

医疗总现金流原理 与医药投资论持久战

——医药板块资产配置总纲

分析师：王明瑞
执业证书编号：S0930520080004
021-52523867
wangmingrui@ebcn.com

2025年2月16日

 证券研究报告

本研究尝试解答以下医药投资中的长期关键问题：

宏观层面：如何构建一个国家的医疗总现金流

近期医药领域关注度高的3个话题：①**财政与医疗的关系**；②**发展商业健康险**；③**医药出海空间**。我们认为这3个命题的答案本质上归结于同一个底层逻辑——**如何构建一个国家的医疗总现金流**。医疗总现金流的走向，即直接决定了医疗资产的配置价值与方向。我们从横向和纵向分别对全世界医疗现金流架构展开研究，总结了“医疗宏观三元论”的历史规律，解析历史进而预测未来。

中观层面：医药板块连跌4年的原因是什么，压制因素是否已经消失？

2021~2024，医药板块连跌4年，屡次抄底却越抄越低，这背后究竟出了什么问题？这4年之间医药的资产端和资金端分别发生了什么变化？面对屡创新低的医药指数，是否可以布局，就需要搞明白估值压制因素究竟是什么，以及压制因素是否已经消失？

交易层面：指数基金时代+AI时代，主动投资如何生存？

国内资管市场的指数基金规模相较主动基金逐渐取得优势，医药主题基金内部亦然；2025年初以DeepSeek为代表的AI工具开始展现强大的逻辑分析能力，过往的很多投研工作范式都将面临剧烈变革。指数基金崛起和AI应用泛化，这些变化将对未来的医药股票交易产生何等影响？医药的主动投资选股应当采取何种策略？

风险提示：政策与财政补助力度的不确定性；国际政治经济形势变化的风险；市场资金结构和风险偏好变化的风险；临床试验失败的风险

宏观层面：支付侧的总答案——如何构建一个国家的医疗总现金流

中观层面：医药连跌4年的底层变化——资金/资产再平衡

交易层面：指数基金与AI时代到来，医药主动投资何以自处

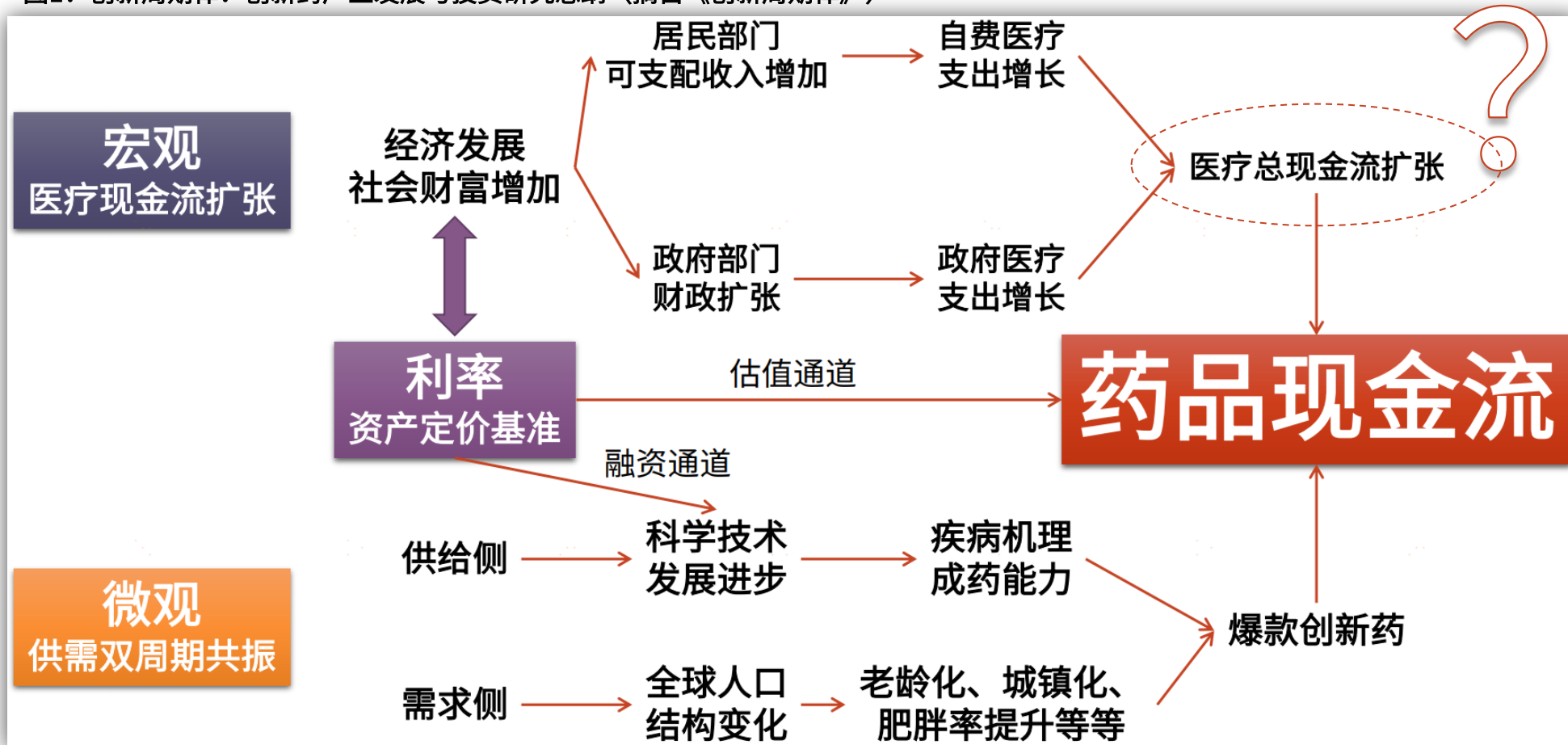
投资建议：医药投资的论持久战

风险分析

研究背景：医疗总现金流的迷思

我们于2024年11月16日发布的《创新周期律：撕开科学叙事，读懂经济实质——动荡时代的创新药产业发展与投资研究总纲》（下文简称《创新周期律》）中阐述了创新药的产业发展周期规律，市场对大部分微观变化的研究跟踪较为充分，对利率预期的博弈也日趋成熟，但对于宏观要素层面，医疗总现金流如何扩张则尚未有明晰的定论，近期市场热议的财政与医保的关系、发展商业健康险、医药出海等话题，其底层逻辑都是同一个答案：如何构建一个国家的医疗总现金流，如何寻找医疗总现金流扩张的方向？

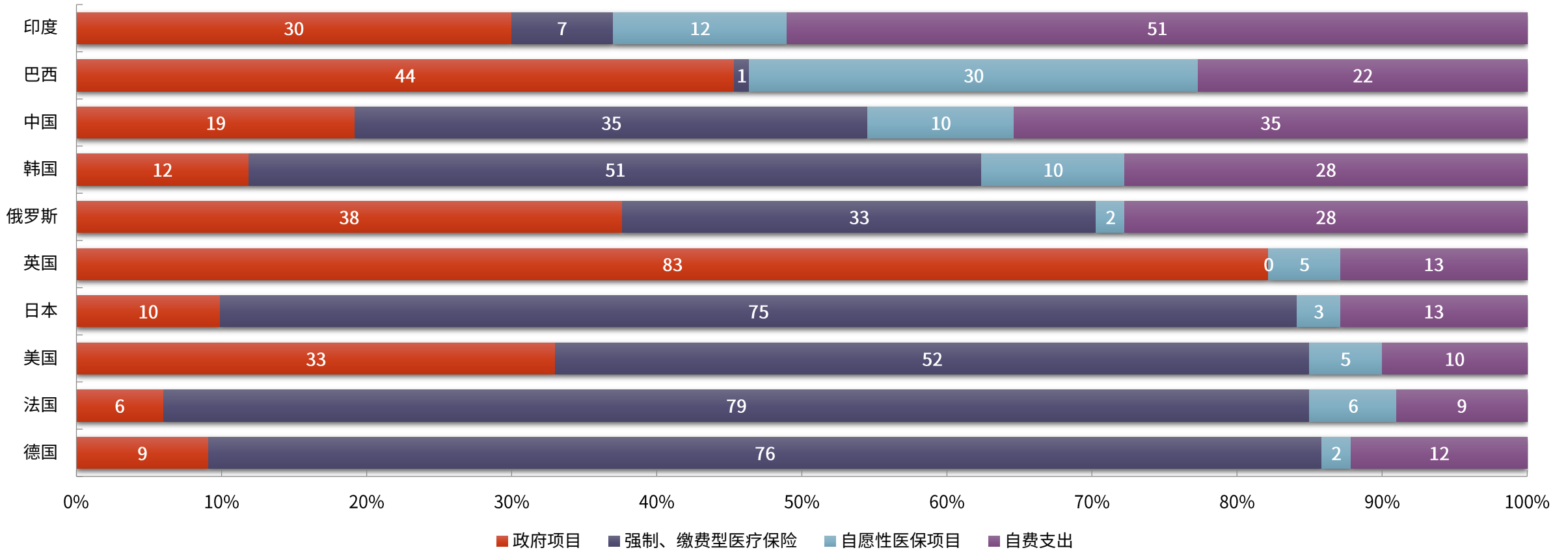
图1：创新周期律：创新药产业发展与投资研究总纲（摘自《创新周期律》）



发达市场医疗宏观现金流皆以法定医保为核心

政府项目和强制缴费型社保制度可以理解为强制实施的法定层次的基本保障，在德国、法国、英国、美国、日本等发达国家中，通过法定层次的基本保障筹得的资金占本国当前卫生支出的比例在85%左右，可以说在成熟的医疗市场，国民绝大部分的疾病医疗均通过法定层次的保障制度得以满足。中国目前的医保资金支持力度相比发达国家的成熟市场仍有很大的进步空间。

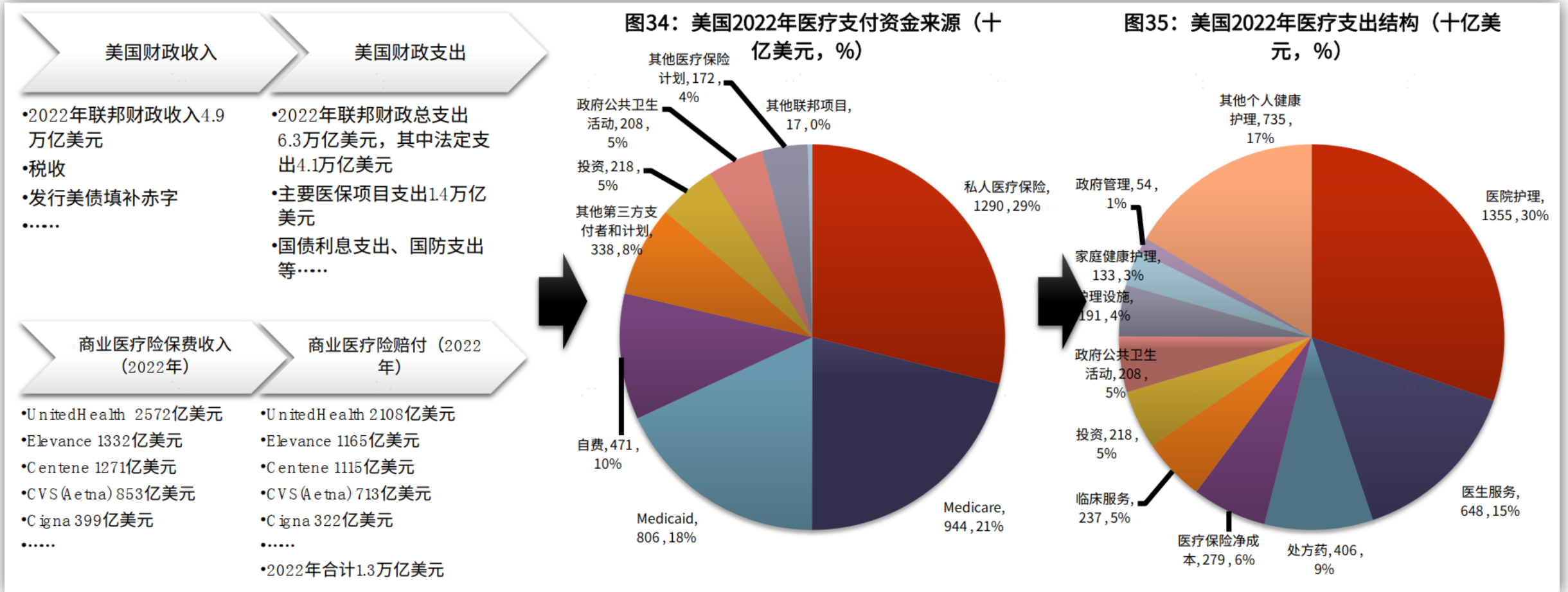
图2：2020年典型国家卫生支出的资金来源占比（%）



美国体系：以自由市场之名，行财政分配之实

美国医疗体系常以其自由定价的体制而被认为是医疗市场化的典范，但我们认为，美国医疗的真正逻辑是“财政扩张→医疗分润”，无论是政府保险Medicare+Medicaid高达39%（2022年）的支付资金体量，还是奥巴马医改强制雇主为员工投保之类的制度设计，均体现出其医疗产业通过财政手段分配宏观现金流的巨大比例。对美国医疗体系的论述详见《创新周期律》。

图3：美国医疗宏观现金流结构（摘自《创新周期律》）



日本医保人员结构：多层次支持体系

表1：日本医保制度结构设计

适用年龄	细分人群	医保类别
75岁以上		后期高龄者医疗制度
65~75岁		前期高龄者财政调整制度（再分配）
64岁以下	自营业者、靠养老金生活者、非正规雇用者等	国民健康保险（都道府县·市町村国保+国保组合）
	中小企业上班族	全国健康保险协会
	大公司上班族	健康保险组合
	公务员	共济组合

图4：2022年日本国民医疗费按财源分类

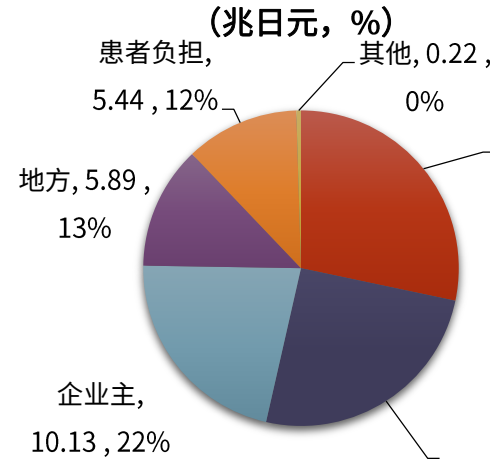


图5：日本各类医保公费负担 (兆日元, %, 2024年)

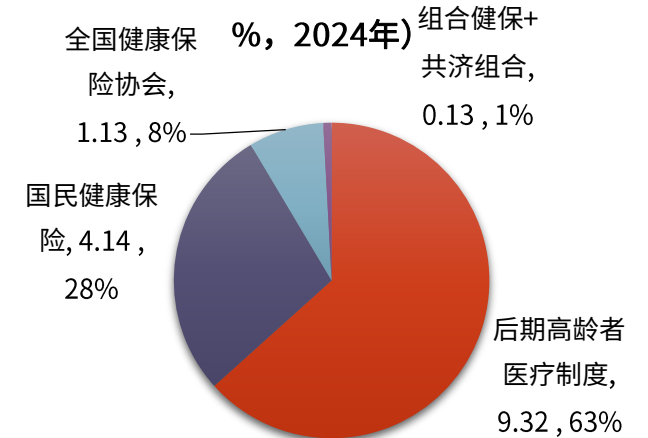


图6：日本各类医保体系参保人数 (万人, %, 2022年3月)

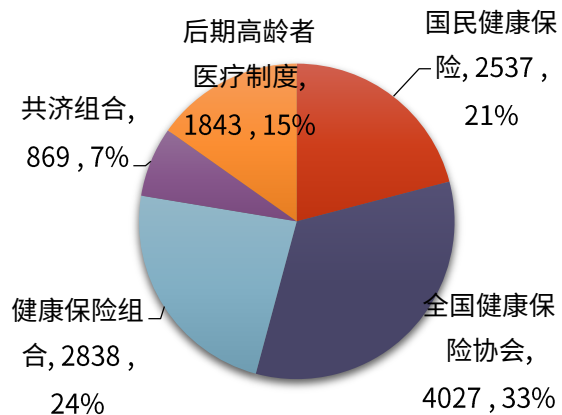


图7：日本各类医保参保人平均年龄 (岁, 2021年)

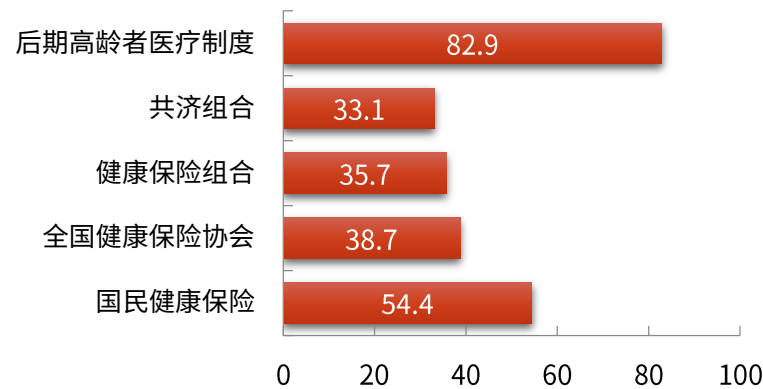
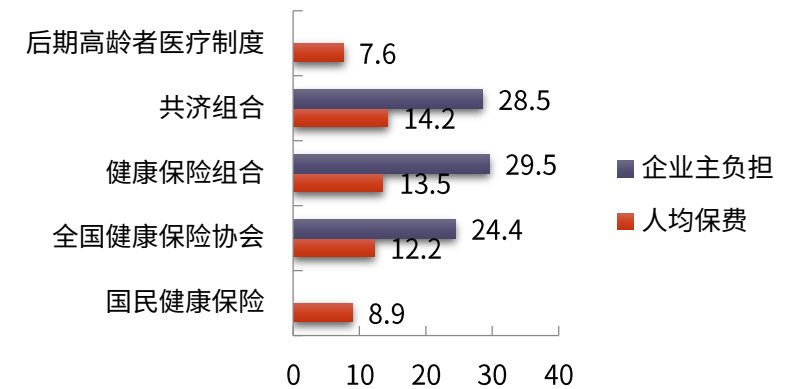
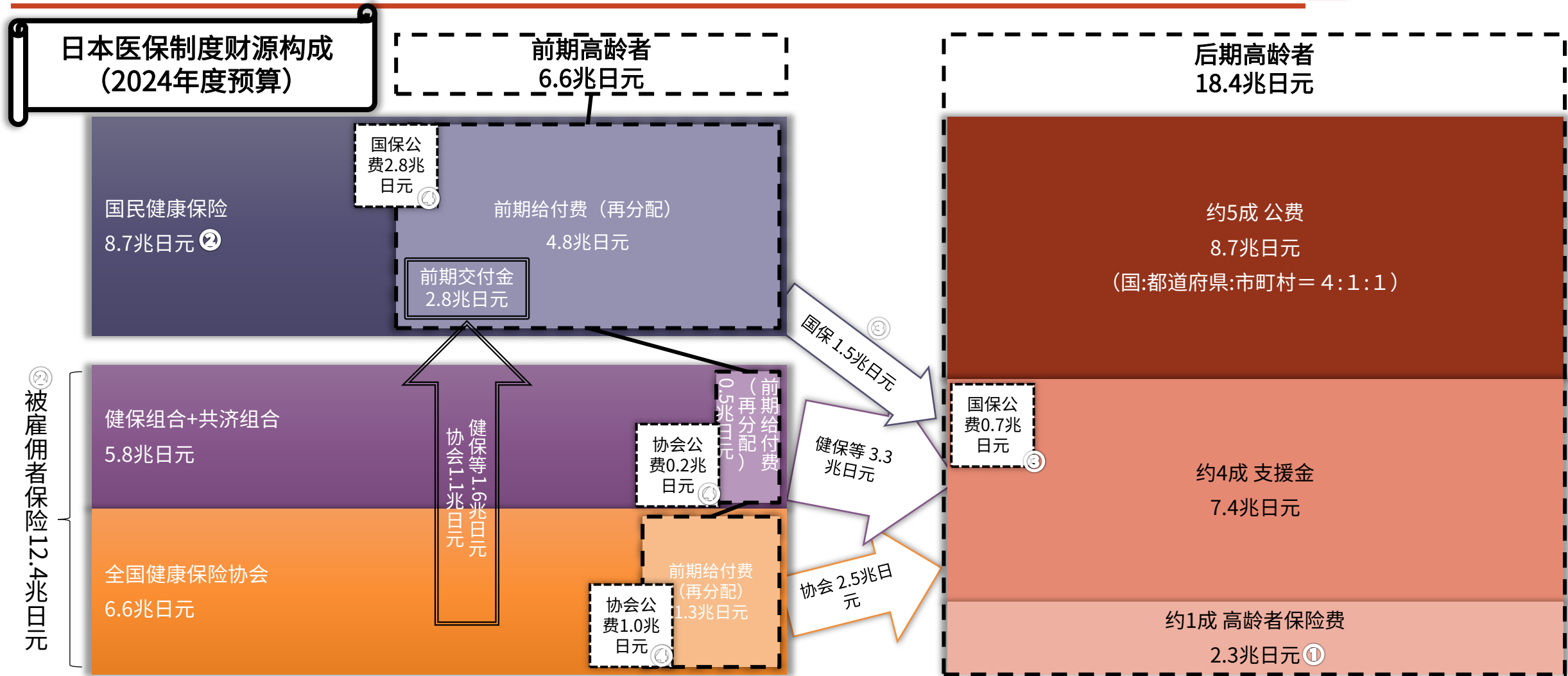


图8：日本各类医保人均保费 (万日元, 2021年)



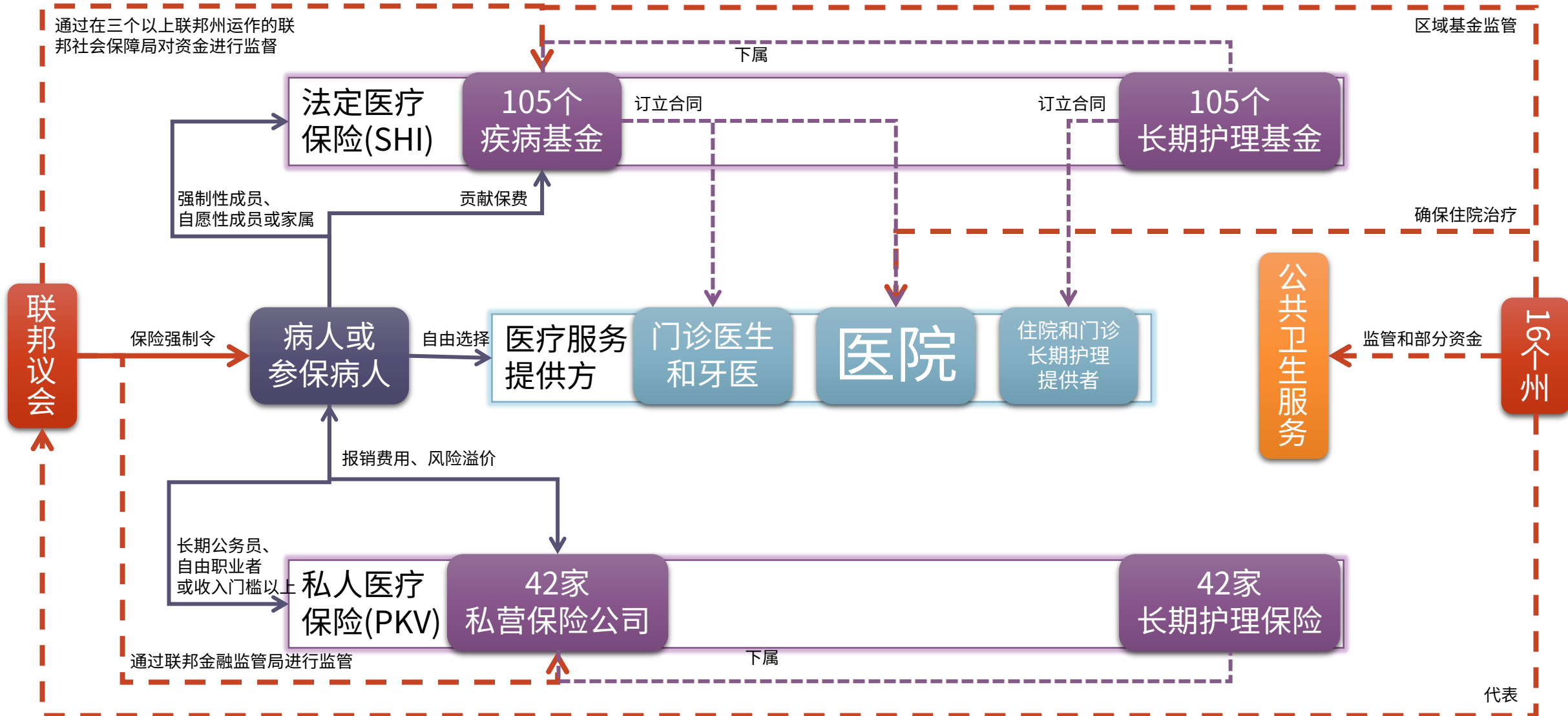
日本医保财源结构：强大的财政支持和再分配制度



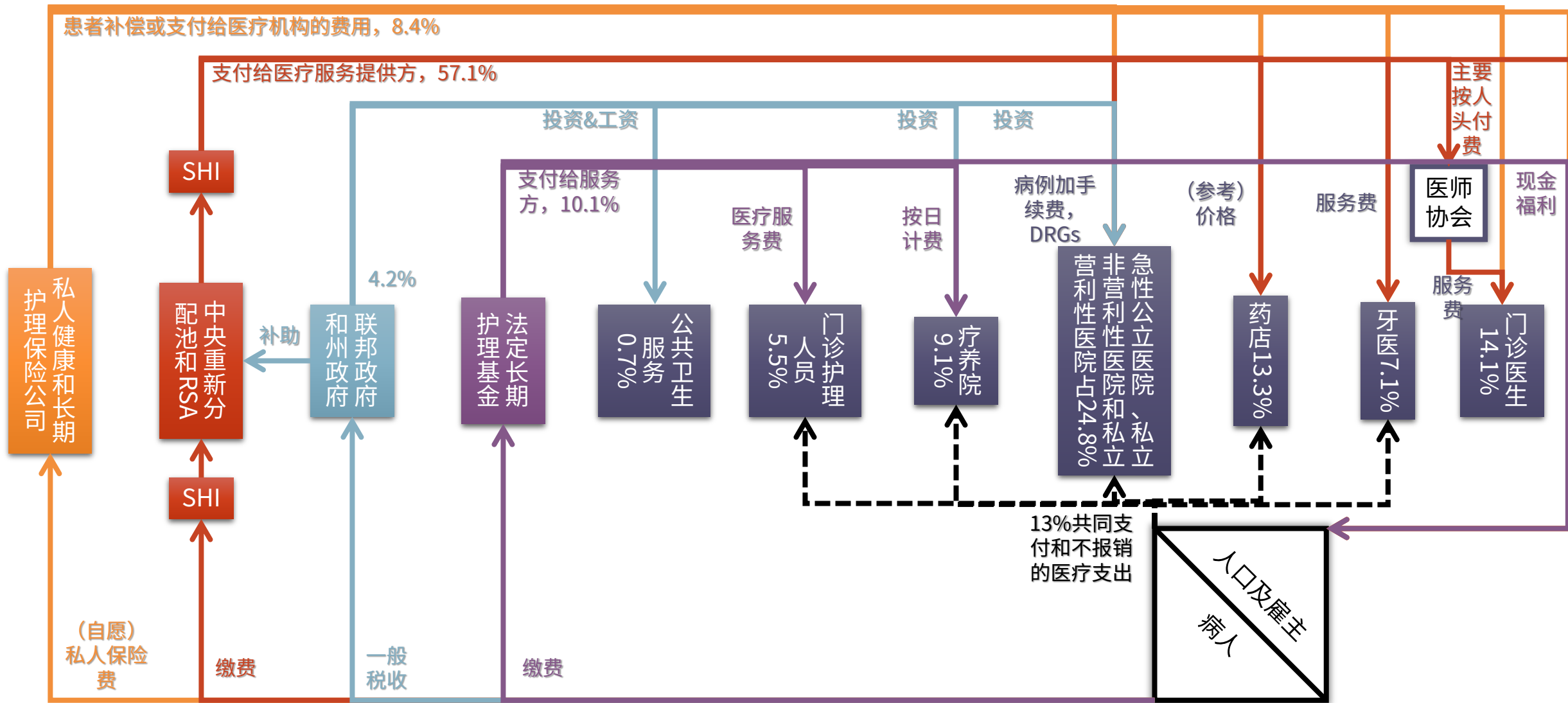
注：①后期高龄者保费不考虑有关低收入者等的减轻部分；②国民健康保险（8.7兆日元）和被雇佣者保险（5.8+6.6=12.4兆日元）显示了各制度的给付费，不包含对其他制度的缴纳金和支援金；③各医疗保险者负担的后期支持金及与该支持金相关的公费，包括与后期支持金相关的前期财政调整；④国保部分公费，除去保险费减轻措施等相关的公费，协会部分公费除去减额特例措施（615亿日元）。

请务必参阅正文之后的重要声明

德国医疗与医保体系的组织结构关系



德国医疗体系资金来源和支出结构 (2018年)



德国医疗资金：法定层次保障是绝对核心支柱

截至2018年，德国卫生资金来源最核心的支柱是法定保险体系，包括法定健康保险57.9%+法定长期护理保险10.2%。自费占比约13.6%。私人健康保险占比约8.7%。

从资金支出方向来看，最大的类别依次为住院治疗27.9%/门诊医疗26.1%/长期护理14.8%。

图9：德国卫生资金来源构成（%，2018年）

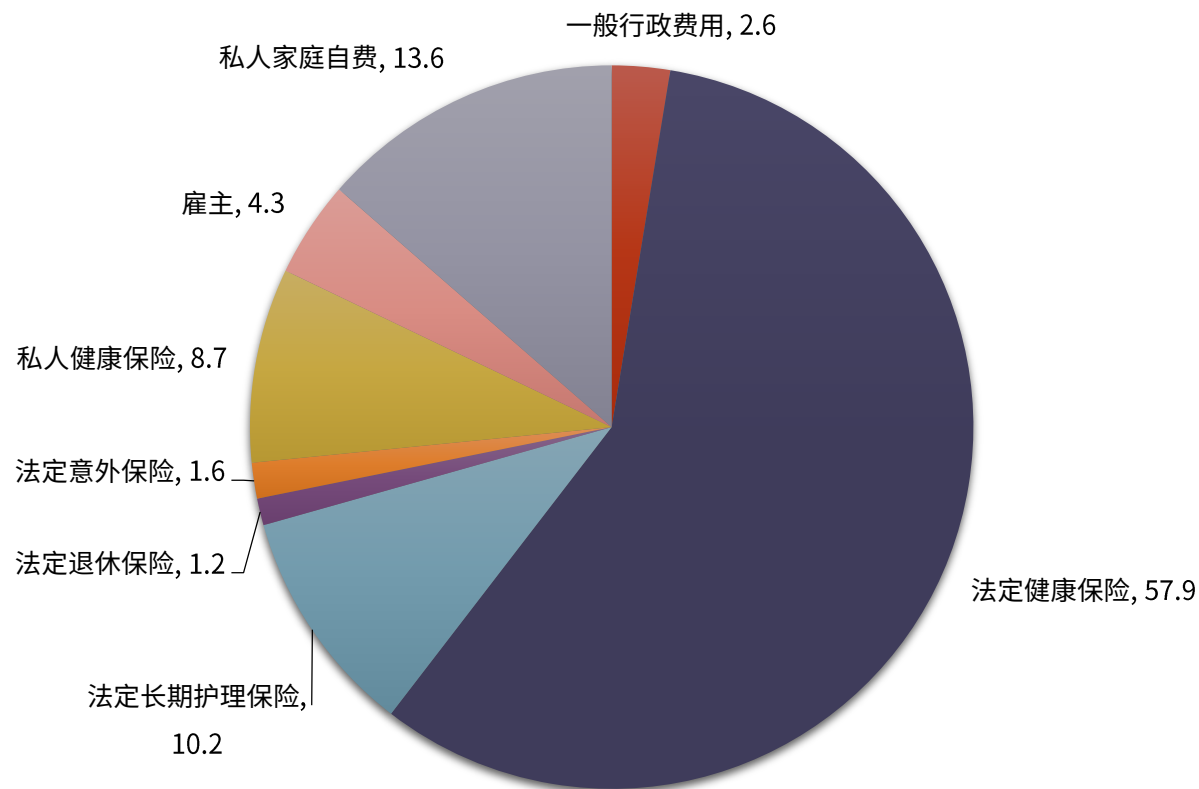
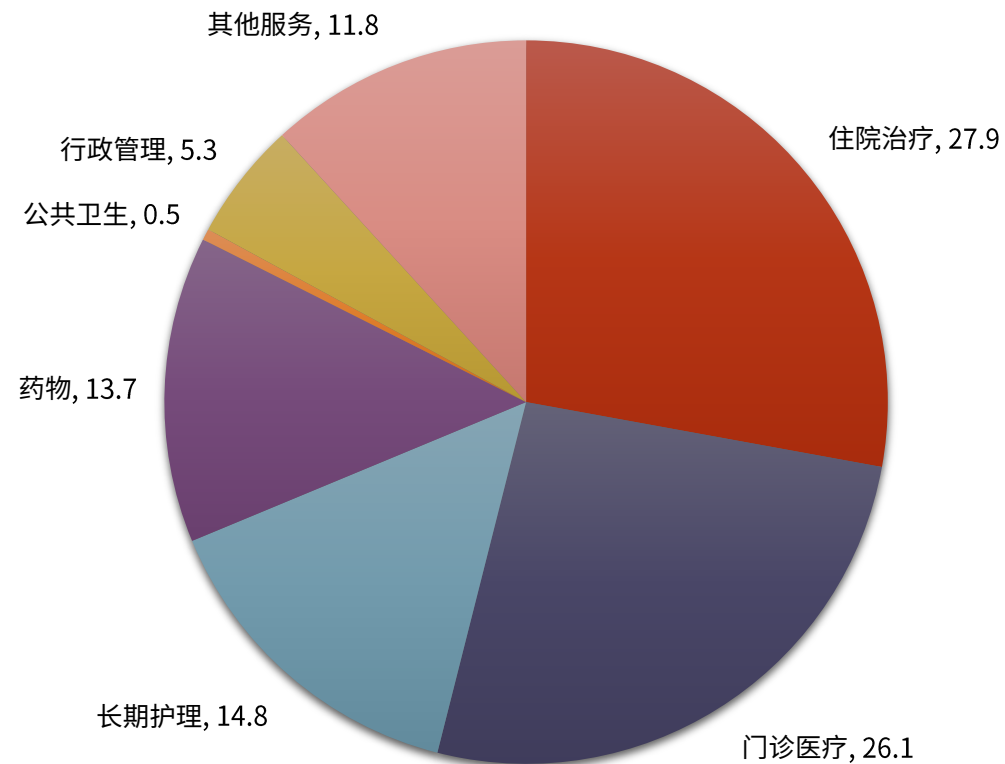
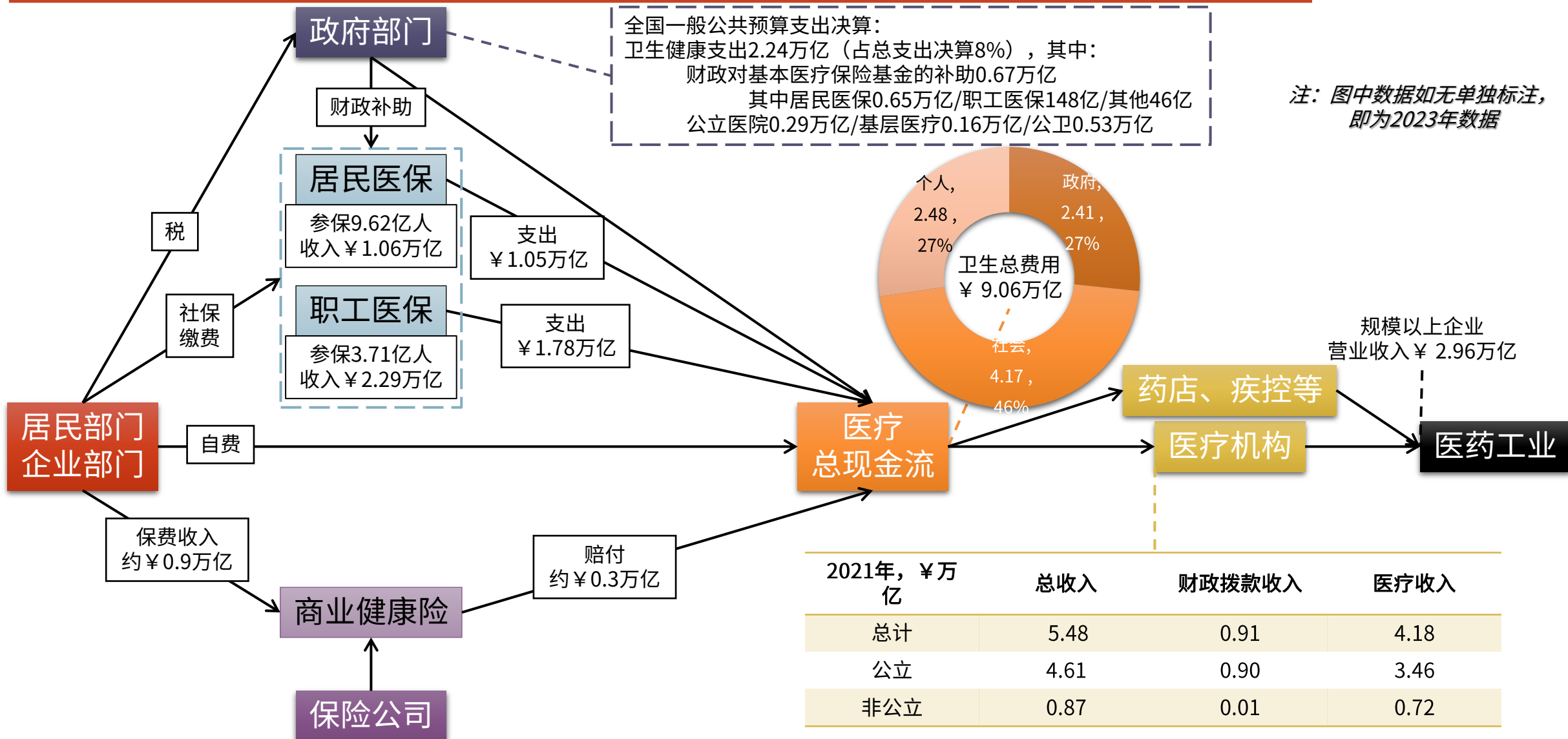


图10：德国卫生资金支出方向（%，2018年）

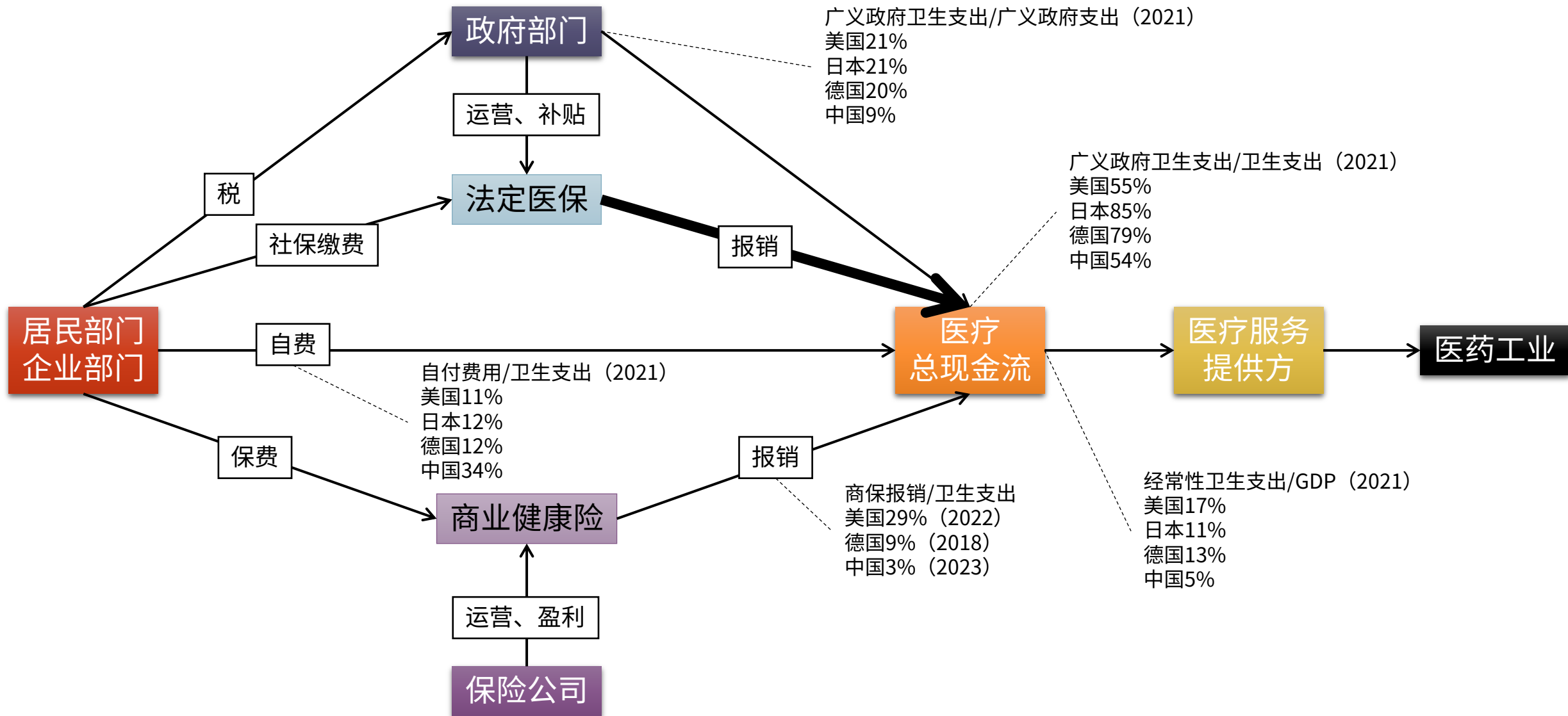


中国医疗总现金流结构



注：图中数据如无单独标注，即为2023年数据

医疗总现金流构建原理：如何为人民健康买单？



医疗现金流架构规律：法定为核心，商业为升级

针对美国、日本、德国、中国等典型国家的卫生费用结构与发展过程分析，可以得出一般化的医疗总现金流构建规律：

- ①法定医疗现金流是核心：大部分社会均存在“病”与“钱”的不平衡，因而成熟市场医疗现金流皆以法定医保为核心（包括美国）；
- ②健康需求升级依靠商业健康险：法定层次医保往往只能保障基本医疗需求，个性化需求升级依赖商业健康险的发展。

图11：美国卫生支出构成变化（2000~2021）

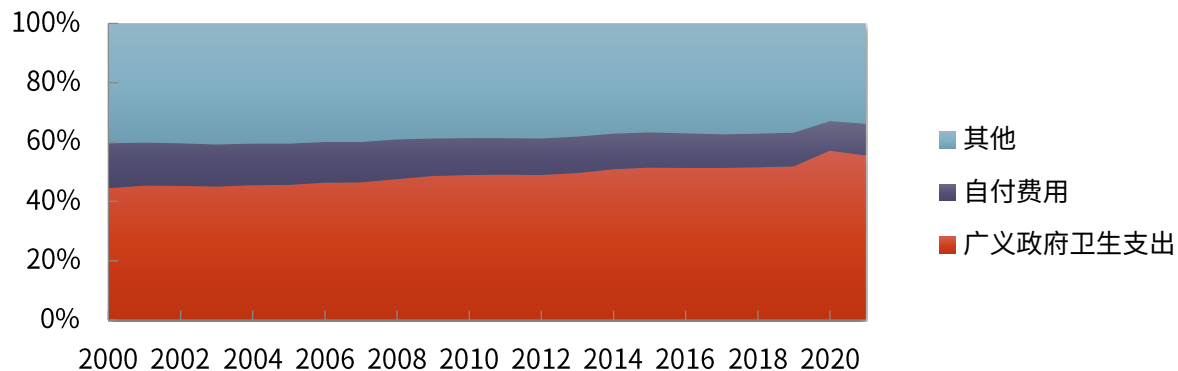


图12：日本卫生支出构成变化（2000~2021）

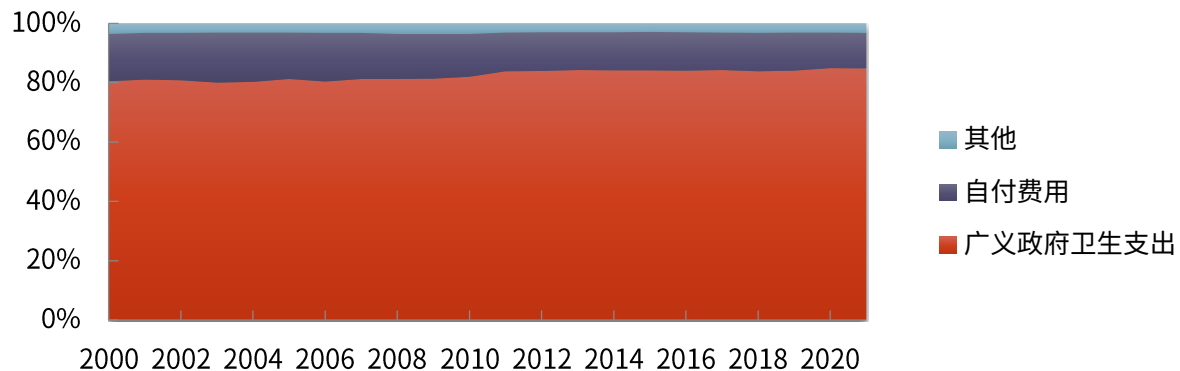


图13：德国卫生支出构成变化（2000~2021）

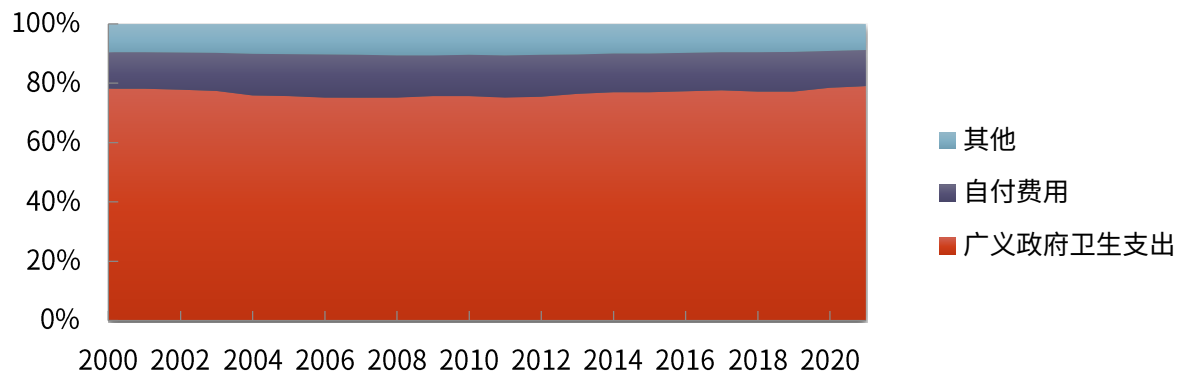
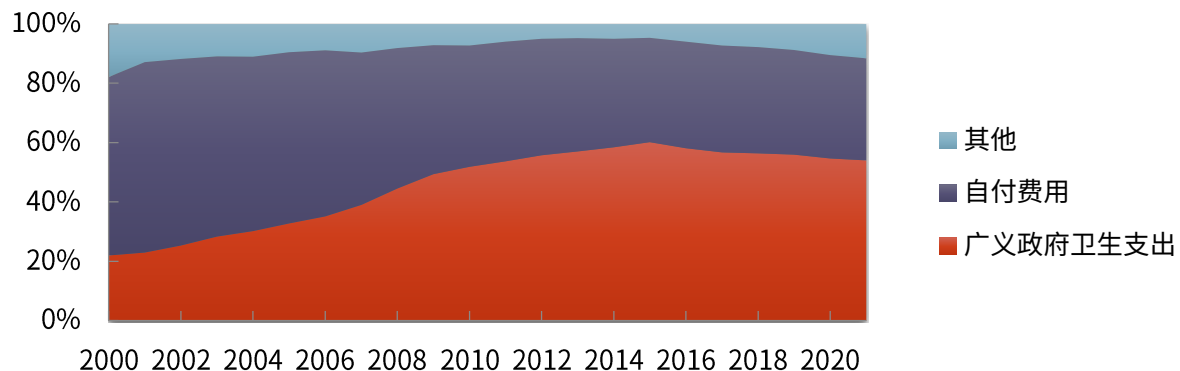


图14：中国卫生支出构成变化（2000~2021）

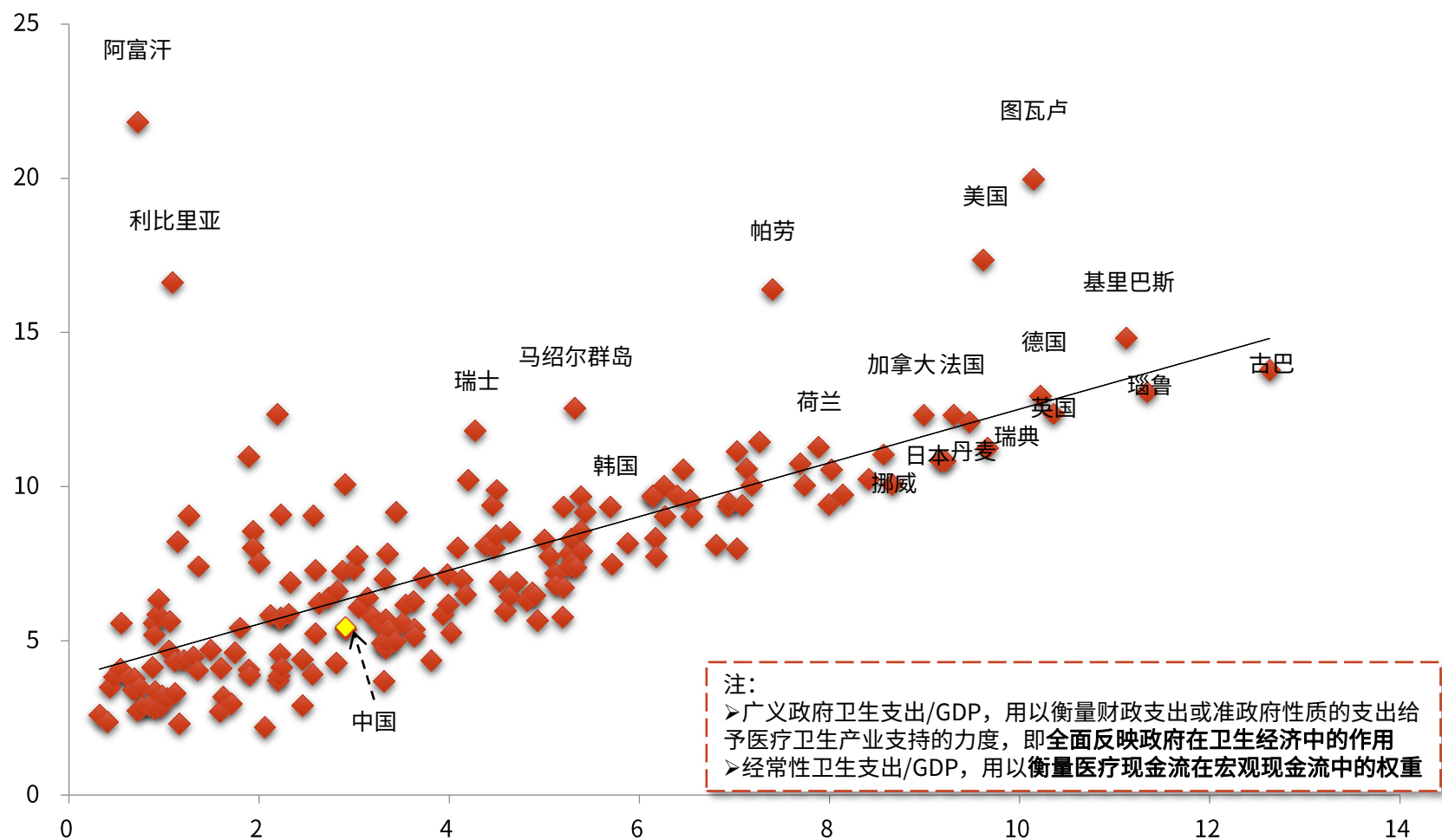


医疗总现金流与财政对医疗的支持力度密切相关

图15：全球广义政府卫生支出/GDP(%，横轴)与经常性卫生支出/GDP(%，纵轴)分布（2021年）

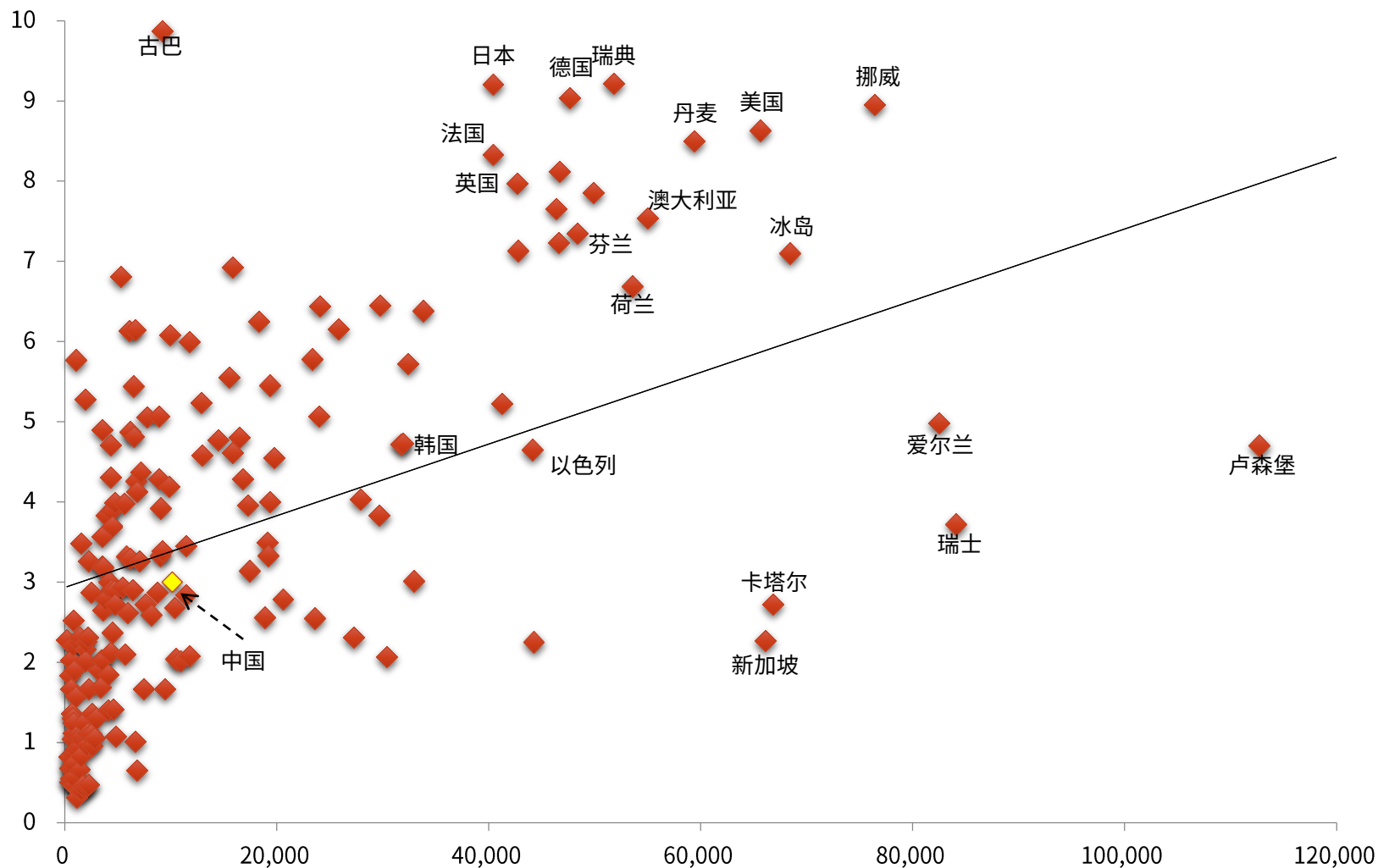
卫生资金投入的底层矛盾在于，疾病在人群中的分布与财富在社会中的分布并不均衡匹配，因而社会财富对社会疾病的高效支付，必然需要强大的财政再分配手段进行调控。

我们在《创新周期律》中提出，美国成为全球最大医疗市场根源在于医疗产业分配了更大的宏观现金流，而总览全球的财政支持力度与医疗宏观现金流分布情况，以广义政府卫生支出/GDP衡量财政对医疗卫生事业的支持力度，以经常性卫生支出/GDP衡量医疗总现金流在经济中的占比，可以明显观察到极为显著的正相关关系，绝大部分国家的医疗总现金流强度与财政支持力度密切相关。



什么因素影响财政对医疗的支持力度：①居民富

图16: 全球人均GDP(美元,横轴)与广义政府卫生支出/GDP(% ,纵轴)分布(2019年)



影响财政对卫生事业支持力度受到多种因素的综合影响，首当其冲的是社会总财富的多寡，居民财富水平是医疗财政空间的基础。

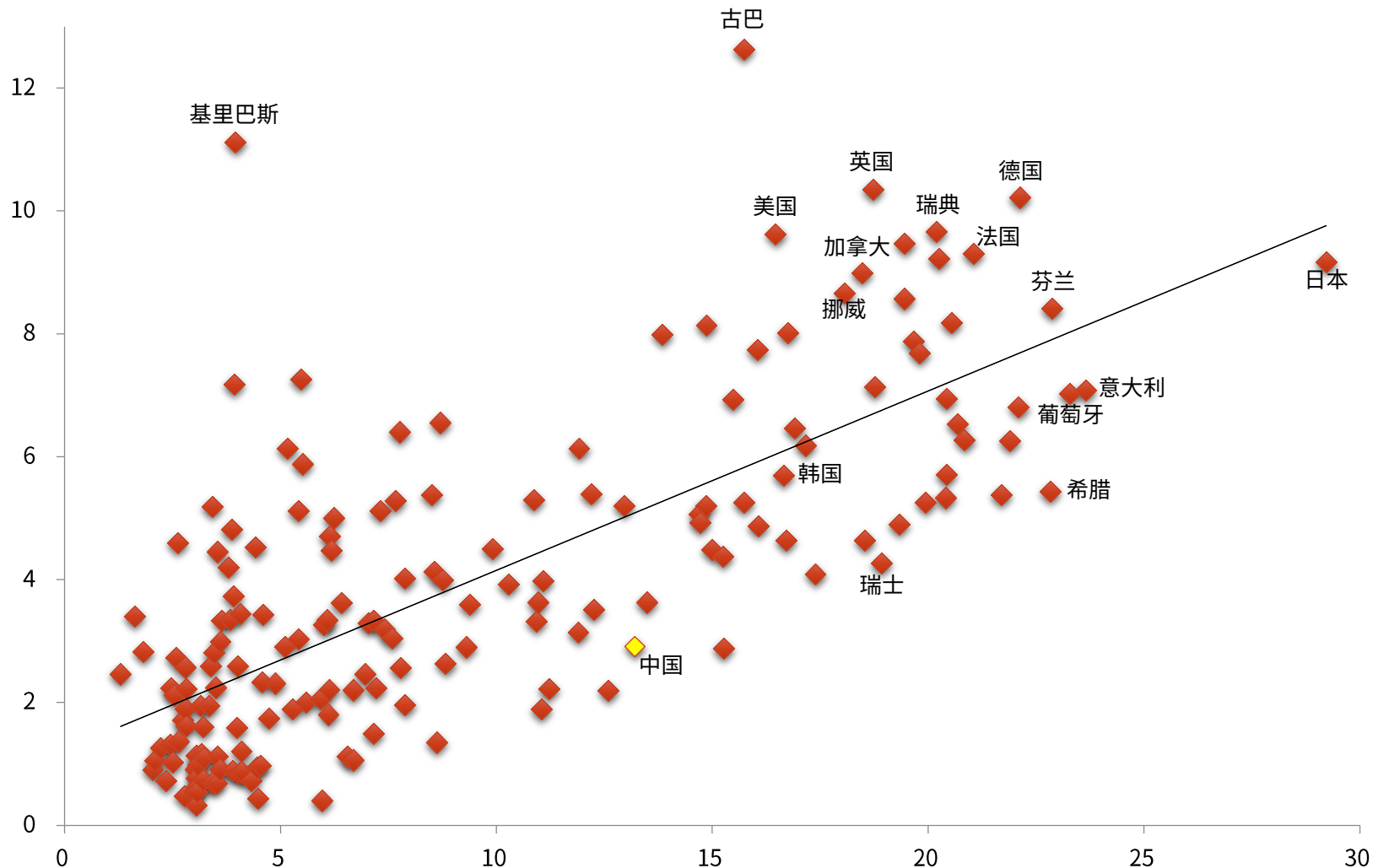
以人均GDP衡量一个国家的居民财富水平，以广义政府卫生支出/GDP衡量一个国家财政对医疗的支持力度，二者呈现明显的正相关性，该数据意味着，居民财富越充盈的社会，财政对医疗卫生的支撑力度越强劲。

什么因素影响财政对医疗的支持力度：②年龄老

财政支出方向众多，具体倾斜力度则取决于人民群众的需求，而民众对医疗卫生的需求，又是与老龄化深度密切相关。

以 ≥ 65 岁人口比重衡量一个国家的老龄化程度，以广义政府卫生支出/GDP衡量财政对医疗卫生事业支持的力度，两个指标的强相关性中也证明了该趋势：**老龄化程度越深，财政对卫生倾斜程度越大。**

图17：全球 ≥ 65 岁人口比重(%,横轴)与广义政府卫生支出/GDP(%,纵轴)分布(2021年)

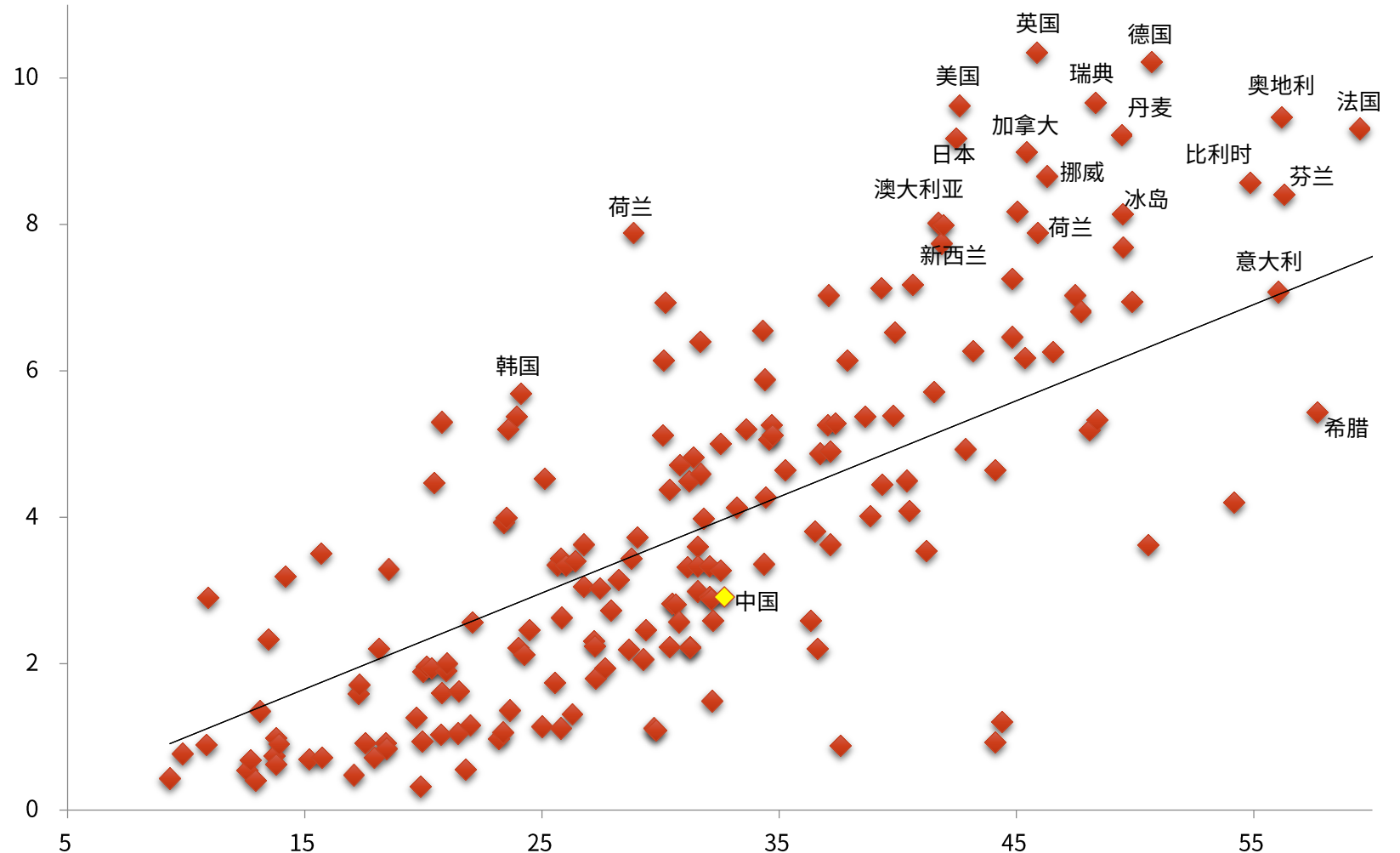


什么因素影响财政对医疗的支持力度：③财政强

图18：全球政府支出/GDP(%，横轴)与广义政府卫生支出/GDP(%，纵轴)分布(2021年)

居民富提供了医疗总现金流的资金基础，年龄老提供了疾病治疗的需求，但是二者并不能直接匹配，因为在大多数社会中，疾病的分布与财富的分布并不相匹配。我们在2024.8.17发布的《医改紧锣密鼓，博弈增速变难，医药板块路在何方——医改深水区的政策与策略思考》中分析了老龄化是医药的助推还是陷阱，其分界点就在于支付意愿与支付能力。要实现社会财富对社会疾病的高效支付，往往需要依赖财政手段再分配，将“钱”与“病”更高效地匹配起来。

考虑到医疗体系筹资与支出机制的复杂性和不平衡性，能够实现财政对卫生强势支撑的政府，大概率是一个对经济活动影响较大、对社会资源和财富进行大规模再分配和转移支付的政府。我们以政府支出/GDP衡量财政参与经济的强度，以广义政府卫生支出/GDP衡量财政支撑医疗卫生事业的力度，同样可以观察到二者之间明显的正相关趋势，即：强政府可以实现更大的财政再分配，调动更多社会财富支撑医疗卫生事业发展。



医疗总现金流扩张规律：医疗宏观三元论

综合参照世界各国的宏观医疗要素分布规律，以及针对具体国家如美国（详见《创新周期律》）、德国、日本、中国等典型市场的具体医疗体系组织与资金架构进行分析，我们尝试总结一个国家的医疗总现金流扩张的核心宏观要素：

①**法定层次医疗现金流是大部分国家医疗总现金流的核心支柱。**由于大部分疾病的发病均匀地分散在全人群，但大多数社会财富的分布却存在不平衡问题，因此要想实现社会总财富对社会总疾病需求的高效支付，必须依赖政府强制、法定层次的宏观调控再分配手段，世界各国医疗总现金流（本报告按经常性卫生支出/GDP测算）-财政支持力度（本报告按广义政府卫生支出/GDP测算）的正相关性可以鲜明地验证该观点。

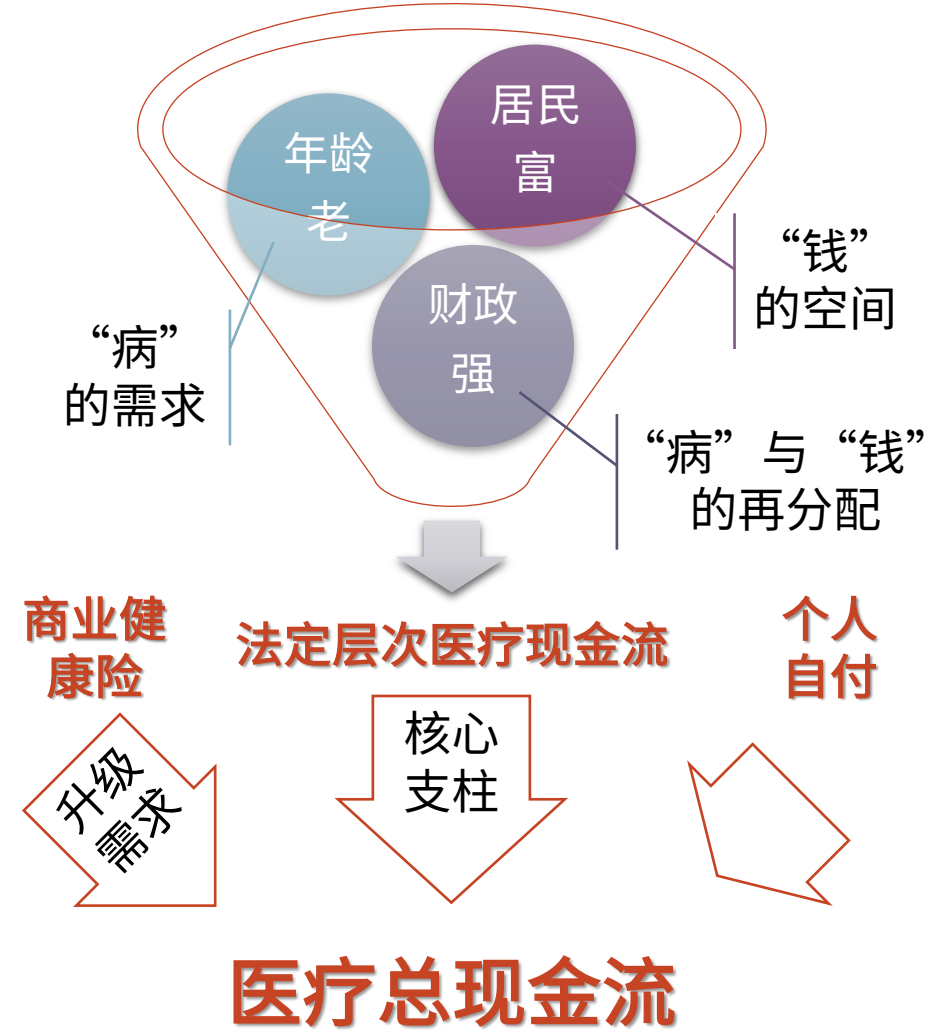
②**财政支撑医疗现金流的三大宏观要素：居民富、年龄老、财政强。**

□ 医疗总现金流来源于居民财富，因而一个国家的社会财富（本报告按人均GDP测算）可以理解为“钱”的空间；

□ 国民疾病需求往往与年龄结构密切相关，因而一个国家的老龄化程度（本报告按≥65岁人口比重测算）可以理解为“病”的需求；

□ “病”与“钱”的分布通常是不均衡的，因而有赖于强有力的财政手段（本报告按政府支出/GDP测算）进行更加合理的再分配转移支付。

医疗总现金流扩张的市场，大概率会满足居民财富增加、老龄化程度加深、财政调控手段强劲的综合状态，实现法定层次医疗保障为核心、以商业健康险和个人自付为补充的医疗总现金流整体上行。



部分典型国家医疗总现金流的三元扩张过程

图19：部分典型国家人均GDP（千美元，2000~2021）

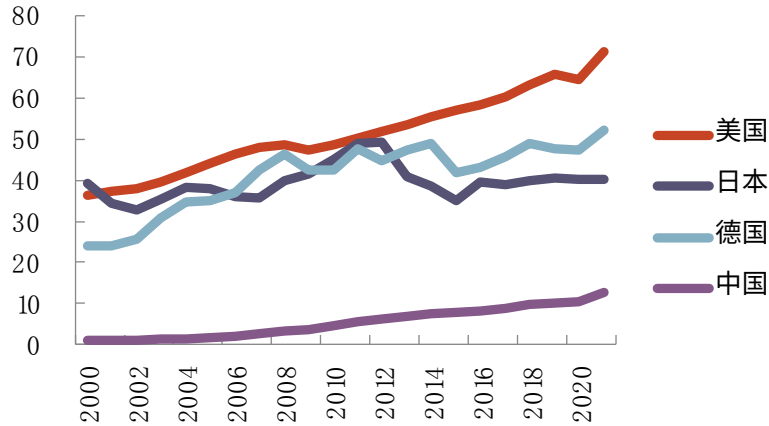


图20：部分典型国家≥65岁人口比重（%，2000~2021）

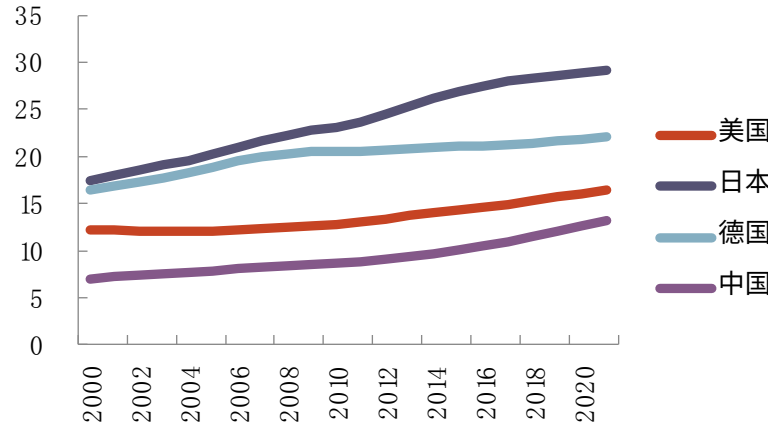


图21：部分典型国家政府支出/GDP（%，2000~2021）

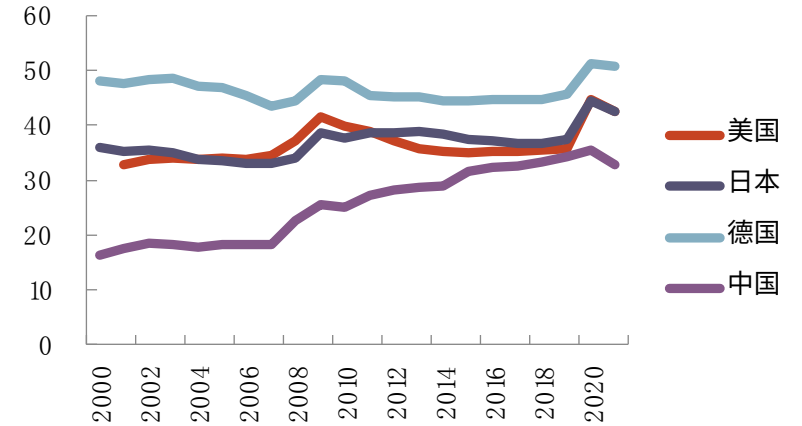


图22：部分典型国家广义政府卫生支出/GDP（%，2000~2021）

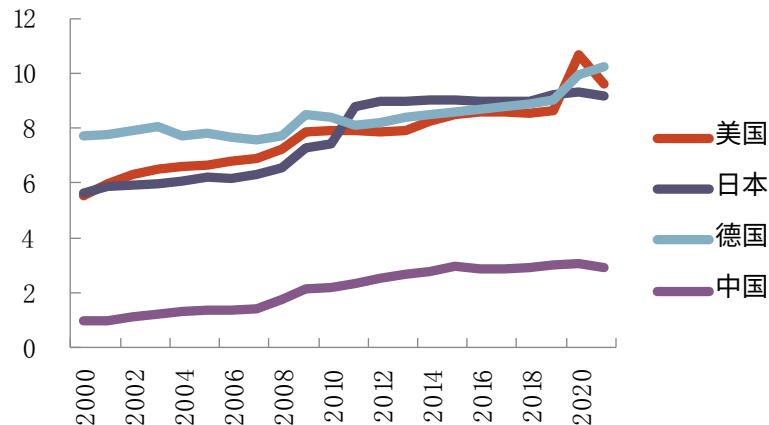


图23：部分典型国家经常性卫生支出/GDP（%，2000~2021）

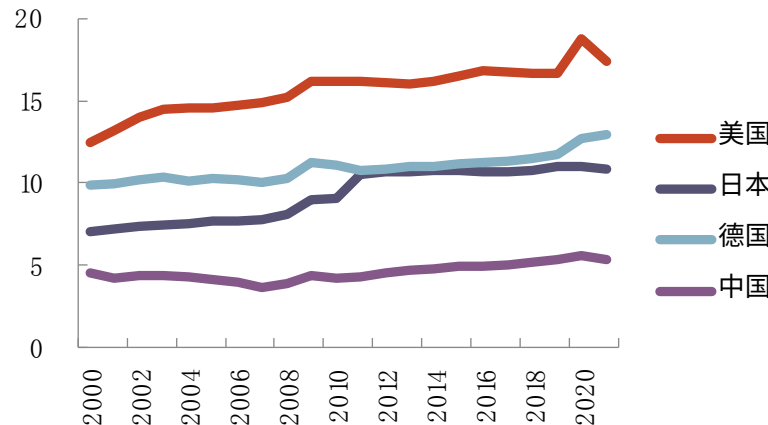
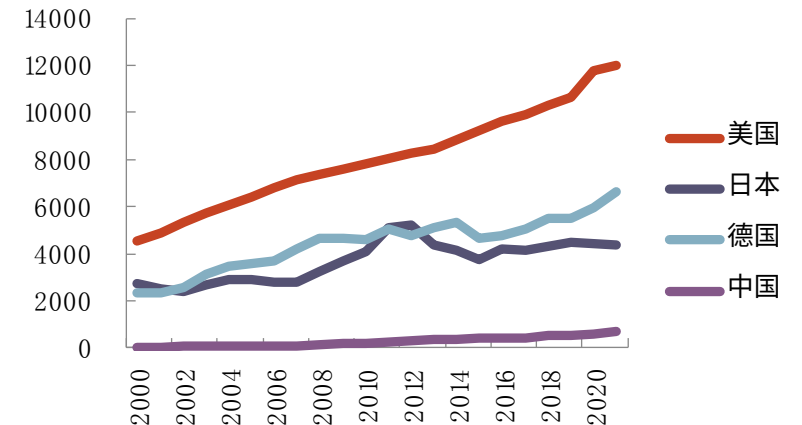


图24：部分典型国家人均经常性卫生支出（美元，2000~2021）



医疗总现金流潜在增量方向：东盟

我们在《创新周期律》中曾经探讨过“一带一路”市场的医疗扩张可能性。东盟在“一带一路”中具有极为重要的地位，是一个拥有接近7亿人口的庞大潜在市场。从医疗宏观三元论视角来看，东盟十国的人均GDP整体呈现上升态势，近年来老龄化加速推进，多个国家财政对卫生事业支持力度上升，综合以上要素导致经常性卫生支出在GDP中的比重整体呈现上升状态，而且到此区域在之前的全球医疗产业格局中权重偏低，我们预判东盟区域未来有着庞大的医疗总现金流增量空间。

图25：2023年东盟各国总人口数（亿人）

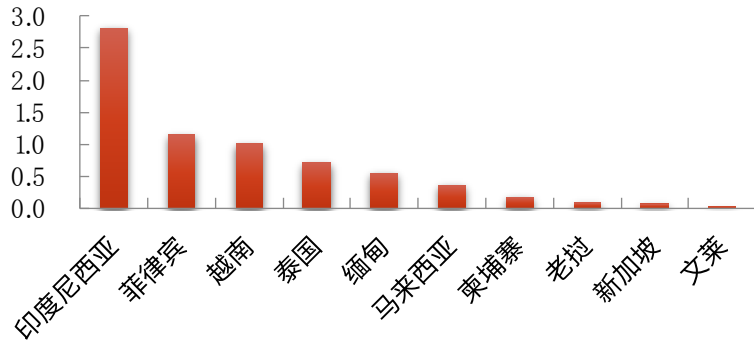


图26：东盟各国（剔除新加坡和文莱）人均GDP（千美元，2001~2023）

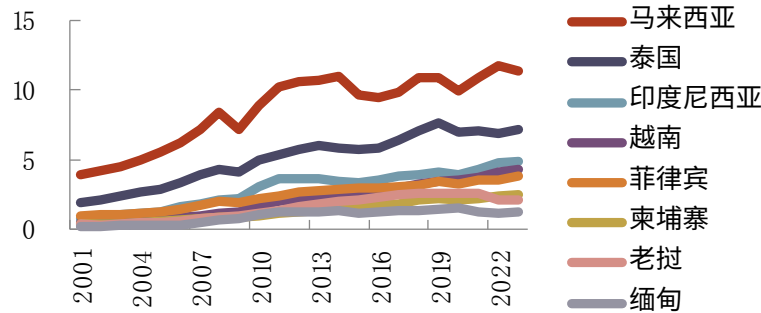


图27：东盟各国≥65岁人口比重（%，2001~2023）

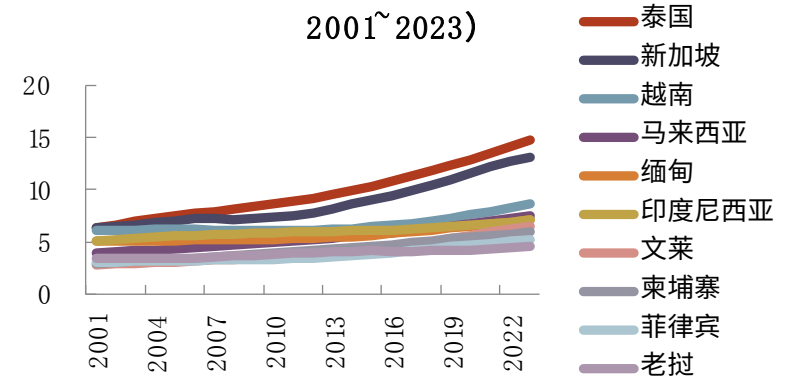


图28：东盟各国政府支出占GDP的比例变化（%，2001~2023）

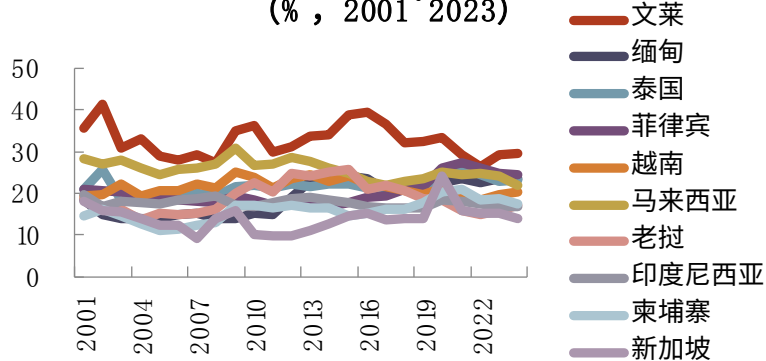


图29：东盟各国广义政府卫生支出/GDP（%，2001~2023）

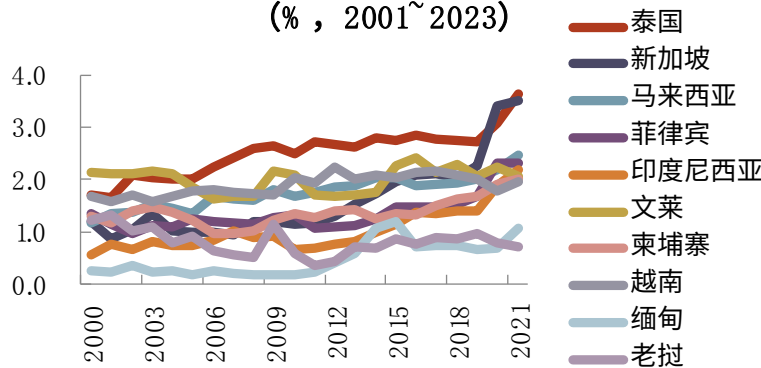
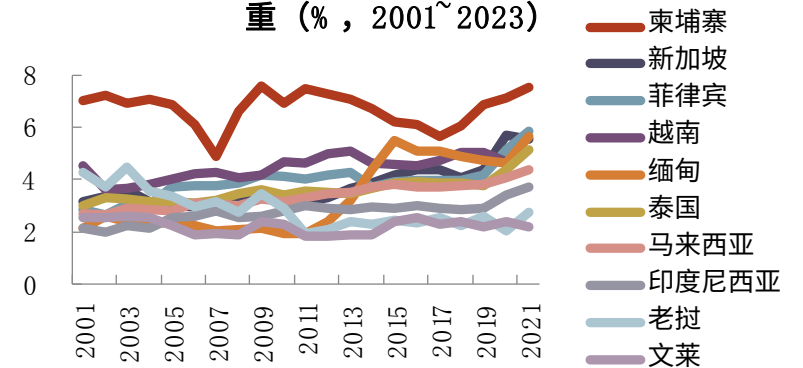
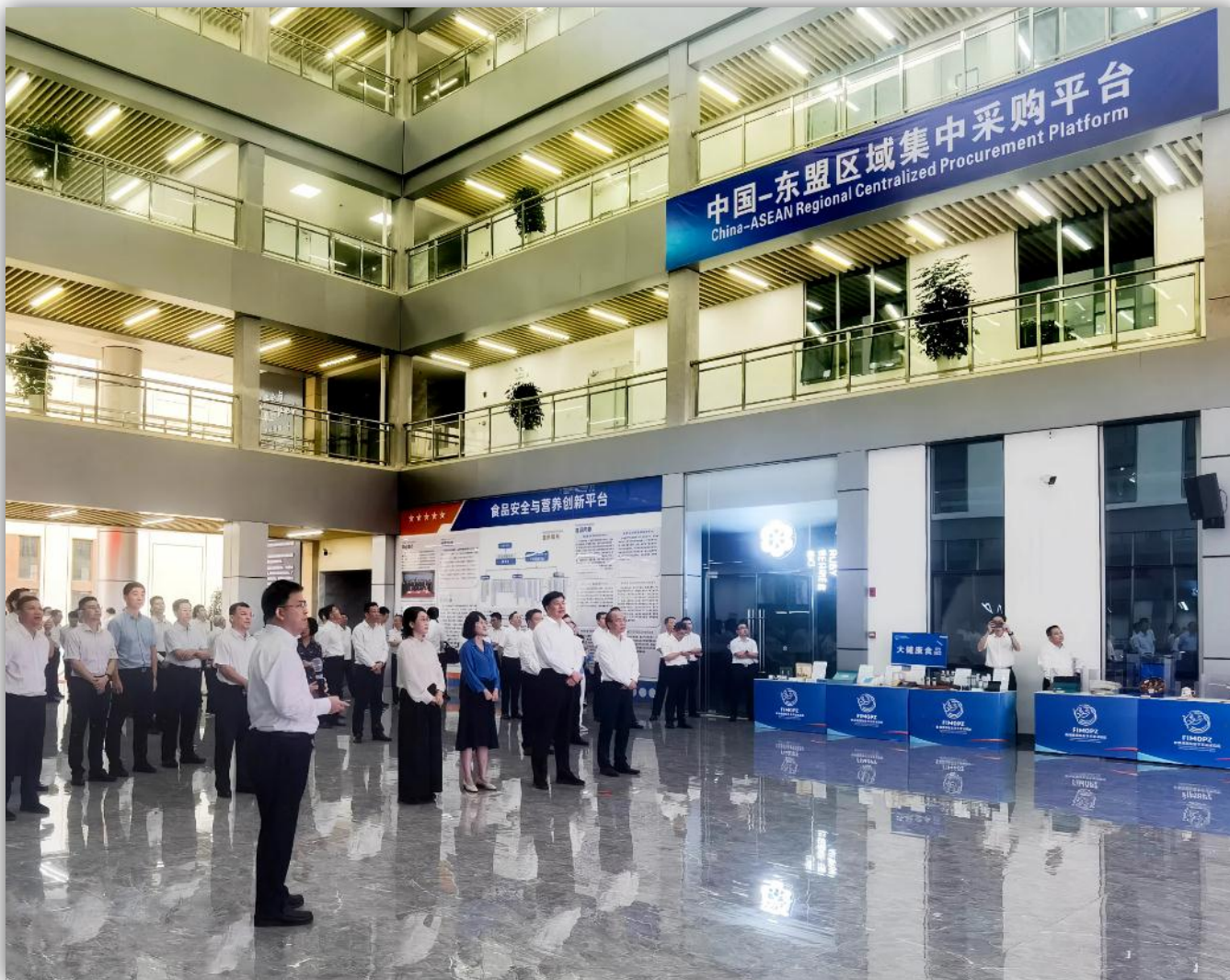


图30：东盟各国经常性卫生支出占GDP的比重（%，2001~2023）



东盟区域联盟集采：万里之行第一步

图31：“中国—东盟区域集采平台”推动医学试验区的高质量发展工作汇报现场



2024年10月12日，广西向海图强开放发展加快打造国内国际双循环市场经营便利地现场推进会在防城港市召开。“中国—东盟区域集采平台”项目是自治区党委政府与国家医保局共同议定并推动的事项。

2025年1月9日，中国—东盟医药区域集采平台启动仪式在广西防城港市举行。依托中国—东盟医药区域集采平台，广西将积极促进国产药品、医用耗材进入东盟国家，同时创新建立国内外购药便捷服务通道，逐步满足广西区内参保人员、区外异地就医人员以及东盟国家跨境就医群体的实时线上购药需求。

此次启动仪式不仅云集了国家医保局相关领导，还有泰国、柬埔寨、马来西亚等东盟国家的官员、专家。而在后续的研讨会阶段，出现了先声药业（02096.HK）、联影医疗（688271.SH）、迈瑞医疗（300760.SZ）、桂林南药、齐鲁制药、微创医疗（00853.HK）、上海国民等企业代表。

东盟国家多数本土制药产业发展基础薄弱，对进口药品依赖性强，目前跨国药企在东南亚医药市场占据了绝对优势，例如印度尼西亚是东南亚第一大的医药市场，而印度尼西亚97%的药品来自进口。且东盟市场碎片化程度高，经济发展水平不一，使用的语言多种多样，这导致东南亚各国在药品注册等方面的政策法规、市场准入门槛、监管规则、市场支付水平等诸多方面存在较大差异。东南亚本土制药工业基础的薄弱提供了商业化的空间，而碎片化市场意味着集采通道可能是更加现实可落地的商业化路径，我们认为东盟区域将是中国医药工业出海的重要增量方向。

医疗总现金流潜在增量方向：中东

中东地区医疗市场也有望展现出强劲且独特的发展逻辑，该地区人口规模庞大，从经济层面来看，中东地区许多国家石油资源丰富，积累了大量财富，为医疗市场的发展奠定坚实物质基础。虽然该地区当前人口结构整体相对年轻，但老龄化近年来呈现明显抬头趋势。广义政府卫生支出/GDP的比例上升势头也反映了中东各国政府对医疗卫生事业的支持力度。中东地区有望成为“一带一路”上医疗总现金流扩张的新方向。

图32：2023年中东地区部分国家总人口数（亿人）

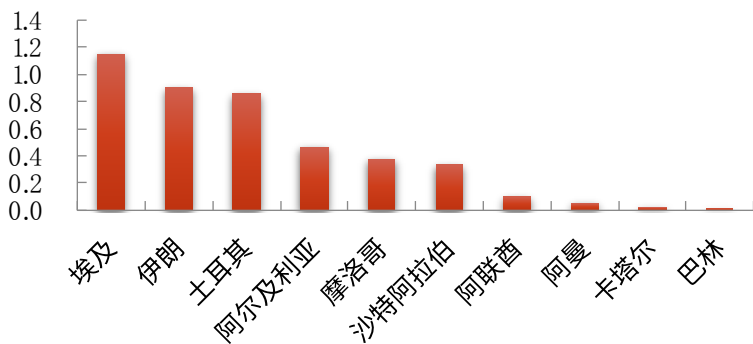


图33：部分中东国家人均GDP（美元，2000~2023）

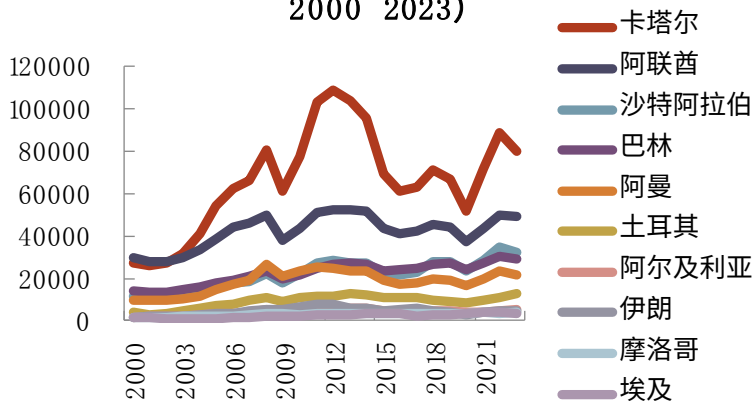


图34：中东部分国家≥65岁人口比重（%，2000~2023）

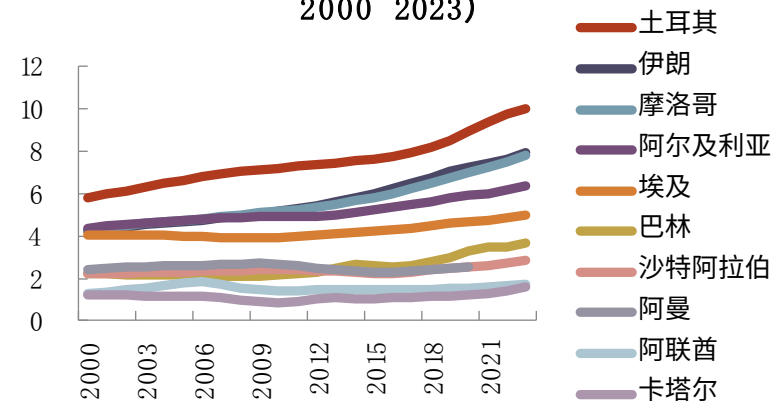


图35：中东部分国家政府支出/GDP（%，2000~2023）

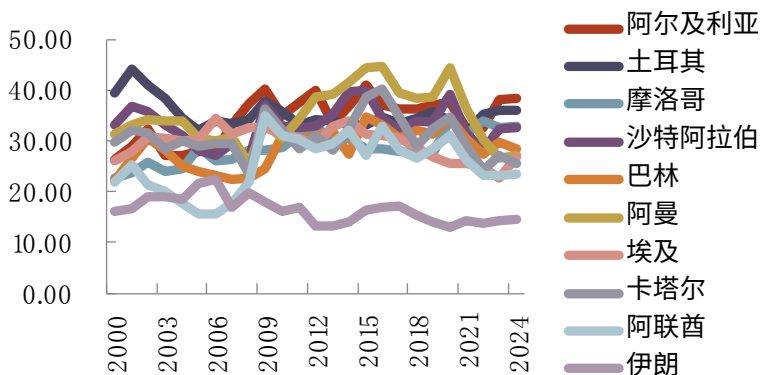


图36：中东部分国家广义政府卫生支出/GDP（%，2000~2023）

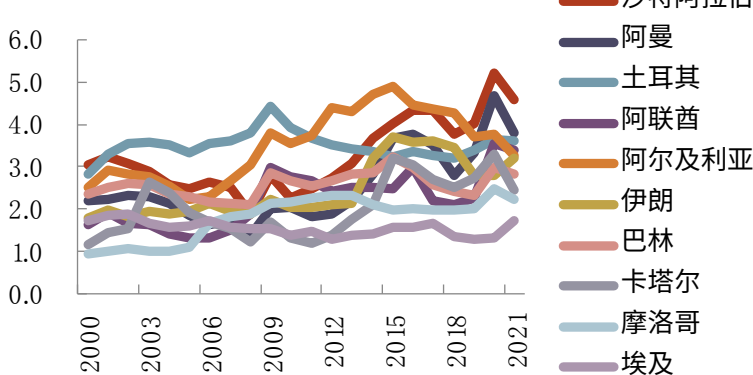
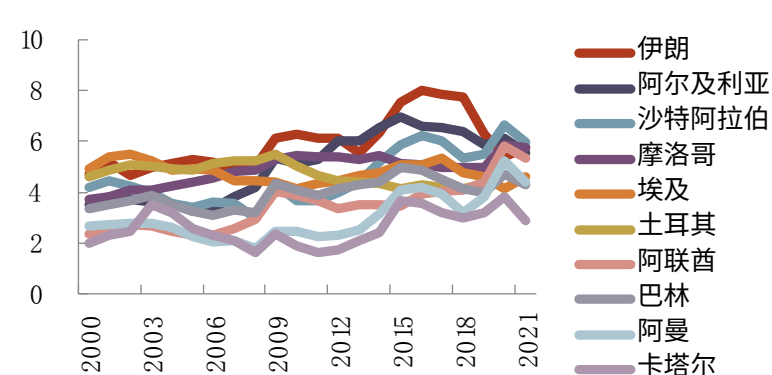


图37：中东部分国家经常性卫生支出/GDP（%，2000~2023）



商业健康险：谁在为自己的健康升级买单？

除了法定层次医疗保障之外，成熟的医疗市场大多有商业健康险作为医疗需求升级的补充，随着中国医疗市场的发展，未来我国也必然在商业层次的医疗保险有进一步提升的空间。

2025年1月17日上午，国家医保局召开“保障人民健康 赋能经济发展”新闻发布会，提出在基本医保现有的甲乙类目录的基础上研究制定丙类目录是完善我国医疗保障药品目录体系的一次重大尝试，有利于发挥医保部门政策优势、专家优势和管理服务经验，**为商业健康保险确定药品保障范围提供公共服务，支持商业健康保险在多层次医疗保障体系中发挥更大作用**；有利于构建创新药多元支付机制，支持医药新质生产力发展；有利于满足患者多层次医疗保障需求，提高医疗保障水平，减轻疾病治疗经济负担。

国家医保局对该项工作的考虑包括：一是药品范围上，丙类目录作为基本医保药品目录的有效补充，主要聚焦创新程度很高、临床价值巨大、患者获益显著，**但因超出“保基本”定位暂时无法纳入基本医保目录的药品**。二是使用范围上，国家医保局将采取多种激励措施，积极引导支持商业健康保险将丙类目录药品纳入保障范围。三是工作安排上，丙类目录与每年的基本医保药品目录调整同步开展，计划于今年年内发布第一版。工作程序拟参照医保目录调整程序，但会发挥好市场主体的决定性作用，保险公司充分参与。**丙类目录的商保结算价格由国家医保局组织保险公司与医药企业协商确定，探索更严格的价格保密措施**。四是支持落地应用上，国家医保局将探索优化调整支付管理政策，对于丙类目录药品可不计入参保人自费率指标和集采中选可替代品种监测范围，符合条件的病例可不纳入按病种付费范围，实行按项目付费。

商业健康险区别于法定层次医保的关键点，就在于其行为主体是商业保险公司和居民个人，所以其发展逻辑也会与法定医保有着巨大区别。综合对近年来各地的惠民保和商业险的发展经验来看，**年龄、时期、世代、政府支持**等多个因素会产生综合性的影响。



商业健康险参保存在年龄效应、时期效应、世代和城乡差异

基于2008~2021年中国综合社会调查（CGSS）数据的分析表明，我国居民商业医疗保险的参与存在：

- ▣ 年龄效应：商业医疗保险参与和年龄呈现“倒U型”关系；
- ▣ 时期效应：随着时代推进，居民拥有商业医疗保险的比例总体呈现上升趋势，支持政策的完善和移动互联网的发展是促进参保率提升的重要因素，基本医保对商业医疗保险参与的影响存在地区异质性；
- ▣ 世代差异：不同世代因受到其经历的重大社会变动和生活经历的影响，形成不同的参与特征；
- ▣ 城乡差异：城乡居民在商业医疗保险参与比例方面的差距会随着年龄增加而扩大，不同世代间商业医疗保险参与比例的变化轨迹也存在城乡差异。

图38：我国商业健康险深度与密度（2008~2023）

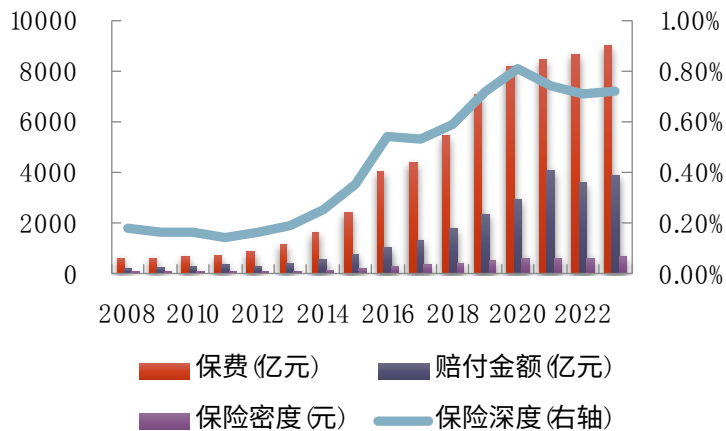


图39：我国个人卫生支出与商业险赔付比重（2008~2023）

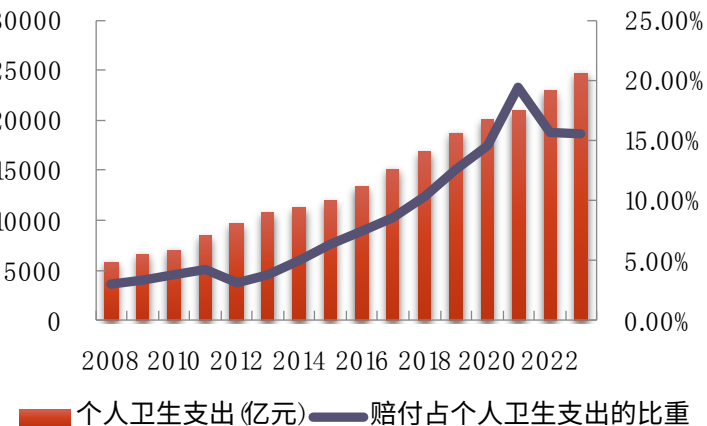


图40：商业保险参与的时期效应

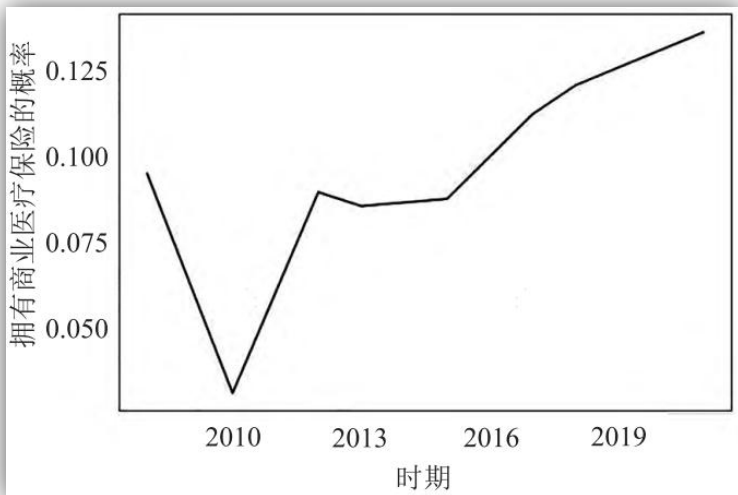


图41：商业保险参与的城乡年龄效应

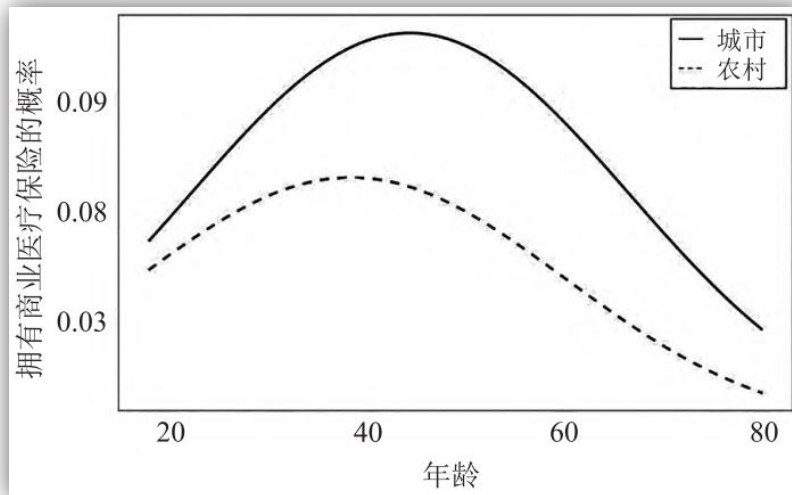
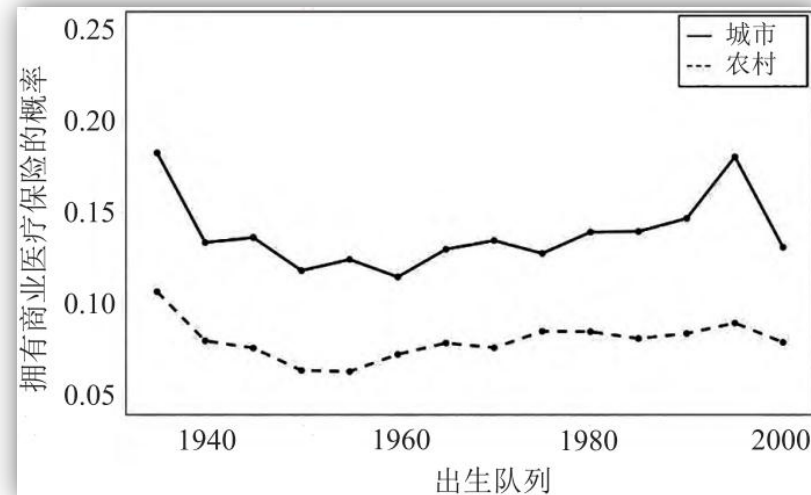


图42：商业保险参与的世代效应



政府支持可大幅提升惠民保参保率

政府参与支持是惠民保高参保率的基础性要素，政府支持程度与其他变量的有机组合形成了提高参保率的路径，总体有两大类路径可供选择：

□政府支持为主，辅以良好的产品因素或环境因素。例如衢州市构建了“政府+医保+共保体”三位一体宣传推广机制，打通了市县乡村四级信息网络，2022年平均起付线仅5500元，相较于大部分城市2万元免赔额，群众受益面更广且获赔感更强；惠州通过医保局官方公众平台“惠州医保”进行参保缴费、医保局发布官方参保倡议书、通过移动运营商推送信息、支持惠医保的一站式理赔等。

□良好的产品因素和地方经济发展水平为主，加上政府支持和互联网平台的配合。例如苏州的苏惠保依托蚂蚁保等互联网平台进行推广（线上贡献40%），价格79元而保额高达500万元，且保障内容丰富。

图43：2022年部分城市惠民保参保率（%）

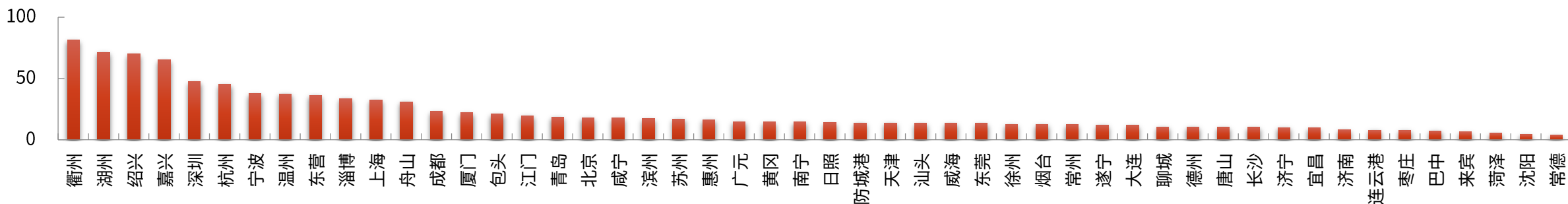
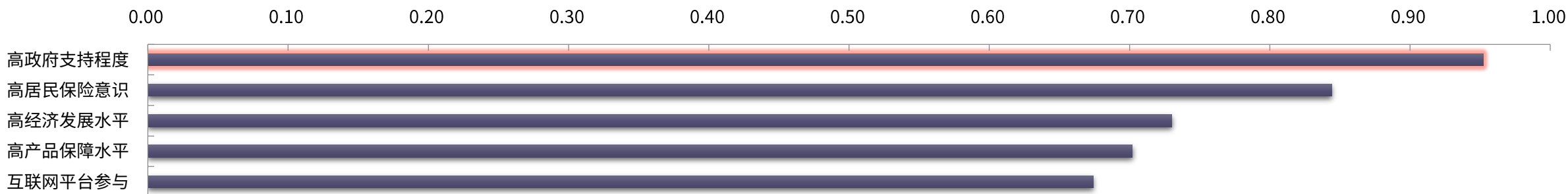


图44：惠民保高参与率的条件变量必要性分析



宏观层面：支付侧的总答案——如何构建一个国家的医疗总现金流

中观层面：医药连跌4年的底层变化——资金/资产再平衡

交易层面：指数基金与AI时代到来，医药主动投资何以自处

投资建议：医药投资的论持久战

风险分析

医药板块连跌4年，缘何越抄底越低？

近年来，医药股表现欠佳，医药指数（申万，下同）在2021~2024年间连续下跌，连续4年跑输全A（万得，下同）。过往4年间曾有很多投资人尝试基于表观估值超跌而抄底医药板块，但指数表现却并不尽如人意。那么导致医药板块连跌4年的压制因素究竟是什么？压制因素是否消失？这是医药是否能够触底反弹进入上升通道的关键问题。股票市场的表现，取决于资产与资金的天平两端，我们将针对这两端分别进行分析。

图45：医药板块2021~2024年连续跑输大盘
(2021.1.4~2024.12.31)

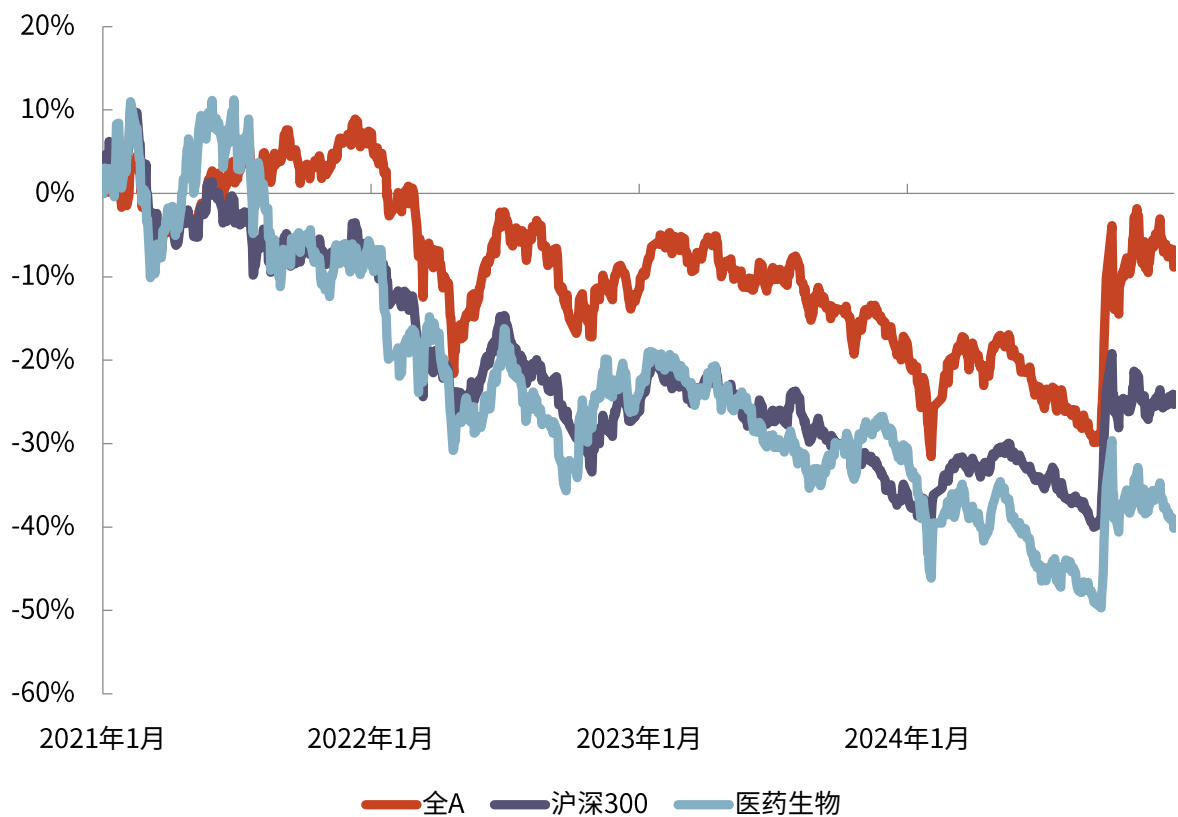
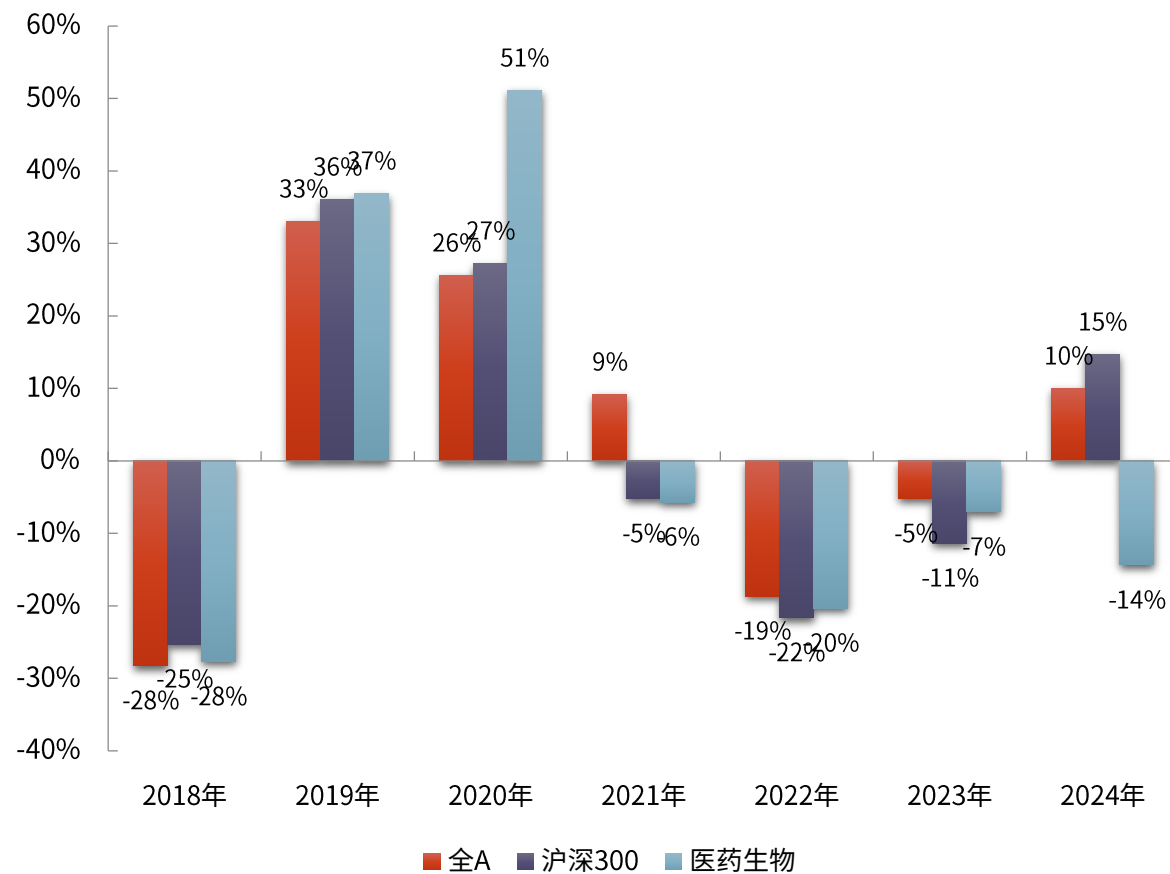


图46：医药板块年度涨跌幅



资产端：净利润与净现金流的占比相对下降

从资产端来看，我们以归母净利润和经营性净现金流来衡量医药资产的盈利能力，医药指数与全A的相关指标相对占比，在2018~2021年整体呈现上升趋势，2021年达到最高，在2022~2024Q3呈现整体下降趋势，这与医药指数与全A的股价相对涨跌幅走势呈现恰可相互映射。可以说，2021~2024医药板块连续跑输4年的资产端视角，就是医药上市资产整体盈利能力的相对下滑。

图47：医药板块与全A的归母净利润对比 (亿元)

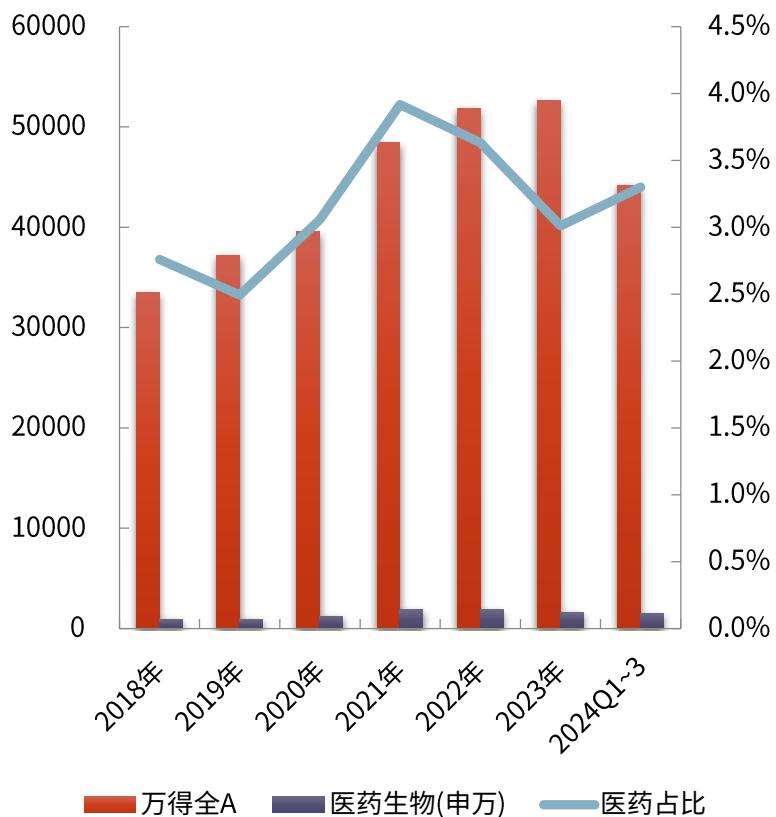


图48：医药板块与全A的经营性净现金流对比 (亿元)

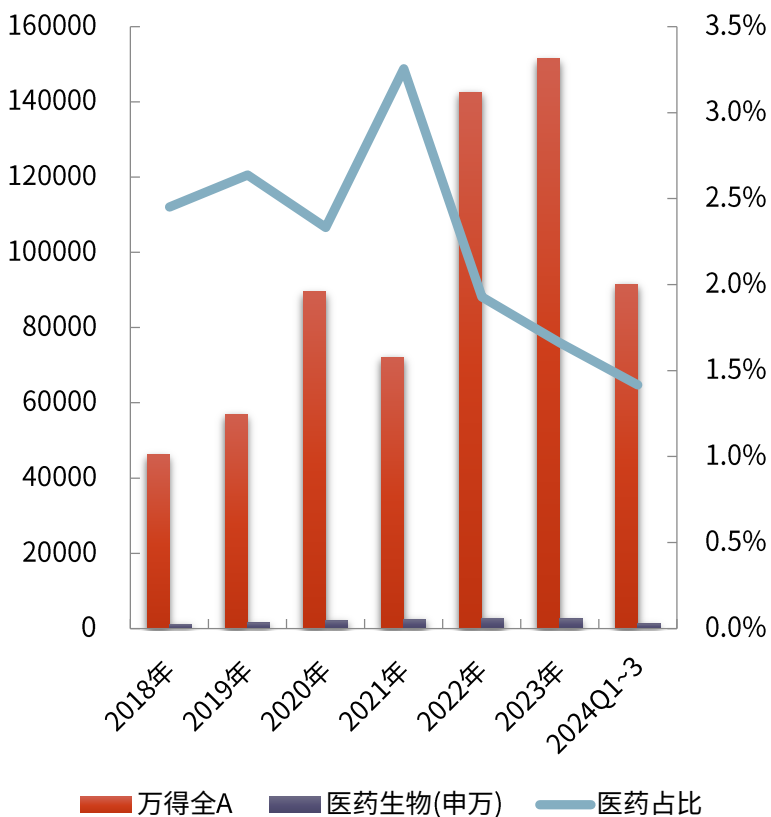
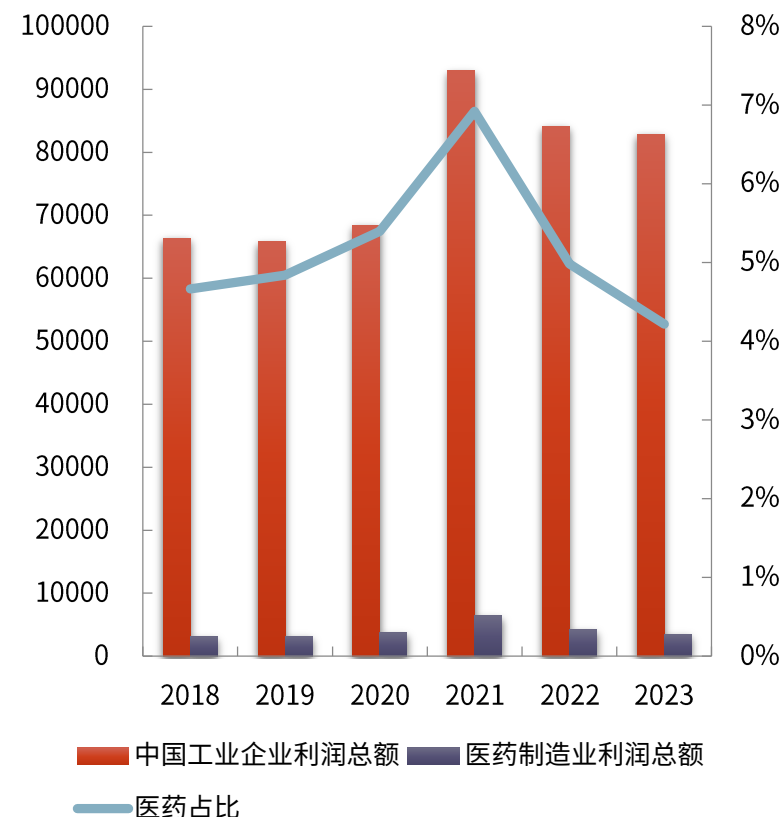


图49：医药制造业与中国工业企业利润总额对比 (亿元)



集采

- 药械集采持续扩面，逐渐成为行业的标准商业模式
- 部分企业在集采中报出极端低价，挤压产业利润空间

新冠周期

- 2020~2022年新冠疫情带来包括检测、疫苗、特效药等一过性需求
- 新冠疫情与防疫政策调整之后，需求回落给新冠板块带来基数和回款压力

医保控费

- 国内以职工医保和居民医保作为现金流核心支柱
- 基本医保筹资水平与各地的财政和经济情况密切相关
- 医保压力增加导致院端的诊疗行为、回款周期均受影响
- DRG/DIP

医疗反腐

- 2023年7月国家卫健委、国家医保局等10部门启动了全国医药领域腐败问题集中整治工作
- 部分新药进院工作有所迟滞，企业日常销售工作相应调整
- 反腐重塑行业生态产生深远影响

研发成本增加

- 国内政策环境调整导致业内很多公司为了长远发展，投入大量费用进行创新药、创新器械研发工作进而挤压当期利润空间
- 近年来新创立的Biotech类企业大多数仍未进入盈利阶段

医药资产盈利能力呈现集中度上升趋势

对A股医药上市公司历年的归母净利润进行集中度分析，可以明显观察到近年来医药资产的盈利能力呈现集中度逐步提升的态势，而这一趋势也是在海外的成熟医疗发展过程中屡屡验证过的历史规律。

图50：A股医药公司归母净利润TOP5集中度

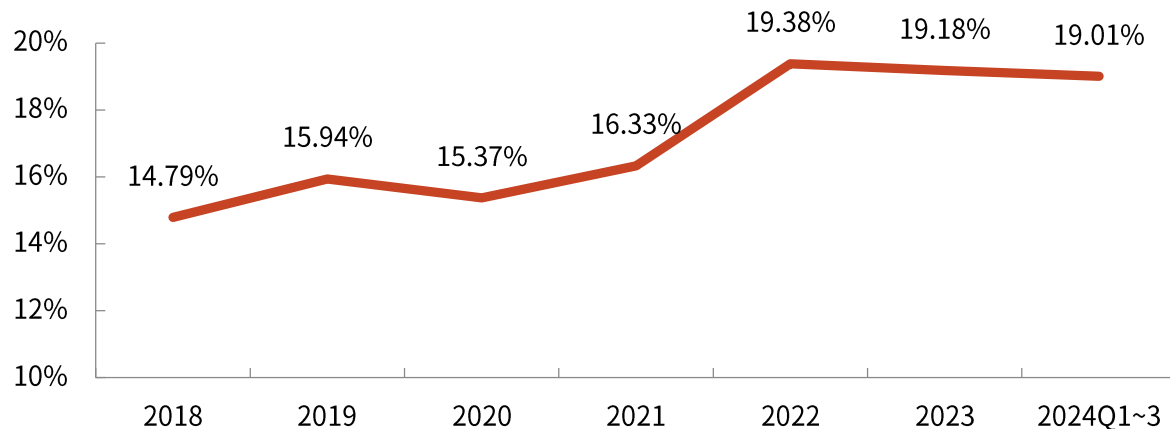


图51：A股医药公司归母净利润TOP10集中度

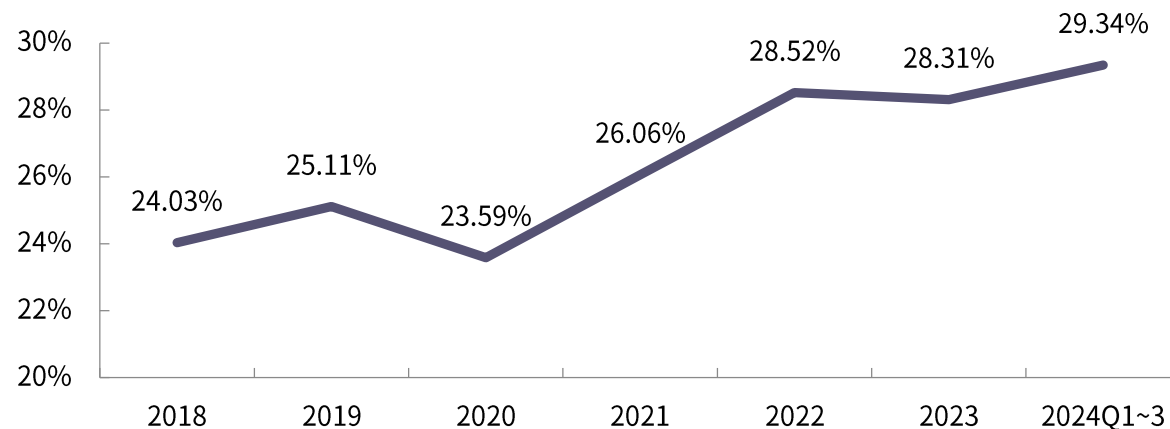


图52：A股医药公司归母净利润TOP20集中度

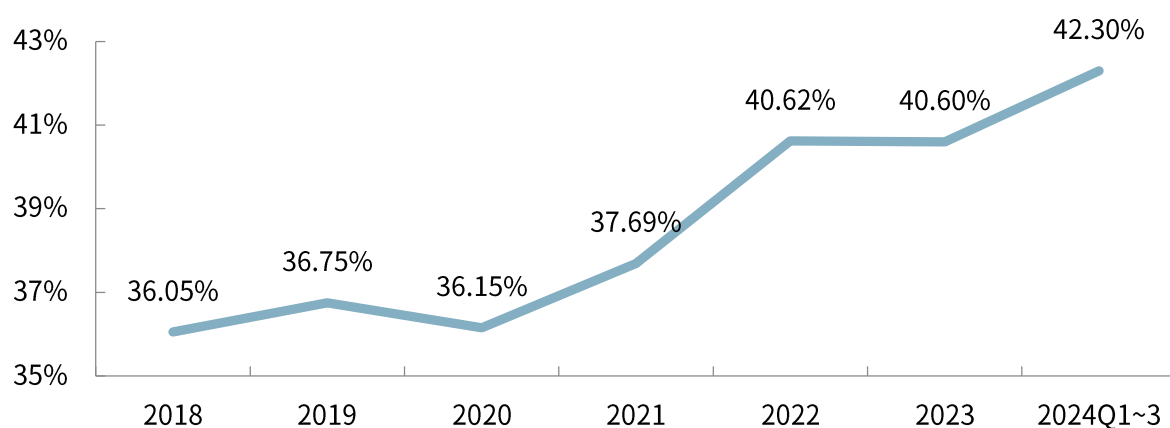
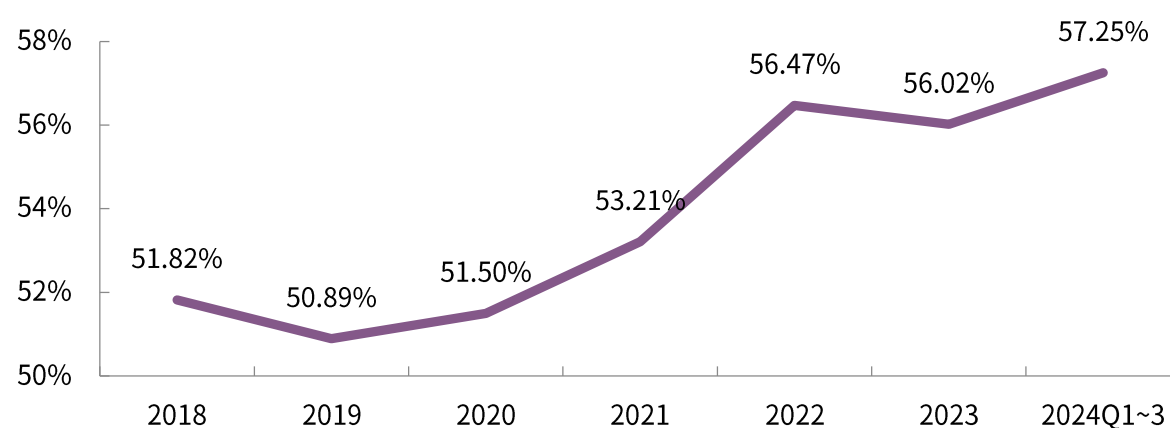


图53：A股医药公司归母净利润TOP40集中度



资金端：机构持仓与市值趋势背离，医药基金占比开始下降

从资金端来看，以全部公募基金持仓医药行业市值变化来看，在2020~2021年达到阶段性的占股票投资市值比高位和超配高位之后，接下来的4年中，标准行业配置比例（即行业市值/全A市值）呈现逐渐下降趋势，但机构持仓却并未完全同步下降，甚至在2021~2023年间还呈现出超配的趋势，这两项指标的背离说明的状态即为，在医药板块总市值下降的过程中，机构持仓医药的集中度并未同步下降；以医疗主题基金股票投资市值规模占全部公募基金股票投资市值规模的比例来看，2020~2023年间整体处在相对高位状态，2024年之后，医药主题基金的资金体量占比逐渐下降，截至2024Q4降至2.9%，已接近2019年之前的比例。

图54：全部公募基金医药行业持仓市值变化

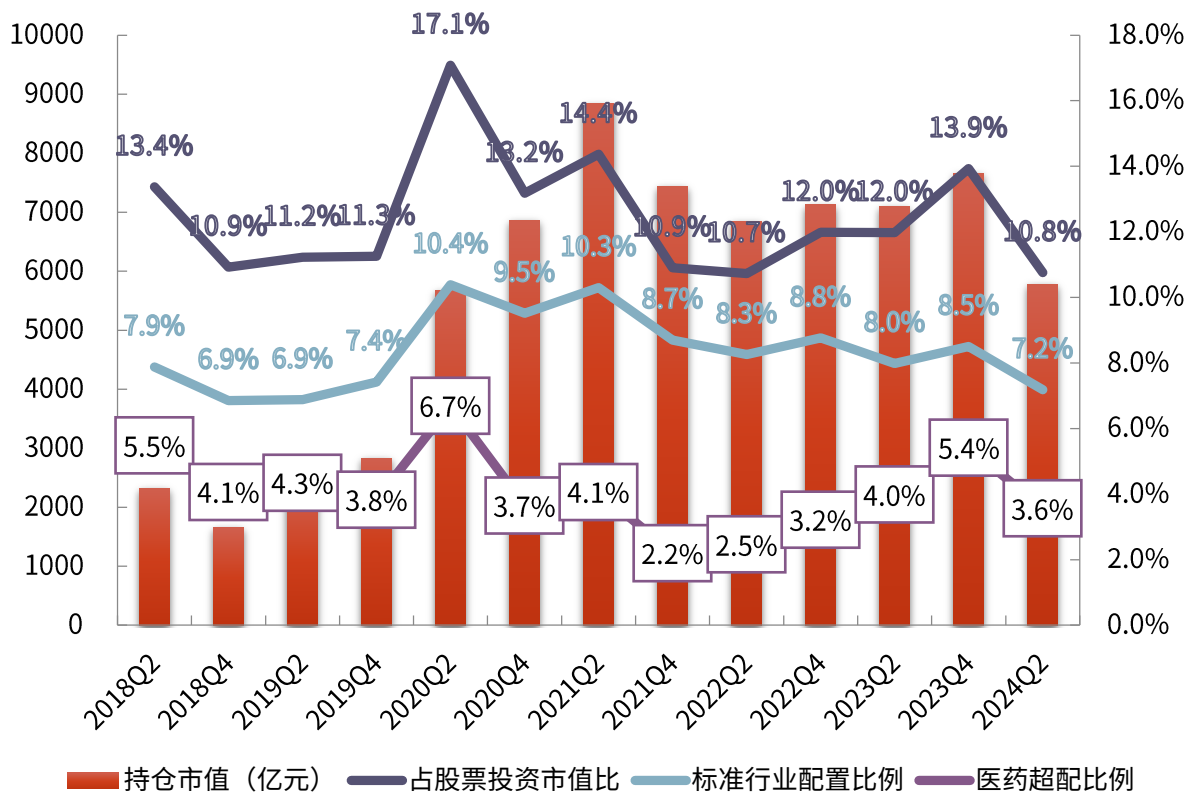
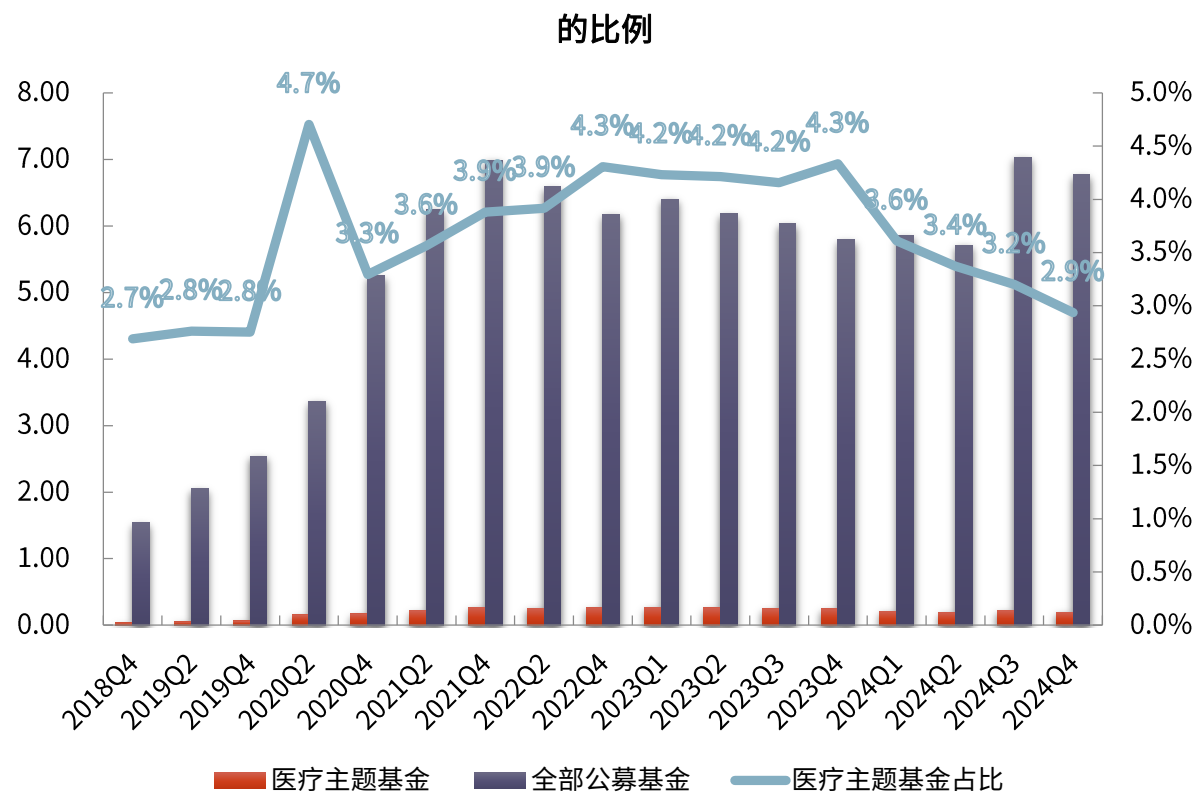


图55：医疗主题基金的股票投资市值规模（万亿元）在全部公募中的比例



资金端：指数型医药基金崛起

医药主题基金（公募基金，按wind概念分类，下同）的规模呈现结构性变化的深刻趋势，医药基金的规模以及占全部公募规模的比例，在2020~2021的时间区间达到顶点，随后的数年规模总额和占比均进入下降通道，截至2024Q4医药基金占全部公募的比例约为2.9%，达到近4年以来的最低占比；医药基金内部结构则可以观察到2021年之后，指数型的占比进入了长期上升通道，截至2024Q4达到37%。自2022年之后的医药主题基金规模整体下行过程中，主动型基金规模的单季度环比变动趋势在多数时间弱于指数型基金。

图56：医药主题基金规模（亿元）结构变化

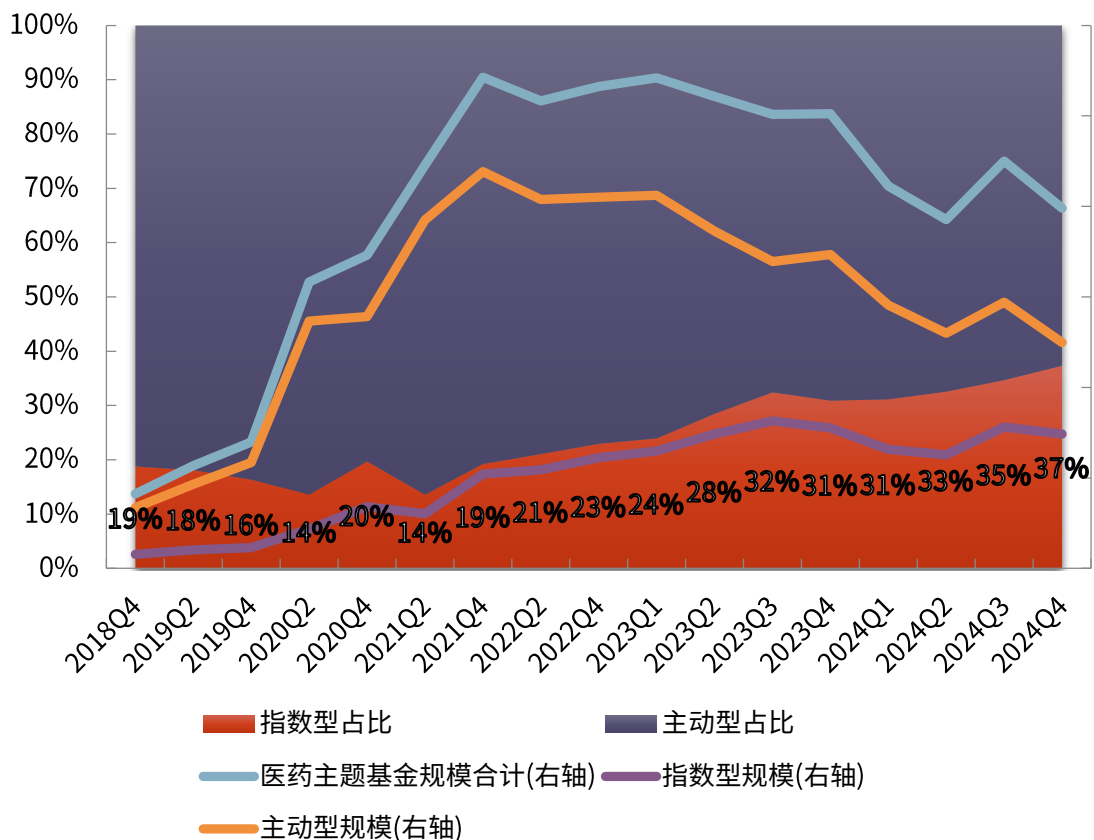
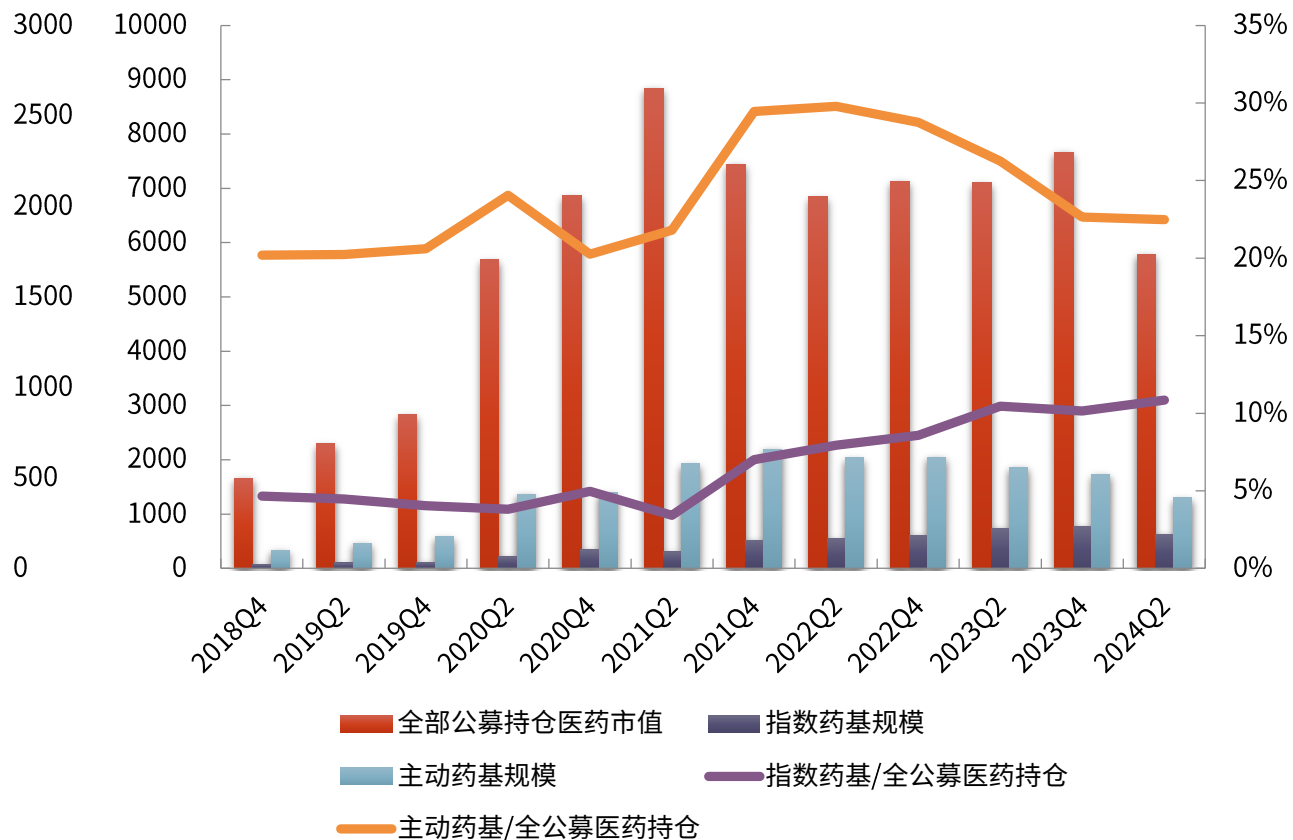


图57：医药主题基金规模与全部公募医药持仓规模对比（亿元）



医药板块资金集中度在2024年出现拐点

对A股医药上市公司历年的总市值进行集中度分析，可以看到在2020年龙头市值集中度达到阶段性高点，然后2021~2023年是小市值风格占优，在2024年之后，大市值再次抬头，医药板块资金集中度呈现抬升趋势。

图58: A股医药板块市值TOP5集中度

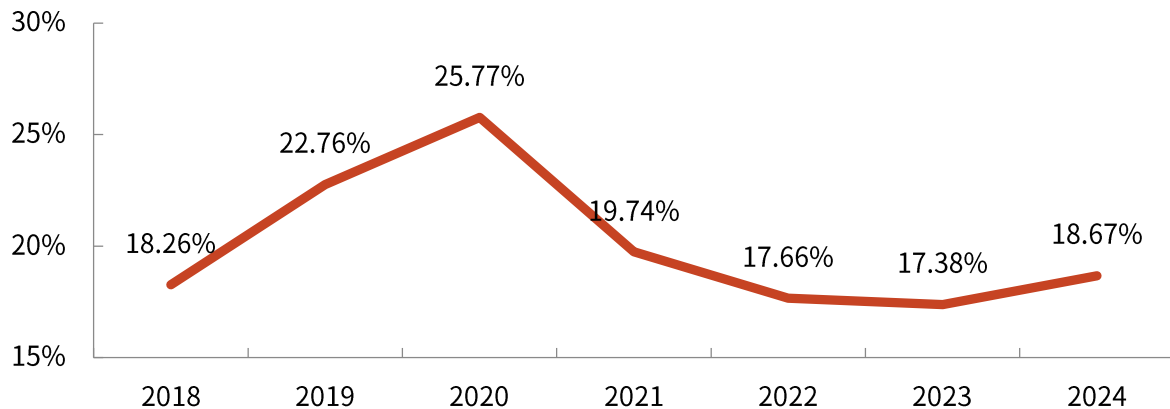


图59: A股医药板块市值TOP10集中度

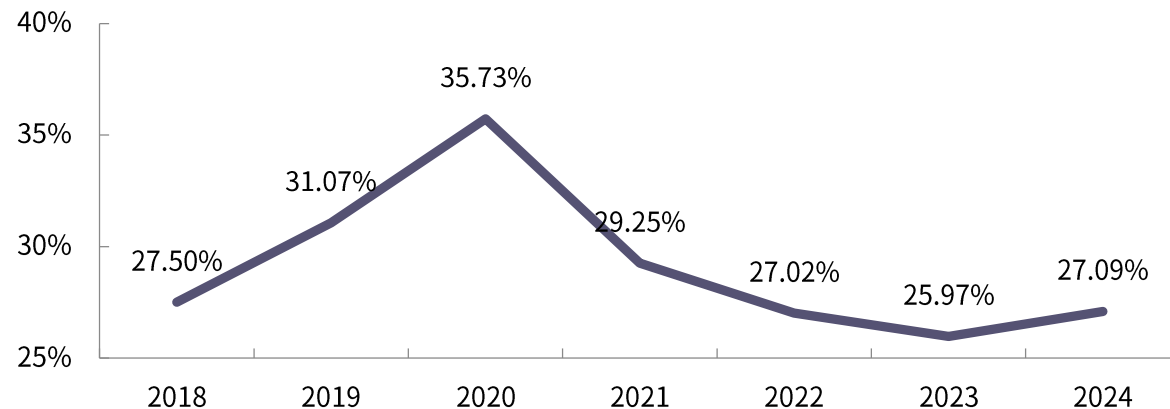


图60: A股医药板块市值TOP20集中度

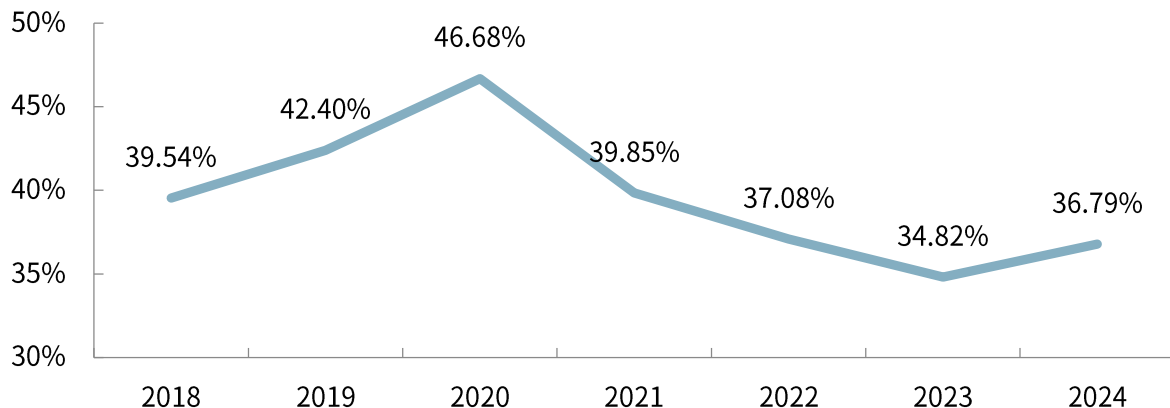
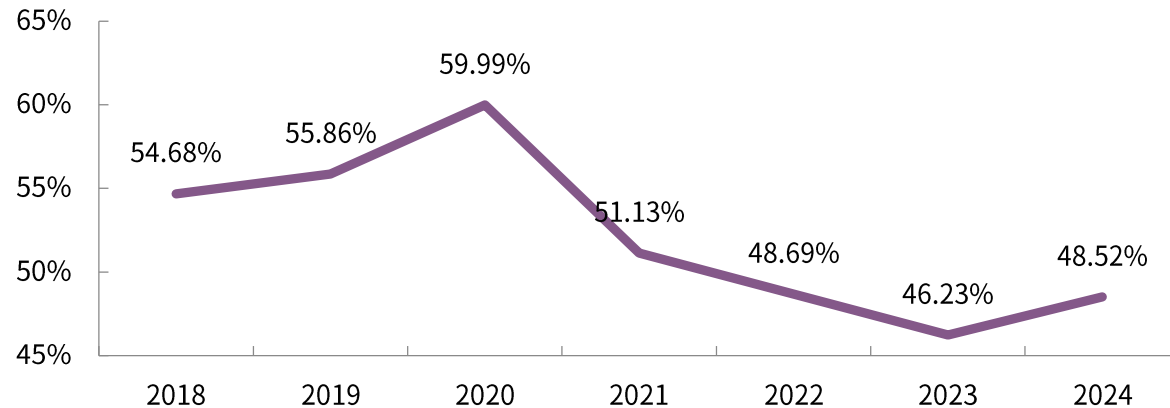


图61: A股医药板块市值TOP40集中度



医药的历史进程，天平两端资金资产再平衡

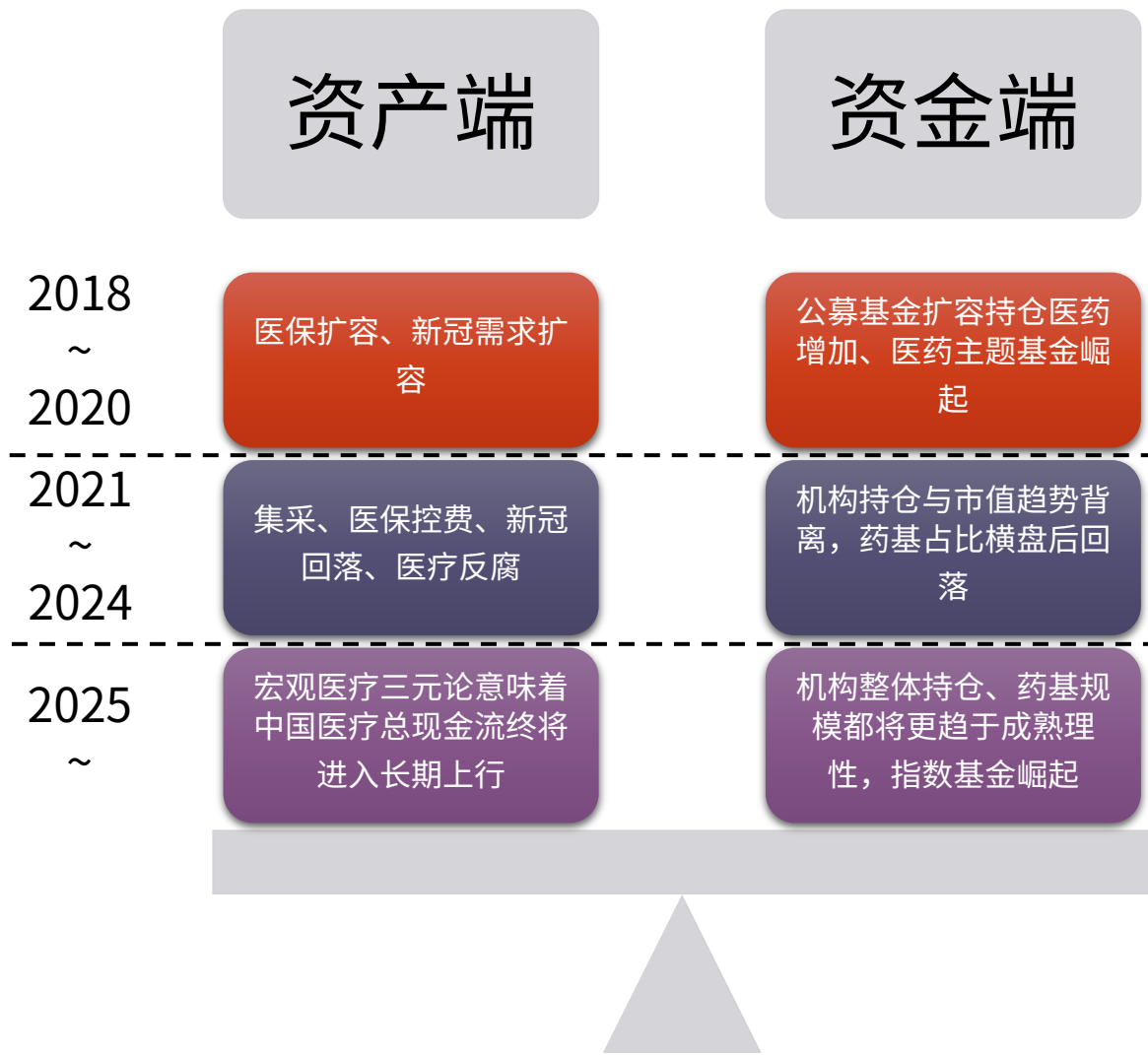
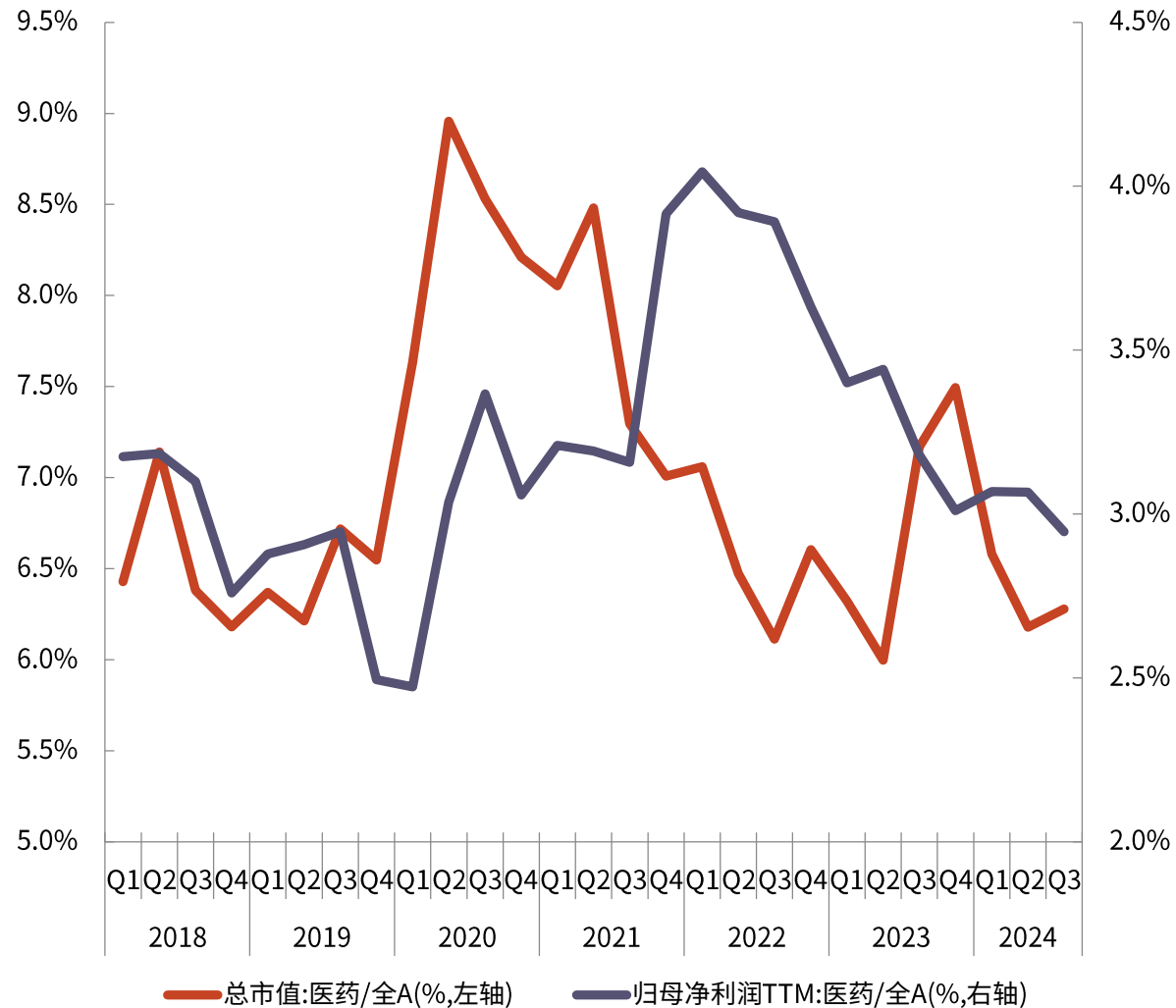
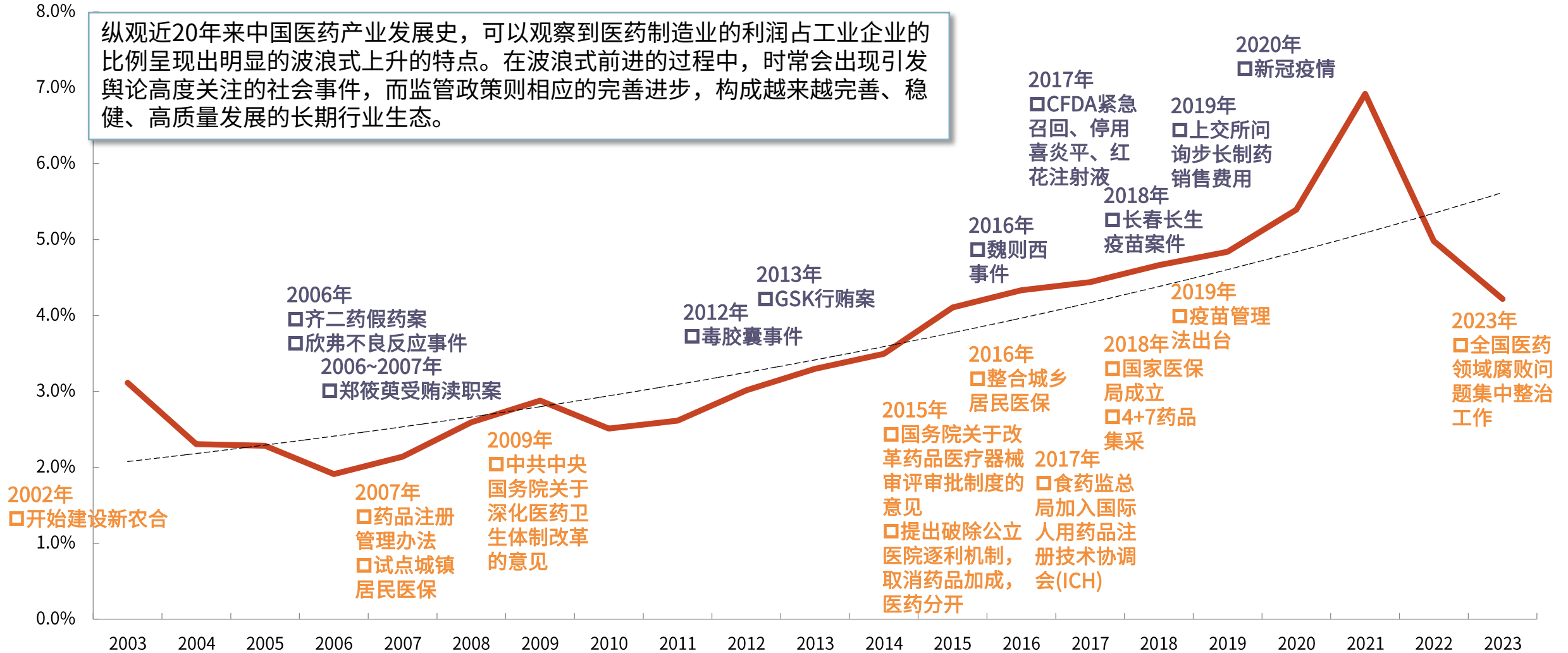


图62：医药与全A的市值与利润对比



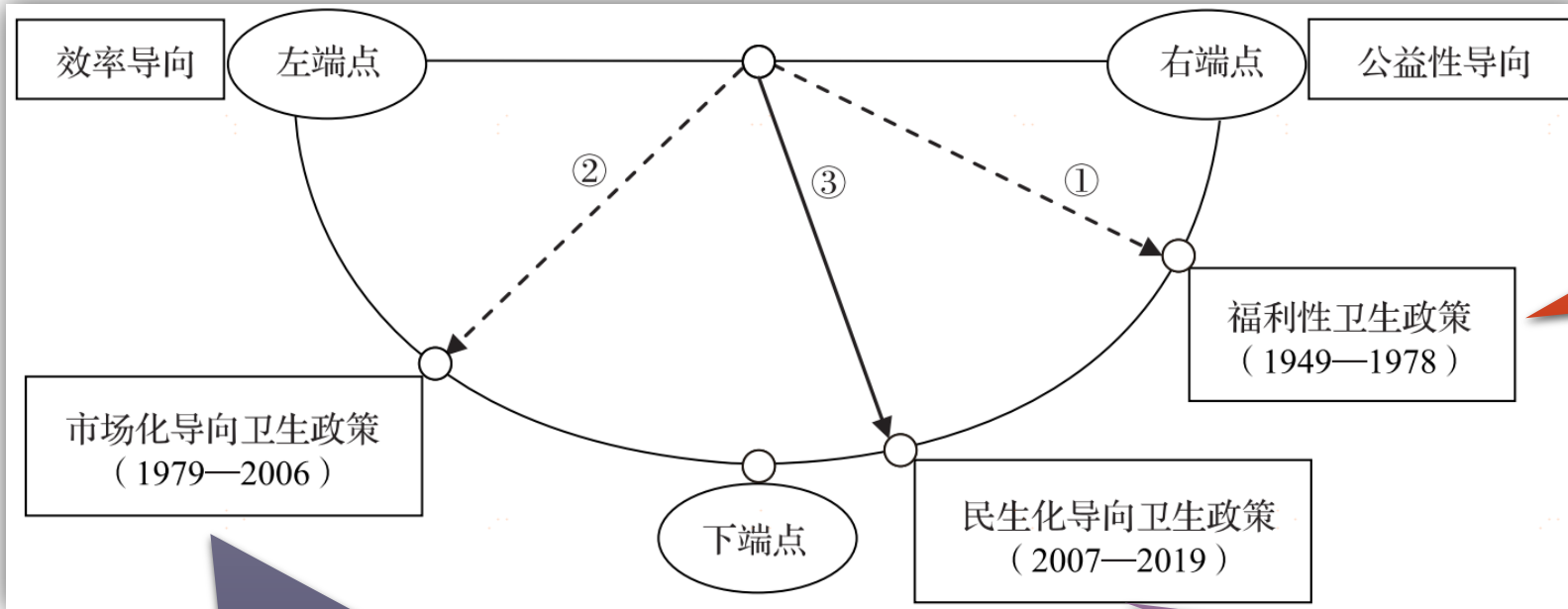
医药制造业利润、社会事件与监管的波浪式前进

图63：医药制造业利润总额占工业企业利润总额的比例



中国医疗卫生政策的钟摆式变迁

图64：中国卫生政策的钟摆式变迁



①1949年10月—1978年：医疗卫生政策福利化导向。

新中国成立后，政府是社会各个领域建设的主导者和服务提供者，医疗卫生服务是一项政府为主要供给者的准公共产品，中央政府推动下构建了集劳保医疗、公费医疗与合作医疗为主体的福利型医疗卫生政策体系，具有全覆盖、普惠性、服务型的特点。

②1979—2006年：医疗卫生政策在经济体制改革进程中呈市场化导向。

1979年全国医院亏损额达5.8亿元，1984年亏损达到了9.5亿，卫生部门提供的服务越多，亏损越严重。为提升医疗系统的效率和效益，医疗卫生系统从实际出发，开展经济管理和经济核算，调整所有制结构，实行各种形式的经济责任制等。一系列鼓励医疗卫生服务市场化的政策和措施促使医疗卫生服务呈市场化导向。

③2007—2019年：医疗卫生政策民生化导向。

2006年9月，国务院医疗改革部际协调小组（简称医改协调小组）由11个相关部委组成，推进医疗卫生改革。这一改革逆转了医疗卫生政策市场化改革导向，转型为民生化导向，以提高人民健康水平为目标，更加注重医疗卫生服务的公益性价值，同时也兼顾效率。可以说，这一时期医疗卫生政策开拓了公益性和效率导向的整合路径，以人民为中心，提高具有公益性的医疗服务，以效率为指导，提升医疗系统运行和管理水平，公众医疗卫生保障水平得以提高。

涨跌幅与业绩增速的关联度：短期持续脱敏，长期关联回升

我们在2024.8.17发布的《医改紧锣密鼓，博弈增速变难，医药板块路在何方——医改深水区的政策与策略思考》中首次分析了涨跌幅与业绩增速额相关性趋弱的特点，2018~2023年度涨跌幅对年度业绩增速的回归系数分别为0.28/0.70/0.50/0.23/0.17/0.12，短期涨跌幅与季度业绩增速的回归斜率在2023年明显下降。如果对这种相关性分析延展到2024年，可以观察到涨跌幅对短期增速持续脱敏，但对长期增速回归系数回升至0.25。

图65：2021~2023期间医药板块年度涨跌幅与年度归母净利润回归系数下降

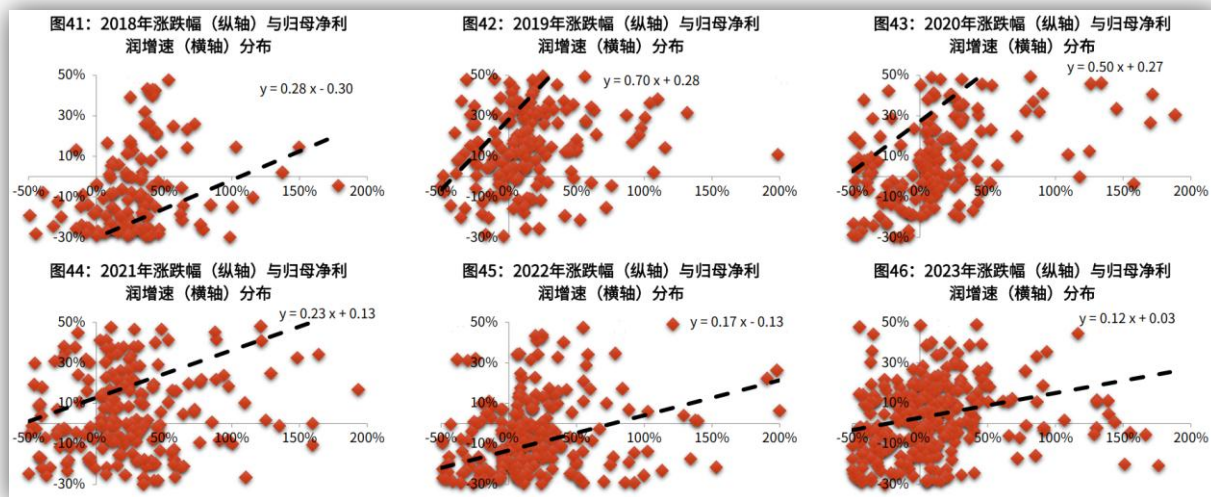
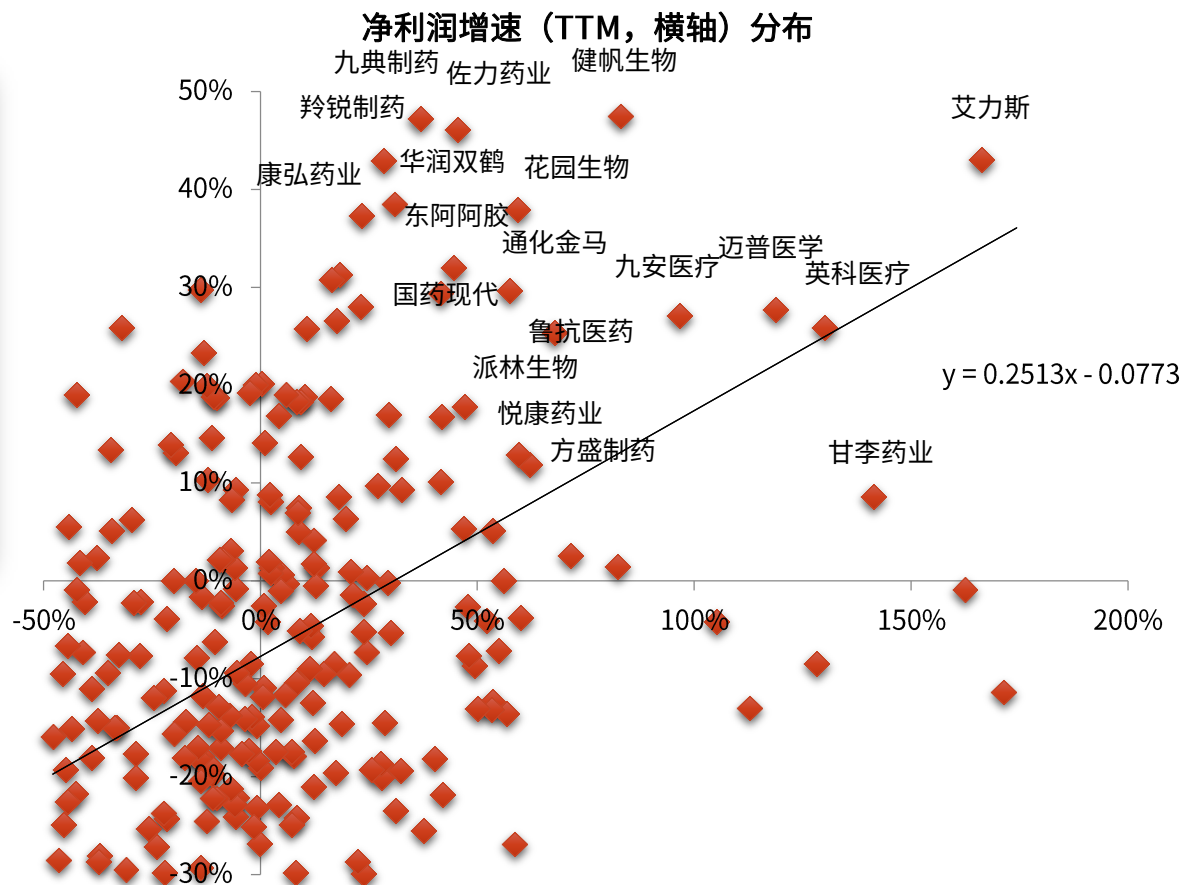


图66：2024Q3年涨跌幅（2023.9.30~2024.9.30，纵轴）与归母净利润增速（TTM，横轴）分布



宏观层面：支付侧的总答案——如何构建一个国家的医疗总现金流

中观层面：医药连跌4年的底层变化——资金/资产再平衡

交易层面：指数基金与AI时代到来，医药主动投资何以自处

投资建议：医药投资的论持久战

风险分析

指数型回报率标准差显著低于主动型，持仓差异明显

从回报率来看，主动型与指数型医药基金的年度回报率中值在2022年之后非常接近，指数型的回报率标准差常年低于主动型。

从持仓结构来看，主动型与指数型药基差异明显。按2024年重仓次数计算，主动型TOP5分别为恒瑞医药、科伦药业、迈瑞医疗、泽璟制药-U、百济神州-U，指数型TOP5分别为药明康德、恒瑞医药、迈瑞医疗、爱尔眼科、片仔癀。主动型的重仓选股通常较为看重业务的边际变化和景气度，而指数型的重仓方向更加倾向各个赛道的权重股。

图67：医药主题基金年度回报率中值

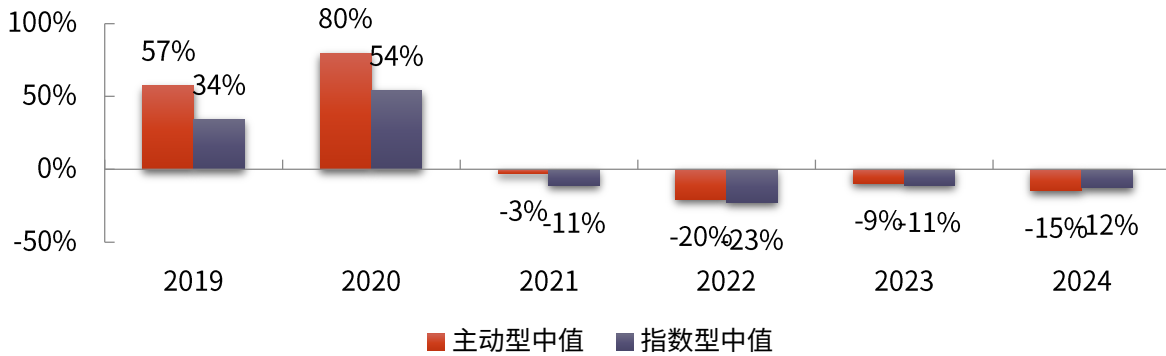


图68：医药主题基金年度回报率标准差

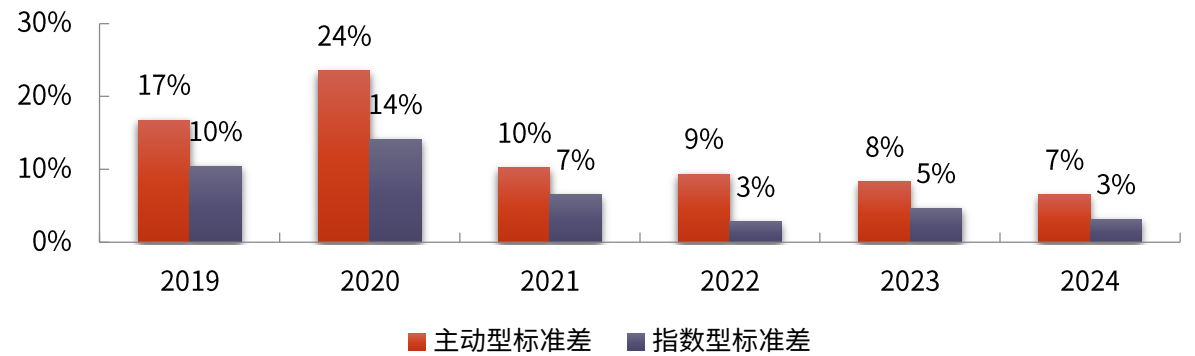


图69：2024年主动型医药基金重仓次数TOP30

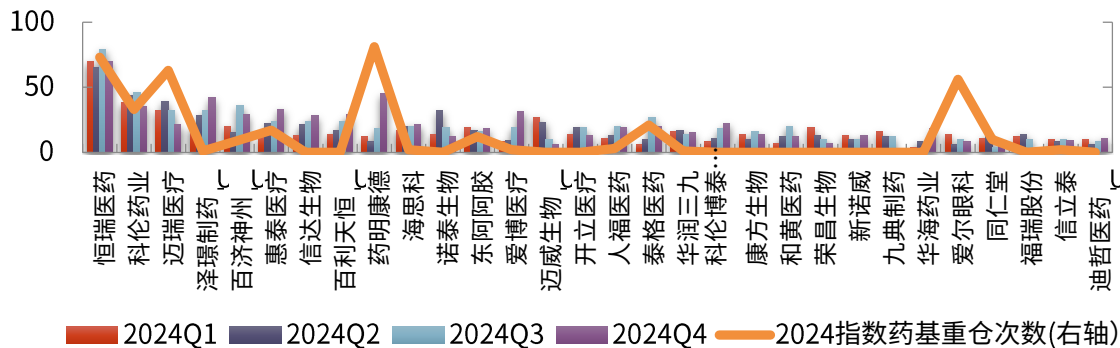
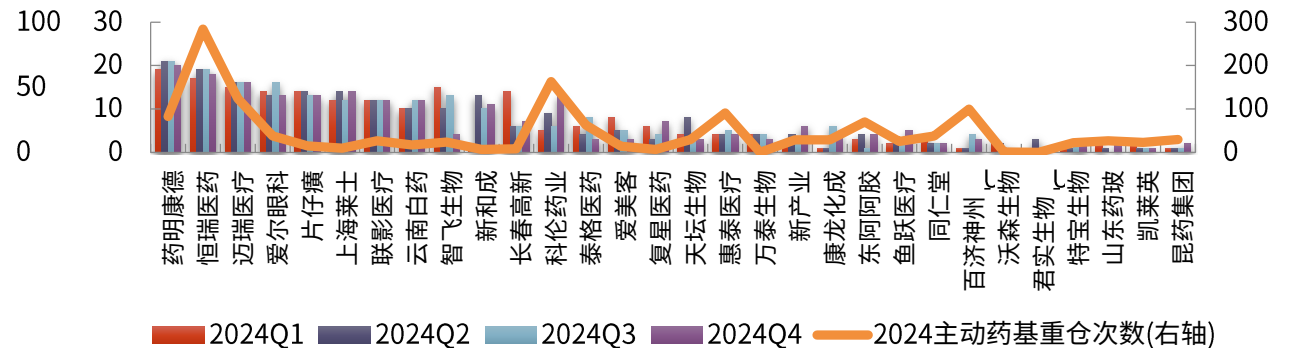


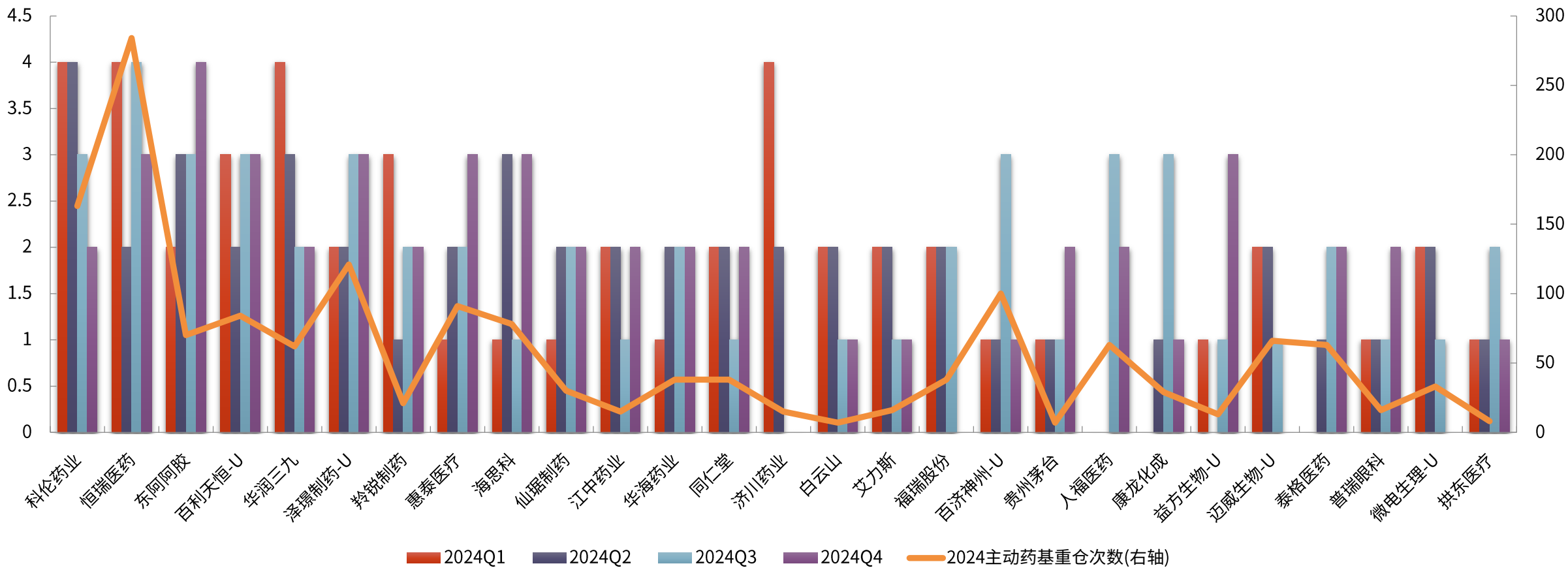
图70：2024年指数型医药基金重仓次数TOP30



高回报率主动基金持仓分散，与主流差异明显

对2024年回报率排名前十（不含QDII）的主动型医药基金重仓股进行统计，可以发现除了恒瑞医药、科伦药业等少数权重股之外，大部分重仓股的分布很分散，与主动医药基金的主流重仓分布差异很大，除了恒瑞医药、科伦药业、东阿阿胶、华润三九等权重股之外，罕有重仓重复3个以上的股票。如羚锐制药、江中药业、白云山、艾力斯、益方生物-U等多只股票，不在全市场热门的主流重仓范围，但却获得了多个高回报率药基的青睐。

图71：2024年回报率前十的主动药基重仓次数TOP27



高回报率基金的操作规律：风险识别+累积胜率

对2024年的主动医药基金重仓次数与股票年度涨跌幅的分布进行线性回归，可以总结以下规律：

- 高回报率主动药基的重仓股票中，也会出现大幅下跌的情况，但大多数年度下跌股票的重仓频次都偏低，表明了该批基金优秀的风险识别和及时规避能力；
- 高回报率主动药基重仓偏多的股票并非涨幅最大的股票，但高频重仓票涨势偏多，我们推测高回报率基金的选股策略整体倾向于累积胜率而非豪赌赔率；

图72：2024年全部主动药基重仓次数（横轴）与股票年涨幅（纵轴）的分布

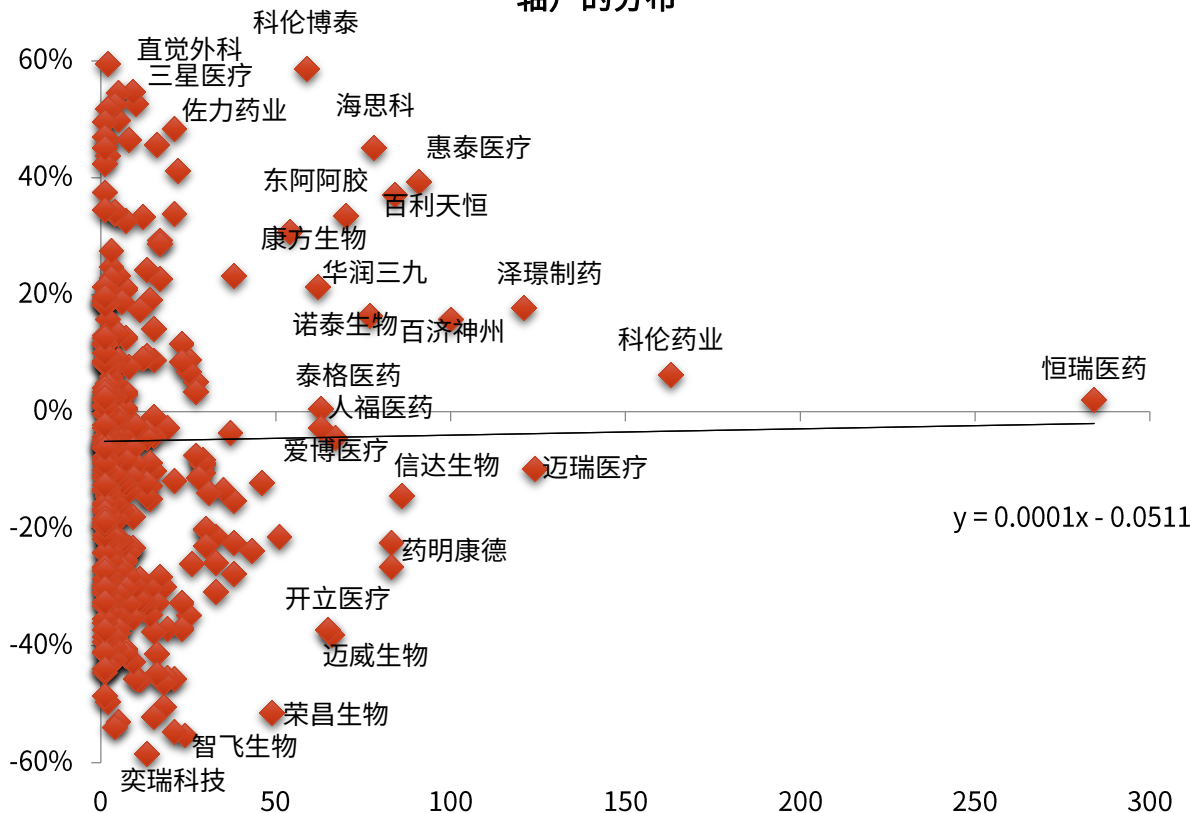
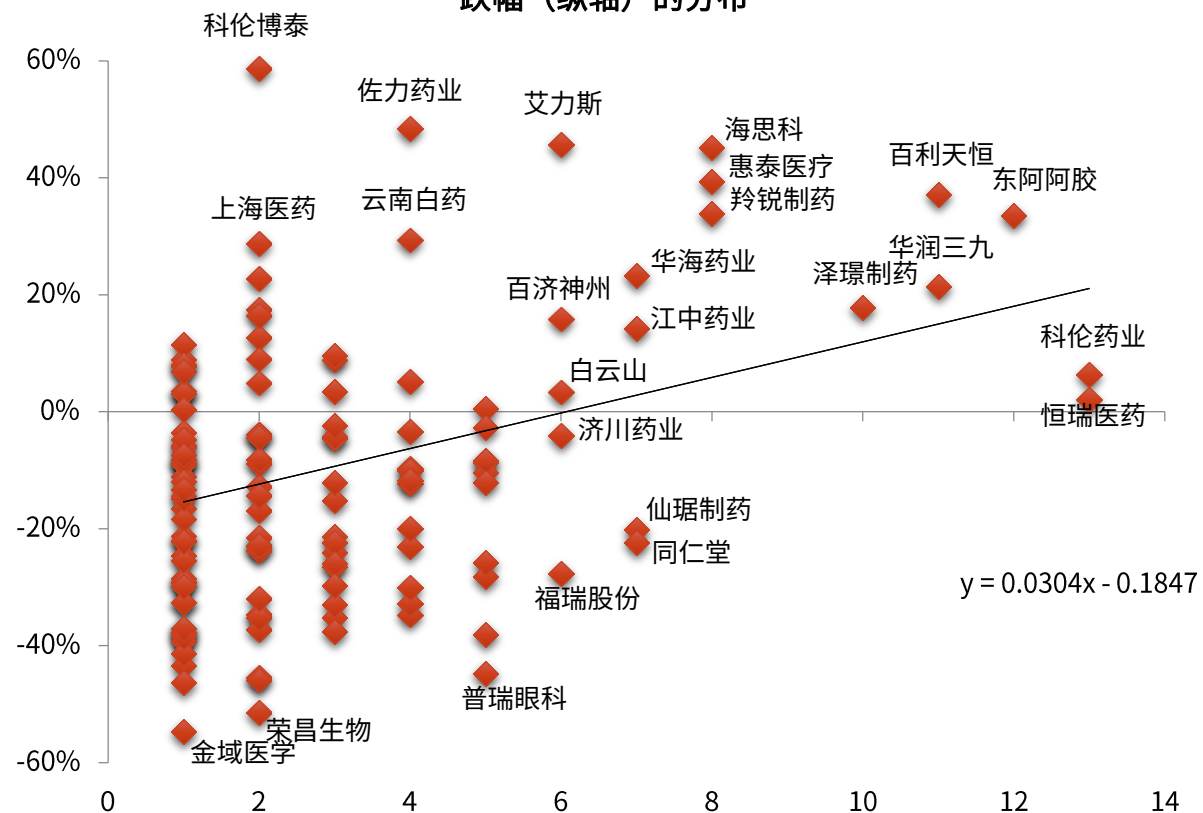


图73：2024年回报率TOP10主动药基重仓次数（横轴）与股票年涨跌幅（纵轴）的分布



AI对投研的冲击：将本报告的问题询问AI

提问：如何理解财政、法定医保、商业健康险与一个国家的卫生总费用的关系

Kimi:

财政与卫生总费用：政府通过财政支出直接投入医疗卫生领域，如公立医院建设、公共卫生服务等，是卫生总费用的重要组成部分。同时，财政对基本医疗保险基金给予补助，增强医保基金支付能力，间接影响卫生总费用规模和结构。此外，政府通过财政政策引导医疗卫生资源合理配置，影响卫生总费用的分布和增长速度。

法定医保与卫生总费用：法定医保通过筹资机制为卫生总费用提供资金来源，其支付规则和报销范围直接影响患者就医行为和医疗费用支付方式。医保的存在降低了患者医疗费用负担，刺激了医疗服务需求，同时医保部门通过谈判、制定支付标准等方式控制医疗费用，影响卫生总费用增长速度。

商业健康险与卫生总费用：商业健康险作为法定医保补充，提供更广泛保障范围和更高保障水平，减轻个人医疗费用负担，影响卫生总费用中个人现金卫生支出比例。其赔付能力较强，可能增加医疗服务需求和卫生总费用规模。同时，商业健康险发展促进医疗市场竞争，推动医疗机构提高服务质量和效率，影响卫生总费用增长速度。

三者与卫生总费用的综合关系：财政、法定医保和商业健康险共同构成卫生总费用的主要来源，相互补充，共同为民众提供多层次医疗保障。政府通过财政政策支持法定医保和商业健康险发展，法定医保和商业健康险通过市场机制和风险管理提高医疗资源利用效率和医疗费用控制能力，共同促进医疗卫生事业可持续发展，影响卫生总费用增长速度和质量。

天工:

财政与卫生总费用的关系 财政对卫生总费用影响多方面。如中国财政卫生健康支出增长，从2016 2020年年均增长7.5%，资金用于医疗卫生多方面，影响卫生总费用基数。其投入重点的转移也改变卫生总费用内部结构，且政府支付能力影响卫生费用增长。

法定医保与卫生总费用的关系 法定医保在卫生总费用中起核心作用。在中国，2018年其支出占卫生总费用的30.7%。它能减少个人卫生支出，提高参保人健康评价和医疗服务利用率。城乡医保整合提高公平性，如中国城乡居民医疗保险制度的形成增强了报销的一致性。

商业健康险与卫生总费用的关系 商业健康险起补充作用。中国商业健康险目前在卫生总费用中占比1.3%，远低于部分发达国家，但作用在凸显。它满足高端医疗需求，虽赔付支出占比小但有望增大，能缓解个人医疗负担。

综合分析 三者构成多层次医疗保障体系。财政奠定基础，法定医保覆盖基本需求，商业健康险满足高层次需求，形成全面防护网。它们协同控制费用增长，如改进医保支付方式。未来，卫生总费用将持续增长，财政和法定医保承担基础保障，商业健康险在补充保障和满足个性化需求方面作用会更大。

豆包:

财政、法定医保、商业健康险与国家卫生总费用关系紧密。

财政是卫生总费用重要来源，投资建设医疗设施、提供公共卫生服务，还能引导卫生资源配置，向基层和贫困地区倾斜，促进公平。同时，财政可调控卫生总费用规模与增速，使其契合经济发展。

法定医保通过集合参保人风险，按比例报销医疗费用，减轻个人负担，构成卫生总费用重要部分。它还规范医疗行为，引导合理诊疗，控制费用不合理增长。医保覆盖范围和保障水平影响居民医疗需求，保障提升会增加医疗服务利用，推动费用增长，但也能提高健康水平，减少间接费用。

商业健康险是法定医保补充，可报销医保外费用，满足多样需求，增加保险支付比例。其发展促进医疗市场竞争，推动服务价格合理形成，鼓励医疗机构提升服务质量。商业健康险还创新医疗服务模式，开展健康管理等，促使费用向预防转移。

财政、法定医保和商业健康险协同合作，共同促进卫生总费用合理配置。财政为医保和商险提供支持，法定医保是基础，商险进行补充。三者需保持平衡，避免某一方过度发展，从而实现卫生总费用可持续发展。

AI对投研的冲击：直接实战能完全胜任吗？

提问：帮我挑选2025年你最看好的5只A股医药股票

DeepSeek的思考过程：

好的，我需要帮用户挑选2025年最看好的5只A股医药股票。首先，我得看看搜索结果里哪些网页提到了具体的医药股推荐。网页3、4、5、6、7都涉及医药板块的分析和个股推荐，而网页1虽然主要讲十大主题，但医药可能不在其中。网页2、8、9、10可能没有相关内容或者链接失效。

网页3提到中金和银河证券的展望，推荐了创新药、CXO、生物药ETF的成分股，比如药明康德、康龙化成、凯莱英等。网页4列出了云南白药、恒瑞医药、复星医药作为龙头股，但近期股价下跌。网页5和6是同一份周报，详细列出了创新药、中药、CXO、医疗器械等领域的个股，如百济神州、恒瑞医药、药明康德、迈瑞医疗等。网页7的年度策略推荐了科伦药业、迈瑞医疗、联影医疗、药明康德等。网页10虽然主要讲春季行情，但提到消费医药被看好，可能涉及相关股票。

接下来需要综合这些信息，挑选出被多个来源推荐的股票。药明康德在网页3、5、6、7都被提到，属于CXO领域。恒瑞医药出现在网页4、5、6，作为创新药龙头。迈瑞医疗在网页5、6、7中被推荐，属于医疗器械。百济神州在网页5、6的创新药部分，作为重要标的。联影医疗在网页5、6、7中也被多次提及，属于医疗设备。

云南白药和复星医药虽然被网页4提到，但近期表现不佳，可能不如其他被更多机构看好的股票。科伦药业在网页7的推荐组合里，但其他网页提及较少。因此，**综合考虑机构推荐频率、行业前景和细分领域**，选出药明康德、恒瑞医药、迈瑞医疗、百济神州、联影医疗这五只。需要确保每个股票的信息来自多个来源，并在回答中正确引用对应的网页编号。

AI对投研的冲击：直接实战能完全胜任吗？

提问：帮我挑选2025年你最看好的5只A股医药股票

DeepSeek的答案：

根据2025年医药行业的政策环境、创新趋势及机构研报分析，以下是我最看好的5只A股医药股票，结合了创新药、CXO（医药研发外包）、医疗器械及生物技术等核心赛道的投资逻辑：

1. 恒瑞医药（600276.SH）：推荐理由：作为国内创新药龙头，恒瑞医药在肿瘤、自身免疫疾病等领域布局广泛。2025年政策对创新药的支持力度加大，叠加医保控费边际影响减弱，其自主研发的PD-1抑制剂、ADC（抗体偶联药物）等产品有望通过国际化（license-out）实现收入增长。机构预计其创新管线逐步进入收获期，估值修复空间较大。关注点：国际化进展、临床数据披露及医保谈判结果。

2. 药明康德（603259.SH）：推荐理由：全球CXO行业龙头，受益于创新药研发外包需求增长及海外订单回流。2025年生物医药行业进入创新周期，药明康德在CRO/CDMO全产业链的布局优势显著，叠加美国降息预期下投融资环境改善，业绩弹性较强。中金、银河证券等机构均将其列为CXO核心标的。关注点：地缘政治风险缓解、产能利用率提升及新兴业务（如基因治疗CRO）拓展。

3. 迈瑞医疗（300760.SZ）：推荐理由：国内医疗器械龙头，产品覆盖生命信息与支持、医学影像、体外诊断三大领域。政策推动医疗新基建和国产替代，叠加海外市场拓展加速，其高端设备（如超声、呼吸机）需求持续增长。机构预测2025年其海外收入占比有望突破50%，成为业绩增长核心驱动力。关注点：海外市场政策风险、新产品迭代速度及集采对耗材业务的影响。

4. 百济神州（688235.SH）：推荐理由：全球化创新药企，核心产品泽布替尼（BTK抑制剂）在欧美市场放量，2025年有望通过适应症扩展进一步打开市场空间。公司管线覆盖肿瘤、免疫疾病等领域，多款药物处于临床后期阶段。机构认为其“国际化+创新”双轮驱动逻辑明确，估值具备吸引力。关注点：临床数据进展、海外商业化能力及研发投入对利润的影响。

5. 联影医疗（688271.SH）推荐理由：高端医学影像设备国产替代领军者，产品覆盖MRI、CT、PET-CT等。政策支持医疗设备国产化及基层医疗扩容，叠加海外市场拓展，公司技术壁垒和成本优势显著。2025年预计其AI+医疗影像融合技术将加速商业化落地，推动业绩增长。关注点：海外市场竞争、研发投入转化效率及政策补贴力度。

其他潜力标的

康龙化成（300759.SZ）：CXO细分领域龙头，实验室服务与CMC业务协同性强。科伦药业（002422.SZ）：创新药与仿制药并重，大输液业务稳健，ADC管线潜力大。

投资逻辑总结

政策驱动：医保控费边际缓和、集采影响减弱，创新药械及CXO受益。国际化与出海：药企通过license-out和海外市场拓展打开增长空间。技术壁垒：医疗器械国产替代加速，高端设备需求刚性。估值修复：医药板块经历长期调整，PE处于历史低位，配置性价比凸显。

建议结合个股基本面变化及市场流动性动态调整持仓。更多细分领域及个股分析可参考研报来源。

AI对投研的冲击：直接实战能完全胜任吗？

提问：帮我挑选2025年你最看好的5只A股医药股票

Kimi的思考过程：

用户让我挑选2025年最看好的5只A股医药股票，这是一个需要综合分析和判断的问题。我得先理解用户的需求，他可能是想投资医药板块，但又不确定哪些股票更有潜力，所以希望我能给出一些建议。

我首先想到的是，要挑选出好的医药股票，得先了解2025年医药行业的整体情况和趋势。我得从宏观层面分析，比如政策支持、市场需求、行业竞争格局等。我猜测，创新药、医疗器械、CXO等领域可能会有不错的发展前景，因为这些领域受政策支持，市场需求也比较大。

接下来，我得从微观层面分析，也就是具体到每只股票。我得考虑公司的基本面，比如财务状况、研发能力、市场竞争力等。我得找出那些有核心竞争力、创新能力突出、财务状况良好的公司。

我开始搜索相关信息，看看有没有权威的研究报告或者行业分析。我找到了一些关于2025年医药行业的投资策略和市场分析报告，这些报告可能会给我一些启发。我仔细阅读这些报告，发现创新药、医疗器械、CXO等领域确实被看好，而且一些具体的公司也被推荐。

我开始筛选这些公司，看看哪些公司更符合我的标准。我注意到恒瑞医药、迈瑞医疗、药明康德、华润三九和百利天恒这几家公司被多次提及，而且它们在各自的领域都有不错的表现。我决定进一步分析这几家公司。

我先看恒瑞医药，它是中国领先的创新药企业，研发实力强，产品线丰富。我查了一下它的财务状况，发现它盈利能力强，现金流稳定。这让我对它更有信心。

然后我看迈瑞医疗，它是医疗器械领域的龙头企业，产品覆盖生命信息与支持、体外诊断、医学影像等多个领域。我了解到它在研发和市场拓展方面都有不错的表现，而且财务状况良好。这让我觉得它也是一个不错的选择。

接着我看药明康德，它是CXO行业的龙头企业，为全球药企提供研发和生产服务。我注意到它在创新药研发方面有优势，而且财务状况也不错。这让我觉得它也值得考虑。

我又看华润三九，它是中药领域的龙头企业，品牌影响力大，产品线丰富。我了解到它在中药创新方面有进展，而且财务状况稳定。这让我觉得它也是一个有潜力的公司。

最后我看百利天恒，它是创新药领域的新兴企业，核心产品BL-B01D1海外授权首付款高，2024年业绩大幅扭亏为盈。我查了一下它的研发进展，发现它有多个项目处于关键阶段。这让我觉得它也有很大的发展潜力。

经过这一系列的分析和筛选，我最终确定了这5只股票。我觉得它们在各自的领域都有不错的表现，而且都有较大的发展潜力。现在，我已经准备好了回复用户，把我的分析和建议告诉他。

AI对投研的冲击：直接实战能完全胜任吗？

提问：帮我挑选2025年你最看好的5只A股医药股票

Kimi的答案：

创新药领域：恒瑞医药（600276）

优势：作为国内创新药龙头企业，恒瑞医药在研发创新方面投入巨大，拥有多项自主知识产权的新药。2025年，随着创新药市场的不断扩大和医保政策的支持，其核心产品有望实现更大的市场份额和销售增长。前景：公司持续加大研发投入，不断推出新的创新药物，未来在肿瘤、心血管等领域的创新药有望取得突破，进一步提升公司的竞争力和盈利能力。

医疗器械领域：迈瑞医疗（300766）

优势：迈瑞医疗是国内领先的医疗器械企业，产品涵盖生命信息与支持、体外诊断、医学影像等多个领域。其在高端医疗器械领域的技术突破和市场拓展，使其在国内外市场均具有较强的竞争力。前景：随着医疗设备更新政策的推进和基层医疗市场的扩容，迈瑞医疗有望充分受益，其产品需求将持续增长，推动公司业绩稳步提升。

CXO领域：药明康德（603259）

优势：药明康德是全球领先的“一体化、端到端”的新药研发服务平台，为全球药企提供从药物发现到生产的一站式服务。其在CXO行业的领先地位和广泛的客户基础，使其在行业复苏时能够率先受益。前景：随着全球医药研发投入的增加和外包服务市场的不断扩大，药明康德的订单量有望持续增长，推动公司业绩和估值双提升。

中药领域：华润三九（000999）

优势：华润三九是中药行业的龙头企业之一，拥有多个知名品牌和产品。其在中药创新和品牌建设方面的持续投入，使其在市场中具有较高的知名度和美誉度。前景：在国家政策支持中药创新和发展的背景下，华润三九有望通过产品创新和市场拓展，进一步提升其在中药市场的份额和盈利能力。

创新药领域：百利天恒（688506）

优势：百利天恒是一家专注于创新药研发的企业，其核心产品BL-B01D1（EGFR×HER3双抗ADC）海外授权首付款高达8亿美元，显示出其在创新药研发方面的强大实力和市场认可度。前景：2025年，随着该核心产品的进一步商业化和海外市场的拓展，百利天恒有望实现业绩的大幅增长，成为创新药领域的明星企业。

需要注意的是，股票市场存在不确定性，投资者应根据自身的风险承受能力和投资目标，谨慎做出投资决策。同时，建议关注公司的财务状况、行业动态以及宏观经济环境等因素，以做出更为全面和准确的判断。

医药投研AI时代：碾平过去，对决未来

通过对多个AI工具在医药投研中的实际试用，我们发现AI的特点是：**总结过去头头是道，预测未来线性外推。**

AI工具的优势在于可以迅速总结已经发生过的历史，例如提问本报告的第一个问题“财政、法定医保、商业健康险与卫生总费用的关系”，它可以在极短的时间整理出人类历史上出现过的资料和数据，并进行直观呈现，**但是整体以罗列为主，难以分辨出主要矛盾与次要矛盾**，因而对于认知完全空白的领域可以迅速达到科普效果，但是对于已有充分认知的领域容易产生“正确而漂亮的废话”，也即**AI是历史语料的总和**。

而正是这个特点的限制，导致在预测未来的时候出现线性外推，例如提问“2025年最看好的5只A股医药股票”，DeepSeek与Kimi的思考过程均直观反映了，它们是**基于过往的研报、网页等进行总结分析**，给出的标的重合度高达3/5，且都是热门公司，其推荐理由也都是已有的逻辑复述总结而非复杂未来的推演，并未提出研报中没出现过的标的。

AI应用泛化对医药的投研产生的最重大影响可能是：**抹平信息差，跨越知识鸿沟**：医药领域在过去最大的壁垒之一，就是庞杂的知识学习量导致专业的医药研究与普通人的认知拉开差距。而AI的出现将在这个壁垒上凿开一个口子，**成为医药知识大众化的桥梁**，单纯的知识壁垒很可能不再是护城河；

但医药投研领域中仍有大量问题是AI当前难以解决的：

1. **分清主次矛盾（矛盾论）**。预测未来的前提是读懂历史的主要矛盾与次要矛盾，而医药领域制度建设、经济关系的高度复杂性导致这一点格外困难。AI因为数据的复杂性和质量问题、AI工具自身的局限性以及方法论上的限制导致难以取代人类的思辨。
2. **获知实践变化（实践论）**。从DeepSeek和Kimi的思考过程可以看到其均**重点借助机构推荐频率、纸面上的行业前景和细分领域**，而当行业基本面出现纸面之外的变化征兆，AI就难以取得先手优势。人类的调研实践工作对真实世界变化的现行感知是AI的空白。
3. **在历史经验失效的情况下预测未来**。目前的AI在预测未来时还有着明显的线性外推痕迹，但是世界的发展运动导致历史不可能完全重演，尤其是医药是一个技术和制度均无法机械照搬历史的领域。当面对历史经验失效的复杂未来推演，AI就力有不逮，仍需依靠人类的判断。例如本报告发明的“医疗宏观三元论”未曾出现在历史的语料中，因而无法借由AI达成相同的预测。

总结来看，我们认为AI对医药未来的投研工作产生的影响可能是，**表观历史信息差和知识壁垒将被抹平，投资决策将直接对决未来发展方向**。投资的中位数基准收益将来源于已经出现在过往历史中的标的，**超额收益将来自还未发生过的变化**。

宏观层面：支付侧的总答案——如何构建一个国家的医疗总现金流

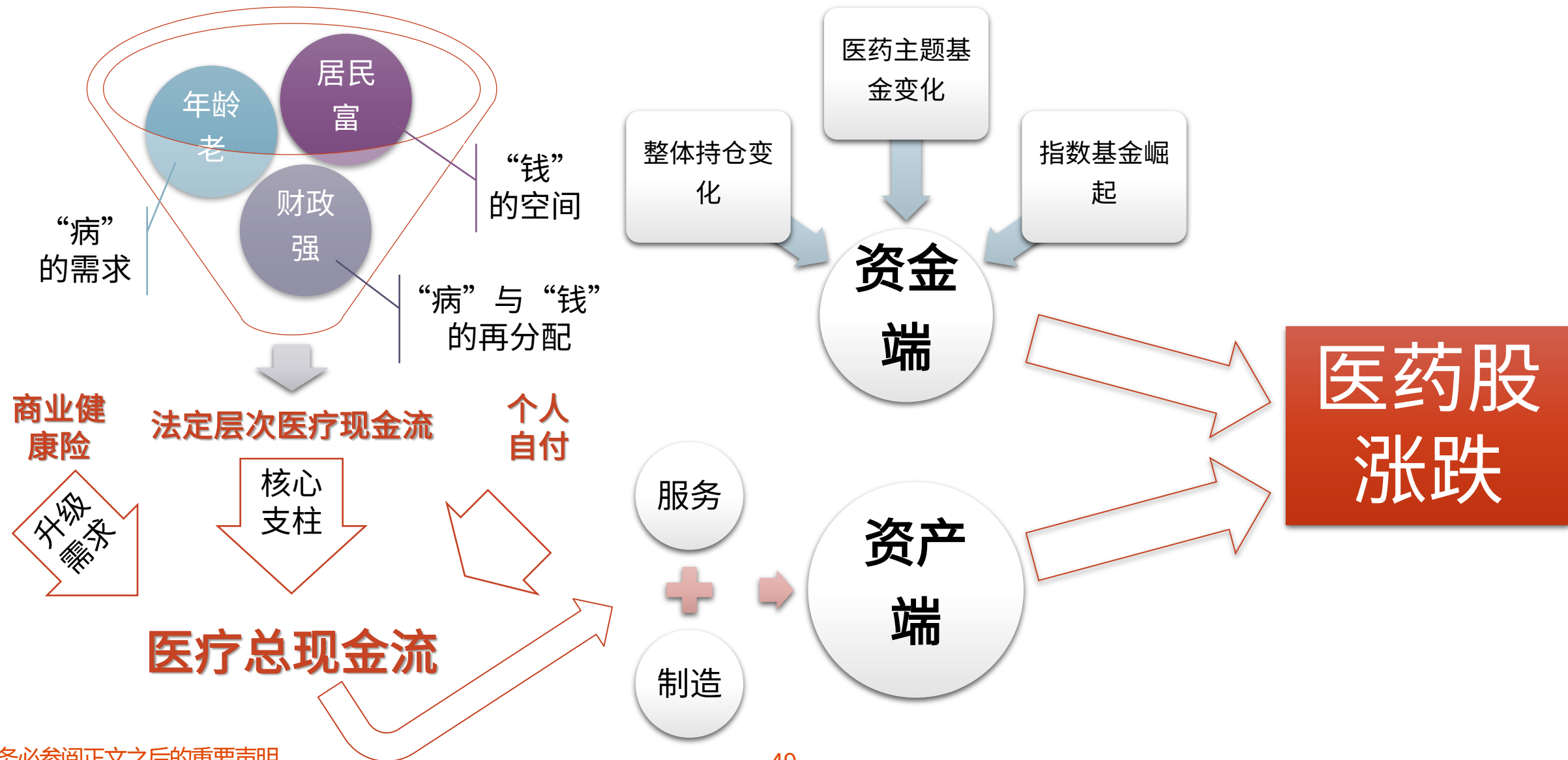
中观层面：医药连跌4年的底层变化——资金/资产再平衡

交易层面：指数基金与AI时代到来，医药主动投资何以自处

投资建议：医药投资的论持久战

风险分析

医药股票涨跌原理：医疗总现金流与医药总资金再平衡



百年未有之大变局，医药投资论持久战

医药板块投资的复杂境况，可以借鉴论持久战的角度进行思辨。“医疗宏观三元论”的历史规律，意味着我们的医疗总现金流终将走向上升通道；但是从近年来的直观变化来看，由于国内集采、DRG/DIP、新冠疫情波动、医疗反腐、国际形式变化等诸多复杂因素接踵而至，并且很多产生的是长期影响，叠加这期间资金趋势背离的压力，因而过往寄希望于某个季度的医药增速快速反弹的“速胜论”操之过急；而另一方面，“危”与“机”是“危机”的一体两面，医药连续四年的下跌在市场中形成四处弥漫的浓郁悲观情绪，进而这种悲观情绪形成的对医药资产配置抵触的“速败论”同样失之偏颇，容易错过低估值的最佳击球区。

当前我们面临的局势是百年未有之大变局，医药产业发展与投资亦如是。过往资产端的负面因素发酵出清、资金端的结构调整再平衡，意味着医药投资正在进入“战略相持”阶段，随时会进入“战略反攻”，不浪费危机、先看到未来的人将获得下一个时代的先手优势。

	资产端	资金端
2021~2024的变化	多方面因素导致资产盈利能力承压	机构持仓和医药主题基金的占比在高位维持较长时间，2024年出现明显下降，指数医药基金崛起
未来的潜在变化	<ul style="list-style-type: none"> ➢医药产业利润在历史上的发展是与社会事件、监管呈现波动上升的特点，过往的负面因素越是显现影响，就意味着资产端的相对盈利拐点愈发接近。产业集中度的提升意味着资产盈利能力有望向龙头集中。 ➢从长期的医疗宏观三元框架来看，国内居民财富上升、老龄化程度加深、财政再分配和转移支付强化，都将意味着我国医疗总现金流的长期增长以支撑人民健康。“一带一路”的沿线发展也将带来海外医疗现金流增量空间。 	<ul style="list-style-type: none"> ➢投资者对医药板块的资金配置将越来越成熟、理性。 ➢指数医药基金的发展已成为清晰的大趋势，因而指数类产品普遍青睐的优质公司将拥有愈发坚实的资金盘 ➢过往由于筹码结构压力带来的行情压制因素有望逐步消解 ➢AI投研普遍应用将大幅度削减医药知识壁垒和信息差，选股思路直接转向对决未来
资产配置思路	<ul style="list-style-type: none"> ➢具备龙头优势、集中度提升的白马企业 ➢在“一带一路”市场进行前瞻布局出海的企业 ➢创新力足以争夺更大医疗现金流分配比例的企业 	<ul style="list-style-type: none"> ➢指数基金重点配置的股票将构成投资回报率的中位参考 ➢具备长期成长能力的公司将获得更好的长期股价表现 ➢前瞻变化和主题行情将成为主动选股的相对优势

宏观层面：支付侧的总答案——如何构建一个国家的医疗总现金流

中观层面：医药连跌4年的底层变化——资金/资产再平衡

交易层面：指数基金与AI时代到来，医药主动投资何以自处

投资建议：医药投资的论持久战

风险分析

政策与财政补助力度的不确定性

医药产业的发展受到政策影响巨大，而且医疗总现金流需要广义政府支出的支撑，产业政策与财政补助的变化可能对产业发展趋势产生不确定性的影响。

国际政治经济形势变化的风险

医药出海已成为产业趋势，国际政治经济形势成为无法回避的命题。随着全球局势的不确定性日益增加，出海目标市场的销售根基有可能被动摇。

市场资金结构和风险偏好变化的风险

医药股票在全市场的持仓中占据重要地位，其资金面的变化会受到资金结构和风险偏好变化的影响。

临床试验失败的风险

医药产业创新含量愈发增加，而创新性越强的产品失败风险越高，一旦临床试验失败，可能会对公司股价产生不利影响。

衷心 感谢

光大证券研究所



医药生物研究团队

王明瑞

📄 执业证书编号: S0930520080004
☎ 电话: 021-52523867
✉ 邮箱: wangmingrui@ebscn.com

黄素青

📄 执业证书编号: S0930521080001
☎ 电话: 021-52523570
✉ 邮箱: huangsuqing@ebscn.com

曹聪聪

📄 执业证书编号: S0930524040001
☎ 电话: 021-52523807
✉ 邮箱: caocongcong@ebscn.com

张瀚予

📄 执业证书编号: S0930523070010
☎ 电话: 021-52523861
✉ 邮箱: zhanghanyu@ebscn.com

吴佳青

📄 执业证书编号: S0930519120001
☎ 电话: 021-52523697
✉ 邮箱: wujiaqing@ebscn.com

黎一江

📄 执业证书编号: S0930522110001
☎ 电话: 010-57378028
✉ 邮箱: liyijiang@ebscn.com

叶思奥

📄 执业证书编号: S0930523050003
☎ 电话: 021-52523837
✉ 邮箱: yesa@ebscn.com

张杰

📄 执业证书编号: S0930524060001
☎ 电话: 021-52523676
✉ 邮箱: zhangjie66@ebscn.com

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和Everbright Securities(UK) Company Limited是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于1996年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界500强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。