

行业深度

医药生物

聚焦创新升级主线，关注服务需求回暖

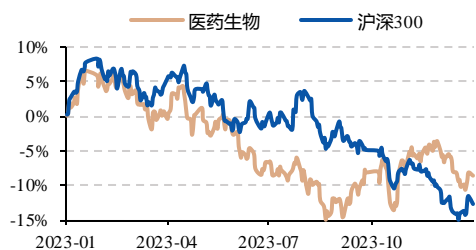
2024年01月03日

评级

领先大市

评级变动：维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
医药生物	-5.15	-0.50	-7.51
沪深300	-2.77	-8.22	-12.53

吴号

分析师

执业证书编号:S0530522050003
wuhao58@hnchasing.com

相关报告

- 1 医药生物行业 2023 年 12 月月报：第九批国采结果公布，建议关注药品、零售药店 2023-12-06
- 2 医药生物行业 2023 年 11 月月报：医疗反腐影响可控，细分板块业绩分化 2023-11-10
- 3 财信证券医药生物行业 2023 年 10 月月报：关注 2023Q3 业绩有望较快增长的细分方向 2023-10-10

重点股票	2022A		2023E		2024E		评级
	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	
九典制药	0.78	42.38	1.13	29.23	1.41	23.42	买入
药明康德	2.97	23.75	3.46	20.35	3.93	17.94	买入
凯莱英	8.93	12.52	6.74	16.59	5.15	21.72	买入
金城医学	5.87	10.20	1.74	34.37	2.81	21.33	买入
益丰药房	1.25	33.70	1.33	31.66	1.66	25.47	买入
健之佳	2.82	21.94	3.08	20.06	3.94	15.70	买入

资料来源：Wind，财信证券

投资要点：

- **行业回顾：**2023 年，医药生物（申万）板块涨幅为 4.09%，在申万 31 个一级行业中排名第 13 位，分别跑赢沪深 300、深证成指、创业板指 1.95、8.22、7.09 个百分点。截止 2023 年 12 月 27 日，医药生物板块 PE (TTM, 整体法) 均值为 27.23 倍，在申万 31 个一级行业中排名第 7 位，位于自 2012 年以来后 16.50% 分位数。
- **创新药板块：重点关注“真创新”“国际化”“大单品”三条主线。**考虑到：(1) 美联储预计 2024 年开始降息，创新药资产有望迎来估值修复；(2) 仿制药集采进入后半段，《谈判药品续约规则》稳定了创新药价格预期，医疗反腐推动药品销售规范化，创新药企面临的政策风险降低；(3) 在药品审评政策趋严以及医药投融资趋紧的影响下，创新药行业供给格局优化；(4) 国产创新药迎来收获期，创新药 NDA 数量、对外授权项目数量及金额、海外获批上市数量明显增多；(5) 生物医药有望迎来新一轮技术创新周期，GLP-1、AD、NASH 等药物研究进展积极；我们认为“创新”有望成为医药生物板块的投资主线。
- **中药板块：**关注受益于审评政策优化、医保支付环境改善、创新成效开始显现的中药创新药企业；关注以院外渠道为主、品牌优势明显、原材料成本有望下降的中药消费品企业。
- **医疗服务板块：关注需求回暖。**CXO 板块，预计 2024 年全球生物医药融资有望回暖，CXO 企业的订单有望改善，建议关注在多肽、ADC 等前沿领域布局多或具备差异化服务优势、竞争格局相对较好的 CXO 企业。药店板块，门诊统筹有助于处方外流以及行业集中度提升，建议关注头部药店。民营医疗板块，建议关注具备差异化服务优势、管理能力强、品牌知名度高、可拓展空间大的眼科、口腔、综合医院龙头，以及有望助力医院降本增效的第三方医学检测龙头等。
- **风险提示：**耗材、药品集采价格降幅超预期风险；创新药研发失败风险；行业政策风险；行业竞争加剧风险；中美贸易摩擦风险等。

内容目录

1 行业回顾	4
1.1 市场表现：小幅跑赢沪深 300 指数，医药商业、中药板块表现较好	4
1.2 行业估值：相对沪深 300 的溢价率位于近 10 年低位水平	5
1.3 经营回顾：整体业绩增长承压，内需好于出口	6
2 创新药	8
2.1 “四大逻辑”演绎，具备“β”机会	8
2.1.1 政策风险降低：仿制药集采常态化、医保谈判规则完善、医疗反腐影响可控	8
2.1.2 药品审评政策趋严+医药投融资趋紧，行业供给格局优化	10
2.1.3 国产创新药迎来“收获期”：创新转型成效显著，国际化进展可期	11
2.1.4 新一轮技术创新周期：GLP-1、AD、NASH 等药物研究进展积极	13
2.2 重点关注“真创新”“国际化”“大单品”三条创新药主线	17
3 中药	19
3.1 中药创新药：审评政策不断优化，医保支付环境持续改善	19
3.2 中药消费品：品牌构筑高壁垒，原材料成本压力有望缓解	21
4 医疗服务	23
4.1 CXO：生物医药融资有望回暖，重点把握多肽 CXO 等结构性机会	23
4.2 药店：门诊统筹利好头部药店，关注处方流转进展	25
4.3 民营医疗：严肃医疗呈现更快恢复，关注可选医疗需求回暖机会	27
5 投资策略	28
6 风险提示	29

图表目录

图 1：2023 年 1-12 月申万一级子行业涨跌幅（%，流通市值加权平均）	4
图 2：2023 年 1-12 月申万医药生物子行业涨跌幅（%，流通市值加权平均）	4
图 3：医药生物 PE 情况（截止 2023 年 12 月 27 日）	5
图 4：医药生物板块的历史估值及相对沪深 300 的溢价率	5
图 5：规模以上医药制造业企业营业收入及同比增速	6
图 6：规模以上医药制造业企业利润总额及同比增速	6
图 7：中西药品类社会零售额及同比增速	6
图 8：中国医药制造业出口交货值及同比增速	6
图 9：历次药品国采品种及中标品种数	9
图 10：历次药品国采价格平均降幅	9
图 11：近 5 年国家医保谈判成功率	10
图 12：近 5 年国家医保谈判价格降幅	10
图 13：2017-2022 年中国创新药 IND 数量（件）	12
图 14：2017-2022 年中国创新药 NDA 数量（件）	12
图 15：中国创新药 license out 交易金额和交易数量	12
图 16：2023 年中国创新药 license out 交易 TOP15（按总金额计，单位：亿美元）	13
图 17：2023 年中国创新药 license out 交易 TOP15（按首付款计，单位：亿美元）	13
图 18：全球糖尿病患者人数	13
图 19：中国糖尿病患者人数	13
图 20：全球肥胖患者人数	14

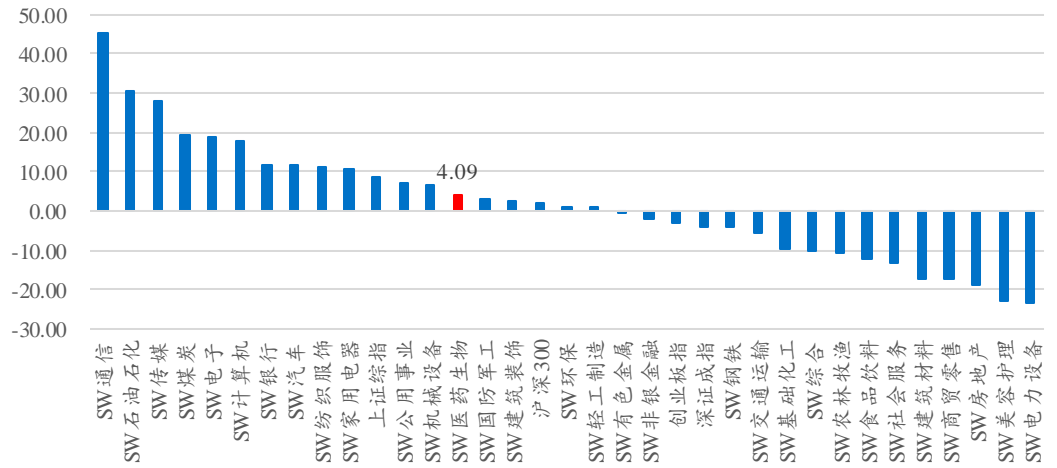
图 21: 中国肥胖患者人数	14
图 22: 全球阿尔兹海默症患者人数	15
图 23: 中国阿尔兹海默症患者人数	15
图 24: 全球 NASH 患病人数	16
图 25: 中国 NASH 患病人数	16
图 26: Resmetirom 针对 NASH 的关键性 III 临床试验数据	17
图 27: 艾力斯伏美替尼的销售收入 (亿元)	17
图 28: 百济神州泽布替尼的销售收入 (亿元)	17
图 29: 中国创新中药 IND 受理量 (件)	20
图 30: 中国创新中药 NDA 受理量 (件)	20
图 31: 中药上市企业研发费用情况	20
图 32: 2022 年研发费用 TOP10 的中药上市企业	20
图 33: 2019 年城市零售药店感冒中成药品牌 TOP10	22
图 34: 2021 年城市实体药店感冒中成药品牌 TOP10	22
图 35: 2022 年城市实体药店感冒中成药品牌 TOP10	22
图 36: 2023H1 年城市实体药店感冒中成药品牌 TOP10	22
图 37: 中药材价格指数	22
图 38: 中药上市企业的毛利率水平	22
图 39: 全球医药生物行业的月度融资情况 (亿美元)	23
图 40: 全球医药生物行业的年度融资情况 (亿元)	23
图 41: 全球生物技术行业的季度融资情况 (百万美元)	23
图 42: 药明康德的多肽固相合成反应釜建设规划 (L)	24
图 43: 百诚医药的订单新增情况	24
图 44: 全球 ADC 药物的市场规模	25
图 45: 全球 ADC 药物外包市场规模	25
图 46: 全国医疗机构总诊疗人次	28
图 47: 全国基本医疗保险基金收支情况	28
表 1: 医药生物板块 2023Q3 营收及利润增长情况	7
表 2: 医药生物板块 2023Q3 盈利水平变动情况	8
表 3: 2023 年国家药监局批准上市的中药新药	21
表 4: 《国家医疗保障局办公室关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》 的重点内容梳理	26
表 5: 部分医疗服务上市公司营业收入增速对比	28

1 行业回顾

1.1 市场表现：小幅跑赢沪深 300 指数，医药商业、中药板块表现较好

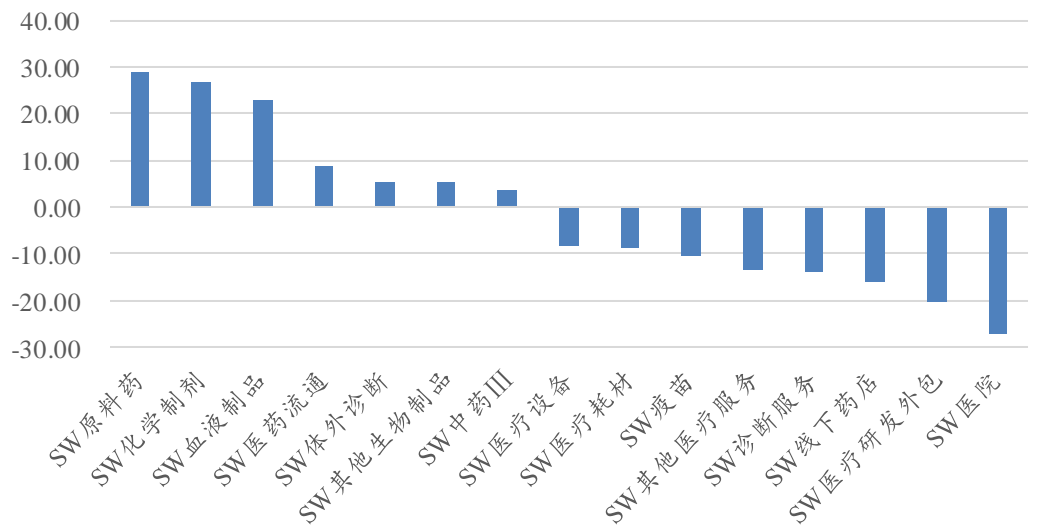
2023 年 1-12 月（统计期间为 1 月 1 日至 12 月 27 日），医药生物（申万）板块涨幅（流通市值加权平均）为 4.09%，在申万 31 个一级行业（2021 年行业分类）排名 13 位，分别跑赢沪深 300、深证成指、创业板指 1.95、8.22、7.09 个百分点，跑输上证综指 4.53 个百分点。分子行业来看，原料药、化学制剂、血制品板块涨幅靠前，分别上涨 28.88%、26.88%、22.87%，线下药店、医疗研发外包、医院涨幅靠后，分别上涨-15.19%、-20.38%、-26.98%。

图 1：2023 年 1-12 月申万一级子行业涨跌幅（%，流通市值加权平均）



资料来源：Wind，财信证券

图 2：2023 年 1-12 月申万医药生物子行业涨跌幅（%，流通市值加权平均）

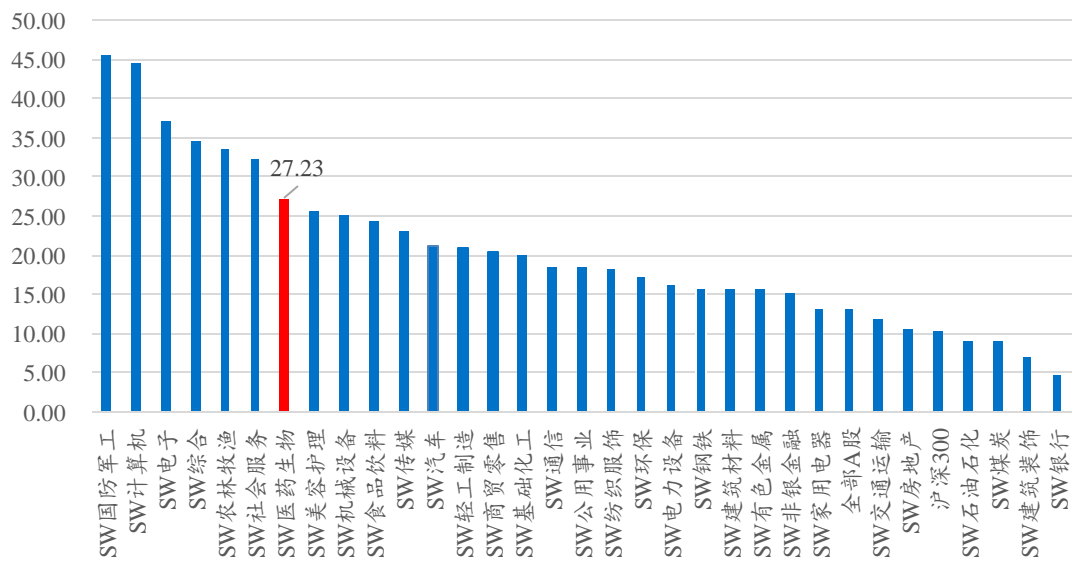


资料来源：Wind，财信证券

1.2 行业估值：相对沪深300的溢价率位于近10年低位水平

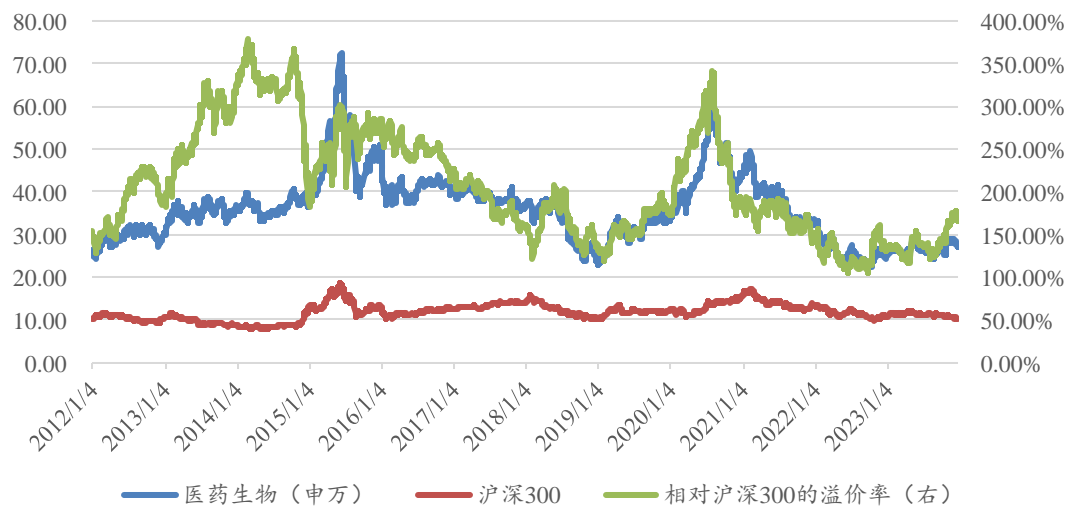
横向比较：截止2023年12月27日，医药生物板块PE(TTM, 整体法)均值为27.23倍，在申万31个一级行业中排名第7位，相对沪深300的溢价率为165.68%，相对全部A股(非银行)的溢价率为51.90%。**纵向比较：**按日取值，医药生物板块PE位于自2012年以来后16.50%分位数，处于历史低位水平；医药生物板块PE相对沪深300、全部A股(非银行)的溢价率分别位于自2012年以来后33.00%、45.60%的分位数。

图3：医药生物PE情况（截止2023年12月27日）



资料来源：Wind，财信证券

图4：医药生物板块的历史估值及相对沪深300的溢价率

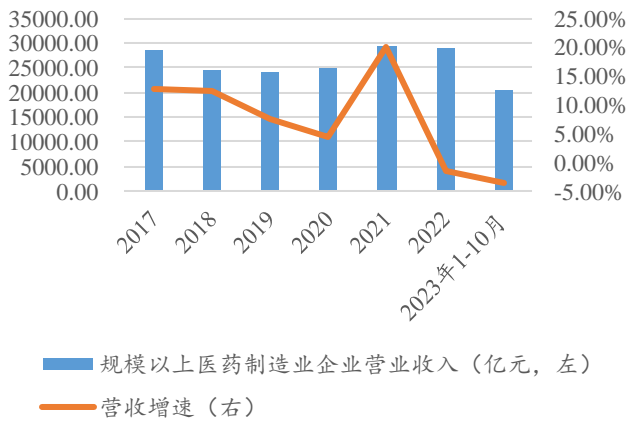


资料来源：Wind，财信证券

1.3 经营回顾：整体业绩增长承压，内需好于出口

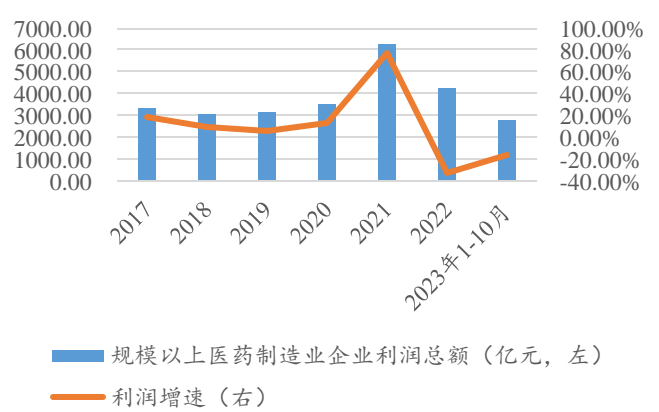
2023年1-10月，全国规模以上医药制造业企业营业收入为20317.70亿元，同比下降3.60%；利润总额为2818.90亿元，同比下降16.40%。2023年1-11月，受疫情防治需求旺盛以及前期受限药品销售恢复等影响，全国中西药品类社会零售额为6095.00亿元，同比增长8.50%；受海外需求减弱以及前期高基数等影响，中国医药制造业出口交货值为1804.60亿元，同比下降25.30%。

图 5：规模以上医药制造业企业营业收入及同比增速



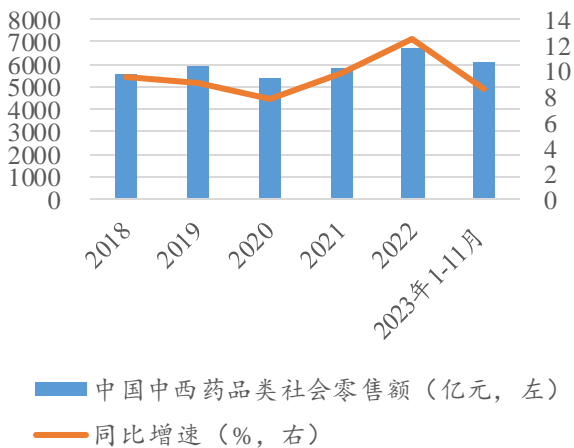
资料来源：国家统计局，财信证券

图 6：规模以上医药制造业企业利润总额及同比增速



资料来源：国家统计局，财信证券

图 7：中西药品类社会零售额及同比增速



资料来源：国家统计局，财信证券

图 8：中国医药制造业出口交货值及同比增速



资料来源：国家统计局，财信证券

医药生物上市公司 2023Q1-Q3 业绩总结：整体业绩增长承压，细分板块业绩分化明显。根据剔除 ST 股、B 股后的 463 家医药生物（申万分类）公司的财报数据，2023Q1-Q3，医药生物板块实现营收 18522.52 亿元，同比+1.47%；实现归母净利润 1602.70 亿元，同比-19.86%。单看 2023Q3，医药生物板块实现营收 5958.00 亿元，同比-3.23%，环比-4.65%；实现归母净利润 473.70 亿元，同比-17.83%，环比-15.27%。受医疗反腐政策、新

冠防治需求减少、出口转弱、行业竞争加剧等因素影响，医药生物板块 2023Q3 整体业绩同比、环比均出现下滑。**从盈利水平来看**，2023Q1-Q3 及 2023Q3，医药生物板块的毛利率同比变动-2.18pcts、-1.10pcts；期间费用率同比变动+0.62pcts、+0.54pcts；净利率同比变动-2.46pcts、-1.56pcts；医药生物板块整体的盈利水平有所下降。**从药品板块来看**，化学制剂、中药、疫苗、血液制品、其他生物制品（主要为生物药）2023Q3 营业收入分别同比变动-4.74%、+0.42%、+19.32%、+22.57%、+9.93%，环比变动-6.07%、-9.95%、+21.12%、+6.23%、+8.31%；2023Q3 归母净利润分别同比变动+6.85%、+8.28%、-2.26%、+17.87%、+43.96%，环比变动-12.06%、-20.59%、+20.09%、+10.48%、+5.56%。医疗反腐对化学制剂、中药销售收入的负面影响相对可控，受益于销售费用率下降明显，化学制剂、中药的净利润则呈现小幅正增长；医疗反腐对疫苗、血液制品、其他生物制品的影响较小。受益于常规诊疗需求恢复、新产品放量以及期间费用率下降等，疫苗板块的营业收入呈现快速增长，血液制品、其他生物制品的营业收入、净利润同比、环比均呈现正增长。**从医疗服务板块来看**，线下药店、医疗研发外包（CXO）、诊断服务、医院 2023Q3 营业收入分别同比变动+9.85%、-3.70%、-37.11%、+12.48%，环比变动-2.54%、-0.95%、-4.76%、+9.82%；2023Q3 归母净利润分别同比变动+5.76%、-15.91%、-79.15%、+18.72%，环比变动-24.19%、-20.14%、+2.18%、+48.95%。由于 2023Q3 医药消费需求有所减弱，线下药店的营收及利润增速有所放缓；由于新冠相关需求减少以及行业景气度下降等，医疗研发外包（CXO）的营收及利润出现下滑；由于新冠诊断需求减少以及医疗反腐影响部分常规诊断需求等，诊断服务的营收及利润出现大幅下滑；受益于常规诊疗需求的恢复，医院的营收及利润呈现快速增长。**比较来看，医院、血液制品、其他生物制品、线下药店的 2023Q3 经营业绩表现相对较好。**

表 1：医药生物板块 2023Q3 营收及利润增长情况

细分行业	营收规模（亿元）		营收同比			营收环比 2023Q3	归母净利润（亿元）		归母净利润同比			利润环比 2023Q3
	2023Q1-Q3	2023Q3	2023Q1-Q3	2023Q2	2023Q3		2023Q1-Q3	2023Q3	2023Q1-Q3	2023Q2	2023Q3	
医药生物合计	18522.52	5958.00	1.47%	5.61%	-3.23%	-4.65%	1602.70	473.70	-19.86%	-13.83%	-17.83%	-15.27%
医药流通	6771.81	2160.34	8.30%	13.54%	-2.04%	-5.74%	126.45	35.70	-6.51%	-19.24%	-11.94%	-24.48%
化学制剂	3086.38	979.89	2.46%	6.80%	-4.74%	-6.07%	256.93	73.99	10.99%	6.23%	6.85%	-12.06%
中药III	2762.95	833.45	9.57%	13.65%	0.42%	-9.95%	334.30	86.31	31.52%	30.96%	8.28%	-20.59%
体外诊断	332.80	101.92	-70.06%	-60.12%	-60.44%	-4.43%	70.71	18.57	-85.19%	-73.24%	-79.14%	-26.77%
原料药	810.47	254.45	-1.80%	-4.41%	-5.78%	-5.32%	83.09	21.40	-24.80%	-28.69%	-22.98%	-30.33%
线下药店	795.14	261.01	17.04%	15.87%	9.85%	-2.54%	41.62	11.20	18.93%	17.08%	5.76%	-24.19%
医疗设备	831.48	259.76	15.16%	18.35%	5.82%	-14.69%	183.15	53.59	6.51%	24.60%	-21.67%	-27.47%
医疗研发外包	712.05	239.66	1.69%	-0.93%	-3.70%	-0.95%	166.23	51.68	-9.82%	-20.52%	-15.91%	-20.14%
疫苗	674.82	261.08	4.73%	-8.13%	19.32%	21.12%	120.82	41.07	-12.33%	-32.79%	-2.26%	20.09%
医疗耗材	579.73	191.53	-3.96%	-5.20%	-1.75%	0.03%	75.96	22.33	-16.41%	-15.78%	-19.91%	-17.99%
其他生物制品	356.58	131.00	6.87%	17.52%	9.93%	8.31%	46.38	19.02	-9.82%	49.33%	43.96%	5.56%
诊断服务	218.81	72.61	-40.08%	-43.51%	-37.11%	-4.76%	10.41	3.48	-83.23%	-86.03%	-79.15%	2.18%
医院	431.58	156.37	24.00%	35.24%	12.48%	9.82%	49.22	22.34	91.61%	150.87%	18.72%	48.95%
血液制品	142.58	49.59	20.30%	13.24%	22.57%	6.23%	36.17	12.41	18.76%	3.49%	17.87%	10.48%
其他医疗服务	15.34	5.33	0.83%	3.34%	-5.03%	1.61%	1.26	0.60	10.92%	14.30%	9.51%	31.11%

资料来源：Wind，财信证券

表 2：医药生物板块 2023Q3 盈利水平变动情况

细分行业	净利率同比			毛利率同比			期间费用率同比			销售费用率同比		销售费用率环比
	2023Q1-Q3	2023Q2	2023Q3	2023Q1-Q3	2023Q2	2023Q3	2023Q1-Q3	2023Q2	2023Q3	2023Q1-Q3	2023Q3	2023Q3
医药生物合计	-2.46%	-2.23%	-1.56%	-2.18%	-1.55%	-1.10%	0.62%	0.44%	0.54%	0.08%	-0.58%	-0.61%
医药流通	-0.40%	-1.06%	-0.31%	-0.43%	-0.66%	-0.52%	-0.30%	-0.21%	-0.46%	-0.28%	-0.56%	-0.59%
化学制剂	0.61%	-0.24%	0.80%	-0.30%	0.60%	-1.04%	-0.51%	0.97%	-0.79%	-1.28%	-2.63%	-1.59%
中药III	2.23%	1.77%	0.93%	0.48%	0.53%	-0.78%	-0.56%	-0.42%	-1.24%	-0.31%	-1.59%	-0.47%
体外诊断	-23.52%	-12.10%	-20.79%	-5.97%	2.10%	1.05%	25.09%	21.71%	28.00%	11.23%	11.47%	-0.08%
原料药	-3.12%	-3.97%	-1.85%	-0.32%	-0.57%	1.28%	2.13%	1.31%	3.89%	0.29%	0.04%	0.44%
线下药店	0.20%	0.13%	-0.09%	-0.80%	-0.09%	-0.97%	-0.98%	-0.27%	-0.63%	-0.80%	-0.47%	0.34%
医疗设备	-1.78%	1.20%	-7.24%	1.70%	1.57%	2.49%	1.82%	1.67%	3.41%	0.95%	0.73%	0.54%
医疗研发外包	-3.04%	-6.85%	-2.83%	1.35%	1.13%	1.16%	1.60%	-0.23%	2.66%	0.21%	0.28%	0.01%
疫苗	-4.98%	-8.89%	-3.71%	-6.51%	-9.23%	-6.49%	-1.74%	-3.68%	-2.51%	-1.73%	-1.29%	1.68%
医疗耗材	-1.84%	-1.58%	-2.55%	-1.12%	-3.68%	0.25%	2.24%	0.91%	2.87%	0.88%	-0.64%	-1.04%
其他生物制品	-2.22%	3.59%	4.13%	-0.15%	2.23%	-0.27%	-0.15%	-4.79%	-5.55%	-0.45%	-3.68%	-4.42%
诊断服务	-12.94%	-14.41%	-9.69%	-8.03%	-7.68%	-6.21%	5.00%	5.28%	5.46%	2.41%	2.72%	1.09%
医院	4.27%	5.22%	0.73%	2.84%	3.27%	0.89%	-1.17%	-1.67%	0.16%	-0.04%	-0.06%	-0.62%
血液制品	0.01%	-2.23%	-0.73%	-2.01%	-1.15%	-2.39%	-2.63%	0.13%	-4.58%	-2.24%	-3.95%	-2.35%
其他医疗服务	0.71%	0.27%	0.76%	-1.05%	-0.95%	-2.04%	0.36%	-1.36%	2.89%	0.74%	0.87%	-1.27%

资料来源：Wind，财信证券

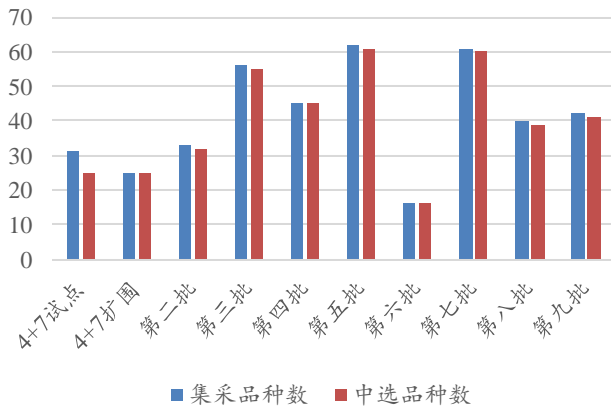
2 创新药

2.1 “四大逻辑”演绎，具备“β”机会

2.1.1 政策风险降低：仿制药集采常态化、医保谈判规则完善、医疗反腐影响可控

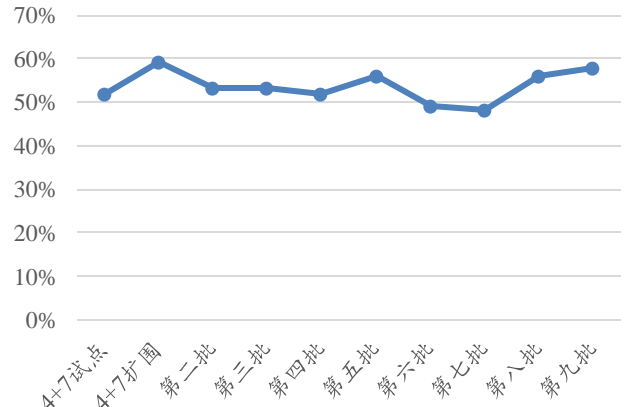
(1) 仿制药集采进入后半段，药企面临的集采风险边际减弱。2023 年 11 月，国家组织药品联合采购办公室公布第九批国采中选结果。第九批国采共有 41 种药品采购成功，中选药品价格平均降幅为 58.00%，中选结果执行周期为 4 年。自 2018 年以来，国家层面相继开展了 9 批药品带量采购，药品集采呈现常态化，国采中选品种数量已达 374 种。2023 年 3 月，国家医保局发布《关于做好 2023 年医药集中采购和价格管理工作的通知》，该通知明确：到 2023 年底，每个省份的国家和省级集采药品数累计达到 450 种，其中省级集采药品应达到 130 种，化学药、中成药、生物药均应有所覆盖。国务院办公厅 2021 年 9 月印发的《“十四五”全民医疗保障规划》规定：到 2025 年，各省（自治区、直辖市）国家和省级药品集中带量采购品种达 500 个以上。结合政策目标以及药品集采进度来看，仿制药集采进入后半段，仿制药企业面临的药品集采风险在边际减弱。

图 9：历次药品国采品种及中标品种数



资料来源：上海阳光医药采购网，国家医保局，财信证券

图 10：历次药品国采价格平均降幅



资料来源：上海阳光医药采购网，国家医保局，财信证券

(2) 医保支付政策不断完善，创新药价格预期趋于稳定

2023年7月21日，国家医保局正式公布《谈判药品续约规则》及《非独家药品竞价规则》。相比于与原规则，《谈判药品续约规则》（以下简称《规则》）主要有以下新变化：

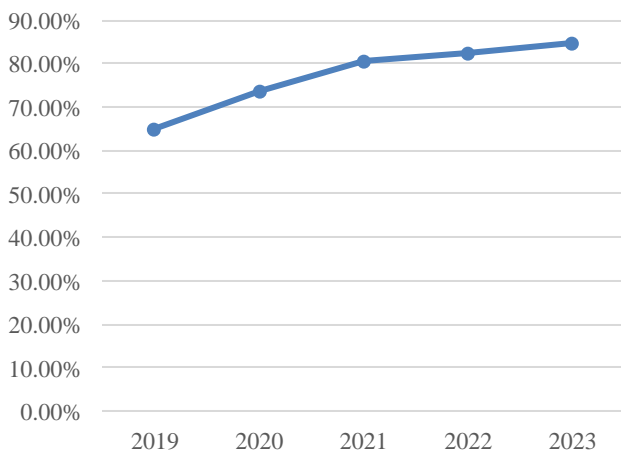
(1) 连续纳入目录“协议期内谈判药品部分”时间达到8年的药品可以纳入常规目录管理；(2) 连续纳入目录“协议期内谈判药品部分”达到或超过4年的品种，其支付标准的下调比例在未达到4年计算值基础上减半；(3) 符合规定的续约药品可申请重新谈判确定降幅。《规则》规定，按照现行药品注册管理办法及注册分类标准认定的1类化学药品、1类治疗用生物制品、1类和3类中药，续约时如比值A大于110%但未超过200%，企业可申请通过重新谈判确定降幅，重新谈判的降幅可不一定高于按简易续约规则确定的降幅；(4) 新增适应症药品不再重复降价。《规则》规定，目录调整当年协议到期且前一年按简易程序增加了适应症的品种，如前一年因比值A超量导致支付标准下调，在计算续约降幅时，扣减前一年因比值A导致的降幅，直至扣减为零。总的来看，《规则》明确了基本覆盖创新药全生命周期的医保支付标准调整规则，有利于稳定创新药价格预期。

2023年7月28日，上海市医保局、经信委等部门联合印发《上海市进一步完善多元支付机制支持创新药械发展的若干措施》（以下简称《措施》）。《措施》从商保供给、价格形成、临床应用、医保支付等角度提出系列支持创新药械的重点措施，具体包括：(1) 多方合作加强商业健康保险产品供给，重点支持将创新性强、疗效确切、临床急需的创新药械纳入商业健康保险支付范围；(2) 完善创新药械价格形成机制，积极争取国家有关部门支持政策，对谈判纳入国家医保目录的创新药给予更多扶持，鼓励医药企业创新；(3) 加快创新药械临床应用，调整优化医疗机构考核机制，医院不得以用药目录数量、“药耗占比”等原因限制创新药械入院；对谈判纳入国家医保目录的创新药前三年实行单列预算，不纳入当年医院医保总额预算，第四年按前三年最高一年使用情况纳入总额预算测算基数；(4) 加大创新药械医保支付支持，在DRG/DIP支付方面对创新药械予以倾斜，提高新技术应用病例支付标准，新技术应用高倍率病例不设控制比例，成规模新技术应用可独立成组。

2023年8月2日,广东省医保局发布《关于做好医保药品单独支付保障工作的通知》(以下简称《通知》)。《通知》指出,单独支付是指参保患者就医期间使用国谈药(包括协议期内和已转为医保目录常规药品的国家医保谈判药品、竞价药品)时,药品费用由基本医疗保险统筹基金与定点医疗机构单列结算,不纳入相关额度。单独支付将有助于加快国谈药品在医院端落地。

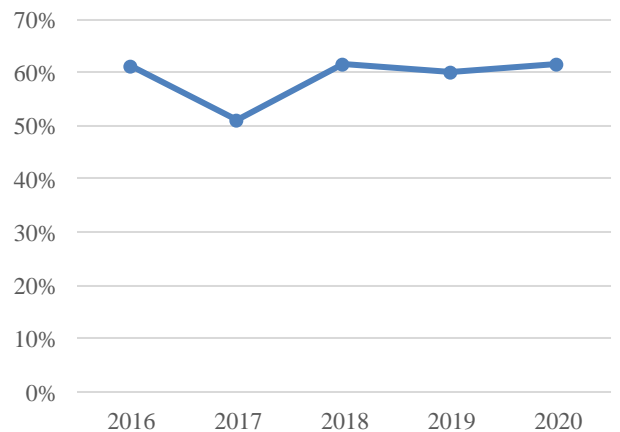
2023年12月13日,国家医保局与人力资源社会保障部联合印发《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2023年)》。在2023年医保目录调整中,共有143个目录外药品参加谈判或竞价,其中121个药品谈判或竞价成功,谈判成功率为84.60%。谈判或竞价成功的药品价格平均降幅61.70%,成功率和价格降幅均与2022年基本相当。其中,23个目录外创新药谈判成功,与整体水平相比,成功率高7.4个百分点,平均降幅低4.4个百分点,即创新药谈判成功率为92.00%,价格降幅为57.30%,创新药谈判结果好于整体;100个续约药品中,70%的药品以原价续约,销售额超预期的31个续约品种平均价格降幅仅为6.70%,续约价格降幅温和。

图 11: 近 5 年国家医保谈判成功率



资料来源:国家药监局,财信证券

图 12: 近 5 年国家医保谈判价格降幅



资料来源:国家药监局,财信证券

(3)医疗反腐影响可控,长期利好销售合规、临床价值高的创新药械及服务。2023Q3,化学制剂、中药、疫苗、血液制品、其他生物制品(主要为生物药)营业收入分别同比变动-4.74%、+0.42%、+19.32%、+22.57%、+9.93%,环比变动-6.07%、-9.95%、+21.12%、+6.23%、+8.31%;2023Q3 归母净利润分别同比变动+6.85%、+8.28%、-2.26%、+17.87%、+43.96%,环比变动-12.06%、-20.59%、+20.09%、+10.48%、+5.56%。医疗反腐对化学制剂、中药销售收入的负面影响相对可控,受益于销售费用率下降明显,化学制剂、中药的净利润则呈现小幅正增长;医疗反腐对疫苗、血制品、其他生物制品的影响较小。从中长期来看,我们认为医疗反腐将有助于规范我国药械及医疗服务的销售,利好临床价值高、销售推广规范的药械产品及诊疗服务。

2.1.2 药品审评政策趋严+医药投融资趋紧,行业供给格局优化

2021年11月,国家药监局药审中心(CDE)发布《以临床价值为导向的抗肿瘤药物

临床研发指导原则》。《原则》强调，抗肿瘤药物研发，从确定研发方向，到开展临床试验，都应贯彻以临床需求为核心的理念，应以为患者提供更优（更有效、更安全或更便利等）的治疗选择作为最高目标。同时，《原则》对抗肿瘤药的临床试验设计提出了明确要求：当选择阳性药作为对照时，应该关注阳性对照药是否反映和代表了临床实践中目标患者的最佳治疗选择；当计划选择安慰剂或最佳支持治疗（BSC）作为对照药时则应该确定该适应症在临床中确无标准治疗；当有 BSC 时，则应优选 BSC 作为对照，而非安慰剂。**2023 年 3 月，国家药监局药审中心（CDE）发布《单臂临床试验用于支持抗肿瘤药上市申请的适用性技术指导原则》。**该原则明确了单臂临床试验（SAT）的适用条件：（1）研究人群无有效的治疗选择；（2）试验药物作用机制明确；（3）适应症外部对照疗效数据清晰；（4）试验药物有效性突出；（5）安全性风险可控；（6）罕见肿瘤。该原则进一步指出：上述适用条件不是关键临床试验采用单臂研究设计的充分条件，需综合试验药物在目标人群中潜在的获益风险比，以及疾病和药物的机制研究与 SAT 结果是否可以形成证据链，使 SAT 的结果足以预测药物临床价值等，综合判定采用 SAT 作为关键研究的合理性。**2023 年 8 月，国家药监局发布《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）》及有关政策解读。**该文件明确：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。总的来看，我国药品审评政策不断完善，更加强调临床价值导向、差异化创新，对创新药研发提出更高的要求，将有助于减少创新药研发的同质化、提高我国创新药研发的质量。

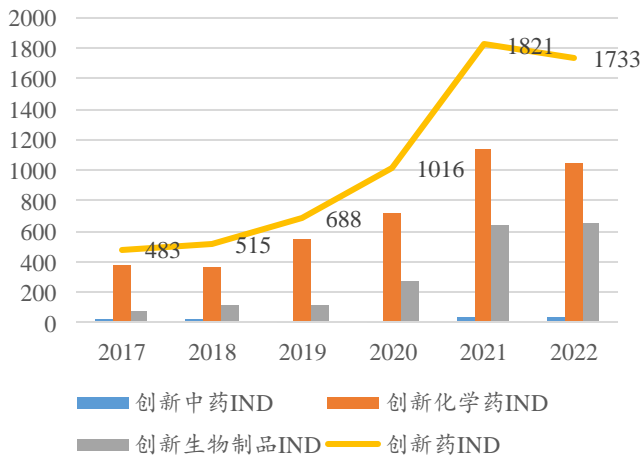
自 2021 年以来，受美联储货币政策、审批政策趋严、创新同质化等因素影响，生物医药行业投融资出现大幅下降，较多创新药研发企业出现消减或推迟研发管线、出售厂房、裁员等现象，现金充沛的大药企并购中小药企的事件频出，行业竞争格局处于新一轮调整中。综合来看，在审评政策趋严以及投融资趋紧的背景下，医药生物行业的供给格局呈现优化，现金充沛、研发能力强、执行能力强的中大型药企有望占据更大的市场份额。

2.1.3 国产创新药迎来“收获期”：创新转型成效显著，国际化进展可期

自 2015 年以来，国家药监局、国家医保局等开启一系列改革，包括创新药优先审评审批、创新药医保谈判等。在政府政策支持、企业创新转型、资本市场助力等影响下，经历 8 年的研发积累，我国创新药研发迎来了“收获期”，创新质量明显提升。一方面，我国创新药 IND、NDA 数量明显增加；另一方面，我国创新药对外授权数量、金额不断创新高。根据国家药监局的统计数据，2017-2022 年，我国创新药 IND 数量由 483 件增长至 1733 件；我国创新药 NDA 数量由 23 件增长至 61 件。虽然 2022 年创新药 IND、NDA 数量相比 2021 年略有下降，但仍处于近年的较高水平。**在创新药对外授权方面**，根据医药魔方的数据，2023 年，国内共发生近 70 笔创新药对外授权交易，已披露交易总金额超 350 亿美元，创历史新高。其中，2023 年典型的代表性对外授权交易包括：（1）百利天恒以 84 亿美金的交易价格（含 8 亿美元预付款、5 亿美元潜在近期付款和 71 亿美元里程碑付款）将 HER3/EGFR 双抗 ADC 产品 BL-B01D1 的开发和商业化权益授权给 BMS；（2）和黄医药以 11.30 亿美金的交易价格（含 4 亿美金首付款）将呋喹替尼的海外权益授权给

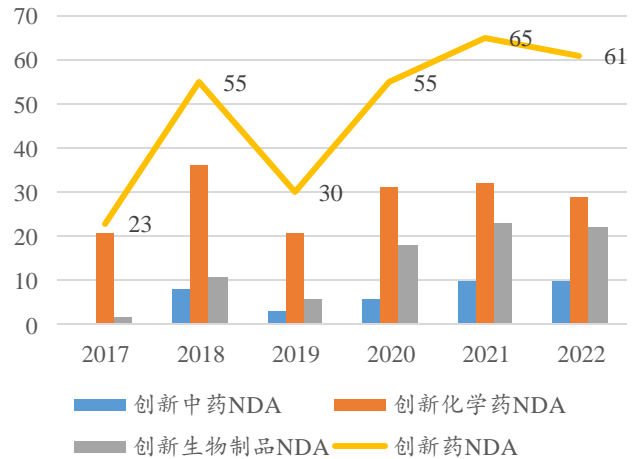
武田制药。在 2023 年之前，传奇生物、科伦药业、康方生物等药企也相继产生交易金额巨大的对外授权项目。在国产创新药海外上市销售方面，2023 年，以传奇生物的 CAR-T 疗法 Carvykti、百济神州的泽布替尼为代表的真创新药品销售持续好于预期。总的来看，越来越多的国产创新药获得国际大药企的认可，并展现出广阔的“出海前景”，表明我国创新药发展质量显著提升。

图 13：2017-2022 年中国创新药 IND 数量（件）



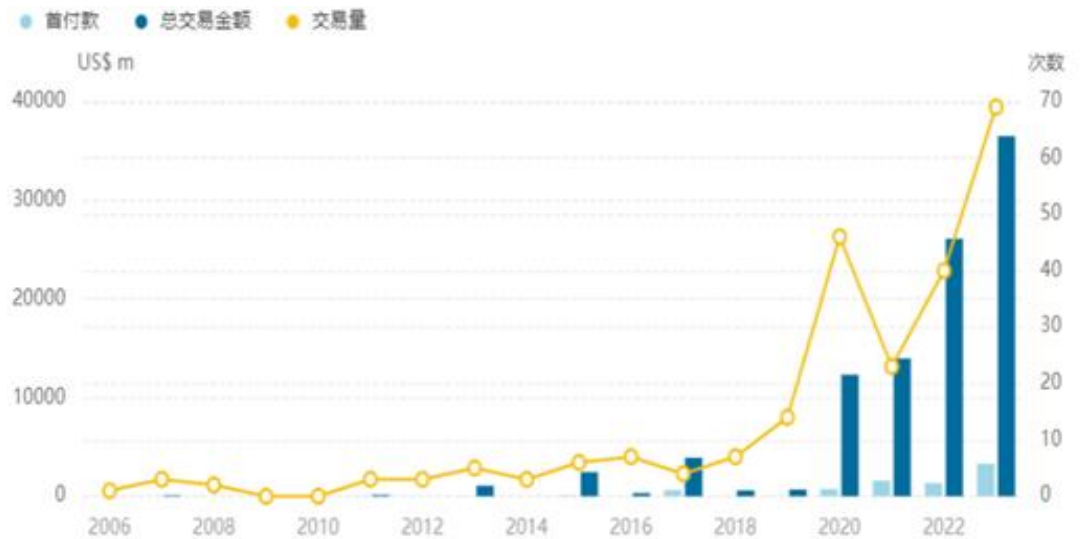
资料来源：国家药监局，财信证券

图 14：2017-2022 年中国创新药 NDA 数量（件）



资料来源：国家药监局，财信证券

图 15：中国创新药 license out 交易金额和交易数量



资料来源：医药魔方，财信证券

图 16: 2023 年中国创新药 license out 交易 TOP15(按总金额计, 单位: 亿美元)

序号	交易时间	转让方	受让方	项目汇总	交易总额	首付款	里程碑
1	2023-12-12	百利天恒	BMS	BL-B01D1	84.000	8.000	71.000
2	2023-11-09	诚益生物	AstraZeneca	ECC5004	20.100	1.850	18.250
3	2023-05-07	百力司康	Eisai	BB-1701	20.000	未披露	20.000
4	2023-04-03	映恩生物	BioNTech	DB-1303; DB-1311	16.700	1.700	15.000
5	2023-10-20	翰森制药	GSK	HS-20089	15.700	0.850	14.850
6	2023-01-04	药明生物	GSK	4款TCE双/多抗	15.000	0.400	14.600
7	2023-10-30	恒瑞医药	Merck KGaA	HRS-1167; SHR-A1904	14.986	1.713	未披露
8	2023-10-16	亨利医药	Novo Nordisk	ocedurenone	13.000	未披露	未披露
9	2023-02-23	康诺亚	AstraZeneca	CMG901	11.880	0.630	11.250
10	2023-01-23	和黄医药	Takeda	呋喹替尼	11.300	4.000	7.300
11	2023-11-13	传奇生物	Novartis	LB2102	11.100	1.000	10.100
12	2023-12-15	和铂医药	Pfizer	HBM9033	11.030	0.530	10.500
13	2023-11-06	普米斯	BioNTech	PM8002	10.550	0.550	10.000
14	2023-08-14	恒瑞医药	Aiolos Bio	SHR-1905	10.500	0.215	10.285
15	2023-04-13	启德医药	Pyramid	GQ1010	10.200	0.200	10.000

资料来源: 医药魔方, 财信证券

图 17: 2023 年中国创新药 license out 交易 TOP15(按首付款计, 单位: 亿美元)

序号	交易时间	转让方	受让方	项目汇总	首付款	交易总额	里程碑
1	2023-12-12	百利天恒	BMS	BL-B01D1	8.000	84.000	71.000
2	2023-01-23	和黄医药	Takeda	呋喹替尼	4.000	11.300	7.300
3	2023-10-24	联拓生物	BMS	mavacamten	3.500	3.500	0.000
4	2023-05-02	西比曼	强生	C-CAR039; C-CAR066	2.450	未披露	未披露
5	2023-11-09	诚益生物	AstraZeneca	ECC5004	1.850	20.100	18.250
6	2023-10-30	恒瑞医药	Merck KGaA	HRS-1167; SHR-A1904	1.713	14.986	未披露
7	2023-04-03	映恩生物	BioNTech	DB-1303; DB-1311	1.700	16.700	15.000
8	2023-11-13	传奇生物	Novartis	LB2102	1.000	11.100	10.100
9	2023-10-20	翰森制药	GSK	HS-20089	0.850	15.700	14.850
10	2023-09-12	英矽智能	Exelixis	ISM3091和 其他靶向USP1化合物	0.800	未披露	未披露
11	2023-10-12	宜联生物	BioNTech	HER3 ADC	0.700	10.000	未披露
12	2023-05-09	赞荣医药	Roche	ZN-1041	0.700	6.800	6.100
13	2023-12-04	和誉医药	Merck KGaA	pimicotinib	0.700	6.055	未披露
14	2023-02-23	康诺亚	AstraZeneca	CMG901	0.630	11.880	11.250
15	2023-11-06	普米斯	BioNTech	PM8002	0.550	10.550	10.000
16	2023-05-12	礼新医药	AstraZeneca	LM-305	0.550	6.000	5.450

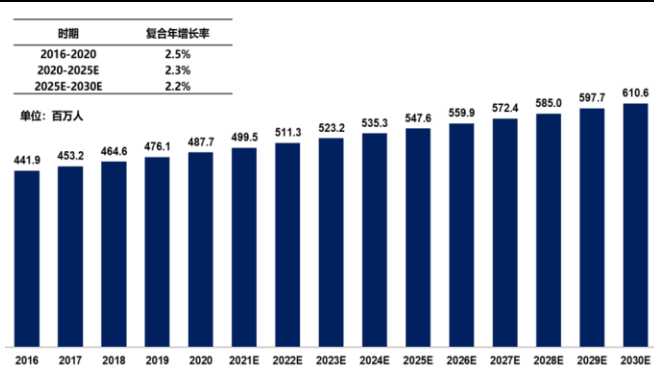
资料来源: 医药魔方, 财信证券

2.1.4 新一轮技术创新周期: GLP-1、AD、NASH 等药物研究进展积极

(1) GLP-1 类药物在降糖、减重、慢性肾炎等疾病领域展现巨大潜力

糖尿病是一组因胰岛素绝对或相对分泌不足和(或)胰岛素利用障碍引起的碳水化合物、蛋白质、脂肪代谢紊乱性疾病, 以高血糖为主要标志。糖尿病患者长期存在的高血糖会导致人体各种组织器官, 如眼睛、肾脏、神经系统、心脏、血管等慢性损害、功能障碍, 甚至器官衰竭。根据 Frost & Sullivan 预计, 2023-2030 年, 全球糖尿病患者人数将由 5.23 亿人增长至 6.11 亿人; 中国糖尿病患者人数将由 1.44 亿人增长至 1.70 亿人。其中, 中国糖尿病患者人数居全球第一, 糖尿病的诊断率、知晓率、控制率显著低于欧美发达国家水平, 糖尿病治疗需求巨大。根据 Frost & Sullivan 及 IDF 的统计数据, 中国糖尿病的诊断率、知晓率、控制率分别约为 36.70%、36.50%、49.20%, 分别低于美国同期水平 63.60%、72.70%、63.70%。

图 18: 全球糖尿病患者人数



资料来源: Frost & Sullivan, 财信证券

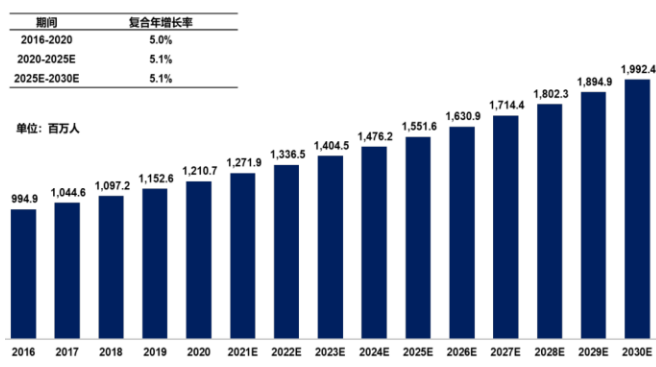
图 19: 中国糖尿病患者人数



资料来源: Frost & Sullivan, 财信证券

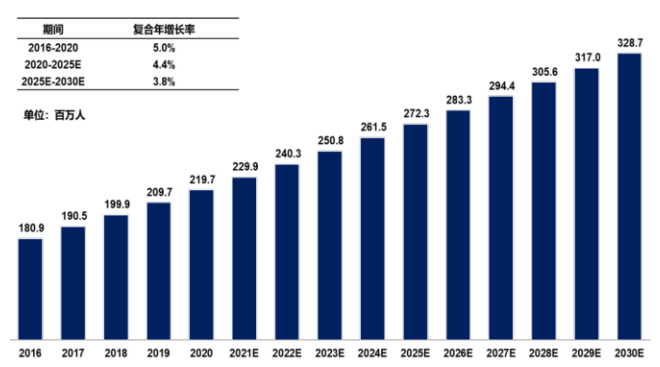
肥胖是一种以体内脂肪过度蓄积和体重超常为特征的慢性代谢性疾病，由遗传因素、环境因素等多种因素相互作用所引起。衡量肥胖常用的体重指数（BMI）是国际公认的一种评定肥胖程度的分级方法，具体计算方法为 $BMI = \text{体重} / \text{身高}^2$ (kg/m^2)。WHO 及美国国立卫生研究院（NIH）将 $BMI \geq 25\text{kg}/\text{m}^2$ 定义为超重， $BMI \geq 30\text{kg}/\text{m}^2$ 定义为肥胖。考虑到人种差异，《中国成人超重和肥胖症预防控制指南（试行）（2003 版）》将 $24\text{kg}/\text{m}^2 \leq BMI < 28\text{kg}/\text{m}^2$ 定义为超重， $BMI \geq 28\text{kg}/\text{m}^2$ 定义为肥胖。超重及肥胖可能会某些严重的慢性疾病，如心血管疾病、糖尿病、骨关节炎、结肠癌等。根据 Frost & Sullivan 预计，2023-2030 年，全球肥胖患者人数将由 14.05 亿人增长至 19.92 亿人；中国肥胖患者人数将由 2.51 亿人增长至 3.29 亿人。

图 20：全球肥胖患者人数



资料来源：Frost & Sullivan，财信证券

图 21：中国肥胖患者人数



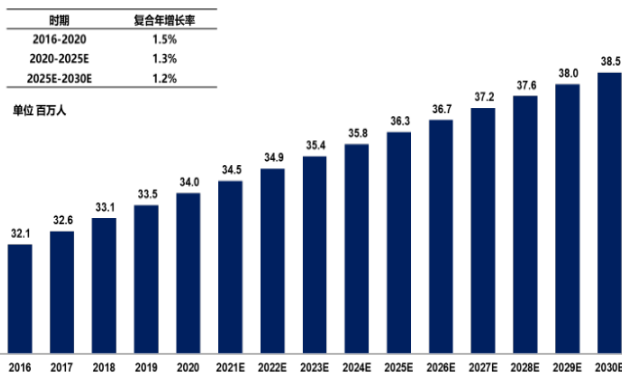
资料来源：Frost & Sullivan，财信证券

GLP-1 类药物立足于 II 型糖尿病适应症，逐渐拓展减重等适应症，商业化应用呈现高速增长。根据诺和诺德公告，2023 年 1-9 月，公司司美格鲁肽（GLP-1 类药物）三款产品合计实现营收 1002.22 亿丹麦克朗（约 145.58 亿美元，以 2023 年平均汇率计算，1 丹麦克朗约等于 0.14526 美元）。其中，司美格鲁肽注射制剂 Ozempic（用于降糖）实现营收 656.53 亿丹麦克朗（约 95.37 亿美元）；司美格鲁肽口服片剂 Rybelsus（用于降糖）销售额达 128.40 亿丹麦克朗（约 18.65 亿美元）；司美格鲁肽注射剂 Wegovy（用于减重）销售额达 217.29 亿丹麦克朗（约 31.56 亿美元）。司美格鲁肽呈现供不应求的状态，销售额快速增长，有望成为新一代“药王”。除了降糖与减重两大适应症之外，诺和诺德也在积极拓展司美格鲁肽在心血管、心衰、慢性肾炎、非酒精性脂肪性肝炎（NASH）、慢性肾炎等疾病领域的研究，并取得了部分积极研究结果。2023 年 10 月，诺和诺德宣布：由于疗效优异，公司提前终止司美格鲁肽应用于慢性肾病合并 2 型糖尿病患者的临床实验，预计 2024 年上半年读出具体数据。司美格鲁肽针对非酒精性脂肪性肝炎和阿尔茨海默症的临床试验目前均处于 III 期阶段。除了诺和诺德的司美格鲁肽之外，礼来的 GIP/GLP-1 双靶点激动剂替尔泊肽（Tirzepatide）呈现出更快的增长速度。根据礼来的 2023 年三季度数据，2023 年 1-9 月，Tirzepatide（2022 年 5 月，糖尿病适应症获得美国 FDA 批准）实现销售额 29.6 亿美元。其中，2023 年三季度，Tirzepatide 销售额达 14.10 亿美元，同比增长 652.80%，环比增长 43.88%。凭借更好的治疗效果，Tirzepatide 前期的放量速度快于司美格鲁肽。目前，礼来也在积极拓展 Tirzepatide 在 NASH、呼吸暂停综合征等适应症中的研究。

(2) AD 治疗药物研究进展积极，多款新药陆续获批上市

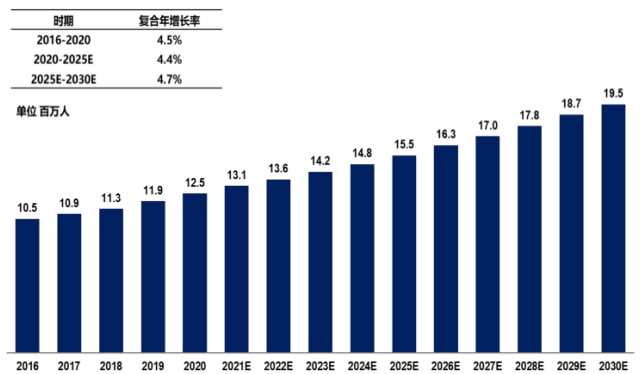
阿尔兹海默症（Alzheimer’s Disease, AD）是一种神经系统变性疾病，其病理特征为神经元纤维缠节、海马锥体细胞颗粒空泡变性及神经元缺失等。阿尔兹海默症以进行性记忆力减退和获得性知识丧失，直至日常生活活动能力完全丧失为特征。阿尔兹海默症从病理改变到临床症状出现周期跨度较久，根据认知功能可分为5个阶段：临床前期AD、轻度认知障碍（Mild Cognitive Impairment, MCI）、轻度AD、中度AD、重度AD。根据Frost & Sullivan 预计，2023-2030年，全球阿尔兹海默症患病人数将由3540万人增长至3850万人；中国阿尔兹海默症患病人数将由1420万人增长至1950万人。

图 22：全球阿尔兹海默症患病人数



资料来源：Frost & Sullivan，财信证券

图 23：中国阿尔兹海默症患病人数



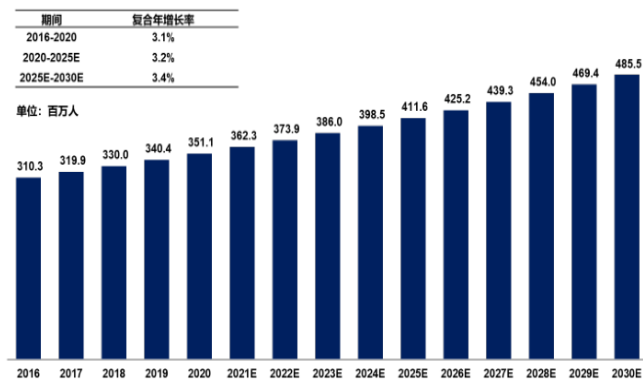
资料来源：Frost & Sullivan，财信证券

阿尔兹海默症病理变化复杂多样，致病机理尚不明确，主要有 A β 类淀粉样蛋白级联假说、Tau 蛋白异常磷酸化假说以及胆碱能假说。由于致病机理尚不明确，在过去很长时间内，阿尔兹海默症治疗药物研发进展极为缓慢，缺少有效的治疗药物。然而，当前阿尔兹海默症治疗正取得多个积极进展，初现曙光。2021年6月，美国FDA有条件批准了由渤健和卫材合作开发的AD治疗新药Aducanumab。Aducanumab是靶向A β 构象表位的全人IgG1单克隆抗体，可选择性与AD患者大脑中的淀粉样蛋白沉积结合，通过激活免疫系统清除大脑中沉积A β 蛋白，进而延缓AD疾病进展。由于临床疗效存在争议以及医保报销限制等，Aducanumab的2022年销售收入仅为480万美元。2023年7月，美国FDA完全批准了卫材和渤健联合开发的靶向 β -淀粉样蛋白的用于治疗早期阿尔茨海默病的新药Lecanemab。Lecanemab是自2003年以来获得美国FDA完全批准的AD新药。Lecanemab的全球III期临床试验(Clarity AD)的数据显示：与安慰剂对比，Lecanemab在18个月内将早期阿尔茨海默氏症患者的认知能力下降速度减慢了27.00%，达到主要临床终点。2023年9月，日本药品和医疗器械管理局(PMDA)批准了Lecanemab的上市申请，并于12月20日在日本正式上市，产品定价为298万日元/年(20500美元/年)。2023年10月，Lecanemab正式通过海南省药品监督管理局审核，落地海南博鳌乐城国际医疗旅游先行区。此外，2023年5月，礼来开发的AD治疗新药多奈单抗(Donanemab)在III期临床试验TRAILBLAZER-ALZ 2研究中达到主要终点。Donanemab已于2023Q2向FDA递交上市申请，其国内上市申请于2023年10月获得受理。

(3)NASH治疗迎来曙光,首款治疗药物 Resmetirom(THR-β激动剂)有望于2024年在美国获批上市

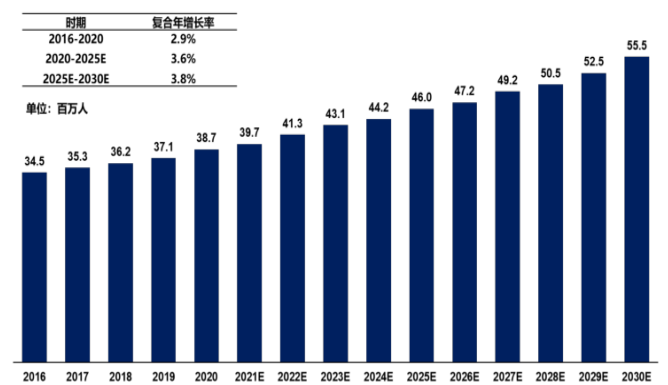
非酒精性脂肪性肝病 (Nonalcoholic Fatty Liver Disease, NAFLD) 是一种与胰岛素抵抗和遗传易感密切相关的代谢应激性肝脏损伤。NAFLD 不仅可以导致肝病残疾和死亡,还与代谢综合征、2 型糖尿病、动脉硬化性心血管疾病及结直肠癌等的高发密切相关。NAFLD 病理类型包括非酒精性脂肪肝 (Nonalcoholic fatty liver, NAFL)、非酒精性脂肪性肝炎 (Nonalcoholic Steatohepatitis, NASH) 及 NASH 相关肝硬化和肝细胞癌 (Hepatocellular Carcinoma, HCC)。其中, NASH 是非酒精性脂肪肝病进展为肝硬化、肝细胞肝癌、肝衰竭等终末期肝病的重要环节。根据 Frost & Sullivan 预计,2023-2030 年,全球 NASH 患病人数将由 3.86 亿人增长至 4.86 亿人;中国 NASH 患病人数将由 0.43 亿人增长至 0.56 亿人;NASH 患病人数多,相关治疗药物市场空间大。

图 24: 全球 NASH 患病人数



资料来源: Frost & Sullivan, 财信证券

图 25: 中国 NASH 患病人数

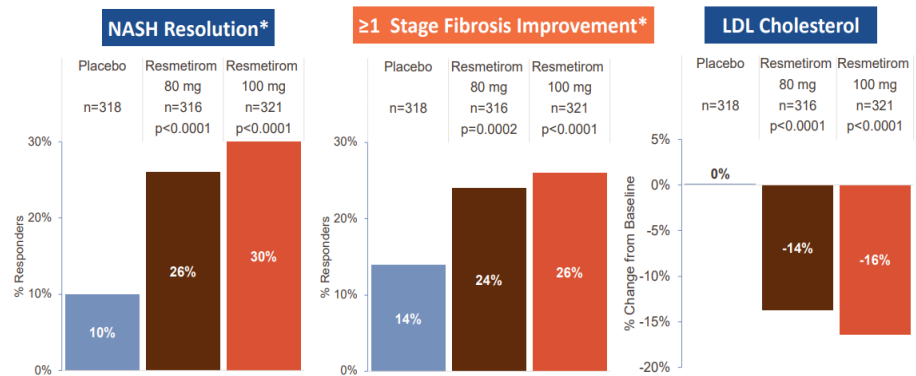


资料来源: Frost & Sullivan, 财信证券

由于 NASH 发病机理复杂以及临床终点认证严格等,目前暂无有效疗法获批上市。2022 年 12 月, Madrigal Pharmaceuticals 公司宣布在研药物 Resmetirom 针对 NASH 的关键性 III 临床试验 MAESTRO-NASH 达到组织学主要终点:(1)与安慰剂组相比(10%),在接受 80mg 和 100mg Resmetirom 治疗 52 周的患者中,分别有 26%和 30%的患者实现 NASH 症状缓解;(2)与安慰剂组相比(14%),在接受 80mg 和 100mg Resmetirom 治疗 52 周的患者中,分别有 24%和 26%的患者实现至少一个阶段的纤维化改善,且非酒精性脂肪性肝病活动评分 (NAS) 无恶化。Resmetirom 是一种每日一次、口服、甲状腺激素受体 (THR) - β 选择性激动剂,旨在靶向 NASH 的关键基础病因。甲状腺激素通过激活肝细胞中的 β 受体,在肝功能中发挥核心作用,影响从血清胆固醇和甘油三酯水平,到肝脏中脂肪病理性积聚等一系列健康参数。THR-β 受体在肝脏中的作用是肝脏正常功能的关键。Resmetirom 具有高选择性,能够避免激活介导肝脏外(包括心脏和骨骼)甲状腺激素活性的 THR-α 受体,并且在肝脏部位被特异性摄取。2023 年 9 月, Madrigal Pharmaceuticals 公司宣布:美国 FDA 已接受其在研药品 resmetirom 治疗伴有肝纤维化的非酒精性脂肪性肝炎 (NASH) 成人患者的新药申请 (NDA),并授予优先审评资格。美国 FDA 预计于 2024 年 3 月 14 日前完成审评。

图 26: Resmetirom 针对 NASH 的关键性 III 临床试验数据

Dual Primary Endpoints (Week 52): Primary Analysis



Both primary liver biopsy endpoints and the key secondary endpoint of LDL cholesterol lowering were met

*NASH Resolution with no worsening of fibrosis; ≥1 Stage Fibrosis Improvement with no worsening of NASH

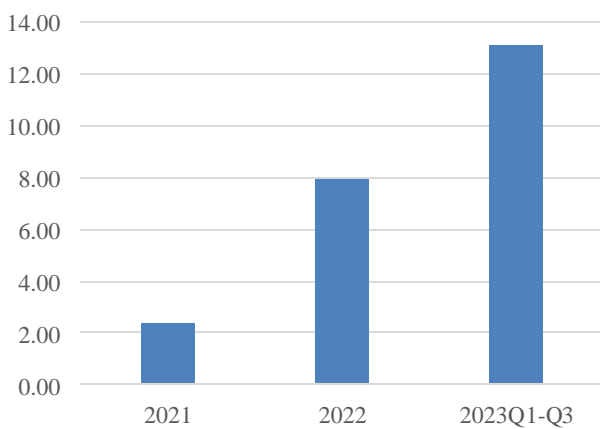


资料来源: Madrigal Pharmaceuticals 官网, 财信证券

2.2 重点关注“真创新”“国际化”“大单品”三条创新药主线

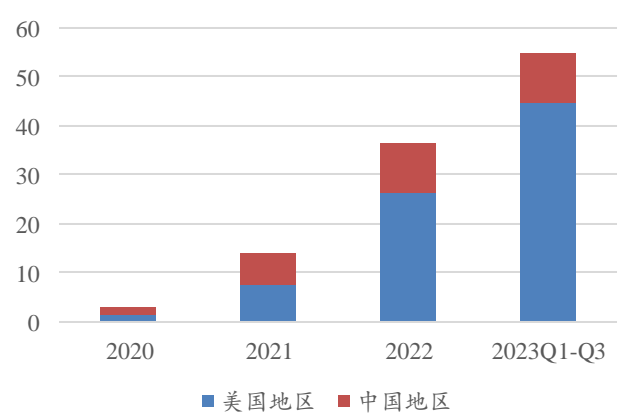
关注重视产品临床价值、产品创新力强的“真创新”药企。在药品审评政策趋严、医保支付向“真创新药械”倾斜、医疗反腐规范销售行为等背景下，临床价值高、创新程度高的药械产品有望实现更快放量。例如，艾力斯自研的创新药伏美替尼自 2021 年 3 月获批上市以来，凭借优异的疗效及安全性优势，销售收入由 2021 年 2.36 亿元增长至 2023Q1-Q3 的 13.12 亿元。其中，2023Q3，艾力斯的伏美替尼实现销售收入 5.99 亿元，同比增长 175.67%，环比增长 26.89%。再如，百济神州的泽布替尼自 2019 年 11 月、2020 年 3 月相继在美国、中国商业化销售以来，凭借全球同类最佳的疗效，其全球销售收入由 2020 年的 2.86 亿元增长至 2023Q1-Q3 的 61.83 亿元。

图 27: 艾力斯伏美替尼的销售收入 (亿元)



资料来源: 艾力斯公司公告, 财信证券

图 28: 百济神州泽布替尼的销售收入 (亿元)



资料来源: 百济神州公司公告, 财信证券

关注国际化能力强、具备产品出海预期的创新药企。继 2019 年百济神州的泽布替尼、

2022年传奇生物的西达基奥仑赛（Cilta-cel, CARVYKTI）等在美国获批上市以后，2023年，国内多款创新药的上市申请获得美国FDA的批准。2023年10月28日，君实生物与合作伙伴Coherus Biosciences宣布PD-1抗体特瑞普利单抗获得FDA批准上市，用于治疗复发性或转移性鼻咽癌。2023年11月8日，FDA批准武田从和黄医药引进的唑喹替尼上市，用于治疗经治转移性结直肠癌。2023年11月17日，亿帆医药的治疗用一类生物制品新药——艾贝格司亭 α 注射液的上市许可申请获得美国FDA批准，用于成年非髓性恶性肿瘤患者在接受容易引起发热性中性粒细胞减少症的骨髓抑制性抗癌药物治疗时，降低以发热性中性粒细胞减少症为表现的感染发生率。此外，2023年，国产生物类似物“出海”也取得突破。2023年9月29日，Biogen从百奥泰引进的IL-6R抗体托珠单抗类似药获得FDA批准上市，这是首个FDA批准的国产抗体类似药。2023年12月7日，百奥泰的贝伐珠单抗注射液（美国商品名称：Avzivi®）获得美国FDA上市批准，获批适应症：转移性结直肠癌；非小细胞肺癌；成人复发性胶质母细胞瘤；转移性肾细胞癌；持续性、复发性或转移性宫颈癌；上皮性卵巢癌；输卵管癌或原发性腹膜癌。多款国产创新药、生物类似物相继获得美国FDA的上市许可，表明我国药品行业发展质量不断提高，同时也打开了我国药品行业的成长空间。根据人民日报健康客户端及君实生物合作伙伴Coherus在证券文件中披露的数据，用于治疗鼻咽癌的特瑞普利单抗在美国销售价格为每瓶8892.03美元（约合6.36万元人民币），是国内同规格产品价格（医保价格为每瓶1912.96元）的33倍。根据人民日报健康客户端及武田制药官网的信息，武田制药与和黄医药合作开发的唑喹替尼（5mg*21粒）的美国售价为2.52万美元（约合18.04万元人民币），是国内同规格产品价格（医保价格为每瓶7500元）的24倍左右。由于美国药品支付机制多元化、药物研发成本高以及医疗卫生支出水平高等原因，中美药品支付价格存在较大差异。在美国获批上市的国产创新药，有望依托更宽松的支付环境以及更高的药品定价，提高药品的销售峰值，以及降低上市产品面临的市场单一风险。

减重、NASH、AD等“大品种”药物研发进展积极，建议关注相关药品研发企业以及有望受益的产业链企业。在减重领域，伴随着越来越多的药企加大GLP-1类减重药物研发布局，GLP-1类药物的竞争强度不断提升。在此背景下，建议关注：一是临床进度领先、执行能力强、具备代谢类疾病药物销售经验、商业化能力强的创新药企；二是GLP-1类在研管线存在差异化（如布局口服、多靶点、长效等）、研发能力强的创新药企；三是受益于GLP-1类药物研发生产需求增加的CDMO企业等。在NASH、AD领域，2024年，Madrigal Pharmaceuticals研发的NASH治疗药物resmetirom、礼来开发的AD治疗新药多奈单抗（Donanemab）有望迎来美国FDA的上市申请审评结果，具备潜在的催化剂，建议关注NASH、AD研发管线临床进度领先的创新药企以及相关“卖水人”企业，如NASH、AD诊断服务企业等。

3 中药

3.1 中药创新药：审评政策不断优化，医保支付环境持续改善

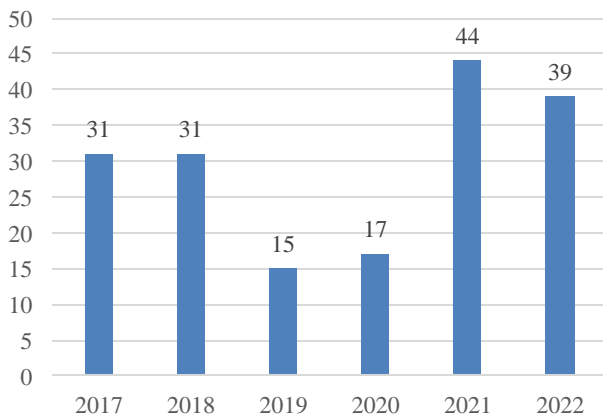
中药饮片、中药配方颗粒纳入集采范围，中药集采逐渐扩面。继湖北、广东省际联盟开展中成药集采以后，北京市、山东省陆续开展中药专项集采，集采对象涵盖中成药、中药饮片、中药配方颗粒，中药集采逐渐扩面。2022年11月，三明采购联盟省际中药（材）采购联盟采购办公室发布《三明采购联盟省际中药（材）采购联盟中药饮片联合采购文件》，对黄芪、当归、麦冬等21个临床用量大、患者受众面较广的中药饮片品种开展区域联盟集采。2023年5月，全国首次中药饮片省际联盟采购拟中选结果在济南产生，21个中药饮片品种共有100家企业中选，平均降价29.50%，最大降幅56.50%。2023年6月，全国中成药联合采购办公室公布《全国中成药采购联盟集中带量采购拟中选结果》。结果显示：63家企业、68个报价代表品拟中选，中选率达71.60%。按产品组来看，16个产品组中，有15个产品组有企业中标，独家品种银杏叶提取物注射液流标。从拟中选价格来看，拟中选品种平均降幅49.36%，低于广东6省联盟中成药集采的平均整体降幅（54.35%），高于湖北19省联盟中成药集采的平均整体降幅（42.27%）。2023年9月，山东省公共资源交易平台发布《中药配方颗粒采购联盟集中采购公告》，山东省牵头的15省联盟对具有中药配方颗粒国家药品标准的200个中药配方颗粒品种开展集采。2023年11月，本次省际联盟中药配方颗粒集中带量采购中选结果公布：61家中药配方颗粒生产企业申报16345个产品，其中59家企业的13404个产品拟中选，拟中选率约为82.01%，拟中选价格较市场价平均下降50.77%，平均每个品种约29家企业拟中选，其中165个品种拟中选企业数量超过30家。

中药新药审评政策不断优化，医保支付环境持续改善。2023年2月，国家药监局发布《中药注册管理专门规定》（以下简称《规定》）。《规定》充分吸纳药品审评审批制度改革成熟经验，并结合中药实践探索等，全方位、系统地构建了中药注册管理体系。其中，《规定》不再以物质基础作为划分注册类别的依据，将中药注册类别分为中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方中药复方制剂及同名同方药等；《规定》明确了8种可作为中药疗效评价的指标，包括对疾病痊愈或者延缓发展、病情或者症状改善、患者与疾病相关的机体功能或者生存质量改善、与化学药品等合用增效减毒或者减少毒副作用明显的化学药品使用剂量等。总体而言，《规定》遵循中医药研究规律，调整了中药注册分类，丰富了以临床价值为导向的多元化中药临床疗效评价方法，有助于加强中药新药的研发。在2023年医保目录调整中，包括苓桂术甘颗粒、散寒化湿颗粒等在内的7款2022年获批准上市的中药新药成功纳入医保，中药新药进入医保路径顺畅；包括参附注射液、热毒宁注射液等在内的20余款常规目录中的中药注射剂解除部分限制，将医保报销范围由限定在二级及以上医疗机构指定适应症放开至二级及以上医疗机构或减少限定疾病的分型。中药面临的医保支付环境在持续改善。

创新中药的IND、NDA数量明显增加，中药创新成效开始显现。自2019年10月

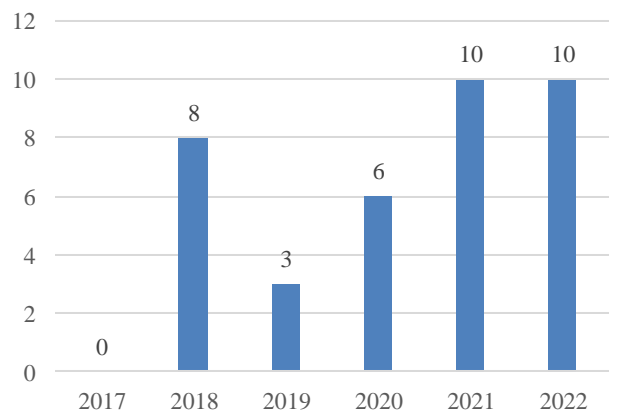
《中共中央国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》出台以来，国家医保局、药监局、卫健委、中医药管理局等部门相继出台一系列中药振兴政策，涵盖医药端、医疗端、医保端等。在政策支持以及中药企业加大研发等的共同作用下，创新中药的 IND、NDA 数量明显增加，中药创新成效开始显现。根据国家药监局的统计数据，2019-2022 年，创新中药的 IND 受理量由 15 件增加至 39 件；创新中药的 NDA 受理量由 3 件增长至 10 件。2023 年 1-11 月，国家药监局合计批准上市 6 款中药新药，包括健民集团的小儿紫贝宣肺糖浆、以岭药业的通络明目胶囊、济川药业的小儿豉翘清热糖浆等。

图 29：中国创新中药 IND 受理量（件）



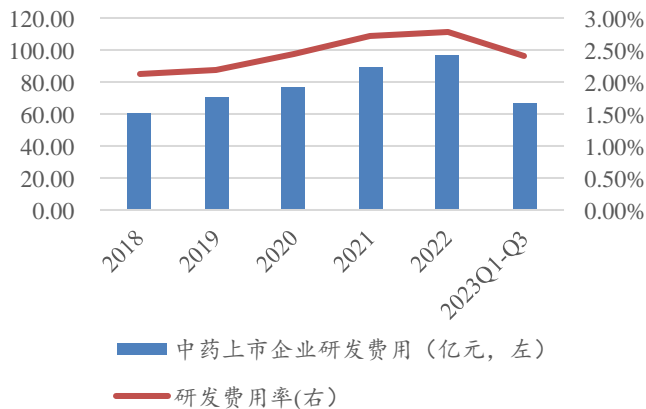
资料来源：国家药监局，财信证券

图 30：中国创新中药 NDA 受理量（件）



资料来源：国家药监局，财信证券

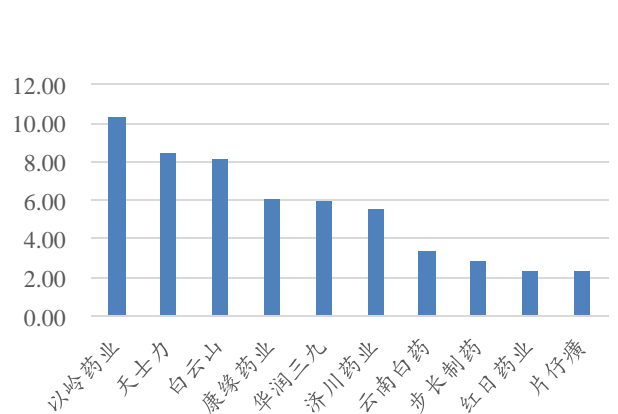
图 31：中药上市企业研发费用情况



资料来源：Wind，财信证券

注：统计口径为沪深交易所中药上市企业，剔除 ST 公司

图 32：2022 年研发费用 TOP10 的中药上市企业



资料来源：Wind，财信证券

表 3：2023 年国家药监局批准上市的中药新药

药品名称	申报企业	药品类别	适应症
参郁宁神片	广东思济药业	中药 1.1 类创新药	轻、中度抑郁症中医辨证属气阴两虚证
枇杷清肺颗粒	吉林敖东	中药 3.1 类新药	肺风酒刺，症见面鼻疙瘩，红赤肿痛，破出粉汁或结屑等
小儿紫贝宣肺糖浆	健民集团	中药 1.1 类创新药	小儿急性支气管炎风热犯肺证的咳嗽，伴咳痰、汗出、咽痛、口渴，舌苔薄黄，脉浮数
枳实总黄酮片	江西青峰药业	中药 1.2 类创新药	功能性消化不良的餐后饱胀感、早饱、上腹烧灼感和上腹疼痛等
通络明目胶囊	以岭药业	中药 1.1 类创新药	2 型糖尿病引起的中度非增殖性糖尿病视网膜病变血瘀络阻、气阴两虚证所致的眼底点片状出血、目睛干涩等相关症状
小儿鼓翘清热糖浆	济川药业	中药 2.2 类改良型新药	小儿风热感冒夹滞证，症见发热咳嗽、鼻塞流涕、咽红肿痛、纳呆口渴、脘腹胀满，便秘或大便酸臭、溲黄

资料来源：国家药监局，财信证券

3.2 中药消费品：品牌构筑高壁垒，原材料成本压力有望缓解

质量控制水平不高是我国中药发展的一大限制因素，发展高品质的品牌中药是政策鼓励方向。2022 年出台的《“十四五”医药工业发展规划》与《“十四五”中医药发展规划》均提出“中药质量提升工程”，明确要从中药材种植、中药生产制造、上市后研究评价等方面系统性提升中药质量。中共中央、国务院印发的《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》明确提出“打造中国品牌，培育和发展中华老字号和特色传统文化品牌”。2023 年 2 月，国务院办公厅印发《中医药振兴发展重大工程实施方案》（以下简称《方案》）。《方案》提出“中药质量提升及产业促进工程”，明确要加快促进中药材种业发展，大力推进中药材规范种植，提升中药饮片和中成药质量，推动中药产业高质量发展。

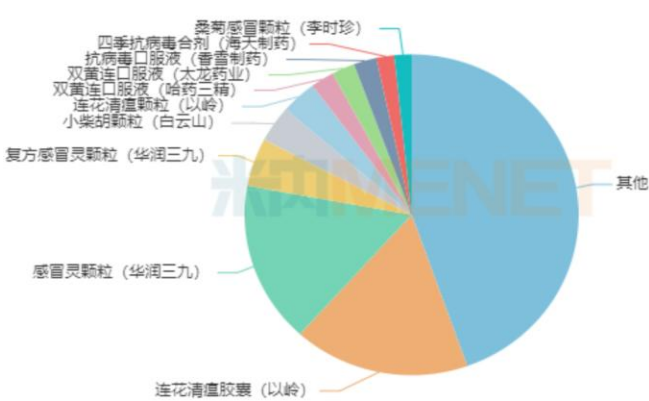
中药品牌需要长时间培育，具备“稀缺性”与“高壁垒性”。以竞争较为激烈的感冒中成药为例，根据米内网统计数据，2019 年-2023H1，中国城市实体药店销售排名前十的感冒中成药品牌未出现较大变化，华润三九感冒灵颗粒、以岭药业的连花清瘟胶囊始终占据着第一、第二名的位置。其中，华润三九感冒灵颗粒销售额由 2019 年的 22.05 亿元增长至 2022 年的 25 亿多元，并于 2023H1 实现销售收入 10.91 亿元，同比增长 61.43%。品牌优势将有助于中药企业在激烈的市场竞争中保持稳定的市场份额以及产品价格。同时，中药企业可以借助品牌优势扩展产品品类，打开企业成长空间。

图 33：2019 年城市零售药店感冒中成药品牌 TOP10

排名	产品名称	企业简称	销售额 (亿元)		增长率
			2019 年	2020 年(E)	2020 年(E)
1	感冒灵颗粒	华润三九医药	22.05	20.41	-7.43%
2	连花清瘟胶囊	石家庄以岭药业	6.17	12.84	108.06%
3	双黄连口服液	哈药三精制药	3.47	5.49	58.00%
4	双黄连口服液	河南太龙药业	3.45	4.64	34.50%
5	抗病毒口服液	广州香雪制药	3.58	4.52	26.31%
6	复方感冒灵颗粒	华润三九(郴州)制药	3.92	3.35	-14.38%
7	小柴胡颗粒	白云山光华制药	3.31	3.10	-6.48%
8	抗病毒颗粒	四川光大制药	1.58	2.52	59.15%
9	桑菊感冒颗粒	李时珍医药集团	3.66	2.27	-37.97%
10	夏桑菊颗粒	白云山星群(药业)	2.02	2.09	3.44%

资料来源：米内网，财信证券

图 35：2022 年城市实体药店感冒中成药品牌 TOP10



资料来源：米内网，财信证券

图 34：2021 年城市实体药店感冒中成药品牌 TOP10

排名	产品名称	企业简称	销售额 (亿元)	市场份额
1	感冒灵颗粒	华润三九医药	19.90	20.36%
2	连花清瘟胶囊	石家庄以岭药业	10.21	10.44%
3	小柴胡颗粒	白云山光华制药	3.40	3.48%
4	复方感冒灵颗粒	华润三九(郴州)制药	3.32	3.40%
5	抗病毒口服液	广州香雪制药	3.10	3.17%
6	双黄连口服液	河南太龙药业	2.96	3.03%
7	桑菊感冒颗粒	李时珍医药集团	2.56	2.62%
8	双黄连口服液	哈药三精制药	2.15	2.20%
9	夏桑菊颗粒	白云山星群	2.09	2.14%
10	连花清瘟颗粒	北京以岭药业	1.85	1.90%

资料来源：米内网，财信证券

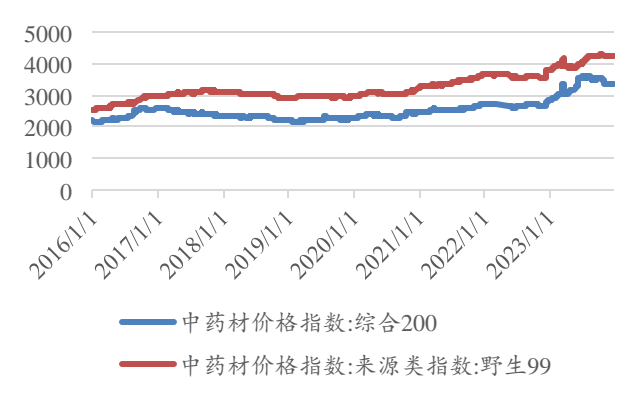
图 36：2023H1 年城市实体药店感冒中成药品牌 TOP10

排名	产品名称	企业简称	销售额 (亿元)	增长率
1	感冒灵颗粒	华润三九医药	10.91	61.43%
2	连花清瘟胶囊	石家庄以岭药业	6.75	-9.12%
3	小柴胡颗粒	白云山光华制药	2.98	83.88%
4	复方感冒灵颗粒	华润三九(郴州)制药	2.52	-11.35%
5	连花清瘟颗粒	北京以岭药业	1.66	-10.45%
6	四季抗病毒合剂	陕西海天制药	1.61	90.56%
7	抗病毒口服液	广州香雪制药	1.42	14.62%
8	桑菊感冒颗粒	李时珍医药集团	1.08	16.45%
9	抗病毒口服液	杭州华润老悦堂药业	1.07	68.33%
10	抗病毒颗粒	四川光大制药	1.01	87.36%

资料来源：米内网，财信证券

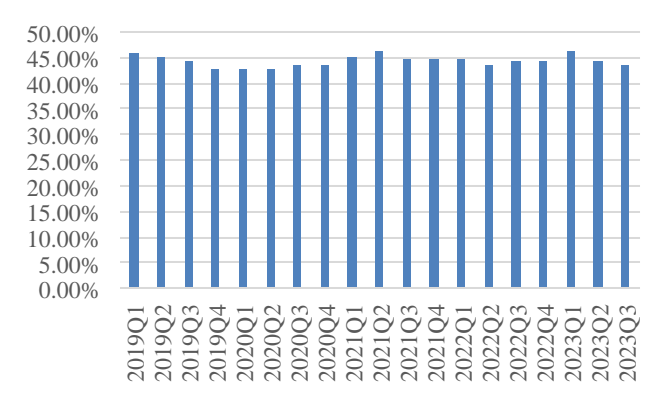
非野生中药材价格逐渐下降, 中药消费品的盈利水平有望改善。根据 Wind 的统计数据, 自 2021 年以来, 由于下游需求增加等, 中药材价格呈现持续上涨趋势。受原材料价格上涨等因素影响, 中药上市企业的毛利率下行压力加大。自 2023 年 9 月以来, 中药材价格呈现逐渐下降的趋势, 野生的中药材价格趋于稳定, 后续中药消费品的盈利水平有望改善。

图 37：中药材价格指数



资料来源：Wind，财信证券

图 38：中药上市企业的毛利率水平



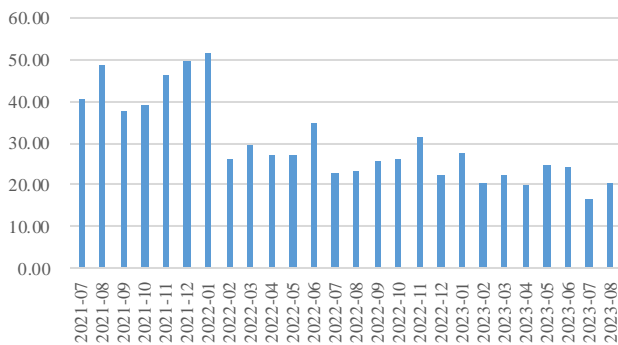
资料来源：Wind，财信证券

4 医疗服务

4.1 CXO：生物医药融资有望回暖，重点把握多肽 CXO 等结构性机会

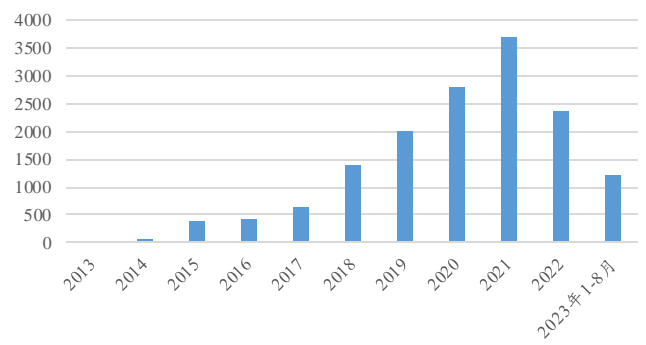
全球生物医药融资有望企稳回暖，CXO 企业订单有望改善。根据动脉橙的统计数据，2023 年 1-8 月，全球生物医药融资金额约为 177 亿美元，同比下降约 27.11%，回落至疫情前的 2018-2019 年水平。从月度数据来看，自 2023 年以来，全球生物医药月度融资金额呈现逐渐企稳的趋势。分国内与国外来看，根据药明生物公告的《业务更新》中的数据，自 2023 年以来，海外生物医药产业季度融资呈现回暖趋势，其中 2023Q2、2023Q3 的融资金额好于上年同期；国内生物医药产业季度融资呈现企稳筑底趋势。展望未来，考虑到：（1）企业判断。药明生物预计 2023 年和 2024 年上半年最具挑战，2024 年下半年将逐步回暖，2024 年稳健增长，2025 年及以后恢复强劲增长；（2）美联储加息节奏放缓且预计 2024 年开始降息，资金成本有望下降；（3）自 2023 年 11 月以来，受美联储加息节奏放缓等影响，美国生物科技指数已反弹 32.30%（截止到 2023 年 12 月 26 日）；（4）自 2023 年以来，欧美大型药企引进在研管线、并购中小创新药企的事件明显增多；（5）减重、NASH、AD 等大药研究进展积极，有望提升医药研发景气度；我们认为 2024 年全球生物医药融资有望回暖，CXO 企业的订单有望改善。

图 39：全球医药生物行业的月度融资情况（亿美元）



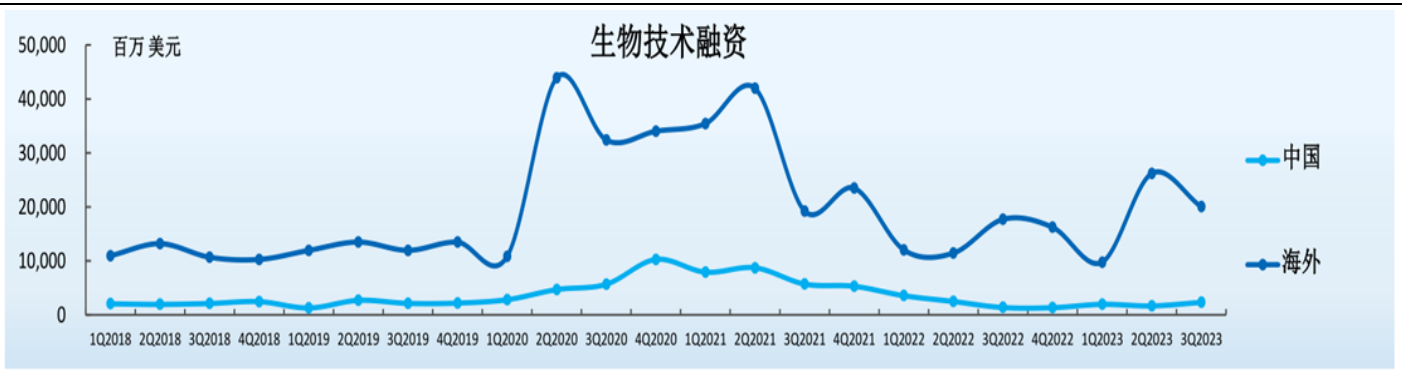
资料来源：动脉橙，财信证券

图 40：全球医药生物行业的年度融资情况（亿元）



资料来源：动脉橙，财信证券

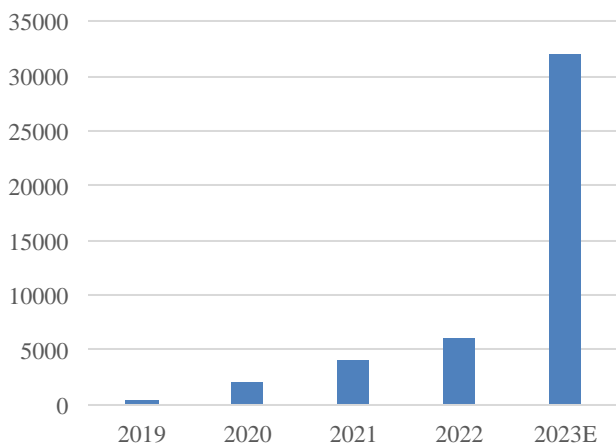
图 41：全球生物技术行业的季度融资情况（百万美元）



资料来源：药明生物公告，财信证券

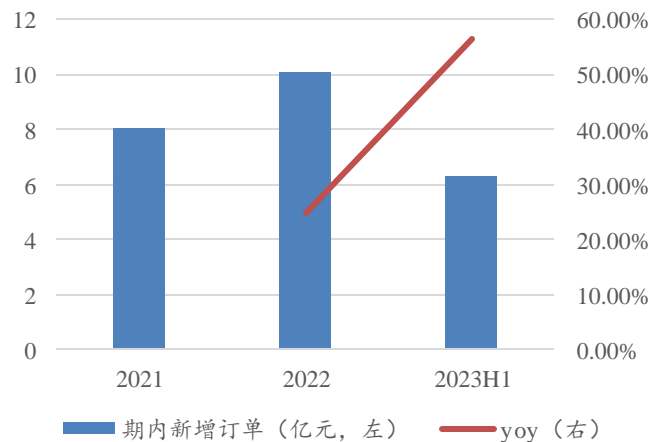
重点把握多肽、ADC、仿制药等领域的研发生产外包(CXO)机会。在多肽领域,受益于降糖、减重等适应症用药需求增加,以GLP-1为代表的多肽原料药将呈快速增长,多肽产能布局领先的CDMO企业有望受益。以药明康德为例,2023年1-9月,药明康德TIDES业务(主要为寡核苷酸和多肽)收入同比增长38.10%,公司预计2023年第四季度TIDES业务收入将大幅增长,全年增速超60.00%。截至2023年9月末,TIDES业务在手订单同比增长245.00%。受益于相关业务需求旺盛,公司已启动常州和泰兴两个生产基地的多肽产能扩建工程,新产能预计将于2023年12月投入使用,届时本公司的多肽固相合成反应釜体积将由原计划的20000L增加至32000L。在ADC领域,受益于更佳的治疗效果以及适应症扩展等,ADC药物及相关研发生产外包需求将呈现快速增长。根据Frost & Sullivan与药明联合招股说明书中的统计数据,2022-2030年,全球ADC药物市场及研发生产外包市场增速将分别达30.00%、28.40%。在仿制药领域,由于仿制药企业具有稳定的现金流,研发外包需求稳定,以及仿制药CXO领域的竞争格局较好等,仿制药CXO企业的订单增长良好。以百诚医药为例,2023H1,百诚医药新增订单金额为6.27亿元,同比增长56.30%。此外,在创新药临床CRO领域,部分具有差异化服务优势、客户结构较好的企业订单增长良好。例如,2023H1,普蕊斯新签不含税订单金额为6.29亿元,同比增长32.94%;截止2023年6月底,普蕊斯存量不含税合同金额为17.54亿元,同比增长35.88%。再如,2023H1,诺思格实现新增合同金额6.49亿元,同比增长69.78%。

图 42: 药明康德的多肽固相合成反应釜建设规划 (L)



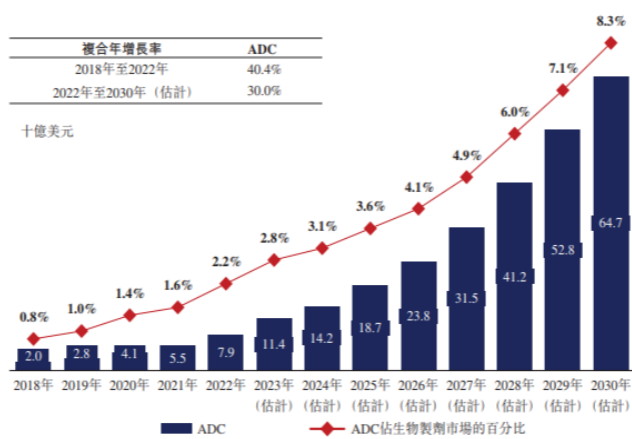
资料来源: 药明康德官网, 财信证券

图 43: 百诚医药的订单新增情况



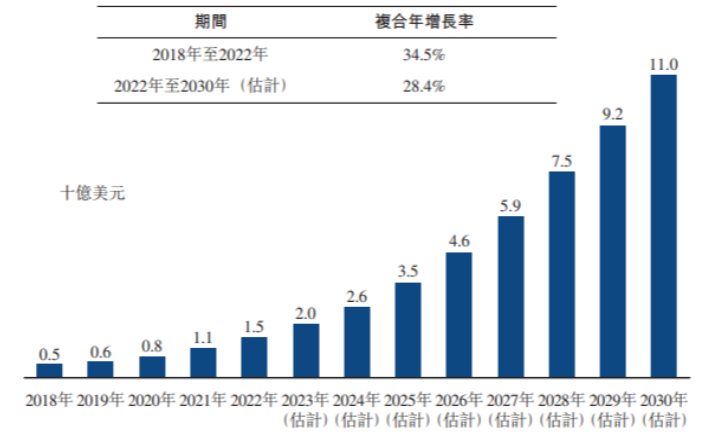
资料来源: 百诚医药公告, 财信证券

图 44：全球 ADC 药物的市场规模



资料来源：Frost & Sullivan, 药明合联招股说明书, 财信证券

图 45：全球 ADC 药物外包市场规模



资料来源：Frost & Sullivan, 药明合联招股说明书, 财信证券

4.2 药店：门诊统筹利好头部药店，关注处方流转进展

门诊统筹逐渐落地，头部药店有望受益。2023年2月，国家医保局发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》。《通知》明确了零售药店纳入门诊统筹管理的改革定位、申请条件、支付政策及相关配套政策，重点内容包括：(1) 职工医保门诊共济保障机制改革是党中央、国务院作出的重大决策部署，将定点零售药店纳入门诊统筹管理是改革的重要组成部分，有利于提升参保人员就医购药的便利性、可及性；(2) 鼓励符合条件的定点零售药店自愿申请开通门诊统筹服务，申请开通门诊统筹服务的定点零售药店应当符合医保部门规定的医保药品管理、财务管理、人员管理、信息管理以及医保费用结算等方面的要求，能够开展门诊统筹联网直接结算；(3) 参保人员凭定点医药机构处方在定点零售药店购买医保目录内药品发生的费用可由统筹基金按规定支付。定点零售药店门诊统筹的起付标准、支付比例和最高支付限额等，可执行与本统筹地区定点基层医疗机构相同的医保待遇政策；(4) 加强药品价格协同：定点零售药店应当遵循公平合法、诚实信用和质价相符的原则，为参保人员提供价格适宜的药品，既要尊重市场机制又要坚持好承担好定点属性，倡导参考省级医药采购平台价格销售医保药品；定点医药机构可为符合条件的患者开具长期处方，最长可开具12周。总的来看，相比于院内药房以及基层医疗机构，零售药店具有便利性高、品种数量多的优势。此外，同区域内的零售药店与基层医疗机构执行相同的医保报销政策，且可承接最长达12周的长期处方。我们认为，零售药店纳入门诊统筹将有助于推动院内处方外流，头部药店凭借经营合规优势、规模优势、管理优势等有望推动更多的门店纳入门诊统筹，更好地受益于门诊统筹政策。以老百姓为例，根据老百姓公告的《机构投资者交流会议会议纪要(2023.9)》中的信息可知：从目前公司落地统筹门店数据来看，根据公司两年以上可比老店二季度统计数据，统筹门店医保成交人次同比率较非统筹门店高20个百分点，门店整体成交人次同比高出4.8个百分点，引流效果明显；从销售额来看，二季度公司两年以上可比老店中，统筹门店的销售额同比增速高出非统筹门店8个百分点；从毛利率水平来看，门诊统筹落地门店毛利率保持平稳。

表 4：《国家医疗保障局办公室关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》的重点内容梳理

五个方面	具体举措
高度重视定点零售药店纳入门诊统筹工作	<ul style="list-style-type: none"> ● 职工医保门诊共济保障机制改革是党中央、国务院作出的重大决策部署，将定点零售药店纳入门诊统筹管理是改革的重要组成部分，有利于提升参保人员就医购药的便利性、可及性。
积极支持定点零售药店开通门诊统筹服务	<ul style="list-style-type: none"> ● 鼓励符合条件的定点零售药店自愿申请开通门诊统筹服务。 ● 申请开通门诊统筹服务的定点零售药店应当符合医保部门规定的医保药品管理、财务管理、人员管理、信息管理以及医保费用结算等方面的要求，能够开展门诊统筹联网直接结算。
完善定点零售药店门诊统筹支付政策	<ul style="list-style-type: none"> ● 明确门诊统筹基金支付范围。参保人员凭定点医药机构处方在定点零售药店购买医保目录内药品发生的费用可由统筹基金按规定支付。定点零售药店门诊统筹的起付标准、支付比例和最高支付限额等，可执行与本统筹地区定点基层医疗机构相同的医保待遇政策。 ● 完善门诊统筹总额预算管理。统筹地区医保部门要根据近年来本地区门诊费用情况，结合参保人数、年龄结构、疾病谱变化以及待遇水平、政策调整等因素，科学编制年度门诊医保基金支出预算。探索建立定点零售药店门诊统筹总额预算管理，充分发挥医保基金的激励约束作用。 ● 加强门诊统筹医保服务协议管理。要加强对纳入门诊统筹管理的定点零售药店的监督考核，开展年度绩效评价，健全退出机制，实现“有进有出”的动态管理。 ● 做好门诊统筹费用审核结算。原则上医保经办机构自收到定点零售药店结算申请之日起 30 个工作日内完成医保结算，并及时拨付结算费用。
明确定点零售药店纳入门诊统筹的配套政策	<ul style="list-style-type: none"> ● 加强药品价格协同。定点零售药店应当遵循公平合法、诚实信用和质价相符的原则，为参保人员提供价格适宜的药品，既要尊重市场机制又要坚持好承担好定点属性，加强自律。支持定点零售药店通过省级医药采购平台采购药品，鼓励自愿参与药品集中带量采购。倡导参考省级医药采购平台价格销售医保药品。 ● 加强处方流转管理。依托全国统一的医保信息平台，加快医保电子处方中心落地应用，实现定点医疗机构电子处方顺畅流转至定点零售药店。定点医药机构可为符合条件的患者开具长期处方，最长可开具 12 周。 ● 加强基金监管。通过日常监管、智能审核和监控、飞行检查等多种方式，严厉打击定点零售药店欺诈骗保等违法违规行为。
强化组织保障	<ul style="list-style-type: none"> ● 加强组织领导，做好政策宣传，强化部门协同。

资料来源：中国政府网，财信证券

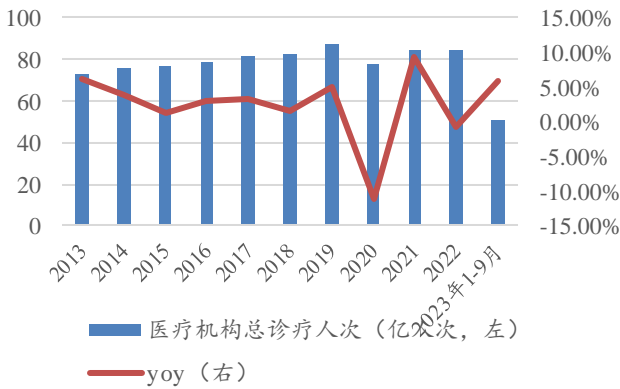
省级处方流转机制建成，关注 2024 年处方流转进展。国家医保局在 2023 年 1 月发布的《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2022 年）》中明确指出，2023 年 12 月 31 日前，各省份要依托全国统一的医保信息平台电子处方中心，建立健全全省

统一、高效运转、标准规范的处方流转机制，实现省域内“双通道”处方流转电子化。2023年11月，广东省医疗保障局召开2023年全省医疗保障系统重点工作推进会，将“全面推广电子处方流转全流程便民服务应用”列入年度重点工作目标。同月，重庆市医保局发布《关于做好医保电子处方流转有关工作的通知》（以下简称《通知》）。《通知》明确了定点医药机构接入医保电子处方流转平台流程、医保电子处方药品范围、医保电子处方开具及流转原则、医保电子处方结算流程。《通知》重点强调：（1）建立健全全市统一、运转高效、标准规范的医保电子处方流转机制，确保接入工作在12月20日前总体完成；（2）定点医药机构（含互联网医院）应当接入医保电子处方流转平台，参保人在医疗机构就医可自主选择通过医保电子处方流转平台实现处方外购和医保结算；（3）定点医疗机构依托现行医保药品信息数据库开具外购处方，同时可以开具医保信息数据库以外药品（但应标注为自费）。总的来看，伴随着处方流转平台建设完成、处方流转及医保结算制度不断完善、门诊统筹逐渐落地等，我们认为院内处方外流有望加快，经营合规、管理及服务能力强、规模优势明显的头部零售药店有望受益。

4.3 民营医疗：严肃医疗呈现更快恢复，关注可选医疗需求回暖机会

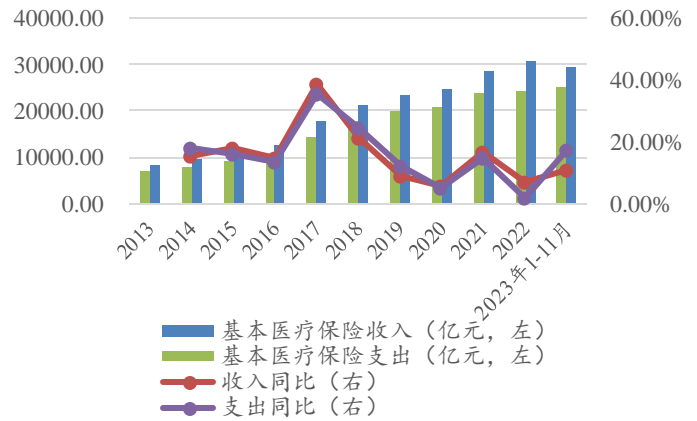
根据国家卫健委的统计数据，2023Q1-Q3，全国医疗卫生机构总诊疗人次约为51.10亿，同比增长6.00%，较2019年同期增长12.40%；全国医疗卫生机构总出院人次约为2.20亿，同比增长18.90%，较2019年同期增长16.70%。全国医院病床使用率达到80.2%，同比提升6.40个百分点。分季度来看，2023Q1、2023Q2、2023Q3，全国医疗卫生机构总诊疗人次分别为15.90、17.50、17.70亿，全国医疗卫生机构总出院人次分别为0.70、0.80、0.70亿。分行业来看，受前期积压的可择期手术的白内障、综合眼病等需求释放影响，眼科业务疫后恢复良好，以爱尔眼科为代表的眼科上市企业2023Q1-Q3营收呈现快速增长；受益于疫后初期刚性诊疗率先恢复、异地患者流动增多以及消费医疗业务陆续增加等，以国际医学为代表的综合医院营业收入增长迅速；受益于疫后健康意识提升以及保健需求增多等，以三星医疗为代表的康复医院、以美年健康为代表的体检机构、以固生堂为代表的中医服务机构的2023H1营业收入增长良好；受经济环境、种植牙集采以及口腔业务可选消费属性强等影响，以通策医疗为代表的口腔医院2023Q1-Q3营业收入增长缓慢；受新冠检测需求大幅减少等，以金域医学、迪安诊断为代表的第三方医学检测机构2023Q1-Q3营业收入出现大幅下滑，但扣除新冠检测后的常规检测业务增速较快。综合来看，2023年以来，全国医疗机构诊疗需求已恢复至疫情前水平，与可选医疗消费相比，严肃医疗需求呈现更快恢复。展望未来，在人口老龄化加剧、人均医疗卫生支出水平提高、医疗资源分布不均衡、优质医疗资源供给不足等背景下，民营医疗作为我国医疗卫生体制的重要组成部分，仍是政策鼓励发展方向，发展空间较大，建议重点关注：一是具备差异化服务优势、管理能力强、品牌知名度高、可拓展空间大的眼科、口腔、综合医院龙头；二是有望助力医院降本增效的第三方医学检测龙头等。

图 46：全国医疗机构总诊疗人次



资料来源：国家卫健委，财信证券

图 47：全国基本医疗保险基金收支情况



资料来源：国家医保局，财信证券

表 5：部分医疗服务上市公司营业收入增速对比

细分赛道	公司	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1-Q3	2023H1	2023Q1	2023Q2	2023Q3
眼科	爱尔眼科	34.31%	24.74%	19.24%	25.93%	7.39%	22.95%	26.45%	20.44%	32.81%	17.22%
	华夏眼科	34.41%	14.46%	2.37%	21.86%	5.51%	22.98%	26.30%	15.10%	38.06%	17.44%
	普瑞眼科	26.17%	17.33%	14.21%	25.54%	0.91%	51.19%	54.88%	38.73%	72.85%	45.13%
口腔	通策医疗	31.05%	22.52%	8.12%	33.19%	-2.23%	2.12%	3.38%	3.04%	3.71%	0.11%
康复	三星医疗	53.51%	17.01%	-8.84%	-0.93%	50.74%		45.36%			
体检	美年健康	34.64%	0.79%	-8.33%	16.66%	-7.41%	24.81%	49.87%	55.04%	47.12%	-0.60%
中医	固生堂	0.00%	23.54%	3.15%	48.35%	18.31%		40.43%			
综合医院	国际医学	-49.77%	-51.41%	62.17%	81.78%	-7.19%	74.70%	106.91%	247.40%	50.78%	34.05%
肿瘤	海吉亚	28.38%	41.76%	29.08%	65.29%	38.30%		14.95%			
辅助生殖	锦欣生殖	39.19%	79.10%	-13.11%	28.34%	28.37%		17.25%			
医学检测	金域医学	19.35%	16.44%	56.45%	44.88%	29.58%	-48.32%	-48.17%	-50.19%	-46.05%	-48.63%
	迪安诊断	39.22%	21.33%	25.98%	22.85%	55.03%	-34.15%	-36.37%	-30.48%	-40.86%	-29.25%

资料来源：Wind，财信证券

5 投资策略

回顾 2023 年，在美联储加息、新冠防治需求减少、医疗反腐、行业竞争加剧等因素影响下，医药生物板块市场表现一般，仅跑赢沪深 300 指数 1.95 个百分点，但仍出现了创新药、中药、医药“中特估”、减重及 AD 等“大单品”的结构性机会。展望 2024 年，考虑到：(1) 医药生物行业政策风险释放较为充分，创新药械面临的政策支持持续向好；(2) 行业估值及基金持仓处于较低水平；(3) 阿尔茨海默症（AD）、非酒精性脂肪性肝炎（NASH）、GLP-1 类降糖减重药物研发进展积极，有望进一步拓宽医药行业发展空间；我们建议重点关注医药生物板块的投资机会，维持医药生物板块“领先大市”评级，具体关注以下投资方向：

创新药板块：有望成为“医药投资主线”，重点关注“真创新”“国际化”“大单品”三个方向。考虑到：(1) 美国通胀压力减弱，美联储预计开始降息，以 DCF 估值为基础

的创新药资产有望迎来估值修复；(2)仿制药集采进入后半段,《谈判药品续约规则》稳定了创新药价格预期,医疗反腐推动药品销售规范化,创新药企面临的政策风险降低;

(3)在药品审评政策趋严以及医药投融资趋紧的影响下,创新药行业供给格局优化;(4)国产创新药迎来收获期,创新药 NDA 数量、对外授权项目数量及金额、海外获批上市数量明显增多;(5)生物医药有望迎来新一轮技术创新周期, GLP-1、AD、NASH 等药物研究进展积极;我们认为“创新药”有望成为医药生物板块的投资主线,建议关注:一是重视产品临床价值、产品创新力强的“真创新”药企,如百济神州(688235.SH)、艾力斯(688578.SH)、迪哲医药(688192.SH)等;二是国际化能力强、具备产品出海预期的创新药企,如百济神州(688235.SH)、百奥泰(688177.SH)、海思科(002653.SZ)等;三是减重、NASH、AD 等“大品种”药物研发企业以及相关受益的产业链企业,如恒瑞医药(600276.SH)、华东医药(000963.SZ)、京新药业(002020.SZ)、信立泰(002294.SZ)、海思科(002653.SZ)、东诚药业(003675.SZ)等。

中药板块:关注中药创新药、中药消费品。中成药、中药饮片、中药配方颗粒相继纳入集采范围,中药面临较大的集采压力,建议关注:一是受益于审评政策优化、医保支付环境改善、创新成效开始显现的中药创新药企业,如以岭药业(002603.SZ)、康缘药业(600557.SH)等;二是以院外渠道为主、品牌优势明显、原材料有望下降的中药消费品企业,如华润三九(000999.SZ)、太极集团(600129.SH)等。

医疗服务板块:关注需求回暖。CXO 板块,伴随着美联储加息节奏放缓、生物科技公司二级市场表现改善、减重与 AD 等新药研发迎来突破等,预计 2024 年全球生物医药融资有望回暖, CXO 企业的订单有望改善,建议重视 CXO 板块左侧布局机会,建议关注在多肽、ADC 等前沿领域布局多或具备差异化服务优势、竞争格局相对较好的 CXO 企业,如药明康德(603259.SH)、凯莱英(002821.SZ)泰格医药(300347.SZ)、诺思格(301333.SZ)、普蕊斯(301257.SZ)、百诚医药(301096.SZ)等。**药店板块,**集中度提升与处方外流是零售药店的长期增长逻辑。伴随着处方流转平台建设完成、处方流转及医保结算制度不断完善、门诊统筹逐渐落地等,院内处方外流有望加快,经营合规、管理及服务能力强、规模优势明显的头部零售药店有望受益,建议关注益丰药房(603939.SH)、老百姓(603883.SH)、健之佳(605266.SH)等。**民营医疗板块,**全国医疗卫生机构诊疗人次已恢复至疫情前水平,眼科、综合等刚性医疗服务呈现更快恢复。伴随着经济持续向好,口腔等可选医疗消费需求有望回暖,建议重点关注:一是具备差异化服务优势、管理能力强、品牌知名度高、可拓展空间大的眼科、口腔、综合医院、康复医院龙头,如爱尔眼科(300015.SZ)、通策医疗(600763.SH)、国际医学(000516.SZ)、三星医疗(601567.SH);二是有望助力医院降本增效的第三方医学检测龙头,如金域医学(603882.SH)等。

6 风险提示

耗材、药品集采价格降幅超预期风险;创新药研发失败风险;行业政策风险;行业竞争加剧风险;中美贸易摩擦风险等。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438