

2025 年医药投资展望

—医药生物行业周报

核心观点

一、周报摘要

上周医药生物板块下跌，跑输沪深 300 指数，所有子板块均下跌，医疗服务领跌。展望 2025 年医药行业，我们认为随着医保改革持续推进，在医保基金“以收定支、收支平衡，坚决防范医保基金当期赤字”工作任务的要求下，叠加国内老龄化程度持续加深等因素，医保控费趋势长期持续。但短期来看，得益于城乡居民医保筹资能力有望提升，以及延迟退休启动职工医保缴费年限延长，医保支出压力有望边际改善。此外，医保局不断完善“1+3+N”的多层次医疗保障体系，医保平台数据赋能商保有望提速，推动商保加速发展，持续带来增量资金，提升对创新药、创新医疗器械以及高端医疗服务的支付能力。其他政策方面，年内监管层强化了并购重组作为支持经济转型升级、实现高质量发展的市场工具的作用，医药生物作为新质生产力的代表方向，有望成为并购重组交易最为活跃的板块，行业内并购重组有望提速，有助于打造具有国际竞争力的药械公司。投资层面，2025 年建议布局“创新+边际变化”主线：一、“创新”主线：1) 创新药—支持政策持续出台、国谈成功率高进院时间缩短、临床管线陆续兑现、产品出海前景良好、商保有望带来支付端增量资金；二、“边际变化”主线：1) CXO—生物安全法案年内立法失败、全球生物医药投融资回暖、龙头公司 Q3 订单增长超预期，估值有望迎来修复；2) 医疗设备—大规模设备更新行动落地业绩陆续兑现、政策支持进口替代有望加速；3) 中药—基药目录调整有望带来催化。

二、行业观点更新

2025 年医药投资展望：改革持续推进，并购重组提速，布局“创新+边际变化”主线。临近年底，展望 2025 年医药行业，我们认为随着医保改革持续推进，在医保基金“以收定支、收支平衡，坚决防范医保基金当期赤字”工作任务的要求下，叠加国内老龄化程度持续加深等因素，医保控费趋势长期持续。但短期来看，得益于城乡居民医保筹资能力有望提升，以及延迟退休启动职工医保缴费年限延长，医保支出压力有望边际改善。此外，医保局不断完善“1+3+N”的多层次医疗保障体系，医保平台数据赋能商保有望提速，推动商保加速发展，持续带来增量资金，提升对创新药、创新医疗器械以及高端医疗服务的支付能力。集采方面，2025 年国家和地方联盟集采常态化制度化开展，将更深层次、更高质量“腾笼换鸟”，腾出费用空间为支持新药纳入医保提供条件，促进医药产业持续加速提质升级。医保支付方面，DRG/DIP 2.0 版的推出，提升了分组科学性和精准性，更加贴近临床实际需求，同时特例单议机制降低了新药新技术使用阻力，有利于创新药械技术的临床应用。到 2025 年底，DRG/DIP 支付方式将覆盖所有符合条件的开展住院服务的医疗机构，基本实现病种、医保基金全覆盖。其他政策方面，年内监管层强化了并购重组作为支持经济转型升级、实现高质量发展的市场工具的作用。

研究员：傅达理

电话：010-84183343

Email: fudali@guodu.com

执业证书编号：S0940519040003

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

用，医药生物作为新质生产力的代表方向，有望成为并购重组交易最为活跃的板块，行业内并购重组有望提速，有助于打造具有国际竞争力的药械公司。投资层面，2025年建议布局“创新+边际变化”主线：一、“创新”主线：1) 创新药—支持政策持续出台、国谈成功率高进院时间缩短、临床管线陆续兑现、产品出海前景良好、商保有望带来支付端增量资金；二、“边际变化”主线：1) CXO—生物安全法案年内立法失败、全球生物医药投融资回暖、龙头公司 Q3 订单增长超预期，估值有望迎来修复；2) 医疗设备—大规模设备更新行动落地业绩陆续兑现、政策支持进口替代有望加速；3) 中药—基药目录调整有望带来催化。

三、行业表现跟踪

上周（12.23-12.27）医药生物（SW）板块下跌 1.91%，在 2021 版 31 个申万一级行业中，表现排名第 23 位，同期沪深 300 指数上涨 1.36%。细分子板块来看，上周所有细分板块均下跌，跌幅由大到小分别为医疗服务（-3.70%）、医药商业（-3.43%）、中药（-2.15%）、化学制药（-1.73%）、生物制品（-1.61%）和医疗器械（-0.63%）。个股表现来看，涨幅排名前五的个股分别是*ST 景峰（+12.39%）、双鹭药业（+10.76%）、信邦制药（+9.88%）、科兴制药（+7.82%）和欧普康视（+7.71%）；跌幅排名前五的个股分别是开开实业（-23.07%）、莱美药业（-23.00%）、四环生物（-18.05%）、悦康药业（-17.97%）和复旦复华（-17.71%）。估值方面来看，截至 12 月 27 日，医药生物（SW）市盈率（TTM，剔除负值）为 26.95x，持续低于 2010 年以来中位数水平，相较全部 A 股的估值溢价率为 75.49%，同样持续低于 2010 年以来的中位数水平。

四、行业动态及重点公司跟踪

国常会：部署深化药品医疗器械监管改革。12 月 24 日，李强主持召开国务院常务会议，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。会议指出，要深化药品医疗器械监管全过程改革，更好满足群众对高质量药品医疗器械的需求。要加大对药品医疗器械研发创新支持，积极推广使用创新药和医疗器械。要提高审评审批质效，加快临床急需药品医疗器械审批上市。

“三医”协同发展和治理协作会商机制启动运行。12 月 24 日，医疗、医保、医药“三医”协同发展和治理协作会商机制第一次会议在国家卫生健康委召开。会议审议通过《“三医”协同发展和治理协作会商机制工作规则》，明确协作会商机制由国家卫生健康委、国家医保局、国家中医药局、国家疾控局、国家药监局五个部门组成，主要发挥统筹协调议商作用，加强信息互通，研判分析形势，会商解决问题，共同抓好党中央、国务院决策部署的落实。坚持问题共答，协同推进深化以公益性为导向的公立医院改革、加快建设以基层为重点的分级诊疗体系、健全支持创新药和医疗器械发展机制等改革任务落地落实。发挥部门设立的试点改革综合效应，用好三明医改经验，共同推动各地进一步完善深化医改领导和协作机制，营造良好的“三医”协同发展和治理氛围，为维护人民健康持续作出新贡献。

三明采购联盟完成“六病共管”首批药耗集采。12 月 25 日，由三明采购联盟牵头开展的“六病共管”首批药耗集采公布中选结果。此次联盟采购是贯彻国家医疗保障局推进医药集中采购提质扩面工作要求，共 9 省及 14 个地市总计 4940 家医疗机构参与，预计可节

约药耗费用 12.05 亿元。

第三批全国中成药集采即将开标。12月24日，全国中成药联合采购办公室发布公告，第三批全国中成药集采将于12月30日在湖北武汉正式开标。这次集采共有287家企业、556个参与药品。第三批全国中成药集采将产品分为20个组，涉95个药品，是目前纳入品种数量最多的一批，所涉剂型也从之前的口服中成药扩展至注射剂。规则上，全国第三批中成药集采重点围绕“完善降价机制并控制高价”进行。在“价格竞争得分”科目内引入K值，同时，还设置了最高价必须不超过最低价3倍的“熔断线”。

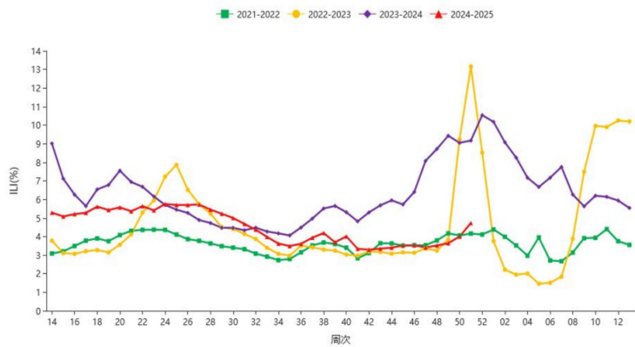
体外诊断集采，即将开标。12月25日，安徽省医保局发布文件《二十八省（区、兵团）2024年体外诊断试剂省际联盟集中带量采购》信息公开大会通知，拟对肿瘤标志物十六项检测和甲状腺功能九项检测进行集中带量采购，开标时间为2024年12月30日。联盟涉及北京市、山西省、内蒙古自治区、辽宁省、上海市、福建省、河南省、湖北省、新疆生产建设兵团等28个成员。在产品申报阶段，一共有137个企业参与申报，其中肿瘤标志物有90个厂家、甲功有96个厂家参与竞价，包括罗氏、迈瑞、新产业、雅培、西门子等。

五、行业数据跟踪

5.1 流感数据跟踪

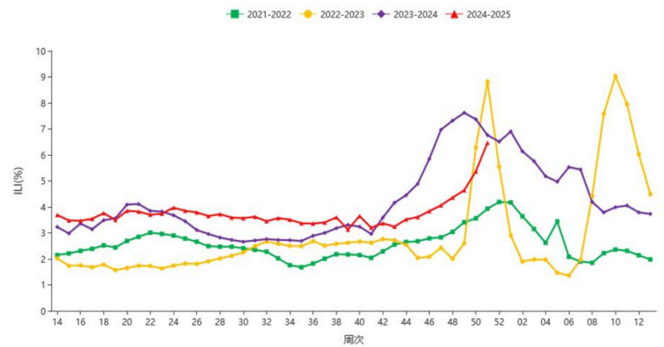
2024年第51周（2024年12月16日—2024年12月22日），南方省份哨点医院报告的ILI%为4.7%，高于前一周水平（4.0%），高于2021年同期水平（4.2%），低于2022~2023年同期水平（13.2%和9.2%）；北方省份哨点医院报告的ILI%为6.5%，高于前一周水平（5.4%），高于2021年同期水平（3.9%），低于2022~2023年同期水平（8.2%和6.8%）。

图 1：2021 至今南方省份哨点医院报告的流感样病例%



资料来源：中国疾控中心、国都证券

图 2：2021 至今北方省份哨点医院报告的流感样病例%



资料来源：中国疾控中心、国都证券

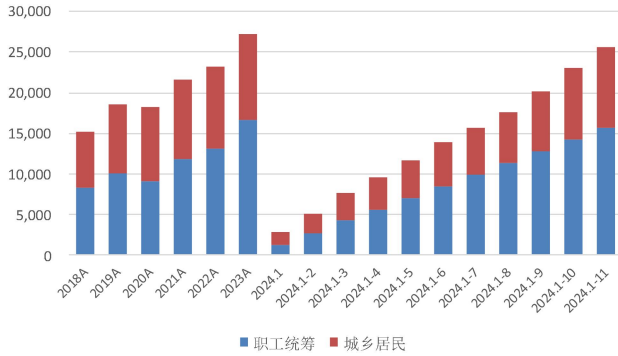
5.2 医保数据跟踪

医保统筹基金收入：2024年1-11月，基本医疗保险统筹基金(含生育保险)收入25583.73亿元，其中职工基本医疗保险统筹基金(含生育保险)收入15750.46亿元，城乡居民基本医疗保险统筹基金收入8744.57亿元，同比增长10.95%。11月单月来看，医保统筹基金收入2518.66亿元，其中职工医保统筹基金收入1429.96亿元，居民医保收入1088.70亿元，同比下降7.71%。

医保统筹基金支出：2024年1-11月基本医疗保险统筹基金(含生育保险)支出20992.68亿元，其中职工基本医疗保险统筹基金(含生育保险)支出11751.64亿元，城乡居民基本医疗保险统筹基金支出9241.04亿元，同比增长0.40%。11月单月来看，医保统筹基金支出1826.80亿元，其中职工医保统筹基金支出1052.16亿元，居民医保支出774.64亿元，同比下降6.64%。

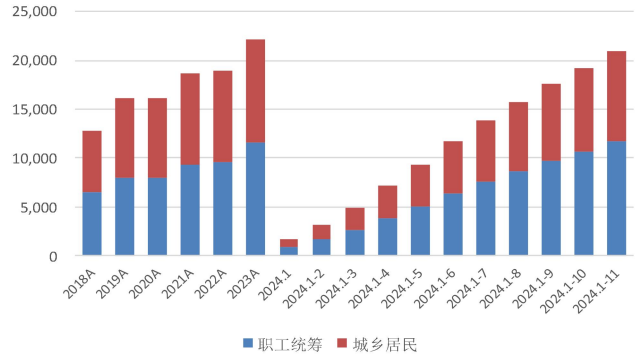
医保统筹基金结存：结存情况来看，2024年1-11月，医保统筹基金累计结存4591.05亿元，结存率为17.95%，较1-10月(16.91%)有所提升。

图3：2018年以来医保统筹基金收入(亿元)



资料来源：国家医保局、国都证券

图4：2018年以来医保统筹基金支出(亿元)

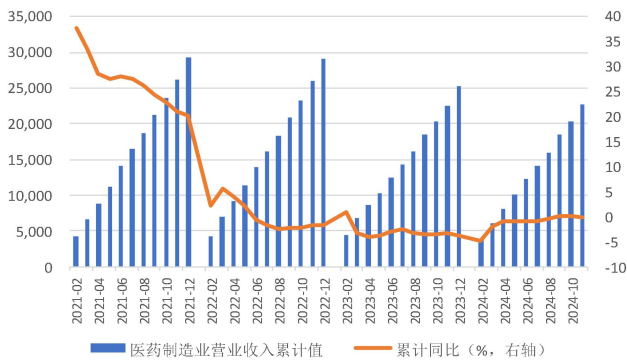


资料来源：国家医保局、国都证券

5.3 医药工业数据跟踪

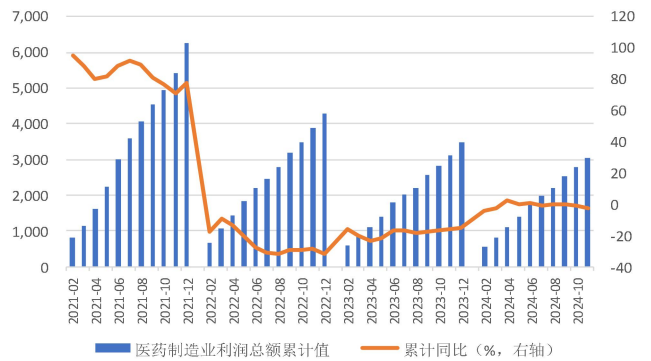
2024年1-11月国内医药制造业累计实现营业收入22633.70亿元，同比持平，增速较1-10月回落；1-11月国内医药制造业累计实现利润总额3050.7亿元，同比下降2.7%，降幅较1-10月扩大。

图5：医药制造业营业收入累计值及增速(单位：亿元)



资料来源：国家统计局、国都证券

图6：医药制造业利润总额累计值及增速(单位：亿元)



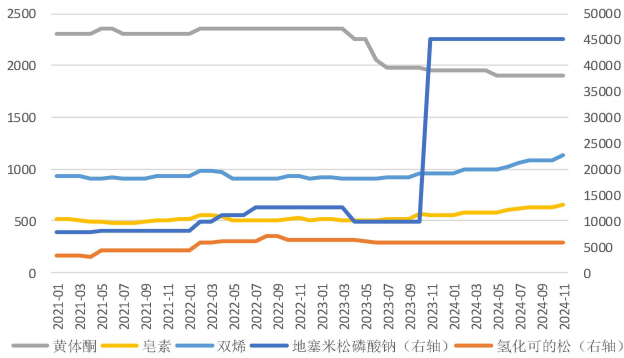
资料来源：国家统计局、国都证券

5.4 主要原料药及中药材价格跟踪

11月原料药价格涨跌互现。激素类产品方面，双烯、皂素价格环比分别上涨50、20元每千克，氢化可的松价格环比下降50元每千克，黄体酮、地塞米松磷酸钠价格环比保持不变；抗生素产品方面，7-ACA、6-APA、硫氨酸红霉素和4-AA价格环比小幅下降，7-ADCA和青霉素工业盐价格环比保持不变；沙坦类产品方面，缬沙坦价格环比下降，厄贝沙坦和替米沙坦价格保持不变。中药材价格方面，上周中药材价格指数环比小幅下

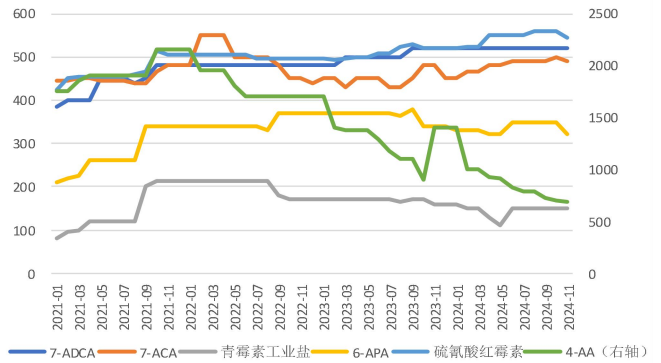
跌。

图 7：主要激素原料药价格（单位：元/千克）



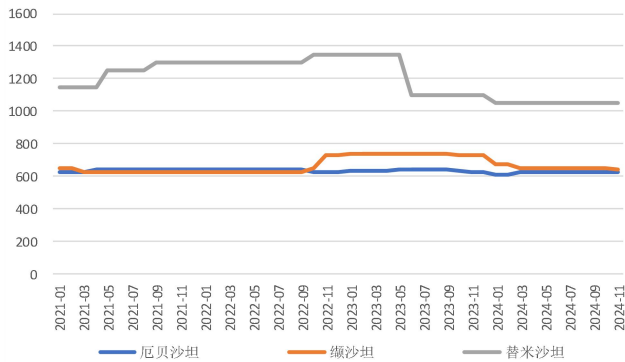
资料来源：Wind、国都证券

图 8：主要抗生素原料药价格（单位：元/千克）



资料来源：Wind、国都证券

图 9：主要心血管类原料药价格（单位：元/千克）



资料来源：Wind、国都证券

图 10：中药材价格指数跟踪

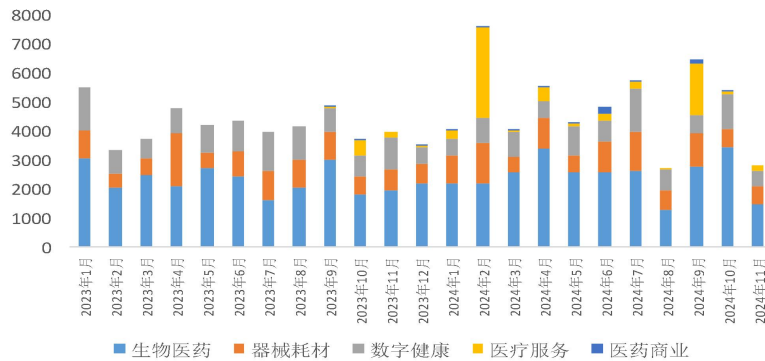


资料来源：Wind、国都证券

5.5 全球医药投融资数据跟踪

根据动脉网数据，2024 年 11 月全球医疗健康产业投融资规模（包括生物医药、器械与耗材、数字健康、医疗服务、医药商业）整体呈现下降趋势，披露融资总额约 28.55 亿美元。

图 11：2023 年以来全球医疗健康产业融资金额（单位：百万美元）



资料来源：动脉网、国都证券

六、风险提示

市场竞争加剧风险；医药政策变动超预期风险；行业创新不及预期风险；国际政治局势动荡加剧风险；业绩增长不及预期风险。

（资料来源：Wind、公司公告、中国疾病预防控制中心、国家医保局、国家统计局、动脉网、国务院、国家卫健委、三明采购联盟、全国中成药联合采购办公室、安徽省医保局）

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国都证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的特定客户使用，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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。在法律许可的情况下，国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经国都证券研究所书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，国都证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

国都证券投资评级
国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上