

# 医药生物周报

## 海外制药及医疗器械企业 JPM 大会业务进展更新

优于大市

### 核心观点

本周医药板块表现弱于整体市场，生物制品板块领涨。本周全部 A 股上涨 2.94% (总市值加权平均)，沪深 300 上涨 2.14%，中小板指上涨 3.16%，创业板指上涨 4.66%，生物医药板块整体上涨 2.67%，生物医药板块表现弱于整体市场。分子板块来看，化学制药上涨 2.84%，生物制品上涨 3.19%，医疗服务上涨 2.18%，医疗器械上涨 3.08%，医药商业上涨 1.72%，中药上涨 2.08%。医药生物市盈率 (TTM) 29.57x，处于近五年历史估值的 47.28% 分位数。

### 部分海外制药及医疗器械企业 JPM 大会业务进展更新：

**礼来：**2024 全年收入指引由此前的 454~460 亿美元下调至 450 亿美元 (同比+32%)，单 Q4 收入指引由此前的 139~145 亿元下调至 135 亿元；新增了 2025 全年收入指引至 480~610 亿美元 (以中值计算，同比+32%)；2024Q4 美国 GLP-1 市场总处方量同比+45%，其中 Eli Lilly 2024Q4 市场份额同比增加 3pp，市占率接近诺和诺德水平。

**辉瑞：**新增 2025 年收入指引至 610~640 亿美元，经调整稀释后 EPS 指引为每股 2.8~3.0 美元；考虑到 2025 年 IRA (通胀削减法案) Medicare Part D 将实施报销规则改革 (Re-design) 影响，综合预计影响 2025 年营收较此前的预期降低~10 亿美元，对同比增速影响为-1.6pp。

**BMS：**2025 年，BMS 将面临来那度胺、泊马度胺、达沙替尼等产品专利到期，其中来那度胺销售额预计将减少至 20~25 亿美元 (2024 全年指引为 55 亿美元)；同时，公司预计成长产品组合/growth portfolio 将贡献超过 50% 销售收入。

**波士顿科学：**预计 2024 全年有机销售额约 160 亿美元 (+15%)，调整后营业利润率 27% (+0.7pp)，调整后 EPS 为 2.45-2.47 美元 (+20%~21%)。公司把实现 30% 的调整后营业利润率及持续两位数的 EPS 增长作为长期经营目标。

**风险提示：**研发失败风险；商业化不及预期风险；地缘政治风险；政策超预期风险。

### 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
688443.SH	智翔金泰-U	优于大市	92	(8.0)	(7.8)	(7.3)	(4.6)	(11.5)	(11.8)	(12.7)	(19.9)
301363.SZ	美好医疗	优于大市	132	3.1	3.9	4.9	6.0	42.1	33.6	27.1	21.9
688278.SH	特宝生物	优于大市	298	5.6	8.0	11.3	15.1	53.7	37.5	26.5	19.7
688050.SH	爱博医疗	优于大市	173	3.0	4.1	5.2	6.4	56.8	42.2	33.3	27.1
300685.SZ	艾德生物	优于大市	91	2.6	3.1	3.8	4.7	34.7	29.8	23.9	19.5
688212.SH	澳华内镜	优于大市	54	0.6	0.4	1.0	1.9	93.5	135.2	53.0	27.9
301080.SZ	百普赛斯	优于大市	53	1.5	1.6	2.2	3.0	34.5	34.0	24.5	17.8
2268.HK	药明合联	优于大市	341	2.8	7.1	10.2	13.2	120.1	47.7	33.6	25.9
2162.HK	康诺亚-B	优于大市	80	(3.6)	(6.4)	(7.8)	(3.6)	(22.3)	(12.5)	(10.3)	(22.5)
1789.HK	爱康医疗	优于大市	50	1.8	2.7	3.5	4.4	27.7	19.0	14.5	11.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

### 行业研究 · 行业周报

#### 医药生物

#### 优于大市 · 维持

证券分析师：张佳博

021-60375487

zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

证券分析师：马千里

010-88005445

cnmaqianli@guosen.com.cn

S0980521070001

联系人：贾瑞祥

021-60875137

jiaruixiang@guosen.com.cn

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《医药生物行业 2025 年 1 月投资策略——年报业绩预告陆续发布，行业回暖信号频现》——2025-01-21
- 《医药生物周报 (24 年第 53 周)：他雷替尼获批上市，关注差异化靶点和适应症创新药》——2024-12-31
- 《医药生物行业 2024 年 12 月投资策略——持续推荐创新药械，并关注医疗设备投资机会》——2024-12-27
- 《医药生物周报 (24 年第 52 周) - 医保局推进医疗服务价格规范治理，发布医学影像检查价格指南》——2024-12-27
- 《医药生物周报 (24 年第 50 周) 医保谈判结果公布，支付端多方面支持创新》——2024-12-13

## 内容目录

海外制药及医疗器械企业 JPM 大会业务进展更新 .....	4
新股上市跟踪 .....	11
本周行情回顾 .....	12
板块估值情况 .....	14
投资策略 .....	15
医药行业 1 月投资策略 .....	15
推荐标的 .....	16
风险提示 .....	17

## 图表目录

图 1: 美国 GLP-1 市场数据 .....	4
图 2: 2025IRA 法案 Part D 改革对业务影响分析 .....	5
图 3: Pfizer 对 2025 年产品审批及关键 Ph3 临床读出等规划 .....	5
图 4: BMS 处于 Ph2/3 临床阶段管线汇总 .....	6
图 5: BMS 的成长产品组合代表品种 .....	6
图 6: 2 款新产品有望开拓新治疗领域 .....	7
图 7: 3 款新产品/适应症巩固已有优势领域 .....	7
图 8: 波士顿科学营业收入回顾与指引 (2011-2026E) .....	8
图 9: 全球电生理市场规模及 PFA 在房颤治疗中占比情况 .....	8
图 10: 全球左心耳封堵器市场规模预测 .....	8
图 11: Philips 财务目标与展望 .....	9
图 12: 美敦力在医疗技术领域的长期增长驱动因素 .....	9
图 13: GE 医疗 2026-2028 财务展望 .....	10
图 14: 申万一级行业一周涨跌幅 (%) .....	12
图 15: 申万一级行业市盈率情况 (TTM) .....	14
图 16: 医药行业子板块一周涨跌幅 (%) .....	14
图 17: 医药行业子板块市盈率情况 (TTM) .....	14
表 1: 近期 A 股/H 股医药板块新股上市情况跟踪 .....	11
表 2: 本周 A 股涨跌幅前十的个股情况 .....	13

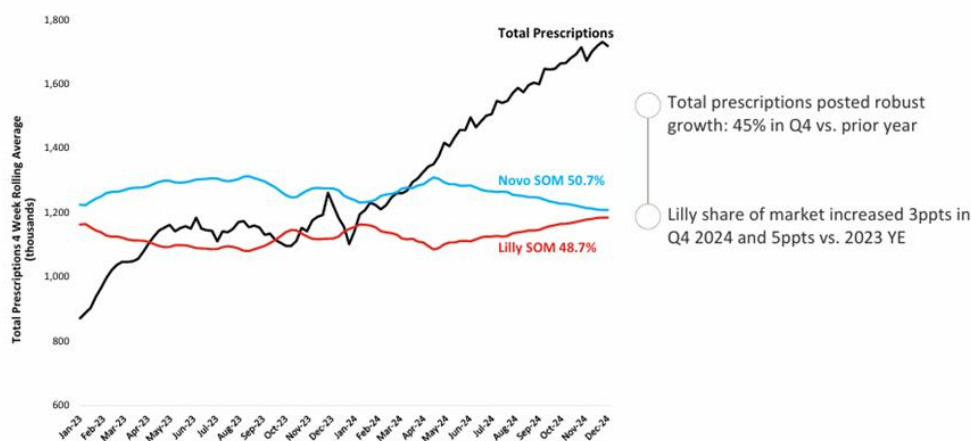
## 海外制药及医疗器械企业 JPM 大会业务进展更新

### 礼来/Eli Lilly

Eli Lilly 更新了 2024 全年收入指引，由此前的 454~460 亿美元下调至 450 亿美元（同比+32%），单 Q4 收入指引由此前的 139~145 亿元下调至 135 亿元；新增了 2025 全年收入指引至 480~610 亿美元（以中值计算，同比+32%），收入增长预计主要由新产品/适应症驱动，包括下一代 BTK 抑制剂匹妥布替尼/pirtobrutinib、IL-13 抗体来金珠单抗/Lebrikizumab、IL-23p19 抗体米吉珠单抗/Mirikizumab 等品种。

公司更新了 GLP-1 产品市场数据，2024Q4 美国 GLP-1 市场总处方量同比+45%，其中 Eli Lilly 2024Q4 及全年市场份额分别同比增加 3pp/5pp，市占率接近诺和诺德水平。

图1: 美国 GLP-1 市场数据




资料来源: Eli Lilly 演示材料, 国信证券经济研究所整理

### 辉瑞/Pfizer

Pfizer 新增了 2025 年收入指引至 610~640 亿美元，经调整稀释后 EPS 指引为每股 2.8~3.0 美元；考虑到 2025 年 IRA（通胀削减法案）Medicare Part D 将实施报销规则改革（Re-design），2000 美元自付封顶将提高患者需求，但同时取消 coverage gap 阶段以及新规则下药企更高的折扣比例也对公司营收带来一定的负面影响，综合预计影响 2025 年营收较此前的预期降低~10 亿美元，对同比增速影响为-1.6pp。

图2: 2025IRA 法案 Part D 改革对业务影响分析

### 2025 IRA Part D Redesign Items Impacting Our Business

- \$2,000 annual out-of-pocket cap and new Prescription Payment Plan 
- Sunsetting of the Coverage Gap Discount Program and addition of new manufacturer discounts in the initial and catastrophic coverage phases 


**Total Expected Net Impact of IRA Part D Redesign** 

**These Items are Expected to Have a ~\$1 Billion, or 1.6%<sup>1</sup>, Net Unfavorable YoY Impact on Topline Revenue**

资料来源: Pfizer 演示材料, 国信证券经济研究所整理

Pfizer 预计在 2025 年将有 4 款药物的新适应症获得监管机构的批准, 并且将公布 9 项关键 Ph3 临床试验的结果。

图3: Pfizer 对 2025 年产品审批及关键 Ph3 临床读出等规划

Anticipated Regulatory Decisions		Anticipated Phase 3 Readouts		Potential Pivotal Program Starts	
Compound	Indication	Compound	Indication	Compound	Indication
ABRYVO (EU)	RSV Infection (18-59 Years)	BRAFTOVI (BREAKWATER PFS)	1L BRAFm mCRC	1H 2025	
ADCETRIS	DLBCL	ELREXFIO	DCE Multiple Myeloma	Atimociclib (CDK4i)	1L mBC
BRAFTOVI	1L BRAFm mCRC (PFS)	HYMPAVZI	Hemophilia A or B with Inhibitors	Mevrometostat + XTANDI (MEVPRO-3)	1L mCSPC
TALZENNA + XTANDI	mCRPC all-comers	Inclacumab	Sickle Cell Disease	Sigvatatug vedotin (SV)**	1L PD-L1-High NSCLC
		PADCEV*	MIBC	2H 2025	
		Sasanlimab (subq PD-1)	NMIBC 	C. difficile Vaccine - Updated Formulation	C. difficile Infection
		TALZENNA + XTANDI	1L CSPC	Danuglipron	Chronic Weight Management
		TUKYSA	HER2+ BC	KAT6i	2L mBC
		Vepdegestrant	2L ER+ mBC	NURTEC	Menstrual Migraine
				PCV 25-valent	Pneumococcal Infection (Adult)
				PDLIV ADC	1L mHNSCC
				PDLIV ADC	2L+ NSCLC
				Ponsegromab	Cancer Cachexia
				Vepdegestrant + Atimociclib	1L mBC
				Vepdegestrant + CDK4/6i	2L+ mBC

\* Study sponsored by Merck; potential based on interim analysis | \*\* Emerging data from ongoing studies will inform additional Phase 3 starts in 1L NSCLC  
Note: Some pivotal program starts may be subject to generation of positive data in earlier-stage studies and/or alignment with regulatory agencies  
Note: Many Phase 3 studies are event-driven and endpoints are therefore subject to change

资料来源: Pfizer 演示材料, 国信证券经济研究所整理

### 百时美施贵宝/BMS

BMS 目前有 40 个处于 Ph2/3 临床阶段的在研管线，涵盖肿瘤/血液学、心血管、神经、自免等四大领域。其中，肿瘤/血液学领域共有管线 21 个，主要布局蛋白降解、细胞治疗、复杂生物制剂及放射性药物等细分方向；心血管领域包括血栓、心肌病及心衰；神经科学领域主要布局神经精神病及神经退行性疾病；自免方向主要包括炎症控制、免疫记忆重置等。

图4: BMS 处于 Ph2/3 临床阶段管线汇总

	Key marketed products	Key Ph 2/3 programs	Investment priorities
Oncology/ Hematology		21	<ul style="list-style-type: none"> <li>Protein degradation</li> <li>Cell therapy</li> <li>Complex biologics</li> <li>Radiopharmaceuticals</li> </ul>
Cardiovascular		5	<ul style="list-style-type: none"> <li>Thrombosis</li> <li>Cardiomyopathies</li> <li>Heart failure</li> </ul>
Neuroscience		6	<ul style="list-style-type: none"> <li>Neuropsychiatry</li> <li>Neurodegeneration</li> </ul>
Immunology		8	<ul style="list-style-type: none"> <li>Controlling inflammation</li> <li>Resetting immune memory</li> <li>Promoting homeostasis</li> </ul>
		40 Total	

资料来源: BMS 演示材料, 国信证券经济研究所整理

2025 年, BMS 将面临来那度胺、泊马度胺、达沙替尼等产品的 LOE (Loss of Exclusive, 专利到期), 其中来那度胺销售额预计将减少至 20~25 亿美元 (2024 全年指引为 55 亿美元); 同时, 公司预计以 Reblozyl (红细胞成熟剂)、Camzyos (玛伐凯泰, 心肌肌球蛋白抑制剂)、Breyanzi (CD-19 CAR-T 细胞疗法)、Opdulag (PD-1+LAG-3 组合)、Cobenfy (原名 KarXT, M1/M4 偏好的毒蕈碱激动剂+曲司氯铵, 2024 年 9 月获批上市用于治疗精神分裂症) 等为代表的成长产品组合/growth portfolio 将贡献超过 50% 销售收入。

图5: BMS 的成长产品组合代表品种

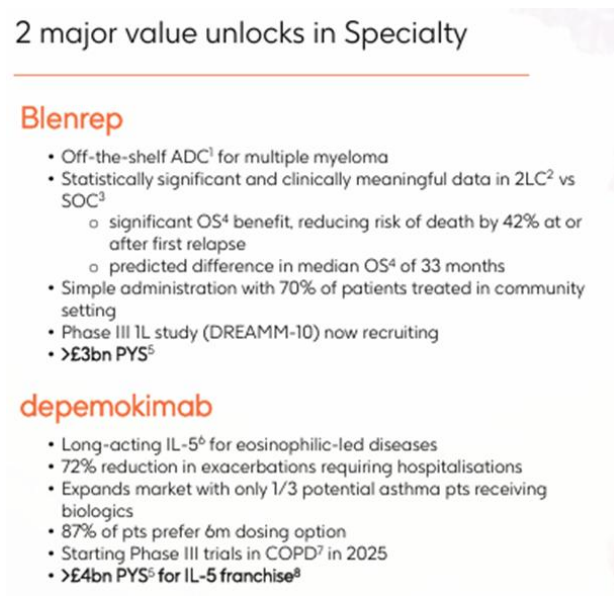
Reblozyl <sup>®</sup> (luspatercept-aamt) For Injection, Single-Dose	CAMZYOS <sup>®</sup> (mavacamten) TABLETS	Breyanzi <sup>®</sup> Breyanzi (axicabtagene ciltecelel) INTRAVENOUS INJECTION	Opdulag <sup>®</sup> (nivolumab and relatlimab)-mrlw OPDIVO QVANTIG (nivolumab) and OPDIVO QVANTIG (relatlimab) INTRAVENOUS INJECTION	COBENFY <sup>®</sup> KARXT (mianserin and trospium chloride) capsules ORAL CAPSULES
<ul style="list-style-type: none"> <li>First-in-class treatment in 1L MDS anemia with broad label</li> <li>Potential MF anemia expansion with Phase 3 data expected in 2025*</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>First-in-class treatment in oHCM</li> <li>nHCM expansion opportunity with Phase 3 data expected in 2025*</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Best-in-class CD19 CAR-T across the broadest array of B-cell malignancies</li> <li>Expanded manufacturing capabilities to unlock full potential</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>First-in-class treatment, now a SoC in 1L melanoma</li> <li>Exploring indication expansions (e.g., 1L NSCLC)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Novel first-in-class schizophrenia treatment with multiple high potential expansion opportunities</li> <li>Launched late October 2024</li> </ul>
Growth Portfolio expected to exceed 50% of revenues in 2025				

资料来源: BMS 演示材料, 国信证券经济研究所整理

## 葛兰素史克/GSK

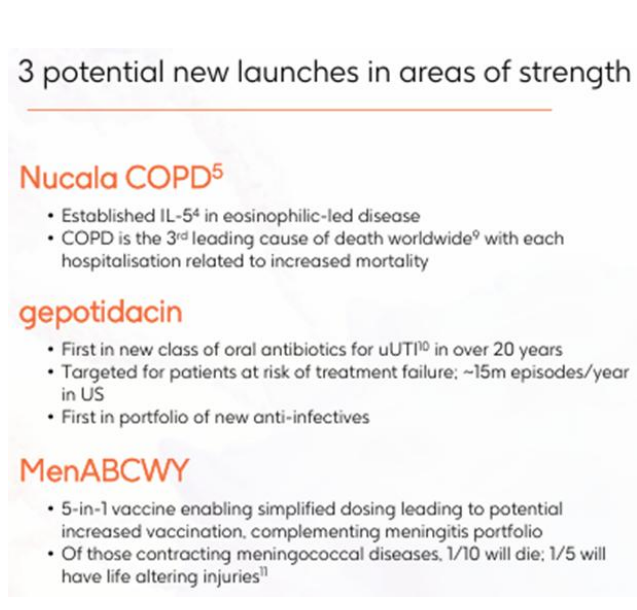
2025 年，GSK 预计有 5 款新产品上市，包括 BCMA ADC 玛贝兰妥单抗/Blenrep，2024 年已在欧洲、日本、中国、美国等国家和地区递交了 NDA 申请，用于治疗多发性骨髓瘤；半年给药一次超长效 IL-5 抗体德莫奇单抗/Depemokimab，已于 2025 年 1 月在中国申报上市，用于治疗嗜酸性粒细胞驱动疾病；IL-5 抗体美泊利珠单抗（Nucala），2024 年 12 月在美国递交了嗜酸性粒细胞高表达 COPD 新适应症上市申请；Gepotidacin，20 多年来首个用于治疗尿路感染的新型口服抗生素，已于 2024 年 10 月在美国申报上市；MenABCWY，五价脑膜炎球菌，已于 2024 年 4 月在美国申报上市。

图6: 2款新产品有望开拓新治疗领域



资料来源：GSK 演示材料，国信证券经济研究所整理

图7: 3款新产品/适应症巩固已有优势领域

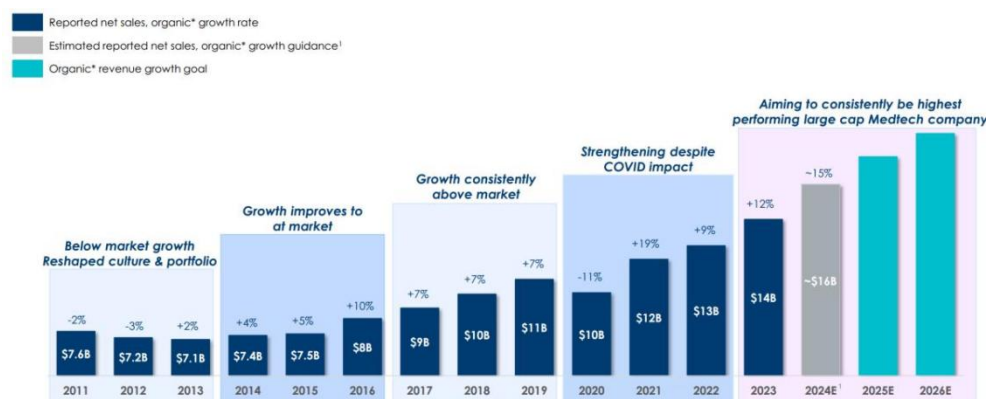


资料来源：GSK 演示材料，国信证券经济研究所整理

## 波士顿科学/Boston Scientific

公告 2024 年业绩指引，预计全年有机销售额约 160 亿美元（+15%），调整后营业利润率 27%（+0.7pp），调整后 EPS 为 2.45-2.47 美元。公司把实现 30% 的调整后营业利润率及持续两位数的 EPS 增长作为长期经营目标。分业务板块来看，2024 年高增长业务（介入心脏病学、WATCHMAN、电生理、外周介入等）在公司整体收入中占比约 50%，预计至 2026 年将进一步提升至 60%。

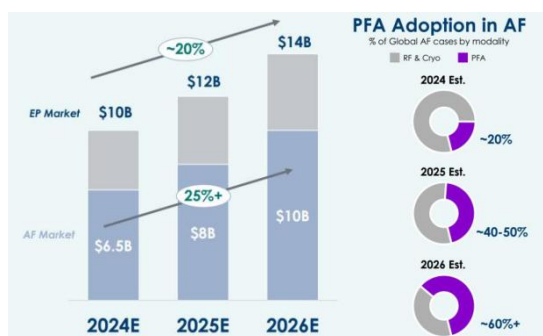
图8: 波士顿科学营业收入回顾与指引 (2011-2026E)



资料来源: 波士顿科学演示材料, 国信证券经济研究所整理

全球电生理市场(手术收入)2024年约为100亿美元,预计至2026年增长至约140亿美元(CAGR=20%);全球房颤手术市场2024年约为65亿美元,预计至2026年增长至约100亿美元(CAGR>25%)。2024年全球PFA手术量在房颤治疗中占比约20%,预计25年增长至40~50%,26年增长至60%+。全球左心耳封堵器市场预计将保持约20%的复合增长,从2023年的14亿美元增长至2030年的60亿美元。

图9: 全球电生理市场规模及 PFA 在房颤治疗中占比情况



资料来源: 波士顿科学演示材料, 国信证券经济研究所整理

图10: 全球左心耳封堵器市场规模预测



资料来源: 波士顿科学演示材料, 国信证券经济研究所整理

### 飞利浦/Philips

公司的2023-2025年计划中,预计可比销售增长将从低水平转至中高水平,年复合增长率为3.2%至3.7%。调整后的EBITA利润率预计从高单位数下降到低个位数,预计到2024年年底能达到约11.5%。自由现金流预计为负,约为30亿至36亿欧元,但公司计划通过减少债务,将净债务与EBITA的比例从3.0降低至1.5。飞利浦在产品更新迭代方面保持领先地位,特别是在影像引导治疗、超声监测、个人健康、诊断影像等领域,致力于通过创新推动增长。例如,其在心脏、神经领域的产业领导地位,以及在超声和成像领域的强大市场份额,推动了产品的持续更新与技术革新。飞利浦还重点发展健康信息学和人工智能,利用AI增强诊断、预测和管理功能,如其智能AI平台在心脏病、阿尔茨海默症、肿瘤等领域的应用,为客户提供增值服务。



图11: Philips 财务目标与展望

	2022	2023-2025 Plan As provided Jan 30, 2023	2023 - 2024 Including outlook <sup>3</sup>
Comparable Sales Growth	declining	From low to MSD	3.2% – 3.7% CAGR
Adj. EBITA margin <sup>1</sup>	7.4 %	From high single to low teens	~11.5% end of 2024
Free Cash Flow <sup>2</sup>	negative	EUR 3.0-3.6 billion total	EUR 2.5 billion
Capital allocation <sup>2</sup> Net Debt/Adj. EBITDA	3.0	Deleverage to 1.5	Deleveraged to 2.0

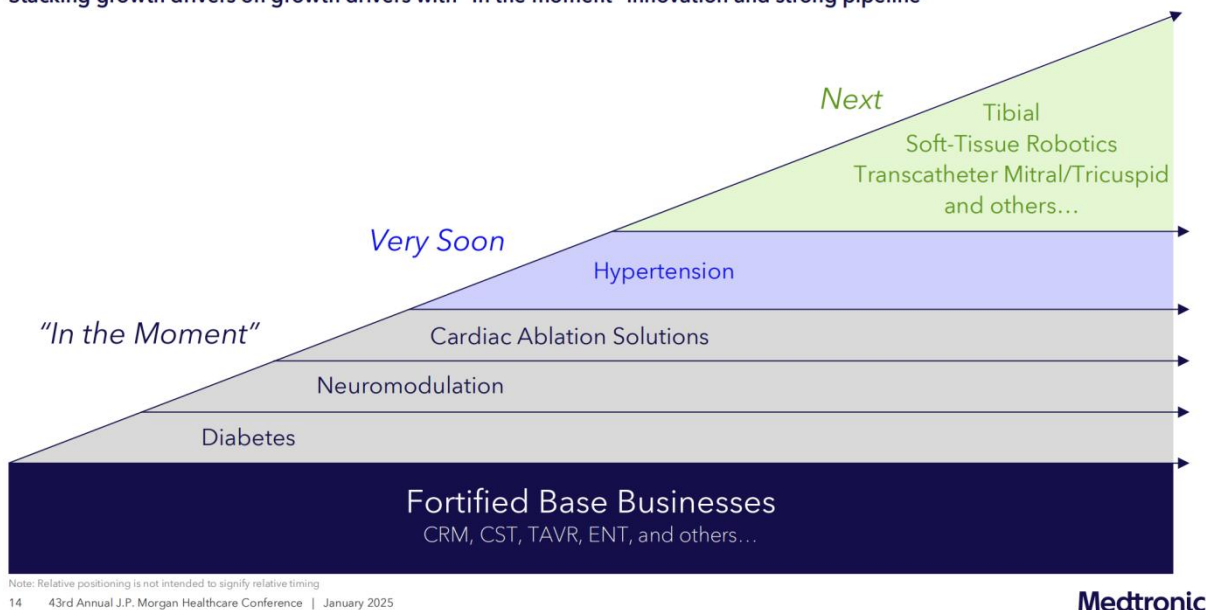
资料来源: Philips 演示材料, 国信证券经济研究所整理

### 美敦力/MDT

公司预计在多个核心领域实现增长, 包括心脏消融解决方案、结构性心脏疾病、神经调节和糖尿病等。特别是心脏消融领域, PulseSelect 和 Affera 等新产品将推动公司在全球市场扩展, 预计该细分市场的规模将达到 90 亿美元, 年复合增长率为中高个位数。此外, 糖尿病治疗领域的 MiniMed 780G 系统和简化版 CGM 传感器将进一步扩大市场份额。神经调节方面, Percept DBS 和 Inceptiv SCS 系统的推出为帕金森病患者提供实时自我调节的脑刺激治疗。美敦力还在糖尿病领域进行重大投资, 其自动胰岛素输送 (AID) 系统和智能注射系统市场规模预计将超过 160 亿美元, 年复合增长率为双位数。

图12: 美敦力在医疗技术领域的长期增长驱动因素

Driving durable growth across the most attractive markets in MedTech  
Stacking growth drivers on growth drivers with "In the moment" innovation and strong pipeline

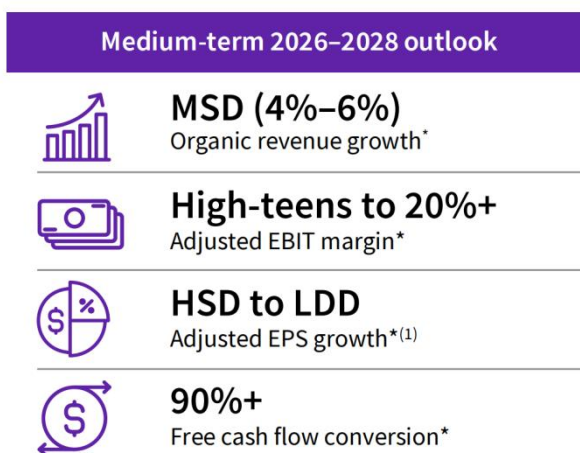


资料来源: 美敦力演示材料, 国信证券经济研究所整理

## GE 医疗/GE Healthcare

中期增长目标（2026-2028）：有机收入年增长率 4~6%（未来 12-18 个月的增速提升因素，1.5~2.0pp 来自中国市场复苏，0.5~0.8pp 来自业务优化，1.0~2.0pp 来自创新及业务加速成长）；调整后 EBIT 利润率接近 20%或更高（未来 12-18 个月，利润率提升的部分 1.5~2.5pp 来自创新及定价策略，2.0~3.0pp 来自生产率提升，0.8~1.2pp 来自管理效率提升，此外投资/研发/营销预计产生-1.5~-2.5pp 的影响）；调整后 EPS 年增长率高个位数至低双位数；自由现金流转化率 90% 以上。公司近期与 Sutter Health 签署为期七年、金额约 10 亿美金的合作协议，GE 医疗为其非盈利医疗系统提供人工智能驱动的医疗技术和软件升级。

图13: GE 医疗 2026-2028 财务展望



资料来源：GE 医疗演示材料，国信证券经济研究所整理

## 直觉外科/Intuitive Surgical

2024 年全年达芬奇手术机器人手术量同比增长约 17%至 268 万例，24Q4 手术量同比增长约 18%。增长主要归因于美国普通外科手术量增长 19%以及美国以外手术总数增长 23%，主要由癌症手术推动。公司预计 2025 年全球达芬奇手术量将提升 13~16%。2024 年全年共安装 1526 台达芬奇手术系统（同比+11%，其中 362 台为达芬奇 5 系统），24Q4 装机 493 台（同比+19%，其中 174 台为达芬奇 5 系统）。2024 年初步确认收入 83.5 亿美元（+17%），24Q4 初步确认收入 24.1 亿美元（+25%）。2024 年全年仪器及配件收入增长 19%至约 50.8 亿美元，主要得益于达芬奇手术量的增长。

## 强生/JNJ

在电生理领域深耕多年，拥有全面的房颤治疗组合，并在三维标测和射频领域保持领先。VARIPULSE PFA 系统和射频/脉冲双能量导管已获批，并正在推进 VARIPULSE 在美国以外市场的商业化，解决美国市场的安全性问题。在心血管介入领域，收购 Abiomed 和 Shockwave 后，公司的产品组合竞争力显著提升，Impella 心脏泵和 Shockwave 血管内碎石产品保持市场领导地位。在外科领域，VELYS 骨科产品和 OTTAVA 软组织机器人取得进展，同时推出新的止血胶和倒刺线。在眼科领域，公司推出新型人工晶体 TECNIS，并巩固接触镜的市场领先地位。公司目标在 2025-2030 年保持医疗技术业务 5%-7%的年增长率，预计高增长业务收入占比将从 2018 年的 20%增至 2027 年的 33%。

## 新股上市跟踪

表1: 近期 A 股/H 股医药板块新股上市情况跟踪

证券代码	公司简称	上市进展	公司简介
301602.SZ	超研股份	1月13日申购 1月15日申购缴款	公司是一家专业从事医学影像设备、工业无损检测设备的研发、生产和销售的国家级重点高新技术企业。经过多年的自主研发创新,公司已经掌握了从脏器结构性成像到脏器运动分析、弹性成像等功能性成像技术,建立了从图像处理算法、图像分析软件、探头核心部件到整机设计开发的完整的核心技术自主知识产权体系,逐步打破国外进口彩超在中高端领域的垄断地位,形成了从全身应用彩超设备、临床专科应用彩超设备、便携式彩超设备、掌上式无线彩超到人工智能云平台解决方案的全系列产品类型。

资料来源:中国证监会,港交所,国信证券经济研究所整理

## 本周行情回顾

本周全部 A 股上涨 2.94%（总市值加权平均），沪深 300 上涨 2.14%，中小板指上涨 3.16%，创业板指上涨 4.66%，生物医药板块整体上涨 2.67%，生物医药板块表现弱于整体市场。分子板块来看，化学制药上涨 2.84%，生物制品上涨 3.19%，医疗服务上涨 2.18%，医疗器械上涨 3.08%，医药商业上涨 1.72%，中药上涨 2.08%。

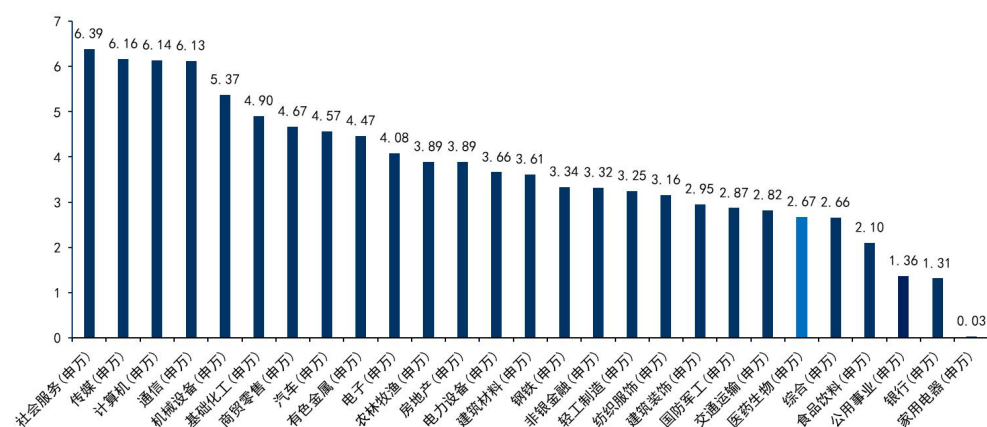
个股方面，涨幅居前的是大博医疗（21.74%）、锦好医疗（21.34%）、常山药业（18.88%）、艾力斯（18.54%）、南华生物（16.73%）、奥美医疗（14.98%）、金河生物（14.46%）、百济神州-U（13.40%）、倍益康（12.71%）、海欣股份（12.57%）。

跌幅居前的是赛分科技（-24.49%）、\*ST 普利（-15.63%）、康为世纪（-14.19%）、九典制药（-11.23%）、\*ST 吉药（-8.33%）、ST 天圣（-8.03%）、联环药业（-7.82%）、太极集团（-7.18%）、ST 美谷（-5.96%）、华海药业（-5.86%）。

本周恒生指数上涨 2.73%，港股医疗保健板块上涨 2.95%，板块相对表现强于恒生指数。分子板块来看，制药板块上涨 3.37%，生物科技下跌 0.44%，医疗保健设备上涨 1.58%，医疗服务上涨 0.42%。

市场表现居前的是（仅统计市值 50 亿港币以上）百济神州（14.40%）、微创机器人-B（11.49%）、科济药业-B（10.92%）、三生制药（8.96%）、晶泰控股-P（7.89%）；跌幅居前的是复宏汉霖（-18.02%）、云顶新耀-B（-15.01%）、药明合联（-12.73%）、华昊中天医药-B（-12.61%）、中国中药（-11.79%）。

图14: 申万一级行业一周涨跌幅（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表2: 本周 A 股涨跌幅前十的个股情况

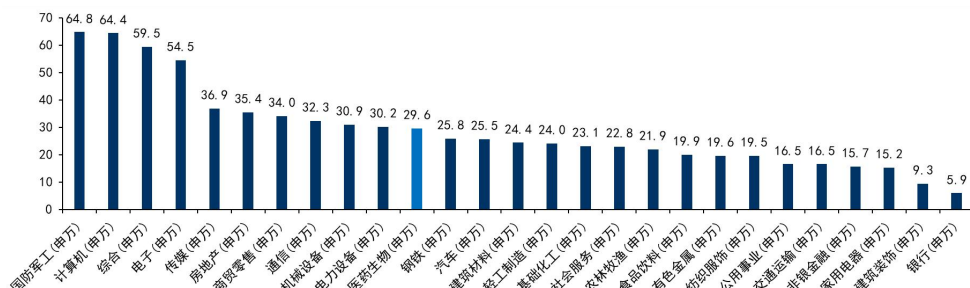
本周涨幅前十		本周跌幅前十	
股票简称	涨幅	股票简称	跌幅
大博医疗	21.74%	赛分科技	-24.49%
锦好医疗	21.34%	*ST 普利	-15.63%
常山药业	18.88%	康为世纪	-14.19%
艾力斯	18.54%	九典制药	-11.23%
南华生物	16.73%	*ST 吉药	-8.33%
奥美医疗	14.98%	ST 天圣	-8.03%
金河生物	14.46%	联环药业	-7.82%
百济神州-U	13.40%	太极集团	-7.18%
倍益康	12.71%	ST 美谷	-5.96%
海欣股份	12.57%	华海药业	-5.86%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 本表仅做列示, 不做推荐

## 板块估值情况

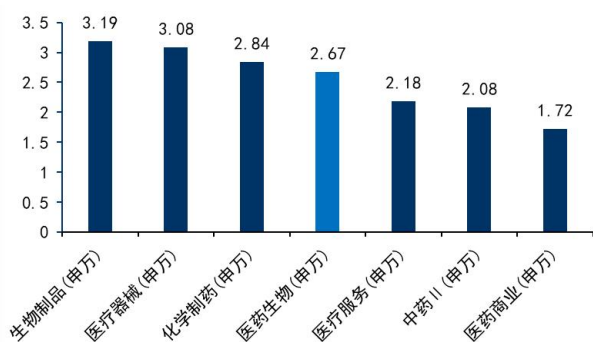
医药生物市盈率（TTM）29.57x，全部 A 股（申万 A 股指数）市盈率 17.08x。分板块来看，化学制药 34.41x，生物制品 29.31x，医疗服务 31.74x，医疗器械 29.67x，医药商业 16.91x，中药 26.62x。

图15: 申万一级行业市盈率情况（TTM）



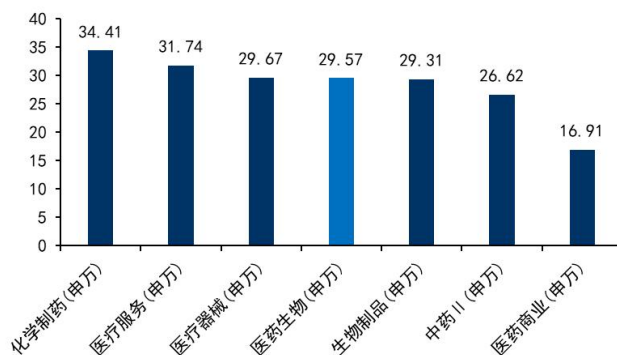
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 医药行业子板块一周涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图17: 医药行业子板块市盈率情况（TTM）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 投资策略

### 医药行业 1 月投资策略

**JPM2025 开局，国产创新药 BD 交易浪潮迭起：**第 43 届摩根大通医疗健康大会（JPM 2025）刚刚落下帷幕。今年 JPM 大会上，出现了比往年更多的中国药企身影。Evaluate Pharma 的最新报告显示，在整个行业的临床管线中，至少有五分之一的项目有中国公司参与；DealForma 的数据显示，2024 年大约 31% 的大型跨国药企引进的创新药候选分子来自中国，2019 年这一数字还是 0%。跨国药企核心管线的交替，为国内 Biotech 提供融入全球医药商业的机会。过去几年，数百个国产创新药通过 license out 和 newco 形式出海，2025 年多个项目临床结果即将揭晓。

**国内政策端回暖信号频现：**1 月 17 日，国家医保局召开“保障人民健康 赋能经济发展”新闻发布会，提出医保丙类目录将于今年年内发布第一版，主要聚焦创新程度很高、临床价值巨大、患者获益显著，但因超出“保基本”定位暂时无法纳入基本医保目录的药品，并积极引导支持商业健康保险将丙类目录药品纳入保障范围，并将探索优化调整支付管理政策，对于丙类目录药品可不计入参保人自费率指标和集采中选可替代品种监测范围，符合条件的病例可不纳入按病种付费范围，实行按项目付费。2018 年以来，国家组织药品带量采购累计节省医保基金 4400 亿元左右，其中用于谈判药使用超 3600 亿元，也就是说“老药”集采省下来的钱 80% 用于创新药，“腾笼换鸟+增量商保资金”的双重驱动下，预计国产创新药在院内药品的占比会持续快速提升。

**医疗设备更新进入陆续落地阶段：**设备更新政策在经历政策发布、项目上报和审批阶段后，目前进入了采购意向发布和招标阶段，部分省市的设备更新项目开始陆续落地。根据众成数科统计，从 24 年 10 月起，招标项目金额呈现递增趋势，截至 1 月 5 日，我国医疗领域设备更新招标公告已披露的预算总金额达 80 亿元。随着招投标落地，设备更新对于企业端业绩的贡献有望从 24Q4 起得以体现，并延续到 25 年全年。

**投资建议：**国内医疗需求持续升级，宏观经济有望逐步回暖，在地缘政治扰动之下，国家有望加大对于自主可控的支持力度，建议优先配置创新药、创新器械、医疗设备、生命科学上游等细分行业，同时建议关注 AI 医疗、并购重组等带来的主题投资机会。

## 推荐标的

**智翔金泰-U：**核心品种赛立奇单抗是国内首个申报上市的国产抗 IL-17A 单抗，中重度斑块状银屑病适应症 Ph3 临床数据优异。IL-4RA 管线 GR1802 目前布局 AD、哮喘、CRSwNP 等适应症国内进度预计 3~5 位，进度紧跟第一梯队。

**美好医疗：**公司专注于医疗器械精密组件及产品的设计开发、制造和销售，具备提供医疗器械组件及产品开发的全流程服务的能力，目前核心业务为家用呼吸机组件和人工植入耳蜗组件，作为平台型企业，公司延伸能力突出，目前已经延伸至其他医疗器械产品组件和家用及消费电子组件。

**特宝生物：**公司核心品种派格宾是目前国内唯一长效干扰素产品，国内慢性乙肝患者群体庞大，随着乙肝临床治愈理念的不断普及、科学证据的积累，以长效干扰素为基石的组合疗法渗透率有望持续提升；珮金是新一代长效升白药，有望贡献销售增量；长效生长激素已提交 NDA，国内进度领先。

**爱博医疗：**公司是国内首家自主开发高端屈光性人工晶状体的厂家，隐形眼镜正处于快速放量阶段。拥有丰富在研管线，未来平台化和国际化发展潜力大。

**艾德生物：**公司是肿瘤精准诊断领域的龙头企业，产品线布局领先，构建了从靶向治疗到免疫治疗的全方位伴随诊断产品体系，在院内渠道具备强大的销售壁垒；此外，公司产品顺利出海，中长期发展空间广阔。

**澳华内镜：**公司为国产软镜设备龙头，软镜市场国产化率提升空间巨大，公司旗舰产品 AQ-300 于 2022 年底前上市，性能媲美进口产品，目前市场推广进展顺利，有望带动收入高增长和盈利能力提升。

**百普赛斯：**公司是一家专业提供重组蛋白等关键生物试剂产品及技术服务的高新技术企业，助力全球生物医药公司、生物科技公司 and 科研机构等进行生物药、细胞免疫治疗及诊断试剂的研发与生产，矢志成为生物医药、健康产业领域的基石企业。

**药明合联(2268.HK)：**专注于全球 ADC 及更广泛生物偶联药物市场的领先 CRDMO，亦是唯一一家致力于提供综合性端到端服务的公司。根据弗若斯特沙利文的资料，按 2022 年的收益计，公司是全球第二大 ADC 等生物偶联药物 CRDMO，而按截至 2022 年年底的项目总数计，公司是全球最大的生物偶联药物 CRDMO。

**康诺亚-B(2162.HK)：**核心品种 CM310 在 AD 适应症开启 3 期注册性临床，CRSwNP 2 期数据读出，有望成为首个获批上市的国产 IL4Ra 单抗；后续差异化管线临床顺利推进。公司在 2024 年实现首款产品 CM310 的商业化，由于公司对外合作产生现金流，且研发投入高效。

**爱康医疗(1789.HK)：**公司是中国第一家将 3D 打印技术商业化的人工关节领域龙头公司，公司产品线齐全，借助集采提升市场份额，加速进口替代，巩固龙头地位。骨生物材料和数字化骨科将成为新增长点。



## 风险提示

研发失败风险；商业化不及预期风险；地缘政治风险；政策超预期风险。

附表：重点覆盖公司盈利预测及估值

代码	公司简称	子行业	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				ROE	PEG	投资 评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
300760.SZ	迈瑞医疗	医疗器械	2,835	115.8	127.6	151.1	176.4	24.5	22.2	18.8	16.1	35.0%	1.5	优于大市
300832.SZ	新产业	医疗器械	480	16.5	19.5	23.8	29.5	29.1	24.7	20.2	16.3	21.9%	1.2	优于大市
688212.SH	澳华内镜	医疗器械	57	0.6	0.4	1.0	1.9	97.8	141.5	55.5	29.2	4.2%	2.8	优于大市
688161.SH	威高骨科	医疗器械	98	1.1	2.2	2.9	3.4	87.2	44.1	33.5	28.5	2.9%	1.0	优于大市
688271.SH	联影医疗	医疗器械	1,009	19.7	14.2	23.0	28.1	51.1	71.0	43.8	35.9	10.5%	5.7	优于大市
688050.SH	爱博医疗	医疗器械	187	3.0	4.1	5.2	6.4	61.6	45.8	36.1	29.4	14.3%	1.6	优于大市
688114.SH	华大智造	医疗器械	169	(6.1)	3.2	3.9	-	(27.8)	52.4	43.4	-	-7.0%	2.5	优于大市
301363.SZ	美好医疗	医疗器械	133	3.1	3.8	4.6	5.7	42.5	35.3	28.8	23.4	9.8%	1.6	优于大市
688016.SH	心脉医疗	医疗器械	141	4.9	6.1	8.0	-	28.6	23.1	17.7	-	12.8%	0.9	优于大市
688236.SH	春立医疗	医疗器械	40	2.8	2.5	3.0	3.6	14.6	16.2	13.5	11.4	9.7%	1.9	优于大市
688576.SH	西山科技	医疗器械	31	1.2	1.3	1.5	1.8	26.3	23.9	20.0	16.8	5.4%	1.5	优于大市
300049.SZ	福瑞股份	医疗器械	85	1.0	2.0	3.0	4.0	83.2	42.7	28.4	21.1	6.6%	0.7	优于大市
300463.SZ	迈克生物	医疗器械	77	3.1	4.1	5.3	6.4	24.6	18.6	14.5	12.1	4.9%	0.7	优于大市
300685.SZ	艾德生物	医疗器械	86	2.6	3.1	3.8	4.7	32.8	28.1	22.6	18.4	15.4%	1.3	优于大市
688358.SH	祥生医疗	医疗器械	27	1.5	1.9	2.3	2.9	18.5	14.1	11.7	9.3	10.7%	0.5	优于大市
688389.SH	普门科技	医疗器械	61	3.3	4.1	5.1	6.2	18.5	14.8	12.0	9.7	18.3%	0.6	优于大市
688029.SH	南微医学	医疗器械	126	4.9	6.0	6.9	8.0	26.0	21.2	18.4	15.8	13.5%	1.2	优于大市
603301.SH	振德医疗	医疗器械	57	2.0	4.0	5.1	6.4	28.5	14.2	11.1	8.9	3.7%	0.3	优于大市
688626.SH	翔宇医疗	医疗器械	47	2.3	2.1	2.7	3.3	20.8	22.9	17.8	14.1	10.9%	1.7	优于大市
605369.SH	拱东医疗	医疗器械	45	1.1	2.5	3.0	3.5	40.8	17.8	14.7	12.7	6.7%	0.4	优于大市
300633.SZ	开立医疗	医疗器械	118	4.5	2.0	4.9	6.6	25.9	60.2	24.0	17.8	14.4%	4.5	优于大市
688575.SH	亚辉龙	医疗器械	91	3.6	3.8	5.1	6.7	25.7	24.0	17.8	13.7	13.9%	1.0	优于大市
002653.SZ	海思科	化学制药	350	3.0	4.5	6.6	9.2	118.5	77.5	53.1	38.2	7.1%	1.7	优于大市
688062.SH	迈威生物-U	生物药	70	(10.5)	(7.5)	(5.2)	(1.3)	(6.7)	(9.4)	(13.6)	(55.8)	-40.8%	0.2	优于大市
300601.SZ	康泰生物	生物药	169	8.6	6.1	8.1	10.0	19.6	27.6	20.9	16.9	9.0%	5.5	优于大市
603392.SH	万泰生物	生物药	879	12.5	72.3	83.7	-	70.5	12.2	10.5	-	9.8%	0.1	优于大市
688687.SH	凯因科技	生物药	37	1.2	1.3	2.0	2.6	31.8	27.9	18.5	14.2	6.6%	0.9	优于大市
300122.SZ	智飞生物	生物药	595	80.7	113.1	141.8	-	7.4	5.3	4.2	-	25.6%	0.2	优于大市
688319.SH	欧林生物	生物药	47	0.2	0.5	0.7	1.3	270.1	98.8	72.9	35.6	1.9%	1.0	优于大市
688443.SH	智翔金泰-U	生物药	92	(8.0)	(7.8)	(7.3)	(4.6)	(11.5)	(11.8)	(12.7)	(19.9)	-28.8%	0.7	优于大市
688278.SH	特宝生物	生物药	321	5.6	8.0	11.3	15.1	57.8	40.4	28.5	21.2	29.6%	1.1	优于大市
000999.SZ	华润三九	中药	576	28.5	33.1	39.4	45.7	20.2	17.4	14.6	12.6	15.0%	1.0	优于大市
600557.SH	康缘药业	中药	76	5.4	5.4	6.1	6.8	14.2	14.0	12.5	11.3	10.3%	1.8	优于大市
600129.SH	太极集团	中药	116	8.2	10.7	13.0	15.6	14.1	10.8	8.9	7.4	22.7%	0.5	优于大市
688046.SH	药康生物	生命科学与工业上游	54	1.6	1.4	1.8	2.2	33.7	38.2	30.4	24.8	7.5%	3.6	优于大市
301080.SZ	百普赛斯	生命科学与工业上游	59	1.5	1.6	2.2	3.0	38.2	37.7	27.2	19.8	5.9%	1.5	优于大市
688293.SH	奥浦迈	生命科学与工业上游	44	0.5	0.4	1.0	1.4	82.3	105.9	45.8	31.3	2.5%	2.8	优于大市
300171.SZ	东富龙	生命科学与工业上游	96	6.0	10.3	12.2	-	16.0	9.3	7.9	-	7.6%	0.2	优于大市
300358.SZ	楚天科技	生命科学与工业上游	39	3.2	6.7	8.0	-	12.3	5.8	4.9	-	6.7%	0.1	优于大市
603259.SH	药明康德	CXO	1,511	106.9	94.4	107.7	122.8	14.1	16.0	14.0	12.3	17.4%	3.4	优于大市
000739.SZ	普洛药业	CXO	178	10.6	11.2	13.3	15.9	16.8	15.8	13.4	11.1	17.0%	1.1	优于大市
603127.SH	昭衍新药	CXO	108	4.0	0.9	3.0	3.4	27.3	119.1	36.1	32.3	4.8%	-21.6	优于大市
301096.SZ	百诚医药	CXO	39	2.7	1.8	2.2	2.7	14.3	21.9	18.0	14.6	10.1%	-35.7	优于大市
688076.SH	诺泰生物	CXO	111	1.6	4.7	6.4	8.6	67.8	23.6	17.2	12.8	7.5%	0.3	优于大市
688222.SH	成都先导	CXO	48	0.4	0.5	0.6	0.8	117.6	95.8	76.0	57.7	3.0%	3.6	优于大市
603882.SH	金域医学	医疗服务	120	6.4	2.3	6.9	8.5	18.6	52.0	17.4	14.1	7.7%	5.4	优于大市
300015.SZ	爱尔眼科	医疗服务	1,158	33.6	35.3	42.6	51.0	34.5	32.8	27.2	22.7	17.8%	2.2	优于大市
1066.HK	威高股份	医疗器械	184	20.0	21.9	23.5	25.4	9.2	8.4	7.8	7.2	8.9%	1.0	优于大市
1789.HK	爱康医疗	医疗器械	44	1.8	2.7	3.5	4.4	24.1	16.5	12.6	9.9	7.6%	0.5	优于大市
2005.HK	石四药集团	化学制药	86	11.9	12.4	13.8	15.2	7.2	7.0	6.2	5.7	19.0%	0.8	优于大市
0512.HK	远大医药	化学制药	144	17.0	19.1	21.1	23.3	8.5	7.6	6.9	6.2	12.4%	0.7	优于大市

0013.HK	和黄医药	化学制药	177	7.1	(0.9)	4.4	7.8	24.8	(205.2)	40.4	22.8	13.8%	-72.2	优于大市
2162.HK	康诺亚-B	生物药	76	(3.6)	(6.4)	(7.8)	(3.6)	(21.1)	(11.8)	(9.7)	(21.3)	-12.0%	29.1	优于大市
9926.HK	康方生物	生物药	490	20.3	(3.3)	3.2	14.0	24.2	(146.7)	153.6	35.0	43.2%	12.6	优于大市
1530.HK	三生制药	生物药	137	15.5	19.3	21.5	24.2	8.8	7.1	6.4	5.7	11.0%	0.4	优于大市
6990.HK	科伦博泰生物-B	生物药	341	(5.7)	(3.0)	(5.6)	(2.5)	(59.4)	(115.2)	(61.1)	(138.1)	-24.6%	4.7	优于大市
2480.HK	绿竹生物-B	生物药	43	(2.5)	(3.0)	(3.6)	(3.4)	(17.1)	(14.2)	(12.0)	(12.5)	-24.4%	-1.3	优于大市
2268.HK	药明合联	CXO	319	2.8	7.1	10.2	13.2	112.5	44.7	31.4	24.2	5.2%	0.7	优于大市
2269.HK	药明生物	CXO	681	34.0	38.2	44.8	53.2	20.0	17.8	15.2	12.8	8.4%	1.1	优于大市
1951.HK	锦欣生殖	医疗服务	64	3.4	4.6	5.7	-	18.5	13.8	11.2	-	3.4%	0.5	优于大市
2273.HK	固生堂	医疗服务	62	2.5	3.4	4.4	6.0	24.5	18.4	14.2	10.3	10.9%	0.6	优于大市
2666.HK	环球医疗	医疗服务	84	20.2	21.1	22.8	24.8	4.2	4.0	3.7	3.4	12.9%	0.6	优于大市

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理、预测

注: 总市值以 2025/1/17 股价计算

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032