

2025 年 01 月 12 日

乙肝临床治愈迎来新希望，关注广生堂

——医药行业周报（25/1/6-25/1/10）

投资评级：看好（维持）

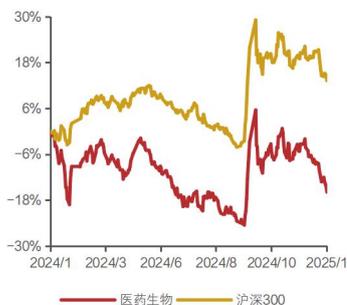
投资要点：

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



➤ **本周医药市场表现分析：**1月6日至1月10日，沪深300指数下跌1.13%；医药生物(申万)指数下跌3.09%。从本周市场表现来看，医药整体随市场呈普跌趋势，个股表现亦有加大分化，无明确主线，涨跌居前个股主题分散。展望后市，我们认为医药已呈现多重底部信号，2025年医药有望边际好转，结构性机会或值得期待。建议关注：1) 2025年有望板块反转的医疗设备板块，包括开立医疗、联影医疗、华大智造、海泰新光、美好医疗等；2) 集采落地、业务复苏的中药板块，包括昆药集团、太极集团、同仁堂、马应龙、盘龙药业等；3) 医药最为明确的方向创新药，前期调整较为充分，建议关注和黄医药、翰森制药、益方生物、恒瑞医药、迪哲药业、泽璟制药、信立泰、康方生物、热景生物等。

➤ **医药指数和各细分领域表现、涨跌幅：**本周医药指数下跌(3.09%)。本周上涨个股数量93家，下跌个股数量399家，涨幅居前为*ST吉药(+53.19%)、新赣江(+18.72%)、荣丰控股(+16.64%)、金石亚药(+14.59%)和赛托生物(+10.93%)，跌幅居前为*ST普利(-54.40%)、奥翔药业(-19.25%)、亨迪药业(-19.03%)、普瑞眼科(-16.92%)和科兴制药(-16.68%)。

➤ **中国乙肝市场空间较大，广生堂在研新药临床取得进展：**中国为乙肝大国，2016年慢性乙肝感染者为8600万例，慢性乙肝(CHB)患者约2000万-3000万人，过去每年新增乙肝患者约在90-100万人左右，当前治疗手段主要以核苷类似物(NAs)为主，但NAs无法清除肝内cccDNA与HBV DNA，且有耐药、停药后反弹等缺陷，临床治愈效果有限，指南目前建议对部分优势人群联合注射长效干扰素达到临床治愈的目标。全球来看，以实现乙肝临床治愈的在研新药种类较多，广生堂提出“病毒核心蛋白调节剂(GST-HG141)+乙肝表面抗原抑制剂(GST-HG131)+NAs”小分子全口服用药方案，以期望达到乙肝临床治愈目的，GST-HG141和GST-HG131属于一类创新品种，目前全球尚无同类产品上市，从GST-HG141和GST-HG131分别联合NAs的二期临床数据来看，均取得了较为显著的临床趋势，研究成果被美肝会作为最新突破摘要(Late-breaking Abstract)形式接受，且GST-HG141已经被国家药监局审批中心纳入突破性治疗品种名单，展现出较为优秀的临床潜力，建议重点关注。

➤ **投资观点及建议关注标的：**2024年医药指数下跌超14%，我们认为，医药现已呈现多重底部信号，医改影响或逐步调整到位，板块估值、持仓均处于近年来底部，2025年业绩也有望迎来企稳回升。展望2025年，医药已具备多方面的积极发展因素，1) 创新产业已经初具规模，多家公司的创新布局迎来收获，传统pharma也已经完成创新的华丽转身；2) 出海能力持续提升，创新药械的license out频频出现，中国企业已成为全球MNC非常重视的创新转换来源，另外医疗设备、供应链等已在全球范围内占据较高的地位，在欧美发达市场以及新兴市场持续崭露头角；3) 老龄化持续加速，银发经济长坡厚雪；4) 支付端看，医保收支仍在稳健增长，同时医保局积极推动商业保险的发展，构建多层次支付体系。具体配置方面，建议关注创新药械(pharma以及临床早期资产)、出海(医疗器械、高端生物药和制剂以及供应链)、国产替代(医疗设备和耗材)、老龄化及院外消费(家用器械、中药等)、高壁垒行业(血制品、麻药)，同时建议积极关注底部资产。

➤ **本周投资组合：**昆药集团、鱼跃医疗、九典制药、和黄医药、信立泰；

➤ **一月投资组合：**昆药集团、开立医疗、美好医疗、和黄医药、东诚药业、普门科技、派林生物、鱼跃医疗、科兴制药、信达生物。

风险提示：行业竞争加剧风险，政策变化风险，行业需求不及预期风险。

内容目录

1. 全国乙肝临床治愈迎来新希望，关注广生堂	4
1.1. 中国为乙肝大国，潜在市场空间较大	4
1.2. 广生堂布局乙肝领域多年，在研口服小分子创新药取得进展	7
2. 行业观点：坚持创新+出海+老龄化主线，关注估值修复机会	10
3. 风险提示	16

图表目录

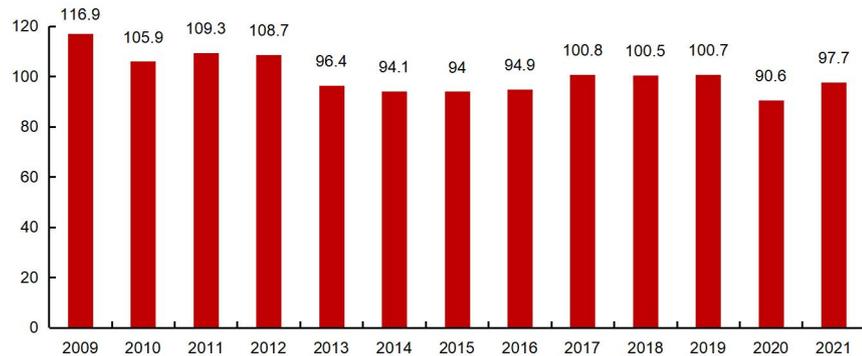
图表 1: 中国 2009-2021 年新发乙肝患者人数(万人).....	4
图表 2: 慢性 HBV 感染者分类.....	5
图表 3: 慢性 HBV 感染抗病毒治疗适应症的选择流程图.....	5
图表 4: 乙型肝炎治愈的定义.....	6
图表 5: 乙肝当前临床治疗终点建议.....	6
图表 6: 乙肝病毒生命周期及其靶向药物治疗策略.....	7
图表 7: 全球在研乙肝新药研发情况一览.....	7
图表 8: GST-HG141 二期临床 HBV DNA 和 pgRNA 转阴率数据.....	8
图表 9: GST-HG141 二期临床 HBV DNA 和 pgRNA 作用持续数据.....	9
图表 10: GST-HG131 二期临床低剂量组表面抗原下降数据.....	10
图表 11: 本周申万医药行业涨幅 Top10.....	10
图表 12: 本周申万医药行业跌幅 Top10.....	11
图表 13: 2024 年初至今医药指数表现.....	11
图表 14: 申万各板块年初至今涨跌幅情况.....	12
图表 15: 年初至今医药子板块涨跌幅情况.....	12
图表 16: 本周医药子板块表现情况.....	12
图表 17: 申万各板块 PE 估值情况 (截至 2025 年 1 月 10 日, 整体 TTM 法).....	13
图表 18: 申万医药及沪深 300 PE 估值情况 (截至 2025 年 1 月 10 日, 整体 TTM 法).....	13
图表 19: 申万医药各细分板块 PE 估值情况 (截至 2025 年 1 月 10 日, 整体 TTM 法).....	14
图表 20: 2024 年初至今医药成交额及占 A 股比例 (万亿).....	14

1. 全国乙肝临床治愈迎来新希望，关注广生堂

1.1. 中国为乙肝大国，潜在市场空间较大

根据《慢性乙型肝炎防治指南（2022年版）》（以下简称2022年版《指南》），2019年全球约新发乙肝病毒（HBV）感染者150万人，2016年中国一般人群HBsAg（乙肝表面抗原）流行率为6.1%，慢性HBV感染者为8600万例，慢性乙型肝炎（CHB）患者约2000万-3000万人，过去多年每年新增乙肝患者约在90-100万人左右。

图表1：中国2009-2021年新发乙肝患者人数(万人)



资料来源：雨露肝霖微信公众号，《中国卫生统计年鉴》，华源证券研究所

中国当前乙肝诊断率和治疗率分别为24%、15%，距离世界卫生组织提出“2030年消除病毒性肝炎作为公共卫生危害”的目标（诊断率达到90%，治疗率达到80%）仍有差距，原因主要系绝大多数HBV感染者没有任何临床表现，且肝功能指标也在正常参考值范围内，以及既往对HBV感染者歧视等原因，未来我们判断乙肝诊断率和治疗率还有较大的提升空间，带动相关药物市场扩容。

慢性HBV感染自然史划分主要依据病毒学、生物化学及组织学特征等进行综合考虑，根据2022年版《指南》，HBV感染划分为4个期：即HBeAg阳性慢性HBV感染（也称免疫耐受期、慢性HBV携带状态）、HBeAg阳性CHB（也称免疫清除期、免疫活动期）、HBeAg阴性慢性HBV感染（也称非活动期、免疫控制期、非活动性HBsAg携带状态）和HBeAg阴性CHB（也称再活动期）。

图表 2：慢性 HBV 感染者分类

项目	HBeAg 阳性慢性 HBV 感染 (免疫耐受期、慢性 HBV 携带状态)	HBeAg 阳性 CHB (免疫清除期)	HBeAg 阴性慢性 HBV 感染 (非活动期)	HBeAg 阴性 CHB (再活动期)
HBsAg (IU/mL)	$> 1 \times 10^4$	+	$< 1 \times 10^3$	+
HBeAg	+	+	-	-
HBV DNA (IU/mL)	$> 2 \times 10^7$	+	-	+
ALT	< 正常值上限	持续或反复升高	< 正常值上限	持续或反复升高
肝脏病理学	无明显炎症坏死和纤维化	有明显炎症坏死和/或纤维化	无或仅有轻度炎症,可有不同程度的纤维化	有明显炎症坏死和/或纤维化

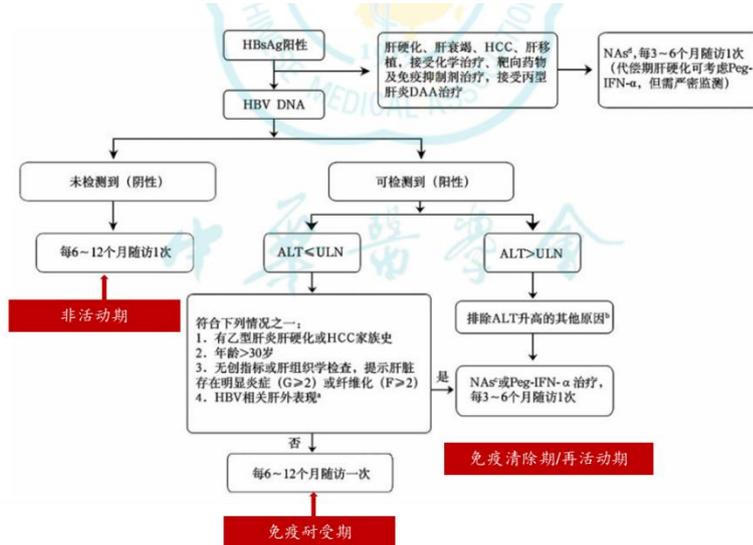
资料来源：《慢性乙型肝炎防治指南（2022 版）》，华源证券研究所

根据 2022 年版《指南》，目前建议抗病毒治疗主要针对免疫清除期和再活动期，对于非活动期和免疫耐受期建议是每 6-12 个月随访一次。此外，指南重点强调对肝硬化患者的抗病毒治疗，无论代偿期和失代偿期，也无论 ALT 和 HBV DNA 水平及 HBeAg 状态，均考虑抗病毒治疗。

此外，部分未经治疗的慢性 HBV 感染者随访 1 年，按其 HBV DNA、ALT 水平及组织学均难以明确归于以上四期，在文献中被称为“不确定期”，约占 28%-55%，主要包括不能明确区分 HBeAg 阳性慢性 HBV 感染者与 HBeAg 阳性 CHB 患者，以及不能明确区分 HBeAg 阴性 HBV 感染者与 HBeAg 阴性 CHB 患者，相较于真正的慢性 HBV 阳性感染者(也称免疫耐受期)或 HBeAg 阴性的 HBV 感染者(也称非活动期)，这部分患者疾病进展风险相对较高，因而可能也需要抗病毒治疗。

根据《加速消除乙型肝炎病毒感染：扩大预防和治疗专家建议》，对不符合 2022 年版《指南》分期标准的 ALT 持续正常的免疫耐受不确定期患者，建议做肝活检，根据组织学改变或无创检查评估决定是否抗病毒治疗；对 ALT 持续正常的免疫控制不确定期患者，只要 HBV DNA 阳性，可以抗病毒治疗。

图表 3：慢性 HBV 感染抗病毒治疗适应症的选择流程图



资料来源：《慢性乙型肝炎防治指南（2022 版）》，华源证券研究所

在乙肝治疗方面，CHB 患者治愈分为完全治愈和临床治愈（即功能性治愈），完全治愈即血清 HBsAg 检测不到，肝内共价闭合环状 DNA（cccDNA）和整合 HBV DNA 被清除。但 cccDNA 受宿主细胞表观遗传机制调节较为稳定，且目前临床上缺少靶向 cccDNA 的药物，完全治愈较难实现。临床治愈是国内外目前 CHB 防治指南公认的理想治疗目标，定义为停止治疗后 HBsAg 持续阴性，伴或不伴抗-HBs 出现，HBV DNA 低于最低检测下限，肝脏生物化学指标正常，肝细胞内仍存在 cccDNA 和整合的 HBV DNA。

图表 4：乙型肝炎治愈的定义

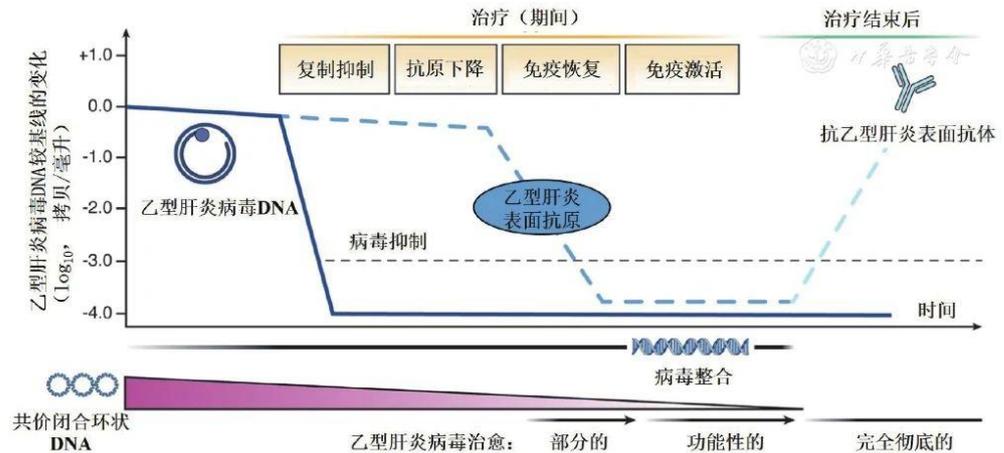


图1 乙型肝炎治愈的定义（引自参考文献[7]）

资料来源：《慢性乙型肝炎临床治愈的中国实践、治疗策略和展望》，莫志硕等，华源证券研究所

对抗病毒治疗，2019 年版《指南》主要推荐核苷类药物（NAs）治疗和长效干扰素（Peg-IFN- α ）进行治疗，治疗意见主要如下：1）对于 HBeAg 阳性 CHB 患者首选 NAs 治疗或 Peg-IFN- α 治疗；2）对于 HBeAg 阴性 CHB 患者首选 NAs 治疗或 Peg-IFN- α 治疗；3）对于 NAs 经治患者中符合条件的优势人群（HBV DNA 定量 < 检测下限、HBeAg 阴转，且 HBsAg < 1500 IU/mL），结合患者意愿可考虑加用 Peg-IFN- α 治疗，以追求临床治愈。

图表 5：乙肝当前临床治疗终点建议



资料来源：《慢性乙型肝炎防治指南（2019 版）》，华源证券研究所

2022 年版《指南》目前对乙肝的治疗目标，为最大限度地长期抑制 HBV 复制，减轻肝细胞炎症坏死及肝脏纤维组织增生，延缓和减少肝功能衰竭、肝硬化失代偿、HCC 和其他并发症的发生，改善患者生活质量，延长其生存时间。对于部分适合条件的患者，应追求临床治愈(又称功能性治愈)。

1.2. 广生堂布局乙肝领域多年，在研口服小分子创新药取得进展

广生堂于 2021 年以在研五款创新药 (GST-HG161、GST-HG151、GST-HG141、GST-HG131 和 GST-HG121) 和货币资金出资，与核心员工持股平台共同投资设立创新药控股子公司福建广生中霖生物科技有限公司，广生中霖专注于抗病毒和肝脏疾病领域的创新药物研发。

广生堂在乙肝领域提出“登峰计划”，通过三种不同机制的口服抗 HBV 药物联合用药，其核心在于实现 HBV DNA (病毒载量控制)、cccDNA (源头控制)、HBsAg (解除免疫抑制) 三点的有机结合，协同互补，期望达到临床治愈的目的。

2024 年 11 月 18 日，公司口服小分子乙肝表面抗原抑制剂 GST-HG131、新型乙肝核心蛋白调节剂 GST-HG141 双研究成果被美国肝病研究协会 (AASLD) 作为最新突破摘要 (Late-breaking Abstract) 形式在 AASLD 年会上进行展示。

图表 6: 乙肝病毒生命周期及其靶向药物治疗策略

药物	靶点	适应症	Discovery	IND	临床期	临床III期	临床III期	NDA/上市
喜中定 GST-HG171	3-CL	COVID-19	→	→	→	→	→	→
GST-HG141	核心蛋白 CpAM	HBV	→	→	→	→	→	→
GST-HG131	表面抗原 HBsAg	HBV	→	→	→	→	→	→
GST-HG121	表面抗原 HBsAg	HBV	→	→	→	→	→	→
GST-HG161	c-MET	晚期实体瘤	→	→	→	→	→	→
GST-HG151	ASK-1	NASH & Fibrosis	→	→	→	→	→	→
GST-HG181 (缓释剂)	3-CL	COVID-19 (单药)	→	→	→	→	→	→

资料来源：公司官网，华源证券研究所

图表 7: 全球在研乙肝新药研发情况一览



张玉华 博士
(George Zhang, Ph.D.)
首席执行官

美国前任哈佛大学生物系博士，美国西弗尼亚大学和英国伦敦帝国理工学院中心博士；在美国阿诺德·灵达·阿尔弗雷斯生物技术公司担任多年，曾任多个国家的研发负责人，曾在多个国际会议上发表演讲并在美国、欧洲、加拿大发表演讲。在“自然”(Nature)和“细胞”(Cell)等国际期刊发表研究论文40余篇。



胡柯 博士
(Mike Hu, Ph.D.)
执行董事

日本东京大学/筑波医科大学理学博士，在美国耶鲁大学医学院、罗素韦尔医药研究所及政府研究机构从事分子生物学、药代动力学等研究。曾在医药、GSK、Novartis等企业从事研发管理；2022年回国担任广生堂公司副总裁兼 CEO、Co-founder，拥有20多年工业界经验。迄今发表47篇国际期刊论文，50篇大会报告等，并担任30+国际著名期刊的编委和评审员。



毛伟忠 博士
(John Mao, Ph.D.)
首席科学家

美国罗格斯大学分子与生物物理学理学硕士和博士。经验丰富的药物开发主管，在美国从事生物技术行业工作25年以上。在新药研发和临床产品方面具有非常丰富的经验。曾在 Foresee Pharmaceuticals, Cytokinetics/Idenix Pharmaceuticals (后被MSD收购) 担任研发和临床 (DVP/APP)，管理和完成了超过18个IND/IDE/INDA。

资料来源：公司官网，华源证券研究所

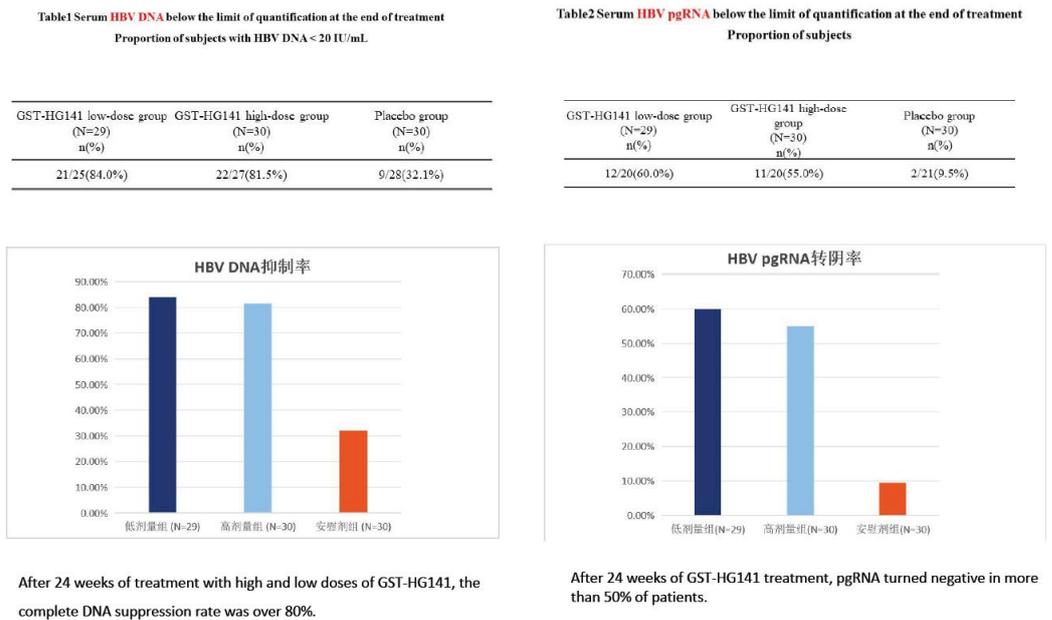
GST-HG141: 全新靶点的新型抗乙肝病毒 1 类新药，是一种高效的乙肝病毒核心蛋白调节剂，通过调节乙肝病毒核心蛋白的构象从而影响其核衣壳的组装，进而阻断乙肝病毒的复制。迄今为止，全球范围内尚无同类产品上市。

根据公司公告，GST-HG141 联合 NAs 用于慢性乙型肝炎低病毒血症患者治疗 24 周后，GST-HG141 50mg 剂量组、100mg 剂量组 HBV DNA 低于检测下限的比例达到 84.0%和 81.5%，NAs 单药对照组为 32.1%；治疗 2 周后，达到 HBV DNA 最大抑制效果 (在核苷类药物的治疗基础上继续下降超过 1 log₁₀ IU/ml，即 HBV DNA 载量下降到低于原来的 1/10)，且在整个治疗期间疗效持续稳定未出现明显波动。

对 HBV pgRNA 也有显著的抑制作用（下降幅度平均超过 1 log₁₀ IU/ml，最高达到 1.5 log₁₀ IU/ml，即 pgRNA 载量下降最高达到原来的约 1/32），NAs 对 HBV pgRNA 无任何抑制效果；HBV pgRNA 由 HBV cccDNA 直接转录产生，对 pgRNA 的抑制间接反映了对 cccDNA 转录活性的下调作用；安全性方面，本试验共入组 90 例低病毒血症患者，各组均未发生药物相关的严重不良事件。

2024 年 12 月，GST-HG141 被国家药监局审批中心纳入突破性治疗品种名单。

图表 8：GST-HG141 二期临床 HBV DNA 和 pgRNA 转阴率数据



资料来源：美国肝病研究协会（AASLD），《Safety and Efficacy of GST-HG141, a Novel HBV Capsid Assembly Modulator, in Phase 2 Study for Treatment of CHB Patients with Low-level Viremia》，Chong Wang 等，华源证券研究所

图表 9: GST-HG141 二期临床 HBV DNA 和 pgRNA 作用持续数据

Figure 1 Changes in serum HBV DNA quantitative detection

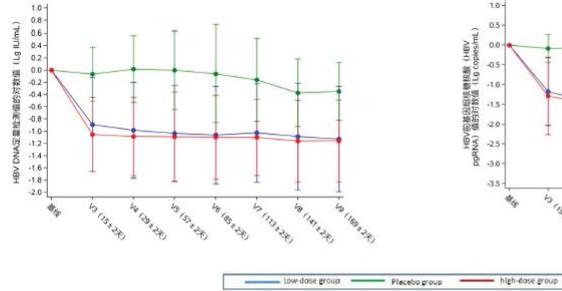


Figure2 Changes in serum pgRNA quantitative detection values from baseline (Log10 IU/mL)

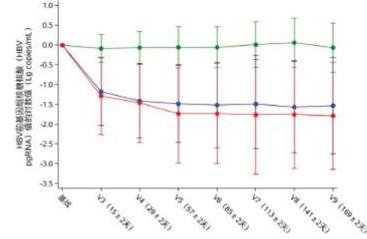
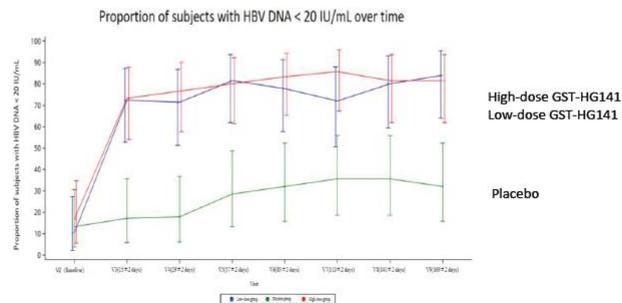


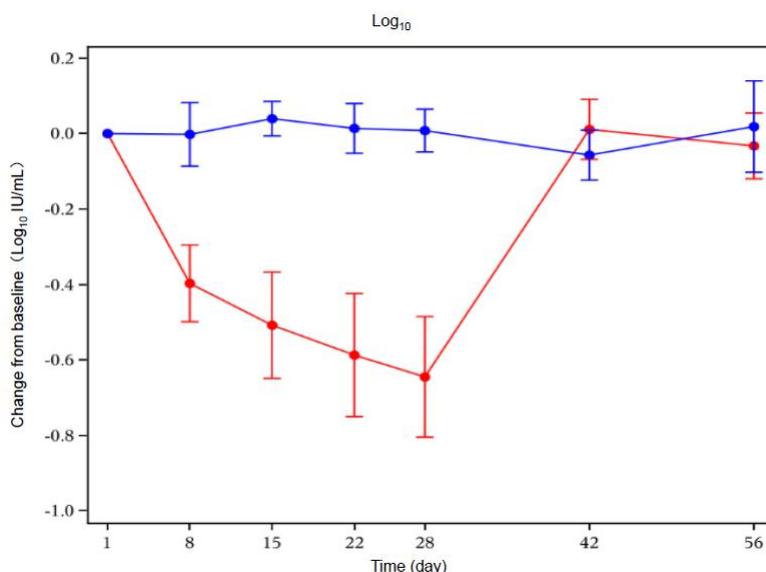
Figure3 Time Course of Complete Suppression Rate of HBV DNA (% of Patients with HBV DNA <20 IU/ml over time)



资料来源: 美国肝病研究协会 (AASLD), 《Safety and Efficacy of GST-HG141, a Novel HBV Capsid Assembly Modulator, in Phase 2 Study for Treatment of CHB Patients with Low-level Viremia》, Chong Wang 等, 华源证券研究所

GST-HG131: 全新靶点的抗乙肝病毒一类新药, 属于乙肝表面抗原抑制剂, 能使 HBV mRNA 去稳定和发生降解, 从而阻断 HBV mRNA 的表达, 有效抑制表面抗原合成; 目前全球范围内尚无同类产品上市, GST-HG31 为针对该作用机制和靶点的全球开发领先项目。

在评价 GST-HG131 在慢性乙型肝炎患者中的 IIa 期临床研究, 计划纳入 45 例慢性乙型肝炎患者, 共分为 3 组, 其中第一组入组 10 例受试者 (8 例试验组, 2 例安慰剂组), 口服 GST-HG131 治疗 28 天观察血清表面抗原 HBsAg 水平与基线的变化, 结果显示 GST-HG131 与安慰剂相比, 显著、持续降低病毒表面抗原 HBsAg 水平, 停药前 (D28) 表面抗原 HBsAg 降至最低水平, 而安慰剂组的 HBsAg 水平无明显变化。GST-HG131 与安慰剂相比最小二乘均值的差异为 0.65 Log10IU/ml。

图表 10: GST-HG131 二期临床低剂量组表面抗原下降数据


资料来源: 美国肝病研究协会 (AASLD), 《Safety and Preliminary Efficacy of GST-HG131, an Orally Bioavailable Small Molecule HBsAg Inhibitor for the Treatment of Chronic Hepatitis B- Ph2 Cohort 1 Data》, Yuming Guo 等, 华源证券研究所

2. 行业观点: 坚持创新+出海+老龄化主线, 关注估值修复机会

本周、本月、年初至今医药指数涨跌幅分别为-3.09%、-6.34%和-6.34%, 相对沪深 300 指数的超额收益分别为-1.96%、-1.20%和-1.20%。

个股情况: 本周上涨个股数量 93 家, 下跌个股数量 399 家, 涨幅居前为*ST 吉药 (+53.19%)、新赣江 (+18.72%)、荣丰控股 (+16.64%)、金石亚药 (+14.59%) 和赛托生物 (+10.93%), 跌幅居前为*ST 普利 (-54.40%)、奥翔药业 (-19.25%)、亨迪药业 (-19.03%)、普瑞眼科 (-16.92%) 和科兴制药 (-16.68%)。

图表 11: 本周申万医药行业涨幅 Top10

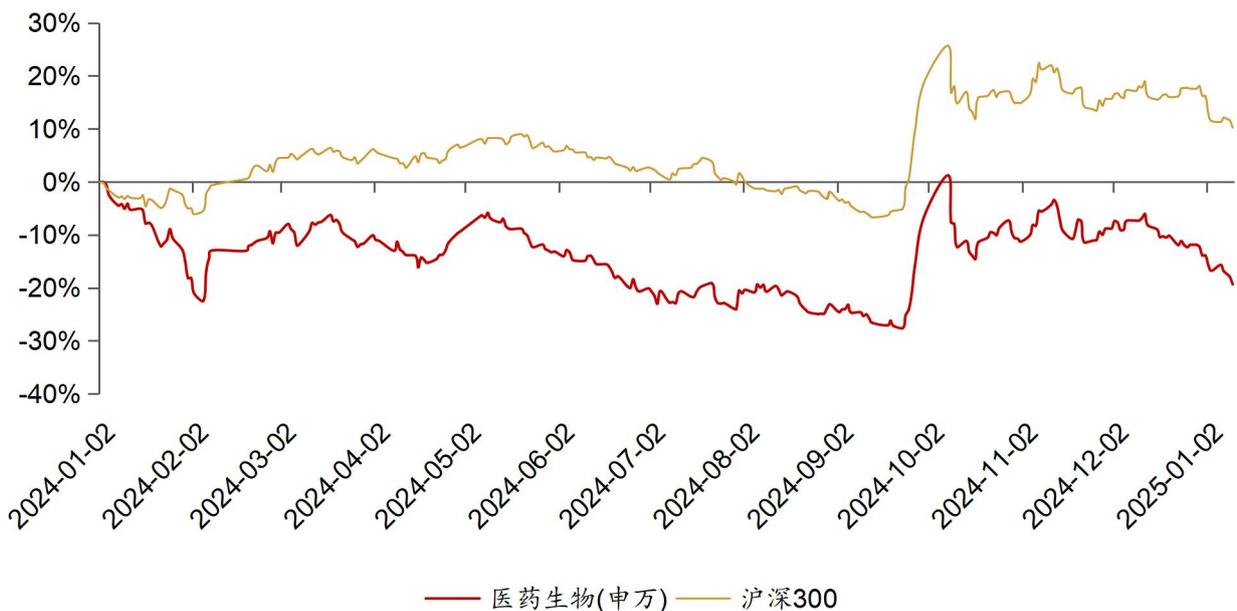
排序	代码	名称	市值 (亿元)	本周表现	本月至今表现	年初至今表现
1	300108.SZ	*ST 吉药	9.6	53.19%	12.50%	12.50%
2	873167.BJ	新赣江	12.4	18.72%	24.38%	24.38%
3	000668.SZ	荣丰控股	10.4	16.64%	10.11%	10.11%
4	300434.SZ	金石亚药	36.3	14.59%	9.45%	9.45%
5	300583.SZ	赛托生物	40.6	10.93%	9.51%	9.51%
6	301130.SZ	西点药业	21.8	8.84%	2.67%	2.67%
7	300639.SZ	凯普生物	38.7	8.12%	1.01%	1.01%
8	002742.SZ	ST 三圣	18.1	8.01%	1.70%	1.70%
9	301033.SZ	迈普医学	28.9	7.96%	3.21%	3.21%
10	688426.SH	康为世纪	34.3	7.69%	6.68%	6.68%
11	801150.SI	医药生物(申万)		-3.09%	-6.34%	-6.34%
12	000300.SH	沪深 300		-1.13%	-5.14%	-5.14%

资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 12: 本周申万医药行业跌幅 Top10

排序	代码	名称	市值(亿元)	本周表现	本月至今表现	年初至今表现
1	300630.SZ	*ST 普利	15.9	-54.40%	-48.31%	-48.31%
2	603229.SH	奥翔药业	70.0	-19.25%	-15.62%	-15.62%
3	301211.SZ	亨迪药业	52.3	-19.03%	-14.53%	-14.53%
4	301239.SZ	普瑞眼科	57.5	-16.92%	-18.12%	-18.12%
5	688136.SH	科兴制药	34.5	-16.68%	-20.95%	-20.95%
6	002864.SZ	盘龙药业	27.4	-16.67%	-15.36%	-15.36%
7	002693.SZ	双成药业	63.0	-16.21%	-17.08%	-17.08%
8	000952.SZ	广济药业	19.2	-15.69%	-11.33%	-11.33%
9	002275.SZ	桂林三金	78.0	-14.28%	-12.06%	-12.06%
10	300255.SZ	常山药业	153.3	-13.75%	-16.56%	-16.56%
11	801150.SI	医药生物(申万)		-3.09%	-6.34%	-6.34%
12	000300.SH	沪深 300		-1.13%	-5.14%	-5.14%

资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 13: 2024 年初至今医药指数表现


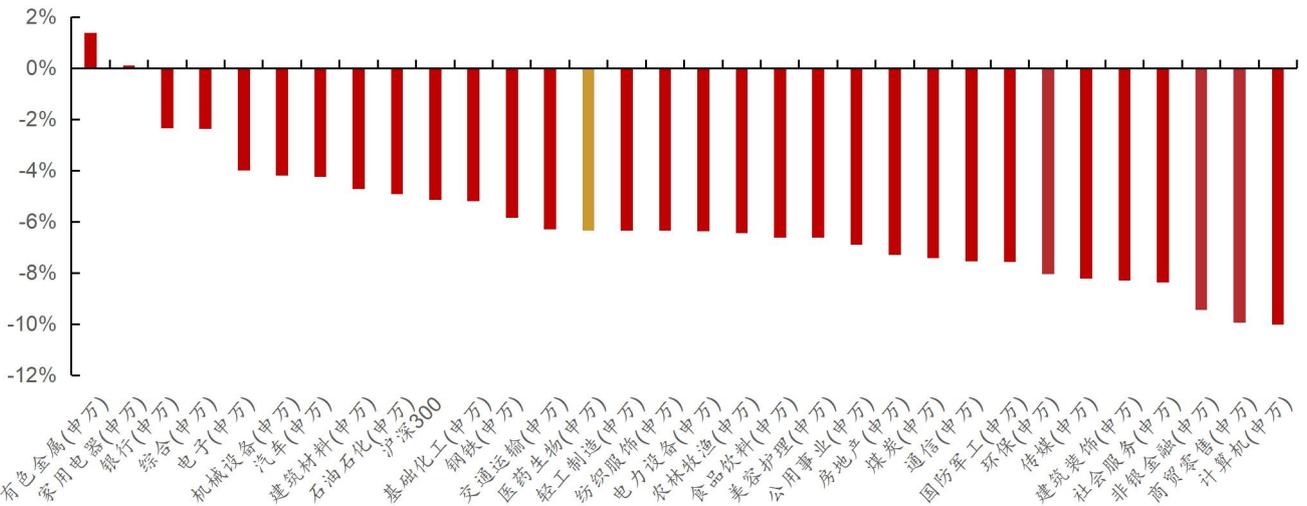
资料来源: Wind, 华源证券研究所

细分赛道涨跌幅情况:

本周, 中药(-2.1%)、医药商业(-2.2%)、医疗服务(-2.2%)表现相对较好, 化学制剂(-3.8%)、化学原料药(-3.5%)、生物制品(-3.5%)相对跌幅较大。

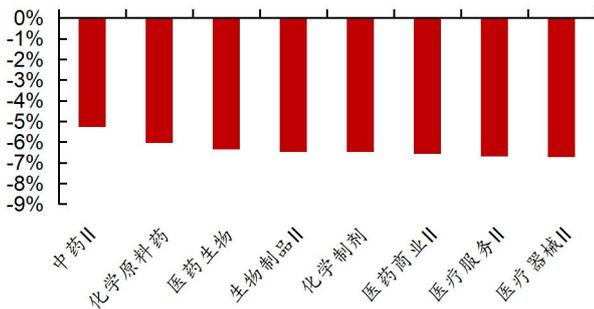
年初以来, 中药(-5.3%)、化学原料药(-6.0%)、生物制品(-6.5%)涨跌幅排名靠前, 医疗器械(-6.7%)、医药服务(-6.7%)及医疗商业(-6.6%)相对跌幅较大。

图表 14：申万各板块年初至今涨跌幅情况



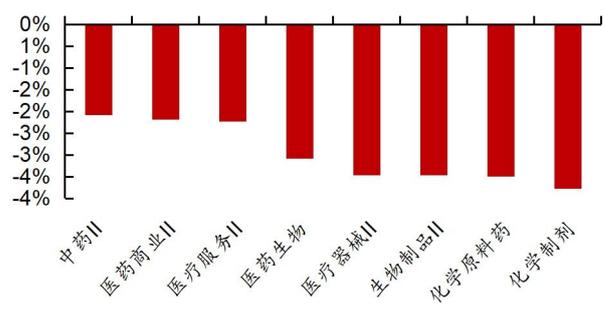
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 15：年初至今医药子板块涨跌幅情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

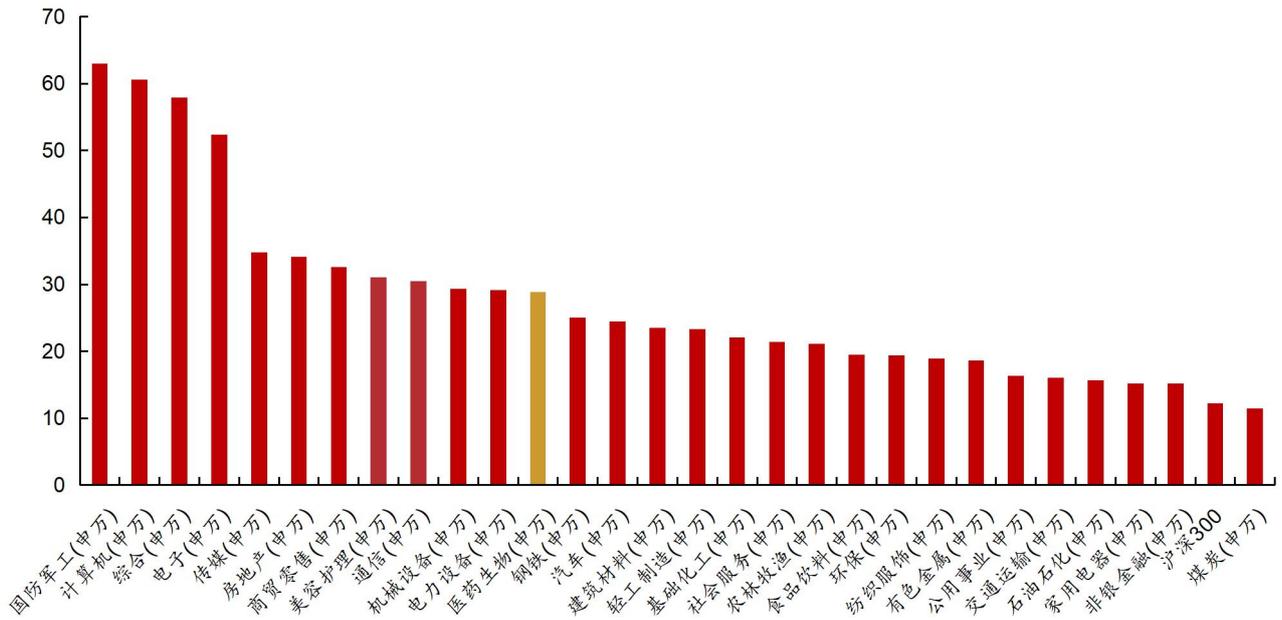
图表 16：本周医药子板块表现情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

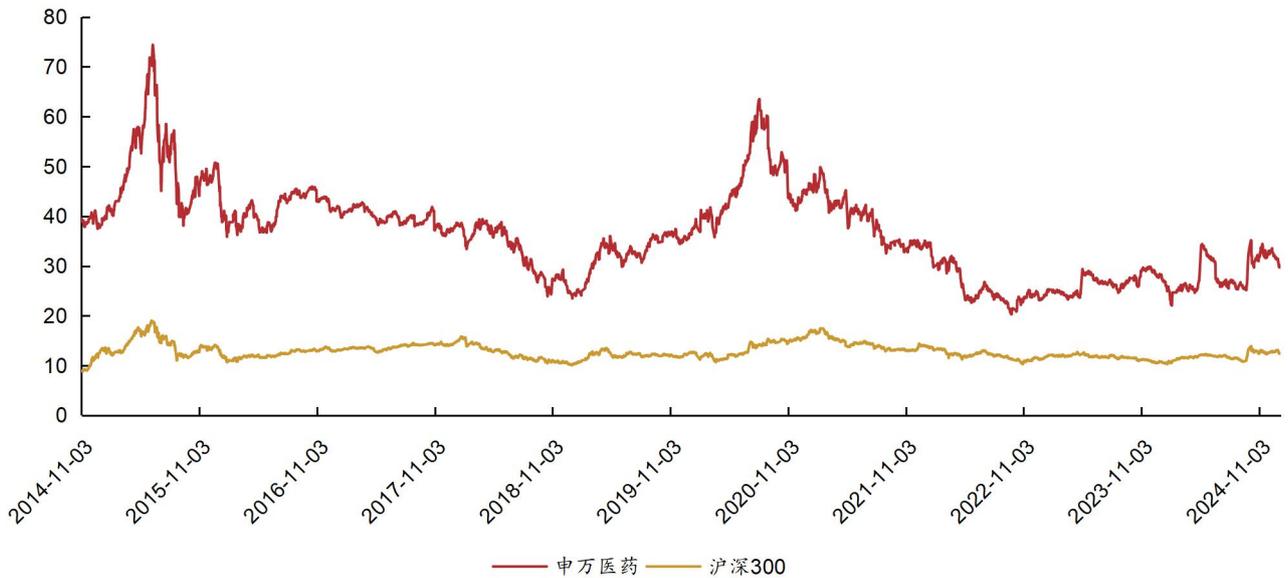
板块估值：截至 2025 年 1 月 10 日，申万医药板块整体 PE 估值为 28.8X，在申万一级分类中排第 12，从 PE 绝对值来看，目前医药估值仍在历史相对较低位置。各细分板块估值情况，目前化学制剂、化学原料药和医疗服务等板块估值相对较高，医药商业和中药估值相对较低。

图表 17: 申万各板块 PE 估值情况 (截至 2025 年 1 月 10 日, 整体 TTM 法)



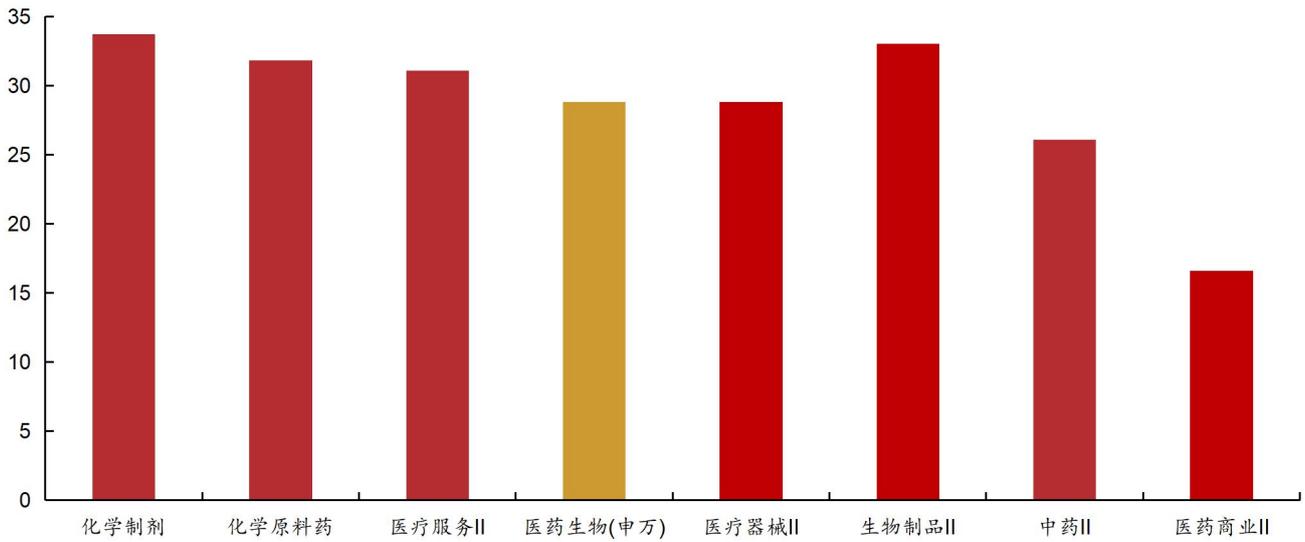
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 18: 申万医药及沪深 300 PE 估值情况 (截至 2025 年 1 月 10 日, 整体 TTM 法)



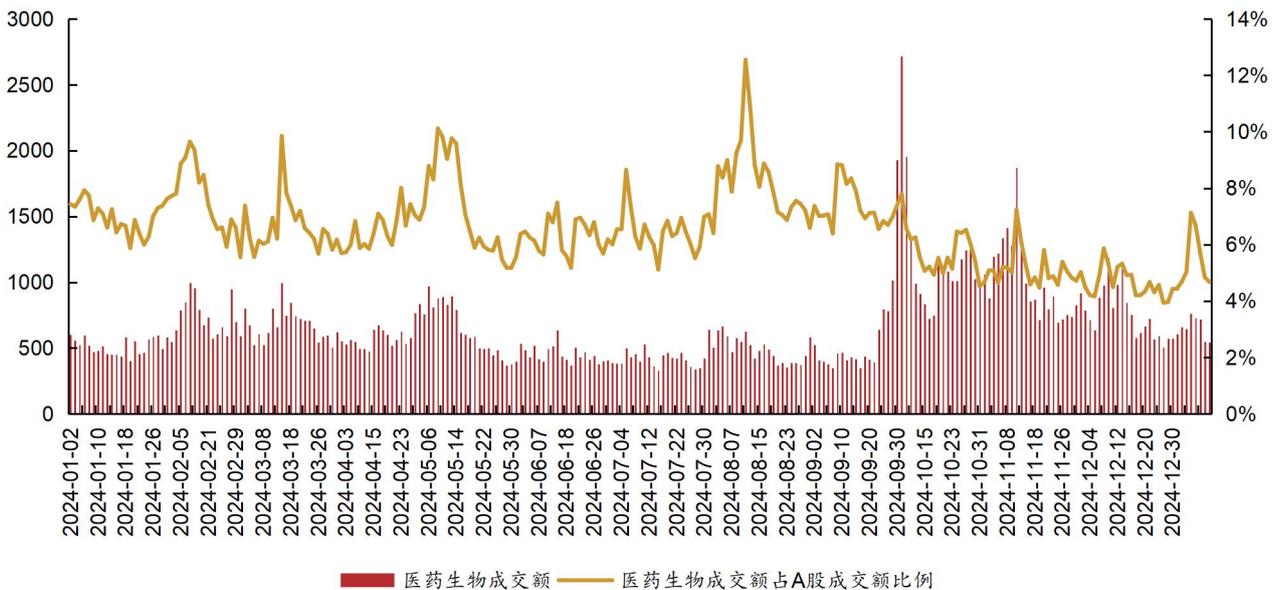
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 19：申万医药各细分板块 PE 估值情况（截至 2025 年 1 月 10 日，整体 TTM 法）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 20：2024 年初至今医药成交额及占 A 股比例（万亿）



资料来源：Wind，华源证券研究所

投资观点：2024 年医药指数下跌超 14%，我们认为核心原因是新一轮医改进入深水区、政策扰动加速所致，其中行业整顿持续进行，院内 DRG/DIP 进一步推广，院外医保品种政策调整，以及集采持续扩面等。当前位置，我们认为医药已经呈现多重底，医改影响或逐步调整到位，板块估值、持仓均处于近年来底部，业绩也有望迎来企稳回升。具体来看，目前医药板块整体 PE 估值为 29X 左右，处于历史较低位置，截止 2024 年 9 月 30 日，公募基金医药持仓较 6 月 30 日进一步降低。展望 2025 年，我们认为医药已具备多方面的积极发展因素，1) 创新产业已经初具规模，多家公司的创新布局迎来收获，传统 pharma 也已经完成创新的华丽转身；2) 出海能力持续提升，创新药械的 license out 频频出现，中国企业已成为全球

MNC 非常重视的创新转换来源；3) 老龄化持续加速，银发经济长坡厚雪；4) 支付端看，医保收支仍在稳健增长，同时医保局积极推动商业保险的发展，构建多层次支付体系。

整体来看，我们认为当前医改影响或逐步调整到位，行业有望边际好转，看好 2025 年医药否极泰来，结构性高增长的细分领域和个股值得期待。2024 年初至今跌幅位列申万所有行业第一，25Q1 反弹概率较大，当前位置适合战略性布局，坚持“创新+出海+老龄化”主线，重点布局低估资产，建议关注以下方向：

1) 创新药械及产业链：国务院明确表态支持创新药全产业链发展，多地陆续出台相关政策，我们认为创新药/械及产业是较为明确的产业趋势，建议关注恒瑞医药、和黄医药、科伦博泰、翰森制药、康方生物、信达生物、泽璟制药、信立泰、热景生物、科兴制药、广生堂、赛诺医疗等。产业链方面，建议关注药明康德、药明生物、康龙化成、泰格医药、百普赛斯等。

2) 出海：欧美占据全球医药主要市场份额，市场空间大，新兴市场正在快速发展，海外潜在增量十分可观，建议关注迈瑞医疗、联影医疗、华大智造、鱼跃医疗、三诺生物、美好医疗、海泰新光、科兴制药等。

3) 国产替代：国产替代依旧是未来几年较为确定的产业趋势，其中内窥镜、微电生理等市场空间大、竞争格局好、国产率低，主要建议关注开立医疗、澳华内镜、惠泰医疗、微电生理等。

4) 老龄化及院外消费：随着 50 岁以上的老年化群体持续扩大，相关的健康消费需求有望稳步增长，建议关注昆药集团、鱼跃医疗、可孚医疗、华润三九、同仁堂、马应龙、羚锐制药、盘龙药业等。

5) 高壁垒行业：麻药和血制品行业需求较为稳健，供给端相对稳定，建议关注麻药（人福医药、恩华药业、国药股份等）、血制品（派林生物、天坛生物、博雅生物等）。

6) 小而美标的：随着市场情绪显著好转，部分前期估值受到压制、但业绩稳健或高增长公司有望迎来估值修复，建议关注百洋医药、普门科技、盘龙药业、方盛制药、立方制药、麦澜德等。

本周投资组合：昆药集团、鱼跃医疗、九典制药、和黄医药、信立泰；

一月投资组合：昆药集团、开立医疗、美好医疗、和黄医药、东诚药业、普门科技、派林生物、鱼跃医疗、科兴制药、信达生物。

3. 风险提示

1) 行业竞争加剧风险：随着我国医药产业的不断创新与进步，不排除持续有新进竞争者加入从而造成竞争加剧的风险；

2) 政策变化风险：分级诊疗、医保支付改革持续成为医改重心，医保控费大趋势、带量采购等让医药产业中下游的收入利润有承压风险；

3) 行业需求不及预期风险：若终端需求不及预期，将会对公司业绩产生负面影响。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。