

医药生物

报告日期：2025年03月23日

## 破局下，推荐行业重构者

### ——医药生物周跟踪 20250323

#### 投资要点

##### □ 周思考：行业破局，谁会成为格局重构者？

2025年以来，板块无明显主线，除化学制剂外，各行业表现交织，无明显超额。市场一直试图寻找短期确定性投资方向，但我们发现，自2025年开年以来，除去化学制剂板块有明显超额外，其余医药7个子板块市场表现始终交织错落，无明显超额。正如我们之前提到的，在当前医改深化的背景下，中期就是短期，个股胜于赛道。短期的主题往往很难获得明显的收益，以中期医改破局的角度投资“格局的重构者”才有望获得更有确定性的收益。

我们认为，具有以下几个特征的公司或有更强的可能成为行业格局的重构者：

- ① **有能力发起并购整合**：新旧动能的快速切换对传统药企带来了较多的挑战，同时IPO等融资渠道的收窄也为现金流丰富的企业带来了更多机会。我们看到2024年以来医药行业并购正在明显加速。这主要发生在现金流丰富的传统产品和服务类企业，他们急需新产品，通过并购可以延伸产业链，抢份额、补短板、强体系。
- ② **品牌壁垒坚实**：由于医药的信息不对称性，医药行业品牌壁垒具有极强的韧性，这一点在院外市场尤其显著。像东阿阿胶、华润三九、片仔癀、云南白药等老字号品牌，有望借助极强的品牌及渠道优势，赋能新产品，为自身发展带来新驱动。
- ③ **创新药械产品兑现**：截至3月22日，百济神州以（3131亿元）超越迈瑞医疗（2916亿元）、恒瑞医药（2861亿元）成为A股市值第一的医药公司，这正直观的展示着中国医药格局的新老交替。在国内医药行业增长逐渐平缓，国际关系不确定下，创新药械的新产品兑现几乎是唯一确定性的增量方向。我们看到国内药企license-out频发，与海外药企的合作，有望快速实现业绩突破，重构医药格局。
- ④ **增量市场明确突破**：出海是难而正确的事。海外市场广阔，竞争充分，虽然外有关税、内有价格战，但出海对企业发展仍是最佳的道路之一。产能和渠道的优化将继续发生，特别是面向全球市场的CXO、原料药、医疗设备企业。

不同于市场的认知，我们认为医改虽然仍存在持续完善、更体系化的空间，但方向是明确的，体系是清晰的。中期看，这个体系化的改革需要打破的是旧生态，重塑医药格局。而医药格局“重构者”将成为重要的投资主线，“重构者”身份逐渐明确或成为医改的重要节点。

**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

**三医**：2025年3月21日，国家医保局发布《2024年医疗保障事业发展统计快报》，报告概括了2024年医保的运行情况和发展方向。报告显示，医保参保率始终巩固在95%。首次披露了门诊和住院的待遇的享受情况，显示了普惠性不断提升，待

#### 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：王帅  
执业证书号：S1230523060003  
wangshuai@stocke.com.cn

#### 相关报告

- 1 《从年报快报看：向质量要收益》 2025.03.15
- 2 《中药东风起，院外央国企》 2025.03.13
- 3 《“两会”洞见——支持创新》 2025.03.09

遇结构不断优化。着重强调了价格监测和医保监管，医保使用及医疗行为规范化加速推行。

**医疗：**2025年3月20日，上海市卫健委印发《2025年上海市医政工作要点》，着重谈及优化医疗资源布局，完善紧密型医疗集团政策体系和一体化运行模式，并在改善服务质量，优化医疗监管体系方面持续加强。

**医保：**2025年3月17日，为构建内涵边界清晰、适应临床诊疗、便于评价监管的医疗服务价格监管体系，结合广西实际，广西壮族自治区医疗保障局草拟了护理类、产科类、麻醉类立项指南医疗服务项目价格征求意见稿。我们认为医疗改革正在地方加速推进，提服务价格将为后续医生薪酬改革提供更多空间。

#### □ 行情复盘：跑赢大盘，板块普跌

**涨跌幅：**本周（2025.3.17-3.21）医药（中信）指数（CI005018）下跌1.50%，跑赢沪深300指数0.79个百分点，在所有行业中涨幅排名第18名。2025年以来医药（中信）指数（CI005018）累计涨幅2.4%，跑赢沪深300指数2.9个百分点，在所有行业涨幅中排名第17名。

**成交额占比环比增加：**成交额占比环比持平。截至2025年3月21日，医药行业本周成交额3881.7亿元，占全部A股总成交额比例为5.0%，较前一周增加0.1pct，低于2018年以来的中枢水平（7.8%）。

**板块估值回落：**截至2025年3月21日，医药板块整体估值（历史TTM，整体法，剔除负值）为26.76倍PE，环比下降0.51。医药行业相对沪深300的估值溢价率为124%，环比增长0.44pct，低于四年来中枢水平（138.5%）。

**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（2025.3.17-3.21）医药子板块除中药饮片外全线下跌，其中医药流通（-3.1%）、医疗器械（-2.7%）、化学制剂（-1.7%）、医疗服务（-1.7%）跌幅靠前。

**根据浙商医药重点公司分类板块来看，**根据浙商医药重点公司分类板块来看，本周（2025.3.17-3.21）各板块均有所下跌，其中医疗服务（-4.6%）、医疗器械（-2.8%）、医药商业（-2.5%）跌幅最多。个股来看，医疗服务板块中的美年健康（-8.6%）、金域医学（-8.4%）、迪安诊断（-8.0%）跌幅较深；医疗器械板块中贝瑞基因（-13.7%）、微创机器人（-10.0%）跌幅较深；医药商业中百洋医药（-10.7%）跌幅较深。

**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。

➤ **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
		2025/3/21	2024A/E	2025E	2024E	2025E	
603259.SH	药明康德	67.0	3.27	4.04	20	17	买入
2269.HK	药明生物	26.4	0.90	1.09	29	24	买入
300347.SZ	泰格医药	54.9	1.96	2.46	28	22	买入
002821.SZ	凯莱英	77.8	2.82	3.39	28	23	买入
300759.SZ	康龙化成	27.3	1.08	1.15	25	24	买入
300363.SZ	博腾股份	16.7	1.13	1.95	15	9	买入
603456.SH	九洲药业	13.6	1.17	1.33	12	10	买入
603127.SH	昭衍新药	21.1	0.37	0.45	57	47	增持
300725.SZ	药石科技	36.3	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	41.1	0.91	1.47	45	28	增持
301096.SZ	百诚医药	37.2	2.80	3.57	13	10	买入
688621.SH	阳光诺和	44.8	2.08	2.60	22	17	增持
301230.SZ	泓博医药	32.5	0.30	0.40	108	81	增持
原料药及仿制药							
603707.SH	健友股份	14.4	0.55	0.73	26	20	买入
000739.SZ	普洛药业	15.1	0.99	1.00	15	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	18.2	0.83	1.07	22	17	增持
688513.SH	苑东生物	30.6	1.56	1.90	20	16	增持
002332.SZ	仙琚制药	10.0	0.69	0.85	15	12	买入
688166.SH	博瑞医药	40.0	0.52	0.61	77	66	买入
688076.SH	诺泰生物	56.6	1.85	2.60	31	22	增持
605116.SH	奥锐特	20.5	0.94	1.23	22	17	增持
000915.SZ	华特达因	29.6	2.85	3.22	10	9	增持
601089.SH	福元医药	15.7	1.03	1.13	15	14	增持
000963.SZ	华东医药	33.8	1.89	2.27	18	15	买入
603676.SH	卫信康	10.0	0.77	1.00	13	10	增持
002262.SZ	恩华药业	22.1	1.24	1.48	18	15	买入
600079.SH	人福医药	19.9	1.50	1.73	13	11	买入
300573.SZ	兴齐眼药	78.0	5.53	7.67	14	10	增持
300705.SZ	九典制药	17.3	1.08	1.37	16	13	买入
制药上游							
688179.SH	阿拉丁	15.0	0.64	0.80	23	19	增持
300358.SZ	楚天科技	7.5	0.94	1.08	8	7	增持
300171.SZ	东富龙	13.2	1.29	1.55	10	9	增持
688139.SH	海尔生物	33.3	1.88	2.31	18	14	增持
688105.SH	诺唯赞	22.6	0.44	0.93	51	24	增持
688690.SH	纳微科技	21.3	0.39	0.54	55	39	增持

688046.SH	药康生物	14.3	0.51	0.64	28	22	增持
688073.SH	毕得医药	52.5	1.32	1.75	40	30	增持
688133.SH	泰坦科技	23.0	0.10	0.42	230	55	买入
<b>创新药</b>							
600196.SH	复星医药	24.5	1.19	1.50	21	16	买入
688192.SH	迪哲医药	46.8	-2.25	-1.56	-	-	买入
2171.HK	科济药业	12.5	0.00	0.00	-	-	买入
300558.SZ	贝达药业	50.0	1.06	1.42	47	35	买入
688180.SH	君实生物	29.3	-1.43	-0.71	-	-	买入
688266.SH	泽璟制药-U	92.5	-0.69	0.05	-	1850	买入
9926.HK	康方生物	67.8	-0.44	0.71	-	95	买入
2096.HK	先声药业	7.8	0.38	0.48	21	16	买入
002422.SZ	科伦药业	31.6	2.01	2.19	16	14	买入
688177.SH	百奥泰	19.7	-0.66	-0.29	-	-	买入
688443.SH	智翔金泰-U	24.1	-2.08	-1.51	-	-	买入
<b>医疗器械</b>							
300760.SZ	迈瑞医疗	240.5	10.53	12.76	23	19	买入
688271.SH	联影医疗	127.5	1.79	2.18	71	58	增持
300639.SZ	凯普生物	6.0	0.17	0.21	35	29	买入
688289.SH	圣湘生物	22.8	0.56	0.78	41	29	增持
603108.SH	润达医疗	20.5	0.65	0.86	32	24	买入
688575.SH	亚辉龙	16.7	0.86	1.09	19	15	增持
688029.SH	南微医学	66.0	3.12	3.90	21	17	增持
688301.SH	奕瑞科技	105.9	4.16	4.92	25	22	增持
002690.SZ	美亚光电	15.7	0.83	0.95	19	17	买入
688677.SH	海泰新光	38.19	1.15	1.59	33	24	增持
0853.HK	微创医疗	8.62	-0.10	-0.06	-	-	增持
688351.SH	微电生理	19.6	0.07	0.14	280	140	增持
688016.SH	心脉医疗	92.1	3.92	4.90	24	19	增持
688580.SH	伟思医疗	34.5	1.74	2.20	20	16	增持
300832.SZ	新产业	60.1	2.48	3.11	24	19	增持
688626.SH	翔宇医疗	40.0	1.28	1.72	31	23	增持
688212.SH	澳华内镜	42.6	0.30	1.00	142	43	增持
688315.SH	诺禾致源	15.5	0.46	0.54	34	29	增持
600587.SH	新华医疗	16.3	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	12.7	0.35	0.52	36	24	增持
603882.SH	金域医学	33.1	1.62	2.47	20	13	增持
688114.SH	华大智造	81.8	-1.39	-0.80	-	-	增持
300633.SZ	开立医疗	30.2	0.44	0.94	69	32	增持
688273.SH	麦澜德	28.4	1.45	1.77	20	16	增持
300676.SZ	华大基因	56.0	0.37	0.58	151	97	增持

688399.SH	硕世生物	70.3	0.99	1.47	71	48	增持
疫苗及血制品							
300122.SZ	智飞生物	24.7	4.68	5.65	5	4	增持
688185.SH	康希诺	59.1	-0.68	-0.67	-	-	增持
300841.SZ	康华生物	58.7	4.77	5.81	12	10	增持
600161.SH	天坛生物	19.9	0.93	1.14	21	17	增持
300601.SZ	康泰生物	15.8	1.07	1.29	15	12	增持
医药商业及新基建							
603883.SH	老百姓	19.3	1.04	1.24	19	16	增持
603939.SH	益丰药房	24.8	1.21	1.45	20	17	增持
603233.SH	大参林	15.2	0.85	1.02	18	15	增持
605186.SH	健麾信息	21.8	1.77	2.20	12	10	增持
600998.SH	九州通	5.1	0.43	0.49	12	10	买入
601607.SH	上海医药	19.1	1.35	1.53	14	12	增持
000950.SZ	重药控股	5.1	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	28.2	2.98	3.35	9	8	买入
600557.SH	康缘药业	14.7	0.99	1.10	15	13	买入
600285.SH	羚锐制药	20.6	1.22	1.45	17	14	增持
002275.SZ	桂林三金	14.1	1.02	1.24	14	11	买入
000423.SZ	东阿阿胶	59.0	2.39	3.02	25	20	买入
000999.SZ	华润三九	41.9	2.67	2.99	16	14	买入
600535.SH	天士力	15.1	0.71	0.74	21	20	买入
600436.SH	片仔癀	206.0	5.24	5.89	39	35	买入
000538.SZ	云南白药	55.1	2.46	2.69	22	20	买入
600085.SH	同仁堂	36.9	1.27	1.50	29	25	买入
600329.SH	达仁堂	31.6	1.24	1.43	25	22	买入
603896.SH	寿仙谷	20.9	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：行业破局，谁会成为格局重构者？ .....	9
2 三医政策周跟踪 .....	11
3 行情复盘：跑赢大盘，板块普跌 .....	12
3.1 医药行业行情：持续跑赢大盘 .....	13
3.2 医药子行业：板块普跌，医药流通领跌 .....	15
3.3 限售解禁&股权质押情况追踪 .....	17
4 风险提示 .....	17

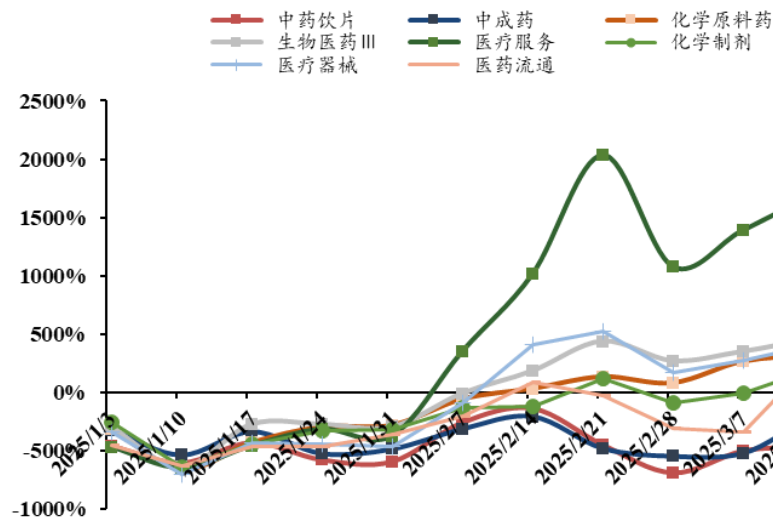
## 图表目录

图 1: 2025 年各子板块累计涨跌幅.....	9
图 2: 哪些公司可能成为行业的重构者.....	9
图 3: 2025.3.17-3.21 医药板块（中信）和沪深 300 走势.....	13
图 4: 2025 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势.....	13
图 5: 本周（2025.3.17-3.21）各大行业涨跌幅（上：本周涨幅；下：年涨幅）.....	14
图 6: 2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例.....	14
图 7: 2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况.....	15
图 8: 本周（2025.3.17-3.21）医药子板块涨跌幅（中信）.....	16
图 9: 本周（2025.3.17-3.21）医药子板块涨跌幅（浙商医药）.....	16
图 10: 2010 年以来医药子行业估值变化情况.....	16
表 1: 2024 年以来传统现金牛公司收购事件部分整理.....	10
表 2: A 股医药货币资金+交易性金融资产 TOP10（截至 24Q3 季报数据）.....	10
表 3: 2024 年交易金额 TOP10 的创新药 license-out 事件.....	11
表 4: 三医政策周跟踪.....	12
表 5: 2025.3.17-2025.4.11 医药公司解禁限售股情况.....	17
表 6: 本周（2025.3.17-3.21）医药公司大股东股票质押比例变动.....	17

## 1 周思考：行业破局，谁会成为格局重构者？

2025 年以来，板块无明显主线，除化学制剂外，各行业表现交织，无明显超额。市场一直试图寻找短期确定性投资方向，但我们发现，自 2025 年开年以来，除去化学制剂板块有明显超额外，其余医药 7 个子板块市场表现始终交织错落，无明显超额。正如我们之前提到的，在当前医改深化的背景下，中期就是短期，个股胜于赛道。短期的主题往往很难获得明显的收益，以中期医改破局的角度投资格局的重构者才有望获得更有确定性的收益。

图1：2025 年各子板块累计涨跌幅



资料来源：Wind，浙商证券研究所

谁在成为格局的重构者？在行业的发展逐渐平稳下，自身公司  $\alpha$  的力量逐渐显现，从不同角度加速提升行业集中度，甚至跨领域快速发展。我们认为，具有以下几个特征的公司或更强的可能成为行业格局的重构者：

图2：哪些公司可能成为行业的重构者



资料来源：浙商证券研究所

① **有能力发起并购整合**：新旧动能的快速切换对传统药企带来了较多的挑战，同时 IPO 等融资渠道的收窄也为现金流丰富的传统药械企业带来了更多宝贵的机会。我们看到 2024

年以来医药行业并购正在明显加速。这主要发生在现金流丰富的传统产品和服务类企业，他们急需新产品，通过并购，延伸产业链，抢份额、补短板、强体系。

表1：2024年以来传统现金牛公司收购事件部分整理

公司	收购事件
华润三九	2024年8月，以62亿元入主天士力，成为天士力的控股股东，双方互相赋能产品及渠道。2024年华润通过昆药完成对华润圣火51%股权的收购，使华润圣火成为其控股子公司，进一步理顺了产品线和业务架构。
上海医药	2024年12月31日，上海医药第八届董事会第十六次会议审议通过拟收购上海和黄药业10%股权的议案，拟以自有资金99,503.66万元（以最终国资备案价格为准）收购。
奥浦迈	2025年1月16日，奥浦迈计划通过发行股份及支付现金的方式购买澎立生物医药技术（上海）股份有限公司（下称“澎立生物”）的控制权，延伸服务产业链。
羚锐制药	2024年12月4日，羚锐制药签署《收购意向书》，拟以自有资金收购银谷制药有限责任公司100%股权。本次收购可丰富公司骨科及呼吸领域产品矩阵，补充鼻喷剂、吸入剂类外用制剂剂型。
圣湘生物	2024年5月，以1.23亿元收购湖南圣微速敏100%股权，巩固了在快速药敏检测领域的布局。2025年1月，以8.075亿元收购中山海济生物100%股权，入局生长激素赛道。2025年2月，以7560万元收购红岸基元54%的股权，布局血球仪POCT市场。2025年3月7日，圣湘生物宣布向真迈生物追加投资1.3亿元，将持股比例将由11.9%增加至15.55%。
阿拉丁	2024年3月，阿拉丁以1.81亿元收购源叶生物51%股权。10月16日，全资孙公司阿拉丁爱尔兰拟收购注册于德国法兰克福的UNA 589. Equity Management GmbH 100%的股权，收购对价2.85万欧元，旨在拓展德国市场并开展科研试剂销售业务。2025年1月3日，上海阿拉丁生化科技股份有限公司与广东菲鹏生物有限公司签署了《原料试剂孵化项目交易框架协议》。
纳微科技	2024年完成了对浙江福立分析仪器有限公司的收购。

资料来源：Wind，各公司公告，浙商证券研究所

- ② **品牌壁垒坚实**：由于医药的信息不对称性，医药行业品牌壁垒具有极强的韧性，这一点在院外市场尤其显著。像东阿阿胶、华润三九、片仔癀、云南白药等老字号品牌，有望借助极强的品牌及渠道优势，赋能新产品，为自身发展带来新驱动。

表2：A股医药货币资金+交易性金融资产TOP10（截至24Q3季报数据）

证券代码	证券简称	货币资金 (亿元) ↓	交易性金融资产 (亿元)	货币资金+交易性金融资产 (亿元)
601607.SH	上海医药	338.23	85.63	423.85
600276.SH	恒瑞医药	221.32	7.74	229.05
300677.SZ	英科医疗	115.29	68.55	183.84
300760.SZ	迈瑞医疗	172.99	3.61	176.6
600332.SH	白云山	171.88	0.14	172.02
600998.SH	九州通	159.15	2.61	161.76
600196.SH	复星医药	135.08	21.22	156.3
000538.SZ	云南白药	140.23	15.34	155.57
600380.SH	健康元	145.95	0.77	146.72
603259.SH	药明康德	140.52		140.52

资料来源：Wind，浙商证券研究所

- ③ **创新药械产品兑现**：2025年2月21日，百济神州以3107亿元A股市值超越恒瑞医药（3080亿元）。截至3月22日，百济神州以（3131亿元）超越迈瑞医疗（2916亿元）成为A股市值第一的医药公司，这似乎在展示着中国医药格局的新老交替。在国内医药行业增长逐渐平缓，国际关系不确定下，创新药械的新产品兑现几乎是唯一的增量方向。

我们看到国内药企 license-out 频发，与海外药企的合作，有望快速实现业绩突破，重构医药格局。

表3：2024年交易金额 TOP10 的创新药 license-out 事件

交易时间	转让方	受让方	总金额（百万美元）	首付款（百万美元）
2024/5/16	恒瑞医药	kailera	6035	100
2024/1/7	船望制药	Novartis	4165	185
2024/9/30	Prime medicine	BMS	3610	55
2024/7/24	Dren Bio	Novartis	3000	150
2024/4/30	PeptiDream	Novartis	2890	180
2024/5/13	AC immune	Takeda	2200	100
2024/8/1	宜明昂科	Instil Bio	2150	10
2024/1/4	MOMA Therapeutics	Roche	2066	66
2024/5/13	Gilgamesh Pharmaceuticals	AbbVie	2015	65
2024/1/3	瑞博生物	Boehringer Ingelheim	2000	

资料来源：各公司官网，医药魔方，浙商证券研究所

- ④ **增量市场明确突破：出海是难而正确的事。** 海外市场广阔，竞争充分，虽然外有关税、内有价格战，但出海对企业发展仍是最佳的道路之一。产能和渠道的优化将继续发生，特别是面向全球市场的 CXO、原料药、医疗设备企业。

不同于市场的认知，我们认为医改虽然仍存在持续完善、更体系化的空间，但方向是明确的，体系是清晰的。中期看，这个体系化的改革需要打破的是旧生态，重塑医药格局。而医药格局“重构者”将成为重要的投资主线，“重构者”身份逐渐明确或成为医改的重要节点。

**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，这些领域中后期或成为并购整合、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

**三医：**2025年3月21日，国家医保局发布《2024年医疗保障事业发展统计快报》，报告概括了2024年医保的运行情况和发展方向。报告显示，医保参保率始终巩固在95%。首次披露了门诊和住院的待遇的享受情况，显示了普惠性不断提升，待遇结构不断优化。着重强调了价格监测和医保监管，医保使用及医疗行为规范化加速推行。

**医疗：**2025年3月20日，上海市卫健委印发《2025年上海市医政工作要点》，着重谈及优化医疗资源布局，完善紧密型医疗集团政策体系和一体化运行模式，并在改善服务质量，优化医疗监管体系方面持续加强。

**医保：**2025年3月17日，为构建内涵边界清晰、适应临床诊疗、便于评价监管的医疗服务价格监管体系，结合广西实际，广西壮族自治区医疗保障局草拟了护理类、产科类、麻醉类立项指南医疗服务项目价格征求意见稿。我们认为医疗改革正在地方加速推进，提服务价格将为后续医生薪酬改革提供更多空间。

表4：三医政策周跟踪

三医分类	日期	文件/事件	内容摘要
三医	2025/3/21	2024年医疗保障事业发展统计快报	总结整理了2024年医保的运行情况。显示基本医保参保率巩固在95%，基金收支稳健，门诊住院待遇人次增长。药品目录扩容，集采扩围。异地就医结算便捷，医保助力乡村振兴，基金监管加强，助力经济社会发展。
医疗	2025/3/20	2025年上海市医政工作要点	①优布局，持续完善医疗服务体系，巩固区域医联体发展。②重质量，持续创新医疗服务管理手段，探索医学人工智能在医疗行业管理方面的应用。③优服务，持续改善患者服务体验；④严监管，持续优化医疗监管体系。
医保	2025/3/17	《规范整合护理类、产科类、麻醉类医疗服务项目价格（征求意见稿）》	为构建内涵边界清晰、适应临床诊疗、便于评价监管的医疗服务价格监管体系，结合广西实际，广西壮族自治区医疗保障局草拟了护理类、产科类、麻醉类立项指南医疗服务项目价格征求意见稿。

资料来源：国家医保局，国家卫生健康委，浙商证券研究所

### 3 行情复盘：跑赢大盘，板块普跌

**涨跌幅：**本周（2025.3.17-3.21）医药（中信）指数（CI005018）下跌1.50%，跑赢沪深300指数0.79个百分点，在所有行业中涨幅排名第18名。2025年以来医药（中信）指数（CI005018）累计涨幅2.4%，跑赢沪深300指数2.9个百分点，在所有行业涨幅中排名第17名。

**成交额占比环比增加：**成交额占比环比持平。截至2025年3月21日，医药行业本周成交额3881.7亿元，占全部A股总成交额比例为5.0%，较前一周增加0.1pct，低于2018年以来的中枢水平（7.8%）。

**板块估值回落：**截至2025年3月21日，医药板块整体估值（历史TTM，整体法，剔除负值）为26.76倍PE，环比下降0.51。医药行业相对沪深300的估值溢价率为124%，环比增长0.44pct，低于四年来中枢水平（138.5%）。

**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（2025.3.17-3.21）医药子板块除中药饮片外全线下跌，其中医药流通（-3.1%）、医疗器械（-2.7%）、化学制剂（-1.7%）、医疗服务（-1.7%）跌幅靠前。

**根据浙商医药重点公司分类板块来看，**根据浙商医药重点公司分类板块来看，本周（2025.3.17-3.21）各板块均有所下跌，其中医疗服务（-4.6%）、医疗器械（-2.8%）、医药商业（-2.5%）跌幅最多。个股来看，医疗服务板块中的美年健康（-8.6%）、金域医学（-8.4%）、迪安诊断（-8.0%）跌幅较深；医疗器械板块中贝瑞基因（-13.7%）、微创机器人（-10.0%）跌幅较深；医药商业中百洋医药（-10.7%）跌幅较深。

**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；

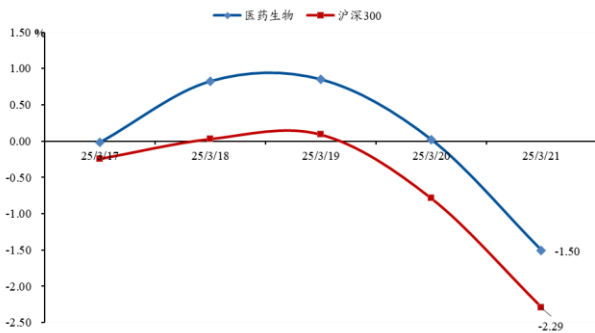
**投资视角：**医药板块各细分存在较大的景气异质性，我们结合景气边际变化、预期差维度，对各子领域进行分析发现，化学制剂、医疗耗材、医疗设备等均存在较大的预期差和较好景气边际变化。

**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**

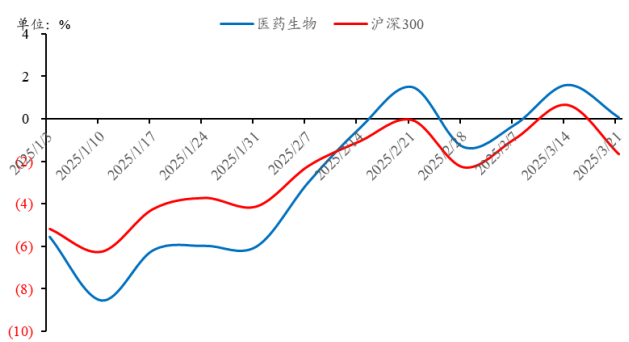
本周（2025.3.17-3.21）医药（中信）指数（CI005018）下跌 1.50%，跑赢沪深 300 指数 0.79 个百分点，在所有行业中涨幅排名第 18 名。2025 年以来医药（中信）指数（CI005018）累计涨幅 2.4%，跑赢沪深 300 指数 2.9 个百分点，在所有行业涨幅中排名第 17 名。

图3： 2025.3.17-3.21 医药板块（中信）和沪深300 走势



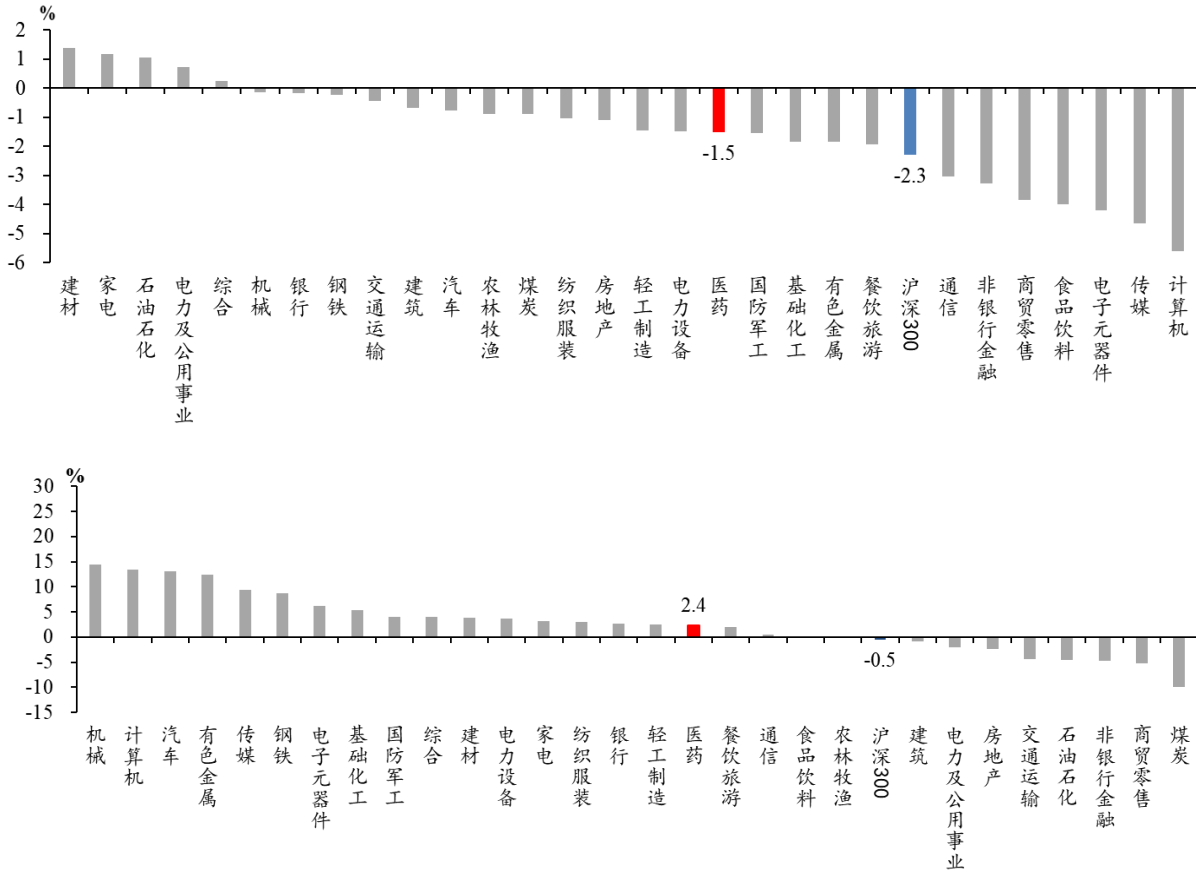
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4： 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

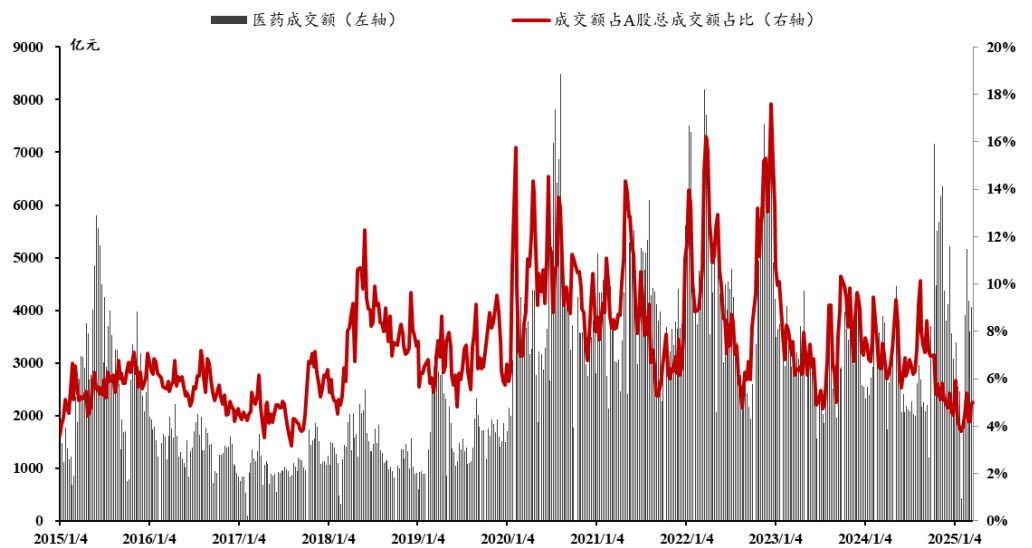
图5: 本周(2025.3.17-3.21)各大行业涨跌幅(上:本周涨幅;下:年涨幅)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

成交额占比环比持平。截至2025年3月21日,医药行业本周成交额3881.7亿元,占全部A股总成交额比例为5.0%,较前一周增加0.1pct,低于2018年以来的中枢水平(7.8%)。

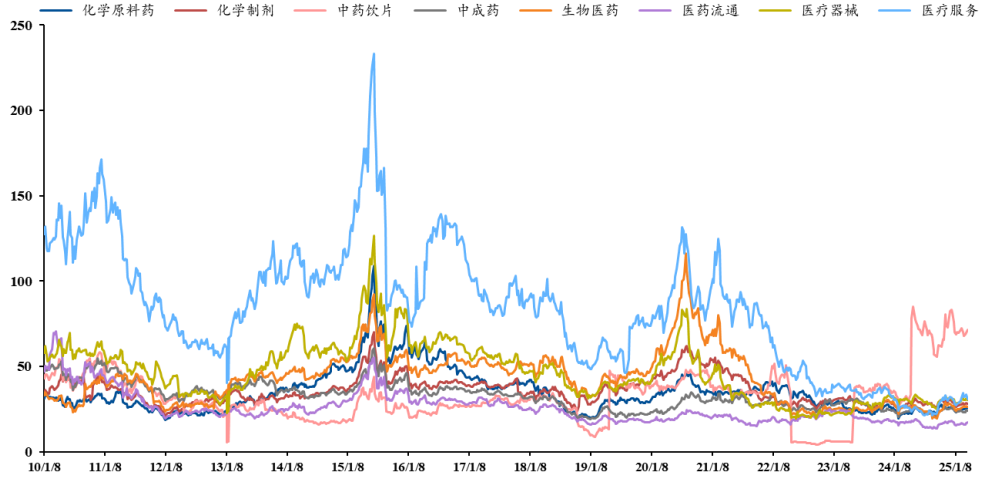
图6: 2015年以来医药行业成交额及其占A股市场总成交额比例



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**板块估值回落：**截至 2025 年 3 月 21 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 26.76 倍 PE，环比下降 0.51。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 124%，环比增长 0.44pct，低于四年来中枢水平（138.5%）。

图7：2010 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

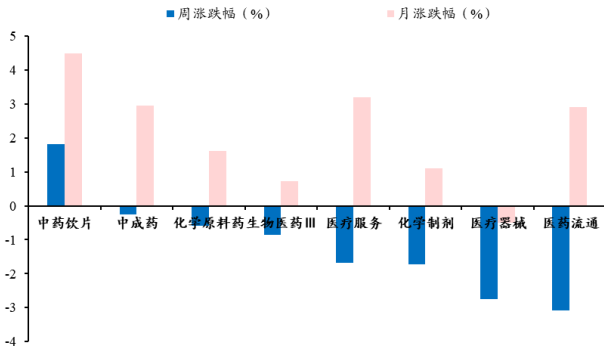
### 3.2 医药子行业：板块普跌，医药流通领跌

根据 Wind 系统中信证券行业分类看，本周（2025.3.17-3.21）医药子板块除中药饮片外全线下跌，其中医药流通（-3.1%）、医疗器械（-2.7%）、化学制剂（-1.7%）、医疗服务（-1.7%）跌幅靠前。

根据浙商医药重点公司分类板块来看，本周（2025.3.17-3.21）各板块均有所下跌，其中医疗服务（-4.6%）、医疗器械（-2.8%）、医药商业（-2.5%）跌幅最多。个股来看，医疗服务板块中的美年健康（-8.6%）、金域医学（-8.4%）、迪安诊断（-8.0%）跌幅较深；医疗器械板块中贝瑞基因（-13.7%）、微创机器人（-10.0%）跌幅较深；医药商业中百洋医药（-10.7%）跌幅较深。

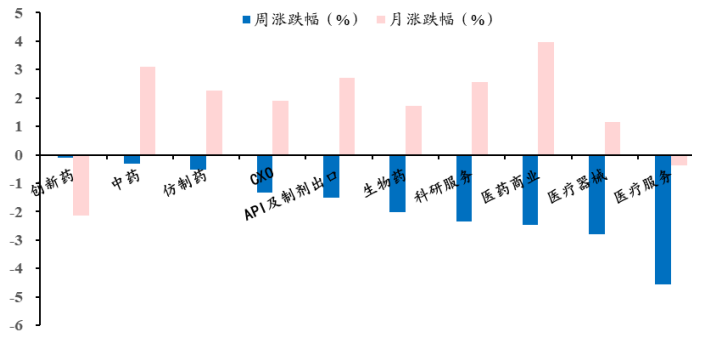
整体来看，医药估值和持仓仍处于历史低点，投资者在底部震荡中待医药板块催化。国内医药行业处于供给侧改革的深水区，创新升级、渠道结构变化，成为主要方向，这个过程中，医院院外产品更受益于老龄化加速趋势、创新药械鼓励性政策影响下进入兑现期，更重要的是，随着医疗环节改革的深入，我们判断医药价值链也将发生比较大的重构，这个过程中，处方外流、医药 CSO、各环节集中度提升成为趋势，也将呈现更多的投资机会。板块配置上，我们认为：**个股胜于赛道**。自上而下看好高质量突破的赛道，包括眼科/体检服务、资源性中药 OTC/血液制品、专科化药、新业态拓展的医药商业公司；自下而上我们提示不要忽略一体化拓展的优质原料药、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8: 本周(2025.3.17-3.21)医药子板块涨跌幅(中信)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

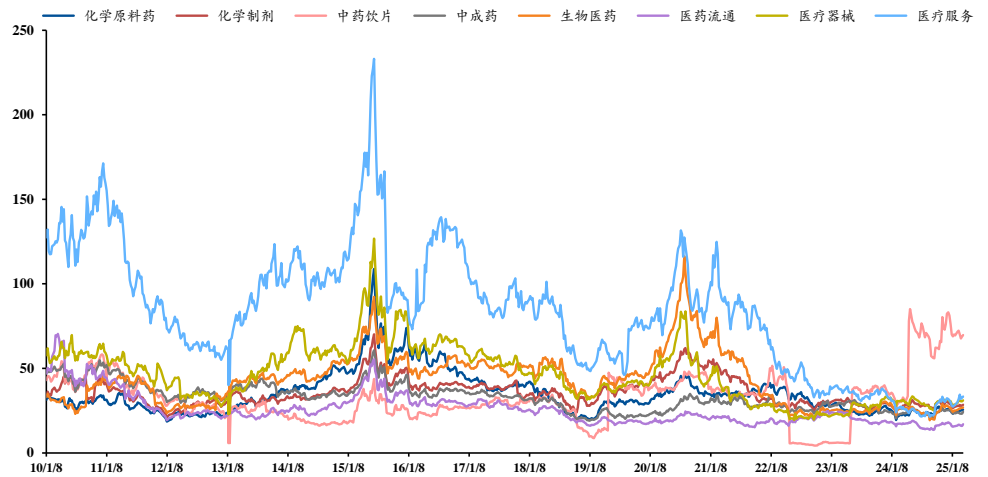
图9: 本周(2025.3.17-3.21)医药子板块涨跌幅(浙商医药)



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(2025.3.17-3.21)中药饮片(+1.84)、医药流通(+0.4)、化学原料药(+0.25) PE 提升较多。截至 2025 年 3 月 21 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 71.53 倍、30.62 倍、30.28 倍。

图10: 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3月17日至2025年4月11日，共有14家医药上市公司发生或即将发生限售股解禁，其中万东医疗、泰恩康、艾隆科技、和元生物、上海医药涉及解禁股份占总股本比例较高。本周在股权质押方面，贝达药业第一大股东质押比例提升较多，益佰制药、神奇制药第一大股东质押比例下降较多。

表5：2025.3.17-2025.4.11 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)
603998.SH	方盛制药	2025-03-17	37.18	0.08	374.77
836433.BJ	大唐药业	2025-03-19	225.92	0.88	1,662.75
000534.SZ	万泽股份	2025-03-21	236.55	0.47	3,820.28
688197.SH	首药控股-U	2025-03-24	823.86	5.54	24,897.17
688238.SH	和元生物	2025-03-24	17,440.26	26.87	94,003.00
300015.SZ	爱尔眼科	2025-03-24	0.00	0.00	0.00
688373.SH	盟科药业-U	2025-03-25	39.54	0.06	229.34
301520.SZ	万邦医药	2025-03-25	34.96	0.52	1,419.27
600055.SH	万东医疗	2025-03-25	16,224.49	23.08	272,733.61
833230.BJ	欧康医药	2025-03-26	200.82	2.60	3,566.56
301263.SZ	泰恩康	2025-03-31	15,709.74	36.92	317,179.57
688193.SH	仁度生物	2025-03-31	131.08	3.28	4,999.49
688329.SH	艾隆科技	2025-03-31	2,305.50	29.86	38,063.81
601607.SH	上海医药	2025-04-08	85,262.68	22.99	1,627,664.55

资料来源：Wind，浙商证券研究所（注：解禁市值以2025年3月21日收盘价计算）

表6：本周（2025.3.17-3.21）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(%)
贝达药业	8.05	0.00	0.00
海思科	0.00	2.69	0.00
益佰制药	-10.17	0.00	0.00
神奇制药	-5.52	0.00	0.00
羚锐制药	-4.27	0.00	0.00
健康元	-4.04	0.00	0.00
德展健康	0.00	-12.20	0.00
东阳光	0.00	-6.15	0.00
欧普康视	0.00	-1.66	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>