

华创医药投资观点&研究专题周周谈·第111期

医药行业ETF研究系列一

本周专题联系人：朱珂琛

华创医药团队：

首席分析师 郑辰

执业编号：S0360520110002 邮箱：zhengchen@hcyjs.com

联席首席分析师 刘浩

执业编号：S0360520120002 邮箱：liuhao@hcyjs.com

医疗器械组组长 李婵娟

执业编号：S0360520110004 邮箱：lichanjuan@hcyjs.com

中药和流通组组长 高初蕾

执业编号：S0360524070002 邮箱：gaochulei@hcyjs.com

分析师 万梦蝶

执业编号：S0360523080008 邮箱：wanmengdie@hcyjs.com

分析师 王宏雨

执业编号：S0360523080006 邮箱：wanghongyu@hcyjs.com

分析师 朱珂琛

执业编号：S0360524070007 邮箱：zhukechen@hcyjs.com

本报告由华创证券有限责任公司编制

卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议。

请仔细阅读PPT后部分的分析师声明及免责声明。

第一部分

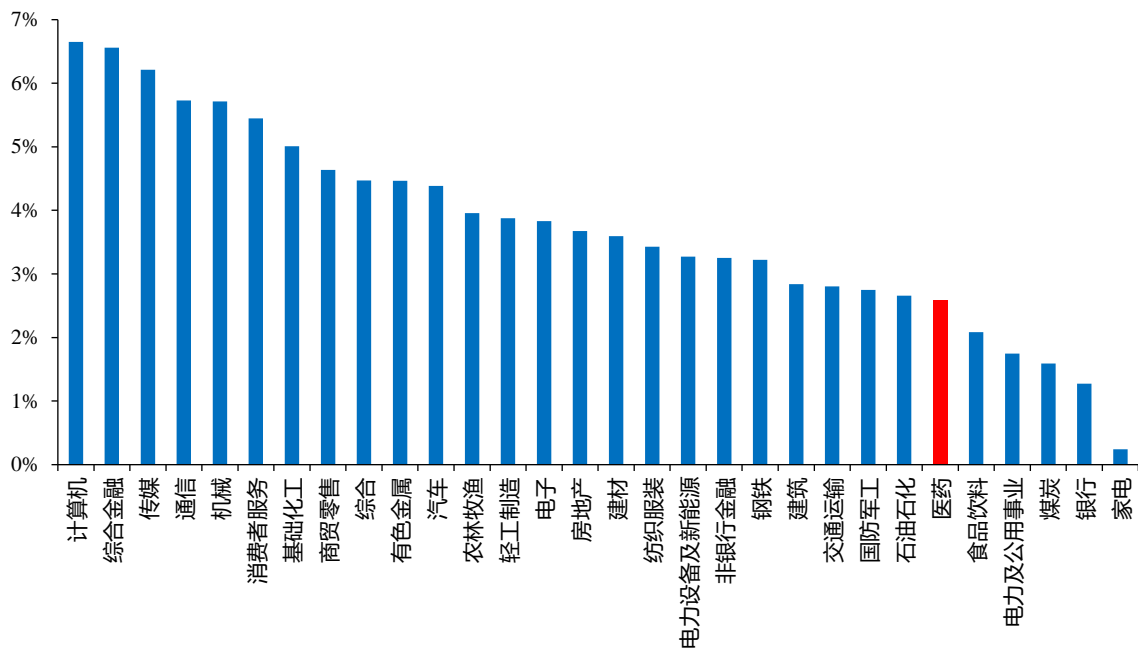
01 行情回顾

02 板块观点和投资组合

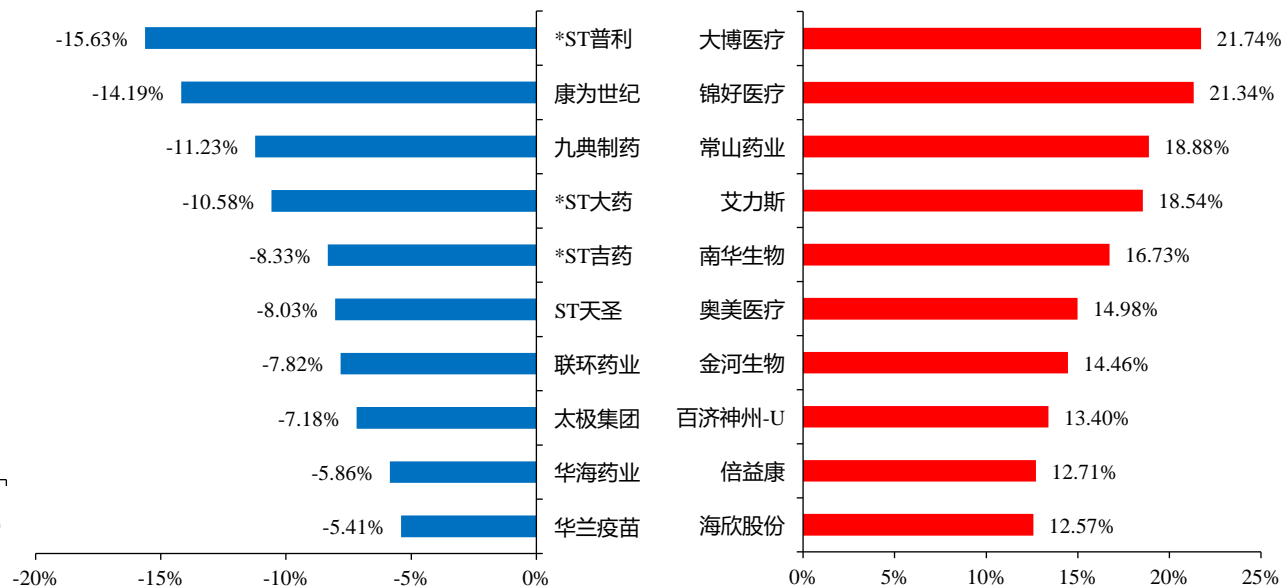
03 行业和个股事件

- 本周，中信医药指数上涨2.58%，跑赢沪深300指数0.44个百分点，在中信30个一级行业中排名第25位。
- 本周涨幅前十名股票为大博医疗、锦好医疗、常山药业、艾力斯、南华生物、奥美医疗、金河生物、百济神州-U、倍益康、海欣股份。
- 本周跌幅前十名股票为*ST普利、康为世纪、九典制药、*ST大药、*ST吉药、ST天圣、联环药业、太极集团、华海药业、华兰疫苗。

本周中信一级行业指数涨跌幅



本周涨幅排名前/后十名的股票



第二部分

01 行情回顾

02 板块观点和投资组合

03 行业和个股事件

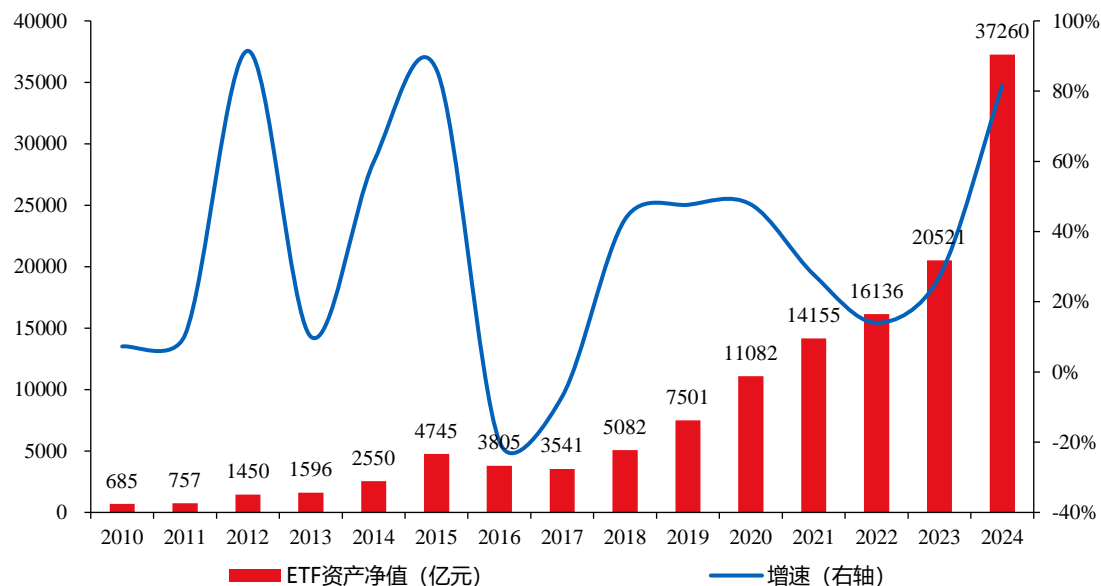
- **整体观点：**当前医药板块的估值处于低位，公募基金（剔除医药基金）对医药板块的配置处于低位，考虑到美债利率等宏观环境因素的积极恢复、大领域大品种对行业的拉动效应，我们对2025医药行业的增长保持乐观。投资机会上，我们认为有望百花齐放。
- **创新药：**看好国内创新药行业从数量逻辑（me-too速度、入组速度等经营指标）向质量逻辑（BIC/FIC等产品指标）转换，迎来产品为王的阶段。2025年，建议更加重视国内差异化和海外国际化的管线，看好最终能够兑现利润的产品和公司。建议关注：恒瑞、百济、贝达、信达、康方、科伦、康宁、诺诚健华、科济、康诺亚、和黄、先声、首药、歌礼、金斯瑞传奇、翰森、荣昌等。
- **医疗器械：**1) 国务院2024年3月发布的设备更新政策正在加速推进，各地方陆续出台具体更新方案，关注订单落地后给相关公司带来的业绩增量，首推迈瑞医疗、澳华内镜、开立医疗、新华医疗、海泰新光；2) IVD关注集采弹性和高增长，首推新产业、安图生物、迪瑞医疗、普门科技；3) 高值耗材关注电生理赛道和骨科赛道。骨科首推春立医疗，关注三友医疗、威高骨科等。电生理关注惠泰医疗、微电生理；4) 低值耗材处于低估值高增长状态，国内受益产品升级及渠道扩张，海外订单逐季度恢复，关注维力医疗、振德医疗；5) 医保控费等环境下，ICL渗透率有望提升，推荐金域医学，关注迪安诊断。
- **创新链（CXO+生命科学服务）：**海外投融资有望持续回暖，国内投融资底部盘整有望触底回升，创新链浪潮正在来临，底部反转正在开启。CXO：产业周期或趋势向上，目前已传导至订单面，有望逐渐明显传导至业绩面，25年有望重回高增长车道。生命科学服务：行业需求有所复苏，供给端出清持续，此前加杠杆式经营模式，相关公司有望在进入投入回报期后带来高利润弹性。长期来看，行业渗透率仍非常低，国产替代依旧大趋势。此外，并购整合助力公司做大做强有望成为贯穿板块生命周期的一条主线。
- **医药工业：**特色原料药行业成本端有望迎来改善，估值已处于近十年低位，行业有望迎来新一轮成长周期。建议关注重磅品种专利到期带来的新增量和纵向拓展制剂逐步进入兑现期的企业。建议关注同和药业、天宇股份、华海药业。

- **中药：**1) 基药：目录颁布虽有迟到，但预计不会缺席，考虑到独家基药增速远高于非基药，预计未来市场会反复博弈基药主线，建议关注昆药集团、康缘药业、康恩贝，相关弹性标的还有方盛制药、盘龙药业、贵州三力、新天药业、立方制药等；2) 国企改革：2024年以来央企考核体系调整后更重视ROE指标，有望带动基本面大幅提升，建议重点关注昆药集团；其他优质标的还包括太极集团、康恩贝、东阿阿胶、达仁堂、江中药业、华润三九等；3) 其他：新版医保目录解限品种，如康缘药业等；兼具老龄化属性+中药渗透率提升+医保免疫的OTC企业，建议关注确定性强的细分适应症龙头以及高分红标的，如片仔癀、同仁堂、东阿阿胶、达仁堂、羚锐制药（高分红）、江中药业（高分红）、马应龙等；具备爆款特质的潜力大单品：以岭药业（八子补肾）、太极集团（藿香正气、人工虫草）、健民集团（体培牛黄）等。
- **药房：**展望2025年，考虑到处方外流+格局优化等核心逻辑有望显著增强，结合估值处于历史底部，我们坚定看好药房板块投资机会，具体为1) 处方外流或提速：“门诊统筹+互联网处方”已成为当下处方外流的较优解，更多省份有望跟进；同时各省电子处方流转平台逐步建成，前提条件已经具备，处方外流或进入倒计时；2) 竞争格局有望优化：随着B2C、O2O增速放缓，药房与线上的竞争中逐渐由弱势回归均势，悲观时期已经过去，线上线下融合大潮或将加速到来；此外，相较于中小药房，上市连锁具备显著优势，线下集中度稳步提升趋势明确。综合来看，我们建议关注老百姓、益丰药房、大参林、漱玉平民、健之佳、一心堂，排名不分先后。
- **医疗服务：**反腐+集采净化医疗市场环境，有望完善医疗行业市场机制、推进医生多点执业，在长周期下民营医疗综合竞争力有望显著提升；同时商保+自费医疗的快速扩容，有望为民营医疗带来更多差异化竞争优势。建议关注：1、固生堂：需求旺盛且复制性强的中医赛道龙头；2、眼科：华夏眼科、普瑞眼科、爱尔眼科等；3、其他细分赛道龙头：海吉亚医疗、国际医学、通策医疗、三星医疗、锦欣生殖。
- **血制品：**十四五期间浆站审批倾向宽松，采浆空间进一步打开，各企业品种丰富度不断提升、产能稳步扩张，行业中长期成长路径清晰。随着疫情的放开，血制品行业供给端和需求端均有较大弹性有待释放，各公司业绩也有望逐步改善。建议关注天坛生物、博雅生物。

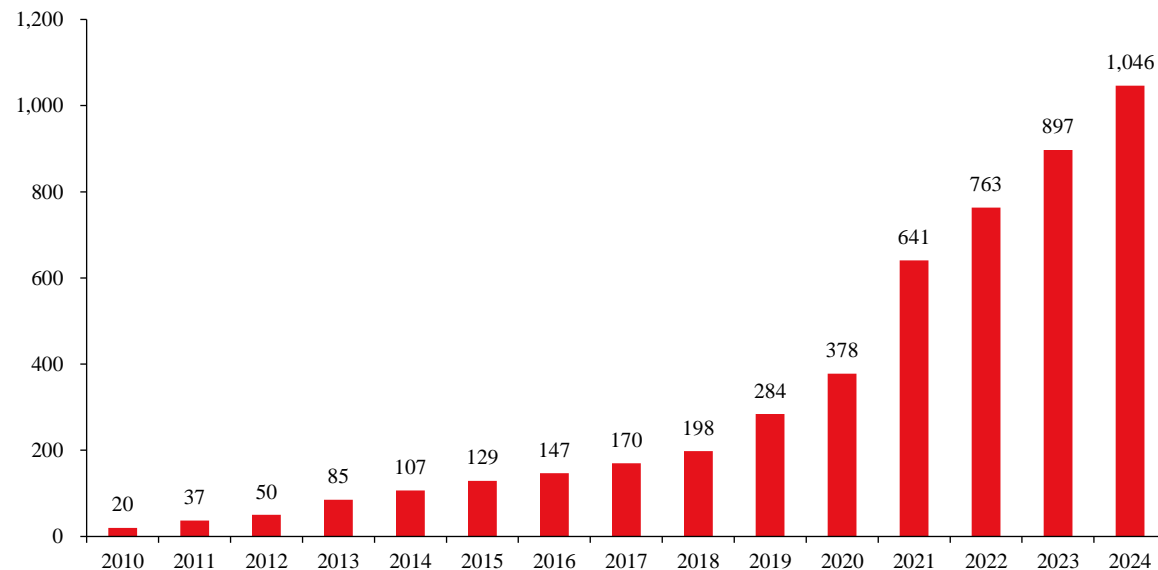
ETF已成为目前行业或主题投资的重要工具

- 交易型开放式指数基金（Exchange Traded Fund, ETF）是一种在交易所上市交易的、基金份额可变的开放式基金，提供了一种既具有多样化投资组合的优势又拥有股票自由买卖特点的投资工具。
- ETF设计的初衷在于紧密追踪某一特定指数（包括股票指数、债券指数、商品指数、货币等等）的表现，ETF的收益情况与所跟踪指数的涨跌密切相关。基于跟踪指数的类型，ETF可分为股票型、债券型、货币型、商品型、QDII型，因此投资者如果看好某一行业或方向，可直接投资相关的ETF。
- 近年来，国内ETF市场快速成长，截至2024年底沪深两市共发行了1046支ETF产品（剔除ETF联接基金产品），合计规模达到37260亿元（剔除ETF联接基金市值），同比增长82%，其中股票型ETF规模28876亿元，占比达到78%。

中国ETF市场规模及增速



中国ETF产品数量



ETF投资的评估标准1：基金规模与流动性

- 1) 理想的ETF应具有规模大、流动性好的特征。规模较小的ETF基金可能存在流动性风险，而大规模的ETF基金则能够提供更好的流动性和抗风险能力，更好地应对赎回减少交易的冲击成本等。
- 具体而言，规模大的ETF基金一方面本身就代表了市场投资者的高度认可，另一方面也相应匹配更高的成交量以及更多的现金储备，从而体现出更好的流动性。
- 我们选择跟踪沪深300指数的ETF产品进行比较，目前规模最大的华泰柏瑞沪深300ETF (510300.SH) 体量达到3975.5亿元，2024年日均交易额达53.4亿元，超过其余沪深300ETF产品日均交易量之和，因此投资者更容易买入或者卖出。同时华泰柏瑞沪深300ETF拥有13.15亿元现金储备，能够灵活应对投资者的赎回需求。

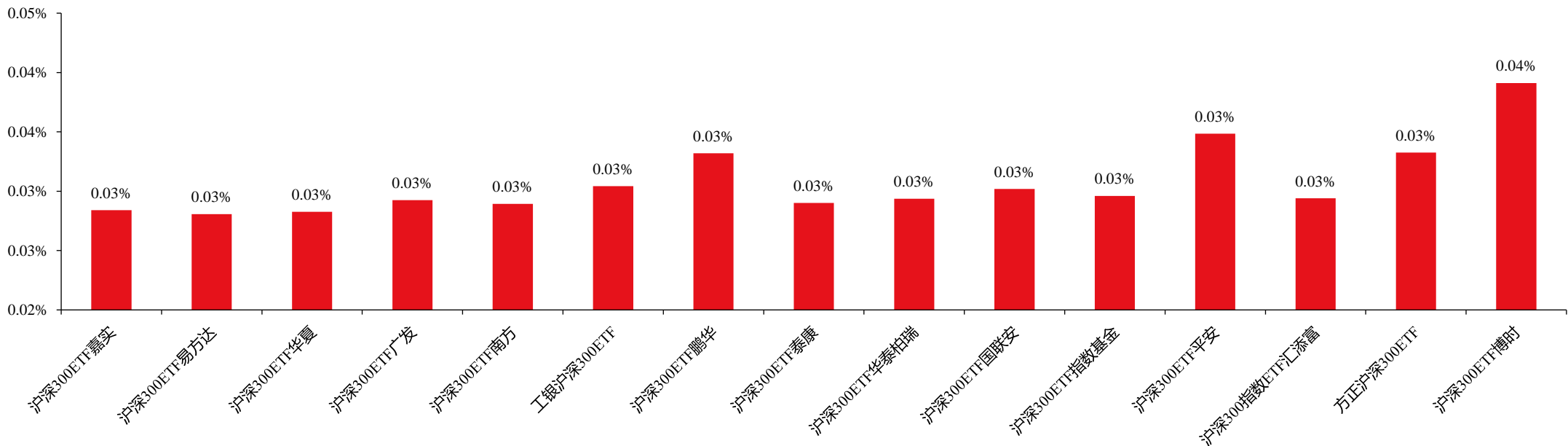
■ 沪深300ETF产品流动性情况

代码	名称	基金管理公司	基金规模 (亿元)	2024年日均成交量 (亿元)	银行存款 (亿元)
510300.SH	沪深300ETF	华泰柏瑞基金	3975.5	53.4	13.15
510310.SH	沪深300ETF易方达	易方达基金	2634.5	18.2	7.92
510330.SH	沪深300ETF华夏	华夏基金	1670.7	11.0	4.37
159919.SZ	沪深300ETF	嘉实基金	1637.3	15.5	11.65
510360.SH	沪深300ETF基金	广发基金	87.8	1.1	0.27
159925.SZ	沪深300ETF南方	南方基金	63.5	1.7	0.12
515660.SH	沪深300ETF国联安	国联安基金	58.7	0.0	0.25
510350.SH	工银沪深300ETF	工银瑞信基金	52.5	0.4	0.38
515380.SH	沪深300ETF泰康	泰康基金	40.9	0.7	0.11
159673.SZ	沪深300ETF鹏华	鹏华基金	40.4	0.4	0.51
515390.SH	沪深300ETF指数基金	华安基金	6.5	0.3	0.11
510390.SH	沪深300ETF平安	平安基金	6.4	0.1	0.07
515310.SH	沪深300指数ETF	汇添富基金	3.9	0.2	0.04
515360.SH	方正沪深300ETF	方正富邦基金	1.5	0.0	0.03
515130.SH	沪深300ETF博时	博时基金	1.1	0.1	0.05
562320.SH	沪深300价值ETF	银华基金	0.5	0.1	0.01
560330.SH	沪深300价值ETF申万菱信	申万菱信基金	0.3	0.1	0.01

ETF投资的评估标准2：跟踪误差与偏离度

- 2) ETF产品应保持较小的跟踪误差和较低的跟踪偏离度。理想的ETF基金能够完美跟踪指数，投资者不希望买到偏离指数严重的ETF，因此跟踪误差（Tracking Error）和跟踪偏离度（Tracking Difference）也是ETF基金的核心评价指标。
- 其ETF基金的跟踪误差，是指某一时间段内，ETF相对于标的指数收益差异的标准差；跟踪偏离度是指ETF基金收益率与基准指数收益率之间的差异。
- 我们仍然以跟踪沪深300的ETF产品为例，2024年易方达沪深300ETF（510310.SH）跟踪误差仅0.0281%，为目前跟踪误差最小的沪深300 ETF产品。

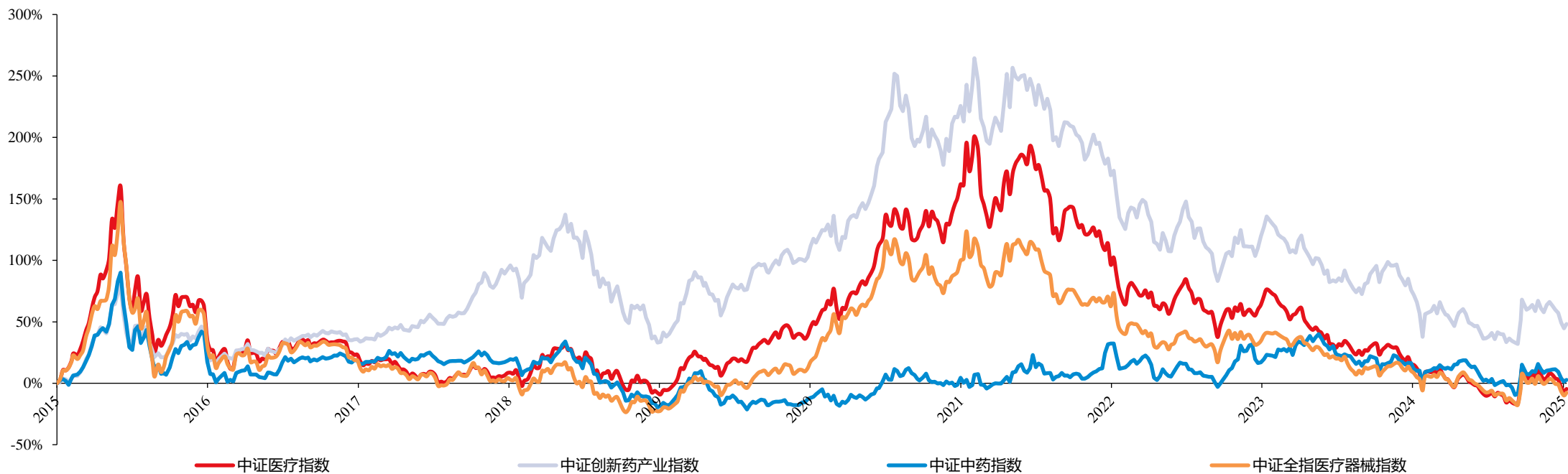
2024年沪深300ETF产品跟踪误差率



ETF投资的评估标准3：所属行业景气度

- 3) 所属行业景气度高。尽管ETF基金追求的是 β 收益，但不同行业景气度也存在差异，跟踪高景气度行业的ETF基金往往更容易取得超额收益。
- 例如，在医药行业中，景气度最高、弹性最大的一般为创新药，相较于其他细分行业，ETF收益弹性会更明显。创新药A股主要跟踪的指数为中证创新药产业指数（931152.CSI），其成立以来的表现则比中证中药指数（930641.CSI）、中证全指医疗器械指数（H30217.CSI）等同类细分行业指数或中证医疗指数（399989.SZ）等行业综合指数表现更好，相应的创新药ETF收益也会更高。

不同医药指数收益率表现（2015年至今）



ETF投资的评估标准4：成分股质量

- 4) **ETF编制应当选择质量更高的成分股。**ETF跟踪指数的编制方案多选择板块内市值靠前、经营稳健的优质白马公司，投资者也希望买到成分股优质且集中的ETF产品。
- 以医药ETF为例，规模前十大的医药ETF持仓的标的的基本均为药明康德、恒瑞医药、迈瑞医疗等细分行业龙头。

沪深300ETF产品梳理

代码	名称	基金管理公司	基金规模 (亿元)	前十大 重仓占比	前十大重仓股明细									
					第一	第二	第三	第四	第五	第六	第七	第八	第九	第十
512170.SH	医疗ETF	华宝基金	278.8	55.2%	药明康德	爱尔眼科	迈瑞医疗	联影医疗	爱美客	泰格医药	惠泰医疗	康龙化成	新产业	鱼跃医疗
512010.SH	医药ETF	易方达基金	215.9	66.4%	恒瑞医药	迈瑞医疗	药明康德	片仔癀	爱尔眼科	云南白药	联影医疗	上海莱士	新和成	智飞生物
159992.SZ	创新药ETF	银华基金	83.6	50.5%	恒瑞医药	药明康德	智飞生物	泰格医药	长春高新	科伦药业	复星医药	万泰生物	华东医药	康龙化成
159938.SZ	医药卫生ETF	广发基金	52.0	38.2%	恒瑞医药	迈瑞医疗	药明康德	片仔癀	爱尔眼科	云南白药	联影医疗	上海莱士	新和成	智飞生物
512290.SH	生物医药ETF	国泰基金	41.8	73.4%	恒瑞医药	药明康德	迈瑞医疗	上海莱士	智飞生物	长春高新	万泰生物	天坛生物	新产业	沃森生物
515120.SH	创新药ETF	广发基金	34.7	50.5%	恒瑞医药	药明康德	智飞生物	科伦药业	泰格医药	长春高新	复星医药	万泰生物	华东医药	康龙化成
159859.SZ	生物医药ETF	天弘基金	31.7	61.7%	药明康德	智飞生物	泰格医药	上海莱士	复星医药	长春高新	爱美客	万泰生物	康龙化成	天坛生物
159828.SZ	医疗ETF	国泰基金	24.6	55.0%	药明康德	爱尔眼科	迈瑞医疗	联影医疗	泰格医药	爱美客	惠泰医疗	康龙化成	新产业	鱼跃医疗
560080.SH	中药ETF	汇添富基金	23.4	55.9%	片仔癀	云南白药	同仁堂	东阿阿胶	华润三九	白云山	吉林敖东	以岭药业	天士力	济川药业
159929.SZ	医药ETF	汇添富基金	21.9	44.1%	恒瑞医药	迈瑞医疗	药明康德	片仔癀	爱尔眼科	云南白药	联影医疗	上海莱士	新和成	智飞生物

医药ETF的特殊之处：种类多且差异性大

- 医药行业的覆盖领域较为广泛，申万医药指数共有6个二级子行业，15个三级子行业，不同子行业之间又具有明显差异性，因而行情走势也相对独立，这也导致了医药相关的ETF基金种类也更加丰富。
- 例如，根据细分行业的不同，医药ETF既包括跟踪医药指数的综合性ETF，也有跟踪细分行业指数的ETF，包括创新药ETF、中药ETF、疫苗ETF、器械ETF等。又如，根据市场的不同，医药ETF包括美股市场ETF、港股ETF、沪港深综合ETF。

医药ETF划分（依据市场）

市场划分	对应ETF	跟踪指数	市场划分	对应ETF	跟踪指数
A股	沪深ETF	中证创新药产业指数	A股	沪深ETF	沪深300医药卫生指数
		中证全指医疗器械指数			国证生物医药指数
		中证全指医疗保健设备与服务指数			国证公共卫生与医疗健康指数
		中证疫苗与生物技术指数	H股	港股ETF	中证香港创新药指数
		国证疫苗与生物科技指数			中证港股通创新药指数
		中证中药指数			恒生创新药指数
		中证医药卫生指数			国证港股通创新药指数
		中证医药健康100策略指数			中证港股通医药卫生综合指数
		中证医药及医疗器械创新指数			恒生医疗保健指数
		中证医药50指数	A+H股	沪深港ETF	恒生生物科技指数
		中证医疗指数			恒生港股通医疗保健指数
		中证细分医药产业主题指数			中证沪港深创新药产业指数
		中证生物医药指数	美股	美股ETF	恒生沪深港创新药精选50指数
		中证生物科技主题指数			中证沪港深500医药卫生指数
		中证全指医药卫生指数			纳斯达克生物科技指数
上证医药卫生行业指数			标普生物科技精选行业指数		
上证科创板生物医药指数					

医药ETF划分（依据行业）

行业划分	对应ETF	跟踪指数
创新药	创新药ETF	中证香港创新药指数
		中证沪港深创新药产业指数
		中证港股通创新药指数
		中证创新药产业指数
		恒生沪深港创新药精选50指数
		恒生创新药指数
医疗器械	医疗器械ETF	国证港股通创新药指数
医疗器械+医疗服务	器械服务ETF	中证全指医疗器械指数
疫苗	疫苗ETF	中证全指医疗保健设备与服务指数
中药	中药ETF	中证疫苗与生物技术指数
行业综合	综合性ETF	国证疫苗与生物科技指数
		中证中药指数
		中证医药卫生指数
		中证医药健康100策略指数
		中证医药及医疗器械创新指数
		中证医药50指数
		中证医疗指数
		中证细分医药产业主题指数
		中证生物医药指数
		中证生物科技主题指数
		中证全指医药卫生指数
		中证沪港深500医药卫生指数
		中证港股通医药卫生综合指数
		上证医药卫生行业指数
		上证科创板生物医药指数
		纳斯达克生物科技指数
		标普生物科技精选行业指数
		沪深300医药卫生指数
恒生医疗保健指数		
恒生生物科技指数		
恒生港股通医疗保健指数		
国证生物医药指数		
国证公共卫生与医疗健康指数		

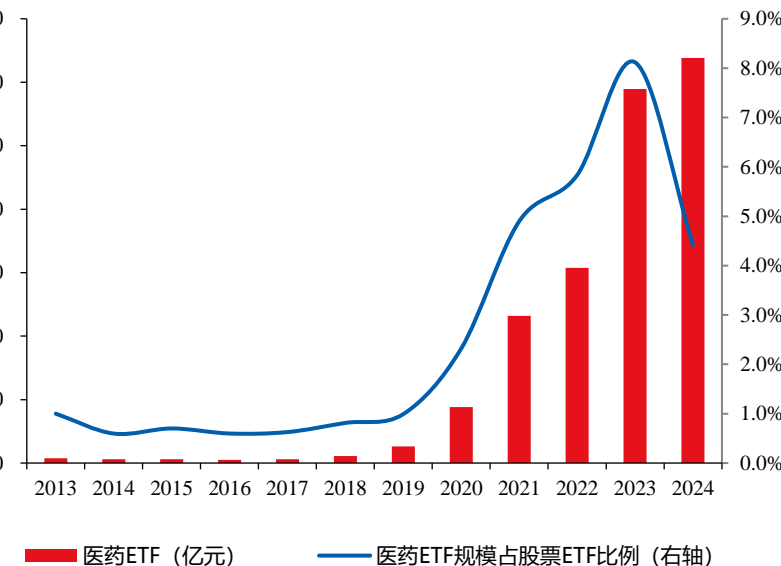
医药ETF的特殊之处：行业四年熊市，ETF发展慢于其他行业

- 医药板块处于四年多的熊市周期，相关ETF规模小，成交差。根据Wind数据，2024年末医药ETF规模仅1276.1亿元，占市场内股票型ETF规模仅4.4%，由于医药行情较差，这一比例相较于2023年减少3.7%。而2024年底医药行业总市值6.15万亿元，占A股总市值的比例为7.2%。长期以来，医药ETF占股票型ETF的比例低于医药行业总市值占A股总市值的比例，也反应出医药ETF发展的缓慢。
- 医药ETF规模随着医药行业的基本面逐渐改善和反转，相关ETF本身会有收益提升，投资者为追求收益而不断申购ETF基金，使得ETF规模扩大。ETF在规模扩大后将增量资金按照指数编制方案分配到具体标的上，个股股价也会迎来强劲的ETF资金面支撑，进而在未来某个阶段形成正反馈。

医药（中信）指数走势及PE (TTM)



医药ETF市场规模变化



医药行业市值变化



本周关注：医药行业ETF研究系列一

医药ETF概览：产品丰富，投资可选机会大

- 截至2024年底，A股场内交易的医药ETF共74个，产品种类丰富。

代码	名称	行业分类	比较基准	管理公司	现任基金经理	成立日期	基金规模 (亿元)	日均交易量 (亿元)	现金储备率
512170.SH	医疗ETF	行业综合	中证医疗指数	华宝基金	胡洁	2019-05-20	278.8	5.0	27%
512010.SH	医药ETF	行业综合	沪深300医药卫生指数	易方达基金	余海燕	2013-09-23	215.9	5.6	19%
513060.SH	恒生医疗ETF	行业综合	恒生医疗保健指数	博时基金	万琼	2021-03-18	131.6	10.2	20%
159992.SZ	创新药ETF	创新药	中证创新药产业指数	银华基金	马君,王帅	2020-03-20	83.6	2.9	26%
513120.SH	港股创新药ETF	创新药	中证香港创新药指数	广发基金	刘杰	2022-07-01	68.1	12.1	27%
159938.SZ	医药卫生ETF	行业综合	中证全指医药卫生指数	广发基金	霍华明	2014-12-01	52.0	0.5	27%
512290.SH	生物医药ETF	行业综合	中证生物医药指数	国泰基金	梁杏,黄岳	2019-04-18	41.8	0.8	26%
159892.SZ	恒生医药ETF	行业综合	恒生生物科技指数	华夏基金	赵宗庭	2021-09-29	38.3	3.5	14%
515120.SH	创新药ETF	创新药	中证创新药产业指数	广发基金	罗国庆	2020-12-03	34.7	1.0	27%
159859.SZ	生物医药ETF	行业综合	国证生物医药指数	天弘基金	贺雨轩	2021-06-24	31.7	0.7	47%
159828.SZ	医疗ETF	行业综合	中证医疗指数	国泰基金	梁杏,黄岳	2020-12-24	24.6	0.6	26%
560080.SH	中药ETF	中药	中证中药指数	汇添富基金	过蓓蓓	2022-09-26	23.4	0.6	26%
159929.SZ	医药ETF	行业综合	中证医药卫生指数	汇添富基金	过蓓蓓	2013-08-23	21.9	0.7	26%
159883.SZ	医疗器械ETF	医疗器械	中证全指医疗器械指数	永赢基金	储可凡	2021-04-22	19.0	0.4	15%
513200.SH	港股通医药ETF	行业综合	中证港股通医药卫生综合指数	易方达基金	成曦,伍臣东	2022-01-19	18.7	1.0	19%
560260.SH	医疗ETF龙头	行业综合	中证医疗指数	广发基金	霍华明	2023-09-06	17.0	0.1	27%
516820.SH	医疗创新ETF	行业综合	中证医药及医疗器械创新指数	平安基金	翁欣	2021-06-09	14.3	0.4	24%
159837.SZ	生物科技ETF	行业综合	中证生物科技主题指数	易方达基金	张湛	2021-01-14	13.7	0.2	19%
513290.SH	纳指生物科技ETF	行业综合	纳斯达克生物科技指数	汇添富基金	过蓓蓓	2022-08-15	13.6	0.9	26%
159502.SZ	标普生物科技ETF	行业综合	标普生物科技精选行业指数	嘉实基金	张钟玉	2023-12-26	10.1	0.8	23%
159647.SZ	中药ETF	中药	中证中药指数	鹏华基金	张羽翔	2022-07-20	8.9	0.4	16%
515950.SH	医药龙头ETF	行业综合	中证医药50指数	富国基金	王乐乐	2020-03-16	8.0	0.2	20%
159847.SZ	医疗ETF易方达	行业综合	中证医疗指数	易方达基金	张湛	2021-07-08	7.8	0.1	19%

本周关注：医药行业ETF研究系列一

医药ETF概览：产品丰富，投资可选机会大

- 截至2024年底，A股场内交易的医药ETF共74个，产品种类丰富。

代码	名称	行业分类	比较基准	管理公司	现任基金经理	成立日期	基金规模 (亿元)	日均交易量 (亿元)	现金储备率
513700.SH	香港医药ETF	行业综合	中证港股通医药卫生综合指数	鹏华基金	张羽翔	2021-07-13	7.5	0.6	16%
159839.SZ	生物药ETF	行业综合	国证生物医药指数	汇添富基金	过蓓蓓,罗昊	2021-02-01	5.4	0.2	26%
159506.SZ	恒生医疗ETF	行业综合	恒生港股通医疗保健指数	富国基金	田希蒙	2023-06-14	5.4	1.2	20%
512120.SH	医药50ETF	行业综合	中证细分医药产业主题指数	华安基金	苏卿云	2013-12-04	3.9	0.1	28%
159615.SZ	恒生生物科技ETF	行业综合	恒生生物科技指数	南方基金	朱恒红	2022-06-17	3.9	0.6	26%
159570.SZ	港股通创新药ETF	创新药	国证港股通创新药指数	汇添富基金	乐无穹	2023-12-28	3.5	0.5	26%
562860.SH	生物疫苗ETF	疫苗	中证疫苗与生物技术指数	嘉实基金	王紫茵	2023-02-16	3.5	0.1	23%
517120.SH	沪港深创新药ETF	创新药	中证沪港深创新药产业指数	华泰柏瑞基金	谭弘翔	2021-07-08	3.5	0.1	9%
516080.SH	创新药ETF易方达	创新药	中证创新药产业指数	易方达基金	伍臣东	2021-02-03	3.2	0.1	19%
159748.SZ	创新药ETF富国	创新药	中证沪港深创新药产业指数	富国基金	蔡卡尔	2021-11-24	2.9	0.1	20%
517380.SH	创新药沪港深ETF	创新药	恒生沪港深创新药精选50指数	天弘基金	贺雨轩	2021-07-27	2.7	0.1	47%
515960.SH	医药健康ETF	行业综合	中证医药健康100策略指数	嘉实基金	王紫茵	2020-04-24	2.6	0.1	23%
520700.SH	港股创新药ETF基金	创新药	中证港股通创新药指数	万家基金	杨坤	2024-09-13	2.5	0.1	38%
588860.SH	科创医药ETF	行业综合	上证科创板生物医药指数	工银瑞信基金	史宝琰	2024-08-08	2.5	0.6	30%
513780.SH	港股创新药50ETF	创新药	中证港股通创新药指数	景顺长城基金	金璜,张晓南	2024-10-16	2.4	0.1	19%
159838.SZ	医药ETF基金	行业综合	中证医药50指数	博时基金	赵云阳	2021-07-22	2.2	0.0	20%
159858.SZ	创新药ETF基金	创新药	中证创新药产业指数	南方基金	朱恒红	2021-03-12	2.2	0.1	26%
513280.SH	恒生生物科技ETF	行业综合	恒生生物科技指数	汇添富基金	乐无穹	2022-07-05	2.2	0.3	26%
159567.SZ	港股创新药ETF	创新药	国证港股通创新药指数	银华基金	马君	2024-01-03	2.1	0.9	26%
159718.SZ	港股医药ETF	行业综合	中证港股通医药卫生综合指数	平安基金	翁欣	2021-12-16	2.0	0.3	24%
520500.SH	恒生创新药ETF	创新药	恒生创新药指数	华泰柏瑞基金	李茜	2024-12-16	2.0	0.6	9%
560900.SH	创新药企ETF	创新药	中证创新药产业指数	摩根基金	胡迪,毛时超	2022-05-19	1.9	0.0	18%
517110.SH	创新药沪港深ETF	创新药	中证沪港深创新药产业指数	国泰基金	梁杏	2021-09-08	1.8	0.0	26%
159898.SZ	医疗器械指数ETF	医疗器械	中证全指医疗器械指数	招商基金	许荣漫	2021-05-27	1.8	0.1	13%
159657.SZ	生物疫苗ETF	疫苗	国证疫苗与生物科技指数	鹏华基金	陈龙,林嵩	2023-02-22	1.5	0.0	16%

本周关注：医药行业ETF研究系列一

医药ETF概览：产品丰富，投资可选机会大

- 截至2024年底，A股场内交易的医药ETF共74个，产品种类丰富。

代码	名称	行业分类	比较基准	管理公司	现任基金经理	成立日期	基金规模 (亿元)	日均交易量 (亿元)	现金储备率
159873.SZ	医疗设备ETF	医疗器械+医疗服务	中证全指医疗保健设备与服务指数	天弘基金	贺雨轩	2021-03-16	1.5	0.1	47%
159622.SZ	创新药ETF沪港深	创新药	中证沪港深创新药产业指数	西藏东财基金	吴逸	2023-04-21	1.4	0.1	5%
516060.SH	创新药产业ETF	创新药	中证创新药产业指数	工银瑞信基金	史宝琰	2021-02-09	1.4	0.0	30%
159557.SZ	恒生医疗指数ETF	行业综合	恒生医疗保健指数	嘉实基金	王紫茵	2024-05-07	1.4	0.1	23%
159891.SZ	医疗ETF基金	医疗器械+医疗服务	中证全指医疗保健设备与服务指数	建信基金	龚佳佳	2021-05-27	1.3	0.0	32%
159776.SZ	港股通医药ETF	行业综合	中证港股通医药卫生综合指数	银华基金	马君	2022-03-07	1.3	0.3	26%
516790.SH	医疗保健ETF	医疗器械+医疗服务	中证全指医疗保健设备与服务指数	华泰柏瑞基金	谭弘翔	2021-08-12	1.2	0.0	9%
561510.SH	中医药ETF	中药	中证中药指数	华泰柏瑞基金	谭弘翔	2022-07-26	1.1	0.1	9%
510660.SH	医药卫生ETF	行业综合	上证医药卫生行业指数	华夏基金	司帆	2013-03-28	1.1	0.0	14%
588700.SH	科创医药指数ETF	行业综合	上证科创板生物医药指数	嘉实基金	王紫茵	2023-12-27	1.1	0.2	23%
516500.SH	生物科技ETF	行业综合	中证生物科技主题指数	华夏基金	李俊	2021-03-04	1.0	0.0	14%
159835.SZ	创新药50ETF	创新药	中证创新药产业指数	建信基金	龚佳佳	2021-03-11	1.0	0.0	32%
159760.SZ	医疗健康ETF泰康	行业综合	国证公共卫生与医疗健康指数	泰康基金	魏军	2021-12-06	0.9	0.0	19%
159877.SZ	医疗产业ETF	医疗器械+医疗服务	中证全指医疗保健设备与服务指数	南方基金	朱恒红	2021-10-22	0.8	0.0	26%
159303.SZ	恒生医疗ETF基金	行业综合	恒生医疗保健指数	大成基金	冉凌浩	2024-06-18	0.8	0.1	28%
562390.SH	中药50ETF	中药	中证中药指数	银华基金	马君	2022-07-20	0.8	0.0	26%
159849.SZ	生物科技指数ETF	行业综合	中证生物科技主题指数	招商基金	房俊一	2021-02-08	0.8	0.0	13%
516610.SH	医疗服务ETF	医疗器械+医疗服务	中证全指医疗保健设备与服务指数	大成基金	刘淼,李绍	2021-04-29	0.8	0.0	28%
562600.SH	医疗器械ETF	医疗器械	中证全指医疗器械指数	华夏基金	华龙	2023-11-23	0.7	0.0	14%
159643.SZ	疫苗ETF	疫苗	国证疫苗与生物科技指数	国泰基金	苗梦羽	2022-08-10	0.7	0.1	26%
159797.SZ	医疗器械ETF基金	医疗器械	中证全指医疗器械指数	汇添富基金	董瑾	2022-04-28	0.6	0.0	26%
516930.SH	生物科技ETF基金	行业综合	中证生物科技主题指数	民生加银基金	周帅	2021-08-05	0.4	0.0	6%
517990.SH	医药ETF沪港深	行业综合	中证沪港深500医药卫生指数	招商基金	许荣漫	2022-05-09	0.3	0.0	13%
159508.SZ	生物医药ETF基金	行业综合	国证生物医药指数	华安基金	苏卿云	2023-06-29	0.2	0.0	28%
159645.SZ	疫苗ETF富国	疫苗	国证疫苗与生物科技指数	富国基金	蔡卡尔	2022-09-16	0.2	0.0	20%
561920.SH	疫苗龙头ETF	疫苗	中证疫苗与生物技术指数	招商基金	侯昊	2023-03-15	0.2	0.0	13%

建议关注的医药ETF方向

- 我们认为，医药板块在历经四年熊市的深度调整，中信医药指数从2021年高点至2024年9月医药指数跌幅达到64%，中信医药指数的PE也从高点80X以上下降至30X-40X的区间。2020年以来公募基金的医药持仓比例从17.1%下降至10.8%，处于持续低配状态。而医药的基本面的确有持续改善的迹象，例如，院端反腐高压态势已进入收尾阶段、医疗设备更新启动、鼓励支持创新和创新产业链的政策持续出台等等。因此，我们认为，医药当前具备基本面拐点、长期空间大、股价四年低迷、机构低配、估值历史低位的显著特征，当下低位，医药行业无疑具备较好的投资机会。
- 从ETF投资的角度看：**第一**，建议关注景气度较高的创新药ETF方向，并且基于产品规模、流动性、跟踪误差等评价标准选择的更加优质的创新药ETF。具体来看，A股创新药ETF建议关注创新药ETF银华（159992.SZ）、创新药ETF广发（515120.SH）等规模大、流动性好、现金储备丰富、日成交活跃、跟踪误差相对较小的产品；港股创新药ETF建议关注港股创新药ETF广发（513120.SH）等产品。

创新药ETF汇总

跟踪指数	代码	名称	管理公司	现任基金经理	成立日期	基金规模 (亿元)	2024年回报率	日均交易量 (亿元)	现金储备率	2024年跟踪误差
中证创新药产业指数	159992.SZ	创新药ETF	银华基金	马君,王帅	2020-03-20	83.6	-15.5%	1.7	26%	0.041%
	515120.SH	创新药ETF	广发基金	罗国庆	2020-12-03	34.7	-15.6%	0.7	27%	0.030%
	516080.SH	创新药ETF易方达	易方达基金	伍臣东	2021-02-03	3.2	-13.7%	0.1	19%	0.041%
	159858.SZ	创新药ETF基金	南方基金	朱恒红	2021-03-12	2.2	-15.3%	0.1	26%	0.028%
	560900.SH	创新药企ETF	摩根基金	胡迪,毛时超	2022-05-19	1.9	-15.5%	0.0	18%	0.028%
	516060.SH	创新药产业ETF	工银瑞信基金	史宝琰	2021-02-09	1.4	-15.4%	0.0	30%	0.035%
中证沪港深创新药产业指数	159835.SZ	创新药50ETF	建信基金	龚佳佳	2021-03-11	1.0	-15.8%	0.0	32%	0.063%
	517120.SH	沪港深创新药ETF	华泰柏瑞基金	谭弘翔	2021-07-08	3.5	-13.3%	0.0	9%	0.307%
	159748.SZ	创新药ETF富国	富国基金	蔡卡尔	2021-11-24	2.9	-15.1%	0.0	20%	0.309%
	517110.SH	创新药沪深港ETF	国泰基金	梁杏	2021-09-08	1.8	-15.1%	0.0	26%	0.317%
恒生创新药指数	520500.SH	恒生创新药ETF	华泰柏瑞基金	李茜	2024-12-16	2.0	-0.3%	0.3	9%	0.519%
中证香港创新药指数	513120.SH	港股创新药ETF	广发基金	刘杰	2022-07-01	68.1	-8.8%	5.1	27%	0.915%
国证港股通创新药指数	159570.SZ	港股通创新药ETF	汇添富基金	乐无穹	2023-12-28	3.5	11.9%	0.2	26%	0.974%
	159567.SZ	港股创新药ETF	银华基金	马君	2024-01-03	2.1	-4.9%	0.3	26%	0.917%
恒生沪深港创新药精选50指数	517380.SH	创新药沪港深ETF	天弘基金	贺雨轩	2021-07-27	2.7	-9.4%	0.0	47%	0.185%
中证港股通创新药指数	520700.SH	港股创新药ETF基金	万家基金	杨坤	2024-09-13	2.5	-7.6%	0.0	38%	1.279%
	513780.SH	港股创新药50ETF	景顺长城基金	金璜,张晓南	2024-10-16	2.4	-7.7%	0.0	19%	0.450%

本周关注：医药行业ETF研究系列一

建议关注的医药ETF方向

- 第二，鉴于当前医药整体都具有较好配置价值，跟踪表现更加优秀的综合性医药指数的ETF产品也有望获得较为积极且稳健的收益，建议关注医疗ETF华宝（512170.SH）、医疗ETF国泰（159828.SZ）、医药ETF易方达（512010.SH）等产品。

跟踪指数	代码	名称	管理公司	现任基金经理	成立日期	基金规模 (亿元)	2024年回报率	日均交易量 (亿元)	现金储备率	跟踪误差
中证医疗指数	512170.SH	医疗ETF	华宝基金	胡洁	2019-05-20	278.8	-16.4%	5.0	27%	0.04%
	159828.SZ	医疗ETF	国泰基金	梁杏, 黄岳	2020-12-24	24.6	-16.6%	0.6	26%	0.04%
	560260.SH	医疗ETF龙头	广发基金	霍华明	2023-09-06	17.0	-16.3%	0.1	27%	0.03%
	159847.SZ	医疗ETF易方达	易方达基金	张湛	2021-07-08	7.8	-14.7%	0.1	19%	0.04%
沪深300医药卫生指数	512010.SH	医药ETF	易方达基金	余海燕	2013-09-23	215.9	-12.2%	5.6	19%	0.03%
中证全指医药卫生指数	159938.SZ	医药卫生ETF	广发基金	霍华明	2014-12-01	52.0	-12.4%	0.5	27%	0.02%
中证生物医药指数	512290.SH	生物医药ETF	国泰基金	梁杏, 黄岳	2019-04-18	41.8	-20.3%	0.8	26%	0.04%
国证生物医药指数	159859.SZ	生物医药ETF	天弘基金	贺雨轩	2021-06-24	31.7	-23.5%	0.7	47%	0.03%
	159839.SZ	生物药ETF	汇添富基金	过蓓蓓, 罗昊	2021-02-01	5.4	-23.9%	0.2	26%	0.03%
	159508.SZ	生物医药ETF基金	华安基金	苏卿云	2023-06-29	0.2	-24.5%	0.0	28%	0.07%
中证医药卫生指数	159929.SZ	医药ETF	汇添富基金	过蓓蓓	2013-08-23	21.9	-12.6%	0.7	26%	0.03%
中证医药及医疗器械创新指数	516820.SH	医疗创新ETF	平安基金	翁欣	2021-06-09	14.3	-18.1%	0.4	24%	0.09%
中证生物科技主题指数	159837.SZ	生物科技ETF	易方达基金	张湛	2021-01-14	13.7	-17.3%	0.2	19%	0.03%
	516500.SH	生物科技ETF	华夏基金	李俊	2021-03-04	1.0	-18.3%	0.0	14%	0.03%
	159849.SZ	生物科技指数ETF	招商基金	房俊一	2021-02-08	0.8	-18.4%	0.0	13%	0.03%
	516930.SH	生物科技ETF基金	民生加银基金	周帅	2021-08-05	0.4	-18.4%	0.0	6%	0.08%
中证医药50指数	515950.SH	医药龙头ETF	富国基金	王乐乐	2020-03-16	8.0	-12.3%	0.2	20%	0.03%
	159838.SZ	医药ETF基金	博时基金	赵云阳	2021-07-22	2.2	-12.8%	0.0	20%	0.04%
中证细分医药产业主题指数	512120.SH	医药50ETF	华安基金	苏卿云	2013-12-04	3.9	-12.2%	0.1	28%	0.10%
中证医药健康100策略指数	515960.SH	医药健康ETF	嘉实基金	王紫茵	2020-04-24	2.6	-13.7%	0.1	23%	0.04%
上证科创板生物医药指数	588860.SH	科创医药ETF	工银瑞信基金	史宝琰	2024-08-08	2.5	12.4%	0.6	30%	0.17%
	588700.SH	科创医药指数ETF	嘉实基金	王紫茵	2023-12-27	1.1	-13.5%	0.2	23%	0.05%
中证沪港深500医药卫生指数	517990.SH	医药ETF沪港深	招商基金	许荣漫	2022-05-09	0.3	-14.8%	0.0	13%	0.20%
上证医药卫生行业指数	510660.SH	医药卫生ETF	华夏基金	司帆	2013-03-28	1.1	-12.0%	0.0	14%	0.03%
国证公共卫生与健康指数	159760.SZ	医疗健康ETF泰康	泰康基金	魏罕	2021-12-06	0.9	-13.1%	0.0	19%	0.03%
恒生医疗保健指数	513060.SH	恒生医疗ETF	博时基金	万琼	2021-03-18	131.6	-14.5%	10.2	20%	0.83%
	159557.SZ	恒生医疗指数ETF	嘉实基金	王紫茵	2024-05-07	1.4	2.5%	0.1	23%	0.96%
	159303.SZ	恒生医疗ETF基金	大成基金	冉凌浩	2024-06-18	0.8	15.1%	0.1	28%	1.01%
恒生生物科技指数	159892.SZ	恒生医药ETF	华夏基金	赵宗庭	2021-09-29	38.3	-11.6%	3.5	14%	0.90%
	159615.SZ	恒生生物科技ETF	南方基金	朱恒红	2022-06-17	3.9	-12.2%	0.6	26%	0.90%
	513280.SH	恒生生物科技ETF	汇添富基金	乐无穹	2022-07-05	2.2	-11.9%	0.3	26%	0.90%
中证港股通医药卫生综合指数	513200.SH	港股通医药ETF	易方达基金	成曦, 伍臣东	2022-01-19	18.7	-14.8%	1.0	19%	0.81%
	513700.SH	香港医药ETF	鹏华基金	张羽翔	2021-07-13	7.5	-15.0%	0.6	16%	0.81%
	159718.SZ	港股医药ETF	平安基金	翁欣	2021-12-16	2.0	-15.6%	0.3	24%	0.81%
	159776.SZ	港股通医药ETF	银华基金	马君	2022-03-07	1.3	-14.5%	0.3	26%	0.81%
恒生港股通医疗保健指数	159506.SZ	恒生医疗ETF	富国基金	田希蒙	2023-06-14	5.4	-15.2%	1.2	20%	0.84%
纳斯达克生物科技指数	513290.SH	纳指生物科技ETF	汇添富基金	过蓓蓓	2022-08-15	13.6	1.3%	0.9	26%	0.37%
标普生物科技精选行业指数	159502.SZ	标普生物科技ETF	嘉实基金	张钟玉	2023-12-26	10.1	-4.0%	0.8	23%	0.58%

- 血液瘤布局全面，适应症拓展推动销售增长。诺诚健华在血液瘤领域布局6款产品，覆盖骨髓瘤、白血病及非霍奇金淋巴瘤各个细分适应症。已上市BTK抑制剂奥布替尼随着国内独家适应症r/r MZL获批并纳入医保，销售有望显著提升；奥布替尼一线治疗CLL/SLL的NDA已于2024年8月获CDE受理。此外，国内首款CD19单抗坦昔妥单抗联合来那度胺治疗r/r DLBCL的上市申请已于2024年6月获得CDE受理并纳入优先审评，预计将于今年上半年上市。
- 自免开启公司第二成长曲线。自免疾病患者人群庞大，全球自免患病人数预计达到5亿以上，中国自免发病人数约8000万人。自免市场已成为仅次于肿瘤及感染的第三大市场。诺诚健华凭借领先的小分子研发能力，在自免领域布局多款差异化小分子药物，有望开启公司第二成长曲线。BTK抑制剂奥布替尼治疗原发性免疫性血小板减少症（ITP）的研究已推进至III期，治疗系统性红斑狼疮（SLE）IIb期临床已完成患者入组，治疗原发进展型多发性硬化（PPMS）的III期临床已获FDA同意，同时FDA建议启动奥布替尼治疗继发进展型多发性硬化（SPMS）的III期临床研究。在JAK/TYK2信号通路上，公司布局了JAK1/TYK2抑制剂ICP-332及变构抑制剂ICP-488。ICP-332治疗特应性皮炎（AD）已读出II期积极数据，展现同类最优潜力，将启动临床III期研究。ICP-488高选择性靶向TYK2，治疗中重度斑块状银屑病的II期研究达到主要终点，在每日一次6 mg和9 mg两个剂量组中，ICP-488的PASI 75应答率分别达到77.3%和78.6%，PASI 90应答率分别达到36.4%和50.0%。公司差异化布局口服IL-17小分子药物ICP-923，已在临床前研究中展现出了优异的疗效，有望凭借给药便捷性与注射型IL-17生物制剂进行差异化竞争。
- 实体瘤布局me-better品种，预计首款产品即将报产。公司在实体瘤领域布局五款候选产品，包括选择性更好的pan-FGFR抑制剂ICP-192、潜在更优的二代TRK抑制剂ICP-723、SHP2抑制剂ICP-189等。其中，ICP-723治疗NTRK融合阳性肿瘤和ICP-192治疗胆管癌已进入注册II期临床，ICP-723已处于pre-NDA阶段，预计将于近期递交上市申请。

- **高值耗材集采陆续落地，迎来新成长，重点推荐骨科、电生理、神经外科赛道，关注春立医疗、威高骨科、三友医疗、惠泰医疗、迈普医学等。**

骨科：1) 受益老龄化，国内骨科市场前景广阔。2) 国内骨科手术渗透率低。相比于发达国家，我国骨科市场未来是一个高成长高增量的市场。集采后手术价格的下降有望拉动手术量提升。3) 骨科植入物集采对国产龙头是利好，且国产龙头为应对集采也更重视研发、纷纷进行了业务拓展、更积极开拓国际市场。骨科植入物集采落地后国产龙头有望迎来新成长。重点关注春立医疗、威高骨科、三友医疗。

电生理：1) 中国心律失常发病率高，但我国手术渗透率相较美国等发达国家有很大提升空间。2) 中国电生理市场进口替代空间广阔，2020年国产化率不足10%。随着国内企业技术突破（如三维技术）以及政策支持国产，进口替代有望加速。3) 福建牵头的电生理集采中，主流国内企业均有中标。对于市场份额低的国产企业而言集采有望加速提升市占率。重点关注惠泰医疗、微创电生理。

神经外科：迈普医学已形成完善的神经外科高值耗材产品线，主要产品具备独特优势且协同效应显著，销售放量在即。业绩驱动因素：1) 集采影响转向利好；2) 拓展已有产品适应症和应用科室，并持续开拓新产品；3) 海外收入实现持续高增长；4) 2023/2024年股权激励计划落地。

- **IVD受益诊疗恢复有望回归高增长，重点推荐发光和ICL，关注迈瑞医疗、新产业、安图生物、迪瑞医疗、普门科技、金域医学、迪安诊断。**

化学发光：1) IVD中规模最大（21年超300亿元）且增速较快（21年-25年CAGR预计为15-20%左右）的细分赛道。2) 发光赛道国产替代空间广阔。目前国内发光市场国产市占率20-25%左右。国产替代从二级医院向三级医院渗透，从传染检测向其他检测领域渗透。23年安徽IVD集采国产发光品牌安图、迈瑞等报量占比靠前，集采有望进一步加速发光的国产替代。3) 海外市场进一步打开成长空间。以迈瑞、新产业等为代表的国产发光企业海外业务进展迅速，逐步从装机放量转向试剂放量，安图的出海业务刚刚起步且势头强劲。推荐迈瑞医疗、新产业、安图生物、迪瑞医疗、普门科技。

ICL：国内ICL市场渗透率相较于国外仍有较大差距，在分级诊疗推进、医保控费压力加大、DRG/DIP付费方式改革、基层医疗建设的推动下，国内ICL行业有望进入快速发展期。此外疫情期间的应收账款持续稳定收回，24年计提应收减值有望收窄。推荐金域医学，建议关注迪安诊断。

- **医疗设备受益国产替代大浪潮、大规模设备更新政策等。重点推荐澳华内镜、开立医疗、迈瑞医疗、海泰新光、新华医疗、三诺生物。**

软镜赛道：国产企业技术水平与进口差距缩小，产品性价比高，放量可期。澳华内镜新一代旗舰产品AQ-300对标奥林巴斯下一代4K旗舰产品X1。AQ-300具有4K+光学放大、可变硬度等功能，还搭配有小镜种，目标是三级医院市场。开立医疗带有光学放大和可变硬度功能的镜体已获批；超声内镜已在国内拿证，打破进口垄断。国产软镜与进口差距进一步缩小。

硬镜赛道：微创手术在国内渗透率有较大提升空间。国内硬镜市场国产替代空间广阔，国内硬镜企业技术进步加速国产替代。

新华医疗：多维度促进产品结构优化，毛利率有望持续提高；海外业务发展迅速，国际业务前景可期。

三诺生物：传统BGM主业稳健发展，积极拥抱行业变革，有望在CGM赛道迸发新活力。

国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造，我们认为本次医疗设备更新将给国产医疗设备企业带来放量机会。

- **低值耗材处于低估值高增长状态，国内入院情况逐步恢复，海外订单好转，关注维力医疗、振德医疗、英科医疗、中红医疗。**

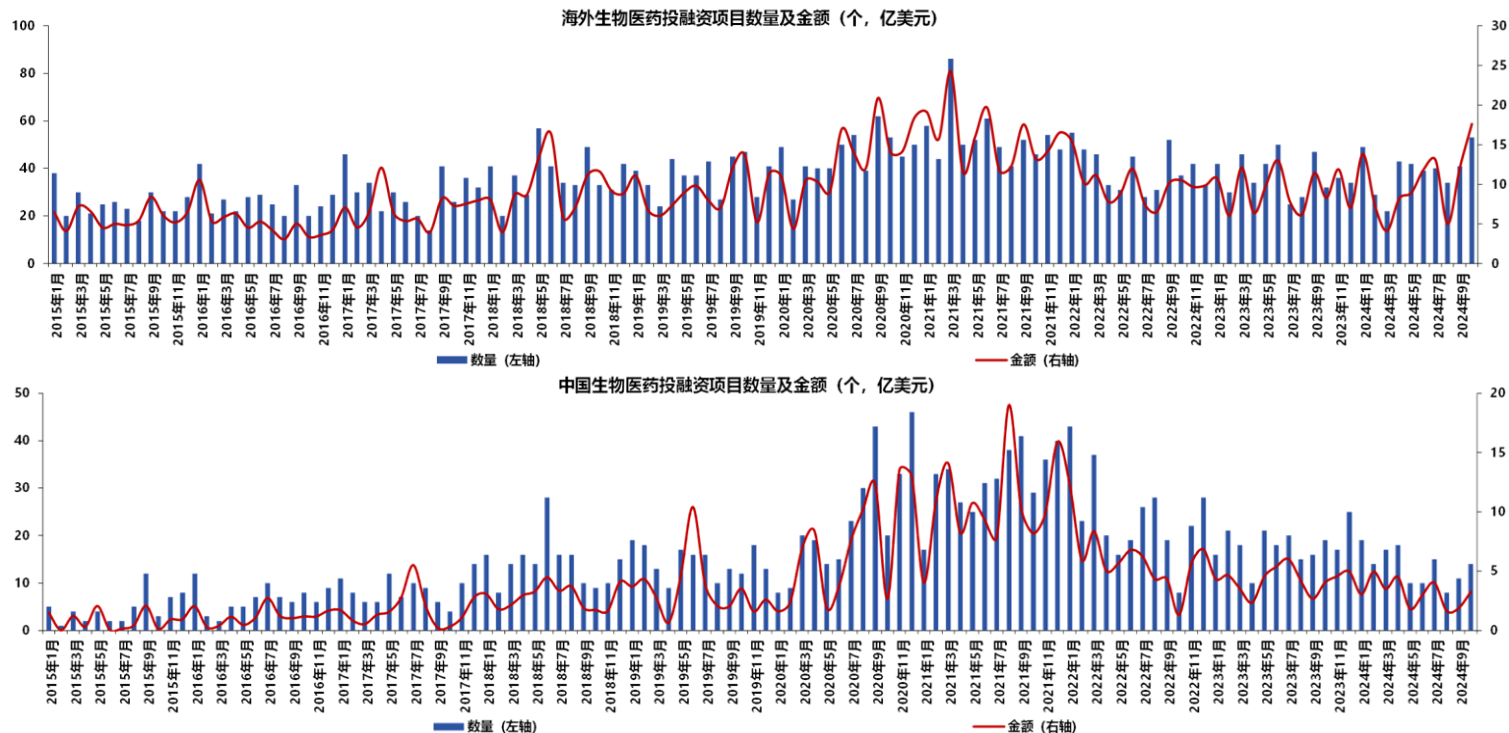
23年以来，低值耗材厂商海外大客户进入去库存周期，国内厂商订单量同比减少，经过近一年时间的消化，23Q4和24Q1的订单出现明显好转。国内三季度低耗新产品入院节奏放缓，四季度以来入院放缓情况边际减弱，国内业务也在恢复中。低值耗材厂商国内外业务均在改善中。推荐维力医疗、振德医疗。

一次性手套行业拐点有望到来，上行转折可期。2020年开始，疫情的爆发带来一次性手套需求量飙升，但由于手套产能难以在短时间扩充，供需错位下一次性手套价格快速上涨，量价齐升下相关企业实现了业绩的显著增长。为了进一步吸收潜在订单，国内外相关厂商提出了扩产计划。但从2021年开始，由于疫苗接种逐渐得到普及，新冠疫情也逐步得到控制，一次性手套需求量降低，此外，市场新增产能开始投放，同时原材料成本开始下降，一次性手套价格进入下行通道，行业在供需关系调整中逐渐回归理性。从当前情况来看，一次性手套行业调整已趋于稳定，且曙光已现，一次性手套行业拐点有望到来，上行转折可期。建议关注英科医疗、中红医疗。

创新链（CXO+生命科学服务）：底部反转，否极泰来

- **前瞻指标出现改善迹象。**海外生物医药投融资项目数量和金额连续几个季度回暖并企稳，美元降息周期开启，2024年9月海外尤其是美国生物医药投融资数据积极，10月进一步向好，趋势有望持续。**中国生物医药市场环境不断向好，生物医药投融资有望触底回升。**24年7月国务院常务会议审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》，多地支持生物医药产业政策细化落地，各地生物医药产业投资基金加快设立，市场环境不断向好。中国生物医药投融资金额下滑幅度大于海外，调整时间长于海外，且渠道更加单一，有望迎来更大的恢复弹性。生物医药投融资与创新药研发投入有较大正相关性。而创新链从下游的创新药到中游提供研发生产外包的CXO到上游提供设备试剂耗材的生命科学服务是一脉相承，创新链浪潮正在来临，底部反转正在开启。

海外/中国生物医药投融资项目数量及金额（个，亿美元）



- CXO产业周期或趋势向上**：海外生物医药投融资连续几个季度展现回暖趋势，海外需求或迎来向上周期；中国生物医药投融资筑底有望回升，国内需求或迎来触底反弹。**改善节奏**：Biotech受投融资影响大于Pharma，而Biotech融资改善向询单、订单、收入传导大概需要2-3个季度，因此投融资好转会从24H1开始在CXO订单面逐渐体现，投融资好转持续带来订单面向上的持续，订单向收入转化需要周期，业绩面体现略微滞后于订单面体现。**需求结构**：目前海外需求 > 国内需求，CDMO需求 > 临床CRO需求 > 临床前CRO需求。CDMO公司海外收入占比普遍高于临床CRO和临床前CRO，因此上述改善逻辑在CDMO板块演绎更早更清晰，大多数标的24H1在手/新签订单表现亮眼，24Q3趋势延续。前述高增长订单已经逐渐开始转化为收入，部分标的已经表现出24年季度间收入环比明显改善趋势，24Q4业绩能见度高确定性强，季度间环比改善趋势明确，25年有望重回高增长车道，收入高增长、产能利用率提升下实现利润的加速增长。
- 建议关注**：1、估值低，具备全球竞争力，产业周期趋势向上改善逻辑演绎更早更清晰的国内头部CDMO如药明康德、药明生物、药明合联、康龙化成、凯莱英等；2、一方面持续开拓海外市场，另一方面努力提升国内市场份额，有望在国内生物医药投融资回暖趋势下实现更大恢复弹性的国内头部CRO公司如泰格医药、昭衍新药、诺思格等。

CDMO相关标的新签/在手订单金额、项目数量及增速（单位：亿元、个）

公司	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	订单说明
药明康德		323.6	324.1	348.4		431.0	438.2	期末在手订单金额（不含特定商业化生产项目） 期末在手订单金额增速（不含特定商业化生产项目）
		25%		18%		33%	35%	
康龙化成		15%+（同比22年底）		5%~	20%+	15%+		23年为期末在手订单金额增速，24年为区间新签订单金额增速
						18%+		
凯莱英	9.1		8.7		9.7			截至报告期披露日在手订单金额（不含报告期已确认收入，亿美元） 截至报告期披露日在手订单金额增速（不含报告期已确认的收入）
			-24%		7%			报告期末在手订单金额增速
					20%+		新签订单保持良好态势	报告期末在手订单金额增速
博腾股份	469		186		533			报告期末在手订单金额增速
	18%		5%		14%			报告期末在手订单金额增速
					40%+		40%+	截至报告期末小分子原料药CDMO在手未执行订单金额增速
九洲药业					14%			报告期末在手订单金额增速
						15%		报告期末在手订单金额增速
药石科技					20%		新签订单保持向好趋势	报告期末在手订单金额增速
皓元医药	3.9	4.5	4.5+	4.3	在手订单金额稳健 在手项目数同比增加20%		在手订单金额稳健	报告期末在手订单金额增速
			48%	16%				报告期末在手订单金额增速

- 15年以来，国产创新药崛起大浪潮催生并推动生命科学服务板块高速发展，叠加21年前后新冠相关产品需求旺盛，各公司纷纷加大多方面投入、拉高经营杠杆，以期快速发展。22年以来，伴随着新冠相关产品需求断崖式下降，全球和中国生物医药资本退潮，生命科学服务行业进入景气下行阶段，相关公司收入端承压，同时消化高经营杠杆，利润端承压更甚。
- **短期来看，行业需求有所复苏。**生命科学服务需求可以分为海外市场需求和国内市场需求，其中国内市场需求又可进一步划分为科研端需求、工业端CXO需求、工业端药企需求。由于生命科学服务行业发展起步较晚，大部分公司处于海外市场开拓初期阶段，海外收入占比偏低，以国内收入为基本盘。海外生物医药投融资回暖，一方面，生命科学服务海外需求有望迎来向上阶段，另一方面，海外需求向上有望借助国内CXO传导至生命科学服务国内需求的工业端CXO需求，而国内科研端需求稳步增长，国内工业端药企需求有望伴随着国内生物医药投融资迎来触底回升，行业需求有所复苏，整体趋势向好。同时伴随着2年多的行业调整，供给端出清持续，细分龙头市场份额有所提升，相关公司有望相继进入投入回报期并带来高利润弹性。
- **长期来看，行业渗透率仍非常低，国产替代依旧大趋势。**我国整体科学研究起步较晚，研究与试验发展经费投入占生产总值比例、人均研发支出水平相较国外发达国家存在较大差距。国产替代依旧大趋势。生命科学服务板块整体国产市占率低，尤其是仪器，绝大部分市场长期被海外企业占据。但经过多年发展，不论是仪器、试剂还是耗材，已经不乏在部分细分领域产品达到国际先进水平并已占据一定国内市场份额的国产公司。政策端，国家高度重视供应链自主可控，需求端，集采及医保控费、进口供应短缺等使得客户选择国产意愿变强，国产替代进程有望持续推进。
- **此外，并购整合助力公司做大做强有望成为贯穿板块生命周期的一条主线。**生命科学服务板块具备细分品类多、单一品类市场规模不大等特征，而纵观全球几家生命科学服务巨头发展历史，不难发现，他们全部都是平台型公司，产品覆盖全面，同时，并购是其扩品的重要路径，也是成长的必由之路。新“国九条”以来，鼓励并购相关政策频出，国内生命科学服务上市公司账上现金较为充裕，并购条件充分，而非上市公司近年来经营承压，买卖方意愿强烈，政策东风下，生命科学服务行业迎来并购时代，产业格局或将重塑。

【药房】处方外流提速，竞争格局优化，药房板块否极泰来

- 展望2025年，考虑到处方外流+格局优化等核心逻辑有望显著增强，结合估值处于历史底部，我们坚定看好药房板块投资机会，具体为1) 处方外流或提速：“门诊统筹+互联网处方”已成为当下处方外流的较优解，更多省份有望跟进；同时各省电子处方流转平台逐步建成，前提条件已经具备，处方外流或进入倒计时；2) 竞争格局有望优化：随着B2C、O2O增速放缓，药房与线上的竞争中逐渐由弱势回归均势，悲观时期已经过去，线上线下融合大潮或将加速到来；此外，相较于中小药房，上市连锁具备显著优势，线下集中度稳步提升趋势明确。综合来看，我们建议关注老百姓、益丰药房、大参林、漱玉平民、健之佳、一心堂，排名不分先后。

【中药】重点推荐基药、国企改革，同时关注医保解限以及呼吸条线催化

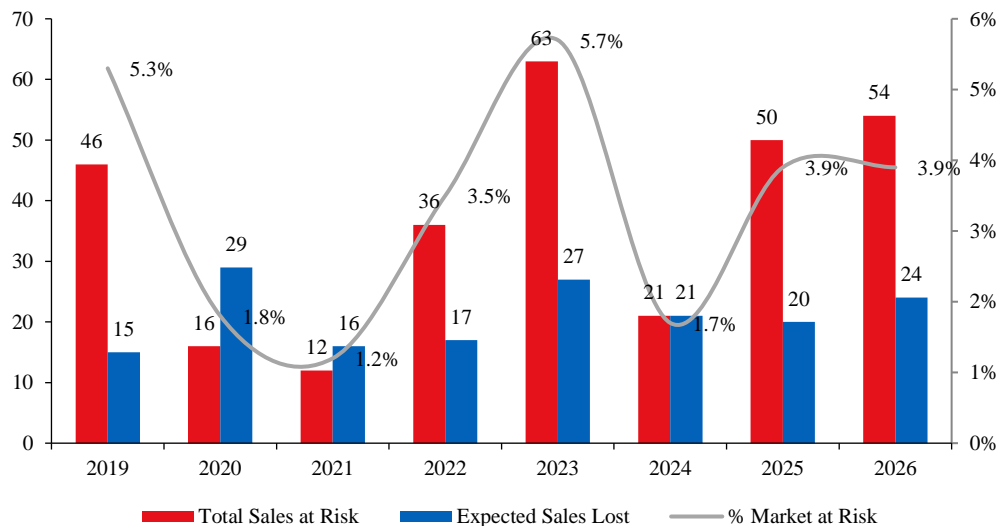
- 基药：目录颁布虽有迟到，但预计不会缺席，考虑到独家基药增速远高于非基药，预计未来市场会反复博弈基药主线，建议关注昆药集团、康缘药业、康恩贝，相关弹性标的还有方盛制药、盘龙药业、贵州三力、新天药业、立方制药等；
- 国企改革：2024年以来央企考核体系调整后将更重视ROE指标，有望带动基本面大幅提升，建议重点关注昆药集团；其他优质标的还包括太极集团、康恩贝、东阿阿胶、达仁堂、江中药业、华润三九等；
- 其他：新版医保目录解限品种，如康缘药业等；兼具老龄化属性+中药渗透率提升+医保免疫的OTC企业，建议关注确定性强的细分适应症龙头以及高分红标的，如片仔癀、同仁堂、东阿阿胶、达仁堂、羚锐制药（高分红）、江中药业（高分红）、马应龙等；具备爆款特质的潜力大单品：以岭药业（八子补肾）、太极集团（藿香正气、人工虫草）、健民集团（体培牛黄）等。

【医疗服务】看好具备全国化扩张能力优质标的，重点推荐固生堂

- 反腐+集采净化医疗市场环境，有望完善医疗行业市场机制、推进医生多点执业，在长周期下民营医疗综合竞争力有望显著提升；同时商保+自费医疗的快速扩容，有望为民营医疗带来更多差异化竞争优势。建议关注：1、固生堂：需求旺盛且复制性强的中医赛道龙头；2、眼科：华夏眼科、普瑞眼科、爱尔眼科等；3、其他细分赛道龙头：海吉亚医疗、国际医学、通策医疗、三星医疗、锦欣生殖。

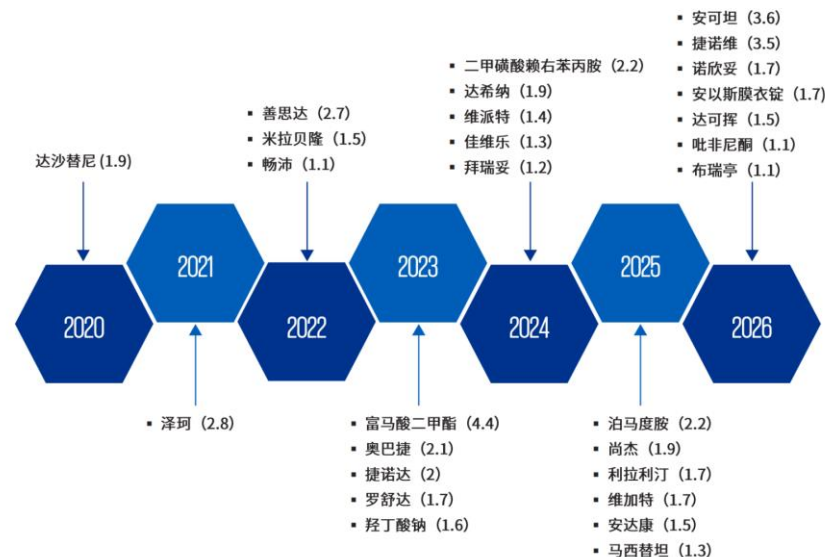
- 建议关注重磅品种专利到期带来的新增量和纵向拓展制剂逐步进入兑现期的企业。
- 专利悬崖下，关注重磅慢病产品的增量。根据Evaluate Pharma数据显示，2019年至2026年，全球有近3000亿美元原研药（如沙班类、列汀类、列净类等新慢病重磅品种）陆续专利到期，仿制药价格约为专利药的10%-20%，2019-2026年仿制药的替代空间大概为298-596亿美元。而随着增量仿制药对专利药份额的侵袭，会进一步扩容特色原料药市场。建议关注同和药业、天宇股份。
- 向下游制剂端延伸，部分企业已经入业绩兑现期：原料制剂一体化企业具备较强成本优势，在当前国内外的仿制药环境下都较为舒适。建议关注纵向拓展制剂已进入业绩兑现期的华海药业。

2019-2026专利到期可能影响的原研药销售额(十亿美元)



数据来源：Wind, Evaluate Pharma, 华创证券

2020-2026即将专利过期的重磅品种 (2019年销售额, 十亿美元)



资料来源：Wind, KPMG, 华创证券

- 维持推荐：维力医疗、振德医疗、澳华内镜、开立医疗、迈瑞医疗、普门科技、春立医疗、海泰新光、金域医学、新产业、新华医疗、迈普医学、三诺生物、九安医疗、和黄医药、信达生物、乐普生物、诺诚健华、信立泰、人福医药、苑东生物、通化东宝、卫信康、恩华药业、同和药业、仙琚制药、华海药业、昂利康、普瑞眼科、华夏眼科、三博脑科、国际医学、九州通、百普赛斯、华大智造、毕得医药、奥浦迈、诺思格、泰格医药。

推荐标的盈利预测表

细分行业	代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
医疗器械	688389.SH	普门科技	61	4.1	4.9	5.9	15	12	10
医疗器械	688236.SH	春立医疗	45	1.4	2.8	3.5	32	16	13
医疗器械	600587.SH	新华医疗	97	7.1	8.3	10.3	14	12	9
医疗器械	688212.SH	澳华内镜	57	0.8	1.3	2.0	69	44	28
医疗器械	300633.SZ	开立医疗	118	2.6	4.8	6.4	45	24	19
医疗器械	300832.SZ	新产业	480	19.9	24.2	29.8	24	20	16
医疗器械	603309.SH	维力医疗	33	2.4	3.0	3.7	14	11	9
医疗器械	603301.SH	振德医疗	57	4.7	5.0	6.2	12	11	9
医疗器械	300760.SZ	迈瑞医疗	2,835	128.2	148.4	172.7	22	19	16
医疗器械	688677.SH	海泰新光	48	1.4	1.9	2.3	34	25	21
医疗器械	603882.SH	金域医学	120	2.4	7.4	9.3	50	16	13
医疗器械	301033.SZ	迈普医学	29	0.7	1.0	1.4	41	29	21
医疗器械	300298.SZ	三诺生物	133	3.8	4.7	5.7	35	28	23
医疗器械	002432.SZ	九安医疗	195	17.0	18.0	20.0	12	11	10
创新药	1801.HK	信达生物	454	-3.5	-0.2	8.1	-	-	-
创新药	2157.HK	乐普生物	36	-3.5	-1.1	1.8	-	-	-
创新药	0013.HK	和黄医药	167	-0.2	6.6	13.7	-	25	12
创新药	688428.SH	诺诚健华	212	-5.3	-5.3	-3.7	-	-	-
化药	002294.SZ	信立泰	338	6.4	7.1	8.8	53	47	38
化药	600079.SH	人福医药	369	24.3	27.9	31.8	15	13	12
化药	603676.SH	卫信康	42	2.8	3.5	4.3	15	12	10
化药	002262.SZ	恩华药业	230	12.0	14.0	16.7	19	16	14
原料药	300636.SZ	同和药业	32	1.4	1.7	2.3	24	19	14
原料药	002332.SZ	仙琚制药	96	6.8	8.5	10.6	14	11	9
原料药	600521.SH	华海药业	219	13.0	16.1	19.9	17	14	11
原料药	002940.SZ	昂利康	27	0.9	1.5	2.3	32	18	12
生物制品	600867.SH	通化东宝	153	1.4	9.3	11.4	112	16	13
医疗服务	301267.SZ	华夏眼科	150	5.6	6.4	6.9	27	23	22
医疗服务	000516.SZ	国际医学	114	1.6	3.5	6.0	73	32	19
医疗服务	301293.SZ	三博脑科	90	0.9	1.0	1.2	98	88	78
医疗服务	301239.SZ	普瑞眼科	60	0.5	2.1	2.6	123	28	23
医疗服务	2273.HK	固生堂	63	4.1	5.6	7.5	15	11	8
生命科学服务	688293.SH	奥浦迈	44	0.4	0.9	1.4	106	49	32
生命科学服务	301080.SZ	百普赛斯	59	1.3	1.7	2.1	45	35	27
生命科学服务	688073.SH	毕得医药	44	1.2	1.7	2.2	38	27	20
CXO	301333.SZ	诺思格	45	1.2	1.7	1.9	37	26	23
CXO	300347.SZ	泰格医药	430	12.5	15.6	19.0	34	28	23

第三部分

01 行情回顾

02 板块观点和投资组合

03 行业和个股事件

1月13日，强生宣布已与Intra-Cellular Therapies达成最终协议，将以每股132美元的价格收购后者的所有流通股份，总交易额约为146亿美元。强生预计将通过手头现金和债务相结合的方式为交易提供资金。强生预计将保持强劲的资产负债表，并继续支持其既定的资本配置优先事项，包括研发投资、竞争性股息、创造价值的收购和战略性股票回购。该交易预计将于今年晚些时候完成，但须获得适用的监管批准、Intra-Cellular股东的批准以及此类交易的其他惯例成交条件。交易完成后，Intra-Cellular Therapies的普通股将不再在纳斯达克全球精选市场上市交易。

1月16日，国家医保局印发《关于推进基本医保基金即时结算改革的通知》。2025年全国80%左右统筹地区基本实现基本医保基金与定点医药机构即时结算，2026年全国所有统筹地区实现基本医保基金与定点医药机构即时结算。国家医保局与地方医保部门同题共答即时结算，协同发力推进改革。国家医保局积极支持各地开展相关工作，及时答疑解惑，组织评估交流。省级医保部门负责落实本省即时结算工作，强化保障，及时优化信息系统相关功能模块。坚持优化传统结算与创新结算方式相结合，充分压缩流程和时长，由原来从定点医药机构申报截止次日到医保基金拨付不超过30个工作日减少至20个工作日。

1月17日，医保局宣布将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。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。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。

排序	涨幅前五名	本周涨跌幅	原因分析	排序	跌幅前五名	本周涨跌幅	原因分析
1	大博医疗	21.74%	业绩预告	1	*ST普利	-15.63%	退市风险
2	锦好医疗	21.34%	无特殊原因	2	康为世纪	-14.19%	前期涨幅较高，短期回调
3	常山药业	18.88%	无特殊原因	3	九典制药	-11.23%	市场竞争加剧
4	艾力斯	18.54%	创新药	4	*ST大药	-10.58%	退市风险
5	南华生物	16.73%	子公司诉讼进展	5	*ST吉药	-8.33%	退市风险

资料来源：WIND资讯

- 1、集采力度超预期；
- 2、创新药谈判降价幅度超预期；
- 3、医疗领域整顿时间超预期。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。