

## 创新药利好累积，期待政策支持

——医药月报 23/12

## 医药生物行业

推荐 维持评级

### 核心观点

- **医保谈判结果符合预期，创新支持政策落到实处。**12月13日，国家医保局公布2023年医保药品目录调整结果，新版目录新增121个药品，平均降价幅度61.7%，预计未来两年为患者减负超过400亿元。目录新增药品包括23个创新药品种，谈判成功率和降价幅度均优于整体水平；同时今年7月份公布的续约规则也适当控制创新药续约及新增适应症的降价幅度，进一步落实国家对医药创新的支持政策。
- **多款新药成功出海，授权合作再创新高。**在医保控费政策趋于严格的大环境下，积极出海创收成为我国创新药企业发展的必经之路。2023年我国已披露的对外授权交易总金额达465亿美元，交易规模再创新高，重磅热点接踵而至。12月12日，百时美施贵宝引进百利天恒的双抗ADC，刷新我国创新药出海的首付款记录；12月15日，和铂医药牵手辉瑞旗下Seagen，见证我国创新药企业授权合作的高光时刻。
- **重视产业高质量发展，给予创新全链条支持。**12月16日，全国政协经济委员会副主任、中国国际经济交流中心常务副理事长毕井泉在主旨报告中表示：我国生物医药产业开始走上高质量发展的道路，但仍面临医保准人和医院准入的双重障碍；通过增加基础研究投入、鼓励科技成果转化、完善药品审评审批制度、研究改革创新药定价办法、平衡医保负担与医药创新、破解创新药进医院难题等方式，给予医药创新全链条支持，以生物医药产业发展实现国民经济高质量发展。
- **医药板块估值处于偏低水平，中长期投资价值良好。**截至2023年12月29日，医药行业一年滚动市盈率为28.34倍，沪深300为10.85倍。医药市盈率相对于沪深300溢价率当前值为161.09%，历史均值为170.18%，当前值较2005年以来的平均值低9.10个百分点，位于历史偏低水平。
- **投资建议：**当下我们更为看重创新及器械出口方向：1)医药创新产业升级（恒瑞医药、信达生物、荣昌生物等）；2)管理优良的平台型医药企业（华东医药、科伦药业等）及制剂出口企业（健友股份、普利制药、华海药业等）。3)国产器械装备的国产替代及海外出口（迈瑞医疗、联影医疗、澳华内镜、安图生物、新产业、万孚生物等）。
- **风险提示：**1. 医改政策推进不及预期的风险；2. 医保控费及集采降价力度超预期的风险；3. 医疗“新基建”政策落地不及预期的风险；4. 创新药及创新器械企业融资困难的风险等。

### 分析师

程培

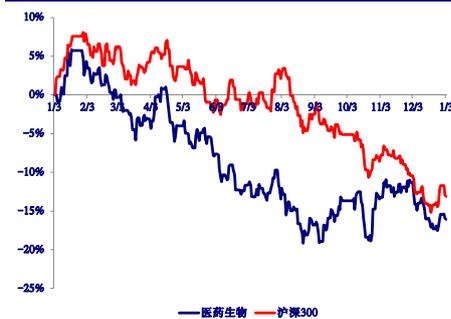
☎：021-20257805

✉：chengpei\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522100001

### 相对沪深300表现图

2024.1.3



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 相关研究

- 2023-12-13 行业11月动态报告：集采稳步推进，重点关注化学发光
- 2023-11-06 行业10月动态报告：GLP-1药物市场持续扩容，关注产业链投资机会
- 2023-10-10 行业9月动态报告：集采持续推进，板块投资情绪有望好转
- 2023-09-07 行业8月动态报告：医疗反腐重塑行业生态，优质龙头有底部配置机会
- 2023-07-28 行业7月动态报告：医药公募重仓继续低位，看好下半年核心资产表现
- 2023-07-02 行业6月动态报告：中药集采落地，看好受影响较小的品牌中药
- 2023-06-02 行业5月动态报告：政策温和推进，看好医药二季度经营表现

## 目 录

一、月度政策及行业更新 .....	3
（一）医保谈判结果符合预期，创新支持政策落到实处 .....	3
（二）多款新药成功出海，授权合作再创新高 .....	5
（三）重视产业高质量发展，给予创新全链条支持 .....	6
二、行业数据动态 .....	8
（一）医药板块估值处于偏低水平，年初以来表现弱于沪深 300 .....	8
（二）医药制造业收入增速受疫情节奏影响出现下滑 .....	8
（三）门诊费用随疫情上升，住院费用得到遏制 .....	9
（四）医疗服务量受疫情影响明显 .....	10
（五）医保基金支出大幅增长 .....	12
三、投资建议及重点覆盖的股票 .....	14
四、风险提示 .....	16

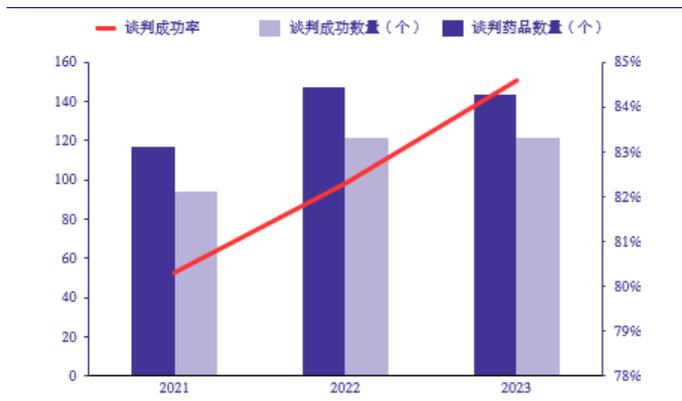
## 一、月度政策及行业更新

### (一) 医保谈判结果符合预期，创新支持政策落到实处

2023年12月13日，国家医保局举行新闻发布会，公布2023年国家医保药品目录调整结果。新版国家医保药品目录药品总数达3088种，将于2024年1月1日起实施。

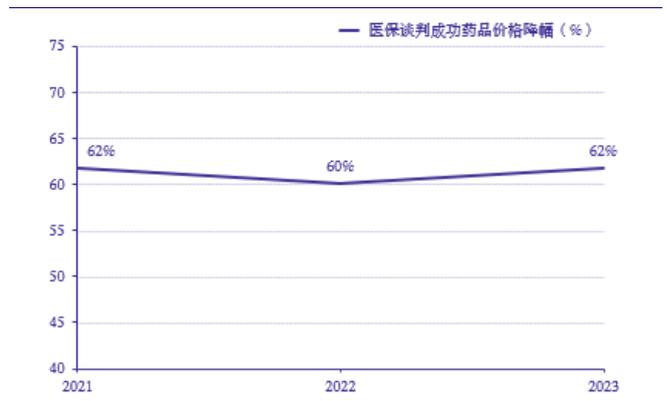
**新增药品平均降价61.7%，未来两年为患者减负超400亿元。**在2023年的谈判和竞价环节中，共有143个目录外药品参加，其中121个药品谈判或竞价成功，成功率为84.6%，平均降价61.7%；今年国谈的成功率和降幅均创历史第二，成功率仅次于2018年抗肿瘤药物国家专项谈判的94.4%，降幅仅次于2021年国谈的61.71%，且仅相差0.01个百分点。国家医保局成立以来已连续6年开展医保药品目录调整工作，累计将744个药品新增纳入国家医保药品目录，主要覆盖肿瘤、抗感染、糖尿病、精神病、风湿免疫、罕见病等多个疾病领域。本轮调整后，国家医保药品目录内药品总数达3088种，进一步提升了重大疾病和特殊人群的用药保障水平。综合谈判降价和医保报销等因素预估，未来两年将为患者减负超过400亿元。

图1：2021-2023年医保谈判成功率



资料来源：国家医保局，中国银河证券研究院

图2：2021-2023年医保谈判成功药品价格降幅



资料来源：国家医保局，中国银河证券研究院

**创新药谈判优于整体水平，温和续约规则落实支持政策。**2023年医保谈判共有25个创新药参加，其中23个药品谈判成功，成功率高达92%，平均降价57.3%；与整体水平相比，创新药谈判的成功率高7.4个百分点，平均降价幅度低4.4个百分点。本次创新药谈判建立在临床需求和药物经济学分析的基础上，将近年来拥有新靶点、新机制，且临床价值高的创新药率先纳入医保目录，大幅缩短创新药从上市到进入医保的周期。同时，根据今年7月份公布的《谈判药品续约规则》及《非独家药品竞价规则》，本次谈判适当控制了创新药续约及新增适应症的价格降幅。在今年的100个续约药品中，70%的药品以原价续约，剩下30%的药品触发降价机制，但平均价格降幅仅为6.7%。这100个药品中的18个有新增适应症，但仅有一个触发降价机制，其余均以原价增加新适应症。2019-2021年信达的信迪利单抗、恒瑞的卡瑞利珠单抗、百济的替雷利珠单抗和君实的特瑞普利单抗四款PD-1以75%的平均降幅纳入医保目录，由于此前价格降幅较大，今年四款产品均以温和的降幅成功续约或新增适应症，温和的续约规则给予创新药企业更稳定的销售预期，将国家支持创新的政策落到实处。

**表1：2023年医保谈判新增23款创新药品类**

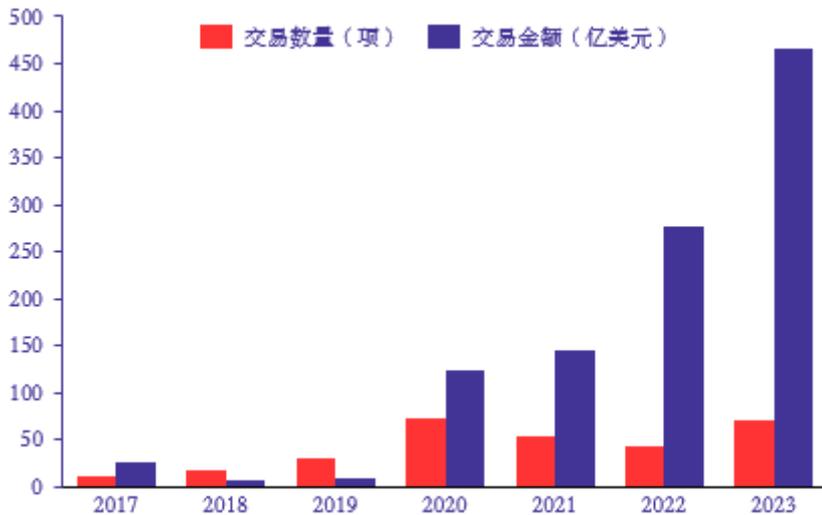
类型	药品名称	公司名称	谈判前价格中位值(元)	2023年谈判价格(元)	降幅	医保目录限制适应症	规格
西药	艾贝格司亭 $\alpha$ 注射液	亿帆医药	5998.00	*		限前次化疗曾发生重度中性粒细胞减少的患者。	1ml:20mg
西药	艾诺米替片	艾迪药业	37.50	24.15	35.60%	限艾滋病病毒感染。	每片含艾诺韦林0.15g, 拉米夫定0.3g, 富马酸替诺福韦二吡呋酯0.3g
西药	安奈拉唑钠肠溶片	四环医药	49.59	*		限十二指肠溃疡。	20mg
西药	奥磷布韦片	圣和药业	31.31	*		限基因1、2、3、6型成人慢性丙型肝炎。	100mg
中成药	参葛补肾胶囊	华春生物	12.14	4.35	64.17%	益气、养阴、补肾。适用于轻、中度抑郁症中医辨证属气阴两虚、肾气不足证, 症见情绪低落、多思善虑、言语动作减少、目光迟滞、健忘、食少、心悸胆怯、少寐多梦、心烦, 舌质淡红或偏红、舌苔白或花剥, 脉细弱等。	每粒装0.32g
西药	多格列汀片	华领医药	15.00	5.39	64.07%	限2型糖尿病患者。	75mg
西药	伏罗尼布片	贝达药业	375.00	*		限与依维莫司联合, 用于既往接受过酪氨酸激酶抑制剂治疗失败的晚期肾细胞癌(RCC)患者。	100mg
西药	谷美替尼片	海和药物	207.50	*		限具有间质-上皮转化因子(MET)外显子14跳变的局部晚期或转移性非小细胞肺癌。	50mg(按C <sub>21</sub> H <sub>17</sub> N <sub>5</sub> O <sub>2</sub> S计)
中成药	广金钱草总黄酮胶囊	人福医药	20.75	4.76	77.06%	清热祛湿, 利尿排石。用于输尿管结石中医辨证属湿热蕴结证。	每粒装0.2g(含广金钱草总黄酮提取物133mg)
中成药	虎贞清风胶囊	一力集团	13.00	2.99	77.00%	清热利湿, 化痰利浊, 滋补肝肾。用于轻中度急性痛风性关节炎。中医辨证属湿热蕴结证, 症见关节疼痛、肿胀、发热、活动受限、口渴、烦闷不安, 舌红、苔黄或黄腻、脉滑数。	每粒装0.40g(相当于饮片2.33g)
西药	甲苯磺酸奥马环素片	再鼎医药	255.32	*			150mg
西药	甲磺酸贝福替尼胶囊	贝达药业	150.00	*		限既往经表皮生长因子受体(EGFR)酪氨酸激酶抑制剂(TKI)治疗时或治疗后出现疾病进展, 并且经检测确认存在EGFR T790M突变阳性的局部晚期或转移性非小细胞肺癌(NSCLC)成人患者。	25mg(按C <sub>25</sub> H <sub>32</sub> F <sub>3</sub> N <sub>7</sub> O <sub>2</sub> 计)
西药	来瑞特韦片	众生药业	20.93	*		限轻中度新型冠状病毒感染(COVID-19)的成年患者。	0.2g
西药	林普利塞片	瓊黎药业	190.00	*		限既往接受过至少两种系统性治疗的复发或难治性滤泡性淋巴瘤成人患者。	20mg
西药	培莫沙肽注射液	豪森药业	1164.71/ 1980.00	*		限因慢性肾脏病引起的贫血, 包括: 1.未接受红细胞生成刺激剂(ESA)治疗的成人非透析患者; 2.正在接受短效促红细胞生成素治疗的成人透析患者。	0.5ml:2.0mg/ 1ml:4.0mg
西药	氢溴酸氩瑞米德韦片	旺实生物	19.79	*		限轻中度新型冠状病毒感染(COVID-19)的成年患者。	0.1g
西药	拓培非格司亭注射液	特宝生物	3740.00/ 6358.00	2427	61.38%	限前次化疗曾发生重度中性粒细胞减少的患者。	0.5ml:1mg/ 1ml:2mg
西药	先诺特韦片/利托那韦片组合包装	先声药业	15.97			限轻中度新型冠状病毒感染(COVID-19)的成年患者。	先诺特韦片0.375g/利托那韦片0.1g
西药	盐酸凯普拉生片	柯菲平	19.90	5.68	71.46%	限: 1.十二指肠溃疡; 2.反流性食管炎。	10mg
西药	伊鲁阿克片	齐鲁制药	264.44	*		限既往接受过克唑替尼治疗后疾病进展或对克唑替尼不耐受的间变性淋巴瘤激酶(ALK)阳性的局部晚期或转移性非小细胞肺癌(NSCLC)患者。	60mg
中成药	淫羊藿素软胶囊	盛诺基	138.00	17	87.68%	限不适合或患者拒绝接受标准治疗, 且既往未接受过全身系统性治疗的、不可切除的肝细胞癌, 患者外周血复合标志物满足以下检测指标的至少两项: AFP $\geq$ 400ng/mL; TNF- $\alpha$ <2.5pg/mL; IFN- $\gamma$ $\geq$ 7.0pg/mL。	每粒装0.4g(含淫羊藿素100mg)
西药	泽贝妥单抗注射液	江博锐生物	3326.00	*		限CD20阳性弥漫大B细胞淋巴瘤, 非特指性(DLBCL, NOS)成人患者。	10ml:100mg
西药	磷酸瑞格列汀片	恒瑞医药	7.06/ 12.00	*			50mg/ 100mg

资料来源: 国家医保局, 中国银河证券研究院

## （二）多款新药成功出海，授权合作再创新高

近年来受新冠疫情影响，我国居民的诊疗需求呈上升趋势，导致医保基金负担进一步加重，预计未来医保控费政策将更加严格。医保控费使得医药产业中下游直接承压，同时国内本土市场逐渐难以满足日益增多的商业化需求，因此越来越多的国内创新药企业选择将目光投向海外市场。除了向海外直接出售商品，国内药企还可以通过对外出售专利许可（license-out）来开拓海外市场。License-out 一般指国内创新药企业将自己研发完成或正在研发的药品向海外药企出售专利许可，并收取相应的许可费，该费用一般包括首付款、里程碑付款和药品上市后按一定比例的销售分成。通过推进 license-out，国内创新药企业不仅可以收取的授权许可费反哺自身研发投入，还可以向国际社会打响中国医药创新的品牌。2023 年我国创新药企业对外授权合作规模再创历史新高，全年共发生 70 项 license-out 交易，较 2022 年的 44 项增长 32%；已披露的交易总金额超过 465 亿美元，较 2022 年的 276 亿美元增长 69%。

图 3：2017-2023 年中国创新药企业 license-out 交易数量及金额



资料来源：医药魔方，中国银河证券研究院

2023 年 12 月是我国创新药出海的高光时刻，12 月 12 日百利天恒发布公告称，其全资子公司 SystImmune 与百时美施贵宝（BMS）就其 HER3/EGFR 双抗 ADC 达成合作协议；该协议包括 8 亿美元的首付款和高达 5 亿美元的或有近期付款，同时 SystImmune 在实现某些开发、监管和销售业绩里程碑后可获得最高 71 亿美元的额外付款，交易的潜在总价值高达 84 亿美元。此次交易刷新了近年来国内创新药 licence-out 的首付款记录，交易总金额仅次于科伦博泰与默沙东就 7 项临床前 ADC 候选药物达成的 95 亿美元交易，创造了国内创新药单药出海的历史。

紧随其后的 12 月 15 日，和铂医药全资子公司诺纳生物与辉瑞旗下的 Seagen 就靶向人间皮素（MSLN）的 ADC 达成全球授权协议，诺纳生物将获得 5300 万美元的首付款和高达 10.5 亿美元的里程碑付款，同时还有资格从该产品的净销售额中获得高个位数至高十位数不等的特许权使用费。和铂医药通过创新药 license-out 与辉瑞合作，不仅强化了其全球合作网络，还进一步扩大了其技术平台的科研和商业化价值，成为我国创新药出海的典范。

表2：2023 年国内创新药 license-out 总金额超过 10 亿美元的交易汇总（单位：亿美元）

日期	转让方	受让方	项目名称	靶点机制	首付款	里程碑付款	总金额
2023.12.20	翰森制药	GSK	HS-20093	B7H3 ADC	1.85	15.25	17.10
2023.12.15	和铂医药	辉瑞 Seagen	HBM9033	MSLN ADC	0.53	10.50	11.03
2023.12.12	百利天恒	BMS	BL-B01D1	EGFR/HER3 双抗 ADC	8+5	71	84
2023.11.13	传奇生物	诺华	LB2102	DLL3 CAR-T	1	10.1	11.1
2023.11.9	诚益生物	阿斯利康	ECC5004	GLP-1RA	1.85	18.25	20.10
2023.11.6	普米斯	BioNTech	PM8002	PD-1/VEGF 双抗	0.55	10	10.55
2023.10.30	恒瑞医药	默克	HRS-1167; SHR-A1904	PARP1; CLDN18.2 ADC	1.71	14.99	16.70
2023.10.20	翰森制药	GSK	HS-20089	B7H4 ADC	0.85	14.85	15.70
2023.10.16	亨利医药	诺和诺德	Ocedurenone	盐皮质激素受体拮抗剂	/	/	13
2023.10.12	宜联生物	BioNTech	HER3 ADC	HER3 ADC	0.7	/	10
2023.8.14	恒瑞医药	Aiolos Bio	SHR-1905	TSLP	0.22	10.29	10.50
2023.5.7	百力司康	卫材	BB-1701	HER2 ADC	/	20	20
2023.4.13	启德医药	Pyramid Biosciences	GQ1010	TROP2 ADC	0.2	10	10.2
2023.4.3	映恩生物	BioNTech	DB-1303; DB-1311	HER2 ADC	1.7	15	16.7
2023.2.23	康诺亚	阿斯利康	CMG901	CLDN18.2 ADC	0.63	11.25	11.88
2023.1.23	和黄医药	武田	呋喹替尼	VEGF-1/2/3	4	7.3	11.3
2023.1.4	药明生物	GSK	多款 TCE 抗体	单抗	0.4	15	15.4

资料来源：医药魔方，中国银河证券研究院

### （三）重视产业高质量发展，给予创新全链条支持

12 月 16 日，全国政协经济委员会副主任、中国国际经济交流中心常务副理事长毕井泉在中国医药科技论坛的主旨报告中表示：我国生物医药产业开始走上高质量发展的道路，但仍面临诸多困难与挑战，需从研发、转化、准入、生产、使用、支付多环节对生物医药创新给予全链条的支持。

2023 年中央经济工作会议强调高质量发展是当前首要任务，生物医药产业已成为国民经济高质量发展的重要新增长点。近年来，我国吸引了上千名生物医药领域的专业人才回国就业创业，生物医药研发质量已达到国际先进水平，2019 年以来我国创新药在美国获批上市的有 11 个品种，授权合作的平均每年有 30 个品种。创新药数量大幅增加，2011 年以来我国获批上市的创新药有 510 个品种，其中本土企业创新占三分之一；仿制药质量明显提高，截至目前通过一致性评价或按新标准批准的仿制药共 8088 个品规，覆盖 1122 个品种。

我国生物医药产业在高质量发展的过程中，仍面临诸多待解难题。当前生物医药领域存在预期减弱、资本市场低迷、企业融资困难等多方面严峻挑战，这其中既受到全球性周期性变化的影响，也有国内竞争激烈、前期发展存在泡沫等原因，然而最主要的还是创新药同时面临医保准入和医院准入的双重障碍，导致风险投资大幅下降，引发未来创新药成果减少的连锁反应。因此应当给予生物医药创新全链条的支持，营造利于生物医药发展的市场环境。

全链条政策支持主要包括以下几个方面：1) 增加生命科学基础研究的投入，2022 年我国基础研究经费占研发经费的比重为 6.3%，低于欧美等发达国家的 15-20%，仍存在较大提升空间；2) 发挥资本市场功能，鼓励通过股权投资和创业投资促进科技成果转化，为生物医药发展注入动力；3) 完善药品审评审批制度，如缩短临床试验申请等候时间、提高伦理审查效率、公开安全性和有效性数据等，鼓励原创药物的研发创新；4) 研究改革创新药定价办法，把产品的定价权交还给企

业和市场，稳定市场预期同时增强投资者信心；5）研究发挥医保“保大病”的作用，在鼓励生物医药创新和平衡社会医药负担之间找到恰当的平衡；6）破解创新药进入医院的难题，比如取消医院用药数量、一品两规、药占比等限制，鼓励更多医院率先采购创新药；同时为了调动医院的积极性，允许创新药适当加价销售，以弥补医院的经营成本。

## 二、行业数据动态

### （一）医药板块估值处于偏低水平，年初以来表现弱于沪深 300

截至 2023 年 12 月 29 日，医药行业一年滚动市盈率为 28.34 倍，沪深 300 为 10.85 倍。医药股市盈率相对于沪深 300 溢价率当前值为 161.09%，历史均值为 170.18%，当前值较 2005 年以来的平均值低 9.10 个百分点，位于历史偏低水平。2023 年初至 12 月 29 日，申万医药生物指数下跌 7.05%，沪深 300 下跌 12.53%，医药板块相对沪深 300 收益高 5.48 个百分点。

图 4：医药生物指数和沪深 300 滚动市盈率对比

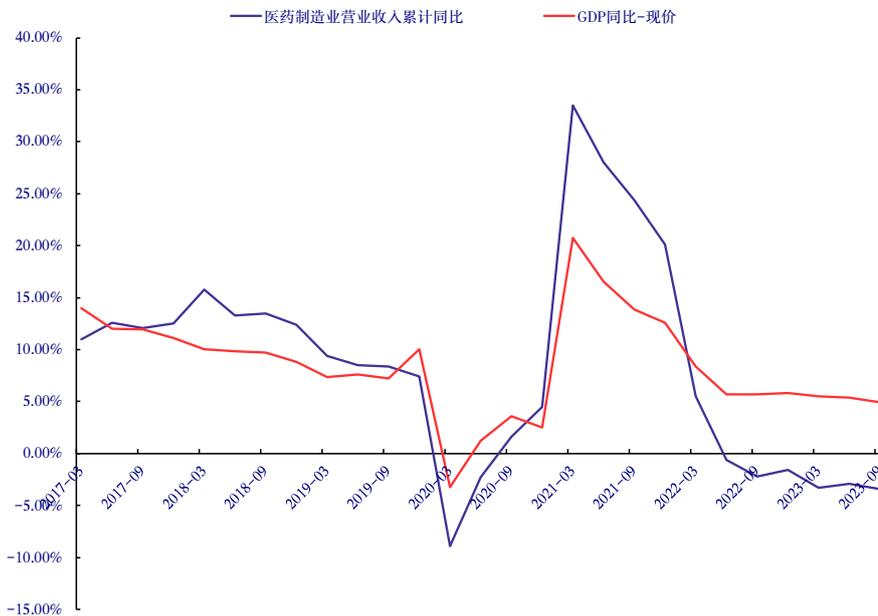


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### （二）医药制造业收入增速受疫情节奏影响出现下滑

近 10 年来，我国人民物质生活的改善，带动了持续不断的医疗升级需求，医药行业常年保持快于 GDP 增速的增长。医疗需求一方面来自于人口增加带来的基本医疗需求，另一方面来自于医疗升级需求带来的人均消费的提高。随着基数增大，我国医药制造业主营增速逐渐放缓，但仍然保持快于 GDP 的增速。同时，17、18 年收入增速提高与两票制下“低开转高开”有较大关系。2020 前三季度受疫情冲击影响，医疗机构作为高风险地区纷纷限制营业，其他传染病也因为防疫措施得到遏制，医药需求出现下滑，医药制造业收入增速大幅回落并低于 GDP 增速，至 2020 年第四季度才再次反超 GDP 现价累计增速。2021 年医药制造业收入增速强劲复苏，且保持高于 GDP 的增速，2022 年以来行业增速再次回落。2023H1 医药制造业收入增速已回落至 -2.90%，主要是由于 2023 年上半年疫情影响以及高基数效应。

图 5：中国医药制造业营业收入和 GDP 累计增速对比（现价计算）

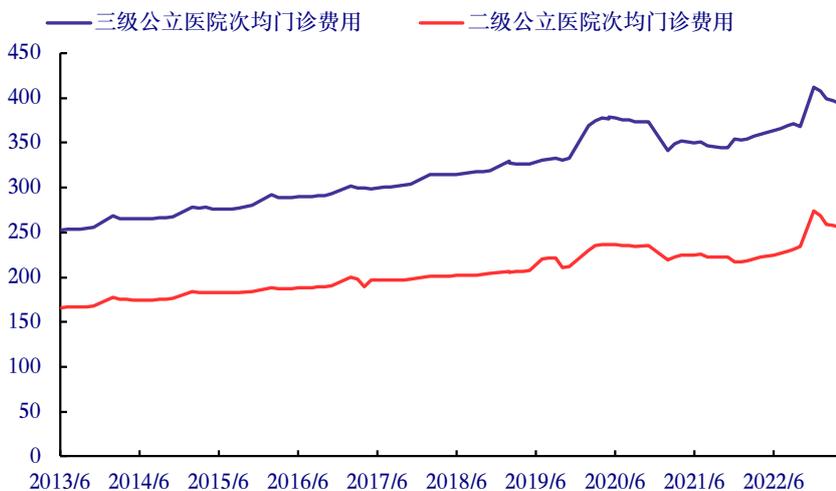


资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

### （三）门诊费用随疫情上升，住院费用得到遏制

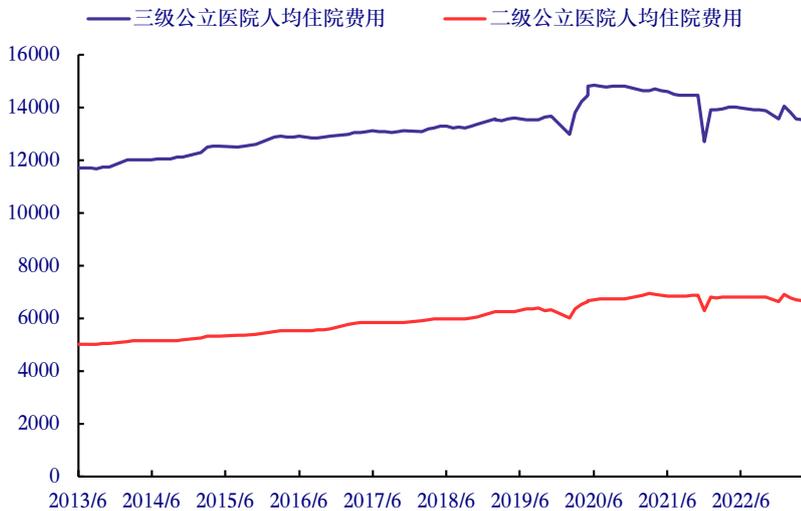
门诊费用受疫情影响加速上升，住院费用上升势头得到遏制。从 2013 年 7 月至 2023 年 5 月，中国三级公立医院和二级公立医院医疗费用统计中，次均门诊费用从 253.2 元和 166.4 元分别提高到 394.0 元和 255.4 元；人均住院费用从 11,702.1 元和 5,010.7 元分别提高到 13,545.2 元和 6,672.0 元。整体而言，门诊费用在疫情严重期间上升较快，剔除疫情影响仍呈现上升趋势；住院费用上升势头得到有效控制，体现了医改控费的效果。

图 6：次均门诊费用统计（元）



资料来源：卫健委，中国银河证券研究院

图 7：人均住院费用统计（元）



资料来源：卫健委，中国银河证券研究院

#### （四）医疗服务量受疫情影响明显

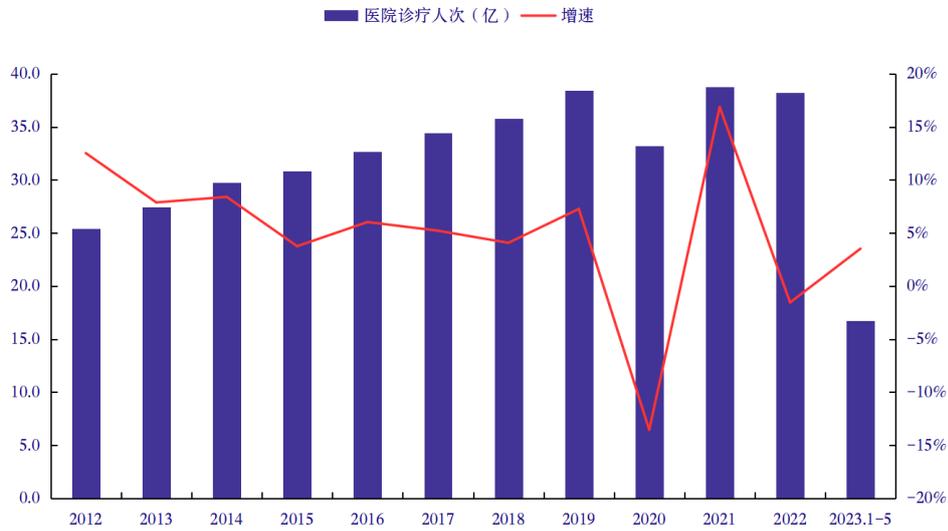
**2023 年 1-5 月医疗服务增速仍受疫情影响。**2023 年 1-5 月 9 达 27.6 亿人次，同比上升 5.9%；出院人数达 1.23 亿人，同比增长 3.5%。自 2016 年至 2019 年，医疗机构服务数据增速维持低位运行。2023 年一季度疫情仍然比较严峻，影响了大量患者就医，因此整体诊疗人数略有下降，住院人数大幅上升则主要是因为大量新冠重症患者需求。

图 8：全国医疗卫生机构总诊疗人次变化情况



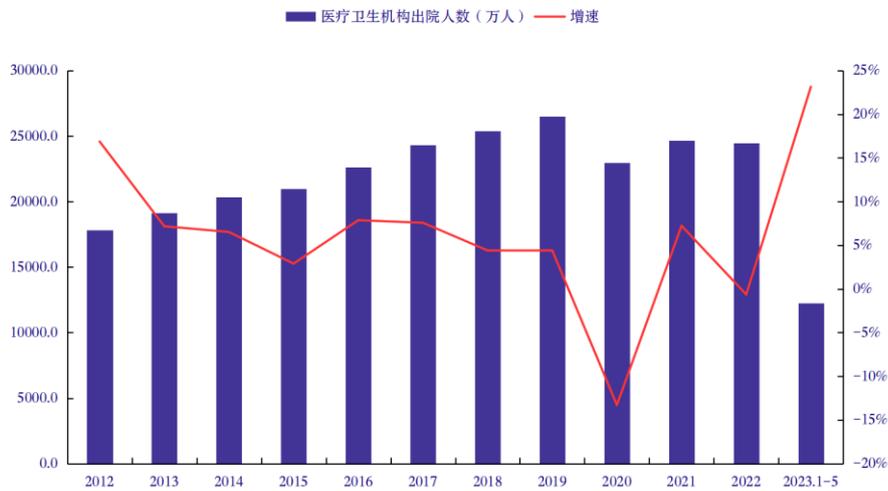
资料来源：卫健委，中国银河证券研究院

图 9：全国医院诊疗人次变化情况



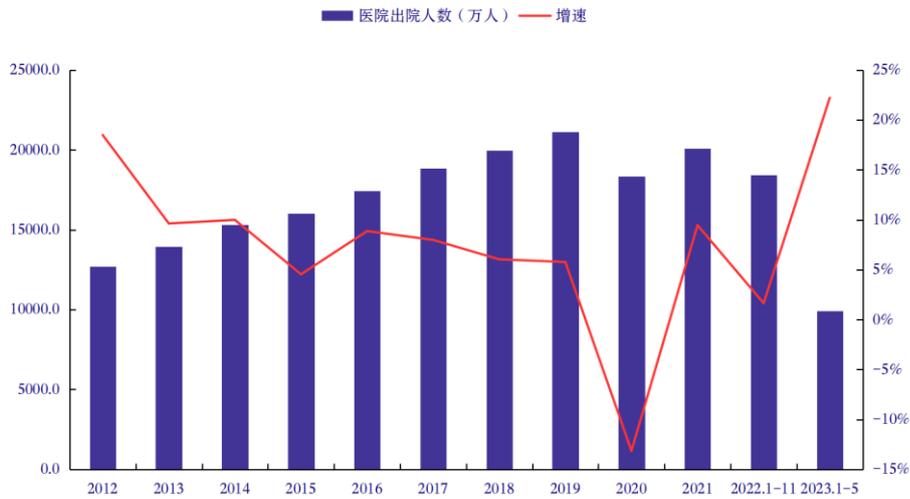
资料来源：卫健委，中国银河证券研究院

图 10：全国医疗卫生机构出院人数变化情况



资料来源：卫健委，中国银河证券研究院

图 11：全国医院出院人数变化情况



资料来源：卫健委，中国银河证券研究院

### （五）医保基金支出大幅增长

2022 年医保收入 30,922.17 亿元，同比增长 7.6%；医保支出 24,597.24 亿元，同比增长 2.3%。2022 年初疫情再次抬头，年末防疫政策调整，医保收支增长再次承压。在疫情严重期间，医保收入增速预计会有较大幅度下滑，主要是因为疫情期间企业经营困难以及“减税降费”等纾困举措；医保支出同比仅微增，尽管医保基金承担了部分新冠疫苗及接种费用，然而疫情期间防疫措施导致医疗机构服务量大幅下滑。

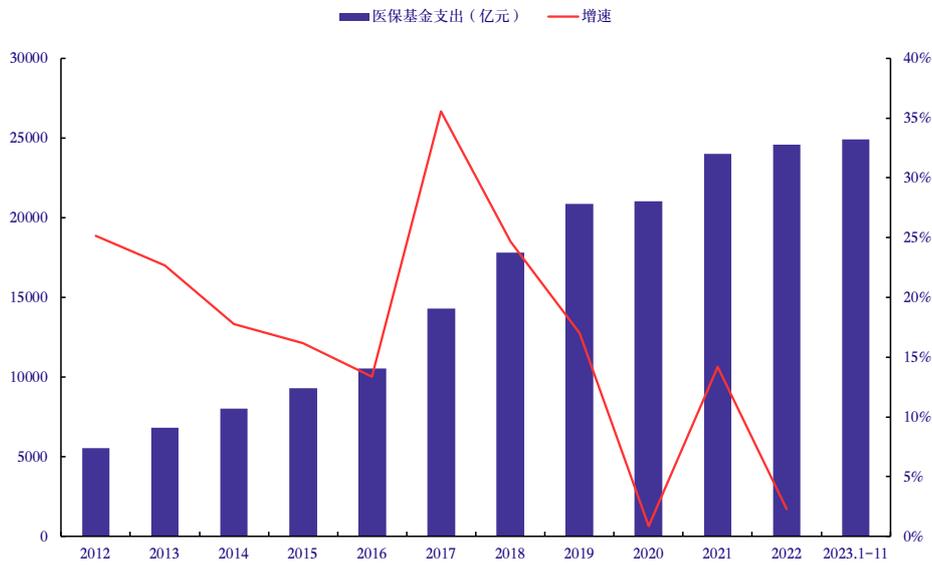
2023 年 1-11 月医保收入 29,362.15 亿元，医保支出 24,910.94 亿元。医保支出大幅增长，一方面是因为新冠及其并发症带来的医疗负担，另一方面是因为防疫结束后正常诊疗需求的复苏。

图 12: 医保基金收入及增速



资料来源：医保局，中国银河证券研究院

图 13：医保基金支出及增速



资料来源：医保局，中国银河证券研究院

### 三、投资建议及重点覆盖的股票

我们建议医药投资着眼长远，布局受益医疗改革，创新型和效率型的长线公司：

- 1) 医药创新产业升级大趋势，重视创新药 0-1 的突破（恒瑞医药、信达生物、荣昌生物等）。
- 2) 管理优良的平台型医药企业（华东医药、科伦药业等）及制剂出口企业（健友股份、普利制药、华海药业等）。
- 3) 国产器械装备的国产替代及海外出口（迈瑞医疗、联影医疗、澳华内镜、安图生物、新产业、万孚生物等）。
- 4) 集采后渗透率提升的高值耗材：心血管（乐普医疗等）、骨科（大博医疗、威高骨科等）、电生理（惠泰医疗、微创电生理-U）。
- 5) 受益于 DRGs 政策不断推进、外包率提升的医学检验服务（金城医学、迪安诊断）。
- 6) 具有产品壁垒的生物制品：需求稳步提升的血制品（天坛生物、上海莱士等）、管线不断丰富的疫苗（康泰生物、智飞生物等）。
- 7) 生命科学上游的国产替代（奥浦迈、纳微科技等）、基因测序技术（华大智造、诺禾致源等）。
- 8) 持续受益于消费升级下的消费医疗及医疗服务领域：体检（美年健康）、眼科（爱尔眼科、爱博医疗、兴齐眼药等）、牙科（通策医疗）、医美（爱美客、华熙生物等）和品牌中药（同仁堂、昆药集团、太极集团）等。
- 9) 医药商业中具有特色业务的公司（上海医药、百洋医药等）。

表3：重点覆盖公司

证券代码	证券简称	当前股价(元)	总市值(亿元)	归母净利润/亿元			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
<b>医疗器械</b>									
300760.SZ	迈瑞医疗	293.47	3558	116.24	141.02	170.38	30.6	25.2	20.9
688271.SH	联影医疗	139.65	1151	20.65	26.35	32.25	55.7	43.7	35.7
300003.SZ	乐普医疗	16.04	302	21.78	26.57	31.92	13.8	11.4	9.5
688139.SH	海尔生物	40.63	129	6.64	8.10	9.78	19.5	15.9	13.2
300633.SZ	开立医疗	46.40	200	4.89	6.39	8.33	40.9	31.3	24.0
688677.SH	海泰新光	51.95	63	2.34	3.06	3.81	27.0	20.7	16.6
688212.SH	澳华内镜	61.62	83	0.92	1.31	1.78	89.7	63.0	46.4
002223.SZ	鱼跃医疗	34.91	350	21.59	24.16	27.03	16.2	14.5	12.9
<b>IVD</b>									
603658.SH	安图生物	56.60	332	13.01	16.24	20.12	25.5	20.4	16.5
300832.SZ	新产业	78.17	614	16.57	20.85	25.14	37.1	29.5	24.4
300463.SZ	迈克生物	15.01	92	4.79	6.99	8.94	19.2	13.2	10.3
300482.SZ	万孚生物	29.64	132	7.01	8.79	11.00	18.8	15.0	12.0
300685.SZ	艾德生物	21.57	86	2.68	3.40	4.25	32.0	25.3	20.2
<b>ICL</b>									
603882.SH	金城医学	59.88	281	12.05	16.19	21.12	23.3	17.3	13.3
300244.SZ	迪安诊断	23.19	145	10.67	13.37	16.71	13.6	10.9	8.7
<b>疫苗血制品</b>									
600161.SH	天坛生物	30.95	510	10.78	13.15	15.27	47.3	38.8	33.4
002007.SZ	华兰生物	21.72	397	15.09	17.67	20.47	26.3	22.5	19.4
002252.SZ	上海莱士	7.64	508	22.35	25.85	29.87	22.7	19.6	17.0
300601.SZ	康泰生物	26.63	297	10.84	15.23	18.56	27.4	19.5	16.0
688319.SH	欧林生物	15.54	63	0.61	1.39	2.26	103.5	45.4	28.0

化药									
600276.SH	恒瑞医药	44.47	2837	47.21	57.15	70.66	60.1	49.6	40.1
000963.SZ	华东医药	40.59	712	29.73	36.53	44.52	24.0	19.5	16.0
002422.SZ	科伦药业	29.31	439	23.71	26.44	32.38	18.5	16.6	13.6
000661.SZ	长春高新	145.43	588	47.99	56.90	66.63	12.3	10.3	8.8
300009.SZ	安科生物	10.32	173	8.74	10.79	13.24	19.8	16.0	13.1
002019.SZ	亿帆医药	15.06	185	3.13	6.98	9.73	59.0	26.5	19.0
603456.SH	九洲药业								
CXO 及制药产业链									
603259.SH	药明康德	22.96	158	443.07	1084.546463	1357.494191	0.4	0.1	0.1
603127.SH	昭衍新药	23.16	208	11.90	15.50	19.90	17.5	13.4	10.5
中药									
600129.SH	太极集团	47.78	266	7.01	9.04	10.89	37.9	29.4	24.4
600422.SH	昆药集团	21.32	162	6.09	7.19	8.54	26.5	22.5	18.9
医美									
300896.SZ	爱美客	285.99	619	18.36	25.47	34.61	33.7	24.3	17.9
688363.SH	华熙生物	65.67	316	12.63	16.13	20.41	25.0	19.6	15.5
商业									
601607.SH	上海医药	16.90	567	64.78	73.11	81.58	8.8	7.8	6.9
600511.SH	国药股份	28.98	219	22.64	25.54	28.15	9.7	8.6	7.8
301015.SZ	百洋医药	35.22	185	6.43	8.10	10.12	28.8	22.9	18.3
服务									
002044.SZ	美年健康	5.94	232.5	6.54	9.12	12.95	35.6	25.5	18.0
生命科学及科研服务									
688114.SH	华大智造	87.01	361.6	2.20	3.61	5.52	164.7	100.3	65.5
688315.SH	诺禾致源	22.39	93	2.17	2.93	3.88	42.9	31.8	24.0
688105.SH	诺唯赞	31.50	126	3.05	4.40	6.29	41.3	28.6	20.0
301080.SZ	百普赛斯	57.84	69	2.29	3.02	3.98	30.3	23.0	17.4

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (盈利预测为银河医药团队预测)

## 四、风险提示

1. 医改政策推进不及预期的风险；
2. 医保控费及集采降价力度超预期的风险；
3. 医疗“新基建”政策落地不及预期的风险；
4. 创新药及创新器械企业融资困难的风险等。

## 图 表 目 录

图 1: 2021-2023 年医保谈判成功率 .....	3
图 2: 2021-2023 年医保谈判成功药品价格降幅 .....	3
图 3: 2017-2023 年中国创新药企业 license-out 交易数量及金额 .....	5
图 4: 医药生物指数和沪深 300 滚动市盈率对比 .....	8
图 5: 中国医药制造业营业收入和 GDP 累计增速对比（现价计算） .....	9
图 6: 次均门诊费用统计（元） .....	9
图 7: 人均住院费用统计（元） .....	10
图 8: 全国医疗卫生机构总诊疗人次变化情况 .....	10
图 9: 全国医院诊疗人次变化情况 .....	11
图 10: 全国医疗卫生机构出院人数变化情况 .....	11
图 11: 全国医院出院人数变化情况 .....	11
图 12: 医保基金收入及增速 .....	12
图 13: 医保基金支出及增速 .....	13

## 表格目录

表 1: 2023 年医保谈判新增 23 款创新药品类.....	4
表 2: 2023 年国内创新药 license-out 总金额超过 10 亿美元的交易汇总（单位：亿美元）.....	6
表 3: 重点覆盖公司 .....	14

## 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**程培**，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，7年医学检验行业+6年医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医疗行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得2022年新财富最佳分析师医药行业第4名、2021年新财富最佳分析师医药行业第5名、上海证券报最佳分析师第2名，2020年新财富最佳分析师医药行业入围，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚羚 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn