

2025年06月08日

重视 FIC 分子 CKBA 市场潜力，重点推荐泰恩康

投资评级：看好（维持）

——医药行业周报（25/6/2-25/6/6）

证券分析师

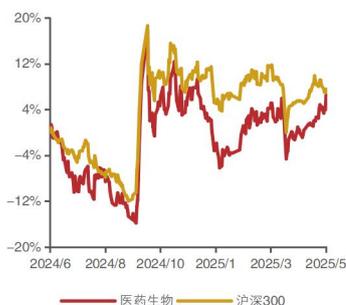
刘闯

SAC: S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



投资要点：

- **本周医药市场表现分析：**6月2日至6月6日，医药指数上涨1.13%，相对沪深300指数超额收益为0.25%。本周个股涨幅靠前的主要还是创新药主线标的，如创新药核心资产新诺威本周表现强劲，带动创新药板块持续火热，此外迈威生物、神州细胞、昂利康等本周表现亮眼。建议关注：1) 创新药作为较为确定的产业趋势，继续重点推荐A股热景生物、华纳药厂、信立泰、一品红、科兴制药、泽璟制药、科伦药业、恒瑞医药；港股三生制药、科伦博泰、康方生物、中国生物制药、信达生物、翰森制药；2) 25年业绩逐季度边际改善、估值水平较低且有边际改善的个股，建议关注长春高新（创新药）、昆药集团、马应龙、开立医疗、迈瑞医疗、鱼跃医疗、海泰新光、麦澜德等。
- **医药指数和各细分领域表现、涨跌幅：**本周上涨个股数量334家，下跌个股144家，涨幅居前为易明医药（+33.09%）、万邦德（+32.59%）、昂利康（+30.28%）、新诺威（+21.36%）、海辰药业（+20.93%），跌幅居前为龙津退（-36.28%）、华森制药（-12.36%）、迈普医学（-9.29%）、*ST苏吴（-7.35%）、海翔药业（-7.26%）。
- **CKBA 为中国原创 FIC 分子，目前在白癜风领域展现出良好疗效趋势、未来在多个自免疾病领域或大有可为，重点推荐泰恩康。** CKBA 是基于中药乳香中天然产物 AKBA 进行优化设计的中国原创 FIC 分子，由上海交通大学王宏林课题组研发。CKBA 机制明确，通过靶向 ACC1 和 MFE2 调控细胞脂代谢，抑制 CD8⁺T 细胞产生效应分子与发挥效应功能，该机制一方面解释 CKBA 外用治疗银屑病显著疗效，也提示 CKBA 可治疗其他 CD8⁺T 细胞介导的自身免疫性皮肤病，包括白癜风等。此外，CKBA 通过靶向 ACC1 对于 Th17 细胞致病性和 Th17 细胞介导的炎症性疾病（如多发性硬化、类风湿性关节炎等）等疾病领域同样具有潜在疗效，**我们认为 CKBA 分子未来在多个自免适应症领域大有可为。** 目前临床进展方面，CKBA 软膏正在开展用于治疗白癜风 II 期临床，2024 年 10 月，泰恩康发布公告，CKBA 软膏 II 期临床整体安全性良好，盲态下已体现出较好疗效趋势，公司预计将于 2025 年 7 月公布临床 II 期结果，中国白癜风患者人数超千万，且目前尚无特效药上市，属于蓝海市场，CKBA 软膏在白癜风领域未来潜力可期。此外，CKBA 软膏已经完成银屑病 II a 期临床研究。CKBA 权益属于博创园生物（2011 年由王宏林教授创立），2023 年泰恩康开始投资博创园生物，截止目前，泰恩康持有博创园生物 60.7% 股权，**王宏林持有博创园生物 19.9% 股权**，郑锐涵（泰恩康实控人郑汉杰之子）持有博创园生物 11.4% 股权，苏州安赛迪企业管理合伙企业（有限合伙）（王宏林持股 90%）持有博创园生物 5.8% 股权，王宏林教授持有博创园生物股权相对较高，我们看好未来博创园生物未来创新潜力，重点推荐泰恩康。
- **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），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、华纳药厂、热景生物、三生制药、昆药集团；

- **六月建议关注组合：**信立泰、科伦药业、中国生物制药、华纳药厂、科兴制药、热景生物、昆药集团、马应龙、开立医疗。
- **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. CKBA 分子潜力较大，重点推荐泰恩康 | 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 | 9 |
| 3. 风险提示 | 15 |

图表目录

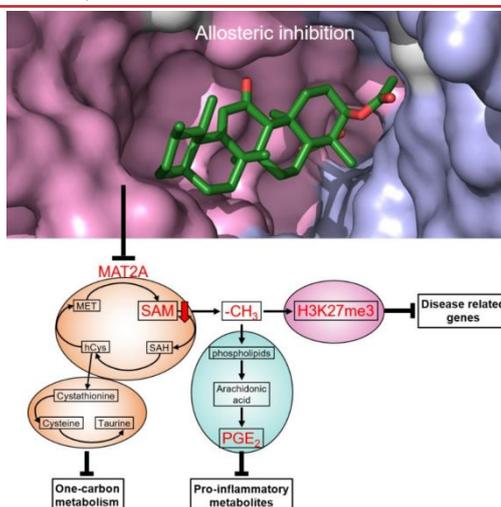
| | |
|--|----|
| 图表 1: AKBA 直接作用靶点和作用机制 | 5 |
| 图表 2: CKBA 拥有比 AKBA 更强的抑制 Th17 效果 | 6 |
| 图表 3: 白癜风专家共识治疗细则 | 6 |
| 图表 4: Opzelura 针对面部白癜风症状改善至少 75%和 50%患者比例 | 7 |
| 图表 5: Opzelura 针对面部白癜风症状改善至少 90%和全身白癜风症状改善 50%患者比例 | 7 |
| 图表 6: Opzelura 销售额情况 | 8 |
| 图表 7: 白癜风疾病进展机制 | 8 |
| 图表 8: 白癜风潜在治疗靶点 | 8 |
| 图表 9: 本周申万医药行业涨幅 Top10 | 9 |
| 图表 10: 本周申万医药行业跌幅 Top10 | 9 |
| 图表 11: 2024 年初至今医药指数表现 | 10 |
| 图表 12: 申万各板块年初至今涨跌幅情况 | 11 |
| 图表 13: 年初至今医药子板块涨跌幅情况 | 11 |
| 图表 14: 本周医药子板块表现情况 | 11 |
| 图表 15: 申万各板块 PE 估值情况 (截至 2025 年 6 月 6 日, 整体 TTM 法) | 12 |
| 图表 16: 申万医药及沪深 300 PE 估值情况 (截至 2025 年 6 月 6 日, 整体 TTM 法) | 12 |
| 图表 17: 申万医药各细分板块 PE 估值情况 (截至 2025 年 6 月 6 日, 整体 TTM 法) | 13 |
| 图表 18: 2024 年初至今医药成交额及占 A 股比例 (万亿) | 13 |

1. CKBA 分子潜力较大，重点推荐泰恩康

乳香是阿拉伯、印度、中国等国自古沿用至今的传统药物，具有抗炎、抗感染等多种功效，acetyl-11-keto- β -boswellic acid (AKBA) 是乳香中最重要的活性成分，多个国家课题组围绕 AKBA 研究发现此小分子具有抑制多种炎症相关通路和多个肿瘤细胞生长的能力。

上海交通大学王宏林课题组研究成果显示，验证 AKBA 主要直接作用靶点为甲硫氨酸腺苷转移酶 II α (MAT2A)，抑制 MAT2A 酶活性，降低 MAT2A 催化反应产物 S-腺苷甲硫氨酸 (SAM)，从而影响单碳循环中甲硫氨酸循环。此外，SAM 是生物体中重要甲基供体，其合成水平直接影响 DNA 和组蛋白的甲基化，研究结果显示 AKBA 主要降低组蛋白 3 赖氨酸 27 三甲基化 (H3K27me3) 程度，ChIP-Seq 和 RNA-Seq 结果显示 AKBA 通过影响该修饰调控多个炎症、细胞分化和增殖相关基因。

图表 1: AKBA 直接作用靶点和作用机制

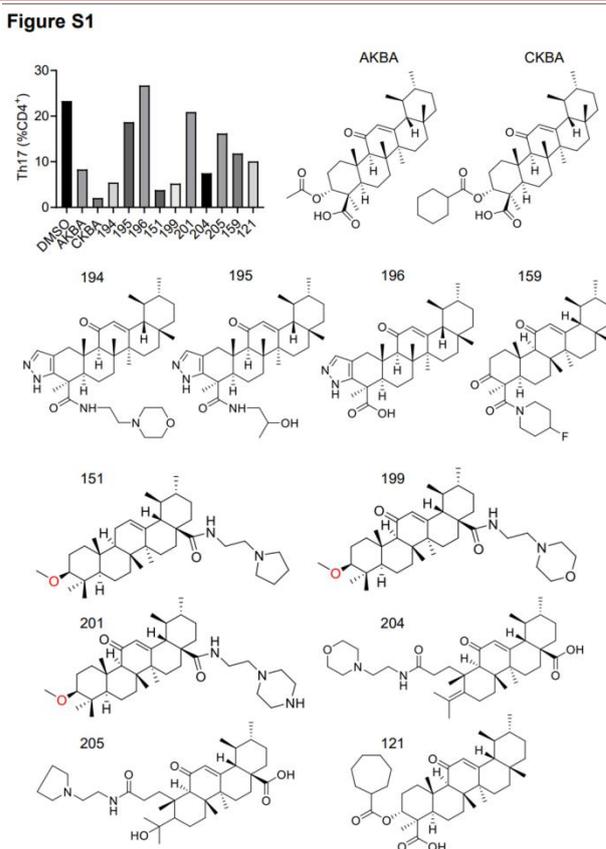


资料来源：《Identification of a natural inhibitor of methionineadenosyltransferase 2A regulating one-carbon metabolism in keratinocytes》作者 Jing Bai et al., 华源证券研究所

王宏林课题组后来基于 AKBA 合成了一系列衍生物，以生成一系列三萜类候选物，其中 CKBA 是基于中药乳香中的天然产物乙酰基-11-酮- β -乳香酸 (AKBA) 进行结构优化后设计的 first-in-class 药物分子，具有独特明确的作用机制和新颖的靶点。

研究人员后证实 CKBA 直接作用于 ACC1 并抑制其介导脂肪酸从头合成的功能，既往研究表明，ACC1 对于 Th17 细胞的致病性和 Th17 细胞介导的炎症性疾病 (如银屑病、多发性硬化、类风湿性关节炎等) 进展不可或缺，CKBA 的作用靶点为 ACC1 解释了对 Th17 细胞分化抑制作用的分子机制。

图表 2: CKBA 拥有比 AKBA 更强的抑制 Th17 效果



资料来源:《Identification of a natural inhibitor of methionineadenosyltransferase 2A regulating one-carbon metabolism in keratinocytes》Jing Bai et al., 华源证券研究所

白癜风是一种原发性、局限性或泛发性的皮肤黏膜色素脱失症，是临床常见的一种皮肤病，属于自身免疫性疾病。据泰恩康公告，全球白癜风患病率约 0.50%–2.00%，中国白癜风患病率约为 0.18%–0.90%。目前治疗白癜风的现有外用药物疗法糖皮质激素（TCS）及钙调神经磷酸酶抑制剂（TCI）均为标签外用药，且有长期用药的不良反应和疗效有限的临床痛点，临床需求迫切及市场规模大。

图表 3: 白癜风专家共识治疗细则

| 治疗类别 | 治疗方法 | 推荐药物 | 疗程与注意事项 | 缺点 |
|------------|------------|-----------------|--------------------------------|---|
| 外用药物治疗 | 外用激素 | Na | - 连续使用 3~4 个月无效需换药 - 避免眼周使用 | 短期见效快，但长期使用易引发皮肤萎缩、毛细血管扩张等不良反应，且停药后复发率高 |
| | 外用 JAK 抑制剂 | 芦可替尼乳膏 | - 每日 2 次，建议连续 24 周以上 | Na |
| | 外用钙调磷酸酶抑制剂 | 他克莫司软膏及吡美莫司乳膏 | - 疗程 3~6 个月 - 部分患者有烧灼感 | 单独使用疗效欠佳，疗效慢，停药后迅速复发且更严重 |
| | 维生素 D3 衍生物 | 外用卡泊三醇软膏，他卡西醇软膏 | 每日 2 次外涂 | Na |
| | 抗氧化剂/中草药制剂 | 补骨脂，甜瓜提取物 | 需配合光疗（光敏剂） - 1~3 个月无效需停药 | Na |
| 系统药物治疗（口服） | 系统激素 | 泼尼松、倍他米松，甲泼尼龙 | - 见效后逐步减量至隔日 5 mg 维持 | 长期副作用显著（免疫抑制、代谢紊乱） |
| | 系统 JAK 抑制剂 | 托法替布、巴瑞替尼，乌帕替尼 | - 需监测乙肝、结核等感染指标 - 联合光疗更佳 | 超说明书用药 |
| | 中医中药 | 进展期：浮萍丸，柴胡疏肝散 | - 分型论治 | Na |

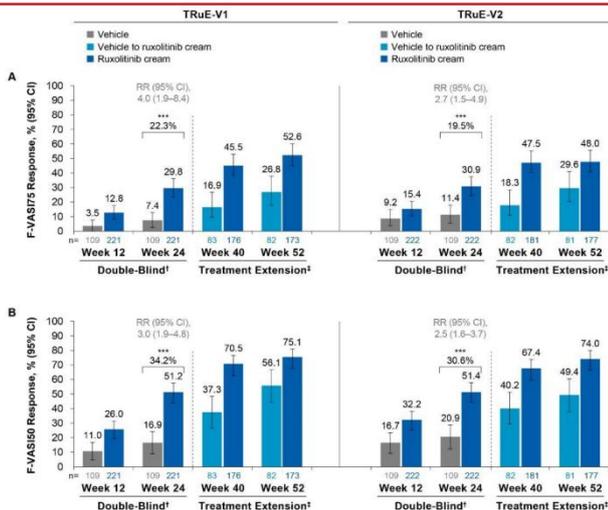
| | | | |
|------|--------------|-------------------|-------------------------|
| | | 稳定期：一贯煎合四物汤，通窍活血汤 | - 每3个月监测肝肾功能 |
| 局部光疗 | | Na | - 初始剂量 70% MED，每周 2~3 次 |
| 光疗 | 全身 NB-UVB 治疗 | Na | 频繁治疗且对黏膜部位疗效有限 |
| | 联合治疗 | 激素/JAK 抑制剂/移植 | - 平台期需暂停 3~6 个月 |
| 移植治疗 | 自体表皮/黑素细胞移植 | Na | 对全身泛发皮损治疗耗时、困难 |
| | | Na | Na |
| 遮盖疗法 | 物理/化学遮盖剂 | Na | Na |
| 脱色治疗 | 外用脱色剂/激光脱色 | Na | 短期改善外观，需定期补涂 |
| | | Na | 脱色后需严格防晒 |
| | | Na | Na |

资料来源：白癜风诊疗共识（2024 版），华源证券研究所

芦可替尼（原研 Incyte 公司）最早于 2011 年获 FDA 批准上市，用于治疗骨髓纤维化，是全球第一款 JAK 抑制剂，其乳膏剂（商品名为 Opzelura）于 2021 年获 FDA 批准，成为首个外用 JAK 抑制剂，用于 12 岁及以上轻中度特应性皮炎患者。2022 年，芦可替尼乳膏剂在美国获批新适应症，用于非节段性白癜风的局部治疗。

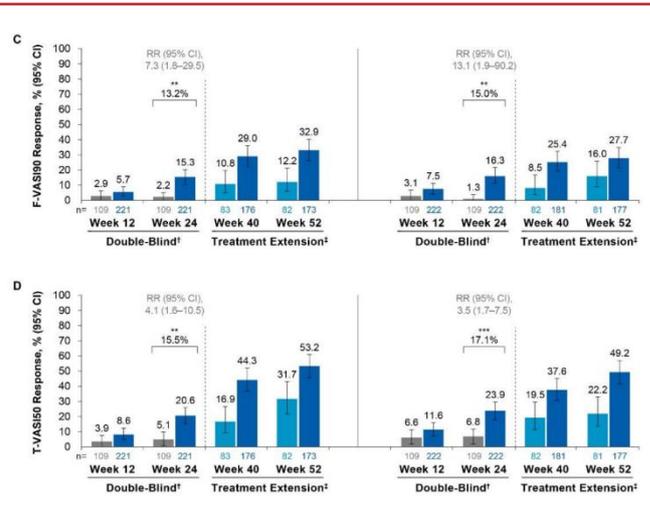
在 Opzelura 两项三期临床中，在 TRuE-V1 中，在第 24 周，29.8%接受 Opzelura 治疗的患者达到面部白癜风症状改善至少 75%的标准，超过 51%Opzelura 组患者面部白癜风症状改善至少 50%，超过 15%的患者面部症状改善超过 90%，在 TRuE-V2 中，在第 24 周，30.9%接受 Opzelura 治疗的患者达到面部白癜风症状改善至少 75%的标准，超过 51%的 Opzelura 组患者面部白癜风症状改善至少 50%。

图表 4：Opzelura 针对面部白癜风症状改善至少 75%和 50%患者比例



资料来源：《Two Phase 3, Randomized, Controlled Trials of Ruxolitinib Cream for Vitiligo》David Rosmarin et al., 华源证券研究所

图表 5：Opzelura 针对面部白癜风症状改善至少 90%和全身白癜风症状改善 50%患者比例



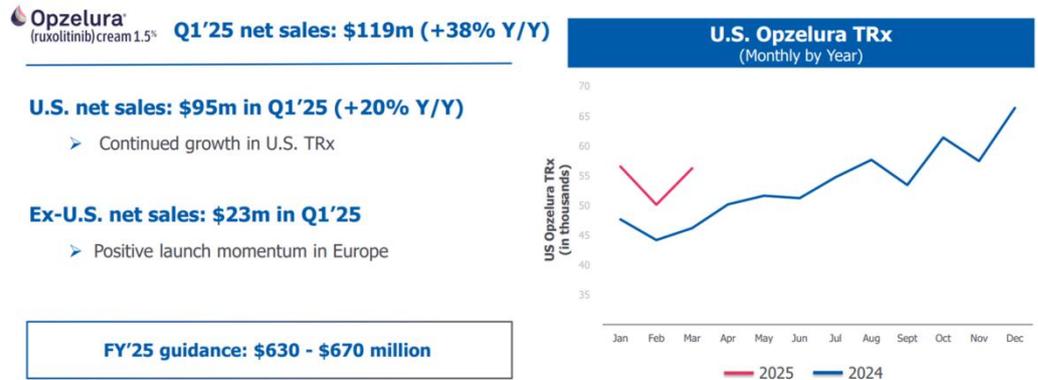
资料来源：《Two Phase 3, Randomized, Controlled Trials of Ruxolitinib Cream for Vitiligo》David Rosmarin et al., 华源证券研究所

2024 年，Opzelura 销售额达到 5.08 亿美元（同比增长 50%），2025Q1 销售额为 1.19 亿美元（同比增长 38%），2025 年公司指引销售额约 6.3-6.7 亿美元。2024 年 9 月，康哲

药业宣布其磷酸芦可替尼乳膏(与 Incyte 公司合作)新药上市许可申请获得中国药监局受理,适应症为白癜风。

图表 6: Opzelura 销售额情况

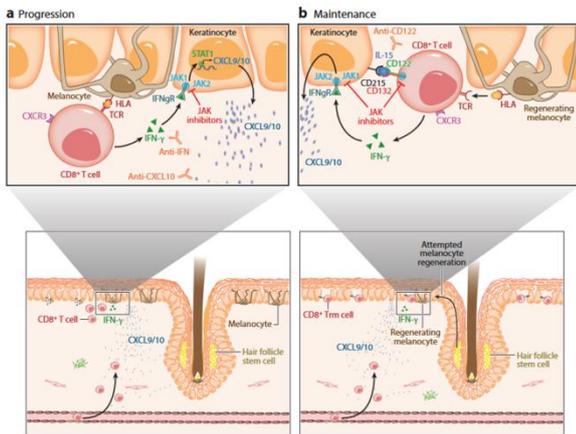
Opzelura: Growth Driven by U.S. TRx and Ex-U.S. Launch



资料来源: Incyte 公司公告, 华源证券研究所

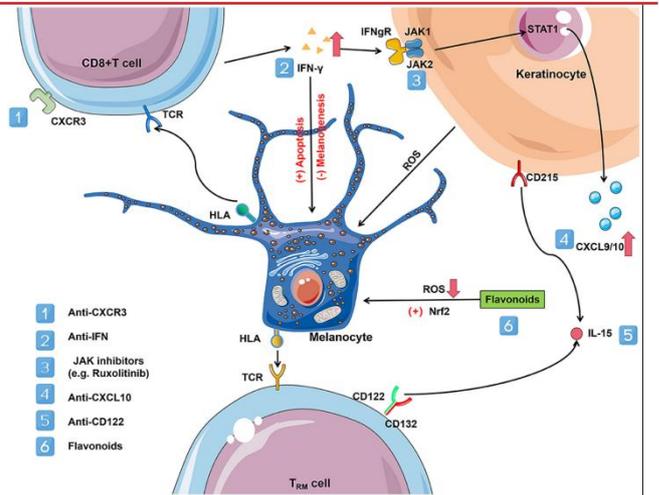
研究发现, 白癜风发病与自身反应性 CD8+T 细胞 (Tc1 细胞) 的异常活化密切相关, 这些细胞通过分泌 IFN- γ 对黑素细胞进行攻击, CKBA 可抑制 Tc1 细胞分化, 显著减少 IFN- γ 的产生从而达到治疗效果。

图表 7: 白癜风疾病进展机制



资料来源: 《Vitiligo: Mechanisms of Pathogenesis and Treatment》Michael L. Frisoli et al., 华源证券研究所

图表 8: 白癜风潜在治疗靶点



资料来源: 《Immunometabolism in the pathogenesis of vitiligo》Chen Lyu, Yonghu Sun, 华源证券研究所

2011 年, 王宏林教授创立博创园生物, 产品管线涉及的疾病领域主要包括皮肤疾病(包括免疫性、炎症性和感染性皮肤病等)和非皮肤自身免疫性疾病(包括类风湿关节炎、多发性硬化症、炎症性肠病等)。截止目前, 泰恩康持有博创园生物 60.7% 股权, 王宏林持有

博创园生物 19.9%股权，郑锐涵（泰恩康实控人郑汉杰之子）持有博创园生物 11.4%股权，苏州安赛迪企业管理合伙企业（有限合伙）（王宏林持股 90%）持有博创园生物 5.8%股权。

目前，泰恩康子公司博创园生物正在开展用于治疗白癜风适应症 1 类新药 CKBA 软膏的 II 期临床研究。2024 年 10 月，泰恩康发布公告，CKBA 软膏 II 期临床已完成全部 200 例受试者入组，整体安全性良好，盲态数据下已体现出较好疗效趋势，展现了该产品后续开发潜力，公司预计将于 2025 年 7 月公布临床 II 期结果。

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（6.2-6.6）、年初至今医药指数涨跌幅分别为+1.13%和+7.81%，相对沪深 300 指数的超额收益分别为 0.25%和 9.36%。

个股情况：本周上涨个股数量 334 家，下跌个股 144 家，涨幅居前为易明医药（+33.09%）、万邦德（+32.59%）、昂利康（+30.28%）、新诺威（+21.36%）、海辰药业（+20.93%），跌幅居前为龙津退（-36.28%）、华森制药（-12.36%）、迈普医学（-9.29%）、*ST 苏吴（-7.35%）、海翔药业（-7.26%）。

图表 9：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 | 002826.SZ | 易明医药 | 30.9 | 33.09% | 33.09% | 56.47% |
| 2 | 002082.SZ | 万邦德 | 50.8 | 32.59% | 32.59% | 29.08% |
| 3 | 002940.SZ | 昂利康 | 39.6 | 30.28% | 30.28% | 48.86% |
| 4 | 300765.SZ | 新诺威 | 884.9 | 21.36% | 21.36% | 137.03% |
| 5 | 300584.SZ | 海辰药业 | 41.2 | 20.93% | 20.93% | 70.24% |
| 6 | 688163.SH | 赛伦生物 | 23.8 | 20.42% | 20.42% | 26.59% |
| 7 | 688062.SH | 迈威生物-U | 111.5 | 17.72% | 17.72% | 38.12% |
| 8 | 688520.SH | 神州细胞 | 206.8 | 17.24% | 17.24% | 28.18% |
| 9 | 300255.SZ | 常山药业 | 399.0 | 16.10% | 16.10% | 117.16% |
| 10 | 688321.SH | 微芯生物 | 93.4 | 15.66% | 15.66% | 23.25% |
| 11 | 801150.SI | 医药生物(申万) | | 1.13% | 1.13% | 7.81% |
| 12 | 000300.SH | 沪深 300 | | 0.88% | 0.88% | -1.55% |

资料来源：Wind，华源证券研究所

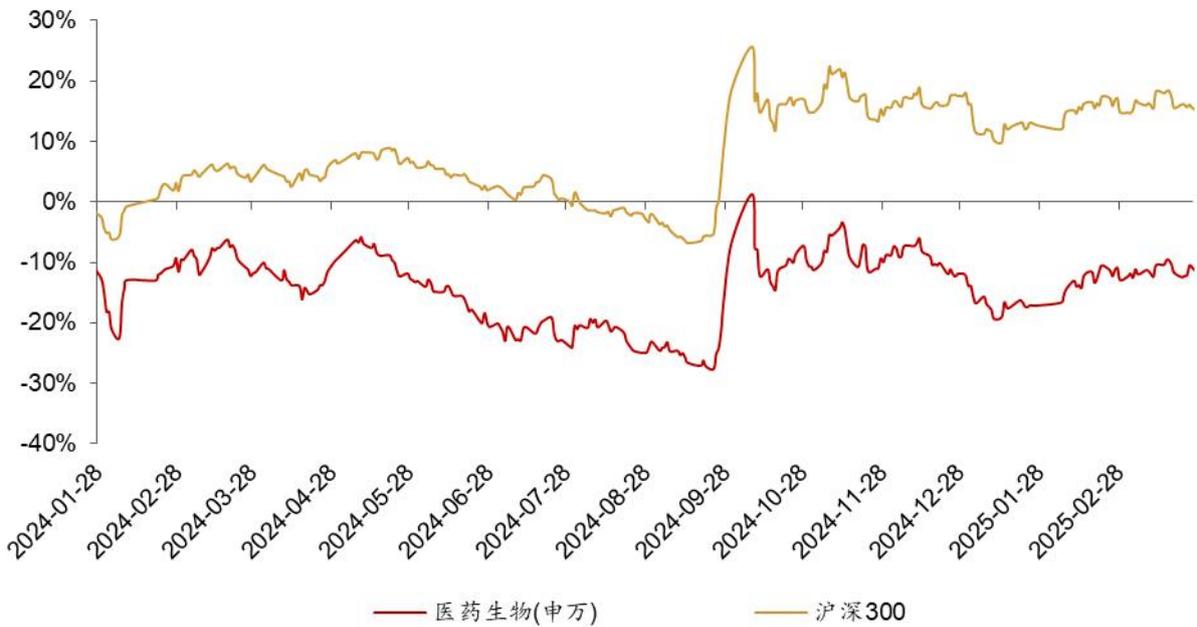
图表 10：本周申万医药行业跌幅 Top10

| 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 | 002750.SZ | 龙津退 | 2.9 | -36.28% | -36.28% | -67.12% |
| 2 | 002907.SZ | 华森制药 | 75.5 | -12.36% | -12.36% | 39.45% |
| 3 | 301033.SZ | 迈普医学 | 38.3 | -9.29% | -9.29% | 38.35% |
| 4 | 600200.SH | *ST 苏吴 | 17.9 | -7.35% | -7.35% | -72.96% |
| 5 | 002099.SZ | 海翔药业 | 95.2 | -7.26% | -7.26% | 13.95% |

| | | | | | | |
|----|-----------|----------|-------|--------|--------|--------|
| 6 | 000953.SZ | 河化股份 | 28.2 | -6.67% | -6.67% | 37.57% |
| 7 | 830946.BJ | 森萱医药 | 52.7 | -6.66% | -6.66% | 41.61% |
| 8 | 835670.BJ | 数字人 | 15.9 | -6.60% | -6.60% | -2.66% |
| 9 | 002653.SZ | 海思科 | 481.5 | -6.11% | -6.11% | 30.23% |
| 10 | 301509.SZ | 金凯生科 | 42.2 | -5.86% | -5.86% | 36.84% |
| 11 | 801150.SI | 医药生物(申万) | | 1.13% | 1.13% | 7.81% |
| 12 | 000300.SH | 沪深300 | | 0.88% | 0.88% | -1.55% |

资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 11: 2024 年初至今医药指数表现



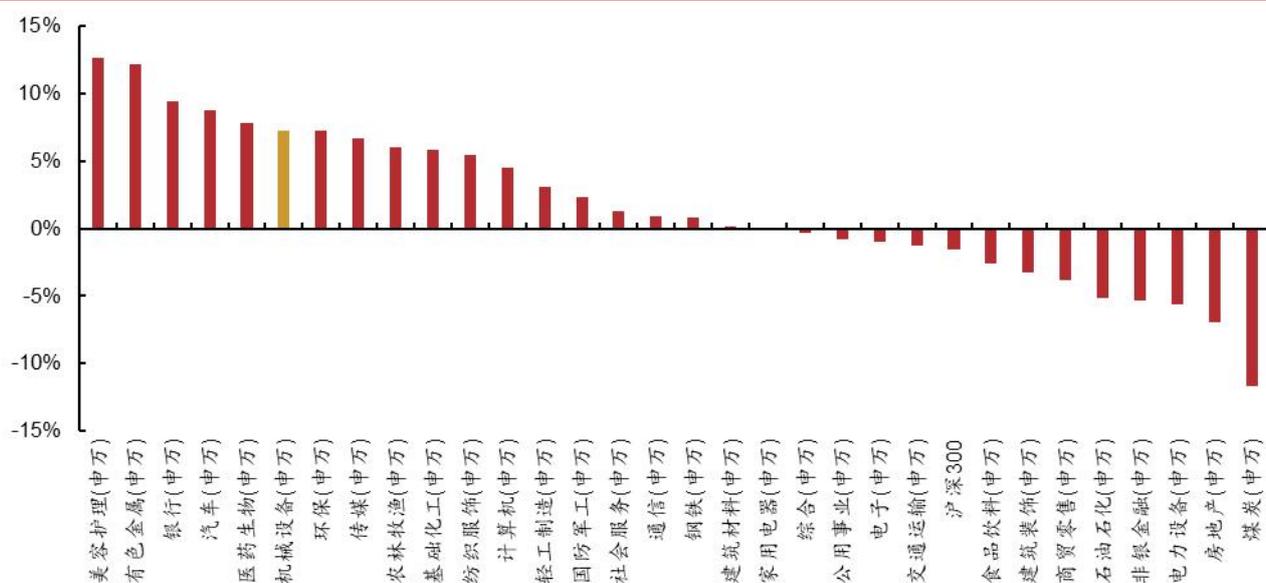
资料来源: Wind, 华源证券研究所

细分赛道涨跌幅情况:

本周, 化学原料药 (+2.9%)、化学制剂 (+1.4%)、医药商业 II (+1.1%)、医药生物 (+1.1%)、医疗器械 II (+1.1%)、生物制品 II (+1.0%)、医疗服务 II (+0.7%)、中药 II (+0.4%)。

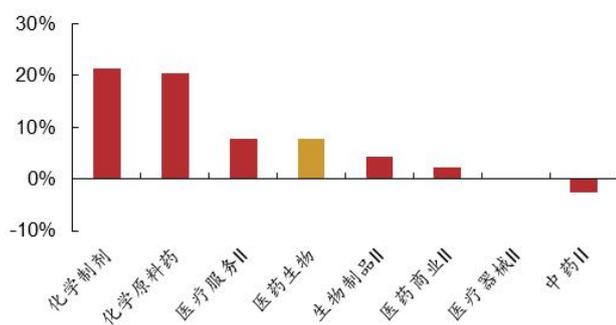
年初以来, 化学制剂 (+21.3%)、化学原料药 (+20.4%)、医疗服务 II (+7.9%)、医药生物 (+7.8%)、生物制品 II (+4.4%)、医药商业 II (+2.3%)、医疗器械 II (+0.1%) 和中药 II (-2.7%)。

图表 12: 申万各板块年初至今涨跌幅情况



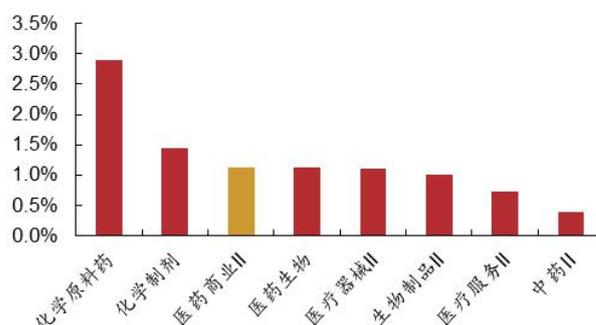
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 13: 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

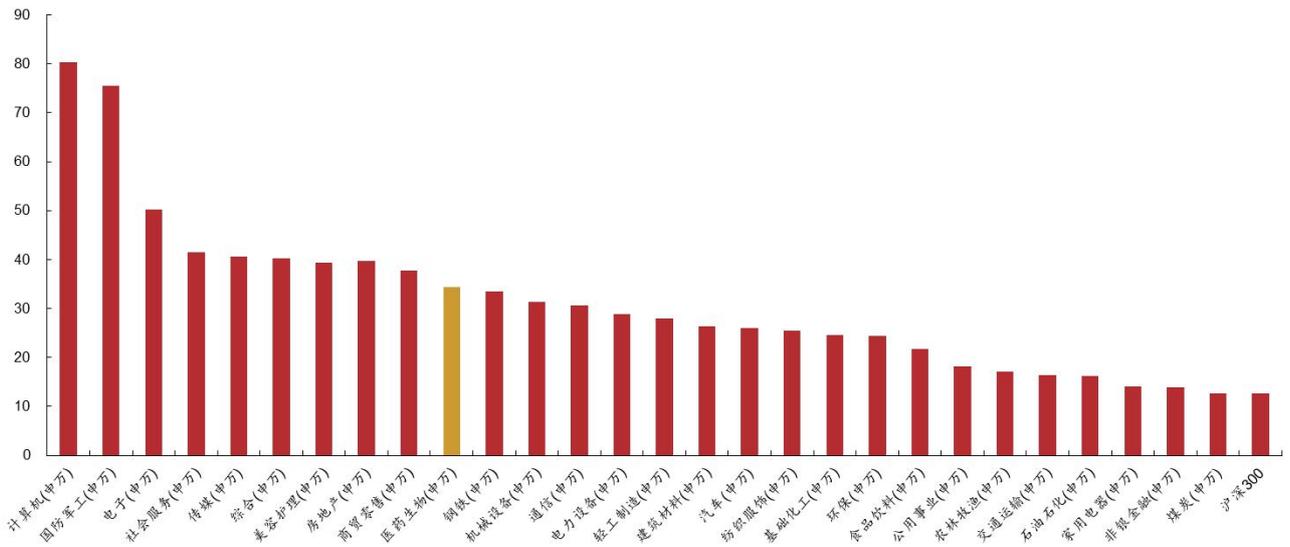
图表 14: 本周医药子板块表现情况



资料来源: Wind, 华源证券研究所

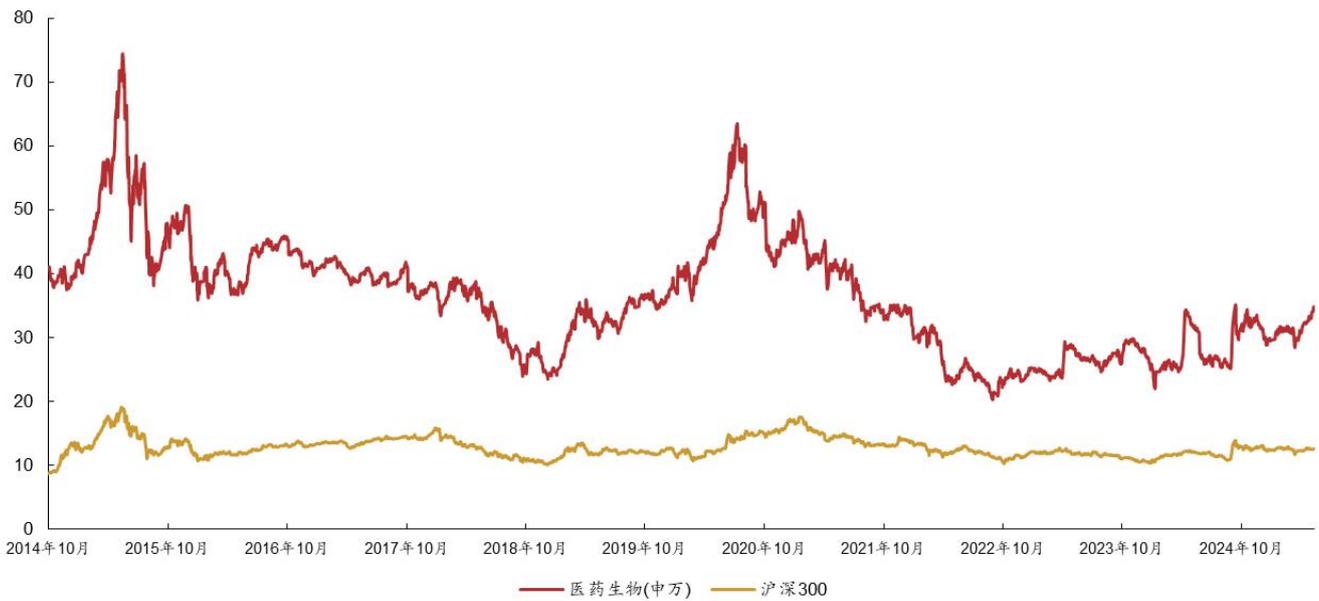
板块估值: 截至 2025 年 6 月 6 日, 申万医药板块整体 PE 估值为 34.4X, 在申万一级分类中排第 10, 从 PE 绝对值来看, 目前医药估值仍在历史相对较低位置。各细分板块估值情况, 目前化学制剂、生物制品和化学原料药等板块估值相对较高, 医药商业和中药估值相对较低。

图表 15: 申万各板块 PE 估值情况 (截至 2025 年 6 月 6 日, 整体 TTM 法)



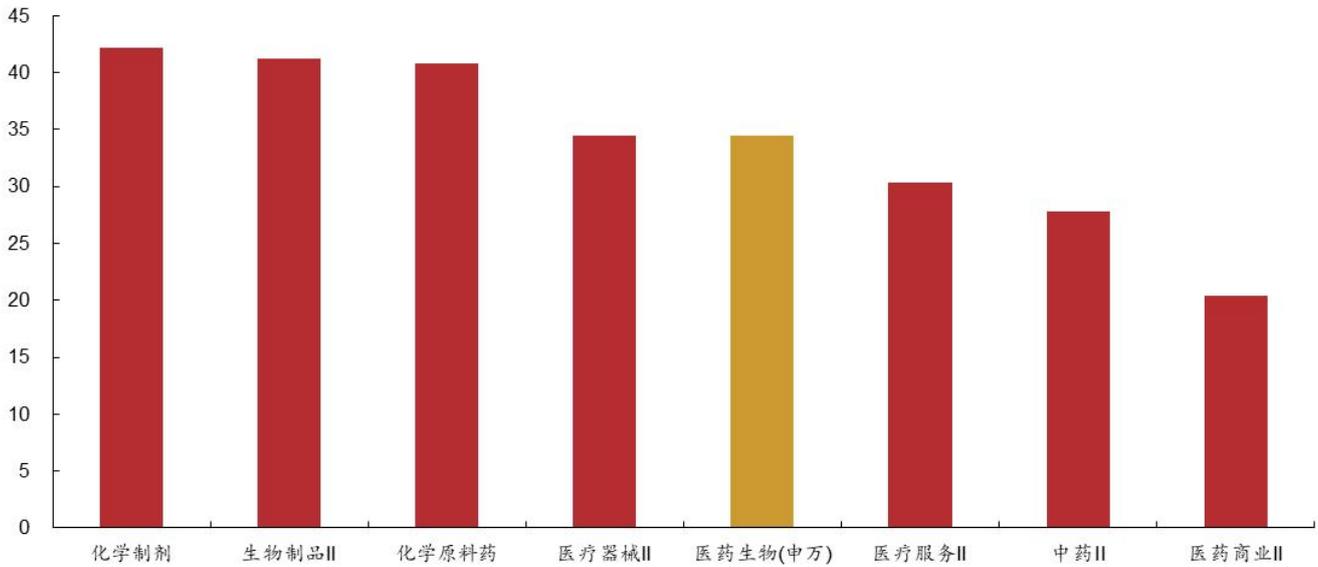
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 16: 申万医药及沪深 300 PE 估值情况 (截至 2025 年 6 月 6 日, 整体 TTM 法)



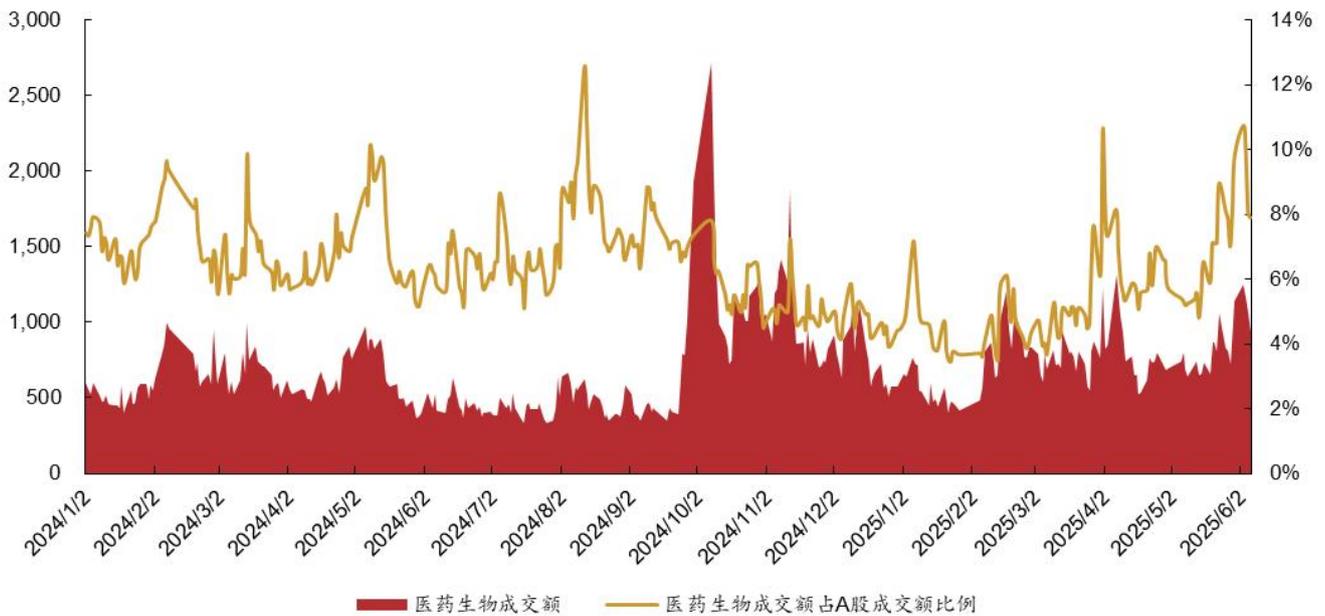
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 17: 申万医药各细分板块 PE 估值情况 (截至 2025 年 6 月 6 日, 整体 TTM 法)



资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 18: 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、华纳药厂、热景生物、三生制药、昆药集团；

六月建议关注组合：信立泰、科伦药业、中国生物制药、华纳药厂、科兴制药、热景生物、昆药集团、马应龙、开立医疗。

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。