

2024 年 12 月 01 日

国谈结果偏积极，再次凸显创新药产业趋势

——医药行业周报（24/11/25-24/11/29）

投资评级：看好（维持）

投资要点：

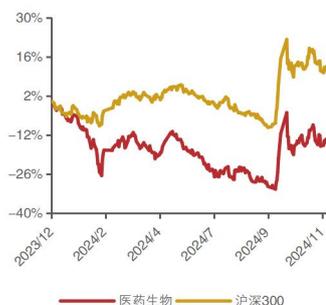
- **本周医药市场表现分析：**11月25日至11月29日，沪深300指数上涨1.32%；医药生物(申万)指数上涨2.95%。2024年创新药国谈结果落地，结果偏积极、尤其创新性强的药品，创新药产业趋势再次明确。另外，对于医药行业，近期卫健委、医保局等部门持续释放积极信号，商业医疗保险加速发展趋势显著，医药有望持续边际好转，看好医药板块稳中向上，建议关注：1) 2025年板块反转、近期边际好转的中药板块如华润三九、昆药集团、太极集团、同仁堂等；2) 医药最为明确的方向创新药，建议关注科伦博泰、康方生物、翰森制药、迪哲药业、智翔金泰等；3) 细分领域有望提估值的个股：建议关注九典制药、人福医药、普门科技、百洋医药、鱼跃医疗等。
- **医药指数和各细分领域表现、涨跌幅：**本周医药指数上涨(+2.95%)。本周上涨个股数量440家，下跌个股数量51家，涨幅居前为葫芦娃(+49.64%)、热景生物(+21.78%)、数字人(+21.44%)、博迅生物(+17.19%)和正川股份(+17.01%)，跌幅居前为圣达生物(-19.55%)、ST景峰(-17.87%)、辰光医疗(-16.43%)、启迪药业(-15.56%)和双成药业(-15.25%)。
- **2024年国谈结果偏积极，原创性高的创新药更为受益。**2024年11月28日，医保局发布新的医保目录，今年调整共新增91种药品，其中89种以谈判/竞价方式纳入，另有2种国采药品直接纳入、43种药品被调出。今年117种目录外药品参与谈判/竞价，其中89种谈判/竞价成功，成功率76%(2023年为85%)、平均降价63%(2023年为62%)。医保全面支持创新药，91种药品中有90种为5年内新上市品种，38种是全球新的创新药，比例与数量均创新高，同时国内医药产业供给侧持续优化升级，91种新增药品中，有65种来自国内企业，其中康方生物的PD-1/CTLA-4双抗卡度尼利单抗、PD-1/VEGF双抗依沃西单抗，以及云顶新耀的布地奈德肠溶胶囊，迪哲医药的舒沃替尼和戈利昔替等均顺利谈判纳入目录，高临床价值的创新药预计将持续受益。本次医保谈判充分体现政策端全面支持创新药，我们认为创新药具有明确的产业趋势，新药进入医保后将实现加速放量，建议关注恒瑞医药、和黄医药、科伦博泰、翰森制药、康方生物、康诺亚、泽璟制药、信立泰、海思科等。
- **投资观点及建议关注标的：**年初以来医药指数下跌9.29%，位于申万行业倒数第一。近期医药边际改善信号显著，商业健康险有望显著加速，支付能力提升空间可期，看好2025年医药否极泰来，坚持“创新+出海+老龄化”主线，关注医药低估值修复机会。建议关注：1) 创新药械：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、康诺亚、泽璟制药、信立泰、海思科、赛诺医疗等；2) 出海：建议关注迈瑞医疗、联影医疗、三诺生物、美好医疗、福瑞股份、新产业、三友医疗、科兴制药等；3) 国产替代：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：建议关注鱼跃医疗、九典制药、可孚医疗、昆药集团、华润三九、太极集团、羚锐制药等；5) 高壁垒行业：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：建议关注百洋医药、普门科技、盘龙药业、麦澜德、方盛制药、立方制药等。
- **本周投资组合：**九典制药、昆药集团、东诚药业、翰森制药、科伦博泰；
- **十二月投资组合：**九典制药、昆药集团、东诚药业、翰森制药、科伦博泰、三诺生物、普门科技、百洋医药、开立医疗、人福医药。
- **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。

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



内容目录

1. 国谈结果偏积极，再次凸显创新药产业趋势	4
2. 行业观点：坚持创新+出海+老龄化主线，关注估值修复机会	6
3. 风险提示	12

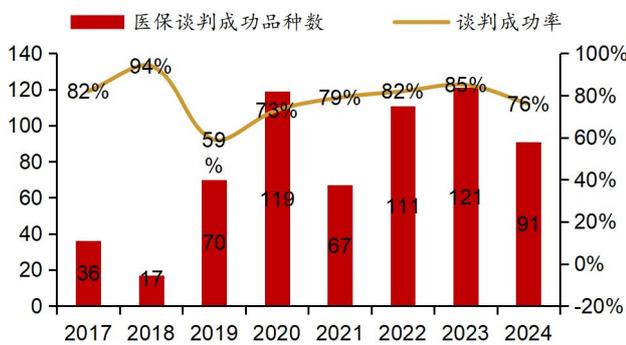
图表目录

图表 1: 国家医保谈判成功品种数及成功率	4
图表 2: 国家医保谈判平均降幅	4
图表 3: 本周申万医药行业涨幅 Top10	6
图表 4: 本周申万医药行业跌幅 Top10	6
图表 5: 年初至今医药指数表现	7
图表 6: 申万各板块年初至今涨跌幅情况	7
图表 7: 申万医药各细分板块年初至今表现	8
图表 8: 年初至今医药子板块涨跌幅情况	8
图表 9: 本周医药子板块表现情况	8
图表 10: 申万各板块 PE 估值情况 (截至 2024 年 11 月 29 日, 整体 TTM 法)	9
图表 11: 申万医药及沪深 300 PE 估值情况 (截至 2024 年 11 月 29 日, 整体 TTM 法)	9
图表 12: 申万医药各细分板块 PE 估值情况 (截至 2024 年 11 月 29 日, 整体 TTM 法)	10
图表 13: 年初至今医药成交额及占 A 股比例 (万亿)	10

1. 国谈结果偏积极，再次凸显创新药产业趋势

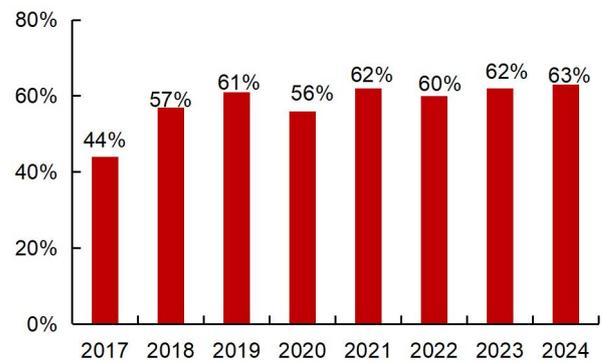
2024年医保目录调整落地，成功率76%，平均降幅63%。2024年11月28日，国家医保局召开新闻发布会，正式发布2024年国家医保药品目录，今年调整共新增91种药品，其中89种以谈判/竞价方式纳入，另有2种国家集采中选药品直接纳入，同时43种药品被调出。今年117种目录外药品参与谈判/竞价，其中89种谈判/竞价成功，成功率76%（2023年为85%）、平均降价63%（2023年为62%），总体与2023年基本相当。叠加谈判降价和医保报销因素，预计2025年将为患者减负超500亿元。本轮调整后，国家医保药品目录内药品总数达到3159种，其中西药1765种、中成药1394种。

图表 1：国家医保谈判成功品种数及成功率



资料来源：国家医保局，Insight 数据库，华源证券研究所

图表 2：国家医保谈判平均降幅



资料来源：国家医保局，Insight 数据库，华源证券研究所

医保目录动态调整，各疾病领域的新药好药及时纳入医保。本次调整新增91种药品，其中肿瘤用药26种（含4种罕见病）、糖尿病等慢性病用药15种（含2种罕见病）、罕见病用药13种、抗感染用药7种、中成药11种、精神病用药4种，以及其他领域用药21种，肿瘤、慢性病、罕见病、儿童用药等领域的药物可及性将进一步提升。

全面支持创新药，高临床价值的优质创新药将持续受益。今年目录新增的91种药品中有90种为5年内新上市品种，38种是“全球新”的创新药，无论是比例还是绝对数量都创历年新高。在谈判阶段，创新药的谈判成功率超过了90%，较总体成功率高16个百分点。同时，国内医药产业供给侧持续优化升级，91种新增药品中，国内企业的有65种，占比超过70%，并且呈逐年上升之势。

重点品种医保谈判情况：1) 康方生物的2款全球首创双特异性抗体药物，PD-1/CTLA-4 双抗卡度尼利单抗以及 PD-1/VEGF 双抗依沃西单抗都顺利谈判纳入目录，其中卡度尼利单抗是全球第一个肿瘤免疫治疗双抗新药，于2022年6月获批上市，是我国首个获批上市的用于晚期宫颈癌治疗的肿瘤免疫药物，用于治疗既往接受过含铂化疗治疗失败的复发或转移性宫颈癌患者，依沃西单抗注射液于今年5月24日获批上市，用于联合培美曲塞和卡铂，治疗经EGFR-TKI治疗后进展的EGFR基因突变阳性的局部晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌（nsq-NSCLC）患者；2) 云顶新耀的布地奈德肠溶胶囊作为全球首个对因治疗IgA肾病的

药物顺利谈判纳入目录，布地奈德肠溶胶囊于 2023 年 11 月通过优先审评程序正式在国内批准，用于治疗原发性 IgA 肾病的成年患者，是中国唯一获得 IgA 肾病适应症的治疗药物；3) 迪哲医药的两款突破性创新药舒沃替尼和戈利昔替尼顺利谈判纳入目录，其中舒沃替尼是迪哲医药自主研发的新型肺癌靶向药，是当前全球唯一获批且可及的针对 EGFR 20 号外显子插入突变（exon20ins）的非小细胞肺癌（NSCLC）治疗的口服靶向药；戈利昔替尼则是全球首个且唯一作用于 JAK/STAT 通路的治疗外周 T 细胞淋巴瘤（PTCL）的新药。

投资建议：本次医保谈判是《全链条支持创新药发展实施方案》在国务院审议通过后的首次国谈，充分体现政策和医保全面支持创新药的鲜明态度，有望持续提升创新药行业发展信心。我们认为创新药具有明确的产业趋势，新药进入医保后将实现加速放量，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、康诺亚、泽璟制药、信立泰、海思科等。

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+2.95%、+2.15%和-9.29%，相对沪深300指数的超额收益分别为+1.63%、+1.49%和-23.43%。

个股情况：本周上涨个股数量440家，下跌个股数量51家，涨幅居前为葫芦娃(+49.64%)、热景生物(+21.78%)、数字人(+21.44%)、博迅生物(+17.19%)和正川股份(+17.01%)，跌幅居前为圣达生物(-19.55%)、ST景峰(-17.87%)、辰光医疗(-16.43%)、启迪药业(-15.56%)和双成药业(-15.25%)。

图表3：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	605199.SH	葫芦娃	75.6	49.64%	39.90%	26.21%
2	688068.SH	热景生物	52.0	21.78%	77.01%	37.92%
3	835670.BJ	数字人	24.3	21.44%	20.74%	50.59%
4	836504.BJ	博迅生物	12.0	17.19%	44.47%	49.43%
5	603976.SH	正川股份	28.6	17.01%	15.58%	-1.98%
6	300171.SZ	东富龙	112.2	16.73%	14.45%	-16.87%
7	688319.SH	欧林生物	48.7	16.63%	13.11%	-23.79%
8	300942.SZ	易瑞生物	39.6	16.51%	14.75%	-15.48%
9	000953.SZ	河化股份	21.6	16.34%	-4.68%	8.04%
10	603520.SH	司太立	48.4	15.83%	21.43%	-21.04%
11	801150.SI	医药生物(申万)		2.95%	2.15%	-9.29%
12	000300.SH	沪深300		1.32%	0.66%	14.15%

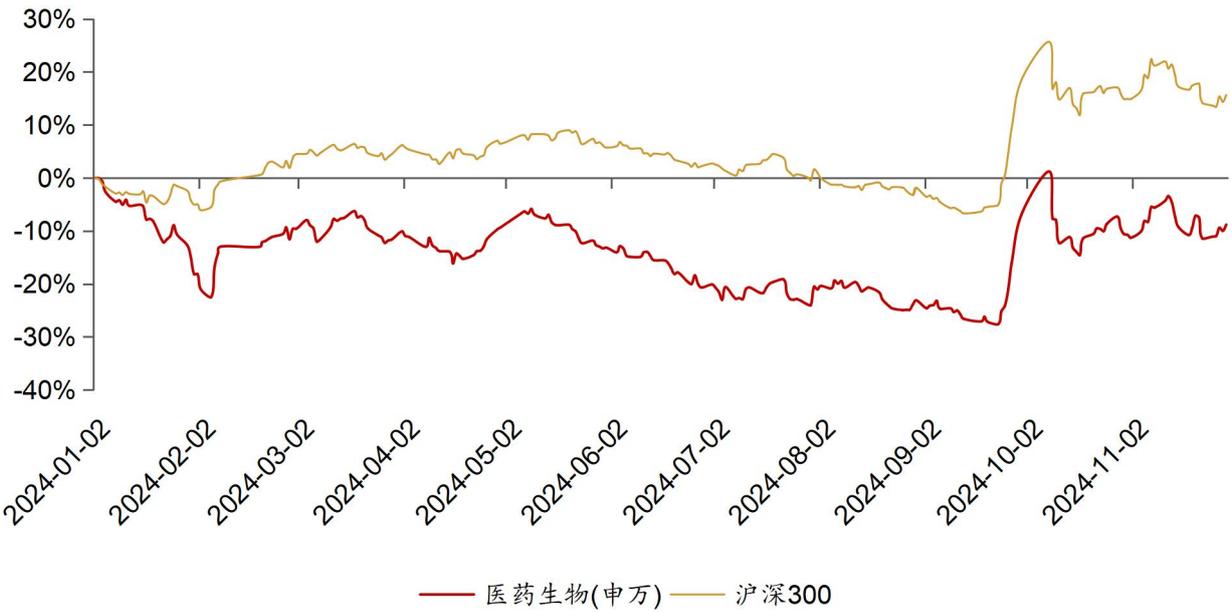
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表4：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	603079.SH	圣达生物	26.1	-19.55%	10.49%	5.42%
2	000908.SZ	*ST景峰	40.0	-17.87%	-8.45%	40.43%
3	430300.BJ	辰光医疗	14.1	-16.43%	29.28%	6.50%
4	000590.SZ	启迪药业	18.6	-15.56%	1.44%	-13.39%
5	002693.SZ	双成药业	95.2	-15.25%	-38.58%	205.73%
6	300108.SZ	*ST吉药	15.2	-10.94%	-12.31%	-29.85%
7	002950.SZ	奥美医疗	57.0	-10.71%	6.38%	-4.65%
8	600479.SH	千金药业	49.7	-9.08%	9.85%	12.51%
9	688399.SH	硕世生物	39.8	-7.63%	-13.07%	28.67%
10	301122.SZ	采纳股份	26.9	-4.97%	12.99%	-33.84%
11	801150.SI	医药生物(申万)		2.95%	2.15%	-9.29%
12	000300.SH	沪深300		1.32%	0.66%	14.15%

资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 5：年初至今医药指数表现



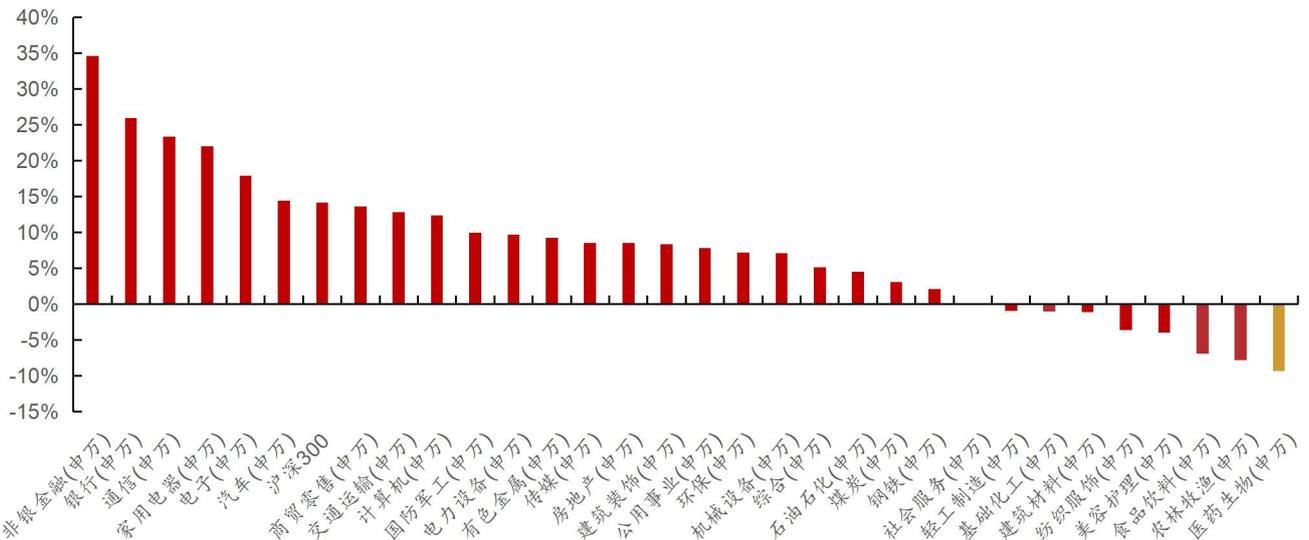
资料来源：Wind, 华源证券研究所

细分赛道涨跌幅情况：

本周，化学制剂(+5.1%)、化学原料药(+3.6%)、医疗服务(+2.8%)、生物制品(+2.4%)、医药商业(+2.0%)、中药(+1.9%)、医疗器械(+1.6%)。

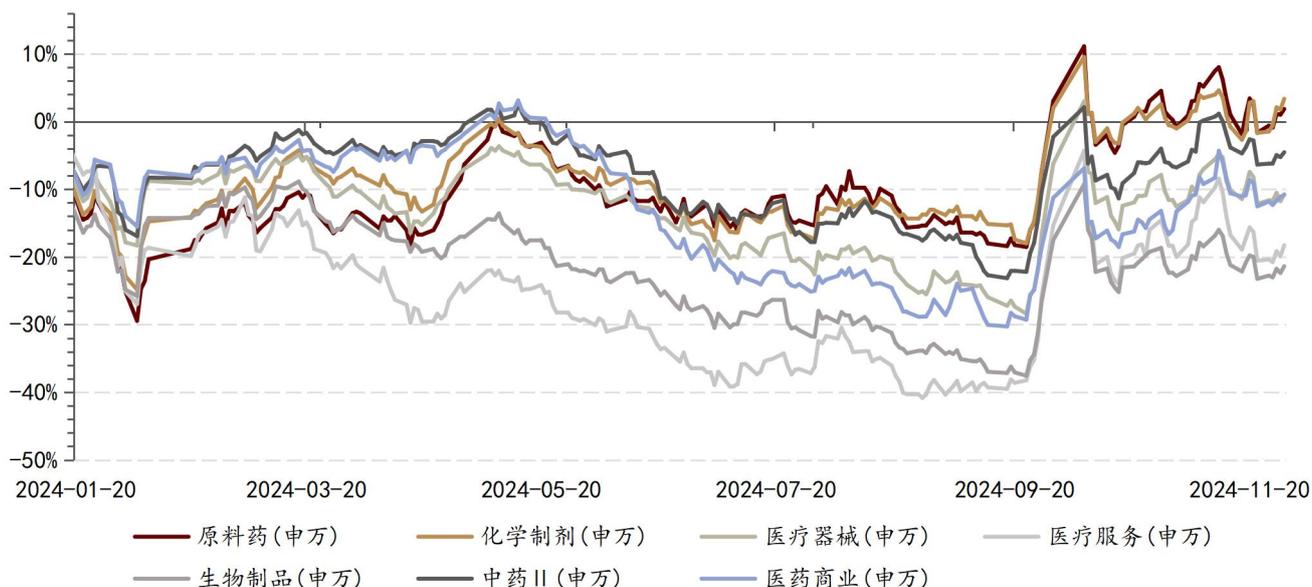
年初以来，化学制剂(+3.0%)、化学原料药(+1.8%)和中药(-3.5%)涨跌幅排名靠前，生物制品(-22.3%)、医疗服务(-20.6%)及医疗器械(-10.9%)相对跌幅较大。

图表 6：申万各板块年初至今涨跌幅情况



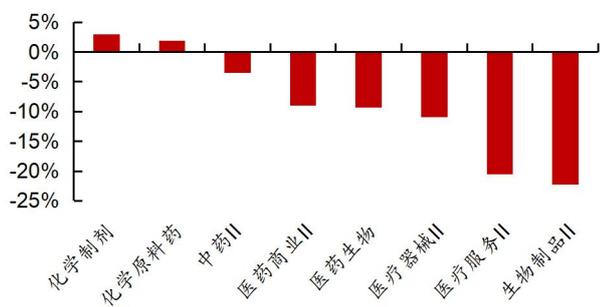
资料来源：Wind, 华源证券研究所

图表 7：申万医药各细分板块年初至今表现



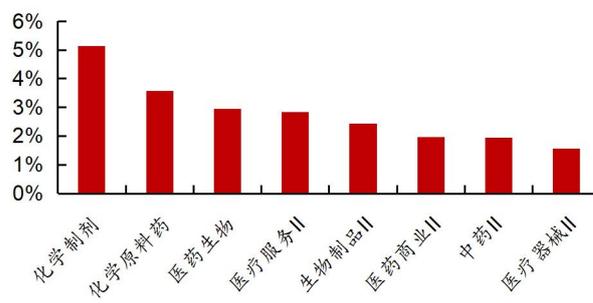
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 8：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

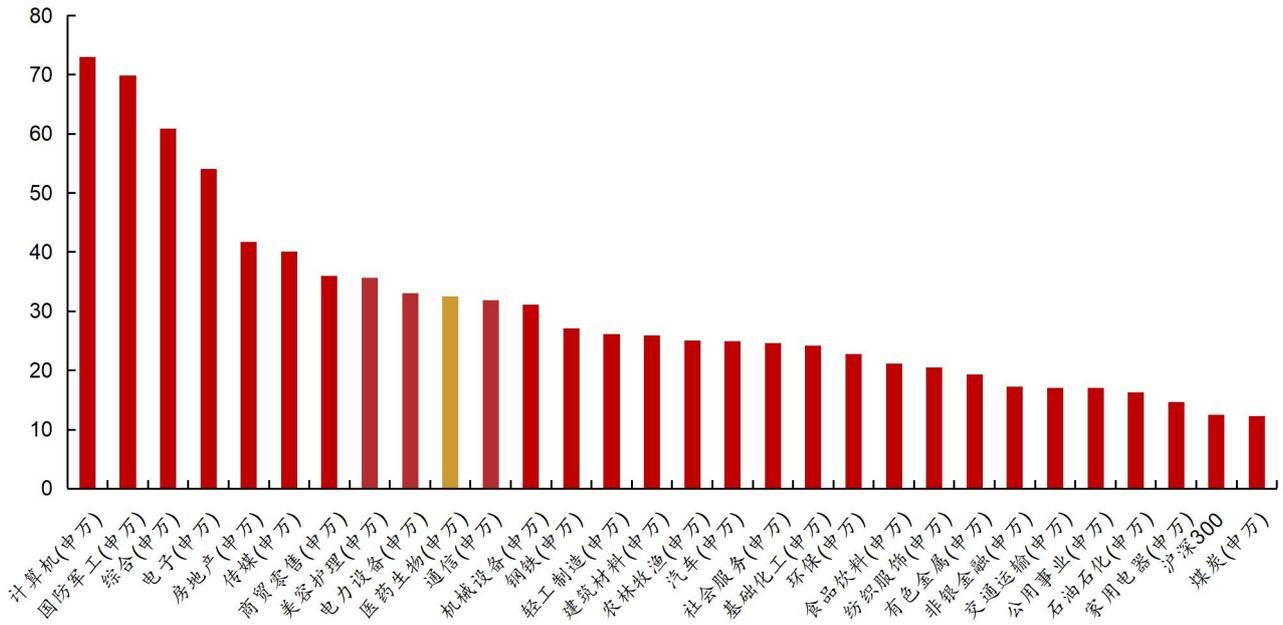
图表 9：本周医药子板块表现情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

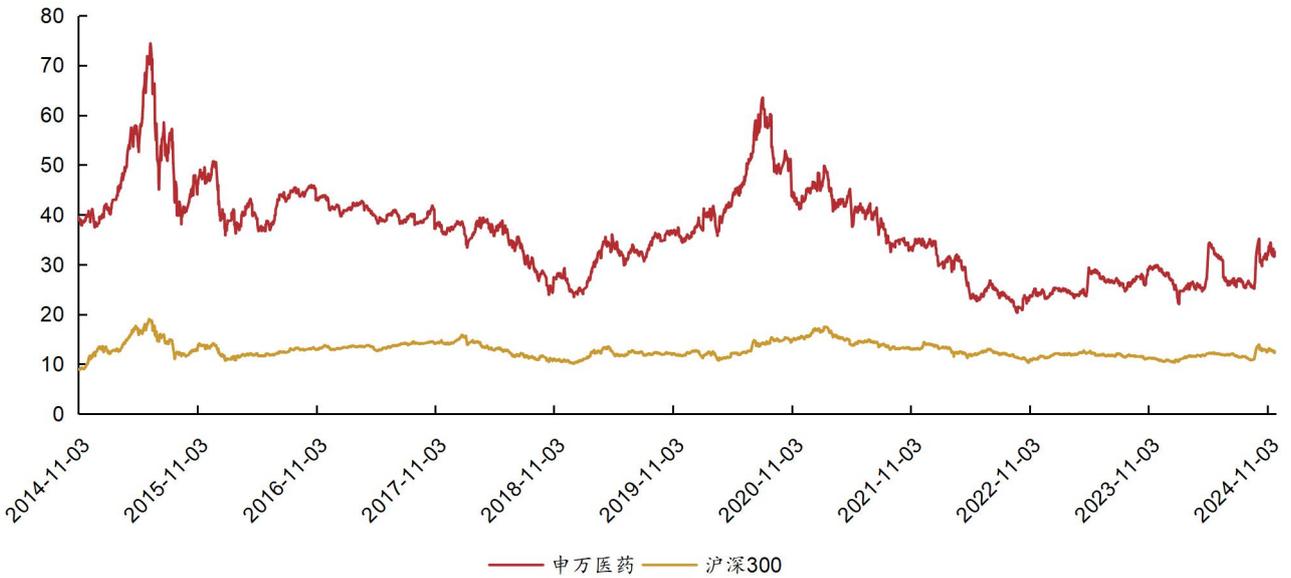
板块估值：截至 2024 年 11 月 29 日，申万医药板块整体 PE 估值为 32.5X，在申万一级分类中排第 10，从 PE 绝对值来看，目前医药估值仍在历史相对较低位置。各细分板块估值情况，目前化药制剂、化学原料药和医疗服务等板块估值相对较高，医药商业和中药估值相对较低。

图表 10: 申万各板块 PE 估值情况 (截至 2024 年 11 月 29 日, 整体 TTM 法)

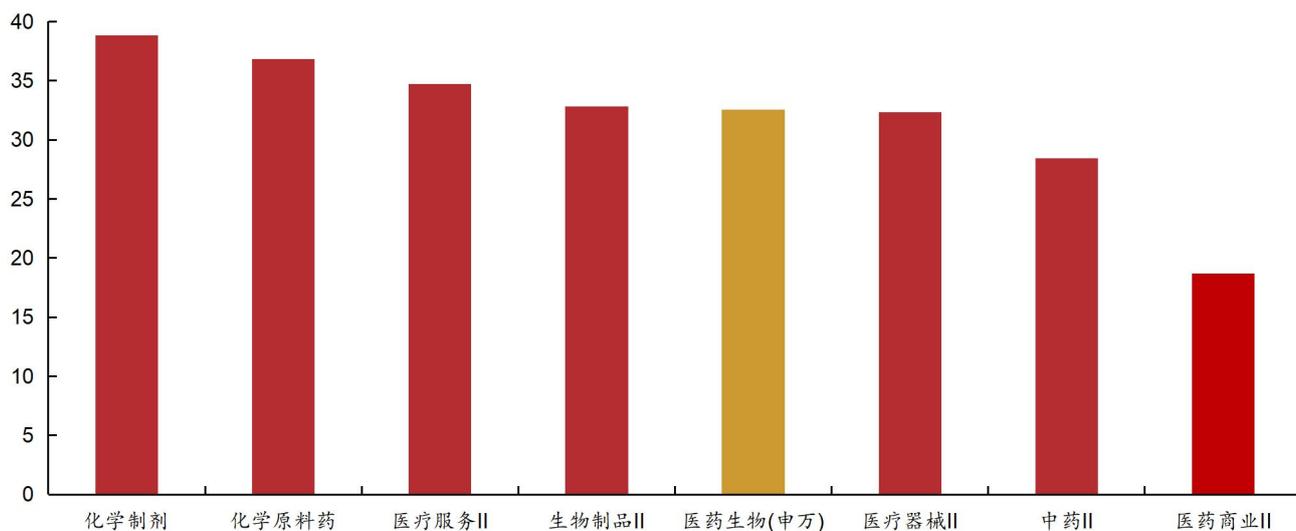


资料来源: Wind, 华源证券研究所

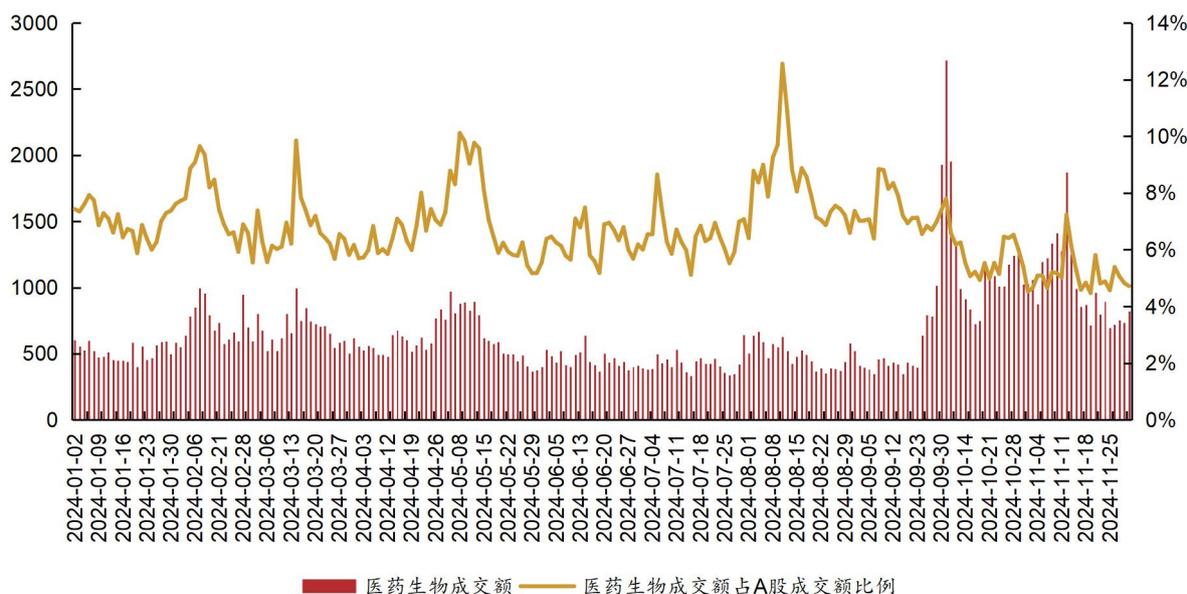
图表 11: 申万医药及沪深 300 PE 估值情况 (截至 2024 年 11 月 29 日, 整体 TTM 法)



资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 12: 申万医药各细分板块 PE 估值情况 (截至 2024 年 11 月 29 日, 整体 TTM 法)


资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 13: 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: 医药指数在连续跌了 3 年后, 2024 年又进一步下跌, 主要系医药政策再次出现利空, 医药行业整顿持续进行, 药品“四同”政策加速推进, 院内 DRG/DIP 进一步推广, 以及地方如安徽等中成药集采政策影响。但是, 医药行业亦不乏一些积极的利好政策, 如国务院层面明确对创新药全产业链鼓励。目前医药板块整体 PE 估值为 32X 左右, 处于历史较低位置, 截止 9 月 30 日, 公募基金医药持仓较 6 月 30 日进一步降低。我们认为医药指数已经较为充分的消化了今年以来的医药政策变化, 年初至今跌幅位列申万所有行业第一, 24Q4 企稳反弹的预期强烈。

近期，医保局、卫健委均有积极政策推出，医药边际改善信号显著，尤其近期商业医疗保险加速发展信号积极，多元化支付体系有望加速完善，我们看好 2025 年医药否极泰来，业绩有望逐季度边际好转，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，关注医药低估值修复机会，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、康诺亚、泽璟制药、信立泰、海思科、赛诺医疗等。其中，重点关注港股 pharma 的估值修复机会。

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、三诺生物、美好医疗、福瑞股份、新产业、三友医疗、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，建议关注鱼跃医疗、九典制药、可孚医疗、昆药集团、华润三九、太极集团、羚锐制药等。

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、九典制药、盘龙药业、方盛制药、立方制药、麦澜德等。

本周投资组合：九典制药、昆药集团、东诚药业、翰森制药、科伦博泰；

十二月投资组合：九典制药、昆药集团、东诚药业、翰森制药、科伦博泰、三诺生物、普门科技、百洋医药、开立医疗、人福医药。

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。