

新“国九条”出台，关注高分红与真创新的医药投资方向

——医药行业长期投资逻辑专题研究

核心观点

- 老龄化趋势下医疗需求持续增长，同时支付端保障加强。**从我国老龄化趋势来看，2020 年我国 65 岁以上人群占比达 13.5%，老龄化趋势下医疗需求不断扩大。在支付端，社会卫生支出是全国卫生总费用的主要来源，其中 2022 年国家基本医疗保险占全国卫生总费用比例达 36%。2017 年起，我国大力推动基本医保支付方式改革，医保基金效能有望持续提高。
- 新“国九条”出台，着力于资本市场高质量发展。**2024 年 4 月 12 日，国务院出台《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（新“国九条”），聚焦加强监管和风险防范，对发行上市准入、上市公司监管等提出规范性意见，推动资本市场高质量发展。
- 经营稳健的高分红医药企业能够带来长期稳定回报。**在分红方面，新“国九条”中提出“强化上市公司现金分红监管”。医药行业中，分子板块来看，近 3 年医药行业各个子板块中，SW 中药 II 的平均分红比例最高，为 56.6%。从 SW 中药 II 板块来看，近 3 年平均现金分红比例前五个股为桂林三金（126.2%），大唐药业（126.1%），江中药业（115.1%），沃华医药（112.5%），ST 九芝（112.4%）。从行业角度来看，中药行业受益于人口老龄化趋势，需求确定性高；同时产品生命周期长，独家品种在集采中具备一定的议价能力，OTC 产品则自费属性强。因此行业长期经营稳健，分红率的稳定性和持续性高。同时整体上来看，医药行业各子板块中均有优质企业通过持续高分红回馈投资者，长期投资价值显著。
- 创新引领未来，看好医药创新驱动的长期投资机会。**目前我国创新药械正快速发展。2023 年共有 79 款新药获批，获批数量创近十年新高。其次，从审批来看，2023 年共 126 款创新药进入 NDA 阶段，其中 64 款为国产新药，今年有望迎来创新药密集获批。同时国产创新竞争力提升，2023 年中国创新药和技术平台对外授权交易数量达 96 笔，交易总金额达 421 亿美元，均创历史新高。国产创新药海外商业化步伐同样加速，2023 年 4 款国产原研创新药在海外主要市场获批上市。其次，我国创新医疗器械不断涌现。2014 年以来国家药监局已批准 250 个创新医疗器械上市，从批准趋势来看，除 2019 年外，每年批准产品数量呈上升趋势。尤其是自 2020 年起，创新医疗器械审批加速，2022 年共计批准 55 个创新医疗器械（同比+57%），2023 年共计批准 61 个（同比+11%）。总体上创新药械长期投资价值突出。

投资建议与投资标的

- 长期看，经营稳健、现金流良好的优质企业能实现稳定和持续的高分红，为投资者带来稳健回报；同时，由于医保控费和常态化集采将会持续，企业需开发新品种、充分抓住未满足的临床需求，创新能力强劲的企业投资价值凸显。综上，我们长期看好高分红及真创新的企业，相关标的建议关注恒瑞医药、科伦药业、海思科、君实生物-U、奥赛康、迈威生物-U、迈瑞医疗、华润三九、片仔癀、桂林三金、江中药业等。

风险提示

- 集采超预期风险；景气度低迷风险；企业研发不及预期风险；国产创新药出海不及预期风险

行业评级

看好（维持）

国家/地区

中国

行业

医药生物行业

报告发布日期

2024 年 06 月 17 日



证券分析师

伍云飞

wuyunfei1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860524020001

相关报告

- ASCO 火热召开，国产创新已具全球竞争力：——2024 ASCO 部分重点研究梳理 2024-06-11
- 全球化：国内胰岛素企业的下一站：医药行业周专题 2024-06-02
- 集采提质扩面，省级联盟采购将升级 2024-05-26

目 录

一、医疗需求旺盛，支付端加强保障.....	5
1.1 人口老龄化趋势加深，医疗需求持续增长.....	6
1.2 我国医疗保障水平逐步提高，支付改革提高医保基金效能	8
二、新“国九条”出台，长期看好高分红与真创新	11
2.1 新“国九条”强调现金分红监管，高分红企业值得关注	12
2.2 创新引领未来，我国创新药械不断突破	15
2.2.1 国产新药步入收获期，长期投资价值显著	15
2.2.2 政策支持力度增强，创新器械快速涌现	23
三、投资建议：看好高分红及真创新的企业	25
风险提示.....	25

图表目录

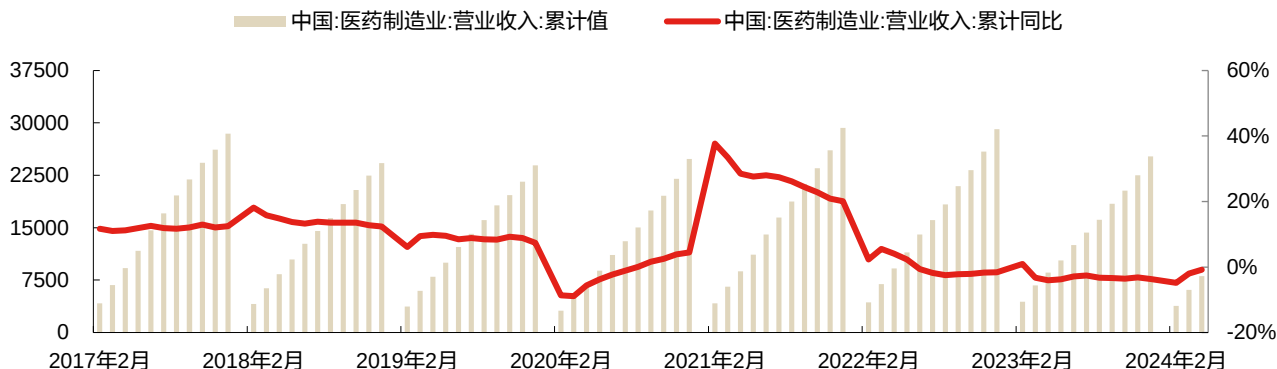
图 1：2017 年以来医药制造业累计营收（亿元）及同比增速	5
图 2：2017 年以来医药制造业累计利润总额（亿元）及同比增速	5
图 3：2017 年以来医药制造业增加值当月同比增速	5
图 4：中国老龄化趋势逐渐加重	6
图 5：1949-2021 年我国出生人口数	6
图 6：中国 14 个城市人口疾病别死亡率的年代变化（1/10 万）	6
图 7：2021 年中国城市居民主要疾病死亡率	7
图 8：2021 年中国农村居民主要疾病死亡率	7
图 9：我国阿尔茨海默病以老年人为主（受访者首次确诊年龄）	7
图 10：受访者在治疗过程中面临的困境和挑战	7
图 11：1978-2022 年全国卫生总费用总额（单位：亿元）及占 GDP 比重的变化趋势	8
图 12：2022 年各国卫生费用占 GDP 比重	8
图 13：1978-2022 年全国卫生总费用组成情况	8
图 14：全国参加基本医疗保险人数及参保比例	9
图 15：2018 年以来全国基本医疗保险基金（含生育保险）收支情况	9
图 16：医药板块中 2023 年分红总额前十个股（单位：亿元）	13
图 17：医药板块中 2023 年分红比例前十个股（单位：亿元）	13
图 18：医药行业各子板块近 3 年平均现金分红比例排序	14
图 19：SW 中药 II 板块近 3 年平均现金分红比例前十个股	14
图 20：SW 中药 II 板块近 3 年平均现金分红比例前十个股的营收与归母净利润情况（单位：亿元）	14
图 21：SW 中药 II 板块近 3 年平均现金分红比例前十个股的经营性现金流（单位：亿元）及净现比情况	15
图 22：2014-2023 年获批创新药数量	16
图 23：2014-2023 年创新药 NDA 数量	17
图 24：自 2017 年以来 NDA 审评时间趋于稳定	18
图 25：2019-2023 年创新药和技术平台对外授权交易情况	21
图 26：微创技术带来更多临床优势	23
图 27：国家药监局批准上市的创新医疗器械数量（个）	24
图 28：2023 年获批创新器械按治疗领域拆分	24
表 1：DRG 与 DIP 付费对比	10
表 2：三次“国九条”中的 9 项内容提纲	11

表 3:《国务院关于加强监管防范风险 推动资本市场高质量发展的若干意见》(新“国九条”)内容整理	11
表 4: 分红新规内容整理	12
表 5: 创新药近期主要国家政策梳理	15
表 6: 2024 年已上市创新药 (仅包括国内首次上市新药, 截至 5 月 24 日)	16
表 7: 部分 2024 年有望获批的创新药	18
表 8: 2023 年中国对外授权交易 TOP10 (按交易总金额排序)	21
表 9: 主要海外市场上市的国产创新药	22
表 10: 2022 年以来支持创新医疗器械的政策梳理	24

一、医疗需求旺盛，支付端加强保障

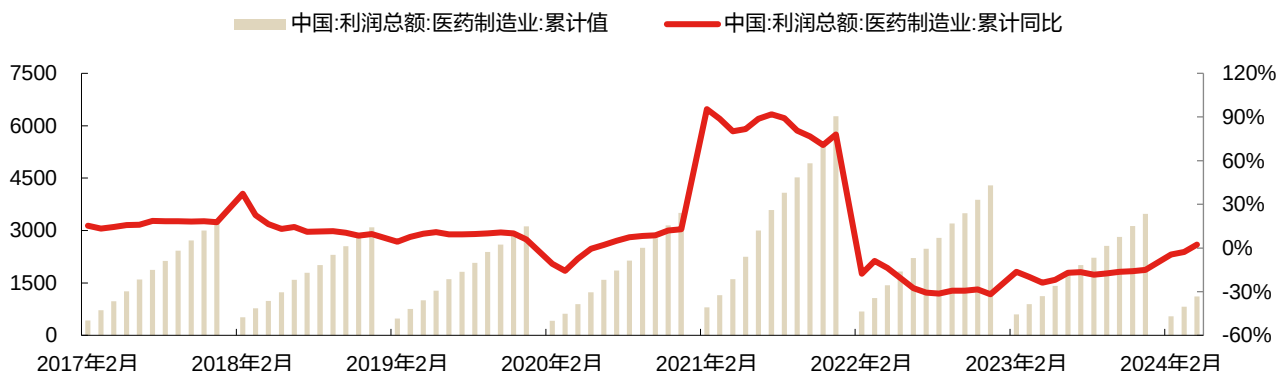
根据国家统计局数据，国内医药制造业 2023 年累计实现营收 2.5 万亿元、利润总额 3473 亿元，分别同比下滑 3.7%和 15.1%，主要系前期新冠疫情、医保控费、反腐等因素影响。2024 年第一季度，累计实现营收 6082.70 亿元、利润总额 822.50 亿元，分别同比下滑 2.0%和 2.7%。

图 1：2017 年以来医药制造业累计营收（亿元）及同比增速



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

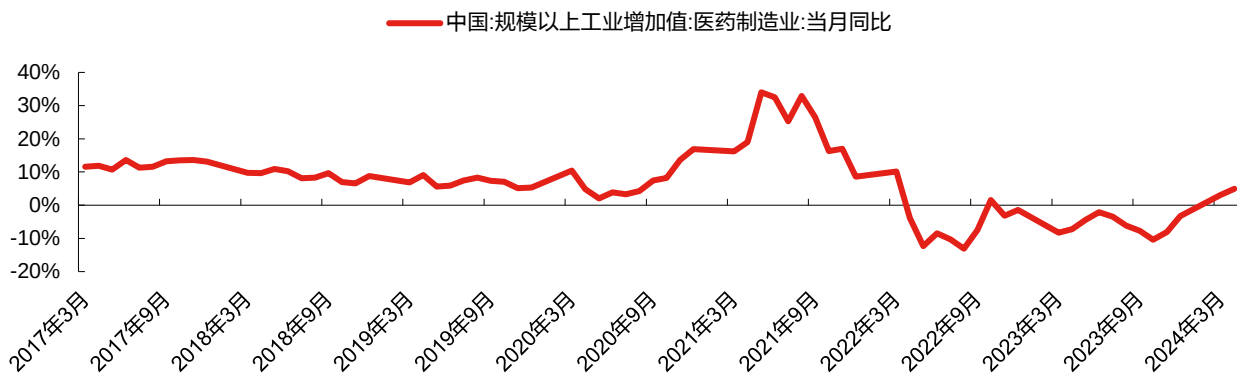
图 2：2017 年以来医药制造业累计利润总额（亿元）及同比增速



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

自 2018 年“医改”进入新阶段以来，医药工业整体增速下行，尤其是在医保控费和带量采购背景下，行业整体利润增速下滑。而在疫情期间停产以及相关产品需求提振等因素的作用下，2020 年末起医药制造业增加值当月同比增速快速提高，2021 年 5 月达 34%。随后，由于前期高基数叠加医保控费等因素，医药制造业增加值当月同比增速逐步下滑并于 22 年 4 月起出现负增长。目前来看，2024 年 3 月，这一增速重新转正，为 3.10%，逐步企稳。

图 3：2017 年以来医药制造业增加值当月同比增速

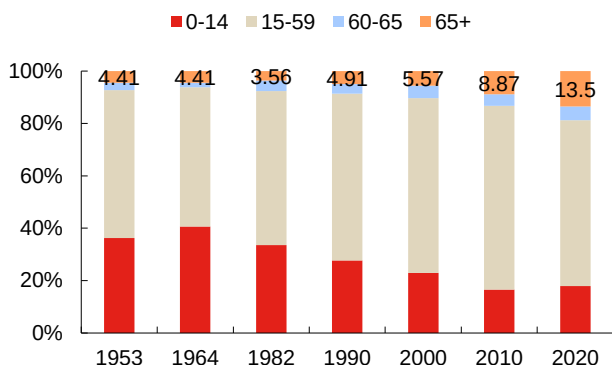


数据来源: 国家统计局, 东方证券研究所

1.1 人口老龄化趋势加深，医疗需求持续增长

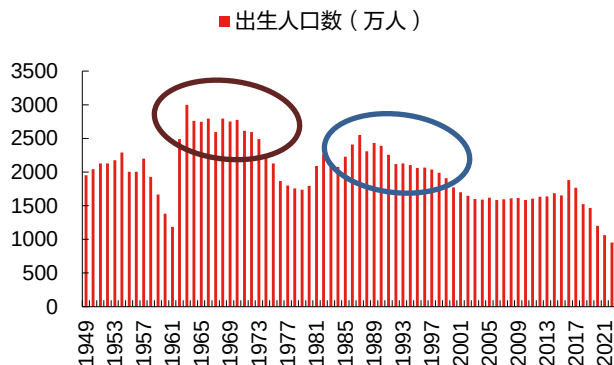
我国人口老龄化呈现逐年上升趋势。从我国老龄化趋势来看，在 2020 年，我国 65 岁以上人群占比达 13.5%。同时 1965-1973 年左右是我国的一大出生高峰，这部分人群正逐步步入老年阶段。最新数据显示，2023 年末我国 60 周岁及以上人口已超 2.96 亿，老年人口基数不断扩大。

图 4：中国老龄化趋势逐渐加重



数据来源: 《2020 年第七次全国人口普查》，东方证券研究所

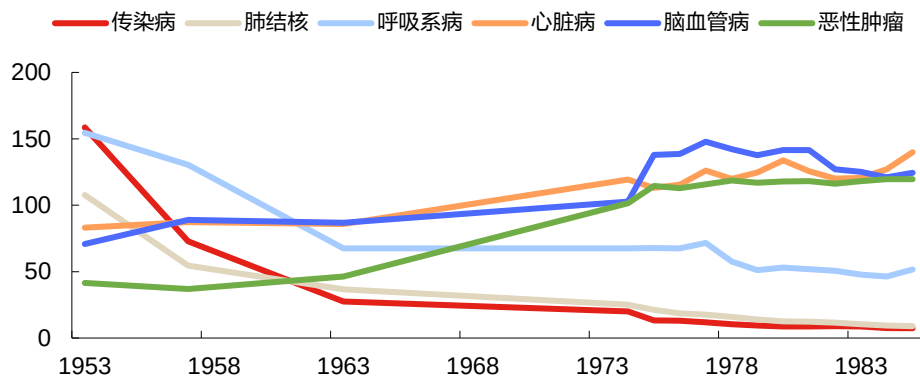
图 5：1949-2021 年我国出生人口数



数据来源: wind, 东方证券研究所

随着经济发展与人口老龄化，一方面人们的健康保健需求增加；另一方面人群疾病谱也在发生一定的变化。饶克勤（1988）研究发现，1953 年中国城市居民主要致死原因是传染病、呼吸系统病、肺结核，三者占全死因的比例高达 51.7%。而到 1985 年，这三个疾病占全死因的比例下降到 12%；与此同时，心脏病、脑血管病、恶性肿瘤导致的死亡率分别增加 68.4%、75.8%、165.2%，三者合计占全死因的比例超 65%。

图 6：中国 14 个城市人口疾病别死亡率的年代变化（1/10 万）

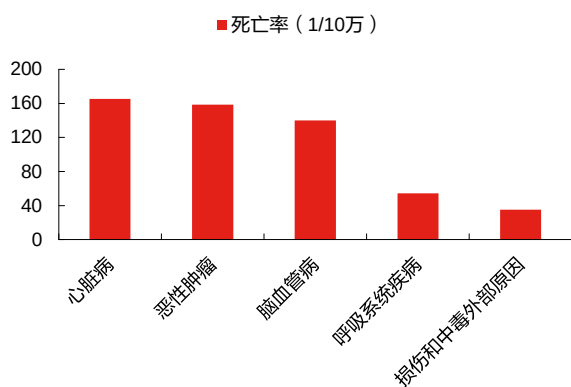


数据来源: 饶克勤 (1988) 《中国主要城市人口疾病死亡模式的动态研究》, 东方证券研究所

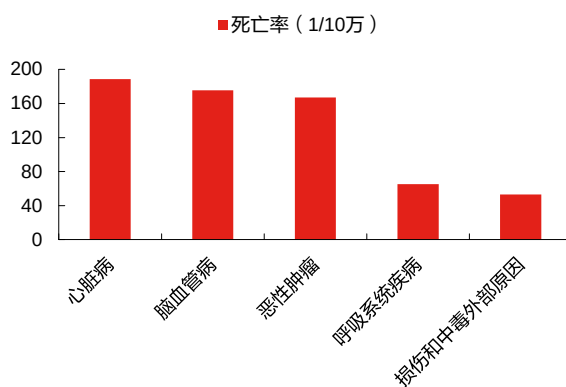
而根据 2022 年《中国卫生健康统计年鉴》, 心脏病、恶性肿瘤、脑血管病、呼吸系统疾病、损伤和中毒外部原因是 2021 年我国城市及农村居民死亡率前五的主要疾病。可见, 慢性疾病目前已成为医疗防控的关键目标之一, 疾病谱的变化驱动医疗需求持续增长。

图 7: 2021 年中国城市居民主要疾病死亡率

图 8: 2021 年中国农村居民主要疾病死亡率



数据来源: 《中国卫生健康统计年鉴 2022》, 东方证券研究所



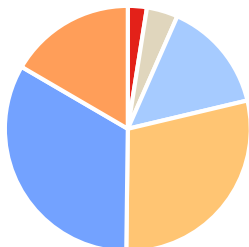
数据来源: 《中国卫生健康统计年鉴 2022》, 东方证券研究所

医疗需求刚性且持续增长, 尤其是在许多细分领域, 目前尚无足够有效的治疗措施但疾病负担严重。以阿尔茨海默病为例, 我国目前已经成为全球患病人数最多的国家, 患者人数接近 1000 万人, 以老年人为主, 给社会和家庭带来了沉重的负担。但遗憾的是, 阿尔茨海默病的现有药物治疗尚只能短期控制症状, 难以针对明确病因机制来根治疾病。未来, 针对阿尔茨海默病的机制研究和新药研发, 将成为医药行业重要目标之一。

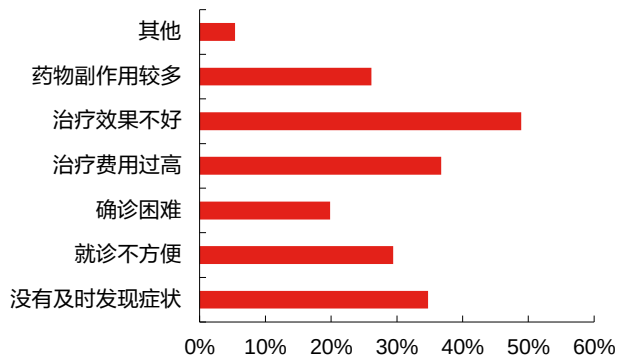
图 9: 我国阿尔茨海默病以老年人为主 (受访者首次确诊年龄)

图 10: 受访者在治疗过程中面临的困境和挑战

40岁以下 40-49岁 50-59岁
60-69岁 70-79岁 80岁以上



数据来源：《阿尔茨海默病患者需求洞察报告》，东方证券研究所

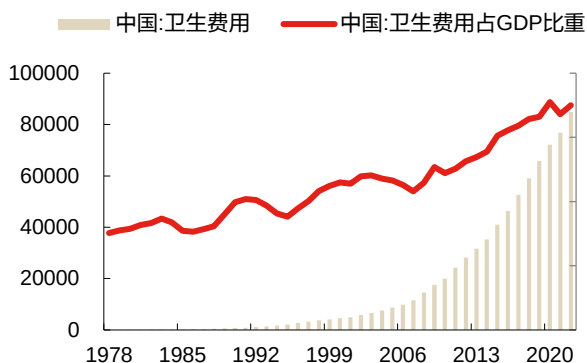


数据来源：《阿尔茨海默病患者需求洞察报告》，东方证券研究所

1.2 我国医疗保障水平逐步提高，支付改革提高医保基金效能

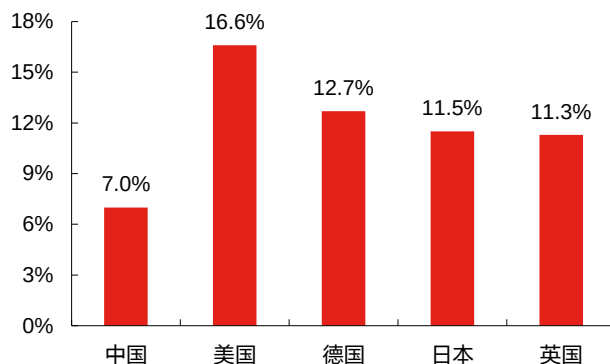
2022 年全国卫生总费用为 8.48 万亿元，占 GDP 比重为 7%。从趋势上看，自 1978 年以来，我国卫生费用总额及占 GDP 比重持续上升，国内医疗保障水平逐步提高。但横向对比来看，较美国、德国、日本、英国等发达国家，我国卫生费用支出占 GDP 比重仍较低，有待进一步提高。

图 11：1978-2022 年全国卫生总费用总额（单位：亿元）及占 GDP 比重的变化趋势



数据来源：wind，东方证券研究所

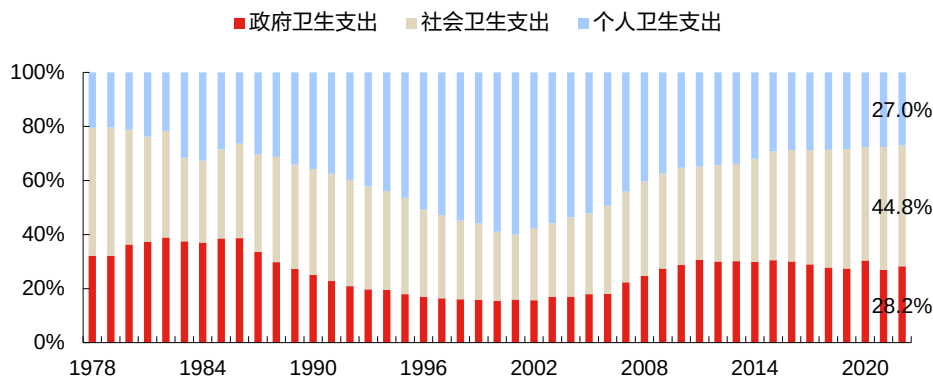
图 12：2022 年各国卫生费用占 GDP 比重



数据来源：财新网，东方证券研究所

社会卫生支出是全国卫生总费用的主要来源。我国卫生支出分为 3 部分，包括政府、社会和个人卫生支出。目前，社会支出（包括国家医保、商保和社会办医等）是最主要支出来源。2000-2022 年，社会支出占比从 25.6% 增长至 44.8%，而个人和政府卫生支出在 2022 年分别占 27.0% 和 28.2%。

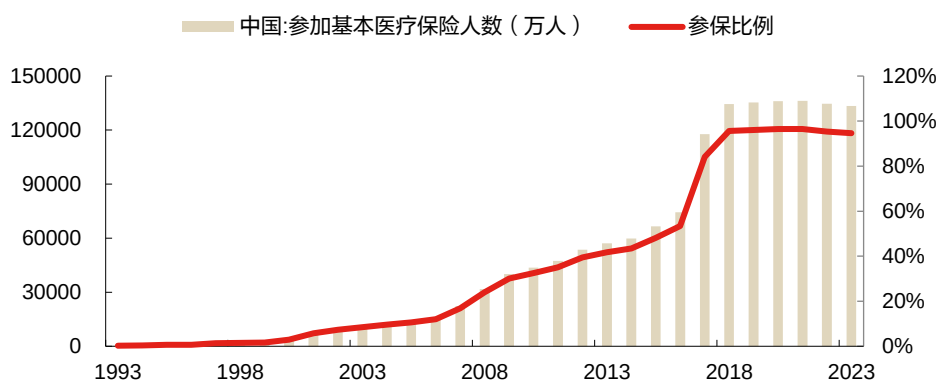
图 13：1978-2022 年全国卫生总费用组成情况



数据来源：wind，东方证券研究所

2022 年国家基本医疗保险共支出 3.09 万亿元，占全国卫生总费用比例高达 36%，是医药行业最大的支付主体。同时，截至 2023 年，国家基本医疗保险覆盖人口占比已达 95%，意味着筹资端很难再有高增长。

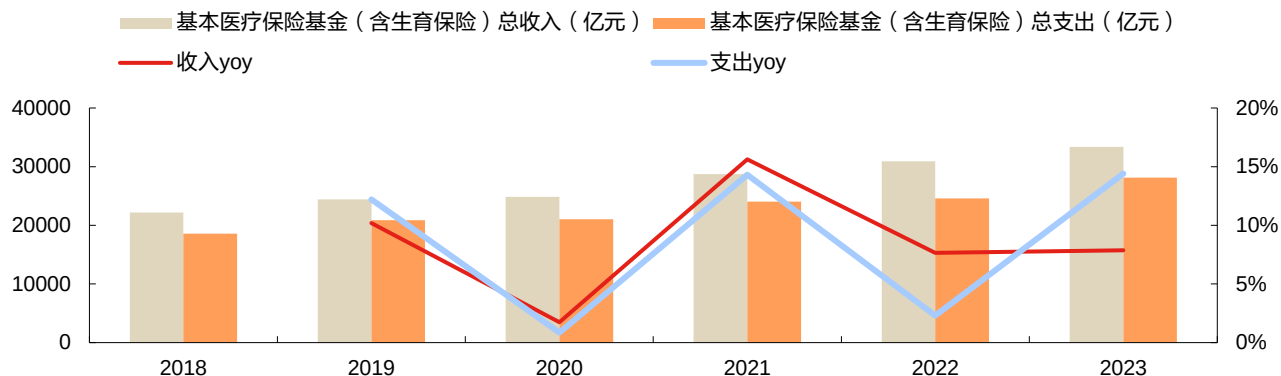
图 14：全国参加基本医疗保险人数及参保比例



数据来源：国家医保局，东方证券研究所

全国医保基金运行平稳，但收入增速下滑。2023 年全国基本医疗保险总收支分别为 3.34 万亿元（同比+7.87%）和 2.81 万亿元（同比+14.40%）。与 19 年收入和支出增速（10.20%和 12.20%）相比，收入增速下行而支出增速上行。一方面，筹资端难以有新参保人员的增量贡献；另一方面，医疗刚性需求持续提高。后续，预计随着收入增速降低，未来主要的发力点可能主要是支付端。

图 15：2018 年以来全国基本医疗保险基金（含生育保险）收支情况



数据来源：国家医保局，东方证券研究所

2017 年起，我国大力推动基本医保支付方式改革。2021 年 11 月，国家医保局发布《DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划》，提出到 2025 年底，DRG/DIP 支付方式覆盖所有符合条件的医疗机构。与传统按项目付费相比，DRG/DIP 付费更科学、更精细，能帮助医院在进行费用管理的同时，兼顾临床发展。DRG/DIP 付费的推出和落实，预计将能够提高医保基金效能。

表 1：DRG 与 DIP 付费对比

	DRG 付费	DIP 付费
基本内容	按疾病诊断相关分组付费。也就是说，按照疾病诊断、病情严重程度、治疗方法等因素，把患者分入临床病症与资源消耗相似的诊断相关组。在此基础上，医保按照相应的付费标准进行支付。	按病种分值付费，在总额预算机制下，根据年度医保支付总额、医保支付比例及各医疗机构病例的总分值计算点值，形成支付标准，对医疗机构每一病例实现标准化支付。
适用对象	都是住院患者医疗费用结算	
改革环节	都是付费端（医保与医疗机构的付费结算）改革，未涉及收费端（医疗机构对病人收费）	
数据来源	都是基于历史费用数据，病案首页和医保结算清单是支付的重要凭据	
监管考核	均要对医疗服务供给方采取监管考核	
由来	起源于美国，在全球广泛使用	国内原创
分组	以临床经验为基础进行主观分组	以临床数据为基础进行客观分组
费率与点值	支付标准的计算分为相对权重与费率的测算	标准的测算分为病种分值与点值的测算

数据来源：应亚珍（2021）《DIP 与 DRG：相同与差异》，东方证券研究所

二、新“国九条”出台，长期看好高分红与真创新

2024 年 4 月 12 日，国务院出台《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（新“国九条”，简称“意见”）。而早在 2004 年与 2014 年，国务院已出台两个“国九条”。

2004 年版《意见》的主要目标是大力发展资本市场，扩大直接融资等。2014 年版《意见》强调加快建设多层次股市场，发展债券市场和拓展期货市场，着力优化市场体系结构。而根据 2024 年版《意见》，我国资本市场快速发展，在促进资源优化配置、推动经济快速发展和社会长期稳定、支持科技创新等方面已经发挥了重要作用。2024 年版《意见》聚焦加强监管和风险防范，对发行上市准入、上市公司监管等提出规范性意见，推动资本市场高质量发展。

表 2：三次“国九条”中的 9 项内容提纲

年份	2004 年	2014 年	2024 年
文件	《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》	《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》
九 条 内 容 提 纲	一、充分认识大力发展资本市场的重要意义 二、推进资本市场改革开放和稳定发展的指导思想和任务 三、进一步完善相关政策，促进资本市场稳定发展 四、健全资本市场体系，丰富证券投资品种 五、进一步提高上市公司质量，推进上市公司规范运作 六、促进资本市场中介服务机构规范发展，提高执业水平 七、加强法制和诚信建设，提高资本市场监管水平 八、加强协调配合，防范和化解市场风险 九、认真总结经验，积极稳妥地推进对外开放	一、总体要求 二、发展多层次股票市场 三、规范发展债券市场 四、培育私募市场 五、推进期货市场建设 六、提高证券期货服务业竞争力 七、扩大资本市场开放 八、防范和化解金融风险 九、营造资本市场良好发展环境	一、总体要求 二、严把发行上市准入关 三、严格上市公司持续监管 四、加大退市监管力度 五、加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强 六、加强交易监管，增强资本市场内在稳定性 七、大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量 八、进一步全面深化改革开放，更好服务高质量发展 九、推动形成促进资本市场高质量发展的合力

数据来源：中国政府网，东方证券研究所

表 3：《国务院关于加强监管防范风险 推动资本市场高质量发展的若干意见》（新“国九条”）内容整理

条目	内容提要
总体要求	深刻把握资本市场高质量发展的主要内涵，在服务国家重大战略和推动经济社会高质量发展中实现资本市场稳定健康发展。
严把发行上市准入关	进一步完善发行上市制度。强化发行上市全链条责任。加大发行承销监管力度。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

严格上市公司持续监管	加强信息披露和公司治理监管。全面完善减持规则体系。强化上市公司现金分红监管。推动上市公司提升投资价值。
加大退市监管力度	深化退市制度改革，加快形成应退尽退、及时出清的常态化退市格局。进一步严格强制退市标准。进一步畅通多元退市渠道。进一步削减“壳”资源价值。进一步强化退市监管。
加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强	推动证券基金机构高质量发展。积极培育良好的行业文化和投资文化。
加强交易监管，增强资本市场内在稳定性	促进市场平稳运行。加强交易监管。健全预期管理机制。
大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量	建立培育长期投资的市场生态，完善适配长期投资的基础制度，构建支持“长钱长投”的政策体系。优化保险资金权益投资政策环境，落实并完善国有保险公司绩效评价办法，更好鼓励开展长期权益投资。
进一步全面深化改革开放，更好服务高质量发展	着力做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章。完善多层次资本市场体系。坚持统筹资本市场高水平制度型开放和安全。
形成促进资本市场高质量发展的合力	推动加强资本市场法治建设，大幅提升违法违规成本。加大对证券期货违法犯罪的联合打击力度。深化央地、部际协调联动。打造政治过硬、能力过硬、作风过硬的监管铁军。

数据来源：政府官网，东方证券研究所

2.1 新“国九条”强调现金分红监管，高分红企业值得关注

在分红方面，新“国九条”中提出“强化上市公司现金分红监管。对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示。加大对分红优质公司的激励力度，多措并举推动提高股息率。增强分红稳定性、持续性和可预期性，推动一年多次分红、预分红、春节前分红。”

为深入贯彻落实中央金融工作会议精神和《意见》，2024年4月12日，沪深交易所分别制定修订了相关配套业务规则，进一步强调和提高了分红工作对于上市公司的影响。本次新规对分红不达标采取强约束措施，纳入“实施其他风险警示”（ST）：

- 1) 主板方面，对符合分红基本条件，最近三个会计年度累计现金分红总额低于年均净利润的30%，且累计分红金额低于5000万元的公司，实施ST；
- 2) 创业板和科创板方面，将分红金额绝对值标准调整为3000万。
- 3) 同时，对于研发投入较高达到一定标准的公司，可豁免实施ST，体现了政策对创新企业的支持。最后，回购注销金额均可纳入现金分红金额计算。

表 4：分红新规内容整理

	主板	创业板	科创板
新增重点	对符合分红基本条件，最近三个会计年度累计现金分红总额低于年均净利润的30%，且累计分红金额低于5000万元的公司，实施ST。回购注销金	考虑到不同板块特点和公司差异情况，将分红金额绝对值标准调低至3,000万元。同时，最近三年累计研发投入占累计营业收入比例15%以上或最近三年研发投入金额累计在3亿元以上的创业板公司，可豁免实施ST。回购注销金额纳入现金分	考虑到不同板块特点和公司差异情况，将分红金额绝对值标准调整为3,000万元。同时，最近三个会计年度累计研发投入占累计营业收入比例15%以上或最近三个会计年度研发投入金额累计在3亿元以上的科创板公司，可豁免实施ST。回购注销金额纳入现

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

	额纳入现金分红金额计算。	红金额计算。	金分红金额计算。
变化核心	督促上市公司加大分红比例	督促上市公司加大分红比例，但对持续投入研发公司规则有所放宽	督促上市公司加大分红比例，但对持续投入研发公司规则有所放宽

数据来源：政府官网，东方证券研究所

优质企业通过高分红回馈投资者，增强市场稳定性和投资者信心。2023 年，医药板块中，从年度累计分红总额（已宣告，剔除特别派息）来看，排名前十的个股为迈瑞医疗（70.32 亿元）、云南白药（37.06 亿元）、药明康德（28.82 亿元）、智飞生物（19.15 亿元）、长春高新（18.10 亿元）、上海医药（15.18 亿元）、华润三九（14.82 亿元）、片仔癀（14.00 亿元）、爱尔眼科（13.95 亿元）、新和成（13.83 亿元）。

图 16：医药板块中 2023 年分红总额前十个股（单位：亿元）

证券代码	证券简称	年度累计分红总额(已宣告,剔除特别派息)	分红率			
			2021	2022	2023	平均
300760.SZ	迈瑞医疗	70.32	52.9%	56.8%	60.7%	56.8%
000538.SZ	云南白药	37.06	73.2%	90.4%	90.5%	84.7%
603259.SH	药明康德	28.82	30.0%	30.1%	30.0%	30.0%
300122.SZ	智飞生物	19.15	9.4%	10.6%	23.7%	14.6%
000661.SZ	长春高新	18.10	8.6%	9.8%	39.9%	19.4%
601607.SH	上海医药	15.18	30.5%	40.2%	40.3%	37.0%
000999.SZ	华润三九	14.82	41.1%	40.4%	52.0%	44.5%
600436.SH	片仔癀	14.00	30.0%	30.5%	50.0%	36.9%
300015.SZ	爱尔眼科	13.95	27.9%	28.4%	41.5%	32.6%
002001.SZ	新和成	13.83	41.5%	42.4%	51.1%	45.0%

数据来源：wind，东方证券研究所

其次，医药板块中，从近三年（2021-2023 年）平均分红比例来看，排名前十的个股为华北制药（300.2%）、何氏眼科（236.1%）、桂林三金（126.2%）、大唐药业（126.1%）、江中药业（115.1%）、沃华医药（112.5%）、ST 九芝（112.4%）、北陆药业（111.6%）、近岸蛋白（104.0%）、赛伦生物（103.2%）。

图 17：医药板块中 2023 年分红比例前十个股（单位：亿元）

证券代码	证券简称	年度累计分红总额(已宣告,剔除特别派息)	分红率			
			2021	2022	2023	平均
600812.SH	华北制药	0.17	549.7%	0.0%	350.8%	300.2%
301103.SZ	何氏眼科	0.94	84.5%	475.9%	147.9%	236.1%
002275.SZ	桂林三金	3.53	152.4%	142.6%	83.7%	126.2%
836433.BJ	大唐药业	0.21	117.3%	0.0%	261.1%	126.1%
600750.SH	江中药业	8.18	108.3%	121.5%	115.5%	115.1%
002107.SZ	沃华医药	1.44	91.8%	0.0%	245.5%	112.5%
000989.SZ	ST 九芝	3.42	126.5%	95.6%	115.1%	112.4%
300016.SZ	北陆药业	0.00	27.6%	307.3%	0.0%	111.6%
688137.SH	近岸蛋白	0.35	0.0%	38.8%	273.2%	104.0%
688163.SH	赛伦生物	0.22	127.3%	126.6%	55.8%	103.2%

数据来源：wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分板块来看，近 3 年医药行业各个子板块中，SW 中药 II 的平均分红比例最高，为 56.6%，其余子板块中，SW 生物制品的平均分红比例为 55.3%，SW 化学制药的平均分红比例为 47.0%，SW 医疗器械的平均分红比例为 34.7%，SW 医药商业的平均分红比例为 34.5%，SW 医疗服务的平均分红比例为 29.8%。其次，SW 中药 II 中，近 3 年平均分红比例超过 70% 的个股数量最高，为 15 个。

从 SW 中药 II 板块来看，近 3 年平均现金分红比例前十个股为桂林三金（126.2%），大唐药业（126.1%），江中药业（115.1%），沃华医药（112.5%），ST 九芝（112.4%），东阿阿胶（97.8%），特一药业（89.7%），新光药业（85.7%），云南白药（84.7%），达仁堂（83.4%）。

图 18：医药行业各子板块 近 3 年平均现金分红比例排序

子板块	分红比例				近3年平均分红比例超70%个股数量
	2021	2022	2023	平均	
SW中药II	39.2%	68.3%	62.2%	56.6%	15
SW生物制品	28.6%	68.3%	68.9%	55.3%	5
SW化学制药	40.2%	42.6%	58.3%	47.0%	13
SW医疗器械	28.6%	28.7%	46.9%	34.7%	4
SW医药商业	27.4%	38.4%	37.7%	34.5%	2
SW医疗服务	24.8%	29.8%	34.9%	29.8%	1

数据来源：wind，东方证券研究所

图 19：SW 中药 II 板块近 3 年平均现金分红比例前十个股

证券代码	证券简称	2021	2022	2023	平均
002275.SZ	桂林三金	152.4%	142.6%	83.7%	126.2%
836433.BJ	大唐药业	117.3%	0.0%	261.1%	126.1%
600750.SH	江中药业	108.3%	121.5%	115.5%	115.1%
002107.SZ	沃华医药	91.8%	0.0%	245.5%	112.5%
000989.SZ	ST九芝	126.5%	95.6%	115.1%	112.4%
000423.SZ	东阿阿胶	96.5%	97.3%	99.6%	97.8%
002728.SZ	特一药业	113.5%	83.6%	72.0%	89.7%
300519.SZ	新光药业	84.0%	73.5%	99.4%	85.7%
000538.SZ	云南白药	73.2%	90.4%	90.5%	84.7%
600329.SH	达仁堂	50.3%	100.1%	99.9%	83.4%

数据来源：wind，东方证券研究所

从经营情况来看，SW 中药 II 板块中近 3 年平均现金分红比例前十个股，3 年以来业绩表现基本均呈现稳健态势，同时现金流情况良好，净现比多大于 1。从行业角度来看，中药行业受益于人口老龄化趋势，需求确定性高；同时产品生命周期长，独家品种在集采中具备一定的议价能力，OTC 产品则自费属性强。整体上，长期业绩稳健，分红率的稳定性和持续性高。

图 20：SW 中药 II 板块近 3 年平均现金分红比例前十个股的营收与归母净利润情况（单位：亿元）

证券代码	证券简称	营收			归母净利润		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023
002275.SZ	桂林三金	17.4	19.6	21.7	3.4	3.3	4.2
836433.BJ	大唐药业	2.4	1.6	1.9	0.6	0.1	0.1
600750.SH	江中药业	28.7	38.1	43.9	5.1	6.0	7.1
002107.SZ	沃华医药	9.4	10.1	9.1	1.6	1.1	0.6
000989.SZ	ST九芝	37.8	30.3	29.6	2.7	3.6	3.0
000423.SZ	东阿阿胶	38.5	40.4	47.2	4.4	7.8	11.5
002728.SZ	特一药业	7.6	8.9	10.7	1.3	1.8	2.5
300519.SZ	新光药业	3.2	3.5	2.7	1.1	1.1	0.6
000538.SZ	云南白药	363.7	364.9	391.1	28.0	30.0	40.9
600329.SH	达仁堂	69.1	82.5	82.2	7.7	8.6	9.9

数据来源：wind，东方证券研究所

图 21：SW 中药 II 板块近 3 年平均现金分红比例前十个股的经营性现金流（单位：亿元）及净现比情况

证券代码	证券简称	经营性现金流			净现比		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023
002275.SZ	桂林三金	4.1	5.3	5.5	1.2	1.6	1.3
836433.BJ	大唐药业	0.1	1.0	-0.2	0.2	6.8	-2.7
600750.SH	江中药业	9.2	10.2	10.4	1.8	1.7	1.5
002107.SZ	沃华医药	2.0	1.9	1.3	1.2	1.7	2.2
000989.SZ	ST九芝	3.7	5.0	1.1	1.4	1.4	0.4
000423.SZ	东阿阿胶	28.0	21.4	19.5	6.4	2.7	1.7
002728.SZ	特一药业	2.6	3.7	2.0	2.0	2.1	0.8
300519.SZ	新光药业	1.4	1.3	0.5	1.2	1.2	0.8
000538.SZ	云南白药	52.2	32.1	35.0	1.9	1.1	0.9
600329.SH	达仁堂	8.5	6.8	6.9	1.1	0.8	0.7

数据来源：wind，东方证券研究所，注：净现比采用经营性现金流与归母净利润的比值

整体上来看，医药行业各子板块中均有经营稳健的优质企业通过持续高分红回馈投资者，新“国九条”提出“强化上市公司现金分红监管”，突出这一类优质企业的长期投资价值。

2.2 创新引领未来，我国创新药械不断突破

2.2.1 国产新药步入收获期，长期投资价值显著

政策支持及供需端持续改善，国内创新药板块具备长期投资价值。近年来国家及地方政府不断出台政策鼓励创新，包括医保在内的支付体系也在不断优化，皆有利于创新药的发展；从供给端看，国产创新已具备国际化竞争力，即将进入收获期；中国人口老龄化加剧，临床需求长期稳定增长，临床未满足需求将进一步扩大。因此我们认为国内创新药板块的持续增长具备多方面的坚实基础，具备长期投资价值。

表 5：创新药近期主要国家政策梳理

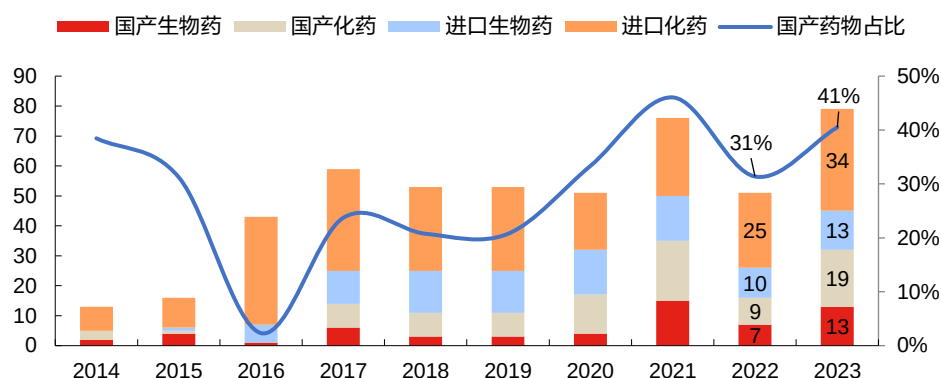
时间	部门	政策名称	主要内容	政策类型
202307	国家药品监督管理局药品审评中心	《药审中心加快创新药上市许可申请审评工作规范（试行）》	审评审批提速针对纳入突破性治疗药物程序的创新药、儿童创新药和罕见病创新药三类创新药，将加速这三类药品上市	支持类
202203	国家药品监督管理局药品审评中心	《单臂临床试验用于支持抗肿瘤药上市申请的实用性技术指导原则》	单臂临床试验研发策略显著缩短新药上市时间，特别是近年来许多新药在临床早期显现出非常突出的有效性数据，因此更多企业希望采用单臂临床试验支持抗肿瘤药物的上市申请	指导类
202202	国家药品监督管理局药品审评中心	《药审中心加快创新药上市申请审评工作程序（试行）（征求意见稿）》	鼓励研究和创制新药以满足临床用药需求，加快创新药品的审评速度	支持类
202111	国家药品监督管理局药品审评中心	《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》	新药研发应该以为患者提供更优的治疗选择作为最高目标。从确定研发方向，到开展临床试验，都应该贯彻以临床需求为导向的理念，开展以患者为核心的药物研发	指导类

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

数据来源：各政府官网，东方证券研究所

创新药获批数量创新高，国产占比回升。2023 年共有 79 款新药获批，获批数量创下近十年新高，其中 32 款（41%）为国产新药，相较于 2022 年的 16 款（31%）在绝对数量和占比方面均有明显回升。截至 2024 年 5 月 24 日，共有 28 款创新药获批上市（仅包括国内首次上市新药），其中 11 款为国产新药。

图 22：2014-2023 年获批创新药数量



数据来源：医药魔方，东方证券研究所

表 6：2024 年已上市创新药（仅包括国内首次上市新药，截至 5 月 24 日）

类型	药物名称	研发公司	适应症	获批日期
国产	加格列净	慧升生物	糖尿病	2024.01.09
	泰吉利定	恒瑞医药	术后疼痛	2024.01.31
	阿达帕林盐酸克林霉素复方凝胶	兆科眼科	寻常性痤疮	2024.02.23
	泽沃基奥仑赛	科济药业	多发性骨髓瘤	2024.03.01
	妥拉美替尼	科州制药	黑色素瘤	2024.03.15
	安奈克替尼	正大天晴	非小细胞肺癌	2024.04.24
	恩替司他	亿腾景昂	乳腺癌	2024.04.30
	贝莫苏拜单抗	正大天晴	小细胞肺癌	2024.05.09
	克利加巴林	海思科	糖尿病性周围神经病理性疼痛	2024.05.15
	瑞齐替尼	倍而达药业	非小细胞肺癌	2024.05.15
进口	依沃西单抗	康方生物	非小细胞肺癌	2024.05.21
	仑卡奈单抗	Eisai	阿尔茨海默病	2024.01.09
	加卡奈珠单抗	Eli Lilly	偏头痛	2024.01.09
	司美格鲁肽	Novo Nordisk	糖尿病	2024.01.26

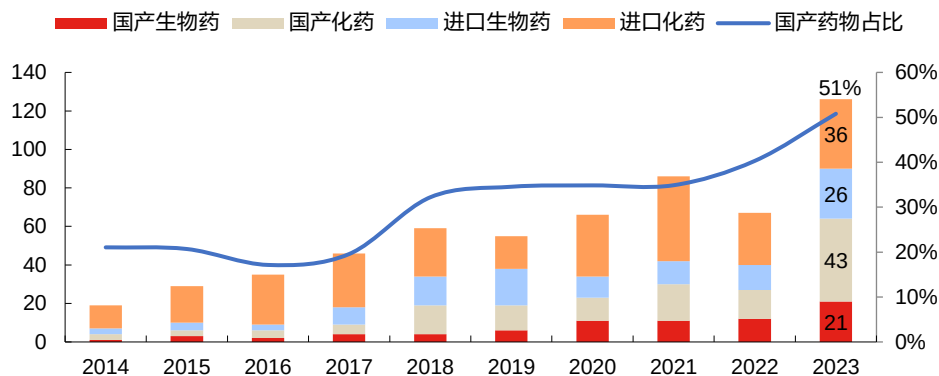
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

	瑞美吉泮	Pfizer	偏头痛	2024.01.26
	可伐利单抗	Roche	阵发性睡眠性血红蛋白尿症	2024.02.07
	重组替度格鲁肽	Takeda	短肠综合征	2024.02.23
	舒索凝血素 α	Takeda	获得性 A 型血友病	2024.02.23
	A 型肉毒神经毒素	Merz	眉间纹等	2024.03.01
	佩索利单抗（皮下注射）	Boehringer Ingelheim	泛发性脓疱型银屑病	2024.03.06
	利妥昔单抗（皮下注射）	Roche	滤泡性淋巴瘤等	2024.04.07
	盐酸伊普可泮	Novartis	阵发性睡眠性血红蛋白尿症	2024.04.30
	玛伐凯泰	BMS	梗阻性肥厚型心肌病	2024.04.30
	重组人促卵泡激素 δ	Ferring Pharmaceuticals	辅助生殖	2024.05.09
	瑞普替尼	BMS	非小细胞肺癌	2024.05.11
	利多卡因凝胶贴膏	Teikoku Pharma	带状疱疹后神经痛	2024.05.13
	注射用舒巴坦钠/注射用度洛巴坦钠组合包装	Entasis Therapeutics	医院获得性细菌性肺炎	2024.05.15
	替尔泊肽	礼来	2 型糖尿病	2024.05.15

数据来源：医药魔方，NMPA，东方证券研究所

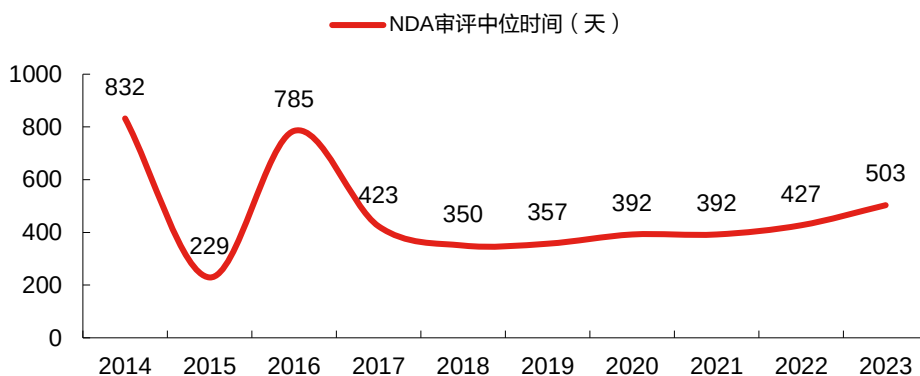
创新药 NDA 数量快速提高，今年获批数量有望再创新高。2023 年共 126 款创新药进入 NDA 阶段，其中 64 款为国产新药。根据医药魔方数据，自 2017 年以来 NDA 审评时间趋于稳定，2023 年中位获批时间为 503 天，今年有望迎来创新药密集获批时期。

图 23：2014-2023 年创新药 NDA 数量



数据来源：医药魔方，东方证券研究所

图 24：自 2017 年以来 NDA 审评时间趋于稳定



注：不限于首次 NDA 受理号，不包含新冠受理号

数据来源：医药魔方，东方证券研究所

多家企业有望迎来重磅产品获批，国产新药步入收获期。根据首次 NDA 时间，今年有多款极具竞争力的重磅产品有望获批，包括传奇生物的首个美国获批 CAR-T 药物西达基奥仑赛、泽璟生物的具有 BIC 潜力的 JAK 抑制剂吉卡昔替尼、科伦博泰的 HER2 和 TROP2 ADC、海思科的首个 DPP-4 双周制剂 HSK7653、康方生物的首个国产 IL-12/IL23 双抗、君实生物/英派药业的具有 BIC 潜力的 PARP 抑制剂 Senaparib、益方生物和信达生物的 2 款国产 KRAS G12C 抑制剂、众生药业的流感药物昂拉地韦等。

表 7：部分 2024 年有望获批的创新药

首次 NDA 时间	药品名称	靶点	适应症	公司	特殊审评	国际会议	备注
2022/12/30	西达基奥仑赛	BCMA	复发或难治性多发性骨髓瘤	传奇生物	美国：优先审评、突破性疗法、孤儿药 欧盟：孤儿药、优先药物、附条件批准	ASCO 2024 ; AACR 2024 ; ASH 2023 ; ASCO 2023 ; EHA 2023; ASH 2022 ; ASCO 2022 ; AACR	全球首个且唯一获批用于多发性骨髓瘤患者二线治疗的 BCMA 靶向疗法，首个在美国获批上市的中国原创 CAR-T

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

					中国：优先审评、突破性疗法、特殊审批、日本：孤儿药	2022；EHA 2022；ASH 2021；ASCO 2021；EHA 2021；ASH 2020	药物；2023 年销售额 5 亿美元，24Q1 销售额 1.57 亿美元
2022/10/17	吉卡昔替尼（杰克替尼）	AK1；JAK2；JAK3；TYK2	骨髓纤维化症	泽璟生物	美国：孤儿药 中国：特殊审批	ASCO 2024；ASCO 2023；ASH 2023；EHA 2023；EHA 2021	有望成为首个国产 JAK 抑制剂新药，具有 BIC 潜力
2023/1/29	HSK7653	DPP-4	2 型糖尿病	海思科	中国：特殊审批	ADA 2023；EASD 2023	首个 DPP-4 双周制剂
2023/3/25	赛立奇单抗	IL-17A	中重度斑块状银屑病	智翔金泰			
2023/4/26	昂戈瑞西单抗	PCSK9	纯合子型家族性高胆固醇血症	君实生物		AHA 2023	
2023/4/27	夫那奇珠单抗	IL-17A	中重度斑块状银屑病	恒瑞医药			
2023/5/11	A166	HER2；microtubule	既往经二线及以上抗 HER2 治疗失败的 HER2 阳性不可切除的局部晚期、复发或转移性乳腺癌	科伦博泰		AACR 2023；ASCO 2022；ASCO 2021；SABCS 2021；ASCO 2020	有望成为首个针对乳腺癌的国产 HER2 ADC
2023/5/22	TQ-B3525	PI3K δ ；PI3K α	复发或难治性滤泡性淋巴瘤	正大天晴	中国：优先审评、突破性疗法、特殊审批	ASCO 2024；ASCO 2020	有望成为国产首款 PI3K α/δ 双重抑制剂
2023/6/9	艾玛昔替尼	JAK1	中重度特应性皮炎	恒瑞医药	中国：突破性疗法		有望成为首个获批的国产 JAK1 抑制剂
2023/6/21	瑞卡西单抗	PCSK9	高胆固醇血症	恒瑞医药		ACC 2024；ESC 2023；AHA 2023	
2023/8/23	依若奇单抗	IL-12；IL-23	中重度银屑病	康方生物		EADV 2023；FOCIS 2023	有望成为首个国产 IL-12/IL-23 单抗
2023/8/26	Senaparib	PARP	III、IV 期上皮性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌的维持治疗	君实生物/英派药业	美国：孤儿药	ESGO 2024；ESMO 2023；ASCO 2022；ESMO 2020；ASCO 2019	有望成为 BIC 的新一代 PARP 抑制剂
2023/8/30	吡罗西尼片	CDK4；CDK6	HR+/HER2- 晚期乳腺癌	轩竹生物		ASCO 2023；ESMO 2023	

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

2023/9/14	戈利昔替尼	JAK1	复发或难治的外周 T 细胞淋巴瘤(r/r PTCL)	迪哲医药	美国：快速通道、孤儿药 中国：优先审评	ASCO 2023 ； ASH 2023；ICML 2023 ； EHA 2022 ； ICML 2021；ASH 2020	全球首款 T 细胞淋巴瘤领域高选择性 JAK1 抑制剂
2023/10/17	HSK21542	κ opioid receptor	腹部手术术后镇痛	海思科			全球首个递交术后镇痛适应症上市申请的外周 κ 阿片受体激动剂，不透过血脑屏障，能避免中枢阿片类药物相关副作用
2023/11/24	福泽雷塞	KRAS G12C	KRAS G12C 突变型的晚期非小细胞肺癌	信达生物/劲方医药	中国：优先审评、突破性疗法	ASCO 2024 ； ASCO 2023 ； AACR 2023 ； ESMO ASIA 2023 ； ASCO 2022	有望成为首个获批的国产 KRAS G12C 抑制剂
2023/11/30	氘恩扎鲁胺	AR	转移性去势抵抗性前列腺癌 (mCRPC)	海创药业			前列腺癌领域首个氘代机制的创新药物
2023/12/6	法米替尼	SCFR,c-Kit； PDGFR ； VEGFR	联合卡瑞利珠单抗治疗复发或转移性宫颈癌	恒瑞医药	中国：突破性疗法	SGO 2024 ； ELCC 2024 ； ASCO 2023 ； ESMO 2023 ； SABCS 2023 ； ESMO IO 2023； ELCC 2023 ； ASCO 2022 ； ESMO 2021 ； ASCO 2021 ； SABCS 2021 ； SGO 2020	多靶点 TKI 联合卡瑞利珠单抗显著延长经治晚期宫颈癌生存期，具有冲击一线去化疗方案潜力
2023/12/7	司普奇拜单抗	IL-4Ra	外用药控制不佳或不适合外用药物治疗的成人中重度特应性皮炎	康诺亚	中国：优先审评、突破性疗法	SID 2024 ； ADC 2024 ； EADV 2023	首个国产且获得国家药品监督管理局的临床试验申请批准的 IL-4R α 抗体，具有 BIC 潜力
2023/12/9	SKB264	TopI； TROP2	经治不可切除的局部晚期或转移性三阴性乳腺癌	科伦博泰	中国：优先审评、突破性疗法	ASCO 2024 ； AACR 2024 ； ASCO 2023 ； ESMO 2023 ； AACR 2023 ； SABCS 2023 ； SABCS 2022 ；	有望成为首个获批的国产 TROP2 ADC，具有 BIC 潜力

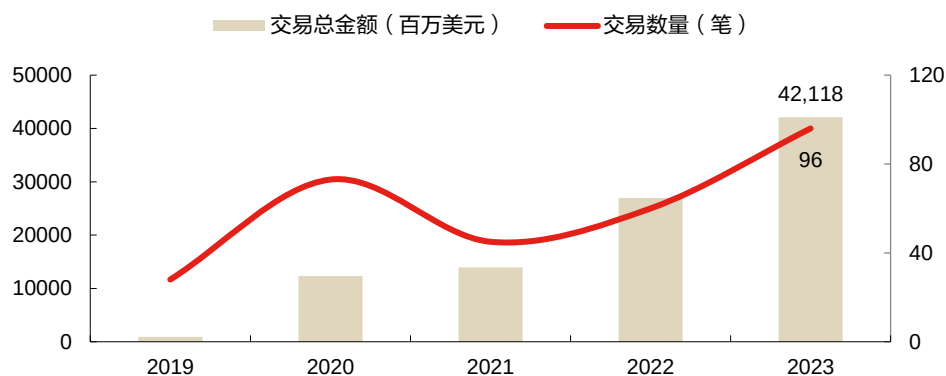
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

						ESMO 2021 ; ASCO 2020	
2023/ 12/27	昂拉地韦	PB2	成人单纯性甲 型流感	众生药业			流感新药，有望 超越奥司他韦， 全球首个流感 RNA聚合酶PB2 蛋白抑制剂治疗 药物
2023/ 12/29	格舒瑞昔	KRAS G12C	经治的 KRAS G12C 突变的 局部晚期或转 移性非小细胞 肺癌	正大天晴/ 益方生物	中国：突破性疗 法	ASCO 2024 ; AACR 2024 ; ASCO 2023 ; ESMO 2023 ; AACR 2022 ; AACR 2021	

数据来源：CDE，ASCO，ESMO，AACR，各公司官网及公告，医药魔方，东方证券研究所

国产创新竞争力提升，对外授权交易数量和金额均创新高。2023 年中国创新药和技术平台对外授权交易数量达 96 笔，交易总金额达 421 亿美元，均创下历史新高。重磅交易频出，其中百利天恒和 BMS 达成的关于 BL-B01D1（EGFR/HER3 双抗 ADC）交易首付款 8 亿美元，总金额高达 84 亿美元，位列 2023 年全球交易总金额第二。表明国产创新已受到广泛认可，尤其是创新性高的 ADC、双/多特异性抗体备受青睐，对外授权交易可为企业带来十分可观的现金流。

图 25：2019-2023 年创新药和技术平台对外授权交易情况



数据来源：医药魔方，东方证券研究所

表 8：2023 年中国对外授权交易 TOP10（按交易总金额排序）

交易时间	转让方	受让方	总金额 (百万美元)	首付款 (百万美元)	交易标的	类型
2023/12/11	百利天恒	BMS	8,400	800	伦康依隆妥单抗 (BL-B01D1, III 期 临床)	EGFR/HER3 双抗 ADC
2023/11/9	诚益生物	AstraZeneca	2,010	185	ECC5004 (I 期临 床)	小分子 GLP-1R 激 动剂

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2023/12/28	科望医药	Astellas Pharma	1,737	-	ES019（临床前）及另一款候选药物	PD-L1/SIRP α 双抗
2023/12/20	翰森制药	GSK	1,710	185	HS-20093（II 期临床）	B7-H3 ADC
2023/4/3	映恩生物	BioNTech	1,670	170	DB-1303（I/II 期临床）；DB-1311（临床前）	HER2 ADC；B7-H3 ADC
2023/10/30	恒瑞医药	Merck KGaA	1,670	171	HRS-1167（I 期临床）；SHR-A1904（I/II 期临床）	小分子 PARP 抑制剂；CLDN18.2 ADC
2023/10/20	翰森制药	GSK	1,570	85	HS-20089（II 期临床）	B7-H4 ADC
2023/1/4	药明生物	GSK	1,500	40	CD3 bispecific antibody；至多三款 TCE 抗体	TCE 双/多特异性抗体
2023/10/16	亨利医药	Novo Nordisk	1,300	-	Ocedurenone（III 期临床）	小分子非甾体盐皮质激素受体拮抗剂
2023/2/23	康诺亚	AstraZeneca	1,188	63	CMG901（I 期临床）	CLDN18.2 ADC

数据来源：医药魔方，东方证券研究所

国产创新药海外商业化步伐加速，海外市场开拓提升企业上限。2023 年共有 4 款国产原研创新药在海外主要市场获批上市，已与 2023 年以前获批数量持平，国产创新药海外商业化的步伐正在加速。海外市场开拓是企业提升业绩的重要来源，根据百济神州财报，首款获 FDA 批准的国产创新药泽布替尼 2023 年销售额高达 13 亿美元，成为首个年销售额超 10 亿美元的国产创新药。味隆替尼于 2023 年 11 月在美国上市，仅用 1 个多月销售额即达到 1,510 万美元，相比之下味隆替尼国内 2018 年获批，2023 年销售额为 1.075 亿美元，海外市场的开拓极大提升了企业的上限。

表 9：主要海外市场上市的国产创新药

药品	企业	类型	适应症	海外获批时间	地区	出海模式
泽布替尼	百济神州	BTK 抑制剂	套细胞淋巴瘤	2019/11/14	美国	自主出海
西达本胺	微芯生物	HDAC 抑制剂	外周 T 细胞淋巴瘤	2021/6/23	日本	合作出海
西达基奥仑赛	传奇生物	BCMA CAR-T	多发性骨髓瘤	2022/2/28	美国	合作出海
本维莫德	天济医药	AhR 激动剂	斑块状银屑病	2022/5/24	美国	合作出海
替雷利珠单抗	百济神州	anti-PD1 单抗	食管鳞状细胞癌	2023/9/19	欧洲	合作出海
特瑞普利单抗	君实生物	anti-PD1 单抗	鼻咽癌	2023/10/27	美国	合作出海
味隆替尼	和黄医药	VEGFR1/2/3 抑制剂	结直肠癌	2023/11/8	美国	合作出海

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

艾贝格司亭 α	亿帆医药	G-CSF-Fc 融合蛋白	化疗引起的中性粒细胞减少症	2023/11/17	美国	自主出海
替雷利珠单抗	百济神州	anti-PD1 单抗	食管鳞状细胞癌	2024/3/14	美国	自主出海

数据来源：医药魔方，各公司公告，东方证券研究所

2.2.2 政策支持力度增强，创新器械快速涌现

器械端，创新需求旺盛，尤其在一些治疗渗透率较低、技术有较大的改进空间、现有产品临床反馈问题仍然较多的领域，如结构性心脏病、骨科、电生理、血管介入等领域。以骨科为例，一方面国内老龄化趋势不断加剧，骨科患病率不断增多，整体手术治疗渗透率仍有待提升；另一方面，国产产品普遍创新不足，骨科疾病领域仍有许多问题未被解决。具体来看：

- 1) 产品的本土化设计和创新手术术式不足。我国骨科行业产品最早来自海外，目前大部分骨科产品和手术术式大都是按照海外标准进行设计，但亚洲人骨骼结构、特点和欧美人确实存在微小的差异，未来更适合国内手术特点的产品和手术术式将会持续有创新需求。
- 2) 在细分领域上，从脊柱领域来看，脊柱手术往往更为复杂且存在手术时间过长、容易引发并发症等问题，创新的需求旺盛且迫切。微创技术在骨科治疗领域得到了广泛应用，相关技术创新和改良空间更大。
- 3) 医学、材料学等行业技术的进步促进了骨科医疗器械的创新与进步，为改善目前临床痛点和提升手术质量与效率提供了更多的可能。如运动医学、骨科机器人、3D 打印、人工骨等领域仍有待创新发展。

图 26：微创技术带来更多临床优势



数据来源：甘肃省脊柱微创椎间孔镜技术专科医联体网站，东方证券研究所

目前来看，政策支持创新力度不断增强，国产创新力量日益壮大。

2022 年以来，国家医保局等部门多次发文支持创新医疗器械豁免集采或“DRG”政策，鼓励国产企业着力创新，增强产品竞争力。2022 年 7 月 13 日，北京医保局发布《关于印发 CHS-DRG 付费新药新技术除外支付管理办法的通知（试行）》，该文件指出，其目的在发挥 CHS-DRG 引

导规范医疗行为作用的同时，激发新药新技术创新动力。2023 年 5 月 10 日，北京医保局发布了《关于我市第一批 DRG 付费和带量采购政策联动采购方案征求意见通知》，DRG 作为后续医保局重点推进政策，也是落实药品及耗材集采降价作用的重要措施，DRG 政策顺利推进有望更大程度实现医保控费目标，反哺创新器械发展。2024 年 4 月 17 日，北京医保局发布《北京市支持创新医药高质量发展若干措施（2024 年）》，指出对创新医疗器械企业的审评服务前置，2024 年新增 10 个创新医疗器械获批上市。

总之，国家医保局等部门在各类政策中均为创新器械留有一定的市场空间，有利于器械行业的创新发展，实现多方共赢。

表 10：2022 年以来支持创新医疗器械的政策梳理

时间	发布部门	政策名称	重点内容
2022 年 7 月 13 日	北京医保局	《关于印发 CHS-DRG 付费新药新技术除外支付管理办法的通知（试行）》	部分符合文件要求的创新药品及医疗器械可独立于 DRG 付费之外单独支付。该文件指出，其目的在发挥 CHS-DRG 引导规范医疗行为作用的同时，激发新药新技术创新动力。
2022 年 8 月 24 日	国家医保局	对十三届全国人大五次会议第 8013 号建议的答复	在集中带量采购之外留出一定市场，为创新产品开拓市场提供空间。
2022 年 9 月 3 日	国家医保局	对十三届全国人大五次会议第 4955 号建议的答复	由于创新医疗器械临床使用尚未成熟、使用量暂时难以预估，尚难以实施带量方式。
2023 年 5 月 10 日	北京医保局	《关于我市第一批 DRG 付费和带量采购政策联动采购方案征求意见通知》	充分发挥 CHS-DRG 付费改革对医疗机构使用集采医用耗材的导向作用，完善对医疗机构的激励约束机制。
2024 年 4 月 17 日	北京医保局	《北京市支持创新医药高质量发展若干措施（2024 年）》	充分发挥国家和市级创新服务站作用，对创新医疗器械企业的审评服务前置，2024 年新增 10 个创新医疗器械获批上市。

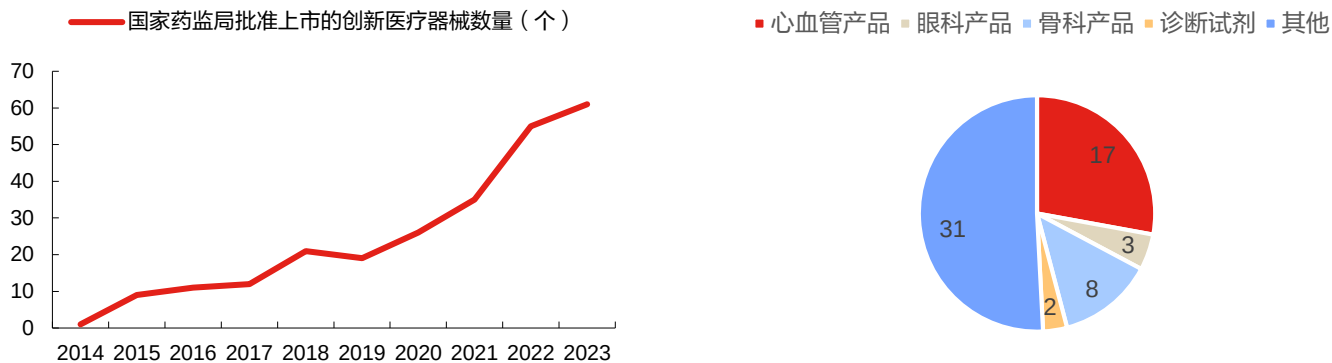
数据来源：各政府官网，东方证券研究所

创新医疗器械不断涌现，国产创新力量正在快速积聚。自 2014 年以来，国家药监局已批准 250 个创新医疗器械上市，从批准趋势来看，除 2019 年以外，每年批准的产品数量呈上升趋势。尤其是自 2020 年起，创新医疗器械审批逐渐加速，2022 年共计批准 55 个创新医疗器械（同比+57%），2023 年共计批准 61 个（同比+11%）。

2023 年获批产品中，47 款为国产产品，占比 77%，14 款进口产品分别来自美国、德国、加拿大、韩国、以色列。此外，从治疗领域来看，心血管相关产品占比较高，共计有 17 个；其次，8 个创新医疗器械为骨科相关产品；3 个为眼科相关产品；2 个为诊断试剂；还有糖尿病、血透等相关医用软件以及胶原蛋白溶液等。

图 27：国家药监局批准上市的创新医疗器械数量（个）

图 28：2023 年获批创新器械按治疗领域拆分



数据来源：NMPA，东方证券研究所

数据来源：NMPA，东方证券研究所

三、投资建议：看好高分红及真创新的企业

长期看，经营稳健、现金流良好的优质企业能实现稳定和持续的高分红，为投资者带来稳健回报；同时，由于医保控费和常态化集采将会持续，企业需开发新品种、充分抓住未满足的临床需求，创新能力强劲的企业投资价值凸显。综上，我们长期看好高分红及真创新的企业，相关标的建议关注恒瑞医药(600276，买入)、科伦药业(002422，买入)、海思科(002653，未评级)、君实生物-U(688180，未评级)、奥赛康(002755，买入)、迈威生物-U(688062，未评级)、迈瑞医疗(300760，买入)、华润三九(000999，未评级)、片仔癀(600436，未评级)、桂林三金(002275，未评级)、江中药业(600750，未评级)等。

风险提示

- **集采超预期风险：**如果集采落地超预期，则会对相关产品型公司形成经营压力；
- **景气度低迷风险：**如果行业景气度低迷，则会对整体研发投入力度有不利影响；
- **企业研发不及预期风险：**如果企业新产品研发进度慢于预期或研发失败，则会对企业经营情况产生不良影响；
- **国产创新药出海不及预期风险：**如果国产创新药出海遇阻或进度不及预期，则会对相关企业经营业绩产生较大影响。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管、私募业务合计持有华润三九(000999，未评级)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。
- 暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。