

医药生物

报告日期：2025年04月06日

## 关税影响下，推荐医药韧性领域

### ——医药生物周跟踪 20250406

#### 投资要点

##### □ 周思考：关税影响下，医药观点变化

2025年以来，各行业表现交织，中美医药关税博弈已从“全行业对抗”转向“精准技术封锁”，我们推荐进口替代加速和内需确定性两条主线，但同时也提示不可忽略具备全球竞争力的产品或服务提价预期带来的投资机会。

- **进口替代加速：生命科学服务、高端医疗器械。**国内生命科学服务领域的试剂、仪器等不断技术升级，以达到进口替代和出海作增量市场的目的，贸易摩擦强化下，我们认为这更有利于这些产品的替代升级，典型公司如华大智造、迈瑞医疗、联影医疗、纳微科技、百普赛斯、泰坦科技、毕得医药、皓元医药等；
- **全球竞争力较强领域可能更有韧性：全球市占率较高的原料药、耗材、CXO等领域。**包括肝素等原料药产品，国内具备一体化的成本优势、较高的市占率，因此类似产品的增长具备较强的韧性；CXO更体现了这一点，在过去几年贸易摩擦影响下，基于国内CXO在小分子药物研发服务等竞争优势，我们看到药明康德为代表的公司单季度收入持续创新高，也体现了这种增长的韧性；
- **内需确定性：医药消费属性（中药、疫苗、血制品等领域），**我们认为这个板块或更多是板块轮动中的一种选择，基本面预期变化更多还是受自身发展周期的影响。

**2025Q2 医药行业观点：**我们推荐医药行业那些具备“重构者”角色的子领域，这些领域中期或成为并购整合、新品突破的引领者，逐步成为重构产业生态的主角。这些领域包含有较大 $\alpha$ 增量的创新药械、现金流丰富的传统药企以及具备全球竞争力的出海企业（包括产品及服务）。

**投资建议：**科伦药业、泽璟制药、康方生物、药明康德、康龙化成、泰坦科技、毕得医药、国邦医药、天宇股份、上海医药、迈瑞医疗、联影医疗、开立医疗、东阿阿胶、羚锐制药、云南白药等。

**风险提示：**品类的价格政策超预期；贸易摩擦影响订单不确定性；医疗环节政策推进导致产品放量低于预期的风险。

##### □ 三医政策周跟踪

**医保：**2025年4月3日，国家医保局会同最高人民法院、最高人民检察院、公安部、财政部、国家卫生健康委、市场监管总局、国家中医药局、国家药监局等九部门，联合召开全国医保基金管理突出问题专项整治工作部署推进会。会议强调，各地各部门要坚持政治引领，深入学习贯彻习近平总书记重要指示批示精神，认真落实二十届中央纪委四次全会精神，以“快”的节奏、“实”的举措、“严”的基调，深入整治医保基金管理突出问题，守牢医保基金安全底线。

**三医：**2025年4月3日，成都市卫健委联合成都市医保局、成都市市场监管局召开成都市“三医协同”治理与政策新闻通气会，解读下一步重点工作。市卫健委将高效推进医疗卫生重点项目建设，同时加强双向转诊信息化平台建设，力争2025年底实现全市公立医疗机构全部接入。医保部门将完善支付政策，对实现人员管理、财务管理、信息系统统一，医保结算、考核、监管一体的紧密型县域医共体，实行医保基金“一个总额付费”。在深化药械集采协同方面，市场监管部门的主要任务是将集采药品纳入药品抽检重点，保障集采药品质量安全。

##### □ 行情复盘：跑赢大盘，板块普跌

#### 行业评级：看好(维持)

分析师：孙建  
执业证书号：S1230520080006  
02180105933  
sunjian@stocke.com.cn

分析师：吴天昊  
执业证书号：S1230523120004  
wutianhao@stocke.com.cn

#### 相关报告

- 1 《年报季，继续强调高质量和创新》 2025.04.06
- 2 《还得是“重构者”——医药创新》 2025.03.30
- 3 《推荐那些医药“重构者”们》 2025.03.25

**涨跌幅：**本周（2025.3.31-4.3）医药（中信）指数（CI005018）上涨 1.15%，跑赢沪深 300 指数 2.52 个百分点，在所有行业中涨幅排名第 3 名。2025 年以来医药（中信）指数（CI005018）累计涨幅 4.7%，跑赢沪深 300 指数 6.5 个百分点，在所有行业涨幅中排名第 7 名。

**成交额占比环比增加：**截至 2025 年 4 月 3 日，医药行业本周成交额 3738.4 亿元，占全部 A 股总成交额比例为 8.2%，较前一周增加 2.5pct，高于 2018 年以来的中枢水平（7.8%）。

**板块估值提升：**截至 2025 年 4 月 3 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 27.16 倍 PE，环比提高 0.13。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 130%，环比增长 2.67pct，低于四年来中枢水平（137.9%）。

**细分板块涨跌幅分析：**根据 Wind 系统中信证券行业分类看，本周（2025.3.31-4.3）医药子板块医疗服务（-2.2%）、中药饮片（-0.7%）跌幅靠前，化学制剂（+3.9%）、医药流通（+2.5%）、生物医药（+2.1%）、中成药（+1.6%）涨幅较大。

**根据浙商医药重点公司分类板块来看，**本周（2025.3.31-4.3）各板块行情分化，其中创新药（+4.2%），仿制药（+2.4%）和中药（+2.4%）涨幅较大，医疗服务（-0.7%）、CXO（-0.4%）跌幅最多。个股来看，创新药板块普涨，康方生物（+15.1%）、泽璟制药（+11.0%）、百奥泰（+10.9%）和信达生物（+8.8%）涨幅最高；CXO 板块中方达控股（+8.7%）涨幅最大。

#### ➤ 2025 年度医药策略观点：破茧

2024 年在医药综合政策影响下，医药行业持续经历集采出清、创新拉动的新旧动能切换过程，同时叠加宏观因素影响，营运效率普遍下降，医药板块经历 3 年多的调整，2025 年创新驱动更加乐观，复盘 2024 年度策略《蓄力，破局》，大部分细分领域仅存在阶段性行情，特别是中药、创新药、生命科研服务等，主线性机会并不明显。

**机会挖掘：**宏观层面，2025 年医改持续深化，特别是医疗环节成为重点，医保监管水平持续提升以应对收支紧缩趋势，医药行业进入供给侧改革新阶段（需求量增，结构调整）；行业基本面层面，2025 年各细分领域进入经营效率改善新周期，创新药械迎来更好发展窗口，但同时我们也特别关注到制剂、耗材等领域新旧动能切换中的业绩弹性可期；

**投资视角：**医药板块各细分存在较大的景气异质性，我们结合景气边际变化、预期差维度，对各子领域进行分析发现，化学制剂、医疗耗材、医疗设备等均存在较大的预期差和较好景气边际变化。

**2025 年度推荐组合：**科伦药业、恩华药业、九典制药、健友股份、迈瑞医疗、联影医疗、开立医疗、东阿阿胶、上海医药、泰坦科技、康方生物、药明康德、康龙化成。

#### ➤ 风险提示

行业政策变动；新品商业化不及预期；业绩低于预期。

代码	重点公司	现价	EPS		PE		投资评级
		2025/4/3	2024A/E	2025E	2024E	2025E	
603259.SH	药明康德	63.5	3.27	4.04	19	16	买入
2269.HK	药明生物	24.9	0.90	1.09	28	23	买入
300347.SZ	泰格医药	51.3	1.96	2.46	26	21	买入
002821.SZ	凯莱英	77.7	2.82	3.39	28	23	买入
300759.SZ	康龙化成	27.1	1.08	1.15	25	24	买入
300363.SZ	博腾股份	18.8	1.13	1.95	17	10	买入
603456.SH	九洲药业	14.4	1.17	1.33	12	11	买入
603127.SH	昭衍新药	19.8	0.37	0.45	54	44	增持
300725.SZ	药石科技	36.0	2.86	4.09	13	9	买入
688202.SH	美迪西	33.3	0.18	0.68	185	49	增持
688131.SH	皓元医药	41.6	0.91	1.47	46	28	增持
301096.SZ	百诚医药	38.1	2.80	3.57	14	11	买入
688621.SH	阳光诺和	46.3	2.08	2.60	22	18	增持
301230.SZ	泓博医药	31.5	0.30	0.40	105	79	增持
原料药及仿制药							
603707.SH	健友股份	13.7	0.55	0.73	25	19	买入
000739.SZ	普洛药业	15.4	0.99	1.00	16	15	买入
300630.SZ	普利制药	2.5	1.19	1.36	2	2	增持
300702.SZ	天宇股份	19.9	0.83	1.07	24	19	增持
688513.SH	苑东生物	36.3	1.56	1.90	23	19	增持
002332.SZ	仙琚制药	10.2	0.69	0.85	15	12	买入
688166.SH	博瑞医药	41.5	0.52	0.61	80	68	买入
688076.SH	诺泰生物	57.2	1.85	2.60	31	22	增持
605116.SH	奥锐特	21.5	0.94	1.23	23	17	增持
000915.SZ	华特达因	28.9	2.85	3.22	10	9	增持
601089.SH	福元医药	15.9	1.03	1.13	15	14	增持
000963.SZ	华东医药	38.8	1.89	2.27	21	17	买入
603676.SH	卫信康	10.2	0.77	1.00	13	10	增持
002262.SZ	恩华药业	22.2	1.24	1.48	18	15	买入
600079.SH	人福医药	21.6	1.50	1.73	14	13	买入
300573.SZ	兴齐眼药	78.2	5.53	7.67	14	10	增持
300705.SZ	九典制药	18.8	1.08	1.37	17	14	买入
制药上游							
688179.SH	阿拉丁	15.2	0.64	0.80	24	19	增持
300358.SZ	楚天科技	7.8	0.94	1.08	8	7	增持
300171.SZ	东富龙	13.3	1.29	1.55	10	9	增持
688139.SH	海尔生物	34.4	1.88	2.31	18	15	增持
688105.SH	诺唯赞	24.5	0.44	0.93	56	26	增持
688690.SH	纳微科技	21.4	0.39	0.54	55	40	增持

688046.SH	药康生物	14.1	0.51	0.64	28	22	增持
688073.SH	毕得医药	47.2	1.32	1.75	36	27	增持
688133.SH	泰坦科技	22.6	0.10	0.42	226	54	买入
创新药							
600196.SH	复星医药	25.5	1.19	1.50	21	17	买入
688192.SH	迪哲医药	52.0	-2.25	-1.56	-	-	买入
2171.HK	科济药业	14.7	0.00	-0.87	-	-	买入
300558.SZ	贝达药业	54.5	1.06	1.42	51	38	买入
688180.SH	君实生物	31.5	-1.43	-0.71	-	-	买入
688266.SH	泽璟制药-U	109.0	-0.69	0.05	-	2180	买入
9926.HK	康方生物	85.9	-0.44	0.71	-	121	买入
2096.HK	先声药业	8.7	0.38	0.48	23	18	买入
002422.SZ	科伦药业	36.8	2.01	2.19	18	17	买入
688177.SH	百奥泰	22.7	-0.66	-0.29	-	-	买入
688443.SH	智翔金泰-U	28.5	-2.08	-1.51	-	-	买入
医疗器械							
300760.SZ	迈瑞医疗	225.3	10.53	12.76	21	18	买入
688271.SH	联影医疗	124.5	1.79	2.18	70	57	增持
300639.SZ	凯普生物	5.8	0.17	0.21	34	27	买入
688289.SH	圣湘生物	22.0	0.56	0.78	39	28	增持
603108.SH	润达医疗	19.9	0.65	0.86	31	23	买入
688575.SH	亚辉龙	16.5	0.86	1.09	19	15	增持
688029.SH	南微医学	67.3	3.12	3.90	22	17	增持
688301.SH	奕瑞科技	112.1	4.16	4.92	27	23	增持
002690.SZ	美亚光电	17.2	0.83	0.80	21	22	买入
688677.SH	海泰新光	35.66	1.15	1.59	31	22	增持
0853.HK	微创医疗	7.73	-0.10	-0.06	-	-	增持
688351.SH	微电生理	20.5	0.07	0.17	293	121	增持
688016.SH	心脉医疗	97.5	3.92	4.47	25	22	增持
688580.SH	伟思医疗	44.8	1.74	2.20	26	20	增持
300832.SZ	新产业	57.5	2.48	3.11	23	18	增持
688626.SH	翔宇医疗	39.5	1.28	1.72	31	23	增持
688212.SH	澳华内镜	44.6	0.30	1.00	149	45	增持
688315.SH	诺禾致源	15.2	0.46	0.54	33	28	增持
600587.SH	新华医疗	16.4	1.17	1.39	14	12	增持
002223.SZ	鱼跃医疗	35.9	1.97	2.33	18	15	增持
2172.HK	微创脑科学	11.0	0.35	0.52	31	21	增持
603882.SH	金城医学	31.7	1.62	2.47	20	13	增持
688114.SH	华大智造	77.8	-1.39	-0.80	-	-	增持
300633.SZ	开立医疗	30.3	0.44	0.94	69	32	增持
688273.SH	麦澜德	28.6	1.45	1.77	20	16	增持
300676.SZ	华大基因	51.9	0.37	0.58	140	90	增持

688399.SH	硕世生物	70.4	0.99	1.47	71	48	增持
疫苗及血制品							
300122.SZ	智飞生物	25.2	4.68	5.65	5	4	增持
688185.SH	康希诺	60.6	-0.68	-0.67	-	-	增持
300841.SZ	康华生物	64.0	4.77	5.81	13	11	增持
600161.SH	天坛生物	20.7	0.93	1.14	22	18	增持
300601.SZ	康泰生物	15.6	1.07	1.29	15	12	增持
医药商业及新基建							
603883.SH	老百姓	19.0	1.04	1.24	18	15	增持
603939.SH	益丰药房	26.3	1.21	1.45	22	18	增持
603233.SH	大参林	16.8	0.85	1.02	20	16	增持
605186.SH	健麾信息	20.5	1.77	2.20	12	9	增持
600998.SH	九州通	5.1	0.43	0.49	12	10	买入
601607.SH	上海医药	18.9	1.35	1.34	14	14	增持
000950.SZ	重药控股	5.2	0.43	0.52	12	10	增持
301015.SZ	百洋医药	21.4	1.61	2.08	13	10	增持
医疗服务、中药							
600566.SH	济川药业	27.8	2.98	3.35	9	8	买入
600557.SH	康缘药业	13.9	0.99	1.10	14	13	买入
600285.SH	羚锐制药	22.6	1.22	1.45	19	16	增持
002275.SZ	桂林三金	14.3	1.02	1.24	14	12	买入
000423.SZ	东阿阿胶	62.6	2.39	3.02	26	21	买入
000999.SZ	华润三九	44.6	2.67	2.99	17	15	买入
600535.SH	天士力	15.6	0.71	0.74	22	21	买入
600436.SH	片仔癀	202.7	5.24	5.89	39	34	买入
000538.SZ	云南白药	57.0	2.46	2.69	23	20	买入
600085.SH	同仁堂	36.9	1.27	1.50	29	25	买入
600329.SH	达仁堂	31.4	1.24	1.43	25	22	买入
603896.SH	寿仙谷	20.6	1.32	1.37	16	15	增持

资料来源：wind，浙商证券研究所

注：港股股价单位为 HKD，A 股为 RMB；（2024-2025 PE 及 EPS）为浙商证券研究所预测

## 正文目录

1 周思考：关税影响下，医药观点变化 .....	8
2 三医政策周跟踪 .....	10
3 行情复盘：跑赢大盘，板块普涨 .....	11
3.1 医药行业行情：持续跑赢大盘 .....	12
3.2 医药子行业：板块分化，化学制剂领涨 .....	14
3.3 限售解禁&股权质押情况追踪 .....	16
4 风险提示 .....	16

## 图表目录

图 1: 2025.3.31-4.3 医药板块（中信）和沪深 300 走势.....	12
图 2: 2025 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势.....	12
图 3: 本周（2025.3.31-4.3）各大行业涨跌幅（上：本周涨幅；下：年涨幅）.....	13
图 4: 2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例.....	13
图 5: 2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况.....	14
图 6: 本周（2025.3.31-4.3）医药子板块涨跌幅（中信）.....	15
图 7: 本周（2025.3.31-4.3）医药子板块涨跌幅（浙商医药）.....	15
图 8: 2010 年以来医药子行业估值变化情况.....	15
表 1: 2018 年至今美国对华医药关税政策不完全统计.....	8
表 2: 2018 年至今我国对美医药关税政策不完全统计.....	8
表 3: 中美医药方向的关税政策对彼此可能大的影响对比.....	9
表 4: 三医政策周跟踪.....	11
表 5: 2025.4.3-2025.4.30 医药公司解禁限售股情况.....	16
表 6: 本周（2025.3.31-4.3）医药公司大股东股票质押比例变动.....	16

## 1 周思考：关税影响下，医药观点变化

在中美经贸博弈的宏观背景下，医药行业作为兼具民生属性与技术壁垒的关键领域，始终处于关税政策的风口浪尖。本表格系统梳理了 2018 年至 2025 年中美双方涉医药关税政策的双向博弈路径，聚焦政策内容、市场反应与产业影响三大维度，揭示以下核心逻辑：

### 1. 美国对华关税愈演愈烈

美国对华关税从“全行业覆盖”转向“精准打击”，医药板块行情呈现“短期扰动”与“长期分化”特征。例如，2018 年 4 月-2019 年 5 月的三轮加税，申万医药指数跌幅（-18.53%）显著大于上证指数（-7.59%），但原料药/制剂豁免后迅速企稳；2024 年 9 月低值耗材加税仅导致周跌幅-0.79%，反映市场对“可对冲风险”的理性定价。

### 2. 产业链韧性验证与国产替代突围

中国通过“零关税开放”与“靶向反制”组合拳，推动国产替代与技术升级。如 2018 年抗癌药零关税虽引发医药指数短期回调，但倒逼恒瑞 PD-1 加速上市；2025 年 4 月对美生物医药加征 34% 关税，剑破高端设备垄断，利好国产替代路径。

### 3. 国内医药企业不断全球化布局对冲关税风险

企业动态调整供应链：如稳健医疗 2024 年 9 月公告收购美国资产，通过并购+属地化生产绕开关税；药明生物计划在新加坡和爱尔兰建设产能基地。

表1：2018 年至今美国对华医药关税政策不完全统计

时间	政策内容	涉及医药产品	医药板块行情变化
2018.04—2019.05	美国先后三次宣布对我出口美国的合计约 5500 亿美元的商品加征关税。	加税清单中除包含少量主要用于食品和饲料添加剂同时兼有药用价值的产品外,排除了绝大多数原料药和全部制剂产品	申万医药指数此阶段-18.53%，同期上证指数-7.59%。
2020.03.05	豁免 100 余项中国医疗产品关税（临时政策）	口罩、医用手套、消毒湿巾等防疫物资	当日申万医药指数收涨+2.11%
2024.09.13	对医用手套、口罩、针头等分阶段加征关税	低值耗材（医用手套、口罩）、注射器	9.16-9.20 日申万医药指数周收跌-0.79%
2025.04.02	威胁对中国生物医药、高端设备加征 60% 关税	绝大部分医药耗材、敷料、医疗设备及零部件、康复用品等产品	当日申万医药指数收跌-0.54%

资料来源：Wind，出口药品注册技术指南，中国医药保健进出口商会报告，浙商证券研究所

表2：2018 年至今我国对美医药关税政策不完全统计

时间	政策内容	涉及医药产品	医药板块行情变化
2018.04.23	抗癌药零关税政策	化疗药物、生物碱类抗癌药、实际进口中成药	申万医药指数自 4.22-4.27 周收涨+3.66%
2018.09.18	对美约 600 亿美元商品加征 5%-10% 关税	彩超、监护仪、核磁共振设备、内窥镜等	申万医药指数自 9.23-9.28 周收涨+2.40%
2019.08.23	对美约 750 亿美元商品加征 5%-10% 关税	彩超、核磁、IVD 试剂、监护仪、麻醉机等（美企主导的高端设备）	申万医药指数自 8.26-8.30 周收涨+0.27%
2025.04.04	对美生物医药、高端医疗器械加征 34% 关税	原产于美国的医药进口商品	

资料来源：Wind，各公司公告，出口药品注册技术指南，中国医药保健进出口商会报告，国务院关税税则委员会，浙商证券研究所

### 1) 通过复盘中美两方的医药相关关税政策，我们可以发现以下特点：

美国对华医药关税政策呈现出**阶梯式技术针对、政治博弈性以及产业链打击**的特点：  
①**技术针对性**：阶梯式打击，从高端设备（2018）→低值耗材（2024）→原料药（2025 威胁）②**政治博弈性**：2025 年提出“对等关税”概念，将医药作为贸易战象征性领域。③**产业链打击**：通过供应链转移压力迫使中国药企海外建厂。

中国对美的医药关税政策呈现出**精准规避、非对称反制、行业保护**的特点：①**精准规避**：2018-2019 年反制清单主动避开民生相关医药产品（如抗癌药、高端医疗设备）。②**非对称反制**：2025 年采用“全品类加税+供应链限制”组合拳。③**行业保护**：通过商会联合声明强化行业立场，争取国际舆论支持。

表3: 中美医药方向的关税政策对彼此可能大的影响对比

维度	美国政策对中国影响	中国政策对美国影响
短期成本	原料药出口企业利润压缩	美国医疗设备进口成本上升
长期战略	加速中国药企海外建厂（如药明康德在外建设 CDMO 基地）	倒逼美国本土药企重建原料药供应链，推高生产成本
技术博弈	限制生物技术向中国转移（如 CRISPR 专利封锁）	中国稀土管制影响美高端设备制造

资料来源：国务院关税税则委员会，USTR 公告，商务部，各公司公告，浙商证券研究所

## 2) 本次关税政策的不同之处

上一轮的关税政策处于 2018 年豁免窗口，其中美方为了避免本土药企成本激增，排除原料药和制剂关税，而中方通过“非对称反制”保护关键医疗领域，对抗癌药零关税和高端医疗设备低关税，维持国内医院采购需求和保护民生需求，同时引导国产替代战略。

**本轮 2025 年关税在技术封锁上进一步升级**，美方将关税与供应链转移挂钩，限制中国获取生物制造技术。而中方反制延伸至稀土出口，打击美医疗设备产业链。值得注意的是，本轮美国不仅对中国意图实施严格的关税政策，其他我国医药企业全球化中多建有产能的东南亚、欧洲等地也进行了关税的升级。

中美医药关税博弈已呈现“美攻中守→技术脱钩→全产业链对抗”三阶段演变。中国通过精准反制与供应链韧性建设，逐渐从被动应对转向主动破局。

**本次关税冲击下，医药行业的分化或加剧**：传统原料药企业受冲击最大，创新药、中药等内需主导板块或更抗压。转移产能规避关税的路径或受一定阻力，技术封锁风险上升（如设备进口限制）。

## 3) 我们的观点变化

2025 年以来，各行业表现交织，中美医药关税博弈已从“全行业对抗”转向“精准技术封锁”，我们推荐进口替代加速和内需确定性两条主线，但同时也提示不可忽略具备全球竞争力的产品或服务提价预期带来的投资机会。

**进口替代加速**：生命科学服务、高端医疗器械。国内生命科学服务领域的试剂、仪器等不断技术升级，以达到进口替代和出海作增量市场的目的，贸易摩擦强化下，我们认为这更有利于这些产品的替代升级，典型公司如华大智造、迈瑞医疗、联影医疗、纳微科技、百普赛斯、泰坦科技、毕得医药、皓元医药等；

**全球竞争力较强领域可能更有韧性：**全球市占率较高的原料药、耗材、CXO 等领域。包括肝素等原料药产品，国内具备一体化的成本优势、较高的市占率，因此类似产品的增长具备较强的韧性；CXO 更体现了这一点，在过去几年贸易摩擦影响下，基于国内 CXO 在小分子药物研发服务等竞争优势，我们看到药明康德为代表的公司单季度收入持续创新高，也体现了这种增长的韧性；

**内需确定性：**医药消费属性（中药、疫苗、血制品等领域），我们认为这个板块或更多是板块轮动中的一种选择，基本面预期变化更多还是受自身发展周期的影响。

**2025Q2 医药行业观点：**我们推荐医药行业那些具备“重构者”角色的子领域，这些领域中期或成为并购整合、新品突破的引领者，逐步成为重构产业生态的主角。这些领域包含有较大 $\alpha$ 增量的创新药械、现金流丰富的传统药企以及具备全球竞争力的出海企业（包括产品及服务）。

**投资建议：**科伦药业、泽璟制药、康方生物、药明康德、康龙化成、泰坦科技、毕得医药、国邦医药、天宇股份、上海医药、迈瑞医疗、联影医疗、开立医疗、东阿阿胶、羚锐制药、云南白药等。

**风险提示：**品类的价格政策超预期；贸易摩擦影响订单不确定性；医疗环节政策推进导致产品放量低于预期的风险。

## 2 三医政策周跟踪

**医保：**2025 年 4 月 3 日，国家医保局会同最高人民法院、最高人民检察院、公安部、财政部、国家卫生健康委、市场监管总局、国家中医药局、国家药监局等九部门，联合召开全国医保基金管理突出问题专项整治工作部署推进会。会议强调，各地各部门要坚持政治引领，深入学习贯彻习近平总书记重要指示批示精神，认真落实二十届中央纪委四次全会要求，以“快”的节奏、“实”的举措、“严”的基调，深入整治医保基金管理突出问题，守牢医保基金安全底线。

**三医：**2025 年 4 月 3 日，成都市卫健委联合成都市医保局、成都市市场监管局召开成都市“三医协同”治理与政策新闻通气会，解读下一步重点工作。市卫健委将高效推进医疗卫生重点项目建设，同时加强双向转诊信息化平台建设，力争 2025 年底实现全市公立医疗机构全部接入。医保部门将完善支付政策，对实现人员管理、财务管理、信息系统统一，医保结算、考核、监管一体的紧密型县域医共体，实行医保基金“一个总额付费”。在深化药械集采协同方面，市场监管部门的主要任务是将集采药品纳入药品抽检重点，保障集采药品质量安全。

表4：三医政策周跟踪

三医分类	日期	文件/事件	内容摘要
医保	2025/4/3	九部门联动启动医保基金专项整治	2025年4月3日，国家医保局会同最高人民法院、最高人民检察院、公安部、财政部、国家卫生健康委、市场监管总局、国家中医药局、国家药监局等九部门，联合召开全国医保基金管理突出问题专项整治工作部署推进会。会议强调，各地各部门要坚持政治引领，深入学习贯彻习近平总书记重要指示批示精神，认真落实二十届中央纪委四次全会精神，以“快”的节奏、“实”的举措、“严”的基调，深入整治医保基金管理突出问题，守牢医保基金安全底线。
三医	2025/4/3	成都试点三医协同改革 深化支付与集采联动赋能医共体	2025年4月3日，成都市卫健委联合成都市医保局、成都市市场监管局召开成都市“三医协同”治理与政策新闻通气会，解读下一步重点工作。市卫健委将高效推进医疗卫生重点项目建设，同时加强双向转诊信息化平台建设，力争2025年底实现全市公立医疗机构全部接入。医保部门将完善支付政策，对实现人员管理、财务管理、信息系统统一，医保结算、考核、监管一体的紧密型县域医共体，实行医保基金“一个总额付费”。在深化药械集采协同方面，市场监管部门的主要任务是将集采药品纳入药品抽检重点，保障集采药品质量安全。

资料来源：国家医保局，浙商证券研究所

### 3 行情复盘：跑赢大盘，板块普涨

**涨跌幅：**本周（2025.3.31-4.3）医药（中信）指数（CI005018）上涨 1.15%，跑赢沪深 300 指数 2.52 个百分点，在所有行业中涨幅排名第 3 名。2025 年以来医药（中信）指数（CI005018）累计涨幅 4.7%，跑赢沪深 300 指数 6.5 个百分点，在所有行业涨幅中排名第 7 名。

**成交额占比环比增加：**截至 2025 年 4 月 3 日，医药行业本周成交额 3738.4 亿元，占全部 A 股总成交额比例为 8.2%，较前一周增加 2.5pct，高于 2018 年以来的中枢水平（7.8%）。

**板块估值提升：**截至 2025 年 4 月 3 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 27.16 倍 PE，环比提高 0.13。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 130%，环比增长 2.67pct，低于四年来中枢水平（137.9%）。

**细分板块涨跌幅分析：**根据 Wind 系统中信证券行业分类看，本周（2025.3.31-4.3）医药子板块医疗服务（-2.2%）、中药饮片（-0.7%）跌幅靠前，化学制剂（+3.9%）、医药流通（+2.5%）、生物医药（+2.1%）、中成药（+1.6%）涨幅较大。

**根据浙商医药重点公司分类板块来看，**本周（2025.3.31-4.3）各板块行情分化，其中创新药（+4.2%），仿制药（+2.4%）和中药（+2.4%）涨幅较大，医疗服务（-0.7%）、CXO（-0.4%）跌幅最多。个股来看，创新药板块普涨，康方生物（+15.1%）、泽璟制药（+11.0%）、百奥泰（+10.9%）和信达生物（+8.8%）涨幅最高；CXO 板块中方达控股（+8.7%）涨幅最大。

**整体来看，**医药估值和持仓仍处于历史低点，投资者在底部震荡中待医药板块催化。国内医药行业处于供给侧改革的深水区，创新升级、渠道结构变化，成为主要方向，这个过程中，医院院外产品更受益于老龄化加速趋势、创新药械鼓励性政策影响下进入兑现期，更重要的是，随着医疗环节改革的深入，我们判断医药价值链也将发生比较大的重构，这个过程中，处方外流、医药 CSO、各环节集中度提升成为趋势，也将呈现更多的投资机会。

**2025 年度医药策略观点：破茧。**

2024 年在医药综合政策影响下，医药行业持续经历集采出清、创新拉动的新旧动能切换过程，同时叠加宏观因素影响，营运效率普遍下降，医药板块经历 3 年多的调整，2025 年创新驱动更加乐观，复盘 2024 年度策略《蓄力，破局》，大部分细分领域仅存在阶段性行情，特别是中药、创新药、生命科研服务等，主线性机会并不明显。

机会挖掘：宏观层面，2025 年医改持续深化，特别是医疗环节成为重点，医保监管水平持续提升以应对收支紧缩趋势，医药行业进入供给侧改革新阶段（需求量增，结构调整）；行业基本面层面，2025 年各细分领域进入经营效率改善新周期，创新药械迎来更好发展窗口，但同时我们也特别关注到制剂、耗材等领域新旧动能切换中的业绩弹性可期；

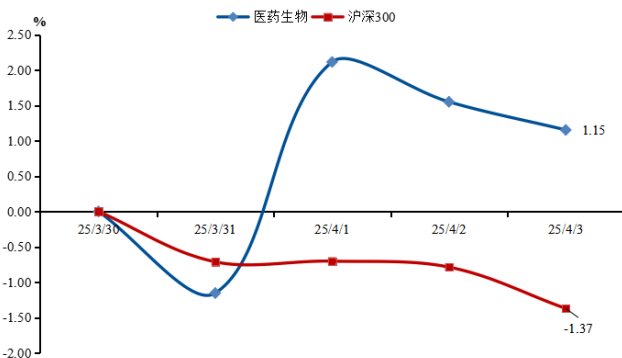
投资视角：医药板块各细分存在较大的景气异质性，我们结合景气边际变化、预期差维度，对各子领域进行分析发现，化学制剂、医疗耗材、医疗设备等均存在较大的预期差和较好景气边际变化。

2025 年度推荐组合：科伦药业、恩华药业、九典制药、健友股份、迈瑞医疗、联影医疗、开立医疗、东阿阿胶、上海医药、泰坦科技、康方生物、药明康德、康龙化成。

### 3.1 医药行业行情：持续跑赢大盘

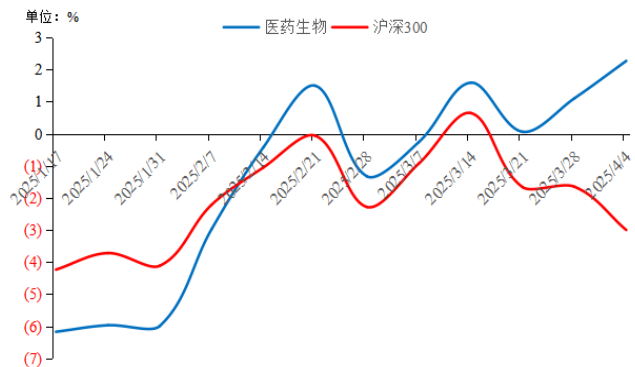
本周（2025.3.31-4.3）医药（中信）指数（CI005018）上涨 1.15%，跑赢沪深 300 指数 2.52 个百分点，在所有行业中涨幅排名第 3 名。2025 年以来医药（中信）指数（CI005018）累计涨幅 4.7%，跑赢沪深 300 指数 6.5 个百分点，在所有行业涨幅中排名第 7 名。

图1：2025.3.31-4.3 医药板块（中信）和沪深 300 走势



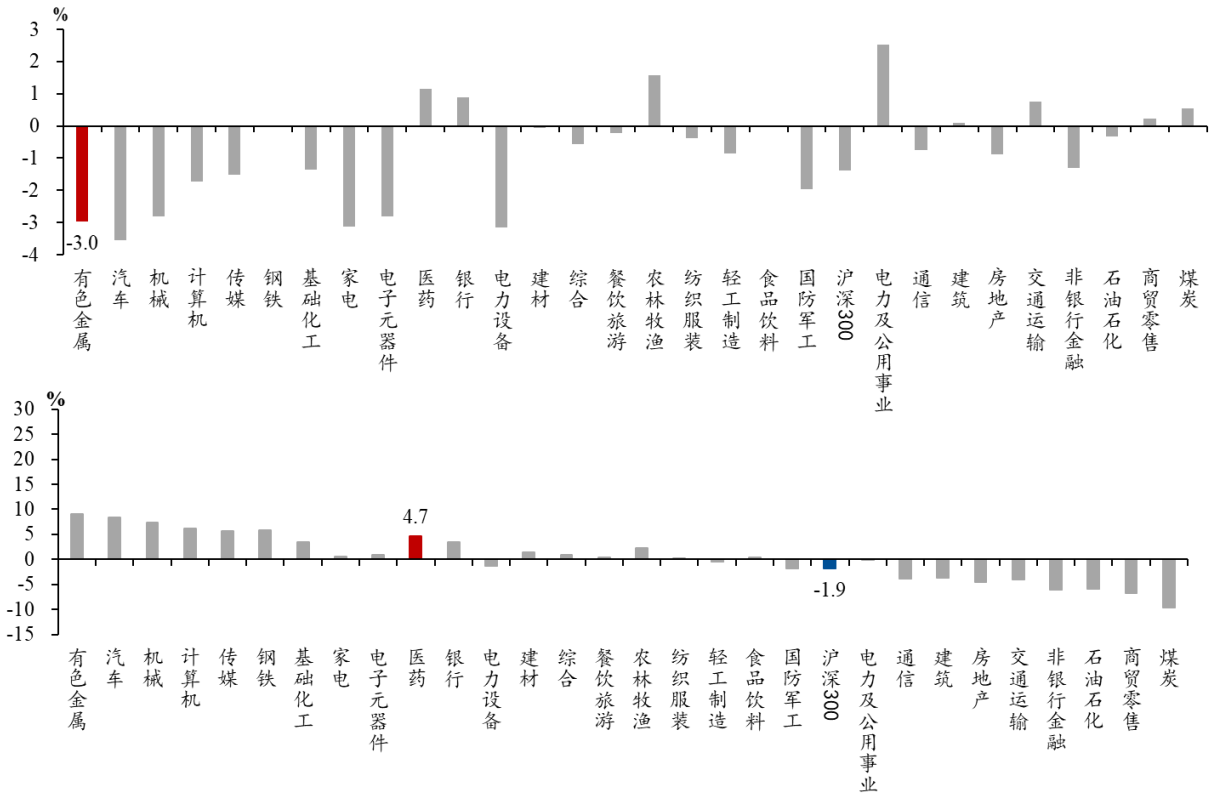
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：2025 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

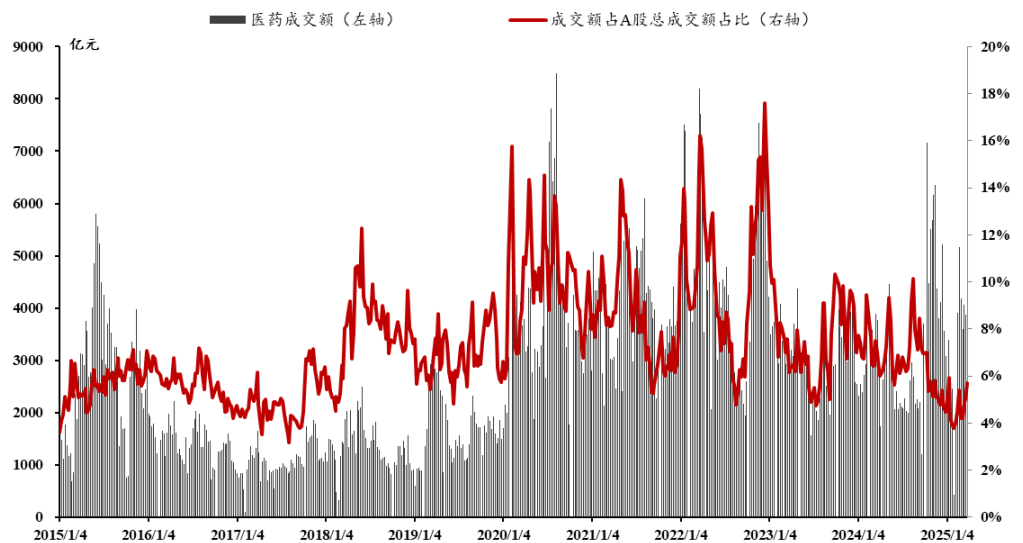
图3: 本周(2025.3.31-4.3)各大行业涨跌幅(上: 本周涨幅; 下: 年涨幅)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**成交额占比环比升高。**截至2025年4月3日, 医药行业本周成交额3738.4亿元, 占全部A股总成交额比例为8.2%, 较前一周增加2.5pct, 高于2018年以来的中枢水平(7.8%)。

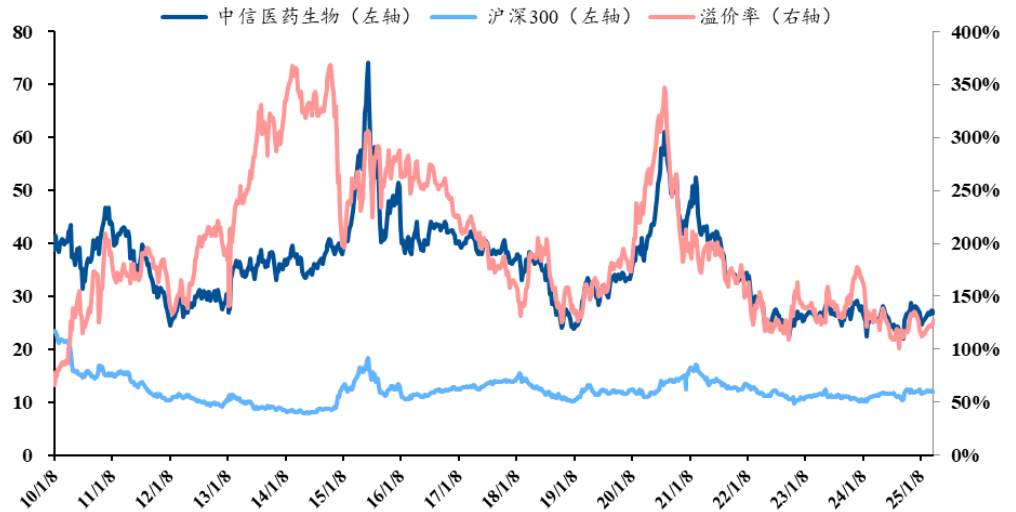
图4: 2015年以来医药行业成交额及其占A股市场总成交额比例



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**板块估值提升：**截至 2025 年 4 月 3 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 27.16 倍 PE，环比提高 0.13。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 130%，环比增长 2.67pct，低于四年来中枢水平（137.9%）。

图5：2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

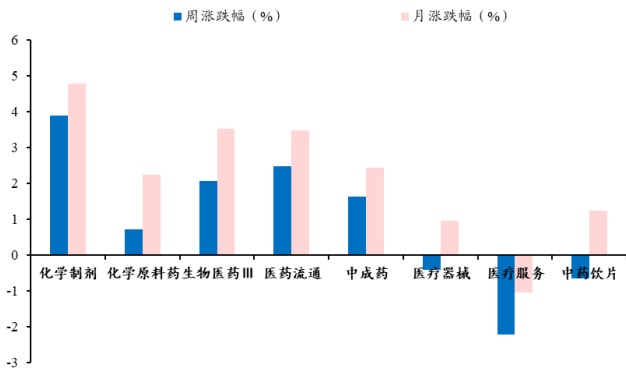
### 3.2 医药子行业：板块分化，化学制剂领涨

根据 Wind 系统中信证券行业分类看，本周（2025.3.31-4.3）医药子板块医疗服务（-2.2%）、中药饮片（-0.7%）跌幅靠前，化学制剂（+3.9%）、医药流通（+2.5%）、生物医药（+2.1%）、中成药（+1.6%）涨幅较大。

根据浙商医药重点公司分类板块来看，本周（2025.3.31-4.3）各板块行情分化，其中创新药（+4.2%），仿制药（+2.4%）和中药（+2.4%）涨幅较大，医疗服务（-0.7%）、CXO（-0.4%）跌幅最多。个股来看，创新药板块普涨，康方生物（+15.1%）、泽璟制药（+11.0%）、百奥泰（+10.9%）和信达生物（+8.8%）涨幅最高；CXO 板块中方达控股（+8.7%）涨幅最大。

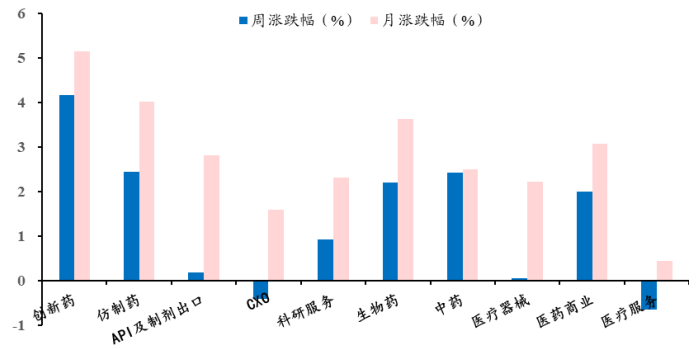
整体来看，医药估值和持仓仍处于历史低点，投资者在底部震荡中待医药板块催化。国内医药行业处于供给侧改革的深水区，创新升级、渠道结构变化，成为主要方向，这个过程中，医院院外产品更受益于老龄化加速趋势、创新药械鼓励性政策影响下进入兑现期，更重要的是，随着医疗环节改革的深入，我们判断医药价值链也将发生比较大的重构，这个过程中，处方外流、医药 CSO、各环节集中度提升成为趋势，也将呈现更多的投资机会。板块配置上，我们认为：**个股胜于赛道**。自上而下看好高质量突破的赛道，包括眼科/体检服务、资源性中药 OTC/血液制品、专科化药、新业态拓展的医药商业公司；自下而上我们提示不要忽略一体化拓展的优质原料药、仿创类 CXO、海外突破和国内行业持续规范中的医疗器械企业的投资机会。

图6: 本周(2025.3.31-4.3)医药子板块涨跌幅(中信)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

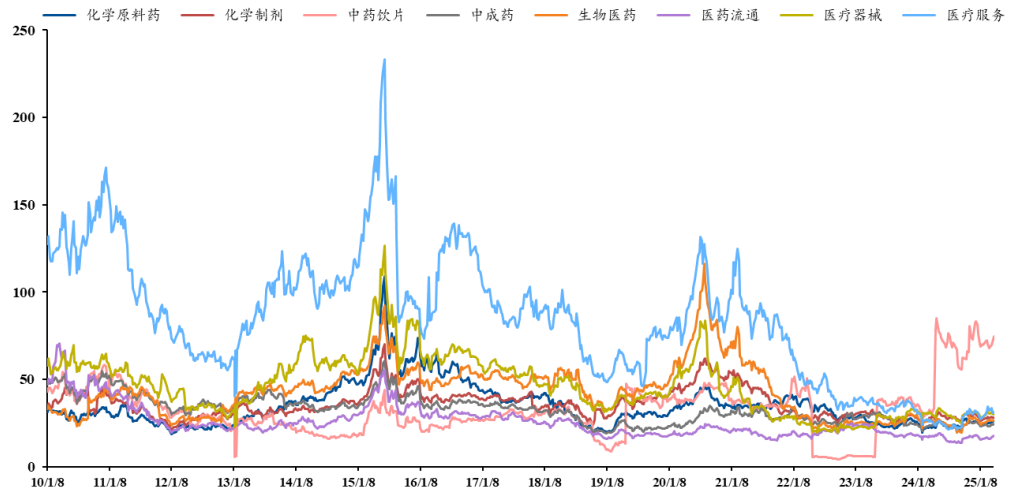
图7: 本周(2025.3.31-4.3)医药子板块涨跌幅(浙商医药)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所(以上为浙商医药重点公司汇总)

**估值:**据 Wind 中信医药分类,本周(2025.3.31-4.3)生物医药(+0.95)、医疗流通(+0.46)、化学制剂(+0.32)PE 提升较多。截至 2025 年 4 月 3 日,估值排名前三的板块为中药饮片、医疗服务、医疗器械,市盈率分别为 74.75 倍、31.20 倍、30.08 倍。

图8: 2010 年以来医药子行业估值变化情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 3.3 限售解禁&股权质押情况追踪

未来一个月限售股解禁变化情况：2025年4月3日至2025年4月30日，共有11家医药上市公司发生或即将发生限售股解禁，其中成大生物、可孚医疗、药康生物涉及解禁股份占总股本比例较高。本周在股权质押方面，威尔药业第一大股东质押比例提升较多，金城医药第一大股东质押比例下降较多。

表5：2025.4.3-2025.4.30 医药公司解禁限售股情况

代码	简称	解禁日期	解禁数量(万股)	解禁数量占总股本比例(%)	解禁市值(万元)
000534.SZ	万泽股份	2025-04-03	26.64	0.05	410.26
601607.SH	上海医药	2025-04-08	85,262.68	22.99	1,614,875.15
833266.BJ	生物谷	2025-04-09	86.50	0.70	865.85
000756.SZ	新华制药	2025-04-14	3,709.20	5.38	56,713.65
688302.SH	海创药业-U	2025-04-14	879.07	8.88	37,096.59
301087.SZ	可孚医疗	2025-04-25	11,279.54	53.95	399,183.01
688046.SH	药康生物	2025-04-25	20,606.90	50.26	291,381.52
688553.SH	汇宇制药-W	2025-04-28	11,406.68	26.93	187,639.83
688739.SH	成大生物	2025-04-28	22,766.38	54.67	627,896.66
605266.SH	健之佳	2025-04-29	1,381.83	8.82	29,640.25
688131.SH	皓元医药	2025-04-30	454.09	2.15	18,885.75

资料来源：Wind，浙商证券研究所（注：解禁市值以2025年4月3日收盘价计算）

表6：本周（2025.3.31-4.3）医药公司大股东股票质押比例变动

公司简称	第一大股东质押比例变化(%)	第二大股东质押比例变化(%)	第三大股东质押比例变化(%)
山东药玻	3.86	0.00	0.00
欧普康视	0.00	8.65	0.00
凯普生物	0.00	-1.72	0.00
众生药业	0.00	-14.43	0.00
益佰制药	-3.68	0.00	0.00
老百姓	-5.38	0.00	0.00
贝达药业	-6.28	0.00	0.00

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 4 风险提示

行业政策变动；新品商业化不及预期；业绩低于预期。

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>