



## 目 录

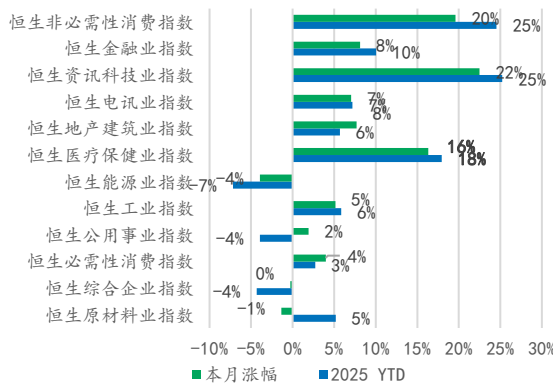
一、行情回顾.....	3
二、行业数据更新 .....	4
三、行业新闻整理 .....	6
四、风险提示.....	9

## 一、行情回顾

### 港股医药板块表现

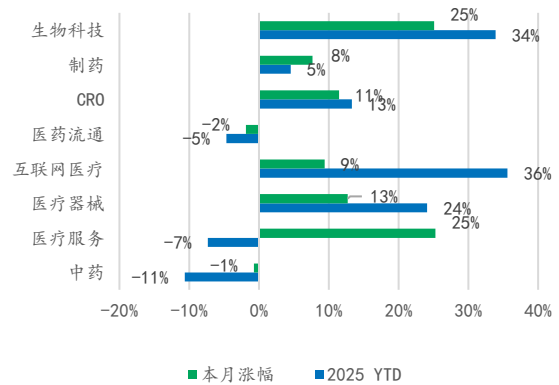
2025年2月恒生综合行业指数上涨12.8%，恒生医疗保健指数上涨16.3%，跑赢市场3.5个百分点。截止2月28日医药行业市值占比4.6%。子板块中互联网医疗、生物科技和医疗器械上涨较多，分别为36%、34%和24%，下跌子板块有中药（-11%）、医疗服务（-7%）和医药流通（-5%）。

图1：恒生综合指数一周表现



数据来源：Bloomberg，民银证券

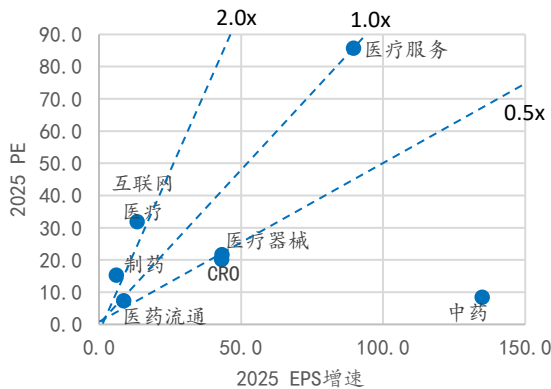
图2：医药子板块一周表现



数据来源：Bloomberg，民银证券

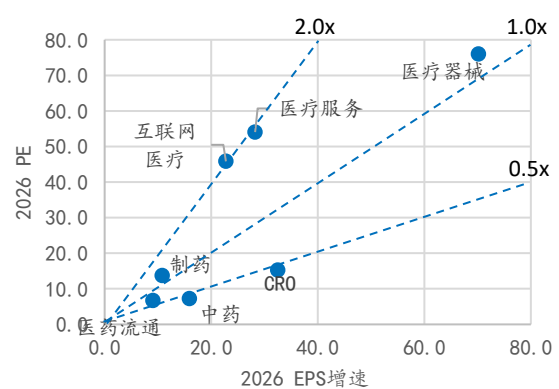
从子板块估值来看，2025年低于0.5倍PEG的子板块为中药、CRO和医疗器械，处于0.5-1倍PEG的为医疗服务和医药流通，制药和互联网医疗PEG估值高于2倍。2026年中药、CRO估值仍然较低，0.5-1倍PEG区间的为医药流通，处于1-2倍PEG区间的为制药、医疗器械，医疗服务的高PE由一脉阳光拉动，互联网医疗高于2倍PEG。

图1：医药子板块2025 PE/EPS增速



数据来源：Bloomberg，民银证券

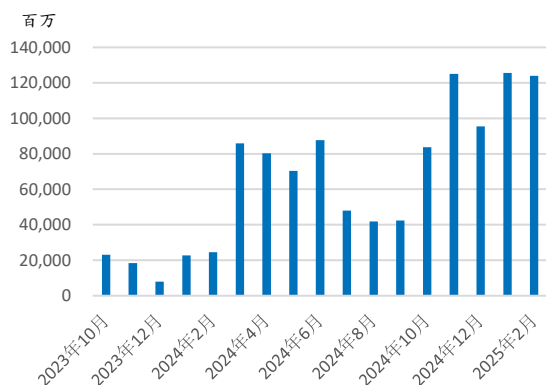
图2：医药子板块2026 PE/EPS增速



数据来源：Bloomberg，民银证券

在资金流向方面，港股南向资金净买入从去年年底开始放大。2025年1-2月港股通标的证券调整方面没有医药行业股票。

图 1：港股通南向净买入（百万元）



数据来源：Choice，民银证券

图 2：1-2月医疗行业南向资金变化前十

南向持仓增长前十			南向持仓减少前十		
代码	公司名称	2月21日	代码	公司名称	2月21日
3347	泰格医药	11.8%	3759	康龙化成	-3.8%
314	思派健康	11.5%	1541	宜明昂科-B	-2.8%
2228	晶泰控股-P	7.3%	2252	微创机器人-B	-2.7%
2487	科笛-B	4.0%	2105	来凯医药-B	-2.5%
6660	艾美疫苗	3.9%	9955	智云健康	-2.0%
2171	科济药业-B	3.9%	2367	巨子生物	-1.9%
1558	东阳光药	3.6%	2137	腾盛博药-B	-1.7%
2273	固生堂	3.1%	9995	荣昌生物	-1.7%
2196	复星医药	2.9%	853	微创医疗	-1.1%
2192	医脉通	2.8%	2142	和铂医药-B	-1.1%

数据来源：港交所，民银证券

在恒生季检结果方面，2025年2月21日宣布的2024年底的恒生指数系列季度检讨结果将于2025年3月10日起生效。恒生指数没有变动，其他指数变动医药行业相关的有1) 恒生中国企业指数成份股加入百济神州有限公司，剔除中国生物制药有限公司；2) 恒生生物科技指数加入先健科技公司，剔除宜明昂科；3) 恒生综合指数加入讯飞医疗，一脉阳光，健康之路，方舟云康，剔除宜明昂科，来凯医药，科济药业，高视医疗，科笛集团，君圣泰医药，希玛医疗，泰格医药，康龙化成，瑞尔集团，艾美疫苗，康宁杰瑞，荣昌生物，沛嘉医疗。

### A 股医药板块表现

1月沪深300指数下跌3%，医药生物（申万）指数下跌3.8%，跑输市场0.8个百分点。13个医药子行业（申万）均下跌，其中疫苗（-6.6%）、医院（-6.1%）和医疗设备（-5.3%）下跌幅度较大。2月沪深300指数上涨1.9%，医药生物（申万）指数上涨5.1%，跑赢市场3.2个百分点。13个医药子行业（申万）中，涨幅较大的子板块有医院（15.1%）、医药研发（11.7%）和医疗设备（10.5%），血液制品和医疗耗材分别下跌3.5%和0.1%。

## 二、行业数据更新

### 医疗服务数据

受到多种因素影响包括2023年初疫情放开、积压择期手术释放以及2023年中

开始的医药反腐，医院门诊诊疗量和出院人次较为波动。从广西省南宁市和四川省成都市的医疗服务数据来看，2024年1-11月的诊疗量和出院人次数数据均趋于平稳至单个位数增速。

图 1：广西省南宁市医疗服务数据

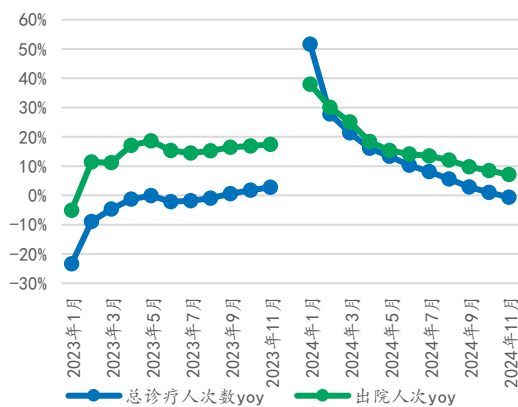
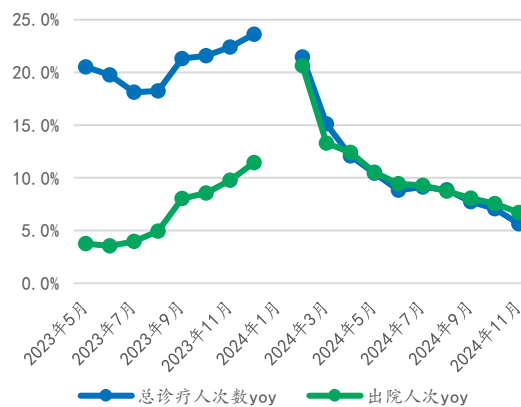


图 2：四川省成都市医疗服务数据



数据来源：各省市卫健委网站，民银证券

数据来源：各省市卫健委网站，民银证券

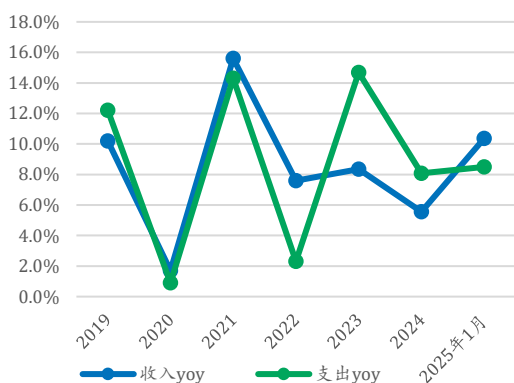
### 医保数据

国家基本医疗保险平稳增长，收支结余水平与往年相当，2024年全年和2025年1月不含生育保险的支出分别增长6.8%和7.6%。

2025年1月基本医疗保险（含生育保险）收入3143亿元，同比增长10.4%，其中职工基本医疗保险收入增长11.1%，城乡居民基本医疗保险收入增长9.8%。基本医疗保险（含生育保险）支出1799亿元，同比增长8.5%，其中职工基本医疗保险支出增长9.2%，城乡居民基本医疗保险支出增长7.6%。

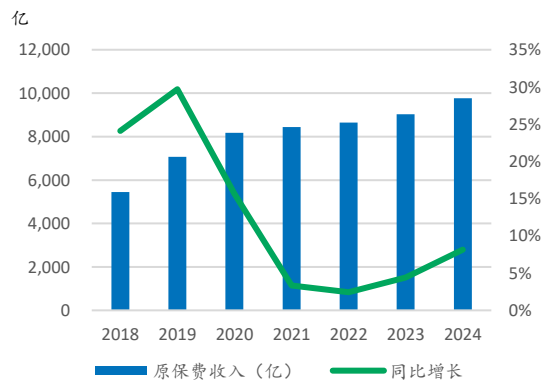
2024年基本医疗保险（含生育保险）收入28507亿元，同比增长5.6%，其中职工基本医疗保险收入增长5.1%，城乡居民基本医疗保险收入增长6.3%。基本医疗保险（含生育保险）支出23824亿元，同比增长8.1%，不含生育保险的基本医疗保险支出增长6.8%。

图 1：基本医疗保险收入和支出增速



数据来源：国家医保局，民银证券

图 2：商业健康险收入增长



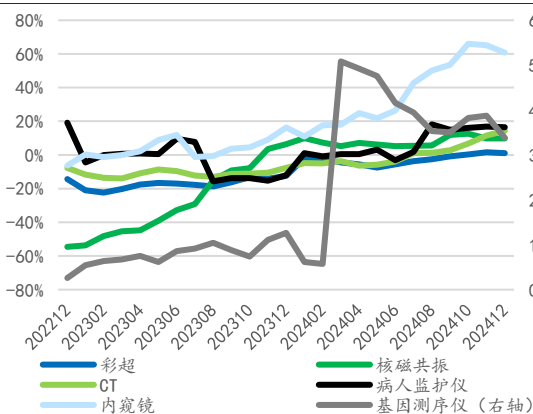
数据来源：国家金管局，民银证券

商业健康险方面，2024 年原保费收入 9773 亿元，同比增长 8.2%，较前两年呈现加速增长趋势，占国家医保统筹基金收入的 34%。

### 海关数据

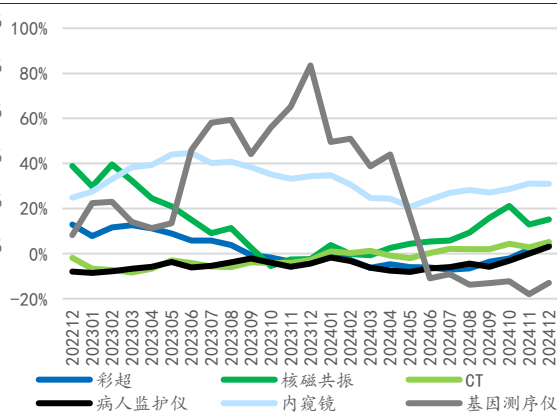
从海关出口数据来看，心电图记录仪、彩色超声波诊断仪、核磁共振、CT、病员监护仪、内窥镜从 2024 年下半年开始从数量和金额上都加速增长，其中内窥镜的数量和金额增速较高。

图 1：医疗器械出口数量 12 个月滚动增速



数据来源：海关数据，民银证券

图 2：医疗器械出口金额 12 个月滚动增速



数据来源：海关数据，民银证券

## 三、行业新闻整理

2025 年 1 月 9 日，国家医保局召开支持创新药发展企业座谈会，与部分医药企业交流创新药发展情况，听取对医保部门支持创新药发展的意见建议。百济神州、贝达药业、江苏恒瑞、华润三九和罗氏、强生、赛诺菲、安斯泰来等企业参加了座谈，介绍了相关情况并提出了意见建议。为进一步加大对创新药的支

持力度，下一步国家医保局将在充分调研、广泛征求意见的基础上研究出台一系列更有力度的政策举措。将着力完善“1+3+N”多层次保障体系，拓宽创新药支付渠道；探索建立丙类药品目录，引导惠民型商业健康保险将创新药纳入保障责任；优化创新药首发价格管理和挂网采购流程，提高挂网效率；持续动态调整医保药品目录，及时纳入符合条件的创新药品，稳定企业预期；推动定点医疗机构和零售药店做好药品配备，鼓励创新药临床应用；利用药品集中采购平台的丰富经验，主动加强对外宣介，支持医药产业“出海”寻求更广阔市场。

1月11日，国家医保局发布《国家医疗保障局关于开展2025年定点医药机构违法违规使用医保基金自查自纠工作的通知》。根据国家医保局部署，督促各地医保局制定本地化问题清单，全面排查2023-2024年医保基金使用情况，并组织医疗机构开展自查自纠，需在2025年3月底完成。同时聚焦工作重点，于2025年4月起开始展开全国飞行检查。根据《通知》，今年医保基金检查主体，从定点医疗机构一类主体，延伸至定点医疗机构和定点零售药店两类主体。在检查内容方面，今年不仅会针对心血管内科、骨科、血液透析、康复、医学影像、临床检验等6个领域展开严格检查，还新增了肿瘤、麻醉、重症医学3个领域，形成9个领域对照自查的问题清单，确保检查到位。

1月14日，市场监管总局官网正式发布《医药企业防范商业贿赂风险合规指引》，第三方是指代表医药企业行事或者向医药企业提供货物或者服务的个人、法人或者非法人组织，包括但不限于医药产品委托研究机构、医药产品委托生产组织、医药产品推广服务商、相关行业协会学会、经销商、供应商、配送商、中间人、代理人等。商业贿赂是指采用财物或者其他手段贿赂交易相对方的工作人员、受交易相对方委托办理相关事务的单位或者个人、利用职权或者影响力影响交易的单位或者个人，以谋取交易机会或者竞争优势的行为。

医装数胜数据，2025年1月国内医学影像设备市场规模回暖迹象显著，同比增长超47%。2025年1月，超声影像诊断设备销售金额同比增长超48%，销售数量同比增长超54%。CT销售金额同比增长超53%，销售数量同比增长超32%。内窥镜销售金额同比增长约为32%，销售数量同比增长超40%。MRI销售金额同比增长约33%，销售数量同比增长25%。DSA销售金额同比增长超70%，销售数量同比增长75%。DR销售金额同比增长超161%，销售数量同比增长超136%。

2月14日晚，国家医保局发布《医保领域“高效办成一件事”2025年度第一批重点事项清单》。针对定点医药机构的即时结算，针对医药企业的集采药品耗材、国谈药的直接结算均作为2025年重点事项出现在清单中，其他还包括参保人员职工基本医疗保险个人账户余额一次性支取(个人身后)，2025年底前全国90%统筹区职工基本医疗保险个人账户资金跨省共济使用。

近日，行业内流传着一份《关于完善药品价格形成机制的意见(征求意见稿)》，该稿件内容提出一系列具体措施，旨在优化药品价格形成机制，支持创新药发展，规范药品价格秩序，提升药品可及性和可负担性。核心要点包括设立创新药产业投资基金，鼓励商业保险公司设立创新药产业投资基金，支持医药创新发展；试行新上市药品自评制度，支持创新药加快进入临床；构建创新药多元支付格局，拓宽创新药支付渠道；建立商业健康保险药品目录，完善医保药品目录动态调整机制。在支持创新药高质量发展方面，文件提出设立创新药产业投资基金，鼓励商业保险公司设立创新药产业投资基金，支持医药创新发展。文件还提出优化新上市药品首发挂网服务和价格机制，试行新上市药品自评制度，支持创新药加快进入临床。关于丙类目录方面，将研究建立商业健康保险药品目录(丙类目录)，为商业健康保险扩大药品保障范围提供公共服务和政策支持。结合医保目录年度调整，医保部门、商业保险公司等相关方共同制定丙类目录，将符合条件的高水平创新药纳入丙类目录，谈判确定体现创新价值的合理价格，并动态调整。建立丙类目录与医保目录协调联动机制，支持丙类目录药品以适当的协议价格纳入医保目录。鼓励商业保险公司根据保险产品需要，与创新药企业协商通过量价挂钩、疗效付费、分期付款等方式，共同分担创新药费用支持风险。畅通医保目录和丙类目录创新药进院使用渠道，加强用药行为监管，提升用药规范性、合理性。

2月21日，国家医保局宣布了中心静脉给药价格综合治理结果。这是国家医保局实施的第三批医疗服务价格规范治理。国家医保局发现，长期以来中心静脉给药的耗材价格明显偏高。以输液港为例，价格治理前，耐高压型输液港进口、国产品牌价格分别在8200元、8000元左右，一些省份组织过对中心静脉给药设备的集采，但集采的影响面相对有限，中心静脉给药产生的费用仍然较高。国家医保局指导各地医保部门约谈了68家内外资生产企业、进口代理商。最终这些企业都下调终端挂网价格，推动集采中选价格和挂网价格相对协同。这意味着在集采之外，医保部门现在有了新的办法控制药品和高值耗材的费用，药械产品价格下调已是避无可避。截至目前，涉及调价的21个省份，中心静脉穿刺置管整体费用从800多元降至450元，经外周静脉穿刺中心静脉导管整



体从 3000 元降至 1300 元，输液港中心静脉给药则从 6000 元降至 3000 元左右。

2025 年 1 月共计中标 489 台 CT 设备，比去年同期增长了 4.2%，涉及采购单位 709 家，涵盖等级医院、乡镇卫生院、社区服务中心、各地卫健委、部队医院等多类医疗机构，共计 755 家单位中标，标的总金额约 46.58 亿元。2025 年 1 月共计中标 188 台 MRI 设备，比去年同期增长了 38.23%，涉及采购单位 210 家，涵盖等级医院、乡镇卫生院、社区服务中心、各地卫健委、部队医院等多类医疗机构，共计 295 家单位中标，标的总金额约 21.55 亿元。2025 年 1 月共计中标 2206 台超声诊断设备，比去年同期增长了 138%，涉及采购单位 688 家，涵盖等级医院、乡镇卫生院、社区服务中心、各地卫健委、部队医院等多类医疗机构，共计 1143 家单位中标，标的总金额约 30.50 亿元。

#### 四、风险提示

市场回顾数据不代表未来市场走势；行业政策、公司基本面变动等因素可能会造成股价变动。

**行业评级体系（基准为 MSCI 中国指数）**

增持：未来 12 个月行业股票指数强于基准

中性：未来 12 个月行业股票指数基本与基准持平

减持：未来 12 个月行业股票指数弱于基准

**公司评级体系（基准为公司所在行业的 MSCI 中国行业指数）**

买入：未来 12 个月个股股价表现强于基准

持有：未来 12 个月个股股价表现基本与基准持平

卖出：未来 12 个月个股股价表现弱于基准

**分析师声明**

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的有联系者（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的有联系者并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的有联系者没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

**民银证券有限公司**

CIBC Securities Company Limited

网站：<https://www.cmbccap.com/>

地址：香港中环交易广场 1 期 45 楼

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解，分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整性。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。(5)民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。(6)此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933

年美国证券法 S 规则的解释)，民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。

### 规范性披露

民银集团拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

民银集团的雇员包括分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。

民银集团在过去 12 个月未与此报告提到的上市公司有任何庄家活动相关的业务关系。

民银集团在过去 12 个月曾与此报告提到的上市公司（讯飞医疗 2506.HK）有投资银行相关业务。