

# 医药生物

## 美德两国商业健康险模式初探及对我们的启示

### 一、当周（12.23-12.27）回顾与周专题：

当周（12.23-12.27）申万医药指数环比-1.91%，跑输创业板指数，跑输沪深300指数。本周周报，我们对美德两国商业健康险模式进行梳理。

### 二、近期复盘：

**1、当周表现：**市场本周整体指数窄幅震荡，但大小分化严重，银行代表的红利领涨，周中反弹由AI等TMT带领。医药本周整体震荡下行，涨幅榜基本上都是散点的个股逻辑，细分板块基本上没有系统性亮眼表现，前期低位的有相对优势，前期强势主题本周都在回调。

**2、原因分析：**本周市场的走势，主要是因为近期是政策真空期，市场整体无着落点，进而向防御风格演进，形成了银行红利风格主导，但阶段性反弹还是以进攻性最强的AI等TMT引领。医药这边在前期商业健康险催化，又回到了平淡的节奏，本周基本上就是散点的个股逻辑驱动的个股机会，低位细分和标的有相对优势，前期强势主题回调较多。本周医药重要的产业事件也有一些，但市场并没有给反馈，例如：商业健康险方面包括《广州17条建设开放型多层次医疗保障体系若干通知》《中国医疗保险研究会信息化与大数据专业委员会第一次会员代表大会暨“数据赋能构建1+3+N多层次医疗保障体系新格局”研讨会在北京举行》，模式探索和数据赋能都是强调重点；鼓励创新方面包括：国常会审议通过部署深化药品医疗器械监管改革促进医药产业高质量发展有关举措；AI医疗方面包括：上海：建立人工智能药物研发平台；集采推进方面包括：安徽医保局发布28省IVD集采3号文，公布分组情况；综合看来，行业在我们策略报告中提到的如商保推进、鼓励创新、AI医药医疗等方向都有持续政策推进，都是正向促进。

**3、未来展望：（1）中短期维度看，**近期医药继续跟着市场做轮动映射、主题为主。（2）展望2025，我们再次强调近期以及未来一年各个方面对于商业健康险的鼓励和支持，让医药支付端这个核心矛盾，在中长期角度预期得到改善，当然这个变化后续过程比较慢，需要长时间积累演绎，所以是一个【预期脉冲】和【慢变量积累改善】的过程，2025年我们要逐步乐观起来。具体有以下三个思路：第一，【预期改善（脉冲式机会）】在一揽子政策刺激下，明年是个预期改善的时间段，有预期改善可能的领域都可以作为观察重点，例如商业健康险条线、泛重组、CRO及消费医疗、器械边际改善（骨科、呼吸机）。第二，【中国超市（发散式机会）】创新药有卖海外权益重磅潜质的、已有海外业务占比不低并且有高增速逻辑的药械公司。第三，【创新分化（甄选式机会）】PD1 plus、TCE双抗、GLP1 pro、AI医疗、中药创新药等。

### 三、策略配置思路：

#### 1、思路一【医药风格节奏】

（一）【泛重组】浩欧博、人福医药等。

（二）【其他变化】贝达药业、益方生物、科兴制药、歌礼制药、联邦制药、华海药业、凯利泰、昌红科技、阳光诺和、众生药业、英诺特等。

#### 2、思路二【医药产业逻辑】

（一）【中国超市（发散式机会）】科伦博泰、信达生物、华东医药、健友股份、科兴制药、诺诚健华、先声药业、恒瑞医药、新诺威、中国生物制药、来凯医药等。

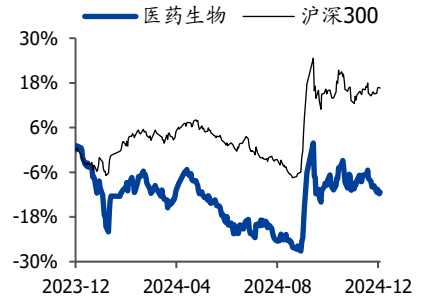
（二）【预期改善（脉冲式机会）】（1）商业健康险：国新健康、久远银海；（2）泛重组：浩欧博、人福医药、新诺威、万东医疗、华润双鹤等；（3）CRO、消费医疗、基药：泰格医药、诺思格、阳光诺和、普瑞眼科、爱尔眼科、爱美客、贵州三力、药明康德、康龙化成、凯莱英等；（4）器械：三诺生物、三友医疗、怡和嘉业、美好医疗、迈瑞医疗、联影医疗。

（三）【创新分化（甄选式机会）】（1）PD1双抗：信达生物、康方生物、华海药业、中国生物制药、君实生物、汇宇制药等；（2）TCE双抗：泽璟制药、康诺亚、百利天恒、智翔金泰、先声药业、亿帆医药等；（3）其他新技术商业化如GLP1小分子、分子胶、ADC、AD、MASH：华东医药、凯莱英、悦康药业、一品红、热景生物、科兴制药、贝达药业、益方生物、诺思兰德等；（4）AI医疗：晶泰控股、万东医疗、润达医疗、祥生医疗、平安好医生。

**风险提示：**1）医药负向政策超预期；2）行业增速不及预期；3）行业竞争加剧风险。

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjinyang@gszq.com

分析师 胡倩碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

研究助理 陶宸冉

执业证书编号：S0680123070012

邮箱：taochenran@gszq.com

### 相关研究

1、《医药生物：干细胞全球上市浪潮开启，蓝海市场扬帆起航》 2024-12-22

2、《医药生物：消费刺激政策梳理，以及消费医疗相关公司梳理》 2024-12-15

3、《医药生物：全球CGM市场价值凸显，国产企业逐浪突破》 2024-12-07

## 内容目录

一、医药核心观点 .....	4
二、美德两国商业健康险模式初探及对我们的启示 .....	6
美国健康险模式：商保主导，多人群多层次 .....	6
德国健康险模式：大社保小商保，商保主要面向高收入群体 .....	8
启示：商业健康险补位势在必行，万亿级增量有望成为医药支付有力慢变量 .....	9
三、细分领域投资策略及思考 .....	11
3.1 广义药品 .....	11
3.1.1 创新药 .....	11
3.1.2 仿制药 .....	12
3.1.3 中药 .....	14
3.1.4 疫苗 .....	15
3.1.5 血制品 .....	16
3.2 医疗器械 .....	17
3.3 配套领域 .....	21
3.3.1 CXO .....	21
3.3.2 原料药 .....	21
3.3.3 药店 .....	23
3.3.4 医药商业 .....	23
3.3.5 医疗服务 .....	24
3.3.6 生命科学产业链上游 .....	24
四、行情回顾与医药热度跟踪 .....	27
4.1 医药行业行情回顾 .....	27
4.2 医药行业热度追踪 .....	30
4.3 医药板块个股行情回顾 .....	32
风险提示 .....	33

## 图表目录

图表 1: 1960-2022 美国健康险卫生支出比例 .....	7
图表 2: 2004-2022 年美国卫生总费用构成 .....	7
图表 3: 美国管理式医疗类型 .....	8
图表 4: 1999-2021 年德国社会医保、商业健康险覆盖人数比例 (%) .....	8
图表 5: 2004-2022 年中国卫生总费用构成 .....	9
图表 6: 商业健康险角色的升级转型 .....	10
图表 7: 美国商业健康险筹资构成 (%) .....	10
图表 8: 当周 (12.23-12.27) 中证创新药指数 VS. 申万医药指数 VS. 沪深 300 指数指数对比 .....	11
图表 9: 2024 年以来中证创新药指数 VS. 申万医药指数 VS. 沪深 300 指数走势对比 (%) .....	11
图表 10: 2024 年初以来仿制药板块 VS. 申万医药 VS. 化学制剂走势对比 (%) .....	13
图表 11: 仿制药子领域周涨跌幅排名前 5、后 5 个股 .....	13
图表 12: 2024 年以来申万医药指数 VS. 中药指数走势对比 (%) .....	14
图表 13: 申万疫苗指数 vs 申万医药生物指数 2023 年以来走势对比 .....	15
图表 14: 申万血液制品指数 vs 申万医药生物指数 2024 年以来走势对比 .....	16
图表 15: 血制品子领域各公司公告 .....	17
图表 16: 2024 年以来申万医药指数 VS. 医疗器械指数 VS. 医疗器械各子领域指数走势对比 (%) .....	18
图表 17: 医疗设备子领域周涨跌幅排名前 5、后 5 个股 .....	18
图表 18: 医疗耗材周涨跌幅排名前 5、后 5 个股 .....	18
图表 19: 体外诊断周涨跌幅排名前 5、后 5 个股 .....	19
图表 20: 本周医疗设备领域重要公告 .....	19
图表 21: 本周医疗耗材领域重要公告 .....	19
图表 22: 本周体外诊断领域重要公告 .....	20

图表 23:	申万医疗研发外包指数 vs 申万医药生物指数 2024 年以来走势对比 .....	21
图表 24:	申万原料药指数 vs 申万医药生物指数 2024 年以来走势对比 .....	22
图表 25:	原料药子领域周涨跌幅排名前 5、后 5 个股 .....	22
图表 26:	原料药子领域各公司公告 .....	22
图表 27:	生命科学产业链上游板块周涨跌幅排名前五、后五个股 .....	25
图表 28:	本周生命科学上游公司重点公告 .....	25
图表 29:	当周 (12.23-12.27) 申万医药 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数对比 .....	27
图表 30:	2024 年以来申万医药 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数走势对比 (%) .....	27
图表 31:	申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (周对比, %) .....	28
图表 32:	申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2024 年初至今, %) .....	29
图表 33:	申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%) .....	30
图表 34:	申万医药各子行业 2024 年初至今涨跌幅变化图 (%) .....	30
图表 35:	医药行业 PE 估值溢价率【申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行】 .....	31
图表 36:	2013 年以来申万医药行业成交额以及在市场中占比的走势变化 .....	31
图表 37:	申万医药周涨跌幅排名前十、后十个股 .....	32
图表 38:	申万医药滚动月涨跌幅排名前十、后十个股 .....	32

## 一、医药核心观点

### 当周（12.23-12.27）回顾与周专题：

当周（12.23-12.27）申万医药指数环比-1.91%，跑输创业板指数，跑输沪深300指数。本周周报，我们对美德两国商业健康险模式进行梳理。

### 近期复盘：

**1、当周表现：**市场本周整体指数窄幅震荡，但大小分化严重，银行代表的红利领涨，周中反弹由AI等TMT带领。医药本周整体震荡下行，涨幅榜基本上都是散点的个股逻辑，细分板块基本上没有系统性亮眼表现，前期低位的有相对优势，前期强势主题本周都在回调。

**2、原因分析：**本周市场的走势，主要是因为近期是政策真空期，市场整体无着力点，进而向防御风格演近，形成了银行红利风格主导，但阶段性反弹还是以进攻性最强的AI等TMT引领。医药这边在前期商业健康险催化，又回到了平淡的节奏，本周基本上就是散点的个股逻辑驱动的个股机会，低位细分和标的有相对优势，前期强势主题回调较多。本周医药重要的产业事件也有一些，但市场并没有给反馈，例如：商业健康险方面包括《广州17条建设开放型多层次医疗保障体系若干通知》《中国医疗保险研究会信息化与大数据专业委员会第一次会员代表大会暨“数据赋能构建1+3+N多层次医疗保障体系新格局”研讨会在北京举行》，模式探索和数据赋能都是强调重点；鼓励创新方面包括：国常会审议通过部署深化药品医疗器械监管改革促进医药产业高质量发展有关举措；AI医疗方面包括：上海：建立人工智能药物研发平台；集采推进方面包括：安徽医保局发布28省IVD集采3号文，公布分组情况；综合看来，行业在我们策略报告中提到的如商保推进、鼓励创新、AI医药医疗等方向都有持续政策推进，都是正向促进。

**3、未来展望：（1）中短期维度看，**近期医药继续跟着市场做轮动映射、主题为主。（2）展望2025，我们再次强调近期以及未来一年各个方面对于商业健康险的鼓励和支持，让医药支付端这个核心矛盾，在中长期角度预期得到改善，当然这个变化后续过程比较慢，需要长时间积累演绎，所以是一个【预期脉冲】和【慢变量积累改善】的过程，2025年我们要逐步乐观起来。具体有以下三个思路：第一，【预期改善（脉冲式机会）】在一揽子政策刺激下，明年是个预期改善的时间段，有预期改善可能的领域都可以作为观察重点，例如商业健康险条线、泛重组、CRO及消费医疗、器械边际改善（骨科、呼吸机等）。第二，【中国超市（发散式机会）】创新药有卖海外权益重磅潜质的、已有海外业务占比不低并且有高增速逻辑的药械公司。第三，【创新分化（甄选式机会）】PD1 plus、TCE 双抗、GLP1 pro、AI医疗、中药创新药等。

### 策略配置思路：

#### 1、思路一【医药风格节奏】

（一）【泛重组】浩欧博、人福医药等。

（二）【其他变化】贝达药业、益方生物、科兴制药、歌礼制药、联邦制药、华海药业、凯利泰、昌红科技、阳光诺和、众生药业、英诺特等。

#### 2、思路二【医药产业逻辑】

（一）【中国超市（发散式机会）】科伦博泰、信达生物、华东医药、健友股份、科兴制药、诺诚健华、先声药业、恒瑞医药、新诺威、中国生物制药、来凯医药等。

（二）【预期改善（脉冲式机会）】（1）商业健康险：国新健康、久远银海；（2）泛重组：浩欧博、人福医药、新诺威、万东医疗、华润双鹤等；（3）CRO、消费医疗、基药：泰格医药、诺思格、阳光诺和、普瑞眼科、爱尔眼科、爱美客、贵州三力、药明康德、康龙化成、凯莱英等；（4）器械：三诺生物、三友医疗、怡和嘉业、美好医疗、迈瑞医疗、联影医疗。

（三）【创新分化（甄选式机会）】（1）PD1 双抗：信达生物、康方生物、华海药业、中国生物制药、君实生物、汇宇制药等；（2）TCE 双抗：泽璟制药、康诺亚、百利天恒、智翔金泰、先声药业、亿帆医药等；（3）其他新技术商业化如 GLP1 小分子、分子胶、ADC、AD、MASH：华东医药、凯莱英、悦康药业、一品红、热景生物、科兴制药、贝

达药业、益方生物、诺思兰德等；**(4) AI 医疗**：晶泰控股、万东医疗、润达医疗、祥生医疗、平安好医生。

## 二、美德两国商业健康险模式初探及对我们的启示

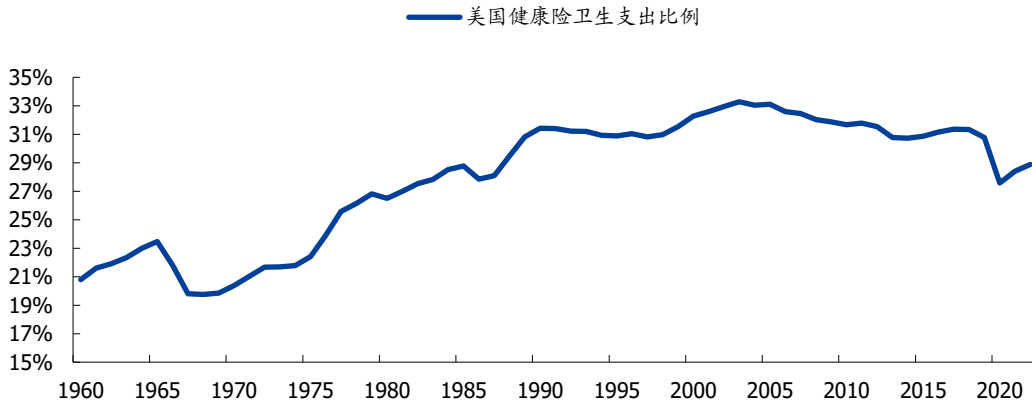
本周周报，我们对美德两国商业健康险模式进行梳理。我国医保目前呈现大医保、小商保状态，医保覆盖面极广。从这一角度看，我国现行模式更倾向德国及学习德国的日本模式。然而，我国个人卫生支出比例水平较高，这与医保目标仍有差距。在财政压力及老龄化加剧的大背景之下，商业健康险补位势在必行，近期监管部门的频频发声即为印证。参考美国的脚步，商业健康险有望为医药支付带来万亿级别增量、医疗管理组织模式出于医疗费用控制考虑应得到发展、团险或为健康险发展重要路径。

### 美国健康险模式：商保主导，多人群多层次

#### 回首美国商业健康险来时路

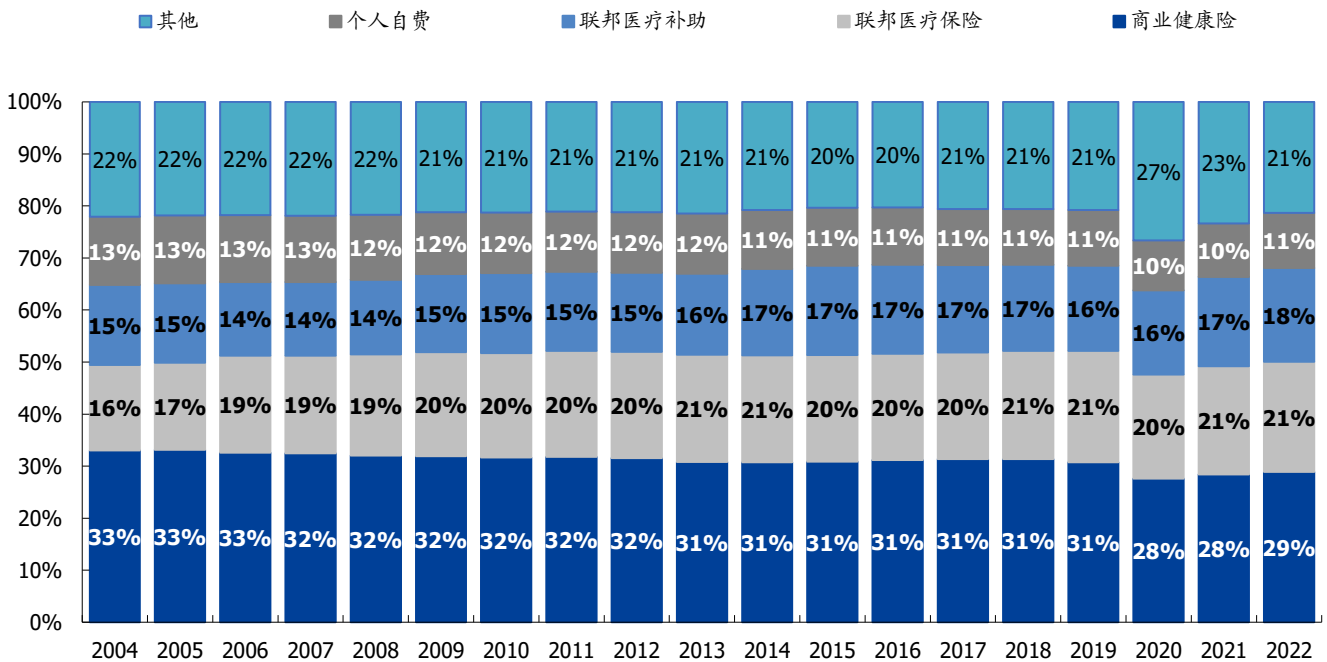
- 美国现行健康险的雏形始于 1929 年，经济危机下医疗机构收入骤降，为解决这一问题，一个带预付性质的长远医疗保险计划诞生，首批投保人为贝勒大学教师，该医保计划后来被称为“蓝十字”，扩展迅速。1939 年医生牵头成立“蓝盾”计划。二者并称双蓝计划，其向所有投保人收取相同保费，开创了以社区均值收取健康险保费的做法，极大推进了以第三方支付为基础的大规模团险。这种模式在一定程度上类似我国惠民保模式，1)因承保主体为非营利机构而只能实施等额保险费率，2)不区分既往症，均收取等额保费。
- 而后，商业健康险逐步取代了双蓝。商业保司是盈利性机构，可实行差额保险费率，且可根据参保人身体状况收入差额保费。这是我国预期可发生的情况，尤其是在全国医保数据赋能保司精算之后。
- 1931-1955 年是健康险迅速发展的 20 年。二战期间雇主为了争夺稀缺劳动力，将健康险作为福利，使得团险迅速发展，而 1954 年国税局允许雇主用税前所得支付健康险也进一步推动了其积极性。1940-1950 年十年间健康险投保人数翻了近 7 倍。得益于医疗 1) 技术提高激活了健康险需求；2) 保司给雇员团险开辟了道路；3) 政策强化健康险市场需求，至 1958 年 75% 的美国人参与了不同形式的私营健康保险。
- 1965 年专为保障弱势群体的联邦保险诞生，这也是美国联邦政府首次创办的医疗保险，1) Medicare: 针对 65 岁以上老人和残障人士，由联邦政府承办；2) Medicaid: 针对低收入群体，联邦政府和州政府共同承担。因成为医疗服务最大买方，其费率标准成为市场基准及主导，商业健康险赔偿率略高一些。
- 医保覆盖率的提升也带来了医疗费用的急剧上涨。1973 年美国国会通过了《健康维护组织法》(HMO)，旨在节约医疗费用，但效果并不理想。至 90 年代管理式医疗诞生，其本质在于医疗机构和保司形成利益共同体。
- 2000 年以后，美国商业健康险已经成熟，支出份额稳定在 30% 左右。

图表1: 1960-2022 美国健康险卫生支出比例



资料来源: 美国疾病控制与预防中心, 国盛证券研究所

图表2: 2004-2022 年美国卫生总费用构成



资料来源: 美国疾病控制与预防中心, 国盛证券研究所

管理式医疗为保险控费贡献巨大作用, 美国主要有三种模式。管理式医疗 (Managed Care) 起源于美国 20 世纪初期, 在过去一个世纪中, 为遏制美国医疗费用持续快速增长, 管理式医疗发挥了重要作用。管理式医疗的核心在于将医疗服务提供方和支付方的利益与风险绑定, 共同推动医疗服务管理的标准化, 从而实现保险精准控费、用户黏性提升。

图表3: 美国管理式医疗类型

特点	HMO (健康维护组织)	PPO (优选医疗服务机构)	POS (定点医疗服务组织)
目标	提高投保人的整体健康水平, 减少医疗费用	通过保险公司与医生、医院谈判获得优惠价格	结合HMO和PPO的特点, 提供更多选择同时费用更低
就医选择性	少	多	介于HMO和PPO之间
转诊制度	严格	较为宽松	需要家庭医生转诊, 但也可以直接去网络外专科医生诊所
网络医疗机构	有限	提供网络医疗机构名单, 网络内外均有	有自己的医疗保健网络
费用	最便宜	可能需要更高的自付费用	介于HMO和PPO之间
药物清单	有限	更多选择	介于HMO和PPO之间
药物购买	限制在网络内药店	更多灵活性	结合了HMO和PPO的特点
自付费用	较低	可能更高	依据选择的服务类型而变化

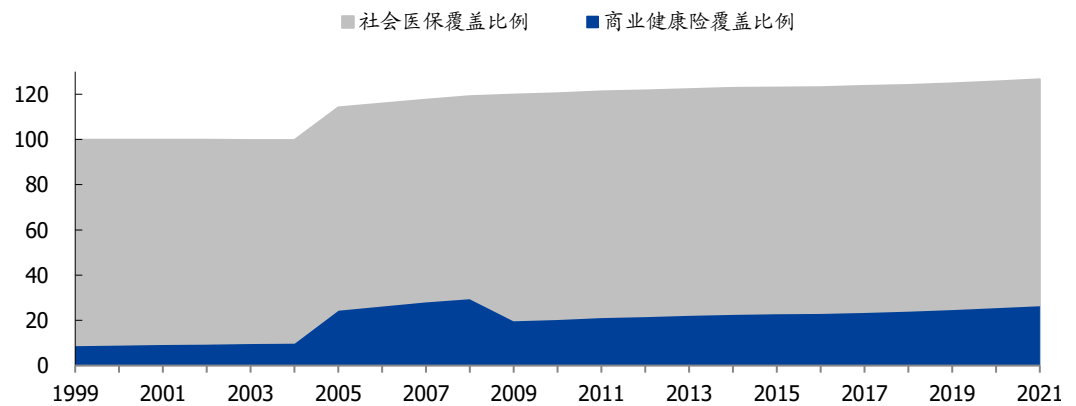
资料来源: 清华五道口金融学院, 国盛证券研究所

### 德国健康险模式: 大社保小商保, 商保主要面向高收入群体

德国是世界上第一个建立起健康保险制度的国家, 多次改革仍然命途多舛。1883年德国颁布《疾病保险法》, 标志着世界健康保险制度的诞生。然而仅1977年至2011年, 德国针对医疗卫生保险领域的法规就修订了6000多次。但是法定保险仍然赤字严重, 2003年亏空高达25亿欧元, 2004年医疗保险系统濒临破产。2009年国家健康基金成立, 法定医保机构只能从这个基金中领取每个医保参保人定额保费; 2011年医保保费占工资比例提升0.6个百分点。新医改强制所有居民参与, 全国统一医保费率。

德国商业健康险主要面向高收入雇员(2014年要求税前年收入高于53,550欧元或税前月收入高于4,463欧元可选择性参加)、政府雇员以及部分自由职业者。其在社保之下持续发展, 二十余年来覆盖人群从9%提高到了26.7%。德国商业健康险主要包括综合医疗保险、补充医疗保险和长期护理保险三大类, 其中综合医疗保险是法定医疗保险的替代产品, 保障范围更广, 参保客户享有更好的医疗服务, 2012年占健康险总保费收入73%。

图表4: 1999-2021年德国社会医保、商业健康险覆盖人数比例(%)

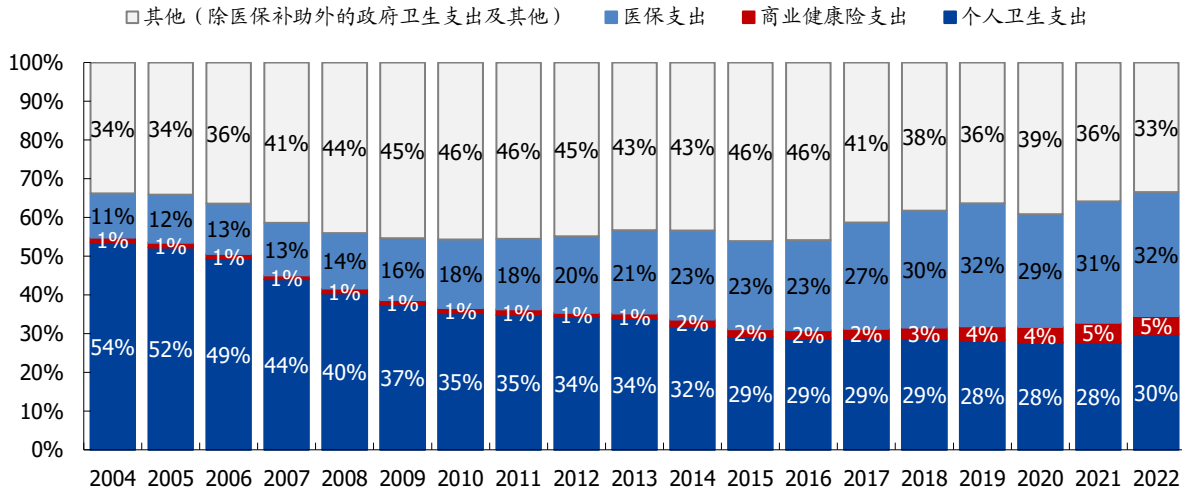


资料来源: OECD, 国盛证券研究所

启示：商业健康险补位势在必行，万亿级增量有望成为医药支付有力慢变量

然而，相较德国以及其他 OECD 国家，目前我国个人卫生现金支出比例较高，而降低个人卫生支出比例是深化医改的重要目标。2010 年以来，OECD 国家个人现金卫生支出比例平均值保持在 20% 左右，2020 年为 18.32%。我国个人现金卫生支出比例则从 2010 年的 35.29% 下降至 2020 年的 27.65%，比 OECD 国家个人现金卫生支出比例平均值高 9.33 个百分点。

图表5：2004-2022 年中国卫生总费用构成



资料来源：国家卫计委，国家金融监督管理总局，国盛证券研究所

众多约束下，商业健康险的补位是众望所归，对标美国，我国健康险有望带来万亿级别增量。提高政府在卫生领域的支出比例，扩大基本医疗保险的覆盖范围，以及增加社会卫生支出，是我国个人卫生支出比例快速下降的关键因素。然而，面对经济下行压力和财政预算的制约，政府卫生支出比例的增长空间受限，难度也在增加。同时，医保基金的收支平衡压力不断加大，其在卫生总费用中的占比难以有效提升。商业健康保险的发展不仅能够通过互助共济机制减轻疾病对个人和家庭的经济负担，还能减轻财政和基本医疗保险基金的压力。2022 年，商业健康保险的保费收入达到 8653 亿元，赔款支出为 3600 亿元，占中国卫生总费用的 5%。这表明，我国商业健康保险的发展水平尚有较大的提升空间，有望成为降低个人卫生支出比例的有效途径。如果假设卫生总支出保持不变，将健康险在卫生支出中的占比从 5% 提高到 20%，并且赔付率提升至 80%，那么可以推算出健康险的保费收入将接近两万亿元，为医疗卫生费用带来约一万亿元的支付增量。

借鉴美国之路，医疗管理组织可最大限度避免拟选择，提高商业健康险良性运转。然而，中美医疗体系与保险机制差异大，当前我国保险也已在管理式医疗上进行了部分实践与探索，最大的问题在于保险业与医药产业缺乏深度融合，实际上，美国的管理式医疗中保司和医疗机构成为了利益共同体，保司甚至拥有对后者的管理权，然而中国医疗机构大多公立为主，且当下健康险支付力度有限。如何实现新时代的三医联动，多方利益如何协调？国家医保局全国工作会议提到，“丙类目录”；广东省 17 条中提到，“支持商业保险机构、医疗机构、医药企业合作，加快商业健康险产品开发，将更多新药、好药和优质医疗服务，重点将创新性强、疗效确切、临床急需的创新药械纳入商业健康险支付范围”，方向大致明晰，然而具体模式仍需探索。

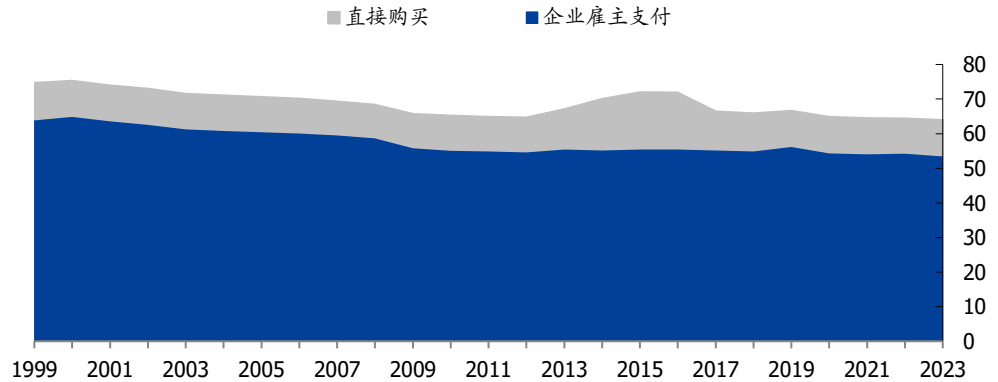
图表6: 商业健康险角色的升级转型

	医疗费用报销方	医疗费用支付方	医疗服务与健康管理方
产品类型	与医疗服务关系较小的重疾产品 高免赔额百万医疗、惠民保	大病保险等社商融合业务、带病体产品	管理式医疗产品与服务
风险管控	核保、理赔、定价	医保支付方式、飞行检查	管医院、管医生、管医药、管客户
健康服务	绿通等增值服务	转外就医管理等	就医指导、疾病预防、疾病管理、慢病管理
核心能力	销售能力、精算能力	医保支付、基金监管及对基本医保的理解能力	循证医学、数据科技、对“三医协同”的理解能力

资料来源: 清华五道口金融学院, 国盛证券研究所

内部细分看, 数据赋能下精算技术领先的商业保险更具优势, 团险或许才是商业健康险突围之路。30 年代末保险精算技术进步, 团体健康险登场, 其降低了保司监控成本, 相对提高了福利保障并降低了保费。1923 年团险进入国际报业(参保 4915 名员工), 1946 年提供团险的工厂占比达 2/3, 到 1960 年前后, 健康险市场几乎被商业性团险、蓝十字、蓝盾计划覆盖。团险可在一个最小单位(企业)内避免人群的“逆向选择”, 一般而言保司只接受 3/4 以上员工参加的企业的保单, 这样可避免仅年老体弱者加入而年轻健康者不参加。而后, 商业健康险又逐步取代了双蓝。商业保司是盈利性机构, 可实行差额保险费率, 且可根据参保人身体状况收入差额保费。这是我国预期可发生的情况, 尤其是在全国医保数据赋能保司精算之后。

图表7: 美国商业健康险筹资构成(%)



资料来源: 美国人口普查局, 国盛证券研究所

### 三、细分领域投资策略及思考

#### 3.1 广义药品

##### 3.1.1 创新药

###### (1) 创新药周度复盘之指数复盘

当周(12.23-12.27)中证创新药指数环-1.60%，跑赢医药指数，跑输沪深300指数。截至12月27日，中证创新药指数1,615.86点，周环比-1.60%。申万医药指数周环比-1.91%，沪深300指数周环比1.36%，中证创新药指数跑赢申万医药指数0.31个百分点，跑输沪深300指数2.96个百分点。

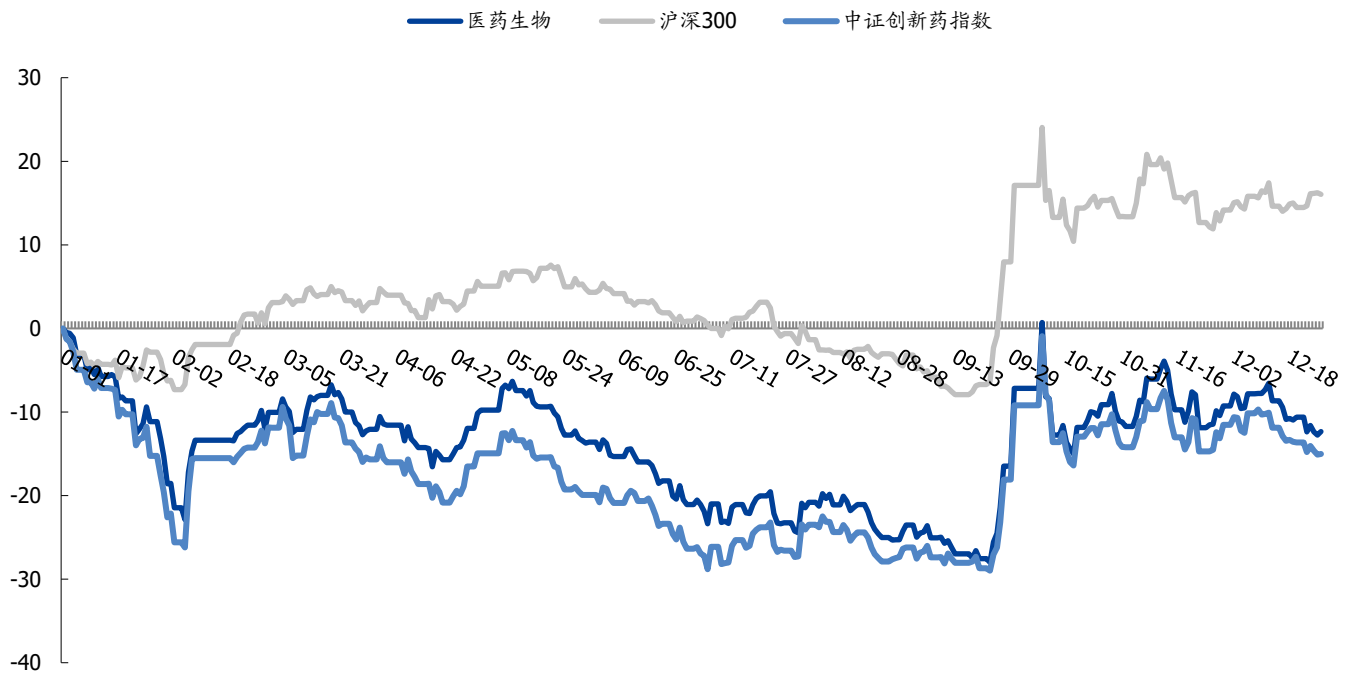
2024年初至今中证创新药指数下跌-15.01%，申万医药指数下跌-12.33%，沪深300上涨16.03%，中证创新药指数跑输申万医药指数，跑输沪深300指数。

图表8: 当周(12.23-12.27)中证创新药指数 VS. 申万医药指数 VS. 沪深300指数对比

指数	当周	当周之前一周	周环比(%)	与月初比(%)	与年初比(%)
医药生物	7,391.22	7,535.20	-1.91	-3.36	-12.33
沪深300	3,981.03	3,927.74	1.36	1.65	16.03
中证创新药指数	1,615.86	1,642.11	-1.60	-3.94	-15.01

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 2024年以来中证创新药指数 VS. 申万医药指数 VS. 沪深300指数走势对比(%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## （2）创新药周度复盘之个股涨跌幅

当周（12.23-12.27）涨跌幅排名前 5 为和铂医药-B、歌礼制药-B、德琪医药-B、康宁杰瑞制药-B，亚盛医药-B。后 5 为首药控股-U、海创药业-U、康诺亚-B、吉贝尔、乐普生物-B。

## （3）创新药周度复盘之热点聚焦

双抗 ADC 的发展。  
自免领域新技术发展。

创新药领域关注个股：

泽璟制药，亚盛医药，贝达药业，信达生物，诺诚健华-U。

## （4）创新药周度复盘之重点事件

**重点事件：**12 月 27 日，第一三共宣布靶向 TROP2 的抗体药物偶联物（ADC）德达博妥单抗（Datopotamab deruxtecan, Dato-DXd）在日本获批上市，用于既往接受过化疗治疗的不可切除或转移性 HR 阳性、HER2 低表达或阴性（IHC 0、IHC 1+或 IHC 2+/ISH-）乳腺癌成人患者。

## （5）创新药领域观点

近期观点：GLP-1 产业链整体经历了一轮上涨回调再启动的大行情，由于其减肥药的海外及国内市场整体量级较大，我们认为后续仍可能存在多波行情。伴随明年替尔泊肽在各个适应症上的临床数据读出以及司美短期内 NASH 和 AD 适应症揭盲数据仍较晚，双靶点/三靶点减肥药可能是明年重要的行情催化来源，推荐关注博瑞医药，信达生物，联邦制药，恒瑞医药，华东医药等。

今年 PD-1/ADC combo 是肿瘤治疗的主线之一，推荐关注 Trop-2，Nectin-4，HER-3 等重点 ADC 靶点，推荐关注科伦博泰，迈威生物，恒瑞医药等。

子领域重点公司：

（1）近期重点关注标的：恒瑞医药，康诺亚，科伦博泰，君实生物，智翔金泰。

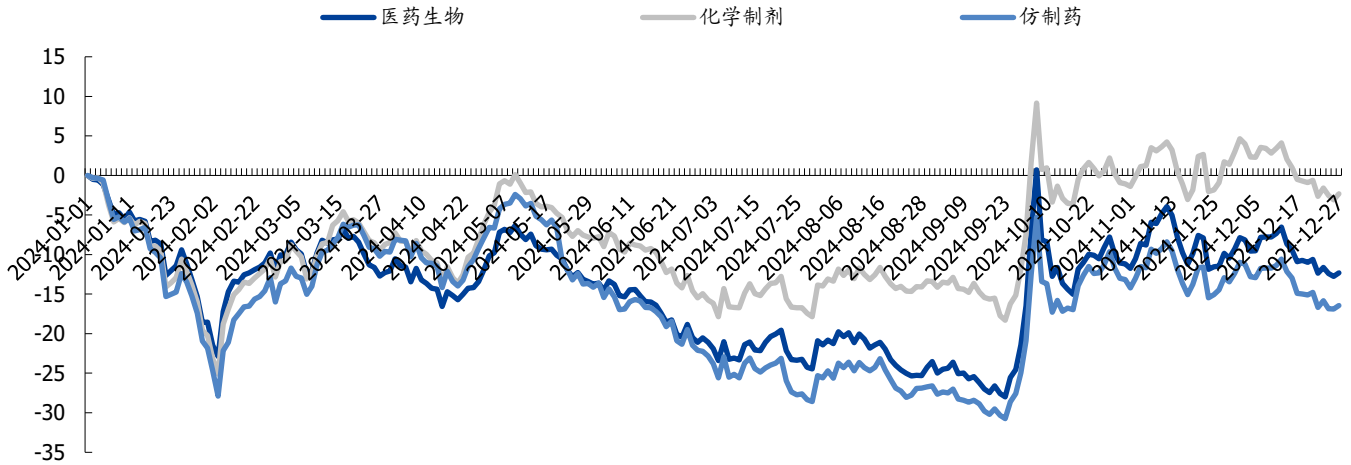
（2）长期持续重点跟踪池：恒瑞医药、百济神州、君实生物、信达生物、荣昌生物、泽璟制药、康方生物、诺诚健华、康诺亚、再鼎医药、贝达药业、先声药业、金斯瑞生物科技、艾力斯、康宁杰瑞、百利天恒、科伦博泰、凯因科技、智翔金泰、和黄医药、海创药业、迪哲医药、亚虹医药、迈威生物、益方生物、科济药业、加科思、腾盛博药、前沿生物等。

### 3.1.2 仿制药

#### （1）仿制药周度复盘之指数复盘

以沪深及港股 113 家仿制药企业为样本池，仿制药板块当周（12.23-12.27）环比-1.91%，跑赢申万医药指数 0.01%，跑输化学制剂子行业 0.20%。

图表10: 2024年初以来仿制药板块 VS. 申万医药 VS. 化学制剂走势对比 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### (2) 仿制药周度复盘之个股涨跌幅

当周 (12.23-12.27) 涨跌幅排名前5为东阳光、\*ST 景峰、双鹭药业、联邦制药、科兴制药。后5为莱美药业、四环生物、悦康药业、复旦复华、翰宇药业。

图表11: 仿制药子领域周涨跌幅排名前5、后5个股

证券简称	周涨跌幅/%	证券简称	周涨跌幅/%
东阳光	20.97	莱美药业	-23.00
*ST 景峰	12.39	四环生物	-18.05
双鹭药业	10.76	悦康药业	-17.97
联邦制药	8.50	复旦复华	-17.71
科兴制药	7.82	翰宇药业	-15.39

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### (3) 仿制药周度复盘之重点事件

**事件:** 恒瑞医药注射用 SHR-4602 联合注射用瑞康曲妥珠单抗 (SHR-A1811)、或联合注射用瑞康曲妥珠单抗和阿得贝利单抗、或联合注射用瑞康曲妥珠单抗、阿得贝利单抗和 SHR-8068 (CTLA-4 单抗) 获得 NMPA 批准在晚期实体瘤中开展临床研究。

**事件:** 恒瑞医药 HRS-4357 注射液获得 NMPA 批准开展联合 ADT 和新型雄激素受体通路抑制剂用于前列腺癌的临床试验。HRS-4357 注射液为恒瑞医药自主研发的化学药品 1 类放射性治疗类创新药, 在本品单药已获批适应症临床试验的基础上, 新增 HRS-4357 联合基于 ADT 和 ARPI 的标准治疗用于治疗前列腺特异性膜抗原 (PSMA) 阳性的前列腺癌成人患者。此外 HRS-4357 注射液还在开展单药用于前列腺癌患者治疗的临床研究。

**事件:** 中国生物制药 1 类创新药贝莫苏拜单抗注射液联合盐酸安罗替尼胶囊的 III 期临床研究 (TQB2450-III-12) 取得阳性结果, 并获得国家药品监督管理局药品审评中心 (CDE) 书面同意, 将于近期提交新适应症的上市申请。新适应症为一线治疗晚期鳞状非小细胞肺癌 (sq-NSCLC)。经独立数据监查委员会 (IDMC) 判定, 主要研究终点无进展生存期 (PFS) 达到方案预设的优效界值。研究期中分析结果显示, 与替雷利珠单抗联合化疗组相比, 贝莫苏拜单抗联合化疗后序贯联合安罗替尼可显著延长患者的 mPFS, 降低疾病

进展或死亡风险。其安全性数据与已知风险相符，未发现新的安全性信号。本研究是全球首个对比免疫 PD-1 联合化疗一线治疗 sq-NSCLC 取得阳性结果的 III 期临床研究。

**事件：**石药集团自主研发的化学 1 类新药 SYH2062 注射液（双链小干扰 RNA（siRNA）药物）获得 NMPA 批准开展临床试验。SYH2062 是一款通过偶联乙酰半乳糖胺（Gal NAc）递送的 siRNA 药物，可以靶向抑制血管紧张素原（AGT），适用于治疗高血压。通过优化序列和化学修饰的策略，实现更持久的基因沉默效果，有望成为每 6 个月给药一次的稳定控压药物。临床前研究显示，SYH2062 的药物活性作用时间明显长于同类型 siRNA 产品，具有药物作用效果持久、安全性良好及患者依从性高的潜力。

#### （4）仿制药近期观点

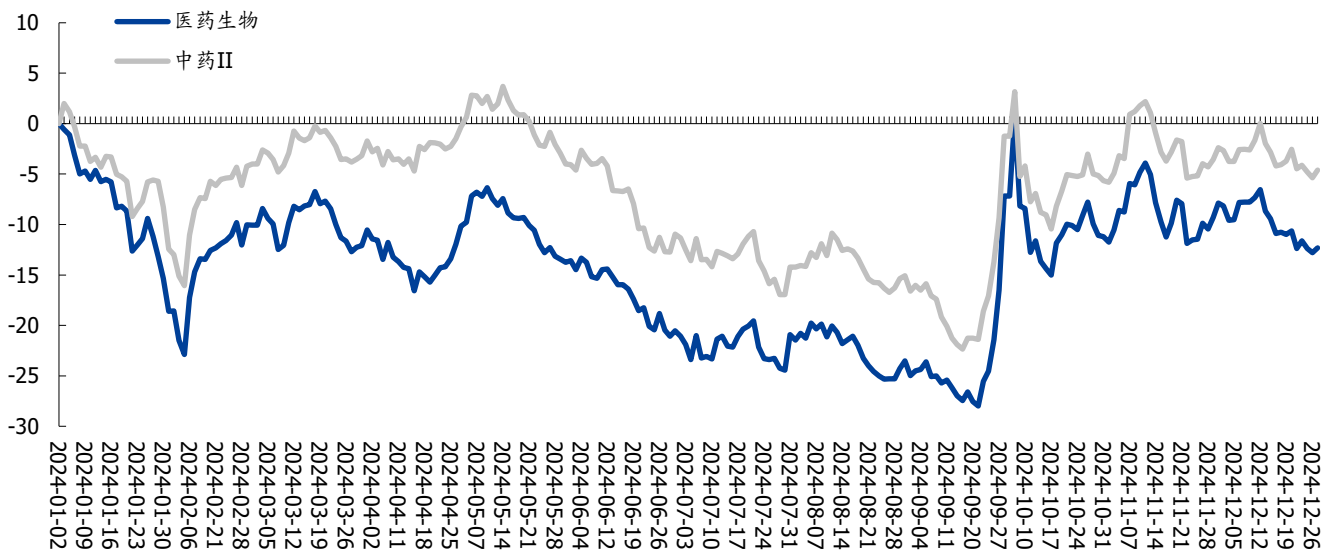
产业趋势的角度，【集采出清+中期第二条成长曲线+复苏】成了关键词，集采影响已经越来越小，传统仿制药企经营趋势向上。传统药企 2024 年整体走向积极，平台型 pharma 有望走出强者恒强格局，迎来估值的修复甚至提升。建议从三年估值/增速性价比，存量业务集采风险、创新药体系整体能力&产品线、销售能力、管理层等几个方面分析。

### 3.1.3 中药

#### （1）中药周度复盘之指数复盘

当周（12.23-12.27）申万医药指数下跌 1.91%，中药指数下跌 2.15%，跑输医药指数 0.24 个百分点；2024 年初至今申万医药指数下跌 12.33%，中药指数下跌 4.62%，跑赢医药指数 7.71 个百分点。

图表12: 2024 年以来申万医药指数 VS. 中药指数走势对比 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

#### （2）中药周度复盘之个股涨跌幅

当周（12.23-12.27）涨跌幅排名前 5 为信邦制药、桂林三金、江中药业、ST 九芝、济川药业。后 5 为\*ST 大药、香雪制药、\*ST 龙津、长药控股、\*ST 吉药。

#### （3）中药周度复盘之重点事件

**事件：**【众生药业】赎回控股子公司部分股份，对众生睿创的持股比例变为 70.97% 公司拟使用自有资金人民币 3.80 亿元元赎回湖州景鑫、向康倚锋、广州宜创达、深圳倚

锋、武汉倚锋、万联广生、广州生物岛合计所持有的众生睿创 9.86% 股权。此外，由于武汉倚锋认购众生睿创的 C 轮注册资本 94.1124 万元尚未支付增资价款，公司在赎回武汉倚锋该部分股权后，负有 2,500 万元的现金出资义务。本次赎回完成后，公司对众生睿创的持股比例由 61.11% 变为 70.97%，后续有望进一步增加控股比例。

#### (4) 中药近期观点及未来前瞻

从三季报来看，中药超预期的来源：一方面是院内集采带来的放量；另一方面是中药创新药放量超预期。此前大家对于中药集采后放量预期较低，但从实际情况来看，集采后凭借身份优势，在进院准入等方面有较大优势，能够带动一定程度的放量。

部分中药企业业绩走弱的原因分析：1) 从需求及下游端来看，药店端承压以及消费力下降，导致部分企业产品消费走弱。从目前的情况来看，比价政策对于部分中药企业带来些许影响，后续需进一步观察政策走势。2) 从成本端来看，虽然中药材价格水平有所回落，但由于企业库存的规则，导致目前使用的部分中药材仍处于价格高位，给成本端带来压力。3) 从品类来看，四类药销售较差，报表期呼吸道疾病低发，需求较弱，同时部分公司有主动管控库存等行为，导致相关企业业绩承压。

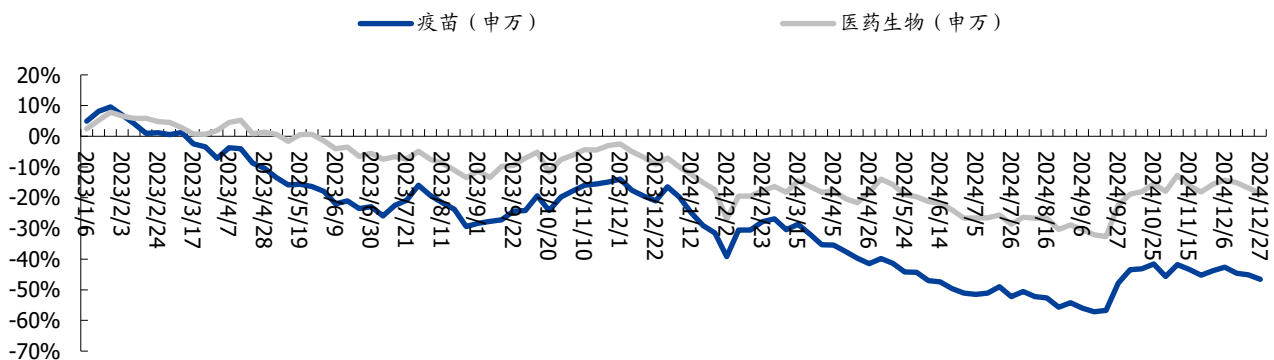
后续建议积极关注：1) 政策友好企业，如利空出尽后的集采放量、基药预期；2) 25 年进入十四五收官之年，积极关注起国企的相关潜在动作；3) 院外四类药相关 OTC 企业业绩拐点。

### 3.1.4 疫苗

#### (1) 疫苗周度复盘之指数复盘&个股涨跌幅

当周 (12.23-12.27)，申万疫苗指数 (-2.69%) 跑输申万医药生物指数 (-1.91%) 0.78 个百分点。2023 年初至今，申万疫苗指数 (-46.60%) 跑输申万医药生物指数 (-18.51%) 28.09 个百分点。

图表13: 申万疫苗指数 vs 申万医药生物指数 2023 年以来走势对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

当周板块涨跌幅前 3 位分别是康华生物 1.21%、智飞生物-0.10%、百克生物-1.02%；涨跌幅后 3 位分别是金迪克-10.89%、康乐卫士-8.64%、欧林生物-6.23%。

### (3) 疫苗近期观点及未来前瞻

**近期观点:** 考虑经济周期, 疫苗行业正在并预期还将面临一定挑战, 需要探索新发展机遇, 其中 HPV 疫苗、带状疱疹疫苗、RSV 疫苗、金葡菌疫苗等大单品受到市场较高关注, 具有较大发展潜力。

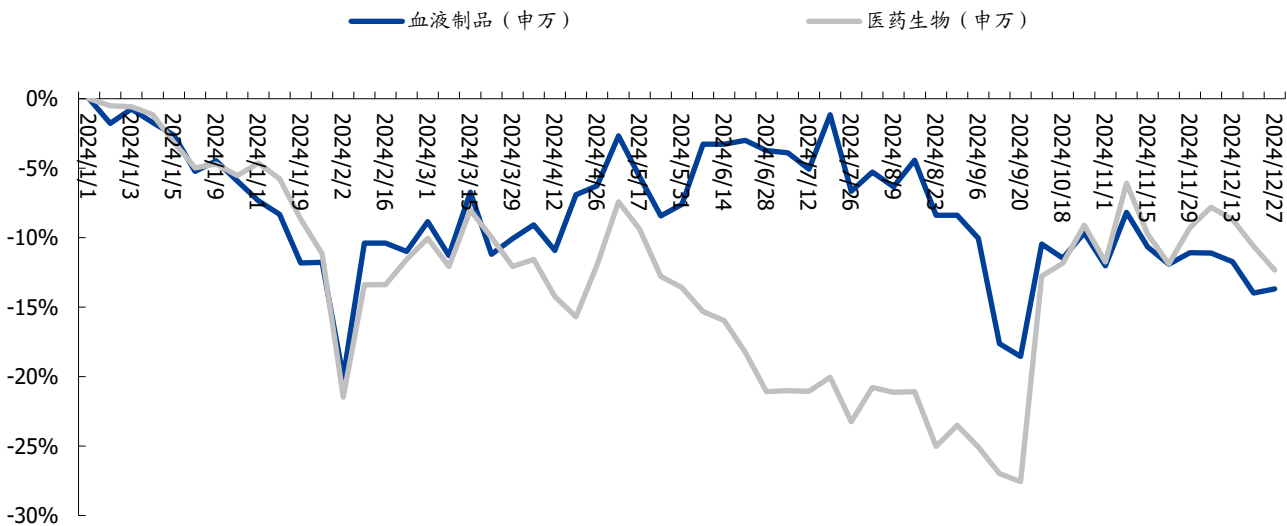
**未来 1 个月重要观测点:** 在研疫苗研发进展。

### 3.1.5 血制品

#### (1) 血制品周度复盘之指数复盘&个股涨跌幅

当周 (12.23-12.27), 申万血液制品指数 (0.37%) 跑赢申万医药生物指数 (-1.91%) 2.28 个百分点。年初至今, 申万血液制品指数 (-13.68%) 跑输申万医药生物指数 (-12.33%) 1.35 个百分点。

图表14: 申万血液制品指数 vs 申万医药生物指数 2024 年以来走势对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

当周板块涨跌幅前 3 位分别是派林生物 2.15%、博雅生物 0.71%、天坛生物 0.63%。

#### (2) 血制品近期观点及未来前瞻

**近期观点:** 板块属资源刚需, 整体增长平稳。进一步整合不断壮大以及浆站的持续拓展将是未来趋势, 吨浆规模仍然是板块内企业发展的重中之重。特殊宏观环境后, 医生、患者对血制品尤其是静丙的认知度有较大提升, 预计后续静丙将持续驱动行业增长, 此外, 纤原、PCC 等产品在我国亦有一定深挖潜力。有一些标的受益于股东转化的近期也要重视, 后续行业整合要持续重点跟踪。

**未来 1 个月重要观测点:** 行业整合情况、产品价格情况

## (2) 血制品周度复盘之重点事件

图表15: 血制品子领域各公司公告

公司	公告内容
派林生物	公司部分董监高及核心管理人员拟增持公司股份，拟合计增持金额不低于人民币 500 万元。
上海莱士	筹划重大资产重组，由海尔生物通过换股方式吸收合并上海莱士。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## (3) 血制品近期观点及未来前瞻

**近期观点:** 板块属资源刚需，整体增长平稳。进一步整合不断壮大以及浆站的持续拓展将是未来趋势，吨浆规模仍然是板块内企业发展的重中之重。特殊宏观环境后，医生、患者对血制品尤其是静丙的认知度有较大提升，预计后续静丙将持续驱动行业增长，此外，纤原、PCC 等产品在我国亦有一定深挖潜力。有一些标的受益于股东转化的近期也要重视，比如上海莱士等，后续行业整合可持续跟踪。

未来 1 个月重要观测点: 行业整合情况、产品价格情况

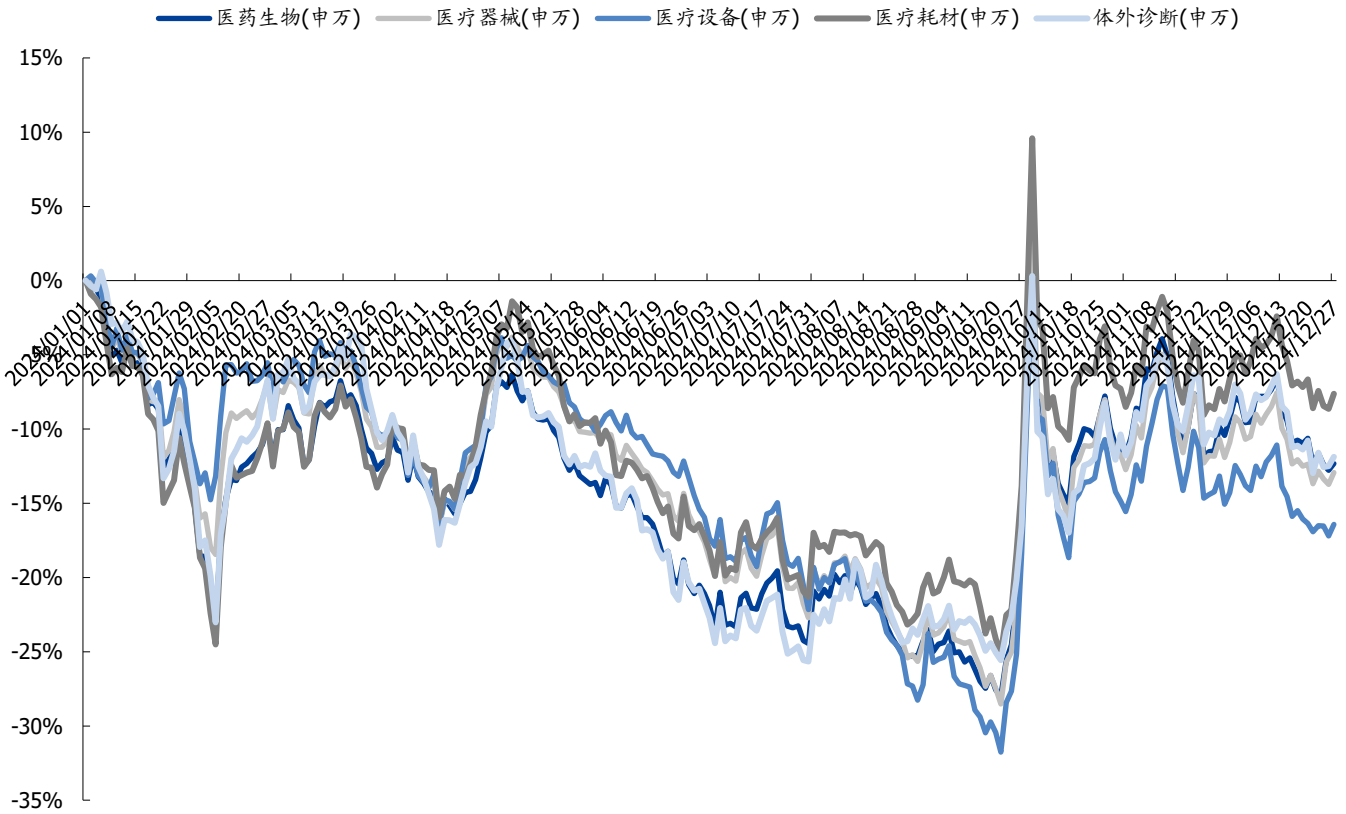
## 3.2 医疗器械

### (1) 医疗器械周度复盘之指数复盘

当周 (12.23-12.27) 申万医药指数下跌 1.91%，医疗器械指数下跌 0.63%，跑赢医药指数 1.28 个百分点。分细分领域看: 医疗设备指数下跌 0.08%，医疗耗材指数下跌 1.04%，体外诊断指数下跌 1.22%。

2024 年初至今申万医药指数下跌 12.33%，医疗器械指数下跌 12.92%，医疗设备指数下跌 16.43%，医疗耗材指数下跌 7.63%，体外诊断指数下跌 11.86%。医疗设备指数跑输医药指数 4.10%，耗材指数跑赢医药指数 4.70%，体外诊断指数跑赢医药指数 0.47%。

图表16: 2024年以来申万医药指数 VS. 医疗器械指数 VS. 医疗器械各子领域指数走势对比 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## (2) 医疗器械周度复盘之个股涨跌幅

图表17: 医疗设备子领域周涨跌幅排名前五、后五个股

个股	涨跌幅 (%)	个股	涨跌幅 (%)
迈瑞医疗	3.18	博迅生物	-20.64
联影医疗	1.86	宝莱特	-10.79
海泰新光	1.59	阳普医疗	-10.49
鱼跃医疗	1.40	锦好医疗	-10.06
海尔生物	0.00	华大智造	-9.82

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表18: 医疗耗材周涨跌幅排名前五、后五个股

个股	涨跌幅 (%)	个股	涨跌幅 (%)
欧普康视	7.71	尚荣医疗	-9.66
爱博医疗	4.77	ST 南卫	-8.73
惠泰医疗	4.24	山东药玻	-6.75
微电生理-U	3.19	冠昊生物	-6.30
三友医疗	1.94	凯利泰	-5.92

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表19: 体外诊断周涨跌幅排名前五、后五个股

个股	涨跌幅 (%)	个股	涨跌幅 (%)
圣湘生物	6.01	*ST 东洋	-13.17
新产业	5.69	睿昂基因	-13.15
东方生物	5.15	易瑞生物	-9.90
热景生物	3.96	利德曼	-9.73
普门科技	1.05	爱威科技	-7.65

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### (3) 医疗器械周度复盘之热点聚焦

#### 1) 医疗设备领域关注的行业问题:

- 医疗设备更新落地情况、相关标的受益程度。
- 找寻“出海增量逻辑”相关标的有哪些?
- 医疗设备各地招采恢复情况如何? 新品入院推广恢复程度?

#### 医疗设备领域关注个股:

迈瑞医疗、联影医疗、三诺生物、美好医疗、怡和嘉业、澳华内镜等。

#### 2) 医疗耗材领域关注的行业问题:

- 骨科集采续约出清及边际改善情况?
- 骨科关节续约集采执行后对国产化率提升情况?
- 电生理手术景气度持续性?
- 集采政策推行落地情况? 还有哪些品种未来可能集采?

#### 医疗耗材领域关注个股:

爱博医疗、惠泰医疗、微电生理、心脉医疗、迈普医学、英科医疗等。

#### 3) 体外诊断领域关注的行业问题:

- Drgs 推行对检测量的影响;
- 安徽牵头的传染病、性激素等发光试剂省级联盟集采落地与执行情况?
- 安徽牵头的甲功与肿标集采已公布最高限价和报量分组情况, 关注后续中标情况。

#### 体外诊断领域关注个股:

圣湘生物、新产业、普门科技、万孚生物、安必平、英诺特、九安医疗等。

### (4) 医疗器械周度复盘之重点事件

图表20: 本周医疗设备领域重要公告

公司	公告内容
三诺生物	公司血糖尿酸血脂仪取得湖南省 NMPA 颁发的 II 类注册证。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表21: 本周医疗耗材领域重要公告

公司	公告内容
春立医疗	原董秘张丽丽女士已辞职, 解凤宝先生将担任董秘职位。解凤宝于 1982 年 5 月出生, 中国地质大学机械设计制造及其自动化专业学士, 2001 年 3 月至今在公司从事研发工作。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表22: 本周体外诊断领域重要公告

公司	公告内容
迈克生物	醛固酮测定试剂盒（直接化学发光法）、可溶性生长刺激表达基因 2 蛋白测定试剂盒（直接化学发光法）获得四川省 NMPA 颁布的 II 类注册证。
亚辉龙	丙型肝炎病毒抗体检测试剂盒（化学发光法）、乙型肝炎病毒 e 抗体检测试剂盒（化学发光法）、乙型肝炎病毒核心抗体检测试剂盒（化学发光法）取得 IVDR CE 最高风险等级 Class D 认证证书。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

## （5）医疗器械近期观点及未来前瞻

### 1) 医疗设备:

**短期关注:** 设备更新后续推进节奏;“出海增量逻辑”相关标的;各地招投标的恢复节奏。我们认为反腐影响偏短期,积压的采购需求后续有望释放。关注:1)新品放量有望拉动业绩增长的企业;2)超跌股价处于底部且有望迎来拐点的企业;3)业绩增长稳健、确定性高兼具估值性价比的核心资产。

**长期逻辑:** 国产替代+医疗新基建+国际化,行业角度关注政策变化+需求周期+技术周期,个股角度关注产品生命周期。

### 2) 高值耗材:

**短期关注:** 1)“出海增量逻辑”相关标的;2)集采政策预期有变化的行业;3)手术量同比高增长、高景气的赛道如电生理;4)医疗反腐对手术量影响、新品入院情况等。

**长期逻辑:** 国产替代+国际化。行业角度关注集采政策变化,个股角度关注产品品类(市场空间)+销售入院等。

### 3) 低值耗材:

**短期关注:** 1)海外:客户去库存后需求恢复情况,是否有新拓大客户等。2)国内:常规业务恢复情况、新项目推进进展等。关注恢复弹性较大且兼具估值性价比的标的。3)美国加关税可能的影响。

**长期逻辑:** 品类拓展+渠道扩张+绑定大客户(特别是海外)。

### 4) 体外诊断:

**短期关注:** 1)DRGs 的推行对检测量的影响;2)2024 年 12 月 24 日,安徽医保局召开传染病、性激素六项等发光试剂全国联盟集中采购企业座谈会,关注后续安徽 IVD 省际联盟集采执行情况;3)2024 年 12 月 24 日,安徽医保局公布肿标和甲功集采最高限价和报量分组情况公布,关注后续中标情况;4)医疗反腐对仪器装机的影响;5)账上现金及等价物较多,投资安全边际高的个股。

**长期逻辑:** 国产替代+国际化,行业角度关注集采政策演变,个股角度关注装机、单产提升、海外收入占比等方面。

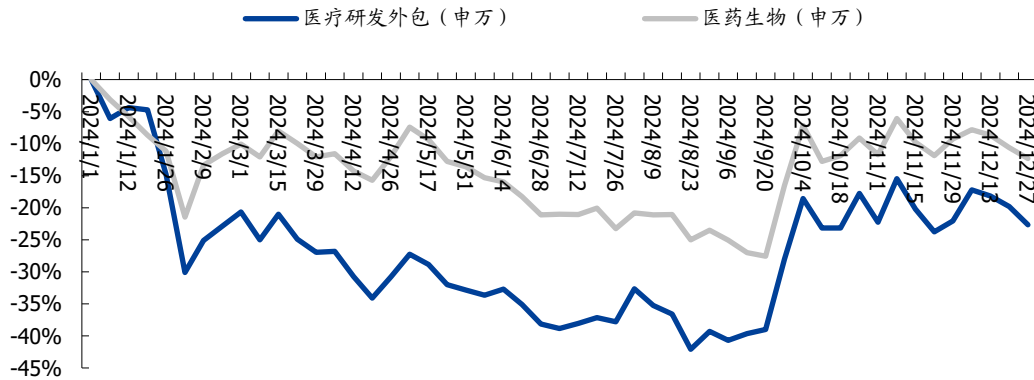
### 3.3 配套领域

#### 3.3.1 CXO

##### (1) CXO 周度复盘之指数复盘

当周(12.23-12.27),申万医疗研发外包指数(-3.50%)跑输申万医药生物指数(-1.91%) 1.59个百分点,2024年初至今申万医疗研发外包指数(-22.63%)跑输申万医药生物指数(-12.33%) 10.31个百分点。

图表23: 申万医疗研发外包指数 vs 申万医药生物指数 2024年以来走势对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

##### (2) CXO 周度复盘之个股涨跌幅

当周 CXO 子领域涨跌幅排在前五的个股分别是诺泰生物、方达控股、阳光诺和、药明生物、金斯瑞生物科技;后五的个股分别是睿智医药、泰格医药、康龙化成、成都先导、博济医药。

##### (3) CXO 近期观点及未来前瞻

近期观点:

我们认为 CXO 未来有望受益于全链条鼓励创新政策预期带来的创新情绪提升和水位提升,尤其预期国内有产业政策支持,投融资潜在可能改善的情况下,国内前端业务有望回暖。CXO 经历长时间调整,板块估值&仓位均处历史低位,创新药环境变化等负向预期基本体现在当前估值里,短期风险不大。中长期看,随着新冠高基数消化、外部环境改善与新能力新产能陆续贡献,板块增速有望拐点向上,且多肽、寡核苷酸、CGT 等新分子新疗法有望持续注入板块高景气,看好 CXO 板块底部布局机会。

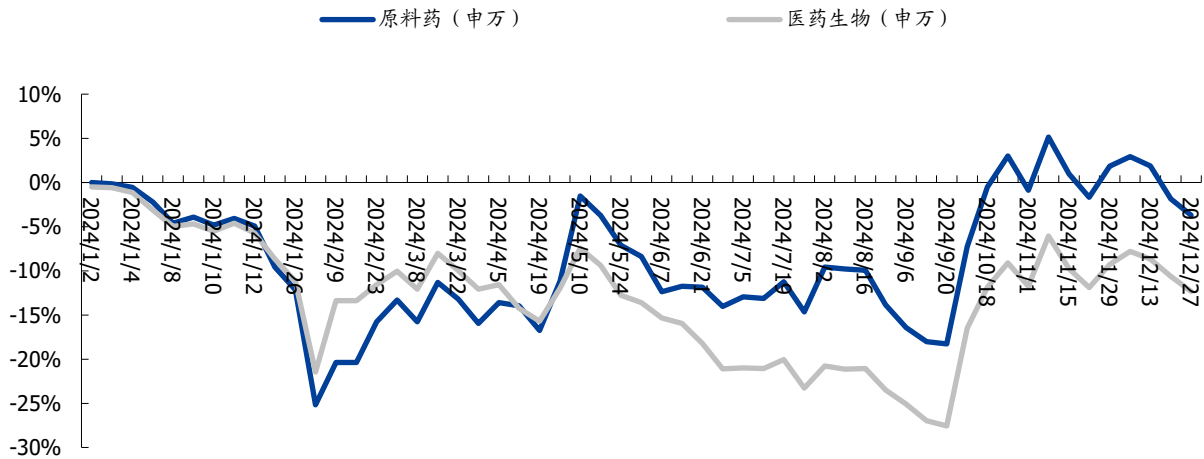
未来一个月重要观测点:美国生物安全法案进展,创新药投融资变化趋势,减肥药产业链相关研发、订单、产能数据等。

#### 3.3.2 原料药

##### (1) 原料药周度复盘之指数复盘

当周(12.23-12.27),申万原料药指数(-1.88%)跑赢申万医药生物指数(-1.91%) 0.03个百分点。年初至今,申万原料药指数(-3.69%)跑赢申万医药生物指数(-12.33%) 8.64个百分点。

图表24: 申万原料药指数 vs 申万医药生物指数 2024年以来走势对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## (2) 原料药周度复盘之个股涨跌幅

图表25: 原料药子领域周涨跌幅排名前5、后5个股

证券简称	周涨跌幅/%	证券简称	周涨跌幅/%
亨迪药业	3.63%	新赣江	-13.87%
新诺威	2.84%	圣达生物	-13.09%
国邦医药	2.39%	欧康医药	-10.66%
新和成	2.17%	尔康制药	-9.91%
威尔药业	1.60%	广济药业	-8.33%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## (3) 原料药周度复盘之重点事件

图表26: 原料药子领域各公司公告

公司	公告内容
仙琚制药	为提升管理效率, 完善和优化原料药业务架构及机制, 拟新设立全资子公司, 以承接公司部分原料药版块业务, 子公司名暂定浙江仙琚杨府药业有限公司

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## (4) 原料药近期观点及未来前瞻

### 1) 近期观点

2023年对于原料药行业来说相对较为特殊, 特殊宏观环境之后下游客户的库存水平较高、产能扩张周期、外部竞争加剧等多重因素叠加, 特色原料药各品种价格基本都在低位, 体现在报表上就是收入端基本没有增长, 利润端甚至还有下滑。

从量到价，预计原料药板块整体业绩仍旧呈现环比恢复的趋势。与此同时，部分特色原料药企第二曲线逐步体现，尤其是制剂板块推广放量陆续体现，对冲缓解了原料药板块的压力。

节奏角度，因为部分品种降价是发生 2023 年下半年，包括制剂端的医疗反腐也是自去年下半年开展，故而 2024 年下半年同期基数会低一些，预计下半年业绩压力会小于上半年，随着成本压力释放、原料药价格回升，板块基本面有望持续向好。

此外，GLP1 药物目前是市场热点，为原料药行业带来较大弹性，具有 GLP-1 先发优势的企业值得重点关注。

## 2) 未来一个月重要观测点

原料药价格及减肥药产业链相关研发进展、订单、产能数据等。

### 3.3.3 药店

#### (1) 药店周度复盘之指数复盘

以益丰药房、大参林、老百姓、一心堂、健之佳、漱玉平民、华人健康 7 家药店为样本池，药店板块当周（12.23-12.27）周涨幅-4.98%，跑输申万医药指数 3.07%。

#### (2) 药店周度复盘之个股涨跌幅

当周（12.23-12.27）涨跌幅排名靠前的为一心堂，涨跌幅最末的为漱玉平民。

#### (3) 药店近期观点及未来前瞻

我们认为，目前政策后续推进方向尚未明确，对药店业绩未产生直接影响，短期情绪波动较大，建议积极关注业绩稳健的龙头企业与后续政策推进情况。此外，药店行业集中度提升及处方药外流大逻辑没有变化，在老龄化趋势下，龙头药房有望稳健发展。建议积极关注业绩稳健龙头企业。

门诊统筹政策已拉开序幕，市场部分演绎对方外流的预期，但由于医保政策、监管程度、经济水平等差异，各地推进不一，我们认为，经过前期逐步摸索，2024 年各省方案有望进一步明朗，门诊统筹与处方外流有望加速推进。

行业集中度仍处于持续提升阶段，龙头药房扩张速度仍处于较高水平，通过自建、并购以及加盟等不同方式，龙头企业规模有望进一步提升；同时随区域市占率的提升，盈利能力有望同步改善。

未来一个月重要观测点：部分省份个账改革、线上处方流转政策推进程度、门诊统筹进展及其对药店的影响。

### 3.3.4 医药商业

#### (1) 医药商业周度复盘之指数复盘

以沪深及港股 20 家医药商业公司（流通）为样本池，医药商业板块当周（12.23-12.27）涨跌幅-4.24%，跑输申万医药指数 2.33%。

#### (2) 医药商业周度复盘之个股涨跌幅

当周（12.23-12.27）涨跌幅排名前 5 为海王生物、国药一致、人民同泰、国药股份、柳药集团。后 5 为开开实业、塞力医疗、重药控股、药易购、百洋医药。

### (3) 医药商业近期观点及未来前瞻

近期观点：估值在大环境下有一定偏好度，后面继续关注国企商业公司、有变化的商业公司，如柳药集团、九州通，以及CSO赛道百洋医药。

未来一个月重要观测点：院内恢复情况。

### 3.3.5 医疗服务

#### (1) 医疗服务周度复盘之指数复盘

以沪深及港股19家医疗服务公司（医院）为样本池，医疗服务板块当周（12.23-12.27）的跌幅-1.48%，跑赢申万医药指数0.43%。

#### (2) 医疗服务周度复盘之个股涨跌幅

当周（12.23-12.27）板块内19家公司涨跌幅排名前5名为信邦制药、瑞尔集团、新里程、希玛眼科、固生堂；排名后5名为光正眼科、何氏眼科、国际医学、三博脑科、美年健康。

#### (3) 医疗服务近期观点及未来前瞻

近期观点：一方面，股价经过长时间调整，资金层面压力相对出清，估值分位很低（2020年初至今维度）。另一方面，消费医疗与消费恢复密切相关，若加之有经营变化，未来一段时间值博率较高。选股角度，看两个方面，一是筹码结构干净、股价低位（预期没有那么满）。二是未来几个季度经营趋势向上。

未来一个月重要观测点：各公司月度数据，市场消费数据。

### 3.3.6 生命科学产业链上游

#### (1) 生命科学产业链上游周度复盘之指数复盘

生命科学产业链上游暂无Wind指数，该板块包括公司我们可分为三大类：耗材服务类、制药装备类、科研仪器类，自2022年以来，投融资数据承压叠加其它宏观因素等，企业经营存在一定挑战，随着业绩增速趋缓相关企业估值逐步有所消化，随着大部分企业经营趋势向好，关注后续上游企业业绩企稳回升趋势。

当周（12.23-12.27）申万医药指数下跌1.91%，生命科学产业链上游公司股价多数下跌，跌幅算数平均值为4.58%，跌幅中位数为4.24%。

2024年初至今申万医药指数下跌12.33%，生命科学产业链上游大部分公司“估值+业绩”承压，跌幅算数平均值为21.96%，跌幅中位数为28.53%，生命科学产业链上游板块跑输申万医药指数。

## (2) 生命科学产业链上游周度复盘之个股涨跌幅

图表27: 生命科学产业链上游板块周涨跌幅排名前五、后五个股

个股	涨跌幅 (%)	个股	涨跌幅 (%)
康为世纪	6.53	禾信仪器	-10.33
纳微科技	-1.60	泰坦科技	-10.32
聚光科技	-1.99	天瑞仪器	-9.68
义翘神州	-2.48	阿拉丁	-8.14
诺唯赞	-2.54	昊帆生物	-7.80

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## (3) 生命科学产业链上游周度复盘之热点聚焦

### 1) 生命科学产业链上游关注的行业问题:

- 国内投融资数据何时迎来较大回暖, 带动早期研发项目量增?
- 高校研发费用划拨是否有收紧趋势?
- 对于随研发管线推进产品需求用量迎来较大增加的企业, 在手管线推进重要节点跟进; 三期及商业化变更进展等。
- 下游需求压制情况下, 行业价格竞争是否加剧, 毛利率变化趋势如何?
- 上游各细分领域市场空间相对有限, 国际化打开长期成长空间, 海外客户突破及收入占比关注度。

### 2) 生命科学产业链上游关注个股:

康为世纪、奥浦迈、百普赛斯、纳微科技、南模生物等。

## (4) 子领域重点事件/重点政策/重点公告/重要数据

图表28: 本周生命科学上游公司重点公告

公司	公告内容
海尔生物	海尔生物计划通过向上海莱士全体股东发行 A 股股票的方式换股吸收合并上海莱士并发行 A 股股票募集配套资金, 海尔生物拟于 2024 年 12 月 23 日开市起开始停牌, 预计停牌时间不超过 10 个交易日。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## (5) 生命科学产业链上游近期观点

### 1) 耗材及服务

**短期关注:** 企业经营拐点。上游大部分企业经历业绩调整后, 有望迎来企稳回升。上游相关标的政策免疫且跌幅较大, 间歇性会有反弹行情, 上游持续性/板块性的机会还需行业景气度回升来支撑。

**a. 高校科研端:** 需求逐步恢复但强度有限。此外需关注财政压力下科研经费投入是否受影响 (2023 年国家统计局 R&D 经费支出达 3.33 万亿, 同比增速 8.1%, 维持了较高增长。继续关注 2024 年 R&D 投入变化)。

**b. 工业研发端:** 客户以早期 biotech 企业为主, 国内投融资数据承压导致企业优化管线, 研发投入谨慎, 新增管线及项目推进不太乐观。后续景气度还需投融资激发活力。海外早期药物研发推进较稳定。海外占比高的标的可适当关注。

**长期逻辑:** 国产替代+国际化, 行业角度关注投融资景气度、竞争激烈程度, 个股角度关注 SKU 扩展、客户拓展、海外收入占比等方面。

## 2) 制药装备:

短期关注: 新签订单景气度。代表性企业“合同负债”、“盈利能力”均表现一般, 短期“周期股”属性比较难消除, 需新增订单持续超预期支撑业绩和股价表现。因为下游药企“降本增效”、“固定资产投资谨慎”等因素, 预计新签订单压力较大, 产品结构变化等因素可能影响毛利率表现。

## 3) 科研仪器:

短期关注: 新签订单景气度。这是未来几年需重视的板块之一, 国产替代率低提供业绩弹性空间, 卡脖子属性提供估值溢价, 少有的景气逻辑细分领域。目前订单受到一定扰动, 后续看政策催化及国产替代进程, 追踪订单, 跟拐点。重点关注聚光科技。

## 四、行情回顾与医药热度跟踪

### 4.1 医药行业行情回顾

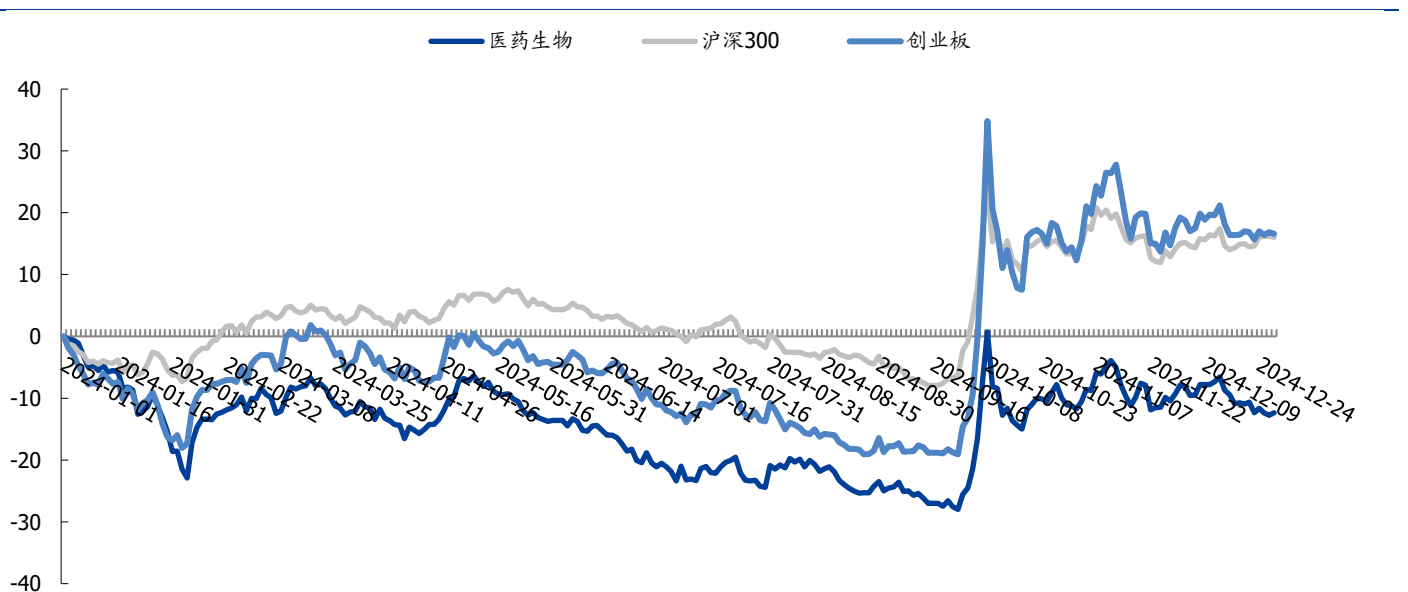
当周（12.23-12.27）申万医药指数环比-1.91%，跑输创业板指数，跑输沪深 300 指数。当周申万医药指数周环比-1.91%，沪深 300 指数周环比 1.36%，创业板指数周环比-0.22%，医药跑输沪深 300 指数 3.27 个百分点，跑输创业板指数 1.70 个百分点。2024 年初至今申万医药下跌 12.33%，沪深 300 上涨 16.03%，创业板指数上涨 16.58%，医药跑输沪深 300 指数，跑输创业板指数。

图表29: 当周（12.23-12.27）申万医药 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数对比

指数	本周	上周	周环比 (%)	与月初比 (%)	与年初比 (%)
沪深 300	3,981.03	3,927.74	1.36	1.65	16.03
创业板指数	2,204.90	2,209.66	-0.22	-0.86	16.58
医药生物	7,391.22	7,535.20	-1.91	-3.36	-12.33

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

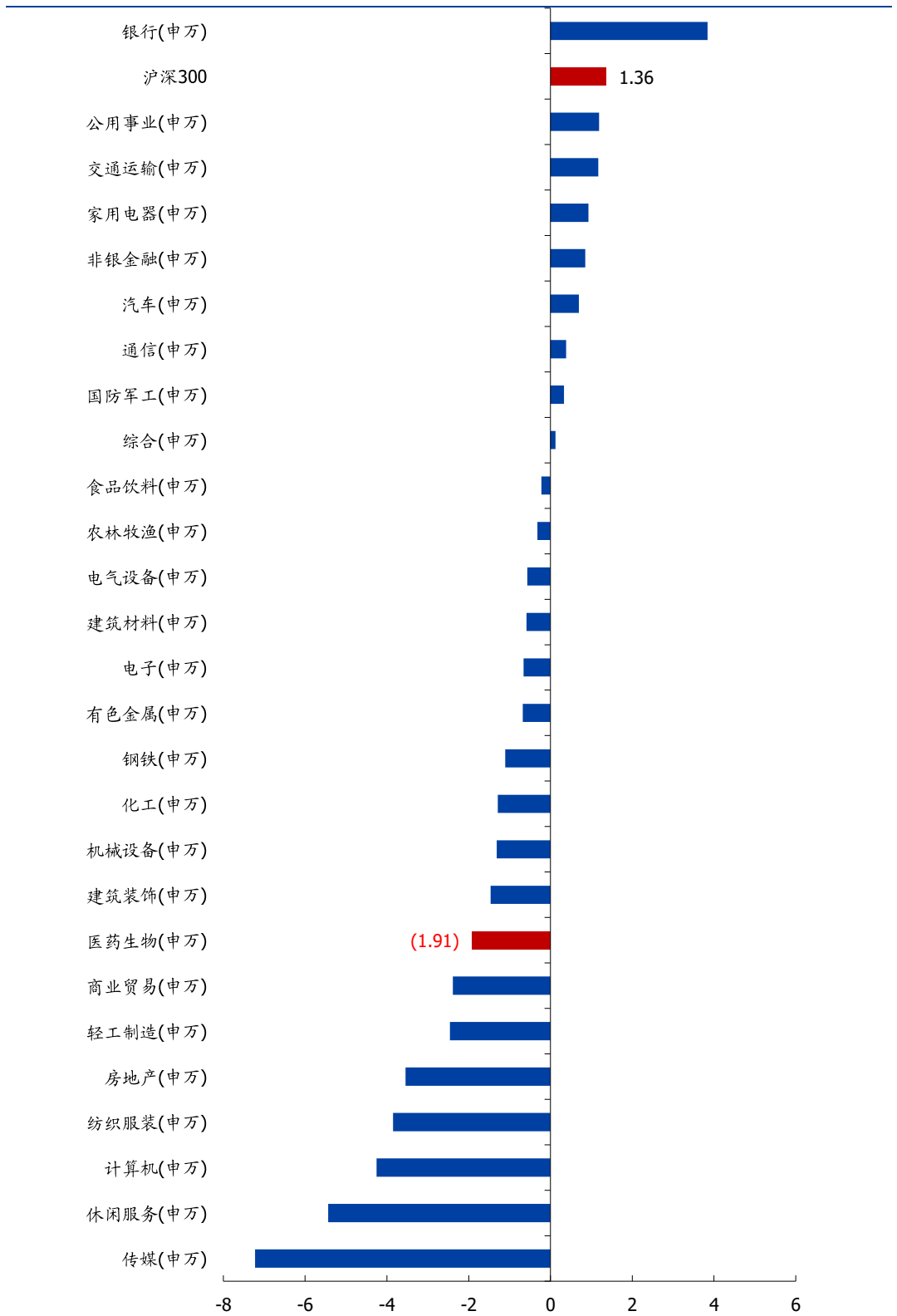
图表30: 2024 年以来申万医药 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数走势对比 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

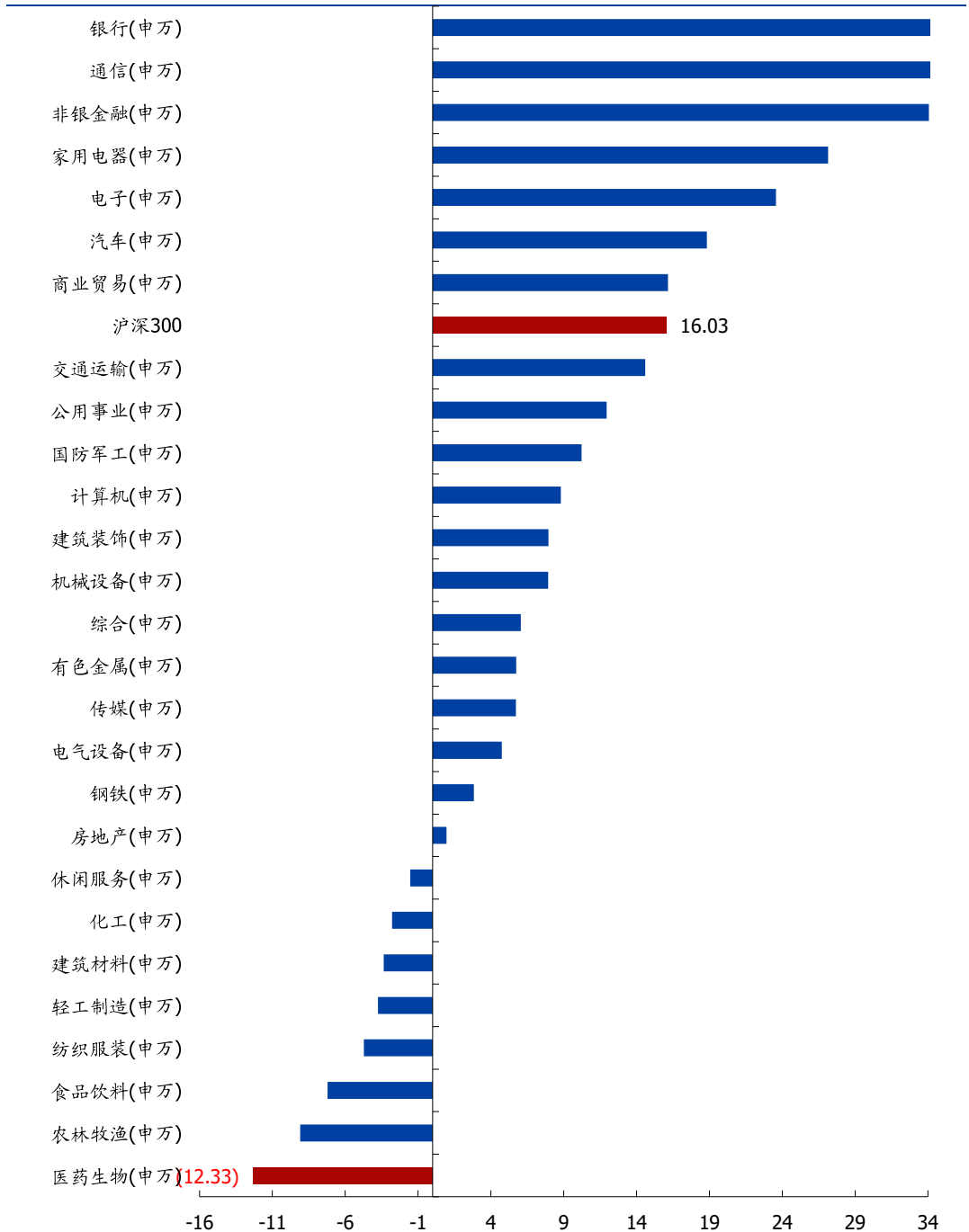
在所有行业中，当周（12.23-12.27）医药涨跌幅排在第 20 位。2024 年初至今，医药涨跌幅排在第 27 位。

图表31: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比(周对比, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

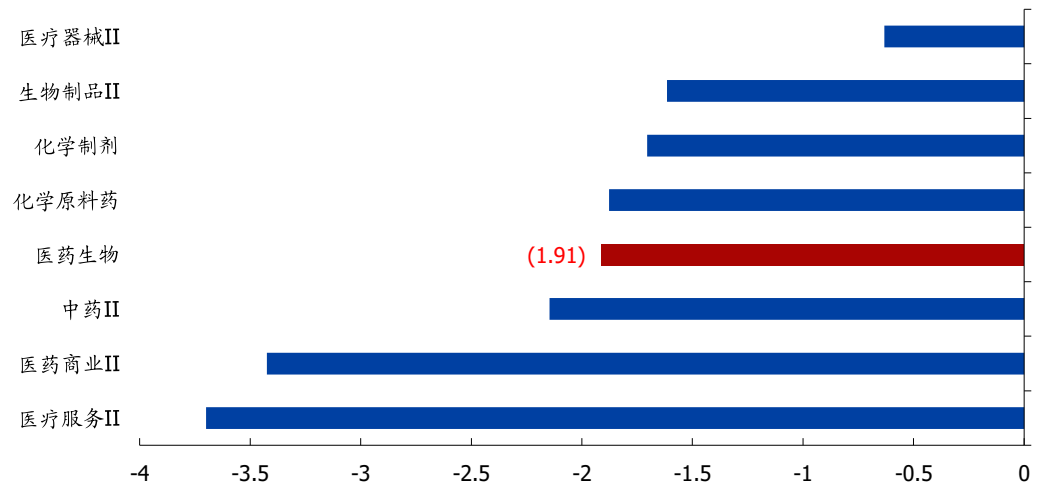
图表32: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2024年初至今, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

子行业方面, 当周(12.23-12.27)表现最好的为医疗器械 II, 环比-0.63%; 表现最差的为医疗服务 II, 环比-3.70%。

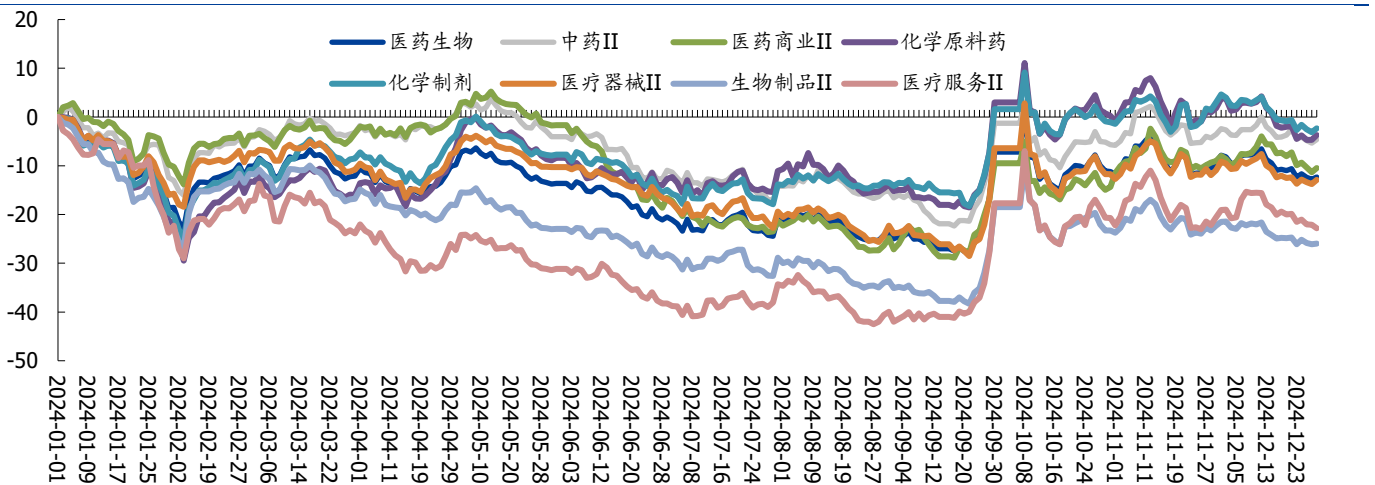
图表33: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

化学制剂年度涨跌幅行业内领先。2024 年初至今表现最好的子行业为化学制剂，下跌 2.32%；表现最差的为生物制品 II，下跌 25.96%。其他子行业中，中药 II 下跌 4.62%，医药商业 II 下跌 10.45%，化学原料药下跌 3.69%，医疗器械 II 下跌 12.92%，医疗服务 II 下跌 22.81%。

图表34: 申万医药各子行业 2024 年初至今涨跌幅变化图 (%)



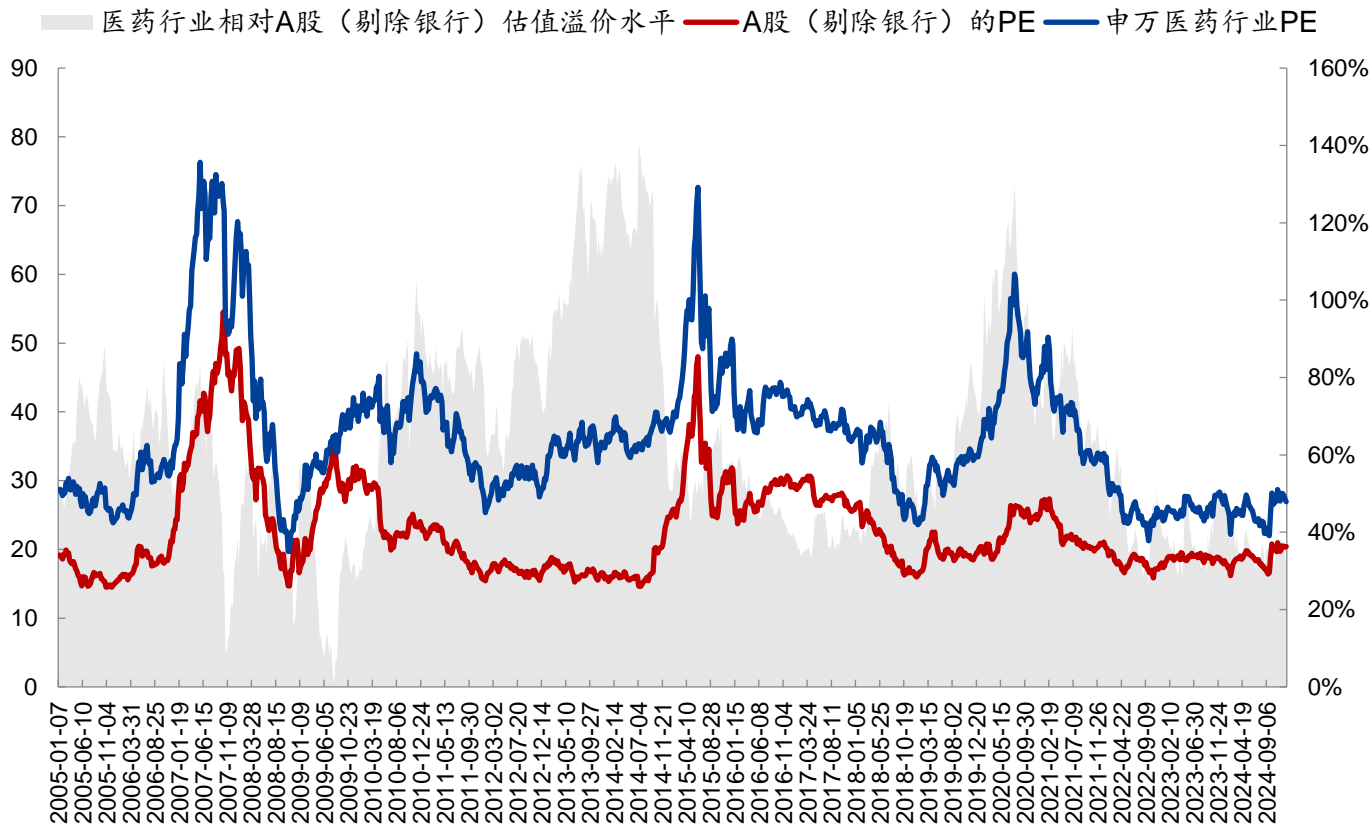
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 4.2 医药行业热度追踪

估值水平下降，处于平均线下。当周，医药行业估值 PE (TTM，剔除负值) 为 26.95，较上一周下降 0.36 个单位，比 2005 年以来均值 (36.29) 低 9.34 个单位，当周医药行业整体估值下降。

行业估值溢价率下降，处于平均线下。当周医药行业 PE 估值溢价率 (相较 A 股剔除银行) 为 31.98%，较上一周下降 2.36 个百分点。溢价率较 2005 年以来均值 (62.59%) 低 30.61 个百分点，处于相对低位。

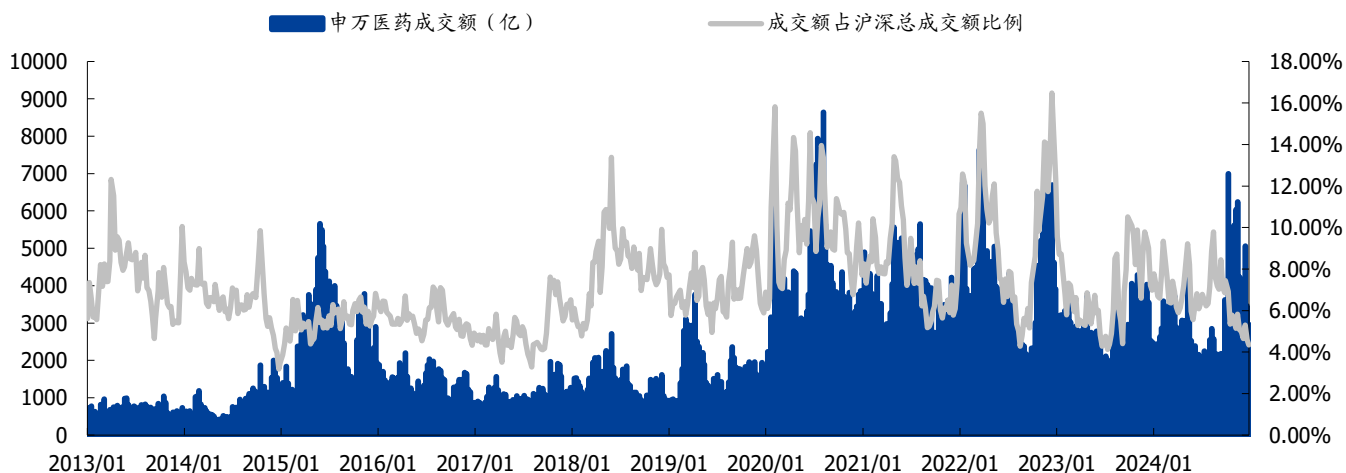
图表35: 医药行业 PE 估值溢价率【申万医药行业 vs.全部 A 股-剔除银行】



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

当周（12.23-12.27）医药行业热度较上一周上升。医药成交总额 2962.32 亿元，沪深总成交额为 68259.71 亿元，医药成交额占比沪深总成交额比例为 4.34%（2013 年以来成交额均值为 7.21%）。

图表36: 2013 年以来申万医药行业成交额以及在市场中占比的走势变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 4.3 医药板块个股行情回顾

当周（12.23-12.27）涨跌幅排名前5为\*ST景峰、双鹭药业、信邦制药、科兴制药、欧普康视。后5为开开实业、莱美药业、四环生物、悦康药业、创新医疗。

滚动月涨跌幅排名前5为热景生物、明月镜片、博士眼镜、心脉医疗、稳健医疗。后5为浩欧博、奕瑞科技、片仔癀、奥泰生物、澳华内镜。

图表37: 申万医药周涨跌幅排名前十、后十个股

个股	涨跌幅 (%)	原因	个股	涨跌幅 (%)	原因
*ST 景峰	12.39	无特殊原因	开开实业	-23.07	无特殊原因
双鹭药业	10.76	无特殊原因	莱美药业	-23.00	无特殊原因
信邦制药	9.88	无特殊原因	四环生物	-18.05	无特殊原因
科兴制药	7.82	无特殊原因	悦康药业	-17.97	无特殊原因
欧普康视	7.71	无特殊原因	创新医疗	-17.60	无特殊原因
康为世纪	6.53	无特殊原因	*ST 大药	-15.79	无特殊原因
圣湘生物	6.01	无特殊原因	香雪制药	-15.47	无特殊原因
新产业	5.69	无特殊原因	翰宇药业	-15.39	无特殊原因
华特达因	5.59	无特殊原因	塞力医疗	-14.46	无特殊原因
桂林三金	5.37	无特殊原因	*ST 龙津	-14.44	无特殊原因

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表38: 申万医药滚动月涨跌幅排名前十、后十个股

个股	涨跌幅 (%)	原因	个股	涨跌幅 (%)	原因
热景生物	15.76	无特殊原因	浩欧博	-38.65	无特殊原因
明月镜片	15.50	AI 相关	奕瑞科技	-16.43	无特殊原因
博士眼镜	12.88	AI 相关	片仔癀	-12.48	无特殊原因
心脉医疗	12.59	无特殊原因	奥泰生物	-10.67	无特殊原因
稳健医疗	8.84	无特殊原因	澳华内镜	-9.24	无特殊原因
禾信仪器	8.23	无特殊原因	天益医疗	-8.88	无特殊原因
爱博医疗	7.15	无特殊原因	迈瑞医疗	-8.35	无特殊原因
东阿阿胶	6.04	无特殊原因	兴齐眼药	-8.20	无特殊原因
爱朋医疗	5.98	无特殊原因	百利天恒-U	-8.12	无特殊原因
药明康德	5.79	无特殊原因	诺思格	-7.23	无特殊原因

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

## 风险提示

- 1) 医药负向政策超预期:** 近年来, 医药领域陆续出台, 如仿制药带量采购、高值耗材带量采购、创新药医保谈判等系列政策, 与之相关的品种或企业实际经营情况或受到影响, 如果后续还有降价等政策出台, 相关企业经营可能会遇到阶段性压力。
- 2) 行业增速不及预期:** 部分板块及产品竞争格局恶化, 以及负向政策的扰动, 导致增速不及预期。
- 3) 行业竞争加剧风险:** 随着同类型产品不断上市或新一代产品上市, 医药行业竞争可能加剧, 产品市场份额存在不及预期或下滑风险, 影响相关企业营收和利润。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com