



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

日期： 2025年04月07日

分析师： 王红兵

E-mail: wanghongbing@shzq.com

SAC 编号: S0870523060002

相关报告：

《食品 ETF：反弹幅度对标基本面预期空间》

——2025 年 03 月 14 日

《大数据 ETF：市场情绪与业绩预期的博弈分析》

——2025 年 03 月 10 日

《机器人 ETF 成分股分化原因解析》

——2025 年 02 月 25 日

创新药 ETF 的反弹行为分析

■ 主要观点

24年创新药板块基本面增速平稳，故预期稳定。创新药ETF（515120.SH）2024年年初和年中的底部价格均处于0.45元/份附近，我们认为底部企稳的主要原因是创新药ETF成分股2024年各财报基本面增速相对稳定。

两大权重股反弹幅度对等最乐观的基本面预期空间。恒瑞医药2024年基本面预期平稳，锚定估值稳定，反弹基于一致预期的2024年基本面，故2024年7月至10月反弹幅度与2026年相对2024年预期净利润的累计增速相当。药明康德反弹幅度大于恒瑞医药，我们认为主要缘于2024年未被提前反应的基本面V型反转，反弹基于当时中报认知的基本面，即基于24年中报增速推算的基本面，24年10月、12月和25年2月三个高点的反弹幅度均对等T+2年预期净利润相对推算的24年净利润的累计增速。

从“代言人”成分股复星医药看板块的反弹根基和高度。从最能复刻板块走势的复星医药的股价行为来看，我们认为，2024年基本面企稳是这轮反弹的强假设和根基，故情绪催化下最大的反弹幅度是未来两年基本面可预期的增长高度。基于2025年3月27日数据，2027年（T+2年）预期净利润相对反弹起点2024年预期净利润的累计增幅为35.76%，而累计反弹幅度为15.06%，市场涨幅仍小于未来两年基本面的预期增幅。

■ 风险提示

创新药 2025 年基本面没有延续改善趋势，从而导致 24 年反弹假设不复存在。

目 录

1 创新药 ETF 反弹行为分析	3
1.1 24 年基本面增速平稳，故预期稳定	3
1.2 权重股的反弹幅度对等基本面预期空间	4
1.3 从“代言人”成分股理解板块走势	8
风险提示:	10

图

图 1: 创新药 ETF2024 年以来的走势	3
图 2: 创新药 ETF 全部成分股 2024 年三个财报的归母净利润增速	3
图 3: 创新药 ETF2025 年 3 月 31 日的十大权重股	4
图 4: 两大权重股（恒瑞、药明）组合 24 年 7 月以来跑赢创新药 ETF	4
图 5: 恒瑞医药基于 45 倍 PE 的基本面价值区间（22/4/25~25/3/27）	5
图 6: 恒瑞医药 2024 年各财报归母净利润同比增速	5
图 7: 恒瑞医药基于 T+2 年预期净利润的 PE	5
图 8: 恒瑞医药基于 T+2 年预期净利润 2022~2024 年年内最高 PE	6
图 9: 恒瑞 24 年最大反弹幅度和 26 年相对 24 年预期净利润累计增幅	6
图 10: 恒瑞医药基于 45 倍 PE 在 2025 年 3 月 27 日的基本面价值	6
图 11: 药明康德 24 年 2、4、6、7 月股价不断新低	7
图 12: 药明康德 2024 年四季财报归母净利润增速	7
图 13: 药明康德四个节点反弹幅度和同期 T+2 年预期净利润累计增速	8
图 14: 复星医药与创新药 ETF 自 24 年 7 月以来走势	9
图 15: 复星医药 2024 年各财报归母净利润同比增速	9
图 16: 复星医药 2024 年 1-4 月股价与盈利预测的相对变化	9
图 17: 复星医药的反弹幅度与同期 T+2 年预期净利润的累计增幅	10

1 创新药 ETF 反弹行为分析

本报告以广发基金的创新药 ETF（515120.SH）为研究对象，研判创新药板块的配置价值，创新药 ETF 跟踪中证创新药产业指数（931152.CSI），该指数选取主营业务涉及创新药研发且市值靠前的 50 家最具代表性公司作为样本股，创新药 ETF 是创新药板块的典型代表。

1.1 24 年基本面增速平稳，故预期稳定

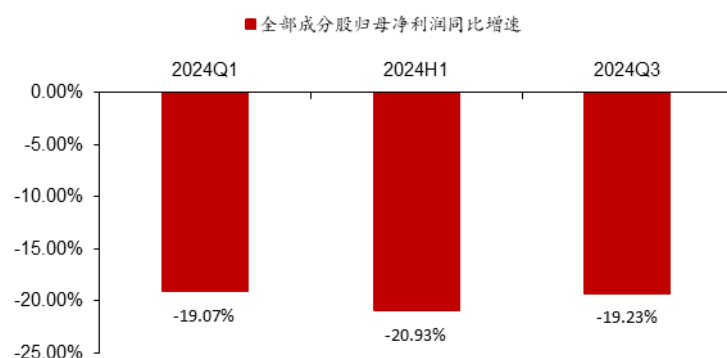
创新药 ETF 2024 年年初和年中的价格底部均处于 0.45 元/份的位置，我们认为底部企稳的主要原因是创新药 ETF 成分股 2024 年各财报基本面增速相对稳定，虽然三个财报归母净利润均为负增长，但负增的水平没有扩大，从而创新药板块预期相对平稳。

图 1：创新药 ETF 2024 年以来的走势



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 2：创新药 ETF 全部成分股 2024 年三个财报的归母净利润增速

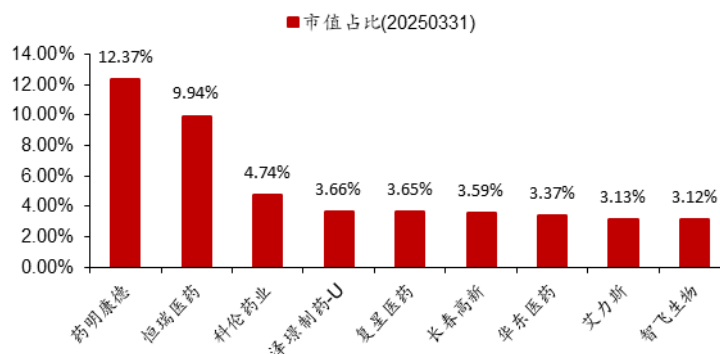


资料来源：Wind，上海证券研究所

1.2 权重股的反弹幅度对等基本面预期空间

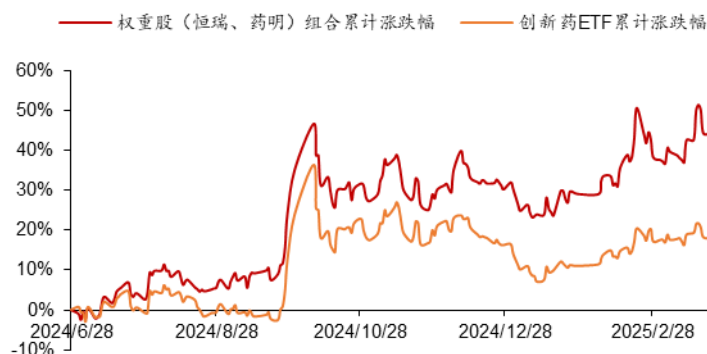
从 2024 年 7 月企稳反弹以来，创业板 ETF 两大权重股药明康德和恒瑞医药的组合显著跑赢 ETF 本身，对整体板块配置价值有引领作用。

图 3：创新药 ETF 2025 年 3 月 31 日的十大权重股



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 4：两大权重股（恒瑞、药明）组合 24 年 7 月以来跑赢创新药 ETF

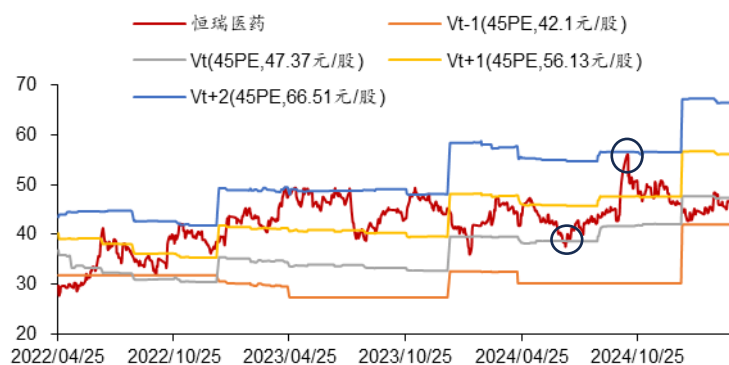


资料来源：Wind，上海证券研究所

恒瑞医药 2024 年盈利预测比较平稳，净利润同比增速正增长，且中报增速优于一季报，我们认为市场对恒瑞医药 2024 年基本面的预期较为一致，预期平稳使股价行为也相对稳定，表现为 22、23 和 24 年最高股价相对 T+2 年预期归母净利润的 PE 估值均在 45 倍附近，其中 T 年为当年。在稳定且一致的基本面预期下，恒瑞医药 2024 年 7 月至 10 月的反弹幅度与 2026 年相对 2024 年预期净利润的累计增速相当。

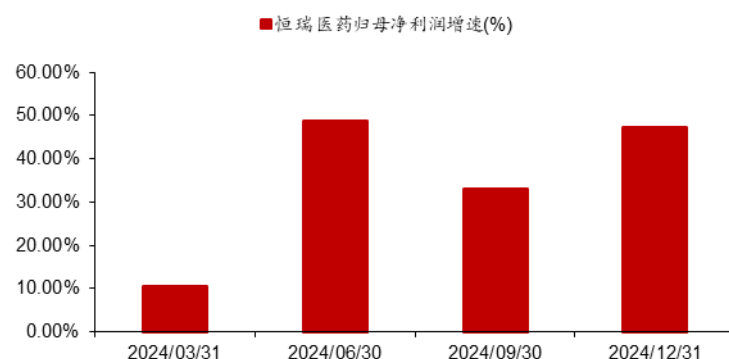
故我们认为，在稳定的基本面预期下恒瑞医药仍锚定于 45 倍 PE，2025 年 3 月 27 日的股价仅对应今年 2025 年的基本面价值。

图 5：恒瑞医药基于 45 倍 PE 的基本面价值区间（22/4/25~25/3/27）



资料来源：同花顺，上海证券研究所

图 6：恒瑞医药 2024 年各财报归母净利润同比增速



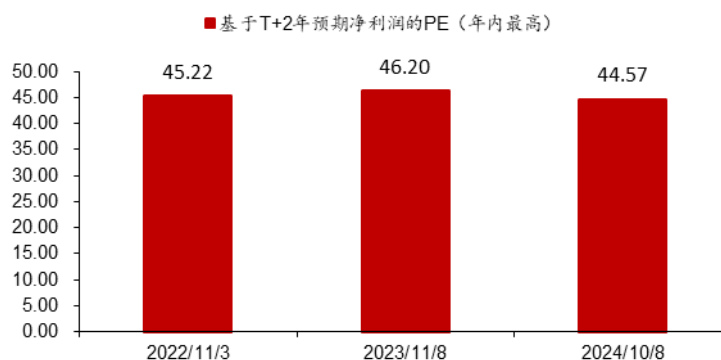
资料来源：同花顺，上海证券研究所

图 7：恒瑞医药基于 T+2 年预期净利润的 PE



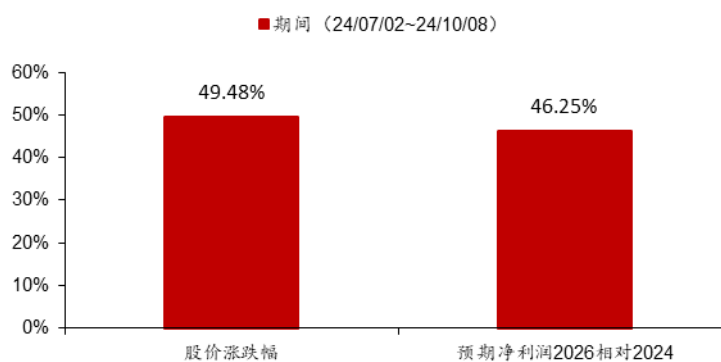
资料来源：同花顺，上海证券研究所

图 8：恒瑞医药基于 T+2 年预期净利润 2022~2024 年年内最高 PE



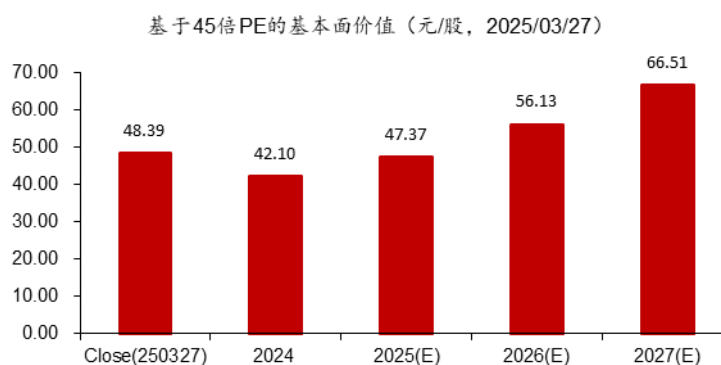
资料来源：同花顺，上海证券研究所

图 9：恒瑞 24 年最大反弹幅度和 26 年相对 24 年预期净利润累计增幅



资料来源：同花顺，上海证券研究所

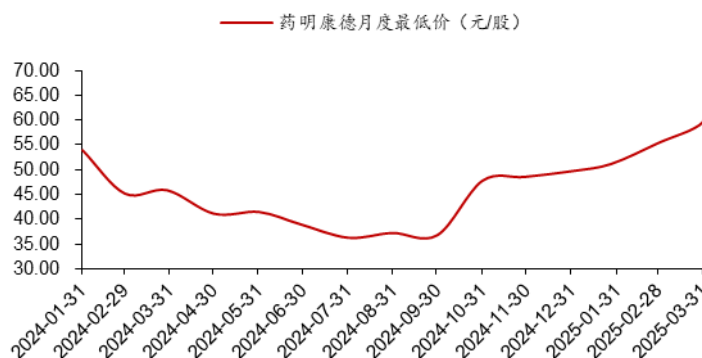
图 10：恒瑞医药基于 45 倍 PE 在 2025 年 3 月 27 日的基本面价值



资料来源：同花顺，上海证券研究所

药明康德 2024 年的反弹幅度要大于恒瑞医药，我们认为这主要缘于药明康德 2024 年基本面 V 型反转，且中报披露时点市场仍未提前感知，市场具象为 24 年 2、4、6、7 月股价阶段底部逐级下探。

图 11：药明康德 24 年 2、4、6、7 月股价不断新低

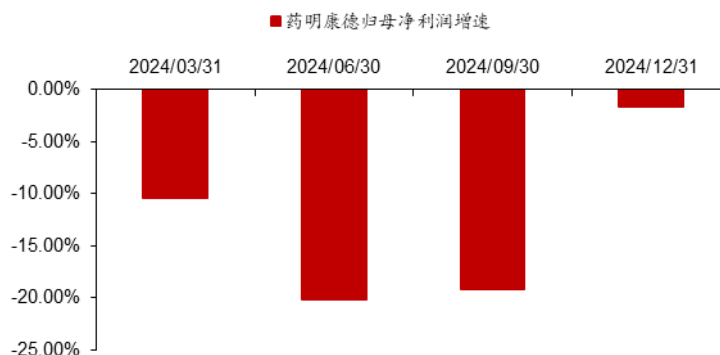


资料来源：同花顺，上海证券研究所

所以 2024 年 7 月以后的股价反弹是基于当时中报认知的基本面。药明康德 2024 年 H1 归母净利润负增长 20.2%，假定全年净利润增速水平同中报，以此推算 24 年全年归母净利润。第一个反弹高点是 2024/10/08，2026 年（T+2 年）相对推算的 2024 年净利润累计增速预期为 58%，反弹幅度为 56%，两者相当；第二个反弹高点 2024/12/09，2026 年（T+2 年）相对推算的 2024 年净利润累计增速预期为 60%，反弹幅度为 60%，两者相当；第三个反弹高点 2025/2/21，2027 年（T+2 年）相对推算的 2024 年净利润累计增速预期为 81%，反弹幅度为 86%，两者几近一致。

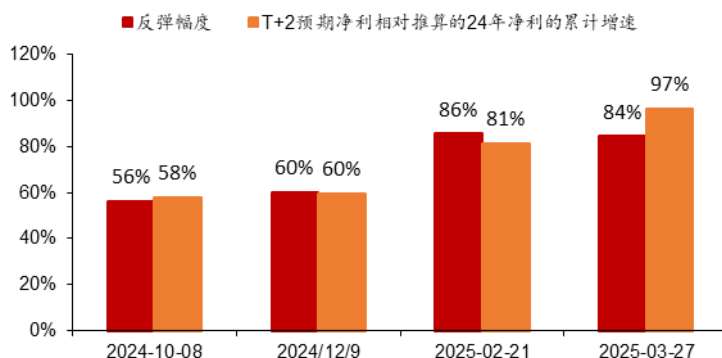
最近 25/03/27 数据，2027 年（T+2 年）相对 2024 年净利润 累计增速预期为 97%，市场反弹幅度为 84%，我们认为药明康德的反弹幅度仍在市场预期之内。

图 12：药明康德 2024 年四季财报归母净利润增速



资料来源：同花顺，上海证券研究所

图 13: 药明康德四个节点反弹幅度和同期 T+2 年预期净利润累计增速



资料来源: Wind, 同花顺, 上海证券研究所, 反弹幅度基期 24/07/08

1.3 从“代言人”成分股理解板块走势

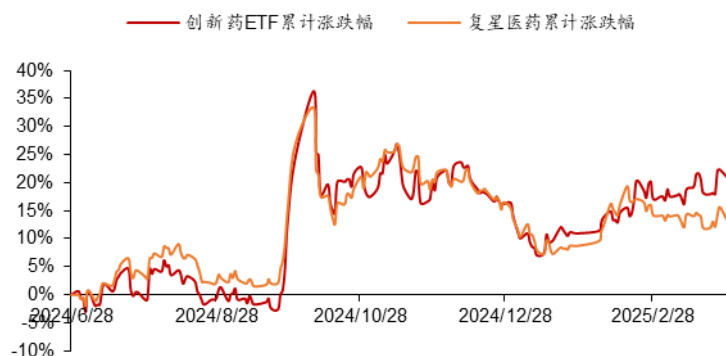
为了更精确发掘创新药的配置价值，我们在创新药 ETF45 只成分股中寻找最能表征板块走势的成分股，通过计算成分股与 ETF 走势的偏离度，我们发现复星医药与创新药 ETF 自 24 年 7 月以来的走势最为接近，理解复星医药的市场定价逻辑有助于更好理解创新药 ETF 走势。

复星医药 2023 年年报净利润增速显著弱于 23 年三季报，年报披露后一致预期大幅下调的同时股价却未创新低，我们认为复星医药前期不断下调的股价已充分预期了 2023 年的基本面，故市场反弹是基于 2024 年基本面企稳的逻辑，而随后逐季改善的财报增速也在夯实这一反弹预期。

从 2024 年 7 月 4 日的反弹起点至 24 年 10 月 8 日的反弹高点，复星医药反弹幅度为 34.45%，24 年 10 月 8 日 2026 年（T+2 年）预期净利润相对反弹起点预期的 2024 年净利润的累计增幅为 35.85%，两者相当。从最能复刻板块走势的复星医药的股价行为来看，我们认为，2024 年基本面企稳是这轮反弹的强假设，也是反弹的根基，故情绪催化下最大的反弹幅度是未来两年基本面可预期的增长高度。

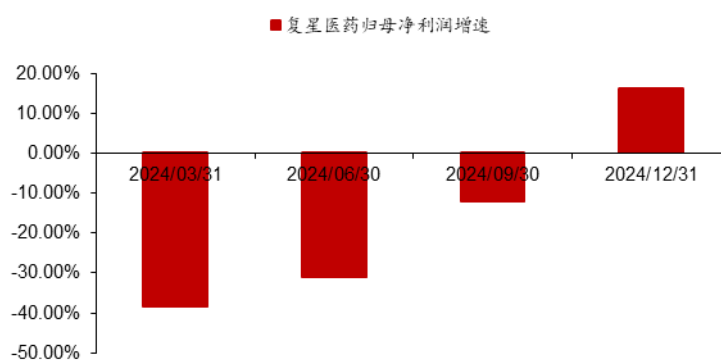
基于 2025 年 3 月 27 日数据，2027 年（T+2 年）预期净利润相对反弹起点 2024 年预期净利润的累计增幅为 35.76%，而累计反弹幅度为 15.06%，市场涨幅仍小于未来两年基本面的预期增幅。

图 14: 复星医药与创新药 ETF 自 24 年 7 月以来走势



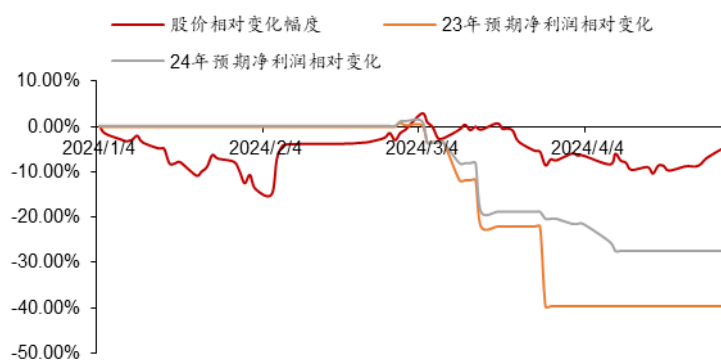
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 15: 复星医药 2024 年各财报归母净利润同比增速



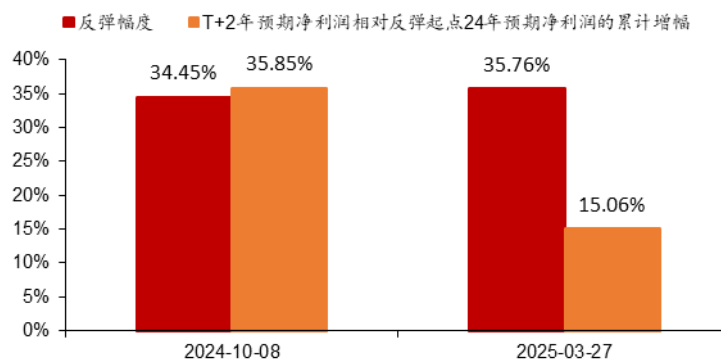
资料来源: 同花顺, 上海证券研究所

图 16: 复星医药 2024 年 1-4 月股价与盈利预测的相对变化



资料来源: 同花顺, 上海证券研究所, 基期 24/01/04

图 17：复星医药的反弹幅度与同期 T+2 年预期净利润的累计增幅



资料来源：同花顺，上海证券研究所，反弹起点（基期）2024/07/04

风险提示：

创新药 2025 年基本面没有延续改善趋势，从而导致 24 年反弹假设不复存在。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

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

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。