

医药生物

【周专题&周观点】【总第 385 期】AI 虚拟医生：让医院数据“说话”，解锁颠覆性商业价值

一、当周（2.17-2.21）回顾与周专题：

当周（2.17-2.21）申万医药指数环比+1.88%，跑输创业板指数，跑赢沪深 300 指数。当周周专题，我们探究 AI 虚拟医生的商业模式，其帮助医院数据“说话”，实现了从信息孤岛到智慧医疗的跃迁。

二、近期复盘：

1、当周表现：本周市场波动向上，继续围绕科技股展开。医药方面，本周热度持续提升，后半周热度更甚，主要围绕两个方面展开，一个是 AI 医疗（泛数据价值要素相关板块），一个是创新药及 CXO。港股未进通 biotech 更为强势。

2、原因分析：市场围绕科技股展开进攻，核心逻辑和我们前两周讲的没有任何变化。医药方面，热度持续提升，我们之前构思的医药负循环由【AI 医疗】和【创新药的 DeepSeek 时刻】打破，AI 医疗近期成了市场整个 AI 应用逻辑的重心，一个是因为轮动，一个是因为认知提升，一个是因为产业兑现（比如华为瑞金大模型等），从最开始仅仅演绎数据价值逻辑，慢慢形成了【AI 制药】【AI 基因多组学数据等】【AI 虚拟医生】【AI 医生管理】等几条主线轮动演绎，并且慢慢形成中短期看【AI 助力降本增效】、中长期看【AI 助力商业模式创造】的底层逻辑选股思路，我们认为 AI 医疗应该会演绎成大主题甚至未来的大主线。另外，因为中国科技股在 DeepSeek 逻辑演绎下持续重估，并且得到强化和扩散，中国创新药也是同样逻辑资产，在这周两个政策催化下，得到了强化演绎并且爆发，CXO 这类资产是 AI 医疗和中国创新药重估双重逻辑推动。另外，长期受到流动性压制的港股未进通 biotech 因歌礼和和铂的赚钱效应及港股创新药重估带来的流动性得到大幅修复。

3、未来展望：（1）中短期维度看，医药近期的思路，还是围绕 2 个方面 5 点：第一方面，市场映射角度，寻找 AI 应用医疗映射、寻找两会政策预期，例如生育等。第二个方面，产业逻辑角度，围绕创新持续演绎，包括出海、商业化和早期创新品种价值演绎。

（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。具体思路主要有四个：【创新药】海外大药、早研双新（包括干细胞、通用 CarT、TCE 实体瘤、PD1 PLUS、白介素多靶点、蛋白降解、小核酸、TL1A、减肥 PRO、IGA 肾病等等）、国内超卖、【新科技】AI 医疗、脑机、【泛整合】国改、大集团小公司、【国际化】CXO、器械出海、生物类似药出海。

三、策略配置思路：

1、思路一【医药风格节奏】

（一）【创新药】百济神州、科伦博泰生物、益方生物、贝达药业、热景生物、歌礼制药、科兴制药、三生制药、奥赛康、德琪医药、华领医药、CXO 等。

（二）【AI 医疗应用】国际医学、九安医疗、晶泰控股、美年健康、华大智造、华大基因、金城医学、固生堂、医脉通等。

（三）【两会政策】生育如华特达因；体检如美年健康。

（四）【其他标的】健友股份、福瑞股份、药明康德、浩欧博、哈药股份等。

2、思路二【医药产业逻辑】

（一）【创新药】商业化超预期、新技术&新机制&新靶点**（包括干细胞、通用 CarT、TCE 实体瘤、PD1 PLUS、白介素多靶点、蛋白降解、小核酸、TL1A、减肥 PRO、IGA 肾病等等）、出海&授权，包括：百济神州、科伦博泰生物、益方生物、贝达药业、热景生物、歌礼制药、科兴制药、三生制药、广生堂、奥赛康、德琪医药、信达生物、康方生物、中国生物制药、君实生物、泽璟制药、康诺亚、新诺威、百利天恒、智翔金泰、华东医药、恒瑞医药、艾力斯、诺思兰德、亿帆医药、众生药业等。其产业链也须密切跟踪，包括泰格医药、诺思格、阳光诺和等。

（二）【新科技】AI 医药、脑机接口，包括：晶泰控股、美年健康、诚益通等。

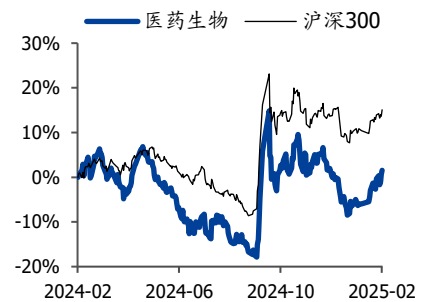
（三）【泛整合】国改、大集团小公司，包括：浩欧博、人福医药、万东医疗、哈药股份等。

（四）【国际化】CXO、器械出海、生物类似药出海，包括：健友股份、三诺生物、怡和嘉业、美好医疗、迈瑞医疗、联影医疗、药明康德、康龙化成、凯莱英、九洲药业、昌红科技等。

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 胡佑碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

分析师 徐雨涵

执业证书编号：S0680524040006

邮箱：xuyuhan@gszq.com

相关研究

1、《医药生物：【周专题&周观点】【总第 383 期】AI 医疗点燃医药；兼海外大药企 2024 年报亮点梳理》 2025-02-15

2、《医药生物：【周专题&周观点】【总第 383 期】AI 技术突破可以给制药行业带来什么》 2025-02-09

3、《医药生物：【周专题&周观点】【总第 382 期】13 张图表详解，从 2024Q4 医药持仓我们能看到什么？》 2025-01-25

内容目录

一、医药核心观点	4
二、AI 虚拟医生：让医院数据“说话”，解锁颠覆性商业价值	6
三、细分领域投资策略与思考	10
3.1 广义药品	10
3.1.1 创新药	10
3.1.2 仿制药	11
3.1.3 中药	13
3.1.4 疫苗	14
3.1.5 血制品	14
3.2 医疗器械板块周度复盘	16
3.3 配套领域	19
3.3.1 CXO	19
3.3.2 原料药	20
3.3.3 药店	21
3.3.4 医药商业	22
3.3.5 医疗服务	22
3.3.6 生命科学产业链上游周度复盘	23
四、行情回顾与医药热度跟踪	25
4.1 医药行业行情回顾	25
4.2 医药行业热度追踪	28
4.3 医药板块个股行情回顾	29
风险提示	30

图表目录

图表 1: 我们认为 AI 虚拟医生有望赋能患者诊疗服务全流程	6
图表 2: Agent Hospital 界面	7
图表 3: AI 儿科医生近日在首都医科大学附属北京儿童医院上线	8
图表 4: 梅奥诊所参与投资的 AI 相关领域探索	9
图表 5: 当周 (2.17-2.21) 中证创新药指数 VS. 申万医药指数 VS. 沪深 300 指数指数对比	10
图表 6: 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 (%)	10
图表 7: 2025 年初以来仿制药板块 VS. 申万医药 VS. 化学制剂走势对比 (%)	12
图表 8: 仿制药子领域周涨跌幅排名前 5、后 5 个股	12
图表 9: 2025 年以来申万医药指数 VS. 中药指数走势对比 (%)	13
图表 10: 申万疫苗指数 vs 申万医药生物指数 2024 年以来走势对比	14
图表 11: 疫苗子领域各公司公告	14
图表 12: 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	15
图表 13: 血制品子领域各公司公告	15
图表 14: 2025 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 (%)	16
图表 15: 医疗设备子领域周涨跌幅排名前五、后五个股	16
图表 16: 医疗耗材周涨跌幅排名前五、后五个股	17
图表 17: 体外诊断周涨跌幅排名前五、后五个股	17
图表 18: 本周医疗设备领域重要公告	18
图表 19: 本周医疗耗材领域重要公告	18
图表 20: 本周体外诊断领域重要公告	18
图表 21: 申万医疗研发外包指数 vs 申万医药生物指数 2025 年以来走势对比	19
图表 22: 申万原料药指数 vs 申万医药生物指数 2024 年以来走势对比	20
图表 23: 原料药子领域周涨跌幅排名前 5、后 5 个股	20
图表 24: 原料药子领域各公司公告	21
图表 25: 生命科学产业链上游板块周涨跌幅排名前五、后五个股	23

图表 26:	本周生命科学上游领域重要公告	24
图表 27:	当周 (2.17-2.21) 申万医药 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数对比	25
图表 28:	2025 年以来申万医药 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数走势对比 (%)	25
图表 29:	申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (周对比, %)	26
图表 30:	申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2025 年初至今, %)	27
图表 31:	申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%)	28
图表 32:	申万医药各子行业 2025 年初至今涨跌幅变化图 (%)	28
图表 33:	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】	29
图表 34:	2013 年以来申万医药行业成交额以及市场中占比的走势变化	29
图表 35:	申万医药周涨跌幅排名前十、后十个股	30
图表 36:	申万医药月涨跌幅排名前十、后十个股	30

一、医药核心观点

本周（2.17-2.21）回顾与周专题：

本周（2.17-2.21）申万医药指数环比+1.88%，跑输创业板指数，跑赢沪深300指数。本周周专题，我们探究AI虚拟医生的商业模式，其帮助医院数据“说话”，实现了从信息孤岛到智慧医疗的跃迁。

近期复盘：

1、本周表现：本周市场波动向上，继续围绕科技股展开。医药方面，本周热度持续提升，后半周热度更甚，主要围绕两个方面展开，一个是AI医疗（泛数据价值要素相关板块），一个是创新药及CXO。港股未进通biotech更为强势。

2、原因分析：市场围绕科技股展开进攻，核心逻辑和我们前两周讲的没有任何变化。医药方面，热度持续提升，我们之前构思医药负循环由【AI医疗】和【创新药的DeepSeek时刻】打破，AI医疗近期成了市场整个AI应用逻辑的重心，一个是因为轮动，一个是因为认知提升，一个是因为产业兑现（比如华为瑞金大模型等），从最开始仅仅演绎数据价值逻辑，慢慢形成了【AI制药】【AI基因多组学数据等】【AI虚拟医生】【AI医生管理】等几条主线轮动演绎，并且慢慢形成中短期看【AI助力降本增效】、中长期看【AI助力商业模式创造】的底层逻辑选股思路，我们认为AI医疗应该会演绎成大主题甚至未来的大主线。另外，因为中国科技股在DeepSeek逻辑演绎下持续重估，并且得到强化和扩散，中国创新药也是同样逻辑资产，在这周两个政策催化下，得到了强化演绎并且爆发，CXO这类资产是AI医疗和中国创新药重估双重逻辑推动。另外，长期受到流动性压制的港股未进通biotech因歌礼和和铂的赚钱效应及港股创新药重估带来的流动性得到大幅修复。

3、未来展望：（1）中短期维度看，医药近期的思路，还是围绕2个方面5点：第一方面，市场映射角度，寻找AI应用医疗映射、寻找两会政策预期，例如生育等。第二个方面，产业逻辑角度，围绕创新持续演绎，包括出海、商业化和早期创新品种价值演绎。

（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。具体思路主要有四个：【创新药】海外大药、早研双新（包括干细胞、通用CarT、TCE实体瘤、PD1 PLUS、白介素多靶点、蛋白降解、小核酸、TL1A、减肥PRO、IGA肾病等等）、国内超卖、【新科技】AI医疗、脑机、【泛整合】国改、大集团小公司、【国际化】CXO、器械出海、生物类似药出海。

三、策略配置思路：

1、思路一【医药风格节奏】

（一）【创新药】百济神州、科伦博泰生物、益方生物、贝达药业、热景生物、歌礼制药、科兴制药、三生制药、奥赛康、德琪医药、华领医药、CXO等。

（二）【AI医疗应用】国际医学、九安医疗、晶泰控股、美年健康、华大智造、华大基因、金域医学、固生堂、医脉通等。

（三）【两会政策】生育如华特达因；体检如美年健康。

（四）【其他标的】健友股份、福瑞股份、药明康德、浩欧博、哈药股份等。

2、思路二【医药产业逻辑】

(一)【**创新药**】商业化超预期、新技术&新机制&新靶点** (包括干细胞、通用 CarT、TCE 实体瘤、PD1 PLUS、白介素多靶点、蛋白降解、小核酸、TL1A、减肥 PRO、IGA 肾病等等)、出海&授权, 包括: 百济神州、科伦博泰生物、益方生物、贝达药业、热景生物、歌礼制药、科兴制药、三生制药、广生堂、奥赛康、德琪医药、信达生物、康方生物、中国生物制药、君实生物、泽璟制药、康诺亚、新诺威、百利天恒、智翔金泰、华东医药、恒瑞医药、艾力斯、诺思兰德、亿帆医药、众生药业等。其产业链也须密切跟踪, 包括泰格医药、诺思格、阳光诺和等。

(二)【**新科技**】AI 医药、脑机接口, 包括: 晶泰控股、美年健康、诚益通等。

(三)【**泛整合**】国改、大集团小公司, 包括: 浩欧博、人福医药、万东医疗、哈药股份等。

(四)【**国际化**】CXO、器械出海、生物类似药出海, 包括: 健友股份、三诺生物、怡和嘉业、美好医疗、迈瑞医疗、联影医疗、药明康德、康龙化成、凯莱英、九洲药业、昌红科技等。

二、AI 虚拟医生：让医院数据“说话”，解锁颠覆性商业价值

AI 在患者端辅助诊疗的应用即 AI 虚拟医生，已经在多个机构实现部分环节的落地，但是对于其蕴含的深刻商业价值，市场可能还没有形成完全充分的认知，当周周专题，我们探究 AI 虚拟医生的商业模式，其帮助医院数据“说话”，实现了从信息孤岛到智慧医疗的跃迁。

首先，从底层逻辑看，AI 虚拟医生需要综合运用多种技术从而实现功能，包括：

1) 自然语言处理 (NLP) & 大语言模型 (LLMs): 将患者的文字或语音输入转换为计算机可以理解的结构化数据，从而实现与患者的交互。例如，在预问诊环节，AI 虚拟医生可以通过 NLP 理解患者的症状描述、病史等信息，并生成初步的诊断建议，并可以进一步借助 LLMs 形成合理的诊断、解释和建议。

2) 语音识别 & 图像识别 → 自动化病历生成: 语音识别将患者的语音输入转换为文本，以便后续的自然语言处理，尤其适用于患者不方便打字或需要快速描述病情的场景。利用图像识别和辅助诊断 AI 进行嵌套，分析医学影像快速识别病变区域。最终将采集到的患者信息自动生成规范化的电子病历，不仅提高工作效率，还能减少病历录入的错误，高效率的录入、清晰的整理也给患者带来更好的诊疗体验。

3) 大数据分析 & 知识图谱: 通过大数据处理分析海量的健康数据，包括电子病历、检查报告、健康监测数据等，从而发现潜在的健康风险，为患者提供个性化的健康管理方案。知识图谱整合医学知识和数据，构建出医疗领域的知识体系，帮助 AI 虚拟医生快速准确地理解医学概念、疾病与症状之间的关系，从而提高诊断的准确性和效率。

4) 机器学习与深度学习: 机器学习和深度学习是实现智能诊断的关键。通过大量的医学数据训练，AI 模型能够学习疾病的特征和模式，从而对患者的症状、检查结果等进行分析 and 预测。

5) 智能健康监测: 主要用于慢病管理、个性化健康管理，结合可穿戴设备和传感器实时监测用户的心率、血压、血糖等体征信息，再结合用户的饮食、运动等生活习惯数据，提供个性化的健康建议。

6) 虚拟仿真与模拟: 带来交流的真实感，和患者更好地交互。

图表1: 我们认为 AI 虚拟医生有望赋能患者诊疗服务全流程

诊前导诊:

AI 虚拟医生能够实现24小时在线服务，快速响应患者的咨询需求，减少患者等待时间，通过智能预就诊系统，利用多轮对话和自然语言处理技术，帮助患者提前描述病情，确定就诊科室和医生，提供是否需要线下就诊的建议，帮助医生先进行简单的病史搜集整理。

诊中问诊:

AI 虚拟医生协助医生进行初步问诊，通过标准化问答处理常见问题，并提供个性化的健康管理建议，还可以增加病历生成、影像诊断等功能模块，通过多模态数据融合提升了医生的工作效率以及工作能力，能够提供更精准的诊断和治疗建议。

诊后随访:

通过语音、短信、问卷等多种方式触达患者，自动记录随访内容并生成报表，大大提高了随访效率，可以提供个性化健康教育和远程监测服务，帮助患者更好地进行居家康复，在慢病管理领域结合智能设备检测，形成完善的个性化健康管理助手。

资料来源: 国盛证券研究所绘制

清华大学智能产业研究院团队打造的全球首家 AI 医院——Agent Hospital（紫荆 AI 医生系统）近期正在内测，并计划于 2025 年上半年正式对公众开放。Agent Hospital 的核心技术在于其“闭环式”医疗虚拟世界和 AI 医生的可进化性，模拟了真实医院的完整流程，包括发病、分诊、问诊、检查、诊断、治疗、取药和康复等环节。AI 医生在虚拟环境中与 AI 患者进行交互，通过大量诊疗实践不断学习和进化。实验表明，AI 医生的能力进化曲线符合 Scaling Law（规模定律），即诊治的 AI 患者数量越多，能力越强。此外，Agent Hospital 的虚拟世界时间流逝速度是真实世界的约 100 倍，AI 医生可以在真实世界的很短时间内完成虚拟世界中的漫长进化。在诊疗近万名虚拟病人后，AI 医生在高发的呼吸道疾病领域的诊断准确率达到到了 93.06%，在其他科室中也取得了类似的效果。

图表2: Agent Hospital 界面



资料来源：器械之家，腾讯网，国盛证券研究所

除了虚拟世界 AI 医生的探索，现在已有多家医院上线 AI 虚拟医生或不同名称的类似功能，虽然大多数还处于起步期，功能有待进一步完善，但是未来值得期待。和虚拟的 AI 诊疗系统中同时存在真实患者数据和 AI 患者数据不同，现在各家医院上线的 AI 虚拟医生功能基本都是基于现实诊疗数据进行的训练，从落地上看，有更多贴近现实的可能性。

我们认为来自医院，尤其是顶级医院的数据具有明确的商业意义，因为这种数据是“真正基于病人的完整多模态数据”，对于 AI 模型训练以及后续 AI 应用的产生是非常有意义的，现有的数据标准度可能还有欠缺，需要再清洗处理提升等，但经过这些处理后，真实诊疗数据注入可以使 AI 虚拟医生发挥更强的作用。从落地的出发点看，AI 医生的应用不仅有利于分级诊疗的实现、提升基层医疗水平，促进健康公平，而且有利于疾病预防、减少过度医疗、节约卫生经费。再从具体落地形式看，我们认为大致可以分为专家型和助手型这两个方向：

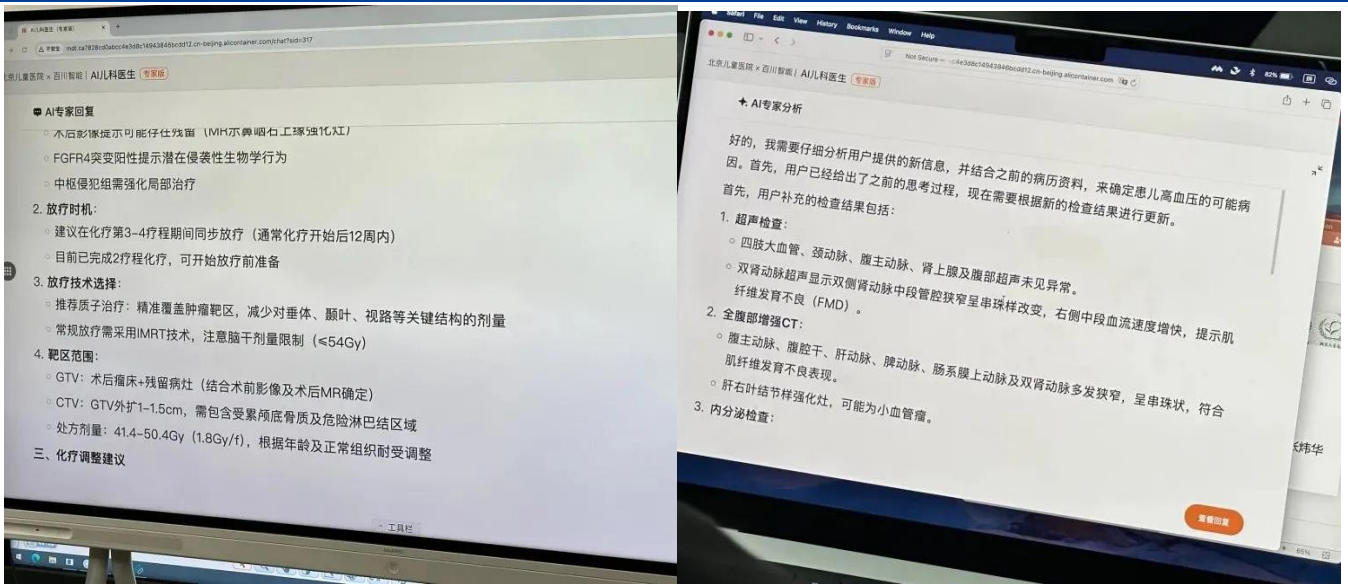
- **专家型 AI 虚拟医生**：我们判断，专家型 AI 虚拟医生可以 2C（大医院品牌背书，提升触达率），可以 2B（实现分级诊疗，虽然是辅助诊断，但能提升基层医生诊疗水平上限）。各家知名医院陆续推出自己的 AI 虚拟医生，依靠大医院的知名度背书复制知名医生“产能”，实现降本增效。
在 C 端，可以考虑设立 AI 虚拟医生会员，虽然医疗不是高频行为，但是平价会员

费机制可以促成C端付费意愿提升，顶级医院的虚拟医生咨询作用无疑会优于患者自行零散搜集的网络问诊结果。

对于B端，分级诊疗是医疗改革的重要目标任务之一，我们设想知名医院的AI虚拟医生作为辅助诊断工具可以和基层医生进行合作，提升基层医生诊疗水平上限。另外也可作为商业健康险升级服务包的选项，让商业健康险成为支付方，实现商业模式闭环。

- **助手型AI虚拟医生：**我们判断助手型AI虚拟医生可以更多应用于健康管理和慢病管理，对于疑难杂症的数据要求低，可能大部分医疗机构都可以尝试。AI虚拟医生作为智能化工具嵌入到历史模式的慢病管理体系中，或许会有付费场景可能性，从单点式应用向全周期健康管理升级，形成覆盖诊前、诊中、诊后全流程的服务模式，为患者提供个性化的健康管理方案。比如美年健康上线的AI智能控糖助理“糖豆”，由核心权威专家协同制定控糖方案，叠加AI智能多学科个性化血糖管理，现阶段依然依赖于一定的人力投入，如果后续有更多AI功能替代，可及性有望进一步提升。AI在其他非慢病场景，除了起到降本增效的作用之外，还可以提升用户体验，强化企业竞争力，伴随而来的就是数据积累加速，形成良性循环。

图表3: AI儿科医生近日在首都医科大学附属北京儿童医院上线



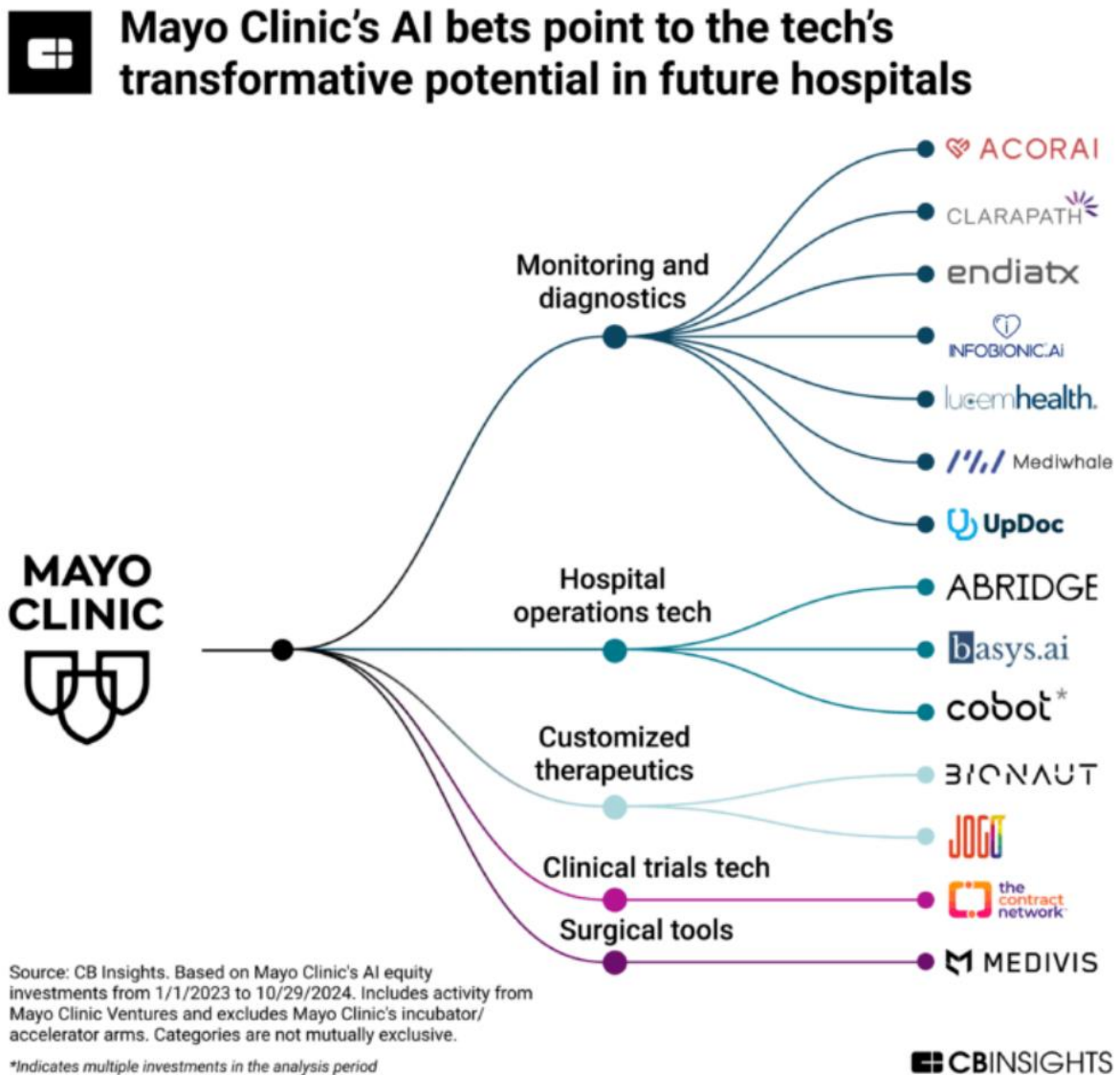
资料来源：健康北京，国盛证券研究所

以上是按现有技术可以实现快速落地的方向，未来随着技术迭代升级，可能还会在如下方向有更多的探索：

- a) **个性化医疗的普及：**通过整合患者的基因组信息、生活习惯和环境因素，提供更加精准的治疗方案，推送个性化的健康宣教内容。
- b) **远程医疗与全球协作的拓展：**患者可以通过智能设备与AI医生互动，获取实时健康评估和建议，应用在医疗资源匮乏地区或者支持国际医疗协作，通过虚拟平台进行复杂病例的会诊。
- c) **罕见病领域的推进：**在罕见病领域，单病种患者稀少、病种繁多，诊疗进步更加艰难，北京协和医院与中国科学院自动化研究所共同研发的“协和·太初”罕见病AI大模型正式进入临床应用阶段，该模型的研发基于我国罕见病知识库的多年积累和中国人群众体基因检测数据支撑，是国际首个符合中国人群众体特点的罕见病大模

型，能帮助医生更加准确快捷地识别诊断罕见病，进一步缩短确诊时间，破解罕见病诊疗全国范围内同质性差的难题。

图表4: 梅奥诊所参与投资的AI相关领域探索



资料来源: CBINSIGHTS 《The future according to Mayo Clinic: How AI is transforming the hospital》, 国盛证券研究所

➤ 相关标的

医院端(提供有效、海量数据,严肃医疗/体检标的是中坚力量,数据的覆盖面会更广泛,另外专科医疗也可以产生专科AI虚拟医生): 国际医学、美年健康、固生堂、新里程、盈康生命、海吉亚医疗、爱尔眼科、通策医疗等。

技术端(提供软件支持): 阿里健康、平安好医生、京东健康、润达医疗、嘉和美康、讯飞医疗科技、医渡科技、药师帮、卫宁健康、久远银海等。

三、细分领域投资策略与思考

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（2.17-2.21）中证创新药指数环 4.84%，跑赢医药指数，跑赢沪深 300 指数。截至 2 月 21 日，中证创新药指数 1,676.91 点，周环比 4.84%。申万医药指数周环比 1.88%，沪深 300 指数周环比 1.00%，中证创新药指数跑赢申万医药指数 2.97 个百分点，跑赢沪深 300 指数 3.84 个百分点。

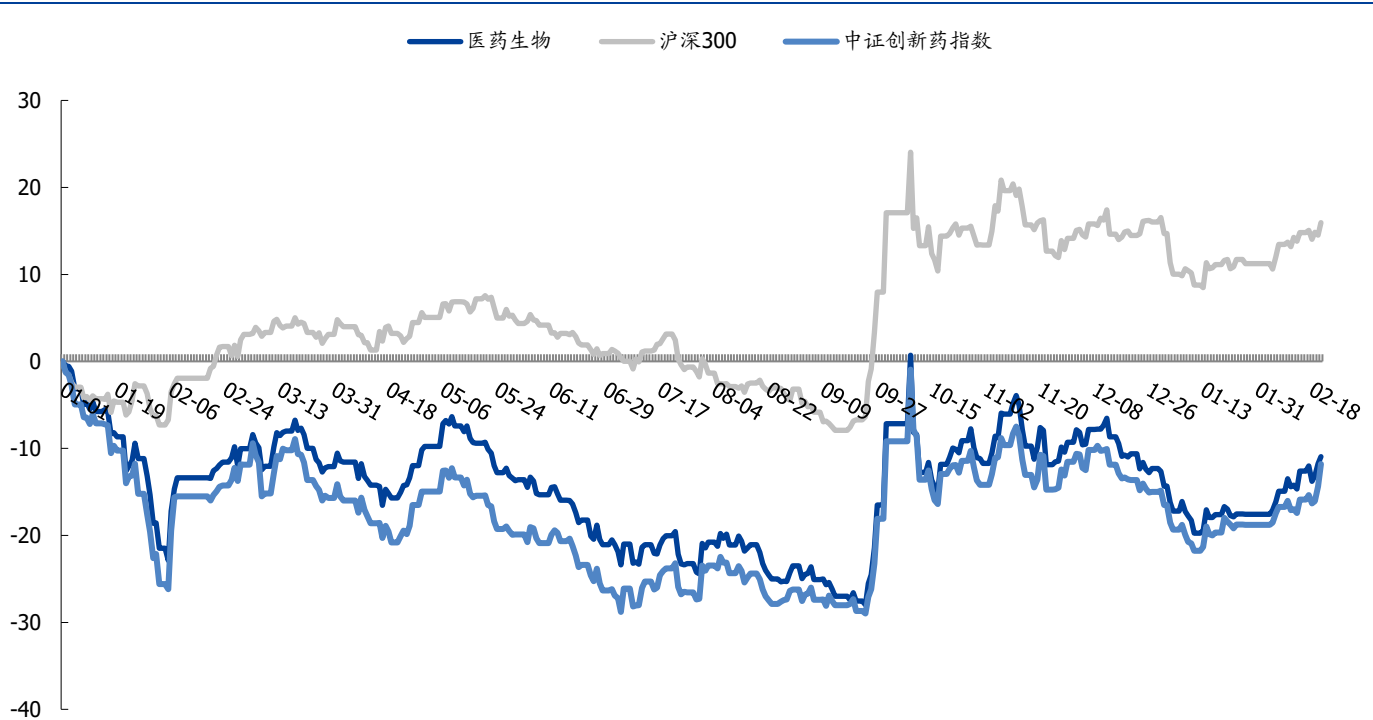
2025 年初至今中证创新药指数上涨 5.65%，申万医药指数上涨 3.93%，沪深 300 上涨 1.11%，中证创新药指数跑赢申万医药指数，跑赢沪深 300 指数。

图表5: 当周（2.17-2.21）中证创新药指数 VS. 申万医药指数 VS. 沪深 300 指数指数对比

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	7,506.32	7,368.10	1.88	8.01	3.93
沪深 300	3,978.44	3,939.01	1.00	4.23	1.11
中证创新药指数	1,676.91	1,599.45	4.84	8.63	5.65

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 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(2.17-2.21)涨跌幅排名前5为德琪医药-B、歌礼制药-B、药明巨诺-B、华领医药-B、和铂医药-B。后5为前沿生物-U、博安生物、神州细胞-U、复宏汉霖、贝达药业。

(3) 创新药周度复盘之热点聚焦

创新药赛道关注的行业问题：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：2月19日，歌礼宣布，其小分子 GLP-1R 激动剂 ASC30 在美国开展的每日一次口服片用于治疗肥胖症患者（体重指数（BMI）：30-40 kg/m²）的随机、双盲、安慰剂对照的 Ib 期多剂量递增（MAD）研究（NCT06680440）前两个队列取得积极期中结果。该项 Ib 期 MAD 研究包括 3 个队列，每个队列中 8 名患者服用 ASC30 片，2 名患者服用安慰剂。

队列 1 设置了四个剂量（2 毫克、5 毫克、10 毫克和 20 毫克），每名服用 ASC30 片的患者每周递增一个剂量，每个剂量持续治疗 7 天。在整个 28 天治疗期内，队列 1 的 ASC30 平均每日剂量为 9.25 毫克。

队列 2 设置了四个剂量（2 毫克、10 毫克、20 毫克和 40 毫克），每名服用 ASC30 片的患者每周递增一个剂量，每个剂量持续治疗 7 天。在整个 28 天的治疗期内，队列 2 的 ASC30 平均每日剂量为 18 毫克。

每日一次服用 ASC30 口服片治疗 28 天后，MAD 队列 1 体重相对基线平均下降 4.3%，MAD 队列 2 体重相对基线平均下降 6.3%。MAD 队列 1 经安慰剂校准后的体重相对基线平均下降 4.2%，MAD 队列 2 经安慰剂校准后的体重相对基线平均下降 6.2%。

(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。伴随替尔泊肽在各个适应症上的临床数据读出以及司美短期 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重要的行情催化来源，建议关注博瑞医药，信达生物，联邦制药，恒瑞医药，华东医药等。

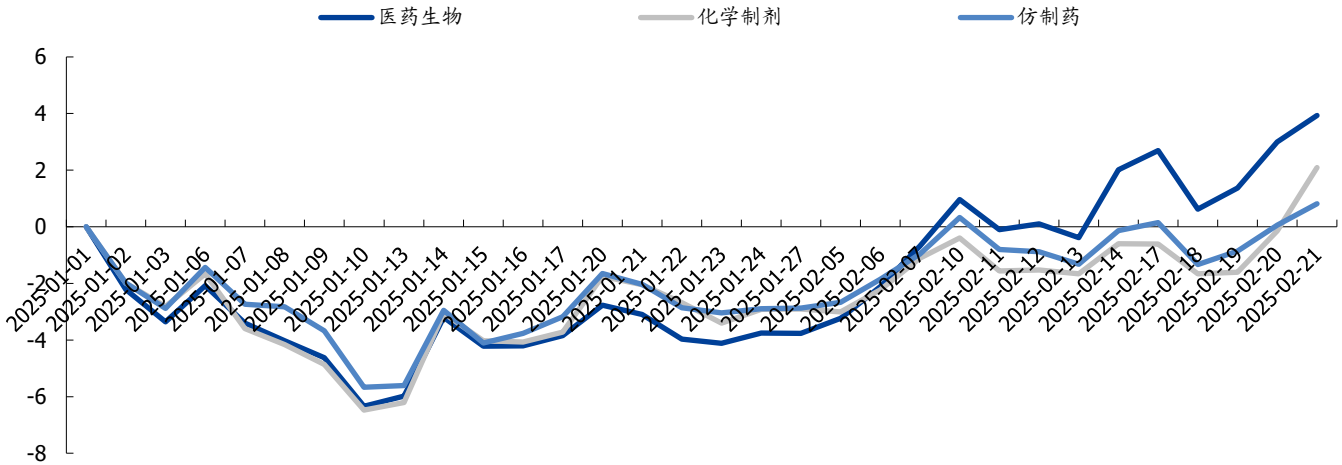
PD-1/ADC combo 是肿瘤治疗的主线之一，建议关注 Trop-2, Nectin-4, HER-3 等重点 ADC 靶点，建议关注科伦博泰，迈威生物，恒瑞医药等。

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(2.17-2.21)环比+0.95%，跑输申万医药指数 0.93%，跑输化学制剂子行业 1.76%。

图表7: 2025 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 (2.17-2.21) 涨跌幅排名前 5 为翰森制药、先声药业、一品红、我武生物、常山药业。后 5 为双成药业、健友股份、海南海药、*ST 普利、千红制药。

图表8: 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/%
翰森制药	13.01	双成药业	-9.85
先声药业	12.86	健友股份	-5.95
一品红	11.93	海南海药	-5.48
我武生物	9.45	*ST 普利	-4.89
常山药业	9.32	千红制药	-4.54

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: 恒瑞医药硫酸阿托品滴眼液 (HR19034 滴眼液) 药品上市许可申请获国家药监局受理, 申请上市的适应症为: 用于延缓等效球镜度数为 -0.50D 至 -4.00D (散光 $\leq 1.50D$ 、屈光参差 $\leq 1.50D$) 的 6 至 12 岁儿童近视进展。

事件: 恒瑞医药 GLP-1/GIP 双受体激动剂 HRS9531 片剂启动首个 II 期临床研究, 评估 HRS9531 片每日一次在肥胖受试者中的有效性和安全性。HRS9531 注射剂型已开展在肥胖和 2 型糖尿病中的 III 期临床研究。

事件: 华东医药德谷胰岛素注射液用于治疗成人 2 型糖尿病的上市许可申请获得 NMPA 受理。III 期临床研究数据表明, 中美华东研发的德谷胰岛素注射液与原研产品诺和达® 临床疗效和安全性相当。

事件: 华海药业子公司华奥泰和华博生物 HB0056 注射液 (TSLP/IL-11 双抗) 临床试验申请获得 NMPA 许可, 拟用于哮喘。HB0056 注射液已获批在新西兰、美国开展临床试验。

(4) 仿制药近期观点

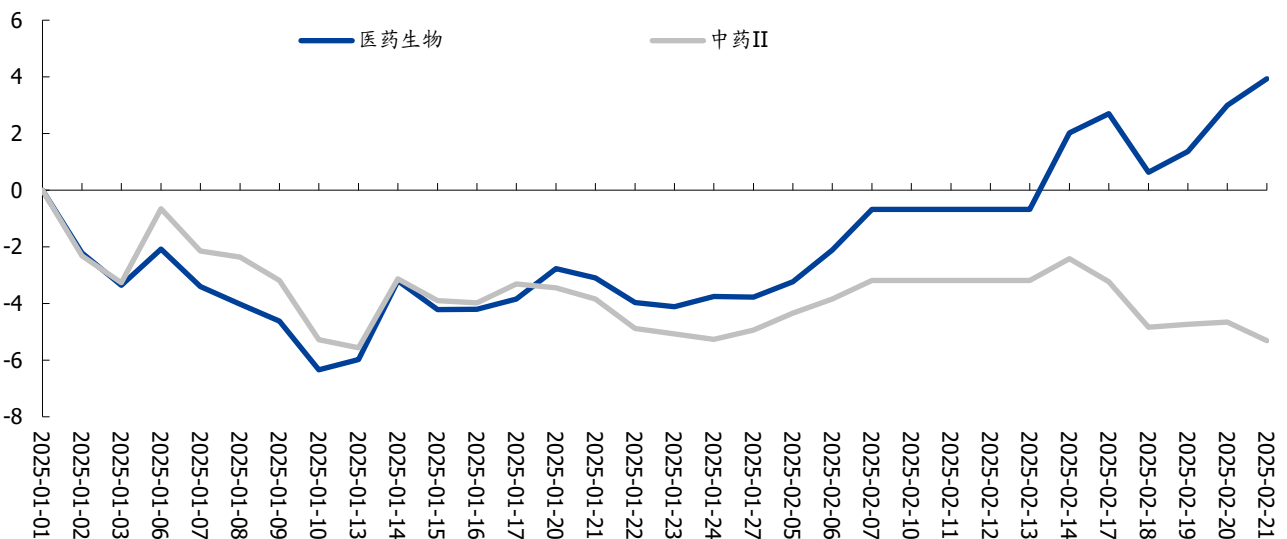
产业趋势的角度，【集采出清+中期第二条成长曲线+复苏】成了关键词，集采影响已经越来越小，传统仿制药企业经营趋势向上。传统药企整体走向积极，平台型 pharma 有望走出强者恒强格局，迎来估值的修复甚至提升。建议从三年估值/增速性价比，存量业务集采风险、创新药体系整体能力&产品线、销售能力、管理层等几个方面分析。

3.1.3 中药

(1) 中药周度复盘之指数复盘

当周(2.17-2.21)申万医药指数上涨1.88%，中药指数下跌2.97%，跑输医药指数4.85个百分点；2025年初至今申万医药指数上涨3.93%，中药指数下跌5.31%，跑输医药指数9.25个百分点。

图表9: 2025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(2.17-2.21)涨跌幅排名前5为启迪药业、ST九芝、嘉应制药、金花股份、新天药业。后5为葫芦娃、*ST龙津、东阿阿胶、华润三九、马应龙。

(3) 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。

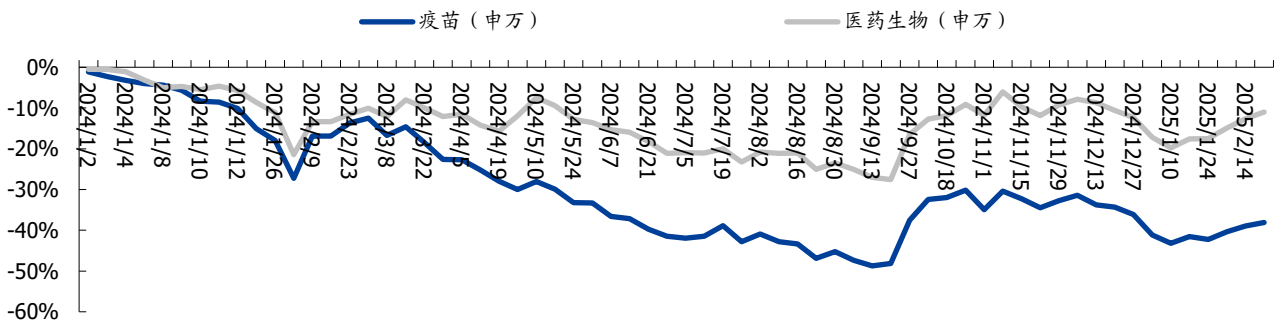
后续建议积极关注：1) 政策友好企业，如利空出尽后的集采放量、基药预期；2) 25年进入十四五收官之年，积极关注起国企的相关潜在动作；3) 院外四类药相关 OTC 企业业绩拐点。

3.1.4 疫苗

(1) 疫苗周度复盘之指数复盘&个股涨跌幅

当周(2025.2.17-2025.2.21)，申万疫苗指数(1.38%)跑输申万医药生物指数(1.88%) 0.50 个百分点。2024 年初至今，申万疫苗指数(-38.09%)跑输申万医药生物指数(-10.96%) 27.13 个百分点。

图表10: 申万疫苗指数 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 位分别是智飞生物 5.34%、成大生物 4.78%、康华生物 3.92%；涨跌幅后 3 位分别是辽宁成大-3.37%、华兰疫苗-2.49%、华兰生物-0.91%。

(2) 重点公告

图表11: 疫苗子领域各公司公告

公司	公告内容
欧林生物	近日，成都欧林生物科技股份有限公司的三价流感病毒裂解疫苗（MDCK 细胞）以及四价流感病毒裂解疫苗（MDCK 细胞）正式启动 I 期临床试验，并完成首例受试者入组。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

(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。

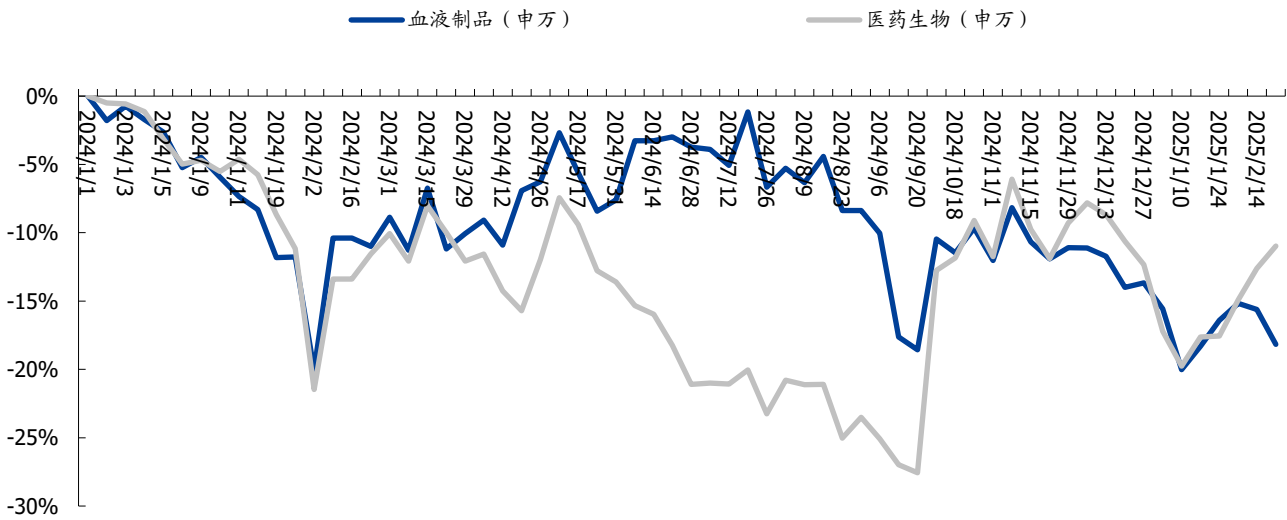
重要观测点: 在研疫苗研发进展。

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(2025.2.17-2025.2.21)，申万血液制品指数(-3.04%)跑输申万医药生物指数(1.88%) 4.92 个百分点。2024 年初至今，申万血液制品指数(-18.17%)跑输申万医药生物指数(-10.96%) 7.21 个百分点。

图表12: 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

当周板块涨跌幅第 1 位是卫光生物-1.22%、最后一位是上海莱士-3.84%。

(2) 重点公告

图表13: 血制品子领域各公司公告

公司	公告内容
上海莱士	上海莱士血液制品股份有限公司计划通过集中竞价交易方式使用自有或自筹资金从二级市场回购公司已发行的部分人民币普通股(A股)股票。回购的资金总额为人民币 2.5 亿元~5 亿元, 回购价格上限为人民币 9.55 元/股, 且不超过公司董事会审议通过回购方案前 30 个交易日公司股票交易均价的 130%。实际回购价格将由公司股东大会授权公司管理层结合市场情况、财务状况及经营状况等因素在回购实施期间确定。预计本次回购股份数量约为 2,617 万股至 5,235 万股, 分别占公司总股本的 0.39%和 0.79%。回购股份的实施期限为自股东大会审议通过回购方案之日起 12 个月内, 回购股份将用于实施员工持股计划或股权激励。
博晖创新	近日, 北京博晖创新生物技术集团股份有限公司控股孙公司博晖生物制药股份有限公司与北京百晖生物科技有限公司联合申报的三价流感病毒亚单位疫苗, 获得国家药品监督管理局出具的《药物临床试验批准通知书》, 同意开展临床试验。

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。

重要观测点: 行业整合情况、产品价格情况。

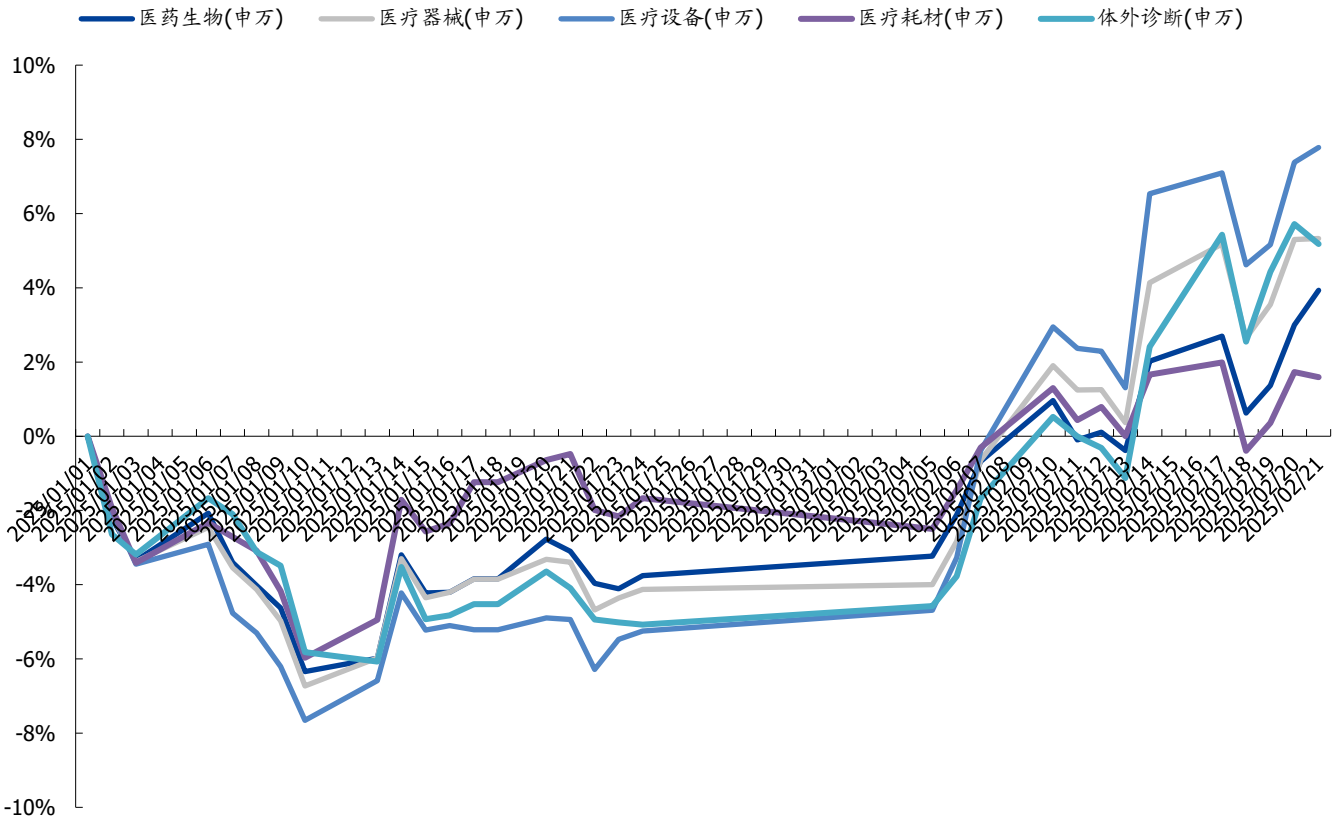
3.2 医疗器械板块周度复盘

(1) 医疗器械周度复盘之指数复盘

当周(2.17-2.21)申万医药指数上涨1.88%，医疗器械指数上涨1.15%，跑输医药指数0.73个百分点。分细分领域看：医疗设备指数上涨1.17%，医疗耗材指数下跌0.07%，体外诊断指数上涨2.70%。

2025年初至今申万医药指数上涨3.93%，医疗器械指数上涨5.33%，医疗设备指数上涨7.78%，医疗耗材指数上涨1.59%，体外诊断指数上涨5.18%。医疗设备指数跑赢医药指数3.85%，耗材指数跑输医药指数2.34%，体外诊断指数跑赢医药指数1.25%。

图表14: 2025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15: 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 (%)
翔宇医疗	16.64	锦好医疗	-14.04
天智航-U	15.78	海泰新光	-8.61
宝莱特	12.01	美好医疗	-5.70
乐心医疗	11.78	麦克奥迪	-4.09
伟思医疗	10.82	鹿得医疗	-3.66

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表16: 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 (%)
ST 南卫	6.69	华兰股份	-5.02
三友医疗	5.27	赛诺医疗	-4.31
安杰思	3.92	拱东医疗	-4.03
正海生物	3.10	英科医疗	-3.77
威高骨科	2.83	凯利泰	-3.66

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表17: 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 (%)
安必平	48.91	热景生物	-4.92
科美诊断	15.66	*ST 东洋	-3.42
艾德生物	15.15	浩欧博	-3.34
仁度生物	14.15	迪瑞医疗	-2.89
九强生物	9.62	奥泰生物	-2.29

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:

华大智造、超研股份、迈瑞医疗、联影医疗、三诺生物、美好医疗等。

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?
- 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:

可孚医疗、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?
- 2024 年 12 月 30 日安徽肿标、甲功集采结果出炉, 关注后续落地执行情况。

体外诊断领域关注个股:

安必平、九强生物、圣湘生物、新产业、普门科技、万孚生物、英诺特、九安医疗等。

(4) 医疗器械周度复盘之重点事件

图表18: 本周医疗设备领域重要公告

公司	公告内容
翔宇医疗	公司发布 2024 年业绩快报 2024 年公司实现营业收入 7.44 亿元 (同比-0.17%)，实现归母净利润 1.03 亿元 (同比-54.44%)，实现扣非后归母净利润 0.90 亿元 (同比-55.66%)。
讯飞医疗科技	公司与一脉阳光达成战略合作 1) 在双方优势区域联合进行业务市场开发，共同深化基层智慧医疗、紧密型医联体以及区域医疗共享中心建设； 2) 达成双方优势产品和业务模式的深度合作，开展业务互补并实现协同； 3) 共同设计和探讨创新的智慧医疗业务投资模式，尤其是在区域医疗可信数据空间建设、区域医疗可信数据空间运营管理及产业变现方面共同探索可落地可复制的商业模式； 4) 医疗垂类认知大模型及医学影像 AI 诊断大模型的合作研发、推广及市场应用； 5) 共同探索和开展智能化的健康管理、慢病管理、患者院后管理等业务，将线上智慧健康管理和线下体检、影像、病理、心电等进行结合。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表19: 本周医疗耗材领域重要公告

公司	公告内容
昊海生科	公司发布 2024 年业绩快报 2024 年公司实现营业收入 26.98 亿元 (同比+1.64%)，实现归母净利润 4.20 亿元 (同比+0.97%)，实现扣非后归母净利润 3.81 亿元 (同比-0.57%)。
奥精医疗	公司人工骨修复材料在印度尼西亚获得注册证。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表20: 本周体外诊断领域重要公告

公司	公告内容
普门科技	公司发布 2024 年业绩快报 2024 年公司实现营业收入 11.48 亿元 (同比+0.20%)，实现归母净利润 3.47 亿元 (同比+5.52%)，实现扣非后归母净利润 3.30 亿元 (同比+5.26%)。

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) 关注后续安徽IVD省际联盟集采执行情况; 3) 2024年12月30日, 安徽肿标、甲功集采结果出炉, 关注后续落地执行情况; 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。

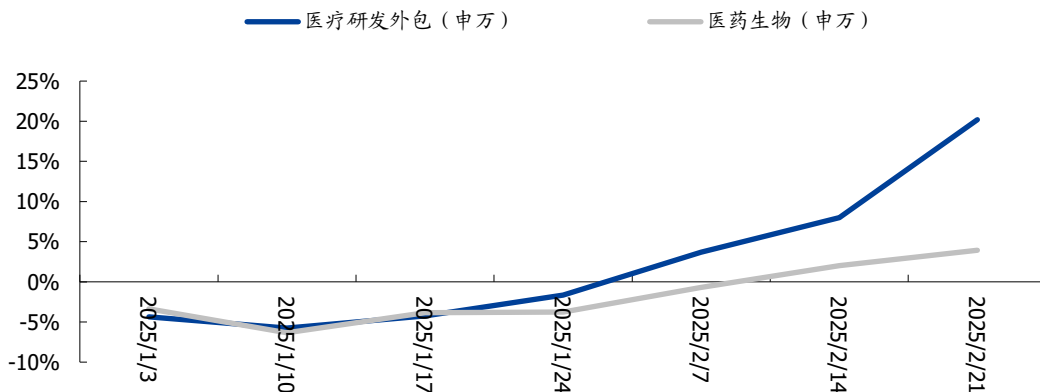
3.3 配套领域

3.3.1 CXO

(1) CXO 周度复盘之指数复盘

当周(2.17-2.21), 申万医疗研发外包指数(+11.30%)跑赢申万医药生物指数(+1.88%) 9.43pcts, 2025年初至今申万医疗研发外包指数(+20.19%)跑赢申万医药生物指数(+3.93%) 16.26个百分点。

图表21: 申万医疗研发外包指数 vs 申万医药生物指数 2025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维亚生物、诺思格、药明康德、普蕊斯、阳光诺和；后五的个股分别是方达控股、圣诺生物、百花医药、诺泰生物、睿智医药。

(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。

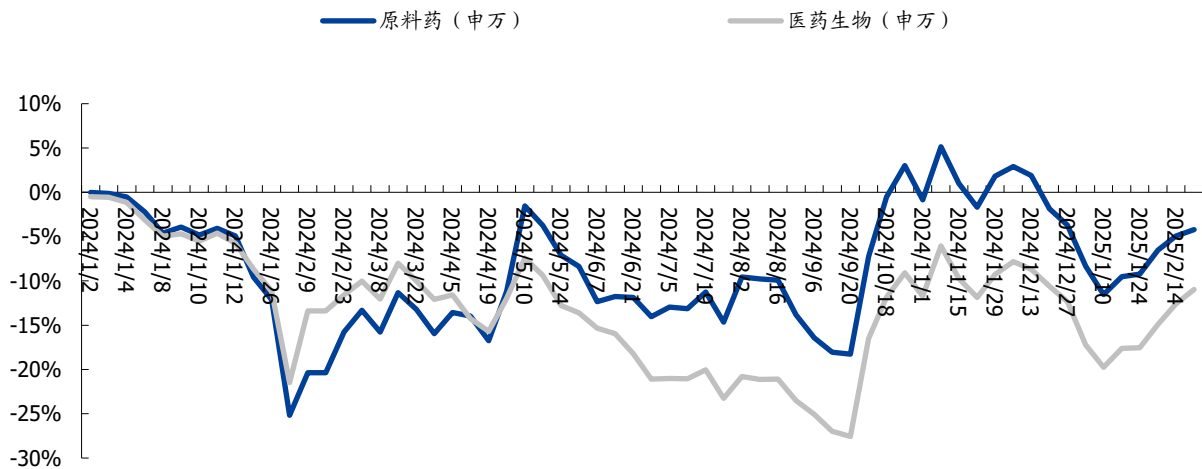
重要观测点: 创新药政策变化、年报披露情况，美国生物安全法案进展，创新药投融资变化趋势，减肥药产业链相关研发、订单、产能数据等。

3.3.2 原料药

(1) 原料药周度复盘之指数复盘

当周 (2025.2.17-2025.2.21)，申万原料药指数 (0.76%) 跑输申万医药生物指数 (1.88%) 1.11 个百分点。2024 年初至今，申万原料药指数 (-4.21%) 跑赢申万医药生物指数 (-10.96%) 6.75 个百分点。

图表22: 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23: 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/%
冠福股份	15.87%	河化股份	-2.61%
新赣江	15.74%	司太立	-2.73%
海普瑞	14.66%	海翔药业	-3.38%
博瑞医药	8.58%	欧康医药	-3.66%
赛托生物	6.68%	花园生物	-4.51%

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24: 原料药子领域各公司公告

公司	公告内容
仙琚制药	浙江仙琚制药股份有限公司全资子公司台州仙琚药业有限公司于 2024 年 11 月 11 日-15 日接受了来自美国食品药品监督管理局的 cGMP (现行药品生产质量管理规范) 现场检查。近日台州仙琚收到 FDA 出具的现场检查报告, 按照美国 21CFR 法规 (美国联邦法规第 21 章) 的规定, FDA 确认本次检查已结束, 台州仙琚通过本次现场检查。
普洛药业	普洛药业股份有限公司拟通过深圳证券交易所交易系统以集中竞价交易方式回购股份, 回购资金总额不低于人民币 0.75 亿元且不超过人民币 1.5 亿元, 资金来源为公司自有资金。回购股份主要用于股权激励或员工持股计划, 若公司在回购完成后 36 个月内未能实施上述用途, 未使用的股份将依法注销。回购股份的价格不超过人民币 22 元/股, 且不得超过公司董事会决议前 30 个交易日股票交易均价的 150%。若回购期间发生除权除息事项, 回购价格上限将相应调整。回购期限为自董事会审议通过方案之日起 12 个月内。
键凯科技	根据公司实际控制人、董事长赵宣先生的提议, 回购方案首次披露日为 2024 年 2 月 22 日。回购方案的实施期限为 2024 年 2 月 21 日至 2025 年 2 月 20 日, 预计回购金额为 0.1 亿元至 0.2 亿元, 回购价格上限为 125.22 元/股。回购的主要用途为用于员工持股计划或股权激励, 具体回购股数为 14.7914 万股, 占总股本的 0.2439%。实际回购金额为 1,050.03 万元, 实际回购价格区间为 62.85 元/股至 75.05 元/股。

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) 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 (2.17-2.21) 周涨幅-3.98%, 跑输申万医药指数 5.86%。

（2）药店周度复盘之个股涨跌幅

当周（2.17-2.21）涨跌幅排名靠前的为一心堂，涨跌幅最末的为华人健康。

（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。立足 2024 年，门诊统筹有望贡献显著增量，带动药店客流及毛利额的进一步提升，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，市场部分演绎对处方外流的预期，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（2.17-2.21）涨跌幅-0.81%，跑输申万医药指数 2.69%。

（2）医药商业周度复盘之个股涨跌幅

当周（2.17-2.21）涨跌幅排名前 5 为塞力医疗、九州通、瑞康医药、浙江震元、开开实业。后 5 为国药股份、海王生物、第一医药、上海医药、重药控股。

（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（2.17-2.21）的涨幅 5.62%，跑赢申万医药指数 3.74%。

（2）医疗服务周度复盘之个股涨跌幅

当周（2.17-2.21）板块内 19 家公司涨跌幅前 5 名为国际医学、海吉亚医疗、美年健康、光正眼科、新里程；排名后 5 名为三星医疗、希玛眼科、何氏眼科、朝聚眼科、信邦制药。

（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，估值分位较低。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。

重要观测点：年报披露情况，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周度复盘

（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（2.17-2.21）申万医药指数上涨 1.88%，生命科学产业链上游公司股价多数上涨，涨幅算数平均值为 2.52%，涨幅中位数为 2.15%。

2025 年初至今申万医药指数上涨 3.93%，生命科学产业链上游公司股价多数上涨，涨幅算数平均值为 9.14%，涨幅中位数为 6.30%，生命科学产业链上游板块跑赢申万医药指数。

（2）生命科学产业链上游周度复盘之个股涨跌幅

图表 25: 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 (%)
诺禾致源	12.69%	百普赛斯	-3.15%
泰坦科技	8.91%	禾信仪器	-2.26%
南模生物	6.52%	泰林生物	-1.95%
莱伯泰科	5.98%	聚光科技	-0.95%
药康生物	5.76%	纳微科技	-0.46%

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高。

2) 生命科学产业链上游关注个股：

诺禾致源、药康生物、奥浦迈、百普赛斯、阿拉丁、纳微科技等。

(4) 子领域重点事件/重点政策/重点公告/重要数据

图表26: 本周生命科学上游领域重要公告

公司	公告内容
昊帆生物	公司在德国设立全资子公司“Highfine Biotech GmbH”已完成注册登记，定位为欧洲区域交流与合作平台，促进多肽合成试剂等产品的研发与合作。

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, 海外投融资逐步好转, 国内投融资磨底, 早期管线趋稳, 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

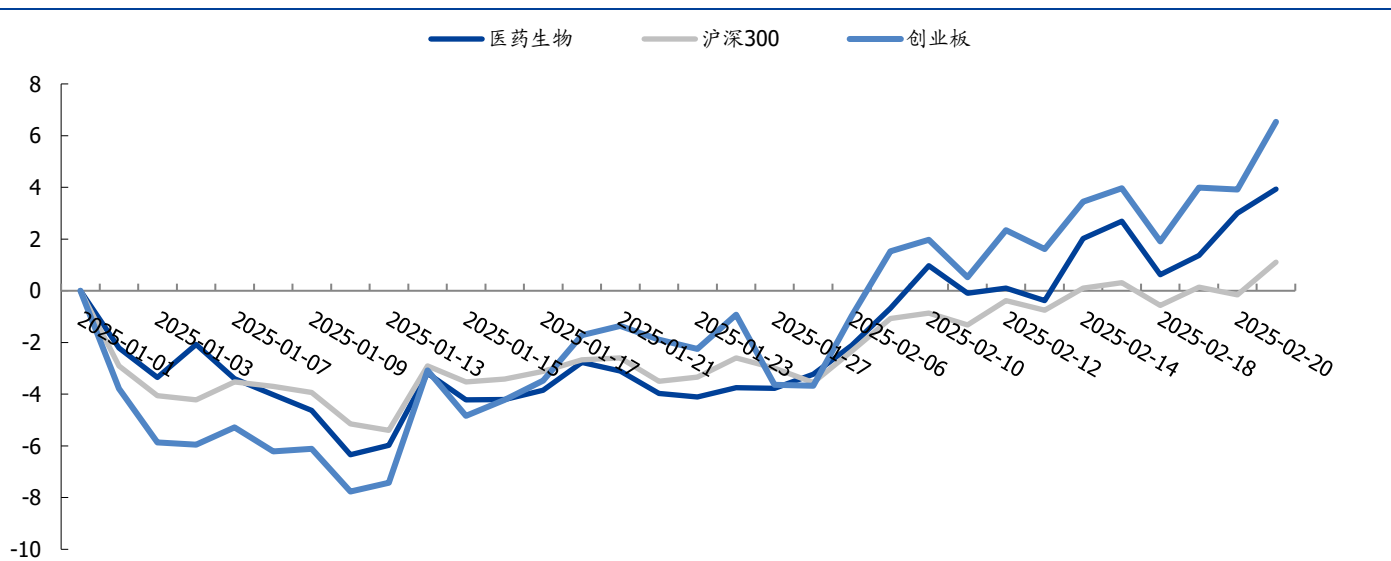
当周(2.17-2.21)申万医药指数环比+1.88%，跑输创业板指数，跑赢沪深300指数。当周申万医药指数周环比+1.88%，沪深300指数周环比+1.00%，创业板指数周环比+2.99%，医药跑赢沪深300指数0.87个百分点，跑输创业板指数1.11个百分点。2025年初至今申万医药上涨3.93%，沪深300上涨1.11%，创业板指数上涨6.53%，医药跑赢沪深300指数，跑输创业板指数。

图表27: 当周(2.17-2.21)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	3,978.44	3,939.01	1.00	4.23	1.11
创业板指数	2,281.51	2,215.30	2.99	10.55	6.53
医药生物	7,506.32	7,368.10	1.88	8.01	3.93

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

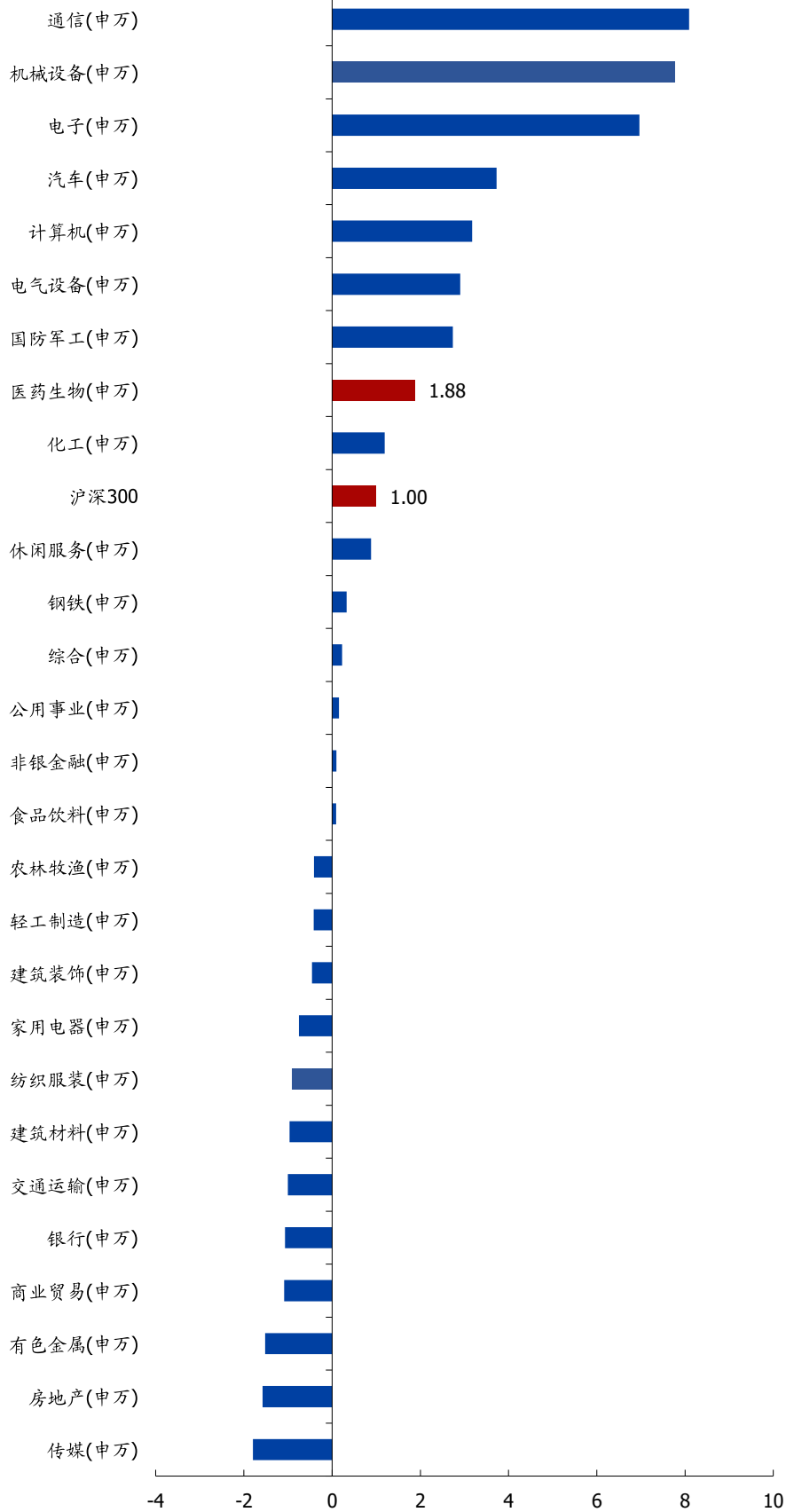
图表28: 2025年以来申万医药 VS. 沪深300指数 VS. 创业板指数走势对比(%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

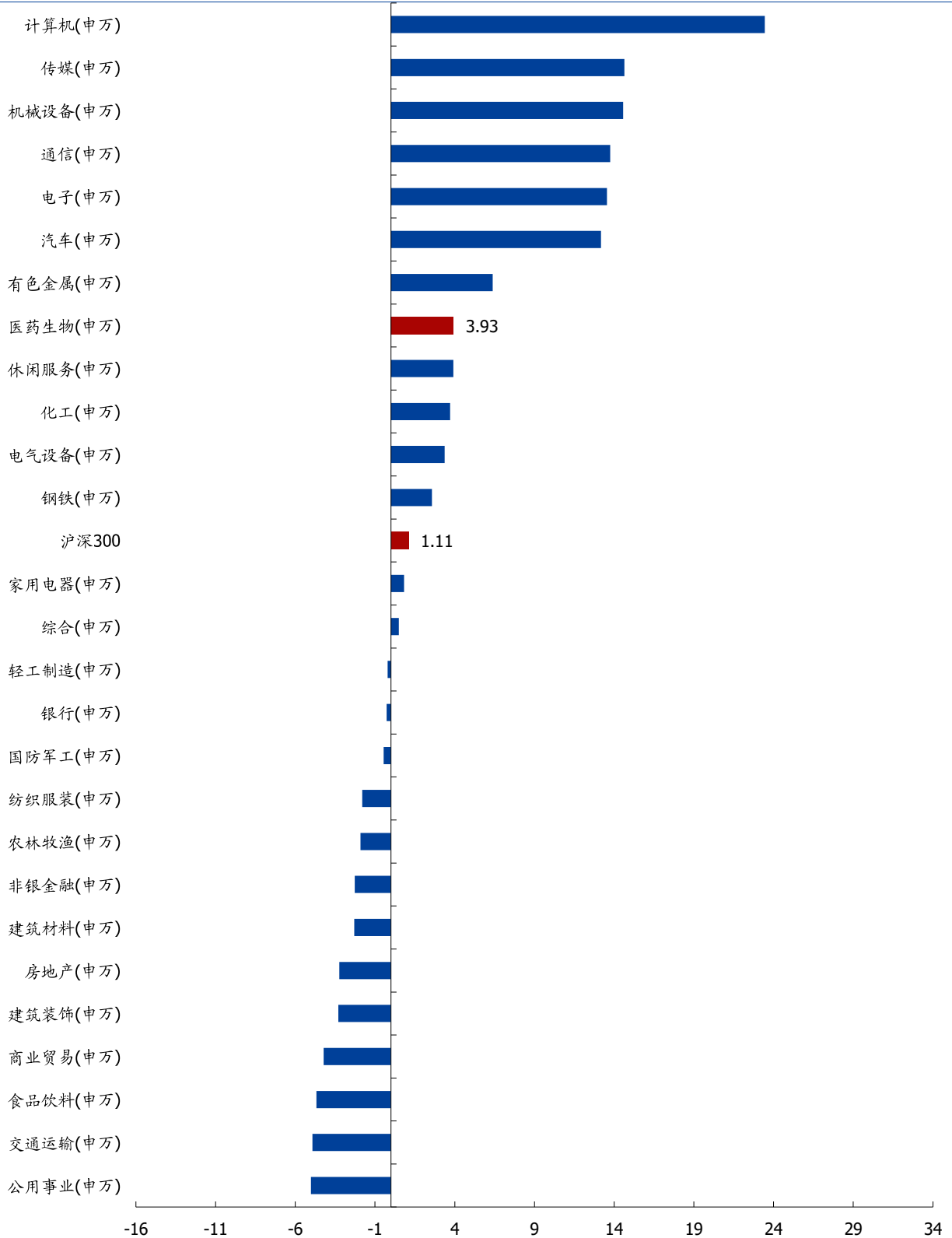
在所有行业中，当周(2.17-2.21)医药涨跌幅排在第8位。2025年初至今，医药涨跌幅排在第8位。

图表29: 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

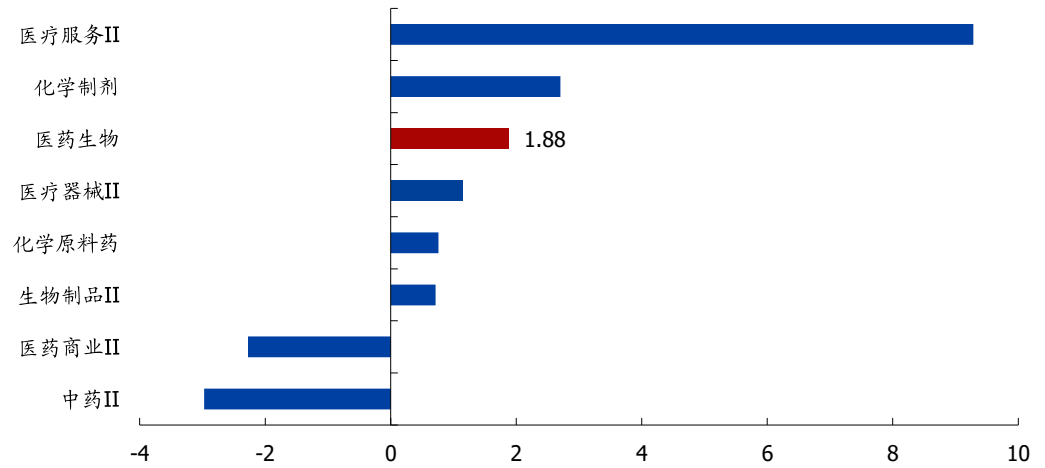
图表30: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2025年初至今, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

子行业方面, 当周(2.17-2.21)表现最好的为医疗服务 II, 环比+9.28%; 表现最差的为中药 II, 环比-2.97%。

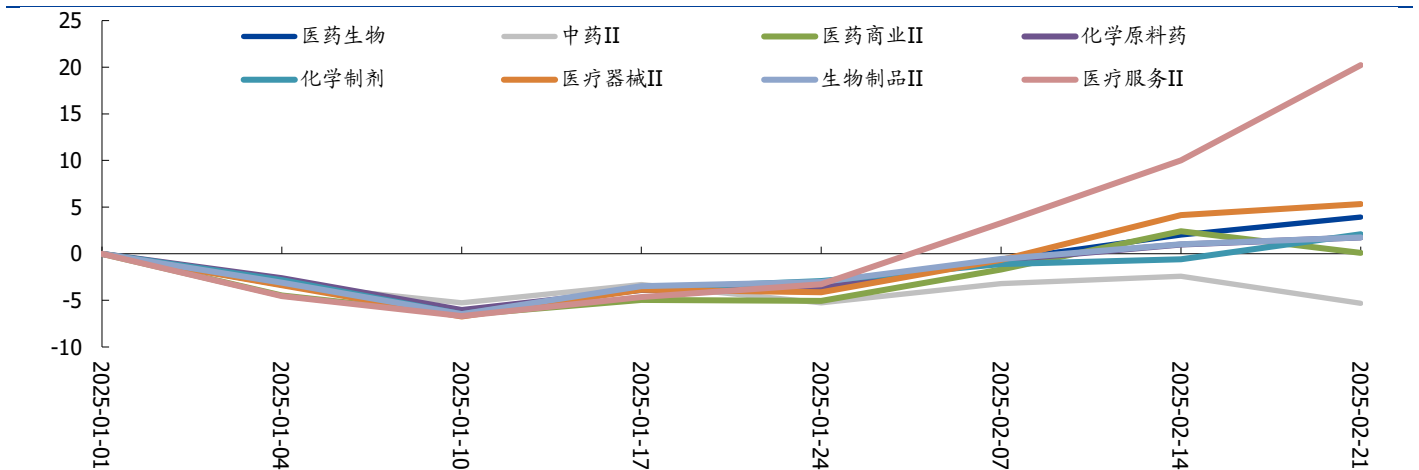
图表31: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

医疗服务 II 年度涨跌幅行业内领先。2025 年初至今表现最好的子行业为医疗服务 II，上涨 20.22%；表现最差的为中药 II，下跌 5.31%。其他子行业中，化学制剂上涨 2.09%，医药商业 II 上涨 0.08%，化学原料药上涨 1.75%，医疗器械 II 上涨 5.33%，生物制品 II 上涨 1.75%。

图表32: 申万医药各子行业 2025 年初至今涨跌幅变化图 (%)



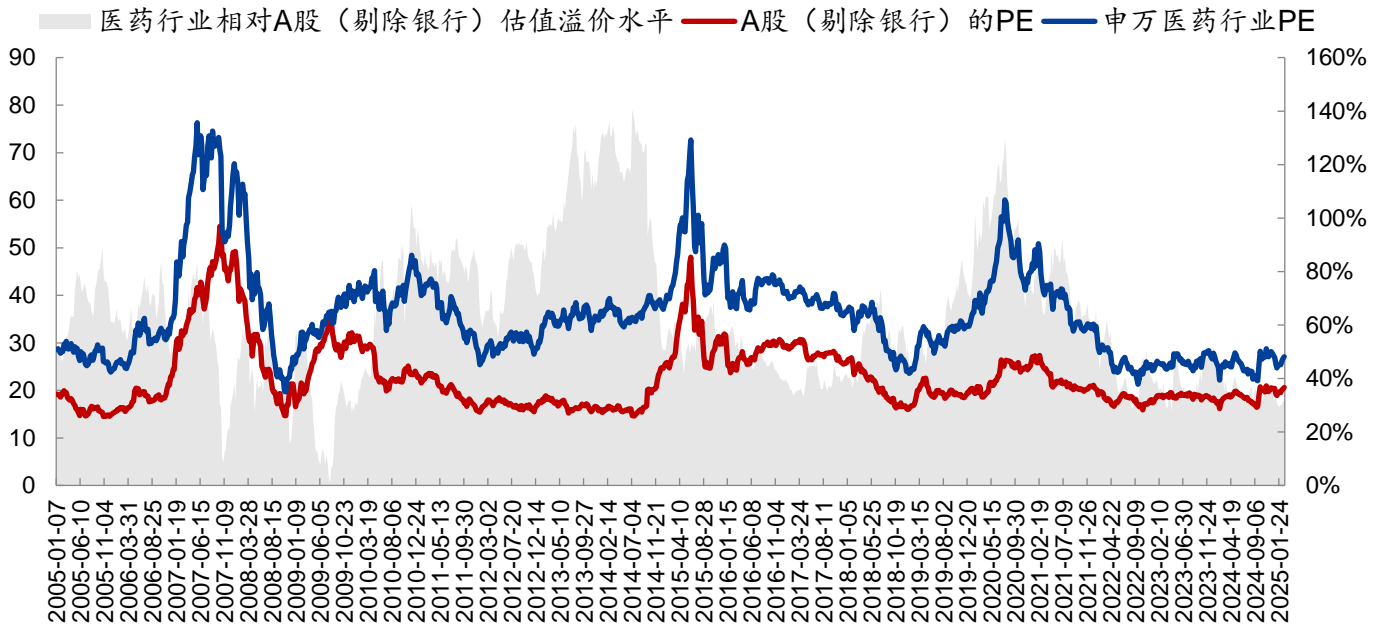
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.2 医药行业热度追踪

估值水平上升，处于平均线下。当周，医药行业估值 PE (TTM，剔除负值) 为 27.07，较上一周上升 0.39 个单位，比 2005 年以来均值 (36.20) 低 9.13 个单位，当周医药行业整体估值上升。

行业估值溢价率上升，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 31.34%，较上一周下降 0.21 个百分点。溢价率较 2005 年以来均值 (62.34%) 低 31.00 个百分点，处于相对低位。

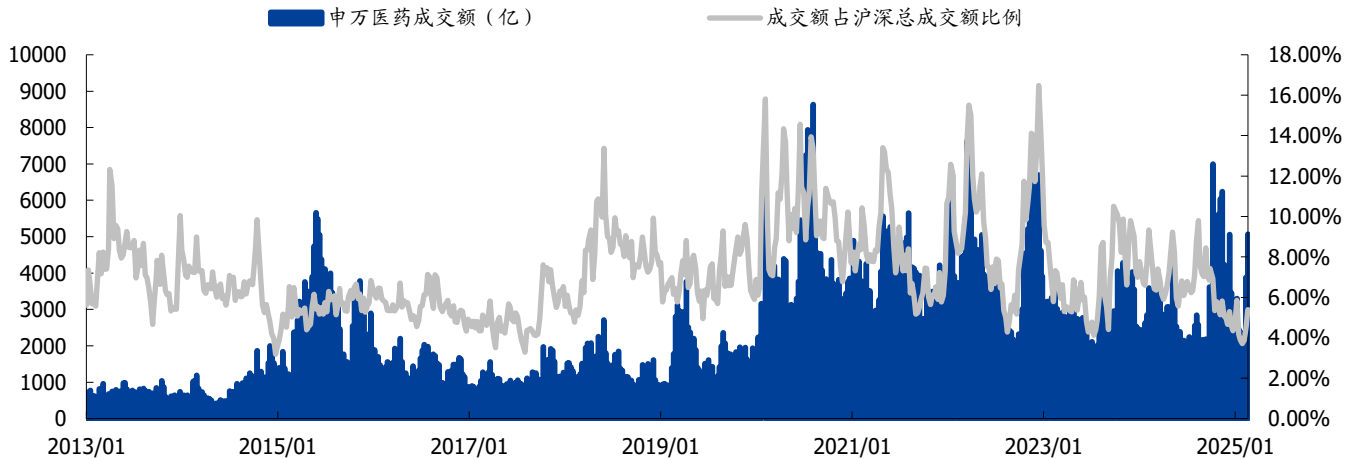
图表33: 医药行业 PE 估值溢价率【申万医药行业 vs.全部 A 股-剔除银行】



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

当周(2.17-2.21)医药行业热度较上一周提升。医药成交总额 5067.58 亿元, 沪深总成交额为 94108.00 亿元, 医药成交额占比沪深总成交额比例为 5.38% (2013 年以来成交额均值为 7.18%)。

图表34: 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(2.17-2.21)涨跌幅排名前 5 为安必平、明月镜片、迈威生物-U、国际医学、博士眼镜。后 5 为锦好医疗、双成药业、华人健康、海泰新光、葫芦娃。

滚动月涨跌幅排名前 5 为百济神州-U、华大智造、华大基因、迈瑞医疗、安必平。后 5 为浩欧博、热景生物、锦波生物、海泰新光、登康口腔。

图表35: 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
安必平	48.91	无特殊原因	锦好医疗	-14.04	无特殊原因
明月镜片	25.36	无特殊原因	双成药业	-9.85	无特殊原因
迈威生物-U	21.69	无特殊原因	华人健康	-9.23	无特殊原因
国际医学	20.07	无特殊原因	海泰新光	-8.61	无特殊原因
博士眼镜	19.99	无特殊原因	葫芦娃	-8.50	无特殊原因
翔宇医疗	16.64	无特殊原因	*ST 龙津	-7.14	无特殊原因
诺思格	16.55	无特殊原因	东阿阿胶	-6.76	无特殊原因
嘉和美康	16.12	无特殊原因	华润三九	-6.56	无特殊原因
毕得医药	16.00	无特殊原因	马应龙	-6.42	无特殊原因
三生国健	15.89	无特殊原因	香雪制药	-6.09	无特殊原因

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表36: 申万医药月涨跌幅排名前十、后十个股

个股	涨跌幅 (%)	原因	个股	涨跌幅 (%)	原因
百济神州-U	36.20	无特殊原因	浩欧博	-9.65	无特殊原因
华大智造	31.24	无特殊原因	热景生物	-8.25	无特殊原因
华大基因	25.93	无特殊原因	锦波生物	-7.09	无特殊原因
迈瑞医疗	21.42	无特殊原因	海泰新光	-5.08	无特殊原因
安必平	20.41	无特殊原因	登康口腔	-4.82	无特殊原因
嘉和美康	18.96	无特殊原因	东阿阿胶	-4.79	无特殊原因
惠泰医疗	18.55	无特殊原因	贝达药业	-3.93	无特殊原因
联影医疗	18.32	无特殊原因	佰仁医疗	-3.51	无特殊原因
明月镜片	17.23	无特殊原因	人福医药	-3.11	无特殊原因
泓博医药	15.75	无特殊原因	广生堂	-3.09	无特殊原因

资料来源: Wind, 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