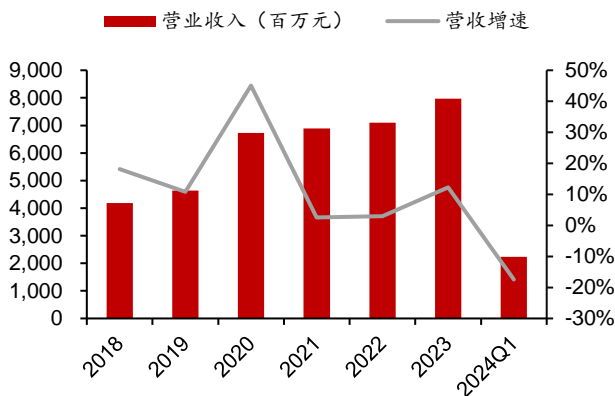
### 5.1.2 鱼跃医疗：家用医疗器械龙头，聚焦三大核心业务

**公司业绩稳健增长。**2020 年以来受公共卫生事件影响，呼吸制氧产品销量波动较大，但整体业绩稳健，2018-2023 年公司收入 CAGR 为 13.8%，归母净利润 CAGR 为 26.9%，公司降本增效、规模效应显现，盈利能力提升。2024Q1 由于去年同期呼吸制氧类产品需求激增导致高基数，公司营收 22.31 亿元，同比下降 17.4%；归母净利润 6.59 亿元，同比下降 7.6%；扣非归母净利润 5.51 亿元，同比下降 21.7%。

**聚焦三大核心赛道，CGM 推动血糖板块持续高增。**公司 2021 年收购凯立特后进入 CGM 领域，2023 年 3 月最新一代 CGM 产品 CT3 系列（14 天免校准）取得 NMPA 注册证，产品性能进一步提升，有望推动血糖检测业务收入快速增长。2023 年糖尿病护理解决方案收入 7.26 亿元，同比增长 37.12%，BGM 市占率提升和 CGM 新品拉动板块整体保持高增速，毛利率为 62.68%，为公司毛利率最高的业务板块。

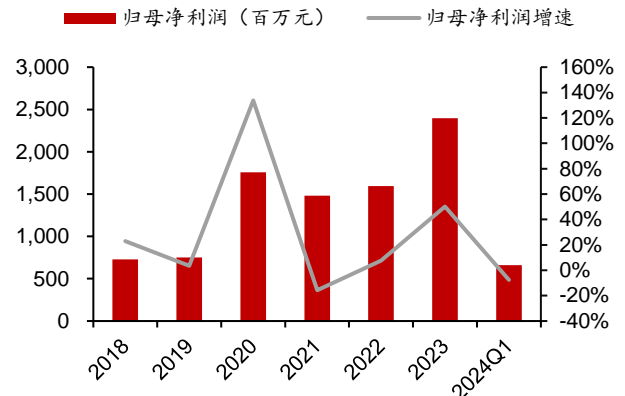
**风险提示：**新产品市场推广不及预期；竞争加剧导致产品降价；终端需求下降风险。

图表74：2018-2024Q1 鱼跃医疗营收及增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表75：2018-2024Q1 鱼跃医疗归母净利润及增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

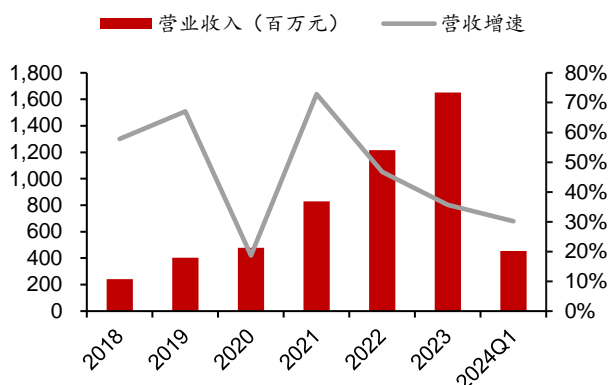
### 5.1.3 惠泰医疗：迈瑞入主打造全球血管介入器械龙头公司

**强强联手打造血管介入器械龙头企业。**通过引入国内医疗器械龙头迈瑞医疗作为控股股东，有助于强化公司在电生理、冠脉通路、外周血管介入等领域的核心竞争力，提高公司研发和渠道能力，打造心血管介入领域具备全球竞争力的龙头企业。

**平台化优势明显，盈利能力持续提升。**随着公司电生理和血管介入领域新产品逐步上市、国内集采范围加大，公司处于快速发展期。2023 年公司实现营业收入 16.50 亿元，同比增长 35.71%；归母净利润 5.34 亿元，同比增长 49.13%；扣非归母净利润 4.68 亿元，同比增长 45.54%。毛利率和净利率分别为 71.27%和 31.64%，同比均有提升。公司在应对冠脉集采中已积累成功经验，制造优势凸显，盈利能力持续提升。

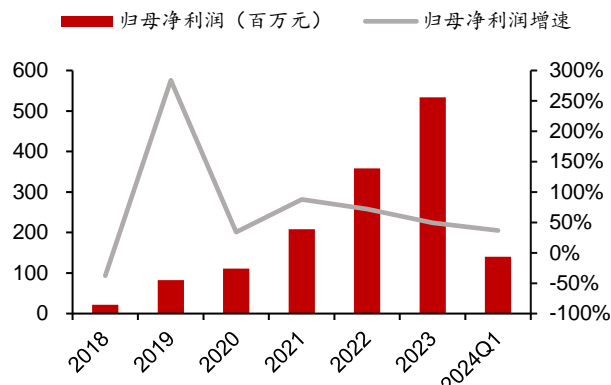
风险提示：市场推广不及预期；集采降价超预期；市场竞争加剧风险

图表76：2018-2024Q1 惠泰医疗营收及增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表77：2018-2024Q1 惠泰医疗归母净利润及增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

## 5.2 中药：看好老龄化受益的 OTC 龙头

在人口老龄化背景下，我国健康管理需求有望持续提升，国家顶层战略逐步由“以治病为中心”向“以人民健康为中心”转变，并认可中医药在治未病中起到主导作用，中医药有望受益，叠加中药材涨价有望驱动中药品牌 OTC 的提价，中药 OTC 有望实现量价齐升，我们持续看好老龄化受益的 OTC 龙头企业。

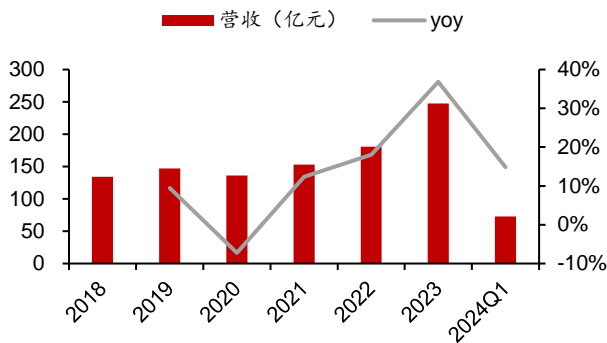
### 5.2.1 华润三九：聚焦健康消费领域的自我诊疗龙头

华润三九为华润医药集团旗下核心中药企业，致力于“成为大众医药健康产业的引领者”，专注高质量医药健康产品创新研发和智能制造，满足“预防、保健、治疗、康复”全周期的健康需求。公司产品线丰富，CHC 健康消费品业务覆盖感冒、皮肤、胃肠、止咳、骨科、儿科、膳食营养补充剂等品类，处方药业务覆盖抗肿瘤、心脑血管、消化系统、骨科、儿科等治疗领域等。

华润三九为国内自我诊疗领域龙头企业，有 20 个中成药产品入选 2022 年非处方药品牌综合排名中。2023 年 1 月昆药集团控股股东正式变更为华润三九，昆中药等品类亦归入华润三九发展体系中，协同工作推进下有望加快内生式增长。

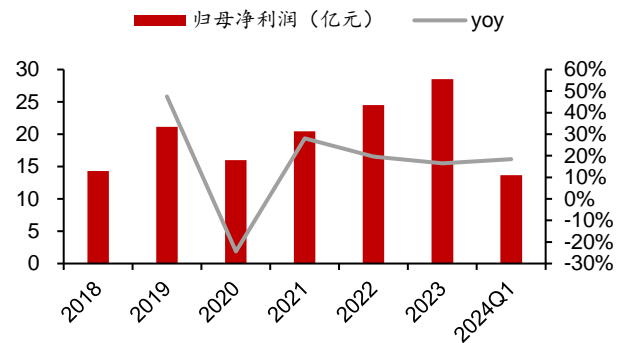
风险提示：政策调整风险、研发创新风险、并购整合风险、原料价格上涨风险等。

图表78：2018-2024Q1 华润三九营收



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表79：2018-2024Q1 华润三九归母净利润



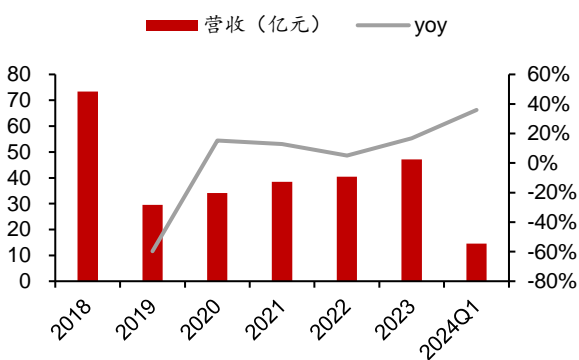
资料来源：Wind，国联证券研究所

### 5.2.2 东阿阿胶：药品+健康消费品双轮驱动

滋补类中药行业未来随着老龄化加剧，居民健康管理意识提升，治疗需求向预防需求转变，市场规模有望持续扩容。公司为阿胶龙头，具备品牌溢价优势，市占率稳中有升。公司核心收入来源于阿胶及系列产品，其中阿胶由于消费人群较为稳定，随着库存消化至良性水平，有望维持稳定增长；复方阿胶浆有望依托临床端的推广带动 OTC 市场增量，叠加 2024 年国家医保解限，有望维持快速增长；“桃花姬”阿胶糕随着加大营销投入，有望从区域市场向全国市场迈进。

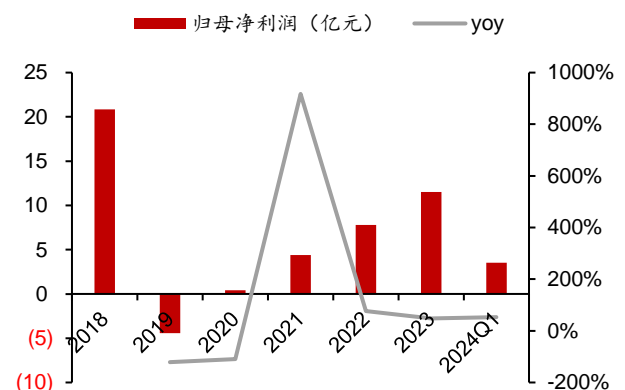
**风险提示：**政策监管风险、市场竞争加剧风险、成本波动风险、销售不及预期风险等。

图表80：2018-2024Q1 东阿阿胶营收



资料来源：ifind，国联证券研究所

图表81：2018-2024Q1 东阿阿胶归母净利润



资料来源：ifind，国联证券研究所

### 5.3 药店：看好规范化发展的药店龙头

我们看好政策趋严下行业集中度的提升与头部药店的投资机会。随着门诊统筹政策逐步放开到线下药店，医保对于零售药店的监管要求逐步加强，部分经营能力较

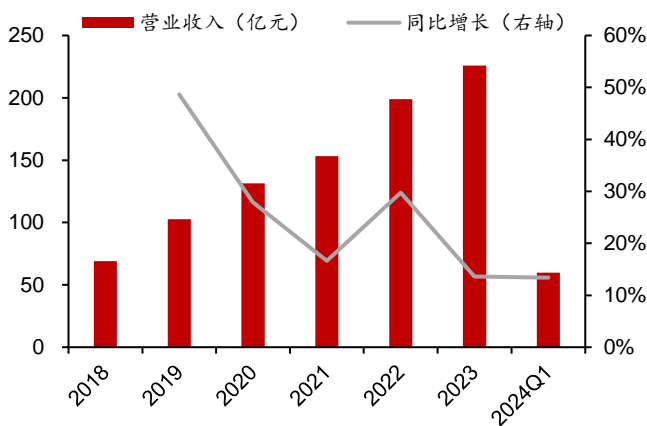
弱的药店有望逐步出清。对于规范经营、具备规模优势的头部企业来说，有望充分受益于市场集中度的提升。我们重点推荐益丰药房，建议关注老百姓、大参林、一心堂、健之佳。

### 5.3.1 益丰药房：精细化管理能力突出的药店龙头

公司深耕医药零售行业 20 余年，在华中、华东、华南、华北等地积累了良好的品牌形象与客户口碑。截至 2023 年底，公司拥有超 13,250 家门店、8,710 万服务会员和超 70,000 药品 SKU，处于行业第一梯队。以药品零售为核心业务，公司逐步扩大经营业态，先后布局医药批发、中药饮片生产销售、慢病管理、互联网医院等业务，有望实现业务联动与闭环。

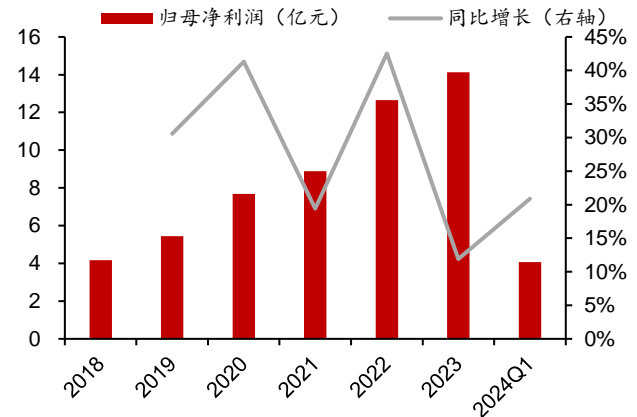
公司注重高质量发展，快速扩店的同时兼顾盈利能力的提升。通过“自建+并购+加盟”多措并举，公司门店数量由 2018 年 3,611 家快速增长至 2023 年 13,250 家，CAGR 高达 30%。同时，公司注重经营效益提升，遴选优质厂家打造商品精品群，搭建数字化智慧物流平台，助力长期降本增效，毛利率与净利率保持行业领先水平。

图表82：2018-2024Q1 益丰药房收入（亿元）



来源：公司年报，wind，国联证券研究所

图表83：2018-2024Q1 益丰药房归母净利润率（亿元）



来源：公司年报，wind，国联证券研究所

**风险提示：**处方外流不及预期；政策变动风险；市场竞争加剧；盈利能力下滑；门店扩张不及预期。

## 5.4 药品：关注 FIC 与 BIC 国产创新药

随着国内创新药企业在多特异性抗体、ADC 等结构类型的靶点组合与工程学改造技术上日趋成熟，以及在产品靶点和适应症上的差异化布局，已涌现出越来越多的高质量创新药管线，并迎来了新一轮国产创新药出海热潮。我们预计创新药全产业链支持政策有望在全国进一步推进和落地实施，建议关注真正具备 FIC 和/或 BIC 潜力的国产创新药。

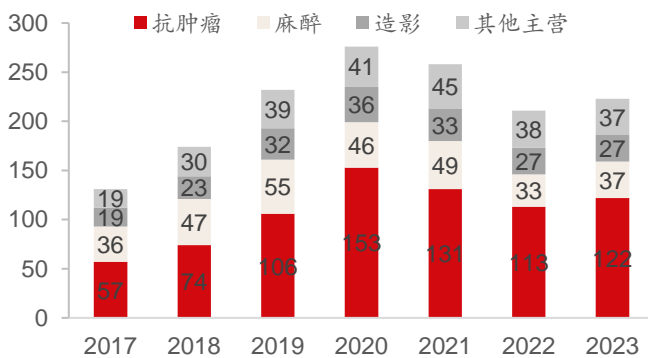


### 5.4.1 恒瑞医药：肿瘤产品矩阵式布局，慢病产品逐步落地

肿瘤产品矩阵式布局，慢病领域开始拓展。恒瑞医药在多个癌种中均实现了多个基因突变类型、疾病早期和晚期阶段治疗的覆盖，比如乳腺癌中，有已上市的达尔西利、吡咯替尼分别覆盖 HER2-/HR+，HER2+人群，产品各自还覆盖疾病的不同阶段治疗，并且还有 HER2 ADC、PARP 抑制剂、SERD 等产品在乳腺癌中的研发储备。慢病领域中自免药物包括 IL-17、JAK 等自免品种即将迎来上市，降糖药覆盖 SGLT-2、GLP-1、DPP-4 等各个靶点。

创新药出海值得期待。恒瑞医药目前以借船出海战略为主，产品已有多笔交易首付款超过 1 亿美元，如 PARP 抑制剂和 CLDN18.2 ADC、GLP-1 类药物。公司已有 4 个 ADC 药物获得了 FDA 的快速通道资格，包括 Nectin-4/TROP-2/CD79b/HER3 靶点的 ADC 药物，这些产品的授权预期增加。

图表84：恒瑞医药收入结构（单位：百万元）



资料来源：恒瑞医药年报整理，国联证券研究所

图表85：恒瑞医药拿到 FDA 快速通道资格的品种

时间	产品	适应症
2024年4月	SHR-A2102	晚期尿路上皮癌
2024年3月	SHR-A1921	铂耐药复发上皮性卵巢癌、输卵管癌及原发性腹膜癌。
2024年2月	SHR-A1912	接受过至少2线治疗的复发/难治性弥漫大B细胞淋巴瘤（R/R DLBCL）
2024年1月	SHR-A2009	转移性非小细胞肺癌

资料来源：恒瑞医药公告整理，国联证券研究所

**风险提示：**创新药出海不及预期；药品谈判降价超预期；销售不及预期；研发不及预期。

### 5.4.2 康方生物：双抗龙头企业，海外拓展可期

公司为国内首个国产双抗商业化落地的企业，布局肿瘤类双抗、自免和降脂。公司 2012 年成立，现有过亿品种包括卡度尼利、派安普利 2 款抗体药，其中宫颈癌药物卡度尼利首个完整年度销售额过 10 亿元；在研肺癌药物依沃西对外授权首付款达到 5 亿美元，2024 年已经在国内上市，并有望后续在海外上市；非肿瘤领域 2024 年将迎来 2 款自免和降脂药的上市批准。

双抗药物市场商业化前景好。截至 2023 年底，FDA 一共批准 11 个双抗，其中 2022-2023 年批准 8 个双抗，而 2010-2021 年仅批准 3 个双抗，双抗类药物商业化进程加速。2022/23 年 FDA 批准的双抗销售规模合计分别为 56.68/85.08 亿美元，其中肿瘤类双抗规模约 7/12 亿美元，根据百济神州的预计到 2028 年肿瘤类双抗的市场

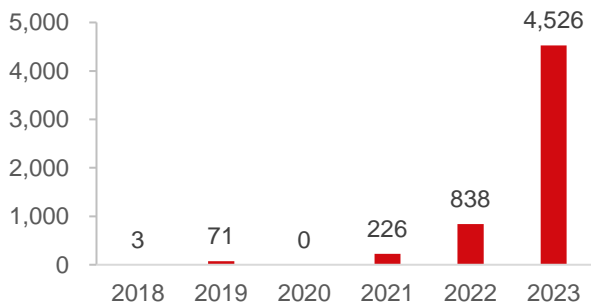


规模将达到 150 亿美元，2023-28 年 CAGR 达到 65%，双抗商业化价值高。

国内外产品研发进展共振，卡度尼利和依沃西具备临床优势。公司卡度尼利双抗已获批后线宫颈癌，并在多个瘤种中体现出对 PD-L1 低表达患者的获益，预计后续将获批 1 线胃癌、1 线宫颈癌、肝癌术后辅助等适应症，海外诸如阿斯利康这样的大药企布局同靶点的双抗并于 2024 年有数据读出，印证双抗价值。依沃西 EGFR-TKI 耐药的非小细胞肺癌适应症 2024 年 5 月批准；早期数据显示其在 1L PD-L1 阳性的非小细胞肺癌患者中获益。

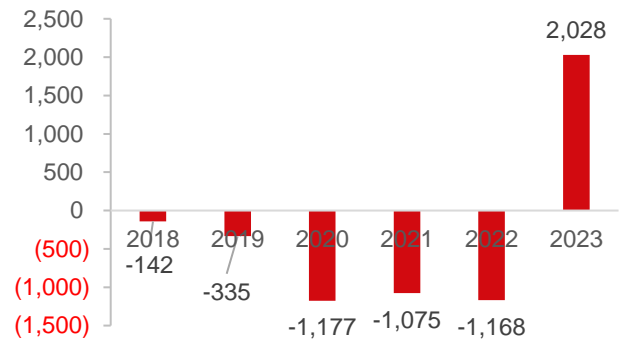
自免和降脂药物 2024 年迎来商业化。公司布局了自免和降脂赛道，用于银屑病病的 IL-12/23 靶点的药物 AK101 于 2023 年 8 月提交上市申请；IL-17 的 AK111 的银屑病三期临床完成入组，强直性脊柱炎 3 期临床启动；降脂类产品 PCSK9 单抗 AK102 于 2023 年 6 月提交上市申请，公司的自免和降脂产品有望从 2024 年开始陆续商业化。

图表86：康方生物收入情况（单位：百万元）



资料来源：康方生物公告整理，国联证券研究所

图表87：康方生物归母净利润情况（单位：百万元）



资料来源：康方生物公告整理，国联证券研究所

**风险提示：**AK104 的 1 线适应症申报不及预期；AK104 价格降幅超预期；AK112 海外进展不及预期；先进疗法快速迭代的风险。

#### 5.4.3 信达生物：基本面持续向上，重磅产品上市在望

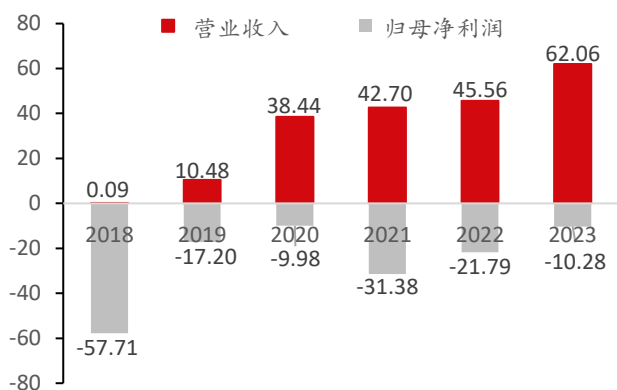
稀缺的平台型 Biopharma，创新药研发、临床开发、CMC、商业化能力已得到验证。公司成立于 2011 年，致力于开发、生产和销售肿瘤、代谢、自身免疫、眼科等疾病领域的创新药物。公司建立起涵盖单克隆抗体、多特异性抗体、免疫细胞因子、ADC、细胞治疗及小分子等一系列药物形式的创新药管线，目前已实现 10 款创新药产品商业化，拥有近 6000 名员工及 14 万升商业化产能，完成了从创新生物科技企业到大型生物制药公司的转型。

产品收入增长强劲，运营效率显著改善。公司已有 10 款上市管线，适应症拓展及纳入医保后持续快速放量，与此同时公司及时调整组织架构，优化业务单位模式，在销售团队规模维持稳定的同时实现了销售收入的快速增长。公司 2023 年实现产品

销售收入 57.28 亿元,同比增长 38.4%,销售费用率由 2022 年的 56.9%下降至 50.0%。随着销售收入增长及效率提升,公司亏损显著缩窄,2023 年公司扣除利息、税项、折旧及摊销前亏损由 2022 年的 22.21 亿元大幅减少至 6.00 亿元,同比减少 73%。

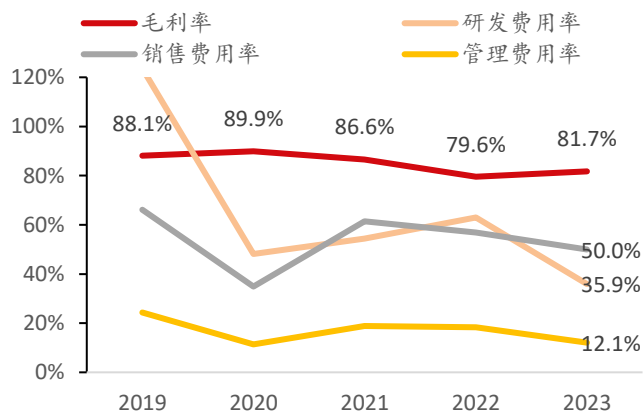
布局重大疾病领域,重磅产品上市在即,提供第二增长曲线。公司立足于肿瘤、糖尿病、肥胖等领域未满足的重大临床需求,管线梯队层次合理,2023 年度共有 4 款药物新适应症获批、4 款新药递交上市申请、10 款产品进入 III 期/关键临床阶段。公司计划于 2027 年实现约 20 款创新药产品的商业化,国内产品年销售额达到 200 亿元。公司的 GLP-1/GCGR 双靶点激动剂玛仕度肽具有减重领域 BIC 产品潜力,国内临床进度领先,预计 2025Q1 获批上市,我们预计该产品的销售峰值可达 100 亿元。公司的 GLDN18.2 ADC、PD-1/IL-2 双抗等多款早期管线具有 FIC/BIC 潜力,将为公司提供出海预期及长期增长的持续动力。

图表88: 信达生物营收及归母净利润(亿元)



资料来源:信达生物公告整理,国联证券研究所

图表89: 信达生物毛利率及期间费用率



资料来源:信达生物公告整理,国联证券研究所

**风险提示:** 临床研发不及预期; GLP-1 药物政策监管风险; 市场竞争加剧风险; 销售不及预期风险; 先进疗法快速迭代的的风险。

## 6. 风险提示

**贸易摩擦风险：**受国际关系和地缘政治的影响，其他国家对我国产品的需求存在不确定性，不利的变化将会影响国内行业供需平衡和企业的产能利用。

**行业政策风险：**医药行业受到政策密切关注，存在医保谈判/集采降价超预期等政策风险。

**研发不及预期：**医药行业创新属性较强，需要不断研发新产品进行迭代升级，若研发失败，存在研发不及预期的风险。

**国产替代不及预期：**海外品牌产品和渠道仍具有先发优势，国产品牌可能因为产品竞争力不足、医生使用习惯等问题存在国产替代不及预期风险，从而影响相关公司业绩。

**销售不及预期风险：**由于产品的销售依赖品牌、消费者对公司产品的看法，消费者的需求和偏好部分可能会受中国监管环境变化影响，任何对品牌的损害（如负面新闻及产品事件，或未能持续推广品牌）将会导致产品的销售下降。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

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

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

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

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

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

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

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼