

# 长春高新，涅槃重生？

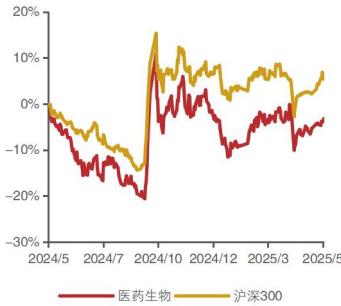
投资评级：看好（维持）

## 证券分析师

刘闯  
SAC: S1350524030002  
liuchuang@huayuanstock.com  
李强  
SAC: S1350524040001  
liqiang01@huayuanstock.com

## 联系人

## 板块表现：



### 投资要点：

- **本周医药市场表现分析：**5月12日至5月16日，医药指数上涨1.27%，相对沪深300指数超额收益为+0.16%。本周题材性个股表现较好，拓新药业、川宁生物、华大基因等。建议关注：1) 创新药作为产业趋势，近期盘整较为充分，继续重点推荐A股信立泰、科伦药业、热景生物、一品红、科兴制药、恒瑞医药；港股三生制药、科伦博泰、康方生物、中国生物制药；2) 业绩落地、估值较低的个股，建议关注长春高新（创新药）、昆药集团、开立医疗、迈瑞医疗、鱼跃医疗、海泰新光等；3) AI/科技+医疗，建议关注华大智造、麦澜德、三友医疗、润达医疗、塞力医疗、乐心医疗等。
- **医药指数和各细分领域表现、涨跌幅：**本周医药指数上涨1.27%，上涨个股数量345家，下跌个股138家，涨幅居前为拓新药业(+45.03%)、永安药业(+32.05%)、森萱医药(+23.85%)、哈三联(+23.84%)和普利退(+20.00%)，跌幅居前为\*ST苏吴(-14.76%)、金凯生科(-7.25%)、泽璟制药-U(-7.18%)、圣达生物(-6.55%)和智翔金泰-U(-6.50%)。
- **生长激素承压多年、有望维持百亿体量，提供稳定现金流，2020年后研发投入快速提升，创新管线已经初具规模，建议重点关注长春高新。**复盘长春股价（2018年至今），大致经历了2018-2020年上行期、2020-2021年震荡期以及2021至今下行周期，核心因素包括行业景气度（新患增速）、价格（地方集采）等，2021年之后受地方集采、宏观环境变化以及消费复苏疲软等影响，公司新患增长放缓，叠加研发投入不断加大，表现业绩与二级市场表现持续承压，估值持续下行、最低PE(TTM)低于10倍PE，但公司一方面凭借强大销售能力，在近几年新冠疫情、集采、以及医疗反腐周期中，依然维持收入体量在100亿以上。更为重要的是，在创新研发方面，长春高新虽然起步较晚、但决心较大，从2020年开始大力投入研发，虽然使得报表利润短期略受影响，但目前已经形成有差异化的创新管线。当前时间节点，我们认为长春估值有望迎来修复：1) 生长激素方面，在经历几轮地方集采后，我们认为短效生长激素集采风险已经得到充分释放，相关产品价格全国联动也基本已经完成，集采影响已经基本出清。长效方面，目前仅有金赛药业一家长效生长激素上市，且未纳入医保，后续即将上市的长效生长激素结构、获批适应症也有较大差别，我们预计中短期集采可能性相对较小。行业景气度方面，在经历2024年医疗行业及消费低迷之后，我们预计2025年消费端或有望逐步复苏，带动新患恢复正增长态势，生长激素板块有望企稳。2) 创新方面，2020-2024年合计研发投入85亿元，2024年研发投入达26.9亿元，占营收比例达20.0%，研发投入绝对额处于行业前列。品种方面，针对痛风急性发作适应症的伏欣奇拜单抗(IL-1β单抗)已申报上市、获批在即，此外，ADC双抗、PD-1激动剂、KIF18A抑制剂、TP53Y220C突变选择性激活剂等研发进展顺利推进中，我们看好未来创新药管线顺利推进给公司带来的估值弹性。
- **投资观点及建议关注标的：**展望2025年，我们认为医药板块已经具备多方面的积极发展因素，基本完成了新旧增长动能转换（创新替代仿制，出海能力提升），具体来看，1) 国内创新产业已具规模，一批药企的创新布局迎来收获，恒瑞医药、翰森制药、科伦药业等传统pharma已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，重磅交易如科伦博泰、康方生物、百利天恒等。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，如迈瑞医疗、联影医疗、华大智造等；3) 老龄化持续加速，心脑血管、内分泌、骨科等慢性疾病需求持续提升，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；5) AI浪潮下，医药有望释放新的成长逻辑，短期信心有望显著提升。具体配置方面，建议关注创新药械（业绩/创新拐点的Pharma以及临床阶段的高价值资产）、出海（CXO及科研上游、供应链、医疗器械及高端生物药和制剂）、国产替代（医疗设备和高值耗材）、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）、AI医疗，同时建议积极关注估值较低有望修复的优质

标的。

- **本周建议关注组合:** 信立泰、一品红、华纳药厂、昆药集团、长春高新；
- **五月建议关注组合:** 中国生物制药、三生制药、科伦博泰、科伦药业、一品红、科兴制药、热景生物、人福医药、健民集团、昆药集团。
- **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. 生长激素有望维持百亿体量，创新药管线初具规模 .....	5
2. 行业观点：坚持创新+出海+老龄化主线，关注国内政策修复 .....	11
3. 风险提示 .....	17

## 图表目录

图表 1: 2018 年至今长春高薪股价涨跌幅复盘 .....	5
图表 2: 2001-2024 年金赛药业营收和净利润情况 .....	6
图表 3: 2015-2024 年长春高薪研发支出情况 .....	6
图表 4: 2024 年医药公司研发支出排名情况 (亿元) .....	6
图表 5: 金赛药业部分创新药在研情况 .....	7
图表 6: 治疗高尿酸/痛风的药物一览 .....	7
图表 7: 首次用药后 8 天内的平均疼痛强度 VAS 评分的变化 (0-100 mm) .....	8
图表 8: 12 周内首次新发痛风事件时间 (Kaplan-Meier 估计量) .....	8
图表 9: 主要 IL-1 $\beta$ 单抗治疗痛风临床效果汇总 .....	8
图表 10: 伏欣奇拜单抗临床开展情况 .....	9
图表 11: 本周申万医药行业涨幅 Top10 .....	11
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 .....	12
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 .....	13
图表 16: 本周医药子板块表现情况 .....	13
图表 17: 申万各板块 PE 估值情况 (截至 2025 年 5 月 16 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 5 月 16 日, 整体 TTM 法) .....	14
图表 19: 申万医药各细分板块 PE 估值情况 (截至 2025 年 5 月 16 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) .....	15

## 1. 生长激素有望维持百亿体量，创新药管线初具规模

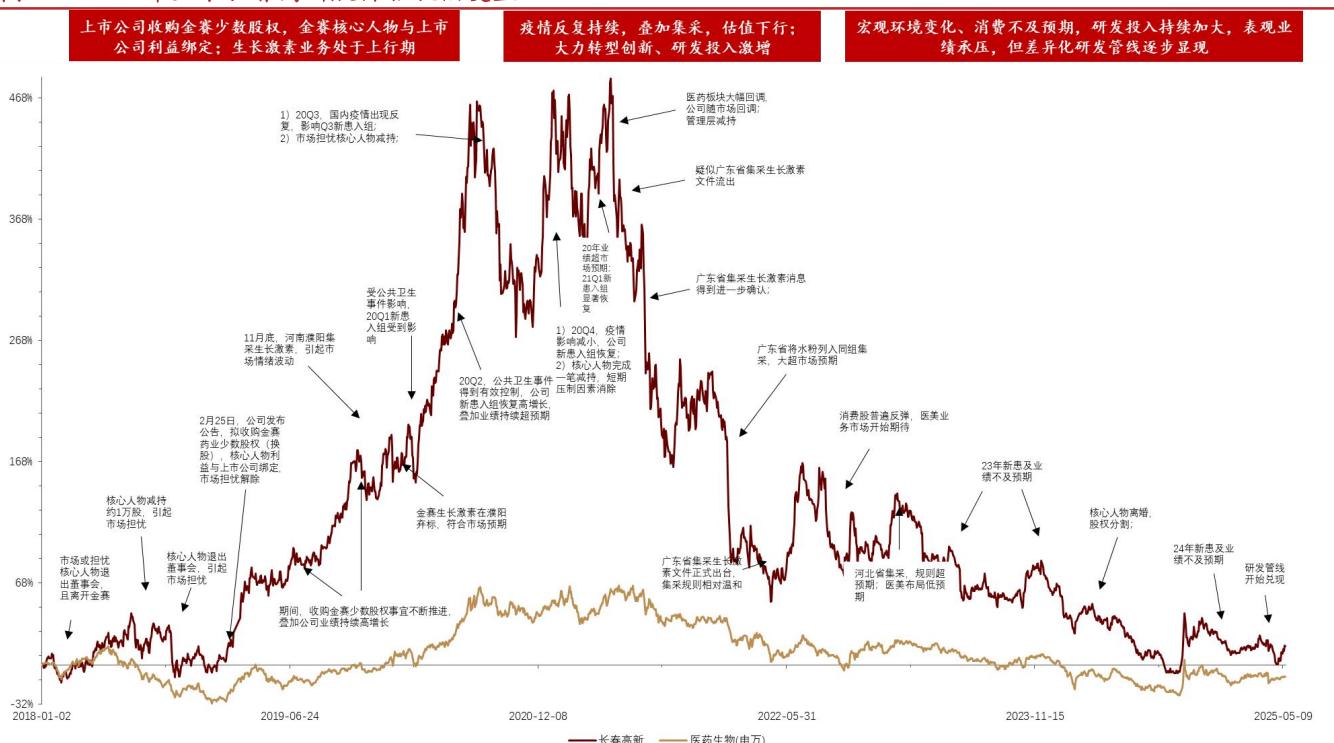
复盘长春高薪股价（2018年至今），大致经历了2018-2020年上行期、2020-2021年震荡期以及2021至今的下行周期，我们认为驱动公司股价变化的主要核心因素包括行业景气度（新患增速）、价格（地方集采）等。

2018-2020年：上市公司以换股形式收购金赛药业少数股权，金赛药业核心人物金磊获得上市公司股权，利益与上市公司深度绑定，坚定市场信心；且期间新患持续高增长，带动业绩持续高增长；

2020-2021年：国内疫情反复，公司新患受到影响，金磊减持，股价震荡；

2021年至今：广东、河北等地方开始集采生长激素，且宏观环境变化、消费疲软，公司新患增长放缓，此外研发投入不断加大，表现业绩承压；

**图表1：2018年至今长春高薪股价涨跌幅复盘**

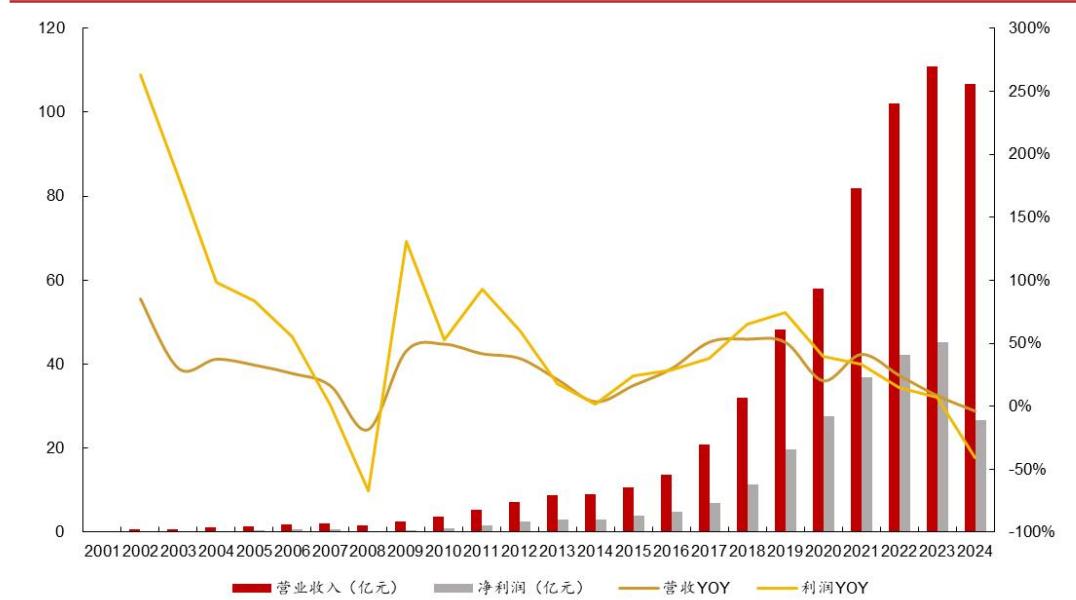


资料来源：长春高薪公告，wind，界面新闻，澎湃新闻，政府网站等，华源证券研究所，截至2025年5月14日

生长激素方面，身高管理非医疗刚需但却是青少年和家长极为关注的现实需求，生长激素具有药品+消费品逻辑，生长激素在国内销售多年，金赛药业在该领域一直保持绝对龙头地位（1998年粉针上市，2005年水针上市，2014年长效上市），金赛药业2001-2024年期间收入复合增速为29%，净利润复合增速为40%。

2024 年金赛药业收入达到 106.7 亿元，自 2022 年开始虽然国内疫情扰动、宏观环境变化等多因素影响，但公司依托在医院科室覆盖度、医生粘性、品牌知名度、售后等方面优势，近三年收入持续维持在 100 亿以上，我们预计未来生长激素板块收入端有望保持稳健态势。

**图表 2：2001-2024 年金赛药业营收和净利润情况**

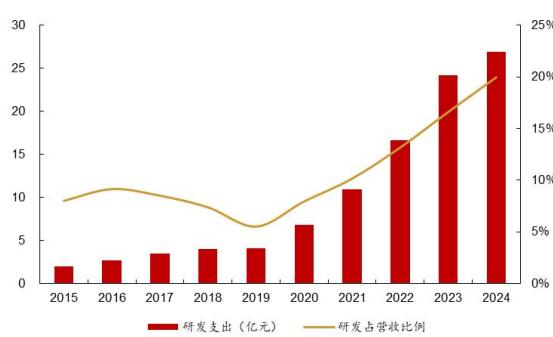


资料来源：长春高新公告，华源证券研究所

集采方面，在经历广东、河北、浙江等地方集采后，我们认为短效生长激素集采的风险已经得到充分释放，相关产品的价格全国联动也基本已经完成，集采影响基本出清。长效方面，目前仅有金赛药业一家长效生长激素上市，且未纳入医保，后续即将上市的长效生长激素结构也有一定差别，我们预计中短期集采可能性相对较小。

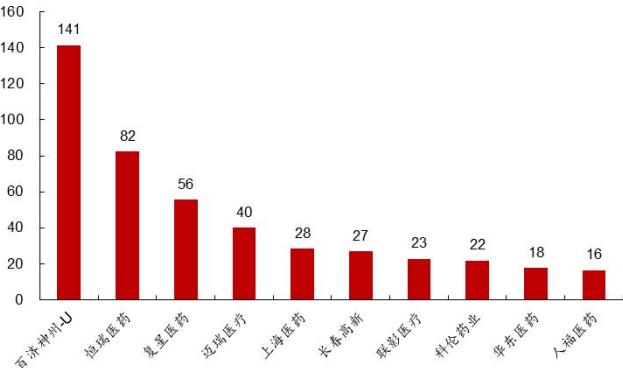
在创新研发方面，长春高新研发投入在 2020 年明显提速，2020-2024 年合计研发投入 85 亿元，2024 年公司研发投入达到 26.9 亿元，占营收的比例达到 20.0%。对比行业其他医药公司，研发投入绝对额也处于行业前列。

**图表 3：2015-2024 年长春高新研发支出情况**



资料来源：长春高新公告，华源证券研究所

**图表 4：2024 年医药公司研发支出排名情况 (亿元)**



资料来源：wind, 华源证券研究所（申万医药分类）

公司研发管线目前覆盖肿瘤、自身免疫性疾病、肥胖、哮喘及性早熟等多个领域，其中进度最快的如伏欣奇拜单抗已经申报上市，此外还有多款创新药进入临床阶段。

**图表 5：金赛药业部分创新药在研情况**

登记号	试验分期	试验状态	靶点	适应症	主试验药	首次公示日期
CTR20220815	Phase III	已完成	microtubule; VEGFR2	胃癌; 胃食管交界处癌	金妥昔单抗	2022-04-14
ChiCTR25000982 44	Phase II	受试者招募尚未开始	NK3	血管舒缩症状	GS1-144	2025-03-05
CTR20233643	Phase II	进行中(招募中)	IL-1 $\beta$	间质性肺病	伏欣奇拜单抗	2023-11-09
CTR20232682	Phase II	已完成	AR	干眼病	EG017	2023-08-28
CTR20231845	Phase II	进行中(招募中)	IL-1 $\beta$	幼年特发性关节炎	伏欣奇拜单抗	2023-06-19
CTR20223387	Phase Ia/Ib	进行中(招募中)	AR	HR 阳性乳腺癌	EG017	2023-01-12
CTR20210066	Phase Ia	进行中(招募完成)	CD47	血癌	金妥利珠单抗	2021-01-13
CTR20251255	Phase I	进行中(尚未招募)	p53 Y220C	实体瘤	GenSci128	2025-04-03
CTR20250276	Phase I	进行中(招募中)	PD1	类风湿性关节炎; 干燥综合征; 系统性红斑狼疮; 炎症性肠病	GenSci120	2025-01-23
CTR20244917	Phase I	进行中(招募中)	KIF18A	实体瘤	GenSci122	2025-01-16
CTR20243160	Phase I	进行中(招募中)	TSHR	甲状腺相关性眼病	GenSci098	2024-08-28
CTR20241396	Phase I	进行中(招募中)	GHSR	生长激素缺乏症	GS3-007a	2024-04-28
CTR20221908	Phase I	已完成	AR	干眼病	EG017	2022-08-16

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

### 伏欣奇拜单抗

根据《痛风及高尿酸血症基层诊疗指南（2019年）》数据，近几年中国高尿酸血症和痛风患病率显著增高，高尿酸血症患者已占总人口 13.3%，而痛风患病率在 1%~3%，我们估算中国痛风患者人数超千万。同时该指南流行病学指出，痛风/高尿酸血症与多种慢性病的发生发展密切相关，如代谢性疾病，心、脑血管病和肾脏疾病等。

根据《中国高尿酸血症与痛风诊疗指南(2019)》，在痛风急性发作期，推荐尽早使用小剂量秋水仙碱或 NSAID(非甾体类抗炎药)或糖皮质激，应用上述一线治疗药物不佳或存在用药禁忌症的急性痛风性关节炎患者，目前国内外指南均推荐使用 IL-1 或 TNF- $\alpha$  拮抗剂进行治疗。

**图表 6：治疗高尿酸/痛风的药物一览**

类型	代表药物	不良反应
抑制尿酸生成的黄嘌呤氧化酶抑制剂	包括别嘌醇和非布司他	(1)别嘌醇可能会引起严重的超敏反应综合征。 (2)非布司他因为心血管安全性的争议,已经受到了 FDA 的黑框警告 (1)丙磺舒的降尿酸效果较差，并且可能与许多常用药物发生相互作用。 (2)苯溴马隆由于其潜在的严重肝损害风险，FDA 未批准其上市。 (3)雷西纳德则因频繁的肾脏不良反应，在国内尚未获批，并且 FDA 也对其发出了可能引发急性肾衰竭的黑框警示。
促尿酸排泄的 URAT1 抑制剂	包括丙磺舒、苯溴马隆和雷西纳德	FDA 对这些药物发出了多条黑框警告,指出它们在 20%-40% 的患者中可能会引起严重的免疫过敏性副反应。
分解尿酸的尿酸氧化酶类似物	尿酸氧化酶	(1)皮质激素对机体免疫系统产生抑制作用，会降低机体防御系统。 (2)秋水仙碱常伴有腹泻、呕吐、腹痛性痉挛等常见的不良反应，且细胞毒性大，一旦药物过量几乎没有解救措施。
急性痛风消炎止疼药物	皮质激素、秋水仙碱	

资料来源：医药魔方微信公众号，华源证券研究所

金赛药业伏欣奇拜单抗作为国内首个全人源化抗 IL-1 $\beta$  单抗，在难治性急性痛风性关节炎治疗中展现显著优势。2024 年 4 月，注射用伏欣奇拜单抗申报上市；2025 年 1 月，伏欣奇拜单抗注射液申报上市。

GUARD-1 III 期研究：纳入 313 名符合 ACR 2015 痛风诊断标准的急性痛风性关节炎发作的患者，患者对 NSAIDs 和/或秋水仙碱有禁忌症、不耐受或应答不佳，且在过去一年内痛风发作 $\geq 2$  次；按 1:1 随机分为伏欣奇拜单抗治疗组( n=157 )和复方倍他米松治疗组( n=156 )，分别使用伏欣奇拜单抗 200mg 皮下注射、复方倍他米松 7mg 肌肉注射治疗。

在全分析集 ( FAS ) 分析中，伏欣奇拜单抗组在 72 小时急性痛风性关节炎疼痛缓解的 VAS 评分上非劣效于复方倍他米松，且在 48 小时后伏欣奇拜单抗组疼痛 VAS 评分下降程度比复方倍他米松组趋势更明显。

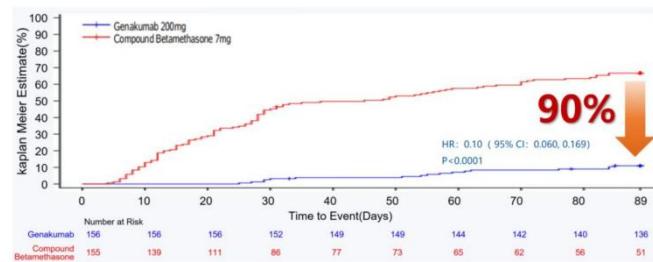
在 12 周内首次复发中位时间上，伏欣奇拜单抗显著延迟了患者的首次急性痛风性关节炎复发时间；对比复方倍他米松，伏欣奇拜单抗在 12 周时显著降低了患者 90% 首次急性痛风性关节炎复发风险 ( HR 0.10; 95% CI: 0.060, 0.169; p < 0.0001 )，24 周时首次复发风险降低了 87% ( HR 0.13; 95% CI: 0.084, 0.208; p < 0.0001 )。

图表 7：首次用药后 8 天内的平均疼痛强度 VAS 评分的变化 (0-100 mm)



资料来源：金赛药业官网，华源证券研究所

图表 8：12 周内首次新发痛风事件时间 (Kaplan-Meier 估计量)



资料来源：金赛药业官网，华源证券研究所

IL-1 $\beta$  单抗原研为诺华公司的卡那奴单抗，国内除了伏欣奇拜单抗申报上市外，三生国健的 SSGJ-613 已经进入临床三期阶段，除此之外无其他 IL-1 $\beta$  治疗痛风性关节炎进入临床阶段。

图表 9：主要 IL-1 $\beta$  单抗治疗痛风临床效果汇总

药物	伏欣奇拜单抗	SSGJ-613	卡那奴单抗
----	--------	----------	-------

适应症	痛风性关节炎	痛风性关节炎	痛风性关节炎
研发机构	金赛药业	三生国健	诺华生物
临床数据	III 期	II 期	III 期
患者基线	对 NSAIDs 和/或秋水仙碱有禁忌症、不耐受或应答不佳, 且在过去一年内痛风发作≥2 次	急性痛风患者	对 NSAIDs 和/或秋水仙碱有禁忌症、不耐受或应答不佳, 且在过去一年内痛风发作≥3 次
阳性对照	复方倍他米松	得宝松激素	曲安奈德
患者人数	157 例 ( 伏欣奇拜单抗组 ) vs 156 例 ( 对照组 )	89 例 ( SSGJ-613 组 ) vs 31 例 ( 对照药组 ) ( Ib+II 期 )	230 例 ( 卡那奴单抗组 ) vs 226 例 ( 对照组 )
临床疗效	72 小时疼痛 VAS 评分; 12 周降低复发风险 90%, 24 周降低复发风险 87%	关节疼痛缓解 ( 中位时间 8 天 vs 15 天 ); 疼痛 VAS 评分较基线改善非劣; 12 周急性痛风复发率 14.3% vs 51.6%	72 小时疼痛评分显著低于对照组 ( 25.0 vs 35.7mm, p<0.0001 ), 24 周复发风险降低 56%
安全性	治疗相关不良事件发生率 50.6%, 与对照组相当 ( 51.3% )	1~2 级不良事件为主, 无新安全信号	不良事件率 66.2% vs 52.8%

资料来源: 各公司公告, *Arthritis Rheumatol*, 华源证券研究所

伏欣奇拜单抗除痛风性关节炎适应症在国内已经申报上市外, 目前还有多个临床正在进行中, 包括幼年特发性关节炎 ( II/III 期临床 ) 、间质性肺病 ( II 期临床 ) 、子宫内膜异位 ( II 期临床 ) 等。

图表 10: 伏欣奇拜单抗临床开展情况

疾病	研发进度	日期
痛风性关节炎	申请上市	2024-04-11
幼年特发性关节炎	II/III 期临床	2023-06-19
间质性肺病	II 期临床	2023-11-09
类风湿性关节炎相关间质性肺病	II 期临床	2024-01-03
系统性硬化症相关间质性肺病	II 期临床	2024-01-03
子宫内膜异位相关疼痛	II 期临床	2025-05-08
子宫内膜异位	II 期临床	2025-05-16
实体瘤	I 期临床	2022-05-09
成人斯蒂尔病	申报临床	2022-06-15

资料来源: 医药魔方, 华源证券研究所

### 美适亚

癌症恶液质是与癌症相关由多因素导致的复杂综合征, 多表现为食欲下降、体质量减轻、肌肉萎缩与营养状况恶化, 预后较差。在中国, I 期到 IV 期肿瘤患者的恶病质患病率从 27% 到 41% 不等, 肿瘤整体恶病质患病率高达 37%。

孕激素类似物是肿瘤恶液质干预治疗药物之一, 其中甲地孕酮能有效改善食欲、食物摄入量、体重以及有时出现的恶心和呕吐, 是改善癌性厌食和治疗癌性厌食-恶病质综合征一线方案, 获得国内外权威指南一致推荐。然而甲地孕酮是一种天然类固醇激素黄体酮的合成衍生物, 在水中溶解度非常低, 普通剂型甲地孕酮须伴随高脂高热饮食方可起效 ( 30 分钟内食用完含 800~1000 卡路里热量, 其中 50% 热量源自脂肪饮食 ), 给患者和临床获益带来巨大的挑战。

根据金赛药业官网, 美适亚 ( 醋酸甲地孕酮口服混悬液 ) 是采用纳米晶体工艺升级的全新一代甲地孕酮, 用于治疗获得性免疫缺陷综合征的厌食症, 以及获得性免疫缺陷综合征及癌症患者恶病质引起的体重明显减轻, 其于 2021 年获 NMPA 批准上市, 是目前国内唯一针对治疗恶病质明确口服剂量的药品, 已被《CSCO 肿瘤恶病质诊疗指南 ( 2021 ) 》直接推荐。

临床试验数据表明美适亚显著改善患者炎症状态和食欲，帮助患者快速恢复体重，治疗 12 周患者平均体重恢复 5.4kg，较上一代产品提升 1.5 倍，最早起效时间从 14 天提早至 3 天。

2024 年 6 月，金赛药业新加坡公司与 TWi Pharmaceuticals 达成美适亚授权经销合作协议。根据协议，TWi 授权金赛药业新加坡公司为美适亚在中国地区及新加坡唯一总经销商，负责该产品的市场营销与推广。

### 其他在研创新药方面：

1 ) **GenSci128**: 2025 年 4 月，GenSci128 获得国家药监局批准开展临床试验，用于携带 TP53 Y220C 突变的局部晚期或转移性实体瘤，GenSci128 属 1 类新药，针对 TP53 Y220C 突变选择性重激活剂，旨在选择性地与 TP53 Y220C 突变蛋白的口袋结合，从而恢复 TP53 Y220C 突变蛋白的正常构象，增加稳定性，恢复转录和抑制肿瘤的功能。

TP53 是人类癌症中最常发生突变基因，TP53 基因编码的 p53 蛋白作为转录因子，具有抑制肿瘤的功能。TP53 基因突变导致 p53 蛋白失活，是肿瘤发生的关键步骤。其中，TP53 Y220C 突变约占 TP53 突变的 1.8%。临幊上尚无获批靶向 TP53 Y220C 突变的治疗手段。对于标准治疗失败的具有 TP53 Y220C 突变的患者，仍存在未被满足的医疗需求。

2 ) **PD-1 激动剂**: GenSci120 已获批开展临幊研究的适应症包括成人系统性红斑狼疮、成人原发性干燥综合征、炎症性肠病和类风湿关节炎四个自身免疫病。GenSci120 是金赛药业自主研发人源化抗 PD-1 单克隆抗体，为治疗用生物制品 1 类新药，抗体类型为 IgG1，通过和 PD-1 结合并激活 PD-1 抑制性信号通路以及 ADCC 效应，从而抑制或杀伤致病性 T 细胞，发挥相对特异的靶向免疫抑制作用。

3 ) **GS1-144**: 2024 年 12 月，GS1-144 新药二期临幊试验申请已达到美国 FDA 规定默示许可期，开展治疗绝经期血管舒缩症 ( VMS ) 的二期临幊试验。血管舒缩症是绝经期主要症状，其特征为患者面部、颈部和胸部突然感到发热，通常伴有皮肤潮红、出汗 ( 排汗 ) 、心悸和严重的身体不适感，可持续数分钟。VMS 影响多达 80% 的绝经期女性，显著影响患者的日常生活，包括睡眠、工作和社会功能等。GS1-144 是金赛药业自主研发 NK3R 小分子拮抗剂，在中国为化药 1 类新药，美国为 505b1 类新药。

4 ) **GenSci122**: 2024 年 12 月，国家药监局同意小分子 KIF18A 抑制剂 GenSci122 开展用于治疗晚期实体瘤的临幊试验。此前，该项目已通过 FDA IND 批准。GenSci122 是由金赛药业自主研发的一款具有新型结构的选择性小分子 KIF18A 抑制剂，具有显著区别于其他细胞周期和抗有丝分裂药物靶点的抗肿瘤特征。

## 2. 行业观点：坚持创新+出海+老龄化主线，关注国内政策修复

本周（5.12-5.16）、年初至今医药指数涨跌幅分别为+1.27%和+2.48%，相对沪深300指数的超额收益分别为0.16%和3.64%。

**个股情况：**本周上涨个股数量345家，下跌个股138家，涨幅居前为拓新药业(+45.03%)、永安药业(+32.05%)、森萱医药(+23.85%)、哈三联(+23.84%)和普利退(+20.00%)，跌幅居前为\*ST苏吴(-14.76%)、金凯生科(-7.25%)、泽璟制药-U(-7.18%)、圣达生物(-6.55%)和智翔金泰-U(-6.50%)。

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	301089.SZ	拓新药业	47.8	45.03%	51.06%	34.02%
2	002365.SZ	永安药业	41.3	32.05%	8.52%	75.34%
3	830946.BJ	森萱医药	54.1	23.85%	27.21%	43.81%
4	002900.SZ	哈三联	44.0	23.84%	27.59%	41.32%
5	300630.SZ	普利退	5.1	20.00%	28.57%	-86.78%
6	301301.SZ	川宁生物	304.9	18.73%	18.12%	15.43%
7	873167.BJ	新赣江	21.6	17.59%	24.95%	117.13%
8	300584.SZ	海辰药业	27.8	17.41%	20.02%	15.08%
9	300676.SZ	华大基因	234.6	17.27%	16.90%	34.45%
10	301211.SZ	亨迪药业	54.2	16.38%	18.35%	-11.43%
11	801150.SI	医药生物(申万)		1.27%	2.30%	2.48%
12	000300.SH	沪深300		1.12%	3.14%	-1.16%

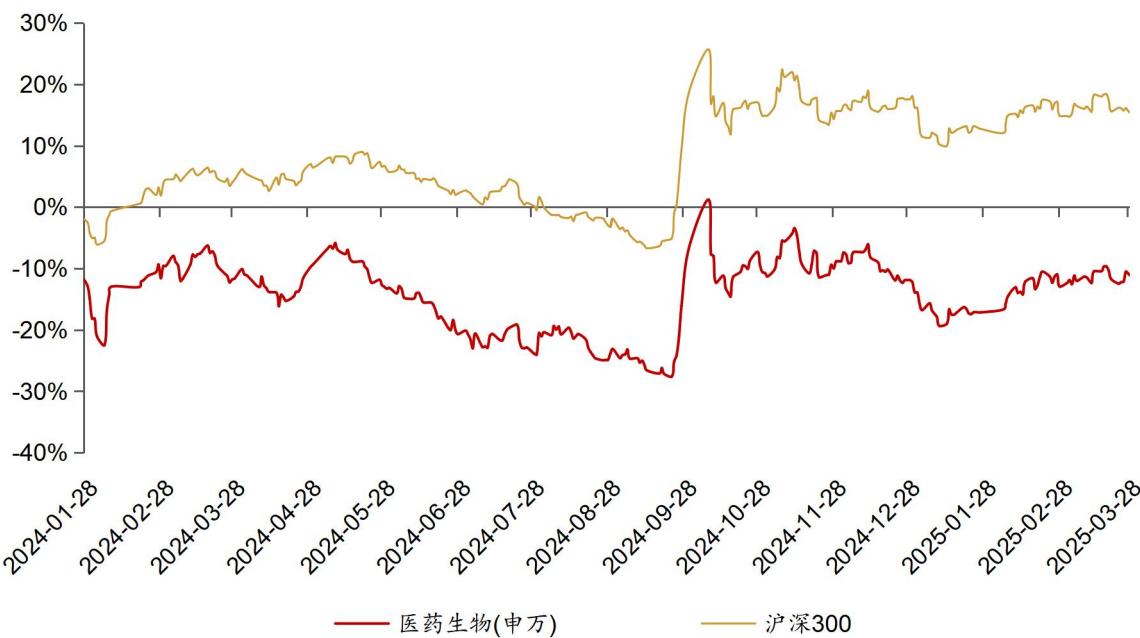
资料来源：Wind，华源证券研究所

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	600200.SH	*ST苏吴	16.5	-14.76%	-27.81%	-75.21%
2	301509.SZ	金凯生科	39.8	-7.25%	10.36%	27.63%
3	688266.SH	泽璟制药-U	244.5	-7.18%	-14.58%	48.21%
4	603079.SH	圣达生物	27.4	-6.55%	-3.96%	18.71%
5	688443.SH	智翔金泰-U	98.6	-6.50%	-5.41%	7.21%
6	300391.SZ	*ST长药	16.2	-6.28%	-10.27%	-8.13%
7	002022.SZ	科华生物	30.8	-5.97%	5.28%	-5.23%
8	688658.SH	悦康药业	64.7	-5.58%	-12.85%	-0.21%
9	300347.SZ	泰格医药	342.6	-5.54%	-5.16%	-22.54%
10	000908.SZ	*ST景峰	41.8	-5.38%	-2.66%	-2.86%
11	801150.SI	医药生物(申万)		1.27%	2.30%	2.48%
12	000300.SH	沪深300		1.12%	3.14%	-1.16%

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



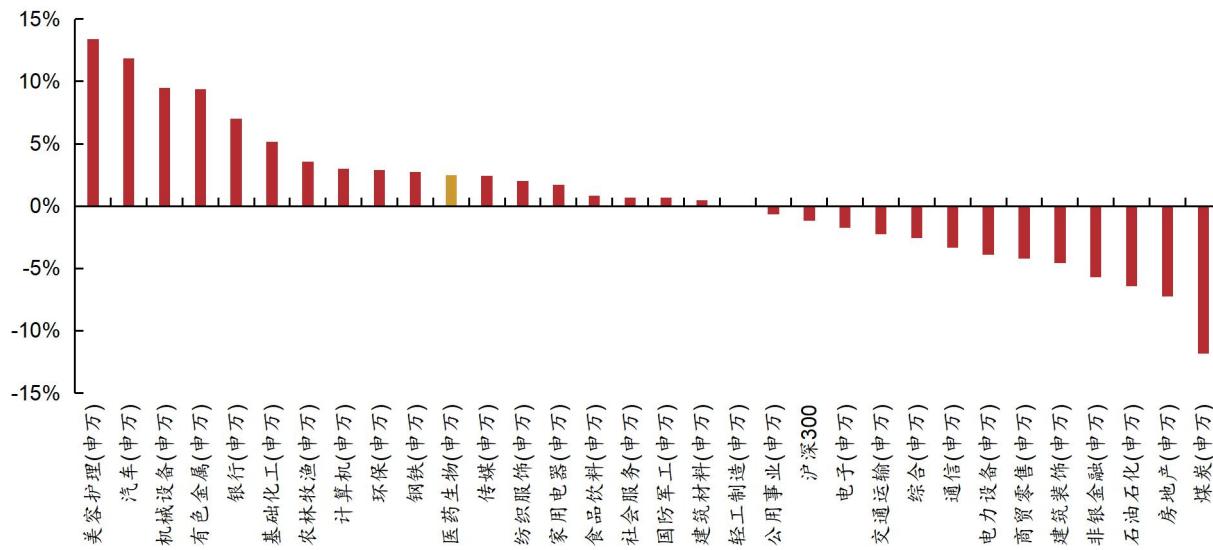
资料来源：Wind，华源证券研究所

### 细分赛道涨跌幅情况：

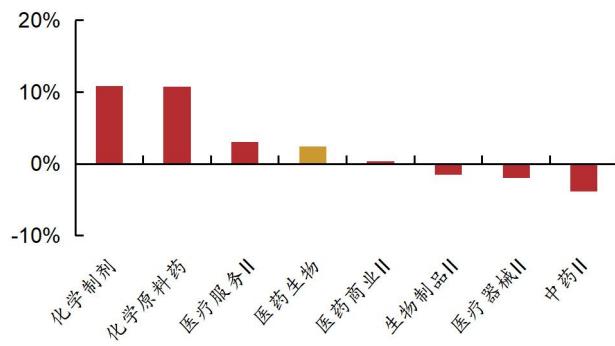
本周,化学原料药(+3.8%)、中药(+1.7%)、医疗服务(+1.4%)、医药生物(+1.3%)、生物制品(+1.2%)、化学制剂(+1.0%)、医疗器械(+0.9%)和医药商业(+0.0%)。

年初以来，化学制剂（+10.8%）、化学原料药（+10.7%）、医疗服务 II（+3.0%）、医药生物（+2.5%）、医药商业 II（+0.4%）、生物制品 II（-1.5%）、医疗器械 II（-2.0%）、中药 II（-3.8%）。

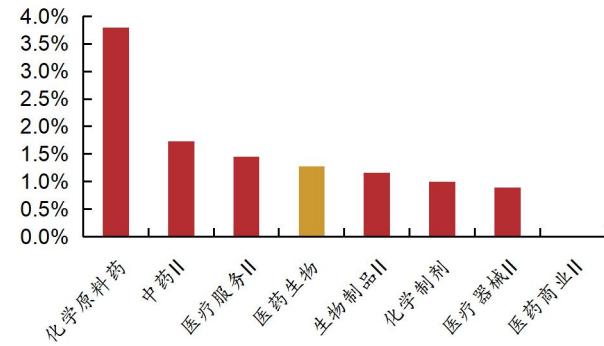
图表 14：申万各板块年初至今涨跌幅情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

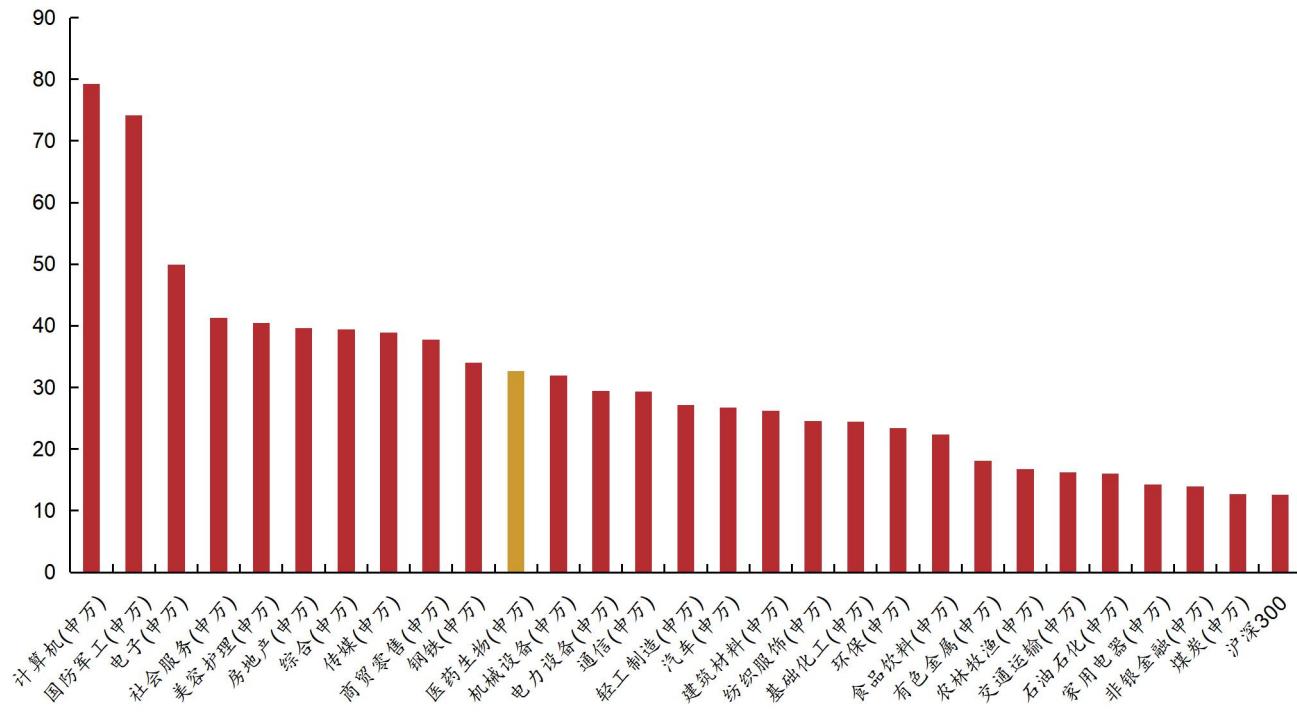
**图表 15：年初至今医药子板块涨跌幅情况**


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**


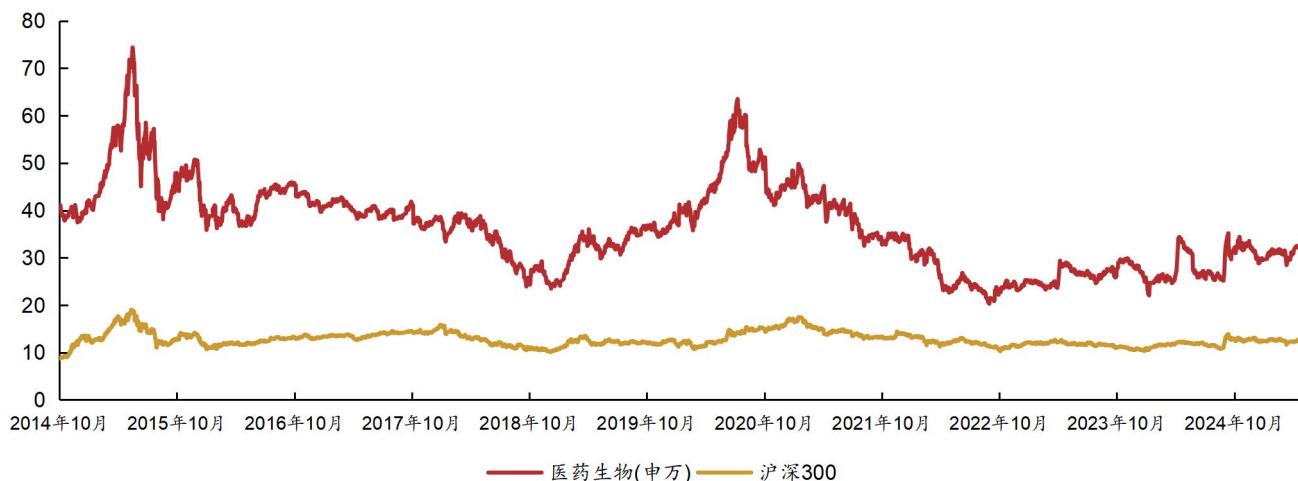
资料来源：Wind, 华源证券研究所

**板块估值：**截至 2025 年 5 月 16 日，申万医药板块整体 PE 估值为 32.65X，在申万一级分类中排第 11，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，目前生物制品、化学制剂和化学原料药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 5 月 16 日，整体 TTM 法）**


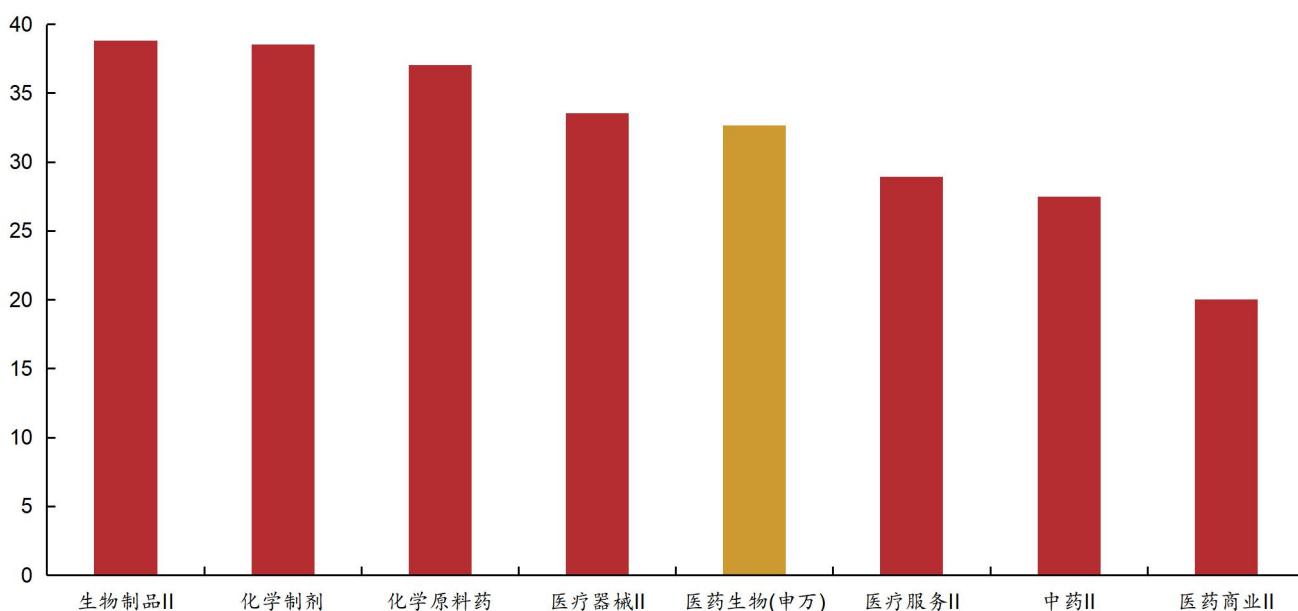
资料来源：Wind, 华源证券研究所

图表 18：申万医药及沪深 300 PE 估值情况（截至 2025 年 5 月 16 日，整体 TTM 法）



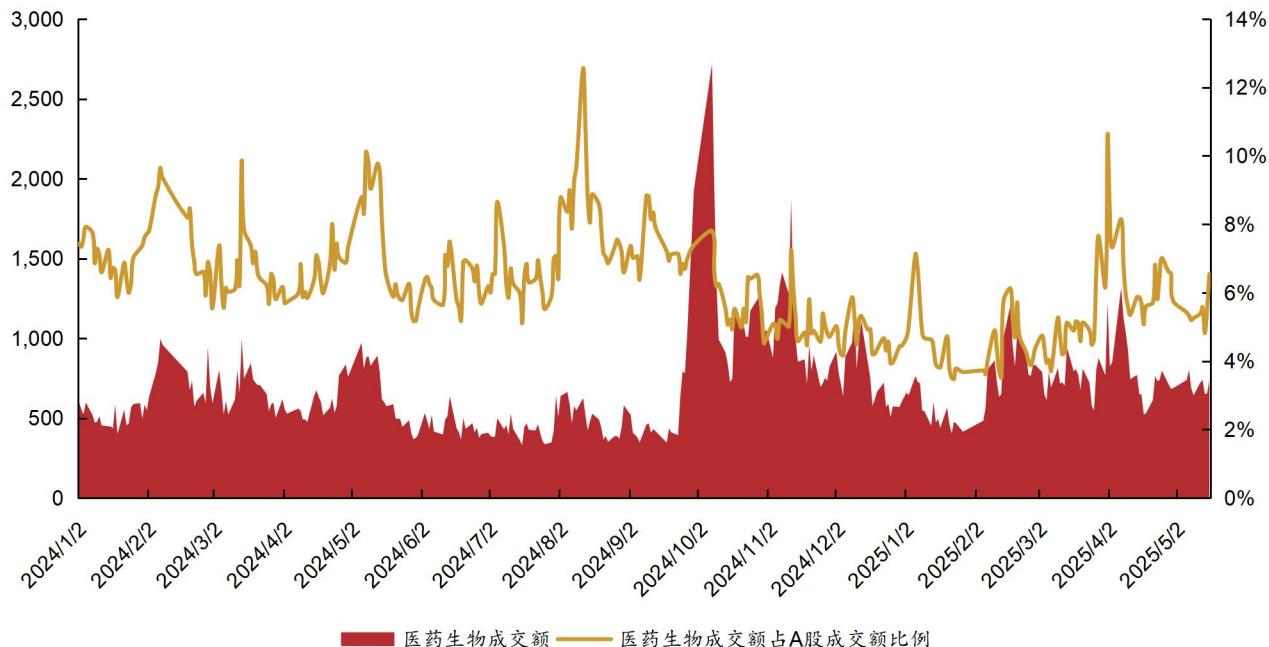
资料来源：Wind, 华源证券研究所

图表 19：申万医药各细分板块 PE 估值情况（截至 2025 年 5 月 16 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、企业成长动能转换带来阵痛所致，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、持仓均处于近年来低位，业绩也有望迎来企稳回升。具体来看，目前医药板块整体 PE 估值处于历史较低位置。展望 2025 年，我们认为医药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；5) AI 浪潮下，医药有望迎来新发展机遇，释放新的增长潜力。

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。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、科伦药业、信立泰、科伦博泰、康方生物、和黄医药、翰森制药、中国生物制药、三生制药、信达生物、泽璟制药、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、药明合联、凯莱英、泰格医药、百普赛斯、毕得医药等。

**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。

**7 ) AI 主线或有望贯穿 2025 年, 医药相关板块和个股有望反复表现,** 建议关注制药 (晶泰控股、泓博医药) 、大数据模型 (润达医疗、美年健康、金域医学、医脉通、阿里健康、华大基因) 、医疗设备 (鱼跃医疗、三诺生物、联影医疗、开立医疗、华大智造) 等。

**本周建议关注组合:** 信立泰、一品红、华纳药厂、昆药集团、长春高新;

**五月建议关注组合:** 中国生物制药、三生制药、科伦博泰、科伦药业、一品红、科兴制药、热景生物、人福医药、健民集团、昆药集团。

### 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。