

医药生物

报告日期：2023年08月27日

三医政策再升级，关注流通/创新药

——医药生物周跟踪 20230827

投资要点

□ 本周思考：优化流通环节，推动真创新

2023年8月，是医疗反腐整治活动全面推动的首月，我们认为医改逐渐进入深水区。同时，近期关于优化流通环节、推动真创新发展、鼓励中医药的政策频发。这与我们在《以三明为鉴，看医疗改革》——医改专题报告中所提到的未来医改持续升级的六大方向相符。我们认为在当前时点，分析医改进程、理解产业趋势，对投资将起到重要意义。

① 2023.8.4，湖南省再推进医保基金直接结算集采产品货款，优化流通环节

我们认为，此次湖南省卫健委发布的《关于实施医保基金直接结算集中带量采购中选产品医药货款的通知》是继内蒙古、山东、江西、福建等省份后，再次在支付端深化改革，推动从“两票制”到“一票制”的发展。同时我们认为，①医保基金的直接结算有望极大的加速流通环节的资金周转，减轻备款压力，促进产业格局优化，集中度加速提升；②削弱医院回款权有望减少腐败滋生，增强药耗价格透明度；③医保直接结算有望推动医保建立完善的监管平台和结算流程，确保医保基金与医药企业之间的信息对接和资金划转及时、准确、安全，对医疗信息化建设也将起到重要推动。

② 2023.8.25，药品附条件批准上市申请审评审批程序或升级，推动真创新

我们认为，此次意见稿再次明确了①国内对 best-in-class 药物的支持，在确证性研究启动后，可放宽操作时限要求；②国内对 best-in-class 药物的保护，不鼓励在同机制、同靶点、同适应症的同类药物上 fast-follow，在同质化研究上浪费研究精力及临床资源、损害患者利益。此次意见稿与我们一直强调的国内医改方向将向“创新门槛升级，将有限的资源用在支持真创新上”相符。我们推荐创新药械板块具备全球竞争优势的产品及商业模式相关公司。

③ 2023.8.25，国常会新审议文件，鼓励创新产业链、国产替代，鼓励中医药发展

8月25日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，审议通过《医药工业高质量发展行动计划（2023-2025年）》和《医疗装备产业高质量发展行动计划（2023-2025年）》，我们认为，此次会议再次明确了国内医药工业和医疗装备产业在卫生健康中的重要意义以及对药品创新及全产业链的支持。并在会议中再次强调了加大保护中医药发展力度，推动国产医疗设备的迭代升级。

投资建议：我们认为医改逐步深化到医疗环节，本质上是医药行业规范性加速提升的进程，行业生态进一步优化，“良币驱除劣币”有望成趋势，我们看好国内医药创新升级进程加速及新生态快速建立的趋势，看好以下方向：①在全球具有较强竞争优势的产品及商业模式：CXO 龙头（药明康德、凯莱英、泰格医药、九洲药业等，关注百洋医药）、创新器械（迈瑞医疗、联影医疗、澳华内镜等）、创新药（泽璟制药、君实生物、科济药业等，关注恒瑞医药）；②出清节奏靠前，行业格局稳定，进入营销能力提升周期：中药（东阿阿胶、康恩贝、康缘药业、济川药业、羚锐制药、桂林三金等）、流通龙头（关注国药控股、上海医药、华润医药、九州通、百洋医药等）、仿制药（华东医药、科伦药业等）。③院外市场的连锁药店、医疗消费及 OTC（大参林、益丰药房、老百姓等）。

风险提示：创新升级对短期医药投融资热情的影响，优化流通环节对部分流通业绩的影响，行业加速出清下导致上下游经营短期波动风险。

□ 行情复盘：板块下跌，估值下降

涨跌幅：本周医药板块下跌 2.65%，跑输沪深 300 指数 0.67 个百分点，在所有行业中涨幅排名第 11。2023 年以来中信医药指数累计跌幅 13.1%，跑输沪深 300 指数 9.0 个百分点，在所有行业中排名倒数第 5 名。

行业评级：看好(维持)

分析师：孙建
执业证书号：S1230520080006
02180105933
sunjian@stocke.com.cn

分析师：王帅
执业证书号：S1230523060003
wangshuail@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《诺和参投生工生物，深势科技获融》 2023.08.21
- 2 《配方颗粒集采，行业量增催化》 2023.08.20
- 3 《中日对比，再问器械》 2023.08.18

成交额: 成交额环大幅下滑。截至 2023 年 8 月 25 日, 医药行业成交额为 2515 亿元, 占全部 A 股总成交额比例为 6.7%, 较前一周下滑 2.4pct, 低于 2018 年以来的中枢水平 (8.1%)。

板块估值: 截至 2023 年 8 月 25 日, 医药板块整体估值 (历史 TTM, 整体法, 剔除负值) 为 24.61 倍 PE, 环比下降 0.65。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 130%, 环比下滑 3.4pct, 低于四年来中枢水平 (174.0%)。

细分板块涨跌幅: 根据 Wind 中信医药分类看, 本周医药子板块普遍出现下跌。其中医药流通 (-4.2%)、中药饮片 (-4.2%)、生物医药 (-4.0%)、化学原料药 (-3.4%) 跌幅较大。

浙商医药重点公司: 本周创新药成为唯一上涨板块 (+0.6%), 此外 CXO (-0.7%) 跌幅较小; API 及制剂出口 (-5.7%)、科研服务 (-5.5%)、医疗服务 (-4.8%) 跌幅较大。具体看, 创新药板块的信达生物 (+7.5%)、百济神州 (+5.0%); CXO 中的诺思格 (+14.3%)、药明生物 (+10.7%); 医疗器械中的澳华内镜 (+7.9%)、惠泰医疗 (+7.4%); 科研服务中的莱伯泰科 (+7.8%) 等涨幅较好。

沪港通&深港通持股: 截至 2023 年 8 月 25 日, 陆港通医药行业投资 1664 亿元, 医药持股占陆港通总资金的 8.8%, 医药北上资金环比减少 12 亿元。细分板块中, 医疗器械、医药商业、生物制品净流出较多。

整体来看, 医药估值和持仓仍处于历史低点, 投资者在底部震荡中待医药板块催化, 我们认为在医改持续深化的背景下, 2023 年度医药策略周期论角度, 中药、配套产业链、创新药械处于复苏新周期、政策周期消化、企业经营周期过渡的多周期共振阶段, 可能成为未来投资主线。我们推荐预期底部、经营周期弹性体现的中药、仿制药、先进制造产业链、创新产业链以及医疗硬科技方向。

□ 2023 年医药年度策略: 拥抱新周期

复苏新周期、政策周期消化、企业经营周期过渡, 把握 2023 年医药新周期主线。

推荐方向: 中药、仿制药、创新药械及配套产业链 (CXO/原料药) 等;

逻辑支撑: ①2023 年复苏新周期: 诊疗量快速恢复; ②政策周期: 控费政策持续优化带来合理量价预期; ③产品周期: 创新药械产品持续迭代满足未及需求的量。

2023 年行业边际变化: 2023 年新周期、集采时代“量”的修复, 贴息等医疗新基建放量; 卫健委、医保局等配套中医药传承创新的政策持续推进, 联盟集采促进放量; 仿制药集采、脊柱等高耗集采、续标政策规则延续科学、合理化。

中药: 近期部分中药公司如东阿阿胶、康恩贝、同仁堂、天士力、健民集团、济川药业、康缘药业、葵花药业、华润三九等披露经营近况, 持续验证我们前期提出的中药新复苏逻辑, 历史负债率低点、营运效率提升奠定了业绩可持续增长的重要基础。推荐: 康恩贝、康缘药业、济川药业、羚锐制药、桂林三金, 建议关注九芝堂、以岭药业、东阿阿胶等

配套产业链: 药明康德、凯莱英、泰格医药、百诚医药、九洲药业、康龙化成、诺唯赞、键凯科技、健友股份等。

创新药械: 迈瑞医疗、联影医疗、澳华内镜、海泰新光、心脉医疗、奕瑞科技、复星医药、贝达药业、科济药业、君实生物等。

□ 风险提示

行业政策变动; 研发进展不及预期; 业绩低预期。

表1: 盈利预测与估值

代码	重点公司	现价	EPS		PE		评级
		2023/8/25	2023E	2024E	2023E	2024E	
CXO							
603259.SH	药明康德	79.1	3.42	4.17	23	19	买入
300347.SZ	泰格医药	64.5	2.84	3.58	23	18	买入
002821.SZ	凯莱英	127.5	6.39	5.80	20	22	买入
300759.SZ	康龙化成	28.3	1.85	2.40	15	12	买入
300363.SZ	博腾股份	23.9	1.25	1.13	19	21	买入
603456.SH	九洲药业	25.3	1.48	1.90	17	13	买入
603127.SH	昭衍新药	24.1	1.08	1.63	22	15	买入
1521.HK	方达控股	2.33	0.01	0.02	14	11	买入
300725.SZ	药石科技	42.9	2.08	2.86	21	15	买入
688202.SH	美迪西	76.8	6.14	8.63	13	9	增持
688238.SH	和元生物	9.5	0.09	0.14	105	68	增持
688131.SH	皓元医药	47.8	1.92	2.88	25	17	增持
301096.SZ	百诚医药	59.0	2.56	3.62	23	16	增持
原料药及仿制药							
603707.SH	健友股份	12.7	0.79	1.01	16	13	买入
000739.SZ	普洛药业	16.5	1.04	1.20	21	16	买入
300630.SZ	普利制药	18.1	1.11	1.25	16	14	增持
300702.SZ	天宇股份	21.5	0.45	0.90	48	24	增持
688513.SH	苑东生物	47.2	2.21	2.82	21	17	增持
002332.SZ	仙琚制药	11.1	0.72	0.90	15	12	买入
603229.SH	奥翔药业	12.7	0.70	0.91	18	14	增持
688166.SH	博瑞医药	18.2	0.75	0.91	24	20	增持
603520.SH	司太立	13.5	2.67	3.36	5	4	增持
688076.SH	诺泰生物	28.1	0.78	0.96	47	36	增持
605116.SH	奥锐特	20.2	0.67	0.82	39	32	增持
002099.SZ	海翔药业	7.4	0.25	0.33	37	27	增持
605507.SH	国邦医药	19.7	2.06	2.56	10	8	增持
002422.SZ	科伦药业	27.5	1.44	1.53	19	18	增持
000915.SZ	华特达因	30.2	2.97	3.69	10	8	增持
601089.SH	福元医药	15.7	1.03	1.20	15	13	增持
000963.SZ	华东医药	37.0	1.67	2.01	22	18	买入
603676.SH	卫信康	10.2	0.56	0.77	18	13	增持
制药上游							
688105.SH	诺唯赞	25.9	2.29	2.64	12	11	增持
688690.SH	纳微科技	32.6	1.04	1.46	44	31	增持
688179.SH	阿拉丁	18.1	0.92	1.22	20	15	增持
688133.SH	泰坦科技	56.3	2.70	3.86	21	15	增持
688356.SH	键凯科技	90.7	4.05	5.07	22	18	买入
605369.SH	拱东医疗	50.4	4.56	5.86	14	11	增持
300171.SZ	东富龙	19.6	1.98	2.56	15	12	增持
2155.HK	森松国际	5.7	0.72	0.89	8	6	买入
300358.SZ	楚天科技	11.9	1.41	1.62	8	7	增持

300813.SZ	泰林生物	27.3	1.21	1.64	37	29	买入
688139.SH	海尔生物	39.6	2.51	3.38	21	16	增持
688046.SH	药康生物	16.8	0.61	0.88	39	28	增持
688073.SH	毕得医药	66.3	3.04	4.11	22	16	增持
688137.SH	近岸蛋白	48.7	2.28	2.99	26	21	增持
创新药							
600196.SH	复星医药	27.8	2.04	2.39	13	11	买入
2171.HK	科济药业	9.6	-1.50	-1.49	-	-	增持
300558.SZ	贝达药业	45.2	0.98	1.56	46	29	买入
688180.SH	君实生物	36.2	-0.15	1.88	-	19	买入
688266.SH	泽璟制药-U	41.3	-1.08	-0.57	-	-	买入
688197.SH	首药控股	42.4	-1.66	-1.83	-	-	买入
2096.HK	先声药业	6.2	0.64	0.66	10	9	买入
医疗器械							
300760.SZ	迈瑞医疗	278.0	9.67	11.78	34	28	买入
688271.SH	联影医疗	104.4	2.47	3.17	42	33	增持
300639.SZ	凯普生物	9.3	4.38	4.74	2	2	买入
688289.SH	圣湘生物	15.9	3.08	2.96	5	5	增持
603108.SH	润达医疗	12.2	0.94	1.17	18	13	买入
688575.SH	亚辉龙	15.5	0.64	0.84	7	7	增持
688029.SH	南微医学	72.3	2.56	3.26	28	22	增持
688301.SH	奕瑞科技	241.5	8.32	11.07	29	22	增持
002690.SZ	美亚光电	21.7	0.91	1.01	24	21	买入
688677.SH	海泰新光	47.3	2.69	3.73	18	13	增持
0853.HK	微创医疗	13.2	-0.14	-0.10	-	-	增持
2252.HK	微创机器人	18.8	-0.78	-0.46	-	-	增持
688351.SH	微电生理	16.1	0.03	0.07	-	-	增持
688016.SH	心脉医疗	156.5	6.19	7.68	25	20	增持
688580.SH	伟思医疗	54.0	2.36	3.18	23	17	增持
688626.SH	翔宇医疗	37.4	1.38	1.75	27	21	增持
688212.SH	澳华内镜	54.8	0.67	0.98	82	56	增持
688315.SH	诺禾致源	21.4	0.58	0.76	37	28	增持
600587.SH	新华医疗	24.1	1.64	1.97	15	12	增持
002223.SZ	鱼跃医疗	33.5	1.88	2.20	18	15	增持
2172.HK	微创脑科学	11.9	0.25	0.35	47	34	增持
688114.SH	华大智造	77.3	0.62	1.17	125	66	增持
疫苗							
688185.SH	康希诺	70.8	0.94	1.94	75	37	增持
603392.SH	万泰生物	50.2	7.89	9.59	6	5	增持
300122.SZ	智飞生物	42.4	5.72	6.51	7	7	增持
300601.SZ	康泰生物	26.6	2.38	3.03	11	9	增持
300841.SZ	康华生物	58.8	9.07	11.80	6	5	增持
医药商业及新基建							
603883.SH	老百姓	25.6	1.75	2.18	15	12	增持
603939.SH	益丰药房	37.1	2.11	2.65	18	14	增持
603233.SH	大参林	26.4	1.43	1.82	18	14	增持
605186.SH	健麾信息	34.5	1.60	1.93	22	18	增持

医疗服务、中药							
600566.SH	济川药业	25.9	2.74	3.15	9	8	增持
600557.SH	康缘药业	17.5	0.96	1.23	18	14	增持
600285.SH	羚锐制药	15.8	1.00	1.18	16	13	增持
600572.SH	康恩贝	5.0	0.28	0.35	18	14	增持
002275.SZ	桂林三金	15.1	0.84	1.02	18	15	增持
000423.SZ	东阿阿胶	50.1	1.50	1.81	33	28	增持

资料来源: Wind, 以上 2023-2024 年 PE 和 EPS 均为浙商证券研究所预测, 浙商证券研究所;

注: 表内港股公司股价单位为 HKD, A 股公司为 RMB; 除方达控股、微创医疗 EPS 单位为美元/股外, 其余为元/股。

正文目录

1 本周思考：优化流通环节，推动真创新	8
2 行情复盘：子板块普跌，估值下降	11
2.1 医药行业行情：板块下跌，成交额大幅下滑	12
2.2 医药子行业：子板块普跌	13
2.3 陆港通&港股通：医药北上资金环比减少	15
2.4 限售解禁&股权质押情况追踪	16
3 风险提示	17

图表目录

图 1: 医药货款结算流程.....	9
图 2: 本周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势.....	12
图 3: 2023 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势.....	12
图 4: 本周各大行业涨跌幅（上：本周涨幅；下：年涨幅）.....	12
图 5: 2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例.....	13
图 6: 2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况.....	13
图 7: 本周医药子板块涨跌幅（中信）.....	14
图 8: 本周医药子板块涨跌幅（浙商医药）.....	14
图 9: 2010 年以来医药子行业估值变化情况.....	14
图 10: 2017-2023.8.25 医药北上金额及占总北上资金比例.....	15
图 11: 2017-2023.8.25 医药股北上资金布局子行业.....	15
图 12: 2023.8.21-8.25 陆港通医药持股市值变动前后 5 名(亿元).....	15
图 13: 2023.8.25 陆港通医药股持股市值前 10 名(亿元).....	15
图 14: 2023.8.21-8.25 港股通医药股持股市值变动前后 5 名(亿元).....	15
图 15: 2023.8.25 港股通医药股持股市值前 10 名(亿元).....	15
图 16: 2023.8.25 陆港通医药股持股占比前 10 名(%).....	16
图 17: 2023.8.25 港股通医药股持股占比前 10 名(%).....	16
表 1: 盈利预测与估值.....	3
表 2: 2023 年 8 月 21 日至 2023 年 9 月 20 日医药公司解禁限售股情况.....	16
表 3: 本周医药公司大股东股票质押比例变动.....	17

1 本周思考：优化流通环节，推动真创新

2023年8月，是医疗反腐整治活动全面推动的首月，作为“三医联动”医改进程从“医药”、“医保”端过渡到“医疗”端的标志之一，我们认为医改逐渐进入深水区。关于优化流通环节、推动真创新发展、鼓励中医药的政策频发。这与我们在《以三明为鉴，看医疗改革》医改专题报告中所提到的未来医改持续升级的六大方向相符。我们认为在当前时点，分析医改进程、理解产业趋势，对投资将起到重要意义。

政策具体如下，

1. 湖南省再推进医保基金直接结算集采产品货款，优化流通环节

2023年8月4日，湖南省医保局、湖南省财政厅、湖南省卫健委发布《关于实施医保基金直接结算集中带量采购中选产品医药货款的通知》。通知中明确“深化医药卫生体制改革，促进医保、医疗、医药协同发展和治理，提升医保基金使用效率，降低医药流通成本，提高供应保障能力。自2023年10月1日起，在全省范围内实施集中带量采购中选药品和医用耗材货款由医保基金直接结算工作。”

结算范围：通知明确，全省各级医保定点公立医疗机构通过全国统一的医保信息平台“药品和医用耗材招采管理系统”采购的国家、省际联盟、省级集中带量采购药品和医用耗材中选产品货款，均应纳入医保基金直接结算范围。

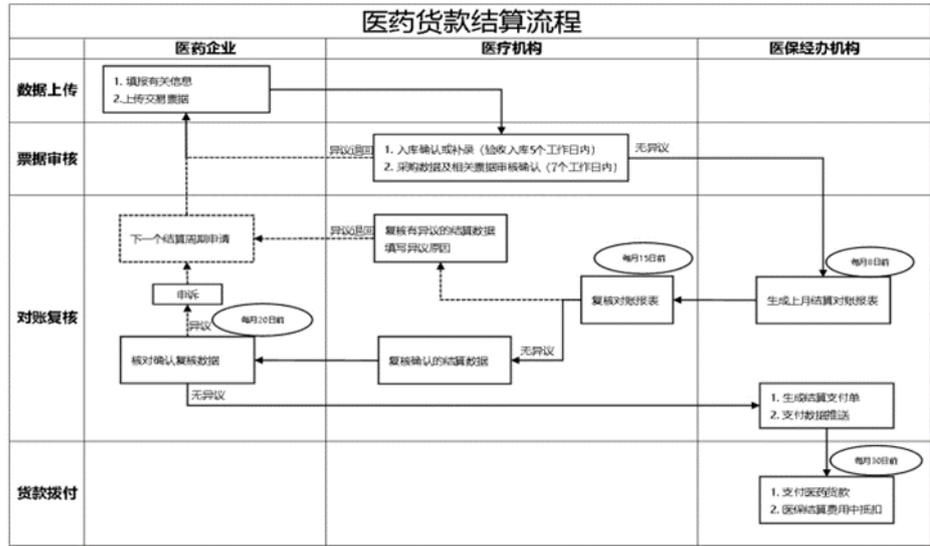
结算原则：

- ① **属地管理，分级结算：**药品和医用耗材生产企业或配送企业向开展业务的医疗机构所在地医保经办机构提供银行结算账户，用于接收医药结算货款。省级医保经办机构负责长沙城郊区省属医疗机构的医药货款医保基金直接结算工作，各市州、县市区医保经办机构负责属地医疗机构的医药货款医保基金直接结算工作；
- ② **统一流程，阳光结算：**各医疗机构在医保招采系统采购的集采医药货款，按月由医保经办机构通过医保招采系统“医药货款结算管理”直接与医药企业进行结算，从基本医疗保险基金支出户拨付；
- ③ **协议管理，厘清责任：**各级医保经办机构应与医疗机构书面签订《医药货款委托结算协议》并上传至医保招采系统。

结算流程：包含数据上传、票据审核、对账复核、货款拨付几个阶段。按照流程规定计算，预计在30—60天内，企业就可以收到回款。

我们认为，此次湖南省卫健委发布的《关于实施医保基金直接结算集中带量采购中选产品医药货款的通知》是继内蒙古、山东、江西、福建等省份后，再次在支付端深化集采意义，推动从“两票制”到“一票制”的发展。同时我们认为，①医保基金的直接结算有望极大的加速流通环节的资金周转，减轻备款压力，促进板块格局优化，集中度加速提升；②削弱医院回款权有望减少腐败滋生，增强药耗价格透明度；③医保直接结算推动了需要医保建立完善的监管平台和结算流程，确保医保基金与医药企业之间的信息对接和资金划转及时、准确、安全，对医疗信息化将起到重要推动。

图1: 医药货款结算流程



资料来源：湖南省医疗保障局，浙商证券研究所

2. 药品附条件批准上市申请审评审批程序或升级，推动真创新

2023年8月25日，国家药监局综合司发布《药品附条件批准上市申请审评审批工作程序（试行）（修订稿征求意见稿）》。文中强调，

- ① 拟申请附条件批准上市的，药品上市许可申请递交前，申请人应当就附条件批准上市的条件和上市后继续完成的研究工作、研究完成时限等与药审中心沟通交流，申请人应已启动确证性研究（以首例受试者入组为标准）；
- ② “药品附条件批准上市后，无法按期完成全部所附条件的药物临床试验的，药品上市许可持有人评估符合以下要求的，可在研究时限届满前60个工作日提出补充申请，申请继续开展研究；
- ③ 某药品获附条件批准上市后，原则上不再同意其他同机制、同靶点、同适应症的同类药品开展相似的以附条件上市为目标的临床试验申请。
- ④ 附条件批准上市的药品，在转为常规批准之前，该品种不发布为参比制剂。另外，《政策解读》中指出，前述情形下，也不受理该品种仿制药、生物类似药的注册申请。

我们认为，此次意见稿再次明确了①国内对 best-in-class 药物的支持，在确证性研究启动后，可放宽操作时限要求；②国内对 best-in-class 药物的保护，不鼓励在同机制、同靶点、同适应症的同类药品上 fast-follow，在同质化研究上浪费研究精力及临床资源、损害患者利益。此次意见稿与我们一直强调的国内医改方向将向“创新门槛升级，将有限的资源用在支持真创新上”相符。我们建议投资者在创新板块关注在全球具有较强竞争优势的产品及商业模式。

3. 鼓励创新产业链，推动国产替代，鼓励中医发展

8月25日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，审议通过《医药工业高质量发展行动计划（2023-2025年）》和《医疗装备产业高质量发展行动计划（2023-2025年）》，强调了医药工业和医疗装备产业是卫生健康事业的重要基础，事关人民群众生命健康和高质量发展全局。会议指出，

医药工业层面，要着力提高医药工业和医疗装备产业韧性和现代化水平，增强高端药品、关键技术和原辅料等供给能力，加快补齐我国高端医疗装备短板。

药品研发创新层面，要着眼医药研发创新难度大、周期长、投入高的特点，给予全链条支持，鼓励和引导龙头医药企业发展壮大，提高产业集中度和市场竞争力。

中医药发展层面，要充分发挥我国中医药独特优势，加大保护力度，维护中医药发展安全。

医疗设备推广升级层面，要高度重视国产医疗装备的推广应用，完善相关支持政策，促进国产医疗装备迭代升级。

医疗人才培养层面，要加大医工交叉复合型人才培养力度，支持高校与企业联合培养一批医疗装备领域领军人才。

我们认为，此次会议再次明确了国内医药工业和医疗装备产业在卫生健康中的重要意义以及对药品创新及全产业链的支持。并在会议中再次强调了加大保护中医药发展力度，推动国产医疗设备的迭代升级。

投资建议：我们认为医改逐步深化到医疗环节，本质上是医药行业规范性加速提升的进程，行业生态进一步优化，“良币驱除劣币”有望成趋势，我们看好国内医药创新升级进程加速及新生态快速建立的趋势，看好以下方向：①在全球具有较强竞争优势的产品及商业模式：CXO 龙头（药明康德、凯莱英、泰格医药、九洲药业等，关注百洋医药）、创新器械（迈瑞医疗、联影医疗、澳华内镜等）、创新药（泽璟制药、君实生物、科济药业等，关注恒瑞医药）；②出清节奏靠前，行业格局稳定，进入营销能力提升周期：中药（东阿阿胶、康恩贝、康缘药业、济川药业、羚锐制药、桂林三金等）、流通龙头（关注国药控股、上海医药、华润医药、九州通、百洋医药等）、仿制药（华东医药、科伦药业等）。③院外市场的连锁药店、医疗消费及 OTC（大参林、益丰药房、老百姓等）。

风险提示：创新升级对短期医药投融资热情的影响，优化流通环节对部分流通业绩的影响，行业加速出清下导致上下游经营短期波动风险。

2 行情复盘：子板块普跌，估值下降

涨跌幅：本周医药板块下跌 2.65%，跑输沪深 300 指数 0.67 个百分点，在所有行业中涨幅排名第 11。2023 年以来中信医药指数累计跌幅 13.1%，跑输沪深 300 指数 9.0 个百分点，在所有行业中排名倒数第 5 名。

成交额：成交额环大幅下滑。截至 2023 年 8 月 25 日，医药行业成交额为 2515 亿元，占全部 A 股总成交额比例为 6.7%，较前一周下滑 2.4pct，低于 2018 年以来的中枢水平（8.1%）。

板块估值：截至 2023 年 8 月 25 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 24.61 倍 PE，环比下降 0.65。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 130%，环比下滑 3.4pct，低于四年来中枢水平（174.0%）。

细分板块涨跌幅分析：根据 Wind 中信医药分类看，本周医药子板块普遍出现下跌。其中医药流通（-4.2%）、中药饮片（-4.2%）、生物医药（-4.0%）、化学原料药（-3.4%）跌幅较大。

根据浙商医药重点公司分类板块来看，本周创新药成为唯一上涨板块（+0.6%），此外 CXO（-0.7%）跌幅较小；API 及制剂出口（-5.7%）、科研服务（-5.5%）、医疗服务（-4.8%）跌幅较大。具体看，创新药板块的信达生物（+7.5%）、百济神州（+5.0%）；CXO 中的诺思格（+14.3%）、药明生物（+10.7%）；医疗器械中的澳华内镜（+7.9%）、惠泰医疗（+7.4%）；科研服务中的莱伯泰科（+7.8%）等涨幅较好。

沪港通&深港通持股：截至 2023 年 8 月 25 日，陆港通医药行业投资 1664 亿元，医药持股占陆港通总资金的 8.8%，医药北上资金环比减少 12 亿元。细分板块中，医疗器械、医药商业、生物制品净流出较多。

整体来看，医药估值和持仓仍处于历史低点，投资者在底部震荡中待医药板块催化，我们认为在医改持续深化的背景下，2023 年度医药策略周期论角度，中药、配套产业链、创新药械处于复苏新周期、政策周期消化、企业经营周期过渡的多周期共振阶段，可能成为未来投资主线。我们推荐预期底部、经营周期弹性体现的中药、仿制药、先进制造产业链、创新产业链以及医疗硬科技方向。

2023 年医药年度策略：拥抱新周期

复苏新周期、政策周期消化、企业经营周期过渡，把握 2023 年医药新周期主线。

推荐方向：中药、仿制药、创新药械及配套产业链（CXO/原料药）等；

逻辑支撑：①2023 年复苏新周期：诊疗量快速恢复；②政策周期：控费政策持续优化带来合理量价预期；③产品周期：创新药械产品持续迭代满足未及需求的量。

2023 年行业边际变化：后集采时代“量”的修复、贴息等医疗新基建放量；卫健委、医保局等配套中医药传承创新的政策持续推进，联盟集采促进放量；仿制药集采、脊柱等高耗集采、续标政策规则延续科学、合理化；

中药：近期部分中药公司如东阿阿胶、康恩贝、同仁堂、天士力、健民集团、济川药业、康缘药业、葵花药业、华润三九等相继披露近期经营情况，持续验证我们前期提出的中药新复苏逻辑，历史负债率低点、营运效率提升奠定了业绩可持续增长的重要基础。推荐：康恩贝、康缘药业、济川药业、羚锐制药、桂林三金，建议关注九芝堂、以岭药业、东阿阿胶等。

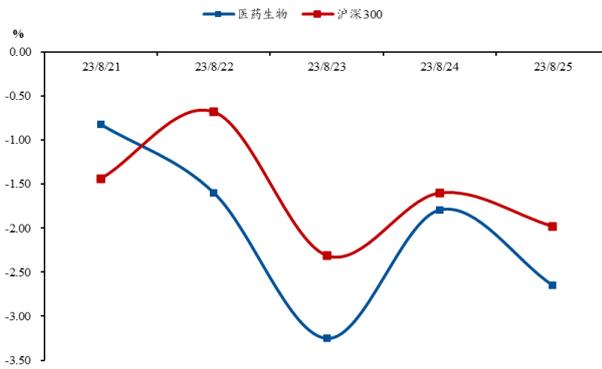
配套产业链：药明康德、凯莱英、泰格医药、百诚医药、九洲药业、康龙化成、诺唯赞、键凯科技、健友股份等。

创新药械：迈瑞医疗、联影医疗、澳华内镜、海泰新光、心脉医疗、奕瑞科技、复星医药、贝达药业、科济药业、君实生物等。

2.1 医药行业行情：板块下跌，成交额大幅下滑

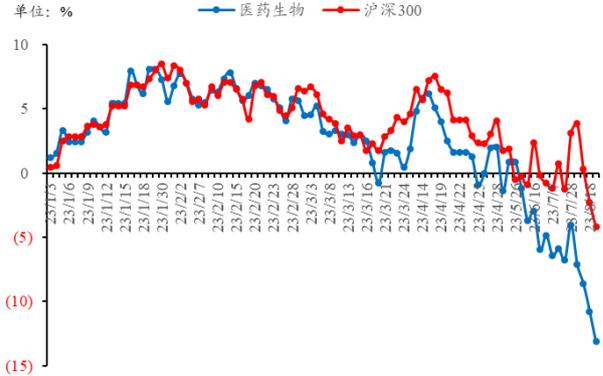
本周医药板块下跌 2.65%，跑输沪深 300 指数 0.67 个百分点，在所有行业中涨幅排名第 11。2023 年以来中信医药指数累计跌幅 13.1%，跑输沪深 300 指数 9.0 个百分点，在所有行业中排名倒数第 5 名。

图2：本周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



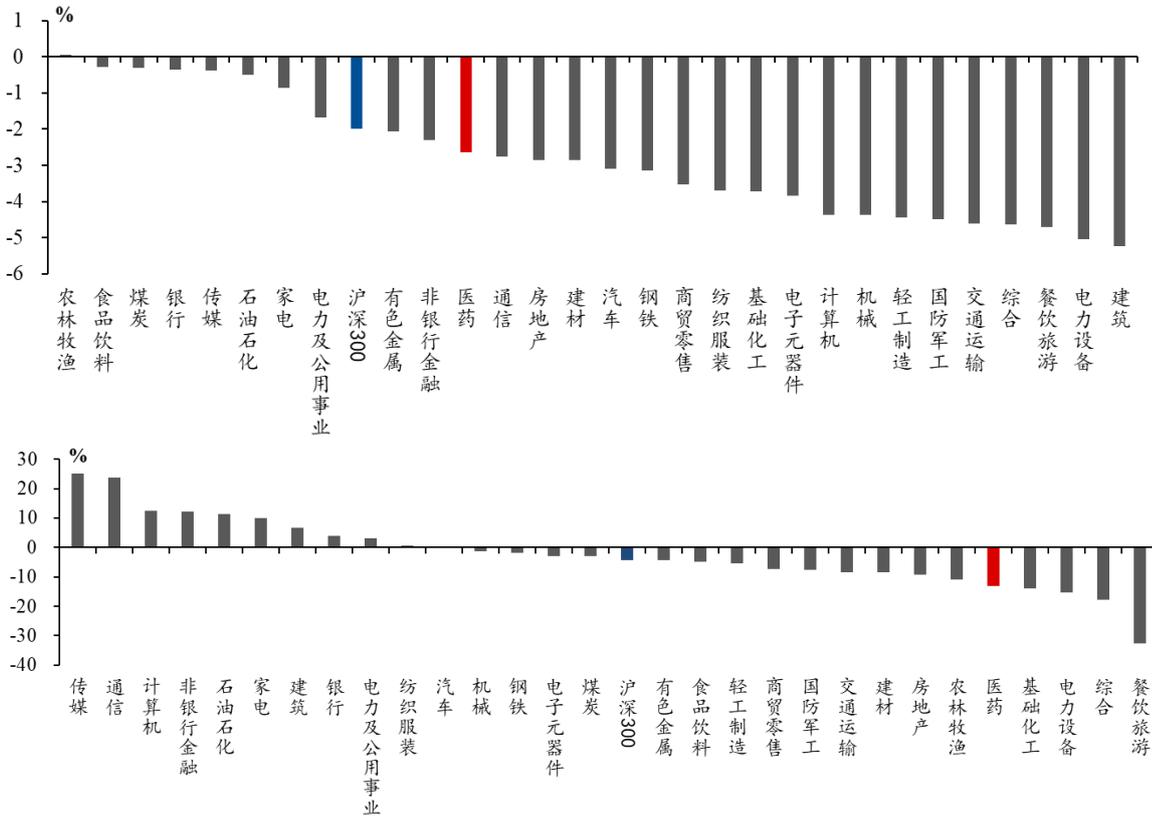
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：2023 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

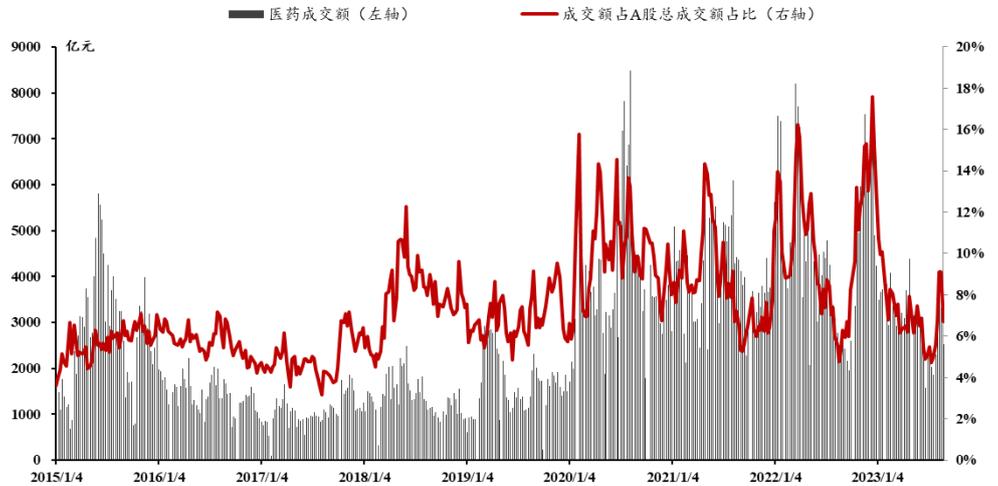
图4：本周各大行业涨跌幅（上：本周涨幅；下：年涨幅）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

成交额环大幅下滑。截至 2023 年 8 月 25 日，医药行业成交额为 2515 亿元，占全部 A 股总成交额比例为 6.7%，较前一周下滑 2.4pct，低于 2018 年以来的中枢水平（8.1%）。

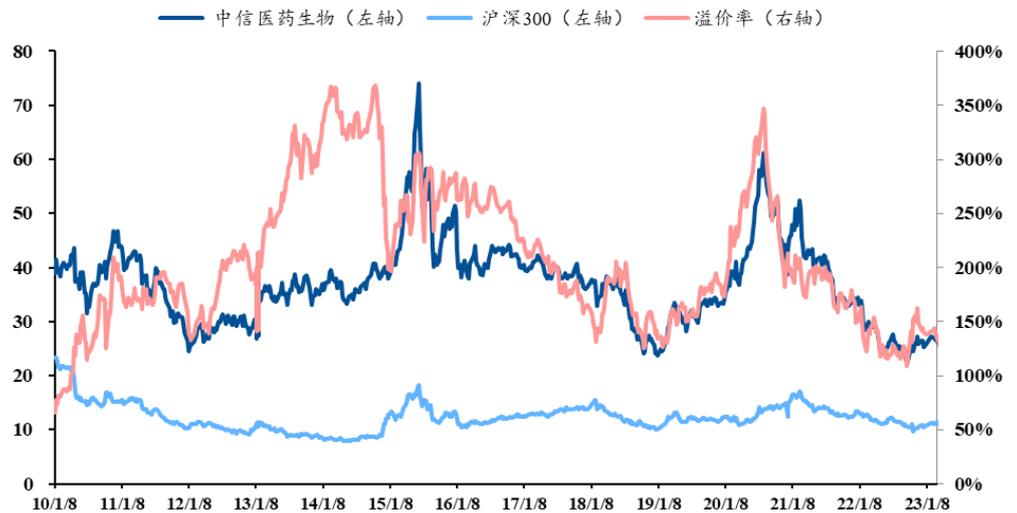
图5：2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例



资料来源：Wind，浙商证券研究所

板块估值：截至 2023 年 8 月 25 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 24.61 倍 PE，环比下降 0.65。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 130%，环比下滑 3.4pct，低于四年来中枢水平（174.0%）。

图6：2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2 医药子行业：子板块普跌

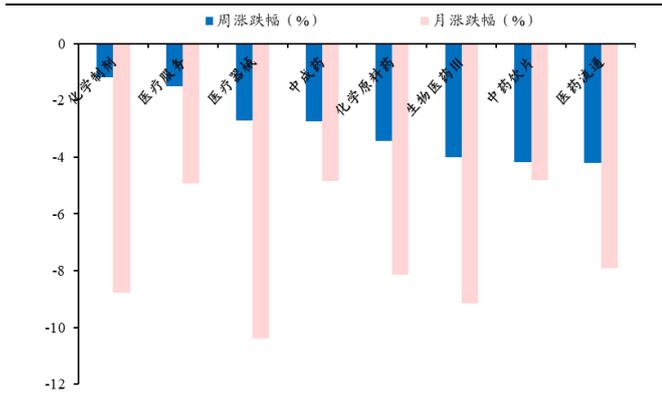
根据 Wind 中信医药分类看，本周医药子板块普遍出现下跌。其中医药流通（-4.2%）、中药饮片（-4.2%）、生物医药（-4.0%）、化学原料药（-3.4%）跌幅较大。

根据浙商医药重点公司分类板块来看，本周创新药成为唯一上涨板块（+0.6%），此外 CXO（-0.7%）跌幅较小；API 及制剂出口（-5.7%）、科研服务（-5.5%）、医疗服务（-4.8%）跌幅较大。具体看，创新药板块的信达生物（+7.5%）、百济神州（+5.0%）；CXO 中的诺

思格(+14.3%)、药明生物(+10.7%); 医疗器械中的澳华内镜(+7.9%)、惠泰医疗(+7.4%); 科研服务中的莱伯泰科(+7.8%)等涨幅较好。

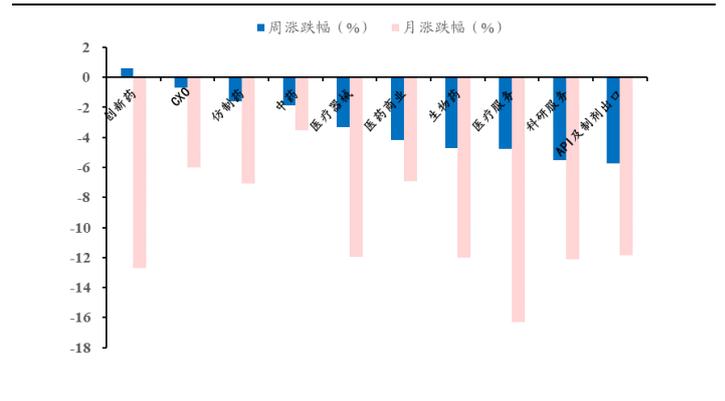
整体来看, 医药估值和持仓仍处于历史低点, 投资者在底部震荡中待医药板块催化, 我们认为在医改持续深化的背景下, 2023 年度医药策略周期论角度, 中药、配套产业链、创新药械处于复苏新周期、政策周期消化、企业经营周期过渡的多周期共振阶段, 可能成为未来投资主线。我们推荐预期底部、经营周期弹性体现的中药、先进制造产业链、创新产业链以及医疗硬科技方向。

图7: 本周医药子板块涨跌幅(中信)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

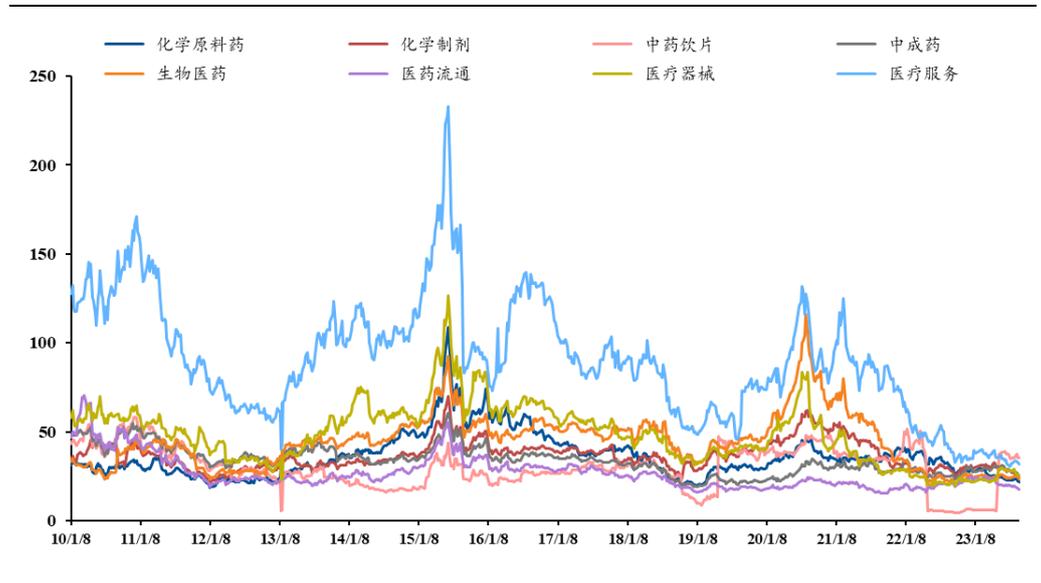
图8: 本周医药子板块涨跌幅(浙商医药)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所(以上为浙商医药重点公司汇总)

估值: 据 Wind 中信医药分类, 本周医药子板块估值普遍出现下降, 生物医药(-1.07)、中成药(-0.97)、医药流通(-0.84)估值下降较多。截至 2023 年 8 月 25 日, 估值排名前三的板块为中药饮片、医疗服务、医疗器械, 市盈率分别为 36 倍、32 倍、25 倍。

图9: 2010 年以来医药子行业估值变化情况

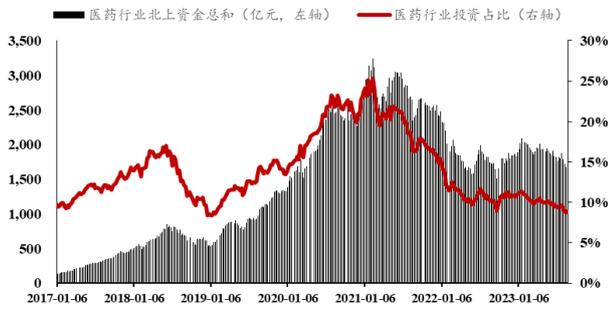


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.3 陆港通&港股通：医药北上资金环比减少

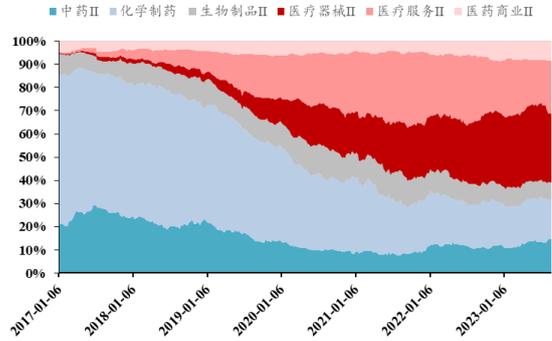
截至2023年8月25日，陆港通医药行业投资1664亿元，医药持股占陆港通总资金的8.8%，医药北上资金环比减少12亿元。细分板块中，医疗器械、医药商业、生物制品净流出较多。

图10：2017-2023.8.25 医药北上金额及占总北上资金比例



资料来源：Wind，浙商证券研究所

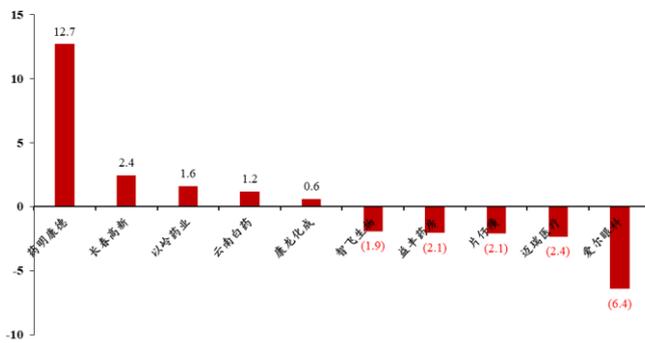
图11：2017-2023.8.25 医药股北上资金布局于行业



资料来源：Wind，浙商证券研究所

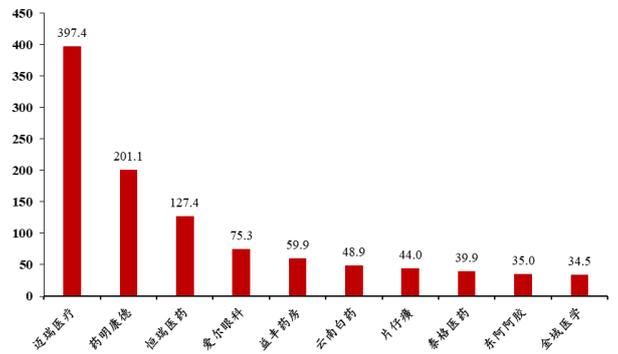
具体持仓标的上，2023年8月21日至8月25日陆港通医药标的市值增长前5名分别为药明康德、长春高新、以岭药业、云南白药、康龙化成；港股通医药持股市值增长前5名分别为药明生物、阿里健康、金斯瑞生物科技、石药集团、平安好医生。

图12：2023.8.21-8.25 陆港通医药持股市值变动前后5名(亿元)



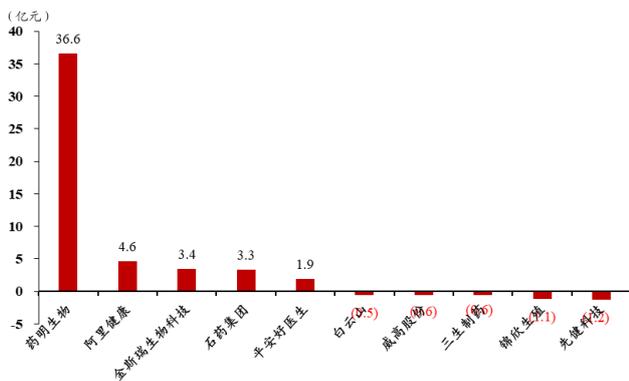
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图13：2023.8.25 陆港通医药股持股市值前10名(亿元)



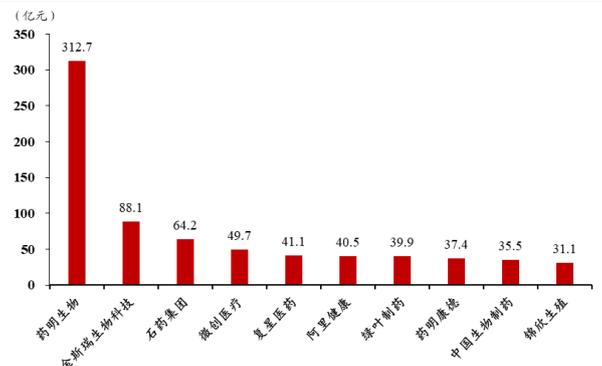
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图14：2023.8.21-8.25 港股通医药股持股市值变动前后5名(亿元)



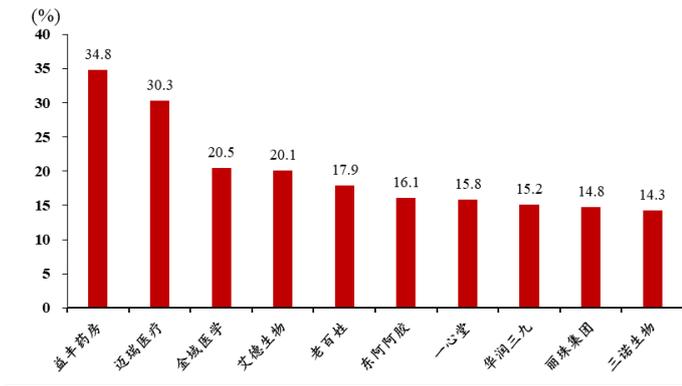
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图15：2023.8.25 港股通医药股持股市值前10名(亿元)



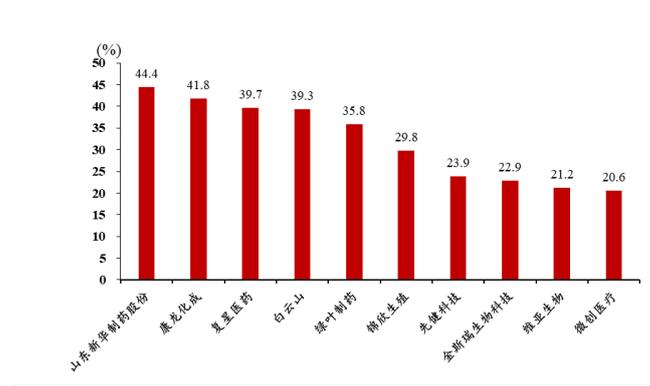
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图16: 2023.8.25 陆港通医药股持股占比前10名(%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图17: 2023.8.25 港股通医药股持股占比前10名(%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.4 限售解禁&股权质押情况追踪

近一个月来限售股解禁及股权质押情况变化: 2023年8月21日至2023年9月20日, 共有35家医药上市公司发生或即将发生限售股解禁, 其中联影医疗、苑东生物、康泰医学、拱东医疗等公司涉及解禁股份占总股本比例较高。在股权质押方面, 东阳光、九州通等公司第一大股东质押比例有所提升, 金花股份等公司第一大股东质押比例有所下降。

表2: 2023年8月21日至2023年9月20日医药公司解禁限售股情况

代码	简称	解禁日期	解禁数量 (万股)	解禁数量占总股本比例 (%)	解禁市值 (万元)	解禁收益率 (%)
002932.SZ	明德生物	2023-08-21	12.28	0.05	288.51	
688393.SH	安必平	2023-08-21	3,276.84	35.02	76,874.67	
688271.SH	联影医疗	2023-08-22	53,929.90	65.44	7,076,681.16	19.42
832735.BJ	德源药业	2023-08-23	89.41	1.14	2,026.83	
430478.BJ	哈一药业	2023-08-23	176.00	4.38	2,923.36	31.62
688302.SH	海创药业-U	2023-08-24	1,217.41	12.30	52,908.84	
300869.SZ	康泰医学	2023-08-24	18,818.93	46.84	415,521.87	
300878.SZ	维康药业	2023-08-24	10,385.37	71.73	232,424.68	
688197.SH	首药控股-U	2023-08-24	110.11	0.74	4,558.47	
688247.SH	宣泰医药	2023-08-25	9,698.16	21.39	122,584.74	
688289.SH	圣湘生物	2023-08-28	23,923.44	40.65	406,698.42	
600587.SH	新华医疗	2023-08-28	3,693.60	7.91	97,511.11	13.41
688046.SH	药康生物	2023-08-28	4,254.55	10.38	80,751.27	
688356.SH	键凯科技	2023-08-28	2,401.25	39.83	234,145.47	
688351.SH	微电生理-U	2023-08-31	3,116.98	6.62	49,809.30	-3.21
688302.SH	海创药业-U	2023-08-31	195.02	1.97	8,475.55	
301408.SZ	华人健康	2023-09-01	366.39	0.92	7,917.71	33.07
688293.SH	奥浦迈	2023-09-04	5,072.99	44.20	245,583.28	-39.64
688513.SH	苑东生物	2023-09-04	5,930.00	49.38	295,907.00	
688382.SH	益方生物-U	2023-09-08	17,916.07	31.16	234,879.69	
688277.SH	天智航-U	2023-09-08	2,954.51	6.57	43,815.37	18.36
688238.SH	和元生物	2023-09-08	1,352.00	2.09	13,574.08	
688767.SH	博拓生物	2023-09-08	115.77	1.09	3,432.71	-14.18
688238.SH	和元生物	2023-09-11	4,223.65	6.52	42,405.43	
300765.SZ	新诺威	2023-09-11	5,667.51	4.84	69,993.70	104.03

688091.SH	上海谊众	2023-09-11	158.28	1.00	9,556.75	58.48
688114.SH	华大智造	2023-09-11	17,788.68	42.80	1,424,517.29	-8.14
688163.SH	赛伦生物	2023-09-11	34.00	0.31	656.20	
688302.SH	海创药业-U	2023-09-14	951.87	9.61	41,368.46	
688238.SH	和元生物	2023-09-14	102.75	0.16	973.06	
833575.BJ	康乐卫士	2023-09-15	280.00	1.00	4,261.60	-63.76
688301.SH	奕瑞科技	2023-09-18	4,413.65	43.37	1,065,896.96	
605369.SH	拱东医疗	2023-09-18	8,400.00	74.58	423,444.00	
688382.SH	益方生物-U	2023-09-18	10,380.94	18.05	132,253.19	
301246.SZ	宏源药业	2023-09-20	288.55	0.72	8,561.38	-40.66

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表3：本周医药公司大股东股票质押比例变动

公司简称	第一大股东质押比例变化	第二大股东质押比例变化	第三大股东质押比例变化
东阳光	4.12	1.78	0.00
九州通	2.49	0.00	0.00
透景生命	2.23	0.00	0.00
通化东宝	2.03	0.00	0.00
金花股份	-72.71	0.00	0.00
海特生物	0.00	16.47	0.00
神奇制药	0.00	11.76	0.00

资料来源：Wind，浙商证券研究所

3 风险提示

行业政策变动；研发进展不及预期；业绩低预期。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>