

# 系列一创新药中药：蓄势待发，高质量发展

2024年02月05日

## 【投资要点】

- ◆ 随着美联储加息见顶预期，全球医药投融资活动回暖，中国医药 License-out 项目大增，医药行业 SW 指数表现“一波三折”四季度追赶并较好地跑赢沪深 300 指数，预计 Q4 院端诊疗量将实现高增长。
- ◆ 2023 年 1-11 月医药产业利润同比较大下滑，主要原因为上年同期的高基数效应，叠加 2023 年医药反腐对行业营销的影响，预计 2024 年相关影响将逐步出清，工业数据有望同比转正。医药上市公司业绩整体在逐季改善，三季报累计值数据显示医药企业毛利率在改善中。目前主流上市公司的重点品种，多数已经进入集采名单，达到 374 种主要药品，集采利空因素逐渐解除。我国医药反腐工作正从专项突击逐步走向常态化，长期来看有利于医药领域的持续健康发展。
- ◆ 医保基金是我国重要的国民医疗保障，“保基本”的同时正在努力向医药创新支付倾斜。另外，也在医保之外尝试构建多元创新生态，绕开传统单一支付方式寻找多元生存空间，包括商业保险的突破、产品出海等，创建多元创新生态系统。2024 年 1 月 22 日，中共中央办公厅、国务院办公厅联合印发了《浦东新区综合改革试点实施方案（2023-2027 年）》，提出允许生物医药新产品参照国际同类药品定价，支持创新药和医疗器械产业发展。目前我国储备了处于临床后期或商业化阶段的国产创新管线，还有丰富的临床早期管线通过对外 License Out 后快速进入关键临床。
- ◆ 预计受盲目扩张的新药大量上市、资本逃出等因素影响，短期中药材市场行情或现下行，但由于需求的长期增长与劳动力成本上涨，未来几年中药材仍将在高位振荡运行。“三结合”审评证据体系符合中医药特点的中药新药研发模式，有望促进中药审评审批。中药助力零售药店提升客单价。新一轮基药目录调整即将启动，部分中药品种有望获益并实现院内放量。中医药央企国企改革红利有望加速释放。

## 【配置建议】

- ◆ 我们看好中药贴膏龙头企业羚锐制药（600285.SH），谨慎看好中药创新药企业方盛制药（603998.SH）、中药全产业链布局的中国中药（00570.HK），建议关注研发实力强的创新药企业和黄医药（00013.HK）等。

## 【风险提示】

- ◆ 研发进展不达预期；行业政策变化风险；全球投融资不达预期；中药集采大幅降价；中药材价格剧烈波动；

强于大市（维持）

东方财富证券研究所

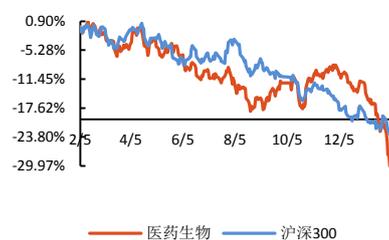
证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：崔晓倩

电话：021-23586309

相对指数表现



相关研究

《骨科器械系列报告一：国采落地常态化，国产关节龙头前景广阔》

2023.12.22

《民营眼科市场广阔，一超多强各显神通》

2023.10.11

《前列腺癌治疗市场：存在大量临床未满足需求，国内二代 AR 抑制剂迭代空间大》

2023.07.12

《软镜破壁替代正当时，国内厂商露锋芒》

2023.02.20

《连锁医疗比较研究（眼科、口腔、体检）：潜力巨大，未来可期》

2022.12.30

## 正文目录

1. 医药行业历经风雨锤炼	4
1.1. 医药工业数据同比下滑	6
1.2. 从 TOP20 企业看行业变化	7
1.3. 医药反腐利于行业持续健康发展	8
1.4. 国家集中采购常态化利空逐渐解除	10
1.5. 医保目录调整保基本促创新	11
2. 医药行业终将扬帆启航	12
2.1. 创新+出海，踏浪前行	12
2.2. 中医药，行稳致远	14
3. 配置建议	21
4. 风险提示	22

## 图表目录

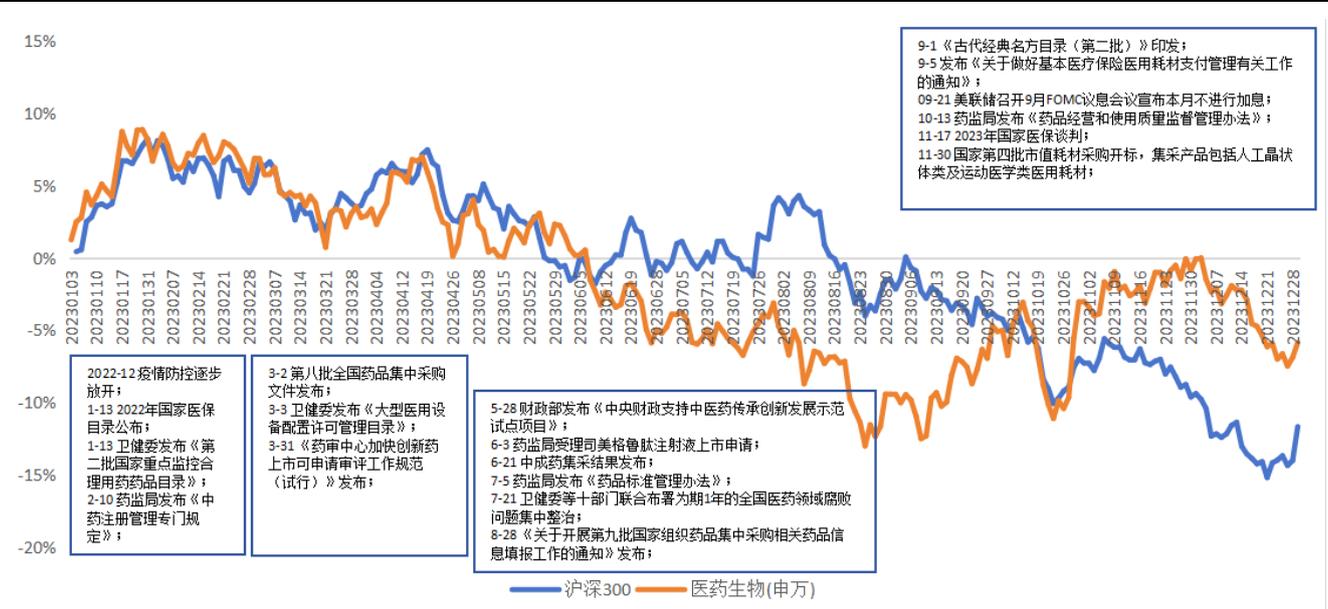
图表 1: 医药生物 (SW) 行业和沪深 300 指数表现对照图	4
图表 2: 全国医疗卫生机构诊疗人次 (亿人次, %)	4
图表 3: 眼科、医美服务恢复较快增长 (亿元, %)	4
图表 4: 医药 SW 行业指数年度表现 (%)	5
图表 5: 医药 SW 行业各子行业年度表现 (%)	5
图表 6: 我国基本医疗保险参保人数 (万人)	5
图表 7: 我国基本医保 (含生育) 基金收支 (万亿元, %)	5
图表 8: 上市公司业绩表现情况 (累计值)	6
图表 9: 上市公司业绩表现情况 (单季度)	7
图表 10: 医药 SW 行业各子板块毛利率 (%)	7
图表 11: 医药 SW 行业各子板块净利率 (%)	7
图表 12: 2023 年 A 股市值 TOP20 医药企业	8
图表 13: 2023 年医药反腐风暴深入开展行业系统治理	9
图表 14: 医药上市公司期间费用率变化 (%)	9
图表 15: 国家历次药品集中采购情况	10
图表 16: 历年新增品种医保谈判平均降幅 (%)	11
图表 17: 中国创新药海外商业化	12
图表 18: 中国创新药 License Out 交易再创新高	13
图表 19: 2023 年中国创新药 License Out 交易 TOP15 (亿美元)	13
图表 20: FDA CDER 批准新药疾病领域分布 (%)	14
图表 21: FDA FIG 药物类型分布 (%)	14
图表 22: 我国医药各板块产值增长预测 (亿元)	15
图表 23: 国家历次基药目录调整情况	16
图表 24: 2016-2022 年我国中药材生产基地合作社增长 (万家, %)	16
图表 25: 2021 年历史价格低于地板价偏离比例 TOP40 (%)	16
图表 26: 2022-2023 年中药材价格涨幅明显品种	17
图表 27: 预计中药材中长期仍将高位振荡	17
图表 28: 我国医疗门诊与中医门诊量对比 (亿人次, %)	17
图表 29: 我国中医馆增长情况 (家, %)	17
图表 30: 医院中成药占比增长较快的治疗领域 (%)	18

图表 31: 2017-2023H1 医院各治疗领域中西医占比 (%) .....	18
图表 32: 等级医院中成药 Rx 头部品种增长 .....	18
图表 33: 等级医院中成药 OTC 头部品种增长 .....	18
图表 34: 我国中药-零售市场季度销售规模增长 (亿元, %) .....	19
图表 35: 中药助力零售药店提升客单价 .....	19
图表 36: 中药持续保持较高毛利水平 .....	19
图表 37: 全国/各省市中成药集采情况 .....	19
图表 38: 中央企业经营指标体系变化 .....	20
图表 39: 行业主要关注公司 .....	22

## 1. 医药行业历经风雨锤炼

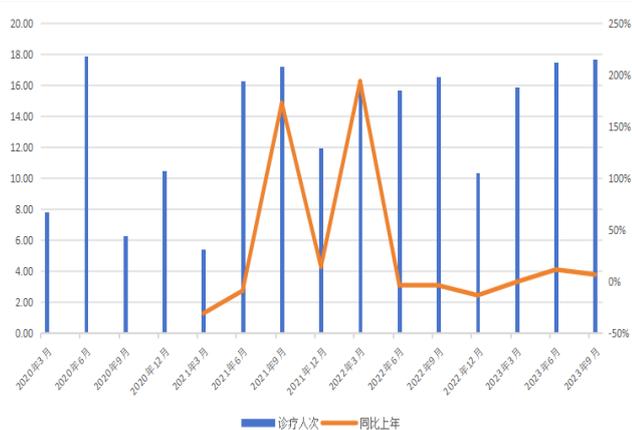
2022 年 12 月全国疫情防控逐步放开，市场形成疫后复苏预期，沪深 300 指数与医药生物（申万）行业指数均保持稳步提升趋势；2023Q1 国内医院端诊疗量逐步恢复，尤其眼科、医美等恢复较快增长，但 Q2 诊疗量复苏情况不及预期，医药生物 SW 指数表现整体不及沪深 300 指数；第八批、第九批全国药品集采推进，中成药集采结果公布，叠加 7 月底医疗反腐行动开展，医药行业各板块承压，加上积压需求逐步消化及上年同期基数较高等原因，Q3 诊疗量增速有所放缓，医药生物 SW 指数表现与沪深 300 拉开较大差距；上半年中药板块有较好表现。2023 年 9 月以来，随着板块估值持续消化及不利因素逐步出清，减肥药概念（GLP-1 类药物）火热推高医药行业投资热度，医药底部反弹趋势明显，医药行业景气度持续回升。随着美联储加息见顶预期，全球医药投融资活动回暖，中国医药 License-out 项目大增，医药行业 SW 指数表现追赶并较好地跑赢沪深 300 指数，预计 Q4 院端诊疗量将在低基数之上实现高增长。

图表 1：医药生物（SW）行业和沪深 300 指数表现对照图



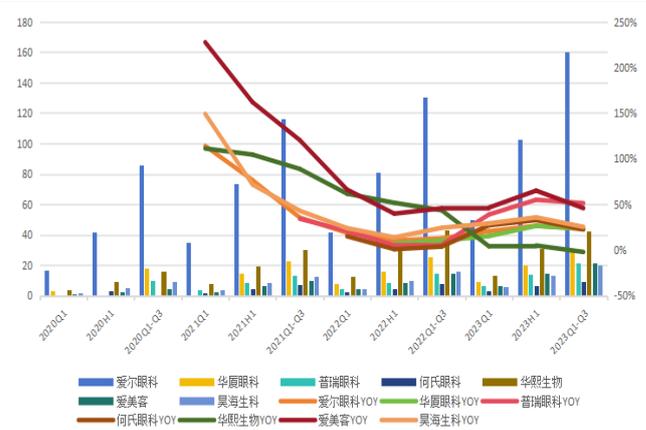
资料来源：Choice 指数数据浏览器，中国政府网，国家医保局，卫生健康委，国家药监局，腾讯网，东方财富证券研究所

图表 2：全国医疗卫生机构诊疗人次（亿人次，%）



资料来源：Choice 中国宏观数据，央视网，东方财富证券研究所

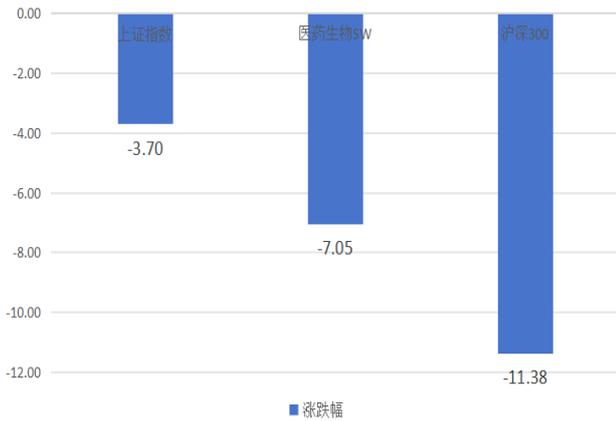
图表 3：眼科、医美服务恢复较快增长（亿元，%）



资料来源：Choice 数据浏览器，东方财富证券研究所

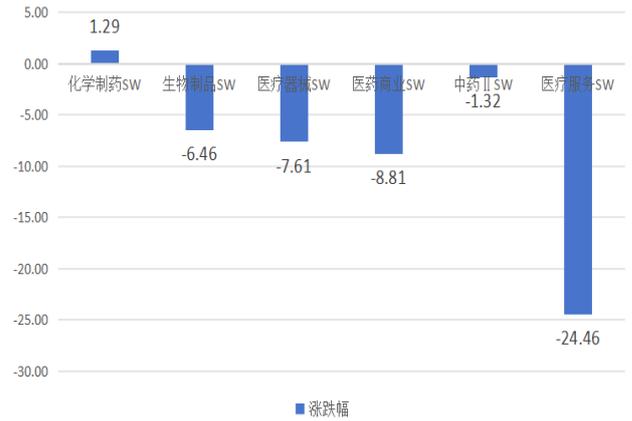
根据国家卫健委数据，2023 年 1-9 月我国医疗卫生机构总诊疗人次数为 51.1 亿，其中前三季度总诊疗人次数分别为 15.9 亿、17.5 亿、17.7 亿，就诊人次逐季增加，前三季度诊疗量同比增长 6.0%。2023 年，医药（SW）行业指数累计下跌 7.05%，跑赢 HS300 指数（-11.38%）而跑输上证指数（-3.70%），涨跌幅在 31 个 SW 子行业中排名 16。各子行业来看，2023 年化学制药为唯一收正的子板块，其次是中药具有相对抗跌性，而医疗服务板块下滑较严重。

图表 4：医药 SW 行业指数年度表现 (%)



资料来源：Choice 指数数据浏览器，东方财富证券研究所

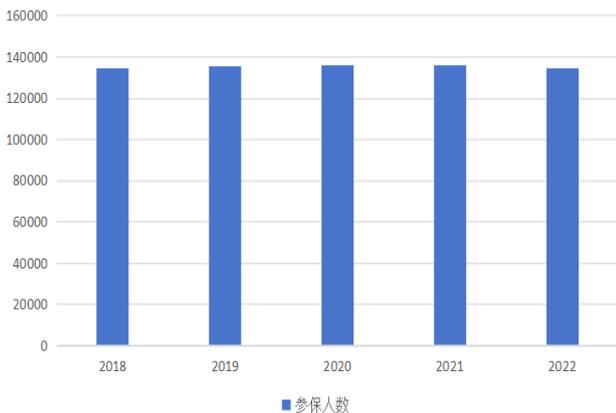
图表 5：医药 SW 行业各子行业年度表现 (%)



资料来源：Choice 指数数据浏览器，东方财富证券研究所

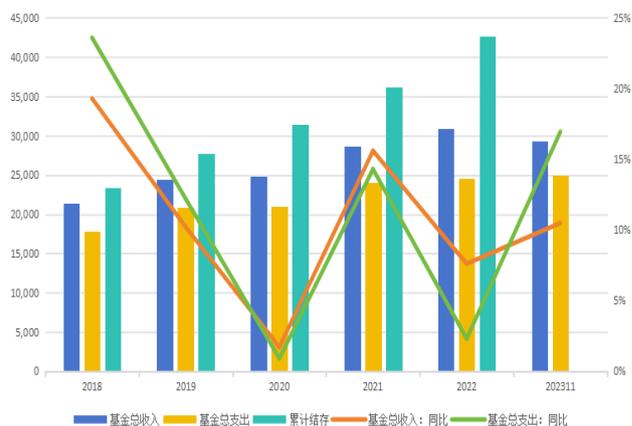
2022 年底，我国基本医疗保险参保人数达到 13.46 亿人，参保率稳定在 95% 以上。2022 年，全国基本医保（含生育）基金总收入 30922.17 亿元，同比 +7.6%；全国基本医保（含生育）基金总支出 24597.24 亿元，同比增长 2.3%；全国基本医保（含生育）累计结存 42639.89 亿元。2023 年 1-11 月，全国基本医保（含生育）基金总收入增速低于总支出增速，医保基金在我国国民医疗保障方面扮演重要角色。

图表 6：我国基本医疗保险参保人数 (万人)



资料来源：国家医保局，东方财富证券研究所

图表 7：我国基本医保(含生育)基金收支(万亿元, %)



资料来源：国家医保局，东方财富证券研究所

### 1.1. 医药工业数据同比下滑

根据国家统计局数据，2023 年 1-11 月份全国规模以上工业企业营业收入同比+1.0%，利润总额同比-4.4%；医药制造业企业营收同比-3.2%，利润总额同比-15.9%。医药产业利润同比较大下滑，主要原因为上年同期受益于疫情所发生的收入和利润的高基数效应，叠加 2023 年医药反腐对行业营销的影响，预计 2024 年相关影响将逐步出清，工业数据有望同比转正。

从上市公司数据来看，2023 年前三季度，医药上市企业实现营业收入 18559.13 亿元，同比+1.44%；实现归母净利润 1675.71 亿元，同比-19.24%。其中中药、化学制药板块的营收和归母净利润均实现正增长，但由于核酸检测类需求大幅下降医疗器械板块下滑较大。从单季度来看，2023 年前三季度营收同比+2.32%/5.51%/-3.31%，归母净利润同比-25.60%/-11.99%/-18.36%，业绩整体趋势在逐季改善，三季度出现下滑与上年同期高基数不无关系。盈利能力上，三季报累计值数据显示医药企业毛利率在改善中。

图表 8：上市公司业绩表现情况（累计值）

	营业收入（亿元）					归母净利润（亿元）				
	2019	2020	2021	2022	2023Q3	2019	2020	2021	2022	2023Q3
原料药	886.59	916.81	1067.62	1136.70	819.91	111.50	131.34	123.10	132.57	85.03
同比	8.86%	3.41%	16.45%	6.47%	-1.92%	82.28%	17.79%	-6.27%	7.69%	-24.70%
化学制剂	3799.08	3698.60	3991.08	4101.91	3113.07	227.72	275.81	302.80	312.25	287.77
同比	12.42%	-2.64%	7.91%	2.78%	2.56%	-6.10%	21.11%	9.79%	3.12%	6.99%
中药	3289.52	3191.98	3339.49	3464.04	2776.11	253.17	300.04	342.01	276.90	330.21
同比	12.18%	-2.97%	4.62%	3.73%	9.35%	-10.72%	18.51%	13.99%	-19.04%	32.25%
生物制品	813.66	965.96	1271.33	1422.09	1140.79	156.75	250.59	344.87	305.85	249.91
同比	16.44%	18.72%	31.61%	11.86%	7.10%	38.05%	59.86%	37.62%	-11.31%	-3.46%
医药商业	7284.24	7747.18	8627.18	9371.21	7566.95	156.82	193.00	197.41	184.46	168.07
同比	17.52%	6.36%	11.36%	8.62%	9.16%	-2.46%	23.07%	2.29%	-6.56%	-1.28%
医疗器械	1383.02	2186.05	2634.31	3201.39	1760.03	207.72	567.08	672.96	792.13	330.03
同比	16.61%	58.06%	20.51%	21.53%	-28.31%	24.68%	173.00%	18.67%	17.71%	-55.50%
医疗服务	910.42	1123.90	1441.38	1921.61	1382.27	30.33	161.82	203.10	280.24	224.69
同比	13.99%	23.45%	28.25%	33.32%	-3.52%	-53.58%	433.61%	25.51%	37.98%	-17.60%
总计	18366.53	19830.47	22372.39	24618.96	18559.13	1144.02	1879.68	2186.26	2284.41	1675.71
同比	14.73%	7.97%	12.82%	10.04%	1.44%	4.62%	64.31%	16.31%	4.49%	-19.24%

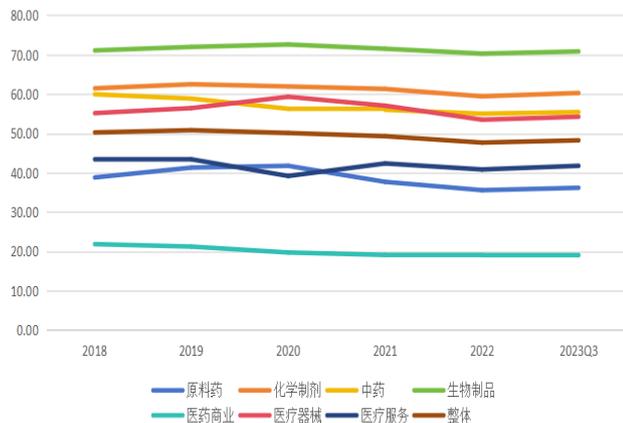
资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所。注：剔除百奥泰、百奥泰、君实生物-U、康希诺、百济神州-U、荣昌生物、智翔金泰-U、神州细胞-U、康乐卫士、诺思兰德、ST 康美、迈威生物、亚虹医药-U、迪哲医药-U、首药控股-U、前沿生物-U、泽璟制药-U、海创药业-U、盟科药业-U、益方生物-U、诺诚健华-U、艾力斯 2020 年及之前数据；下同。

图表 9：上市公司业绩表现情况（单季度）

	营业收入（亿元）					归母净利润（亿元）				
	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
原料药	273.20	300.75	290.97	271.82	257.13	28.43	19.65	31.79	31.44	21.81
同比			4.62%	-4.50%	-5.88%			-21.69%	-28.38%	-23.30%
化学制剂	1035.73	1066.50	1070.87	1049.63	988.89	83.74	43.29	104.48	98.18	85.11
同比			5.90%	6.55%	-4.52%			11.15%	7.62%	1.64%
中药	833.32	925.06	1006.80	929.14	836.39	79.08	33.99	139.10	107.92	85.73
同比			14.28%	13.66%	0.37%			52.91%	33.09%	8.40%
生物制品	369.84	356.96	340.52	372.41	427.85	83.89	46.99	82.66	81.80	85.45
同比			4.61%	0.70%	15.68%			-7.43%	-4.52%	1.86%
医药商业	2442.87	2439.27	2586.00	2559.59	2421.35	51.13	14.21	59.11	62.05	46.90
同比			15.47%	13.78%	-0.88%			23.25%	-12.80%	-8.27%
医疗器械	704.24	746.16	594.47	607.48	558.08	185.73	50.49	109.31	126.39	94.33
同比			-41.61%	-17.11%	-20.75%			-70.38%	-32.34%	-49.21%
医疗服务	509.14	487.68	436.42	465.93	474.47	97.55	15.08	65.12	83.84	78.30
同比			1.72%	-4.83%	-6.81%			2.97%	-25.38%	-19.73%
总计	6168.35	6322.38	6326.04	6256.00	5964.17	609.56	223.71	591.55	591.63	497.63
同比			2.32%	5.51%	-3.31%			-25.60%	-11.99%	-18.36%

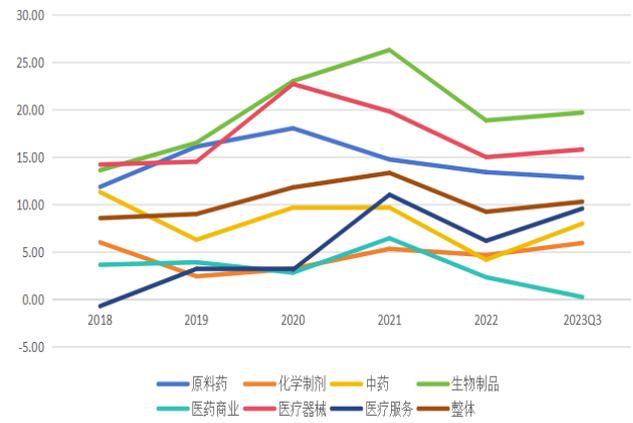
资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

图表 10：医药 SW 行业各子板块毛利率（%）



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

图表 11：医药 SW 行业各子板块净利率（%）



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

## 1.2. 从 TOP20 企业看行业变化

从 2023 年 A 股医药企业总市值 TOP20 名单来看，多家企业的市值相较于 2022 年都普遍下滑，进入前 10 名的门槛也再次低于 1000 亿元人民币。虽然医药上市公司市值 TOP20 名单变动幅度不小，但 TOP10 名单整体变化并不大，TOP3 企业依然是迈瑞医疗、恒瑞医药和药明康德。从企业类型来看，TOP10 医药企业主要有生物制品 3 家、医疗服务（含 CXO）2 家、中药 2 家、医疗器械 2 家、化学制药 1 家。2023 年跨进千亿市值门槛的企业共有 8 家，相较于 2022 年少了 1 家。

图表 12：2023 年 A 股市值 TOP20 医药企业

序号	证券简称	2023 年总市值 (亿元)	2022 年总市值 (亿元)	市值变化 (亿元)	2023 年市值排名	2022 年市值排名	细分领域
1	迈瑞医疗	3,523.35	3,830.95	-307.60	1	1	医疗器械
2	恒瑞医药	2,885.22	2,457.83	427.39	2	2	化学制药
3	药明康德	2,160.07	2,398.02	-237.95	3	3	CXO
4	百济神州-U	1,882.75	1,788.30	94.44	4	5	生物制品
5	爱尔眼科	1,475.75	2,229.75	-753.99	5	4	医疗服务
6	智飞生物	1,466.64	1,405.28	61.36	6	8	生物制品
7	片仔癀	1,459.97	1,740.33	-280.36	7	6	中药
8	联影医疗	1,129.18	1,458.59	-329.42	8	7	医疗器械
9	万泰生物	952.80	1,147.99	-195.19	9	9	生物制品
10	云南白药	883.16	976.77	-93.62	10	10	中药
11	同仁堂	736.48	612.77	123.71	11	19	中药
12	华东医药	727.38	820.87	-93.49	12	13	化学制药
13	复星医药	668.90	941.67	-272.77	13	11	化学制药
14	上海医药	619.56	659.13	-39.57	14	16	医药商业
15	新产业	614.43	394.16	220.27	15	33	医疗器械
16	长春高新	589.99	673.66	-83.67	16	15	生物制品
17	百利天恒-U	561.00		561.00	17	--	化学制药
18	上海莱士	531.64	427.37	104.27	18	29	生物制品
19	新和成	524.22	579.55	-55.33	19	20	原料药
20	康龙化成	517.80	809.93	-292.13	20	14	CXO

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所。注：总市值按照当年最后一个交易日收盘计算。

恒瑞医药是 2023 年 TOP20 名单里市值增长最多的企业，其市值相较于 2022 年增长了 427 亿元，主要得益于公司发力 BD、创新产品上市和业绩的持续增长。过去一年，TOP20 名单中仅有 7 家企业的总市值实现了增长，而 2023 年初刚在科创板上市的百利天恒，则在年末直接冲进了前 20 名。凭借双抗 ADC、四抗等创新产品，以及年末与 BMS 达成的一笔潜在总交易金额可达 84 亿美金的 BD 交易，百利天恒股价当年上涨了 264%，市值超过 560 亿元，仅次于长春高新，位列第 17 位。另外，年度排名上升较多的企业，还有同仁堂市值排名上升了 8 名、新产业上升了 18 名、上海莱士上升了 11 名。行业进入价值调整期，医药行业市值 TOP20 阵营也随之发生变化，但从头部稳定企业的表现来看，创新和出海依然是公司硬核实力。

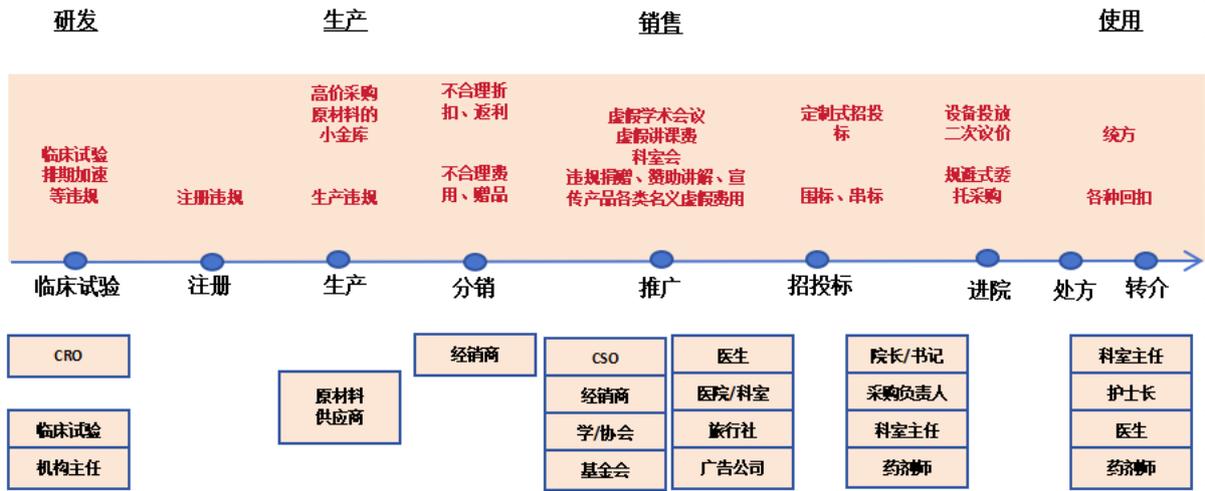
### 1.3. 医药反腐利于行业持续健康发展

我国医药反腐工作要追溯到上世纪 90 年代，至今有 30 年的历史。国家针对医药相关领域可能涉及到的商业贿赂、企业行贿等问题进行了系统规范，通过各种法律法规手段打击违法行为。我国医药反腐工作正从专项突击逐步走向常态化。

2023 年 5 月 10 日，国家十四部委联合发布了《2023 年纠正医药购销领域

和医疗服务中不正之风工作要点》，重点提出整治医药产品销售采购中的不正之风问题；7月12日，国家卫健委等十部门联合召开视频会议，部署开展为期一年的全国医药领域腐败问题集中整治工作；7月28日，中央纪委国家监委召开动员会，部署纪检监察机关配合开展相应集中整治工作。此次医药反腐风暴重在深入开展医药行业全领域、全链条、全覆盖的系统治理，针对“关键少数”、“关键岗位”的腐败问题进行重点突破，进一步形成高压态势，推进“不敢腐、不能腐、不想腐”。中长期来看，医药反腐有利于推动行业各个环节的规范化，对促进公平竞争和企业创新具有积极影响，有利于医药领域的持续健康发展。

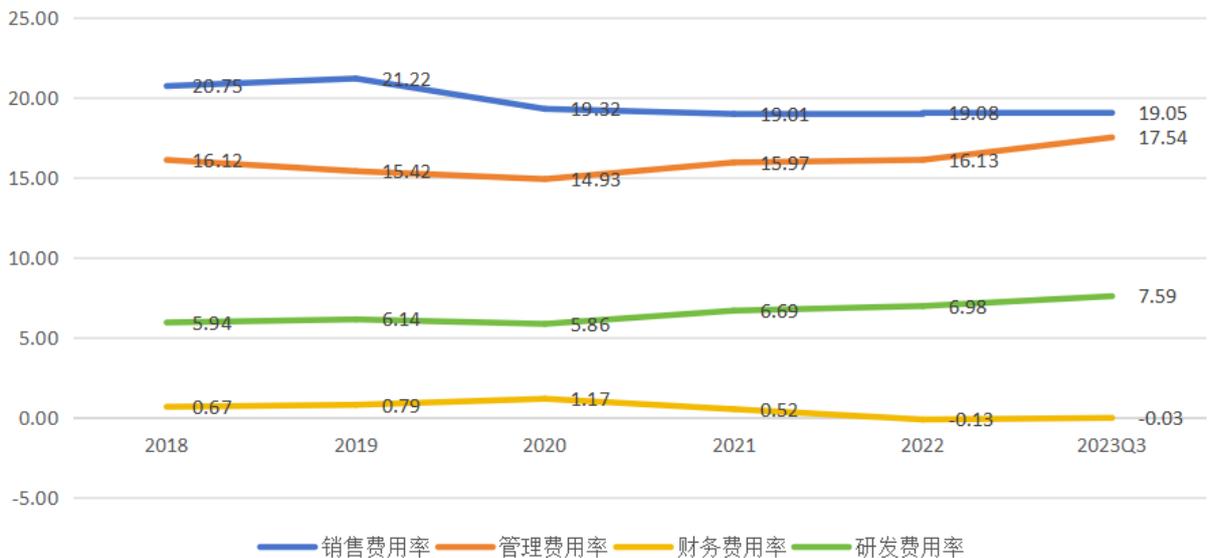
图表 13：2023 年医药反腐风暴深入开展行业系统治理



资料来源：医药魔方，《重磅：2023 年医药反腐热点“十问十答”》，东方财富证券研究所

财报内，销售费用是 2023 年医药反腐重点关注的内容，其可能包含产品推广、服务花销等多种隐形费用。随着近些年医药反腐力度逐渐加大，上市医药公司的销售费用率逐步降低。2023 年三大交易所纷纷发布了对拟上市医药企业开展的销售和推广活动合规性的 IPO 审核重点关注事项。2023 年撤回 IPO 申请的 19 家医药企业，其中 9 家 2021 年销售费用率超过医药制造业平均值。

图表 14：医药上市公司期间费用率变化 (%)



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

#### 1.4. 国家集中采购常态化利空逐渐解除

从 2018 年的第一次“4+7”集采至今，全国药品集采已进行了九轮，历次平均降幅一般稳定在 50%-60%左右。集采常态化已成为市场共识。2023 年 11 月 6 日，第九批国家组织药品集中带量采购在上海产生拟中选结果。此次集中采购企业中选率高，群众减负效果好，实现了“降负担、促发展、保供应”多重目标平衡。此次集采有 41 种药品采购成功，拟中选药品平均降价 58%，预计每年可节约药费 182 亿元。医药企业积极参与本次集采，262 家企业的 382 个产品参与投标。205 家企业的 266 个产品获得拟中选资格，其中包括 200 家国内药企的 260 个产品，5 家国际药企的 6 个产品（1 个原研药+5 个进口仿制药），投标企业拟中选比例约 78%，平均每个品种有 6.5 家企业拟中选。此次集采在规则上有一个显著变化：中选药品采购周期接近 4 年，为国家药品集采以来最长的药品采购周期。目前主流上市公司的重点品种，多数已经进入集采名单，达到 374 种主要药品，集采利空因素逐渐解除。

图表 15：国家历次药品集中采购情况

药品				
药品集采批次	省份/城市	纳入品种	平均降价幅度	预计每年节省费用
首批 4+7	11 个	25 种	-52%	58 亿元
首批 4+7 扩围	25 个	25 种	-59%	--
国采第二批	全国	32 种	-53%	11 亿元
国采第三批	全国	55 个	-53%	195 亿元
国采第四批	全国	45 种	-52%	124 亿元
国采第五批	全国	61 种	-56%	255 亿元
国采第六批	全国	16 种	-48%	90 亿元
国采第七批	全国	60 种	-48%	185 亿元
国采第八批	全国	39 种	-56%	167 亿元
国采第九批	全国	41 种	-58%	182 亿元
高值耗材				
	第一批	第二批	第三批	第四批
集采对象	冠脉支架	人工关节	骨科脊柱类耗材	人工晶体/运动医学类
时间	2020/10	2021/6	2022/9	2023/9
平均降价幅度	-93%	-82%	-84%	70%
预计每年节省费用	109 亿元	164 亿元	260 亿元	106 亿元

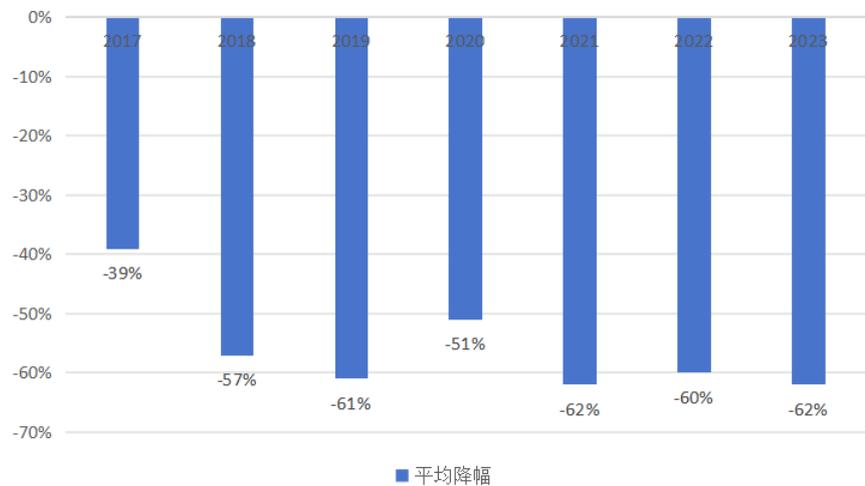
资料来源：国家医保局，中国政府网，健康界，东方财富证券研究所

自 2020 年，国家医保局已累计完成三批高值医用耗材带量采购，包括冠脉支架、骨科人工关节和脊柱类耗材，集采后相关产品平均降幅超过 80%。坚持一品一策原则开展新批次高值医用耗材集采。2023 年 9 月 14 日，国家组织高值医用耗材联合采购办公室公告：第四批国家高值耗材集采目录名单锁定在人工晶体和骨科运动医学类，包括带线铆钉、固定钉、固定板、修复用缝线、免打结铆钉、软组织重建物、骨类重建物品、人工晶体和粘弹剂共 9 种耗材 31 种细分产品。2023 年 11 月 30 日，第四批高值医用耗材集采在天津开标，并产生拟中选结果：覆盖人工晶体、运动医学相关高值医用耗材 30 个品种，拟中选产品平均降价 70%左右。

### 1.5. 医保目录调整保基本促创新

2023 年国家医保药品目录调整工作顺利结束，共有 126 个药品新增进入国家医保药品目录。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 84.6%，平均降价 61.7%，成功率和价格降幅均与 2022 年基本相当。由此，国家医保药品目录内药品总数达到 3088 种，其中西药 1698 种、中成药 1390 种；中药饮片仍为 892 种。其中有 25 个创新药参加了 2023 年医保谈判，谈成 23 个，成功率高达 92%。与整体水平相比，创新药谈判成功率高 7.4 个百分点，平均降幅低 4.4 个百分点。

图表 16: 历年新增品种医保谈判平均降幅 (%)



资料来源：国家医保局，健康界，东方财富证券研究所

国家医保局牢牢把握“保基本”的功能定位，将基金承受能力作为必须坚守的“底线”，着力满足广大参保人的基本用药需求；完善续约规则，初步建立基本覆盖新药全生命周期的支付标准形成机制，加大对医药创新的支持力度。国家医保局成立以来，已连续 6 年开展药品目录调整工作，累计将 744 个药品新增进入国家医保药品目录，同时将一批疗效不确切、临床易滥用的或被淘汰的药品调出目录，引领药品使用端产生深刻变化。中国药学会相关统计结果显示，自 2018 年以来，医保药品在医疗机构药品使用占比逐年上升，主导地位进一步巩固，临床用药合理性得到积极改善；同时，创新药进入医保速度明显加快，常用药品价格水平显著下降，重大疾病和特殊人群用药保障水平大幅提升，显著降低了群众用药负担。

医保之外构建多元创新生态。近些年，有多款创新药有资格参与医保谈判却选择放弃，也有国产创新药参与谈判但未纳入医保目录的。尽管未进医保，但多个目录外 PD-1/L1 销售表现亮眼。2022 年恩沃利单抗（思路迪/康宁杰瑞/先声药业）和派安普利单抗（康方生物）年销售额分别达到 5.67 亿和 5.58 亿，复宏汉霖的斯鲁利单抗 2022 年上市 9 个月收入 3.39 亿元。绕开传统单一支付方式寻找多元生存空间，包括商业保险的突破、产品出海以及各种企业赠药政策等，创建多元创新生态系统。2024 年 1 月 22 日，中共中央办公厅、国务院办公厅联合印发了《浦东新区综合改革试点实施方案（2023-2027 年）》，提出允许生物医药新产品参照国际同类药品定价，支持创新药和医疗器械产业发展。

## 2. 医药行业终将扬帆启航

### 2.1. 创新+出海，踏浪前行

随着百济神州的泽布替尼、传奇生物的西达基奥仑赛、君实生物的特瑞普利单抗、和黄医药的呋喹替尼、亿帆医药的艾贝格司亭 $\alpha$ 注射液等中国创新药陆续在美国获批上市，全球医药龙头企业看到了中国创新药产业的发展实力，并与中国传统大药企及 Biotech 公司多方位 BD 合作加深信任。2023 年我国有 6 款新药获得 FDA 批准上市（包括生物类似物、改良新药），超过了过去几十年累计 FDA 获批的国产新药总和。目前我国储备了处于临床后期或商业化阶段的国产创新管线，还有丰富的临床早期管线通过对外 License Out 后快速进入关键临床。

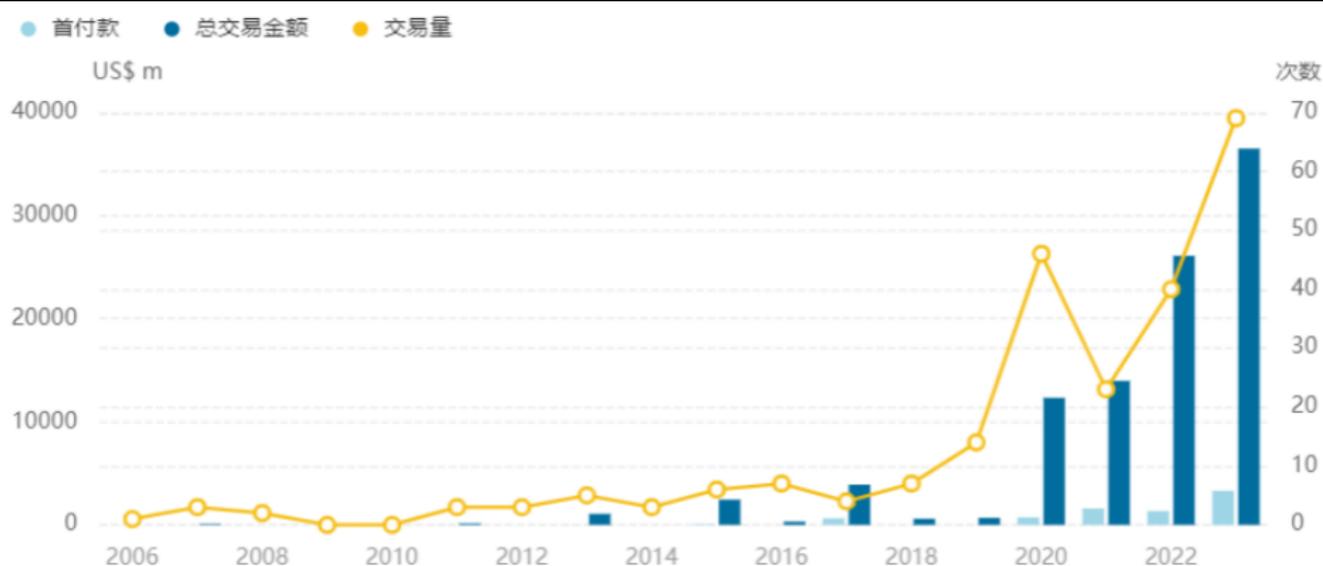
图表 17：中国创新药海外商业化

公司	药物	所处阶段	授权方	公司	药物	所处阶段	授权方
百济神州	泽布替尼	上市	百济	百济神州	PD-1	申报上市	百济
金斯瑞生物科技	CARVYKI	上市	强生/传奇	百奥泰	乌司努单抗生物类似物	全球 III 期	Hikma
天济医药	本维莫德乳膏	上市	Dermavant	百济神州	BCL-2+BTK	全球 III 期	百济
和黄医药	呋喹替尼	上市	武田	荣昌生物	April/BLyS	海外 III 期	荣昌
君实生物	特瑞普利单抗	上市	Coherus	海思科	环泊酚	海外 III 期	海思科
亿帆医药	艾贝格司亭 $\alpha$ 注射液	上市	Acrotech	康方生物	PD-1/VEGF 双抗	海外 III 期	Summit
百奥泰	贝伐珠生物类似物 托珠单抗类似物	上市	山德士 Biogen	科伦博泰	Trop2 ADC	海外 III 期	默沙东
绿叶制药	利培酮缓释微球	上市	绿叶	和誉医药	CSF-1R 抑制剂	全球 III 期	默克
复宏汉霖	PD-1 单抗	上市	KGbio	创胜集团	GLDN18.2 单抗	全球 III 期	创胜集团
甘李药业	甘精、门冬、赖脯胰岛素	申报上市	山德士	亚盛医药	BCL-1+BTK/CD20	全球 III 期	阿斯利康
复宏汉霖	曲妥珠生物类似物	申报上市	Accord				
绿叶制药	帕利哌酮缓释混悬液	申报上市	绿叶				

资料来源：医药魔方，各公司公告，腾讯网，东方财富证券研究所

2023 年，中国创新药 License Out 交易金额和交易数量再创新高。根据医药魔方数据，2023 年国内共发生了近 70 笔创新药 License Out 交易，已披露交易金额超过 350 亿美元（注：数据截至 20231226，仅统计国内转国外创新药交易，技术平台等未统计）。9 月美联储召开 FOMC 议息会议，将联邦基金利率目标区间维持在 5.25%-5.5%，表示不进行加息，与市场预期一致。这倾向于美元加息周期渐近尾声。

图表 18: 中国创新药 License Out 交易再创新高



资料来源: 医药魔方, 东方财富证券研究所。注: 数据截至 20231226, 仅统计国内转国外创新药交易, 技术平台等未统计。

2023 年 License Out 交易 TOP15 (按总金额) 上榜门槛为 10.55 亿美元, 是上年 2.58 亿美元的 4 倍。另外, 抗体偶联药物 (ADC) 成为授权最多的药物类型, 榜单中有 8 笔交易涉及 ADC, 交易总金额超过 180 亿美元。从受让方来看, 主要是 AZ、GSK、BMS 等国际知名医药企业。

图表 19: 2023 年中国创新药 License Out 交易 TOP15 (亿美元)

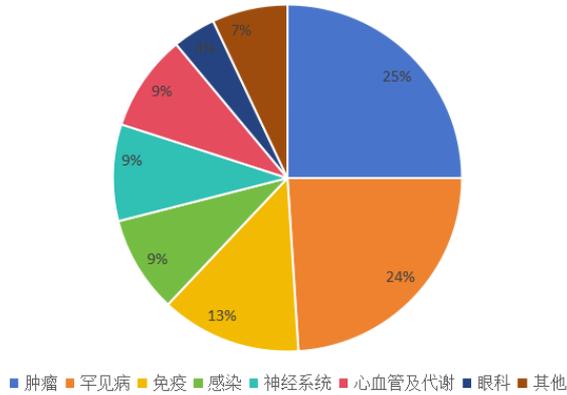
序号	交易时间	转让方	受让方	项目汇总	交易总额	首付款	里程碑
1	2023-12-12	百利天恒	BMS	BL-B01D1	84.000	8.000	71.000
2	2023-11-09	诚益生物	AZ	ECC5004	20.100	1.850	18.250
3	2023-05-07	百力司康	Eisai	BB-1701	20.000	未披露	20.000
4	2023-12-20	翰森制药	GSK	HS-20093	17.100	1.850	15.250
5	2023-04-03	映恩生物	BioNTech	DB-1303; DB-1311	16.700	1.700	15.000
6	2023-10-20	翰森制药	GSK	HS-20089	15.700	0.850	14.850
7	2023-01-04	药明生物	GSK	4 款 TCE 双/多抗	15.000	0.400	14.600
8	2023-10-30	恒瑞医药	Merck KGaA	HRS-1167; SHR-A1904	14.986	1.713	未披露
9	2023-10-16	享利医药	Novo Nordisk	ocedurenone	13.000	未披露	未披露
10	2023-12-26	亘喜生物	AZ	GC012F	12.000	10.000	未披露
11	2023-02-23	康诺亚	AZ	CMG901	11.880	0.630	11.250
12	2023-01-23	和黄医药	Takeda	咪喹替尼	11.3000	4.000	7.300
13	2023-11-13	传奇生物	Novartis	LB2102	11.100	1.000	10.100
14	2023-12-15	和铂医药	Pfizer	HBM9033	11.030	0.530	10.500
15	2023-11-06	普米斯	BioNTech	PM8002	10.550	0.550	10.000

资料来源: 医药魔方, 东方财富证券研究所。注: 百利天恒授权费用=8 亿美元预付款+5 亿美元近期或有付款+71 亿美元里程碑; 亘喜生物授权费用=10 亿美元现金首付款+潜在的或有价值付款。

2023 年, 美国 FDA 药品评价与研究中心 (CDER) 共批准了 55 款新药, 包括 38 款新分子实体和 17 款生物制品。从疾病治疗领域来看, CDER 批准新药多

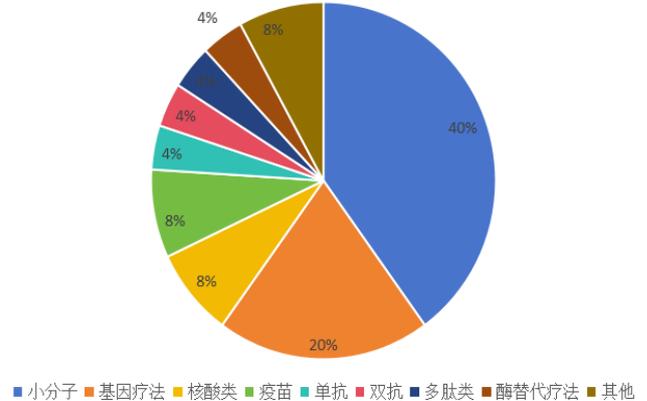
集中在肿瘤（25%）和罕见病（24%），其次为免疫炎症、感染、神经系统、心血管及代谢类疾病。美国 FDA 共批准 25 款“first-in-class”（FIC），其中小分子占比 40%，细胞基因疗法、小核酸药物等新型疗法也渐入佳境。

图表 20: FDA CDER 批准新药疾病领域分布 (%)



资料来源：医药魔方，东方财富证券研究所

图表 21: FDA FIC 药物类型分布 (%)



资料来源：医药魔方，东方财富证券研究所

2015 年以来，在党中央的坚强领导下，我国改革药品审评审批制度，打击临床试验数据造假，提高药品审评标准，简化药品审批程序，推进仿制药质量疗效一致性评价，实行药品上市许可人制度，建立药品专利补偿和专利链接制度，加入国际人用药品注册协调理事会（ICH），推动未盈利生物医药公司上市交易。2018 年国家医保局成立后，我国加快了创新药进入医保目录的步伐，推动创新药进入医院，体现了医保基金作为支付手段支持生物医药研发创新的巨大作用。我国药审中心（CDE）2023 年 3 月发布了《药审中心加快创新药上市许可申请审评工作规范（试行）》，对于符合要求的品种“早期介入、研审联动、滚动提交”，靠前服务申请人，共同推动相应品种高效研发和获批上市。2023 年 7 月，国家医保局发布 2023 年医保谈判《谈判药品续约规则》及《非独家药品竞价规则》的征求意见稿，多项重要规则调整利好创新药谈判降幅收窄。截至 2023 年 11 月 30 日，我国 2023 年已审批通过创新药 39 个品种，其中化学药 19 个、生物制品 15 个、中药 5 个，远超过上年全年审批通过的创新药数量 21 个。截至 11 月 30 日，2023 年 CDE 受理各类注册申请 16741 件，同比+31.19%；审结各类注册申请 14207 件，同比+24.44%。

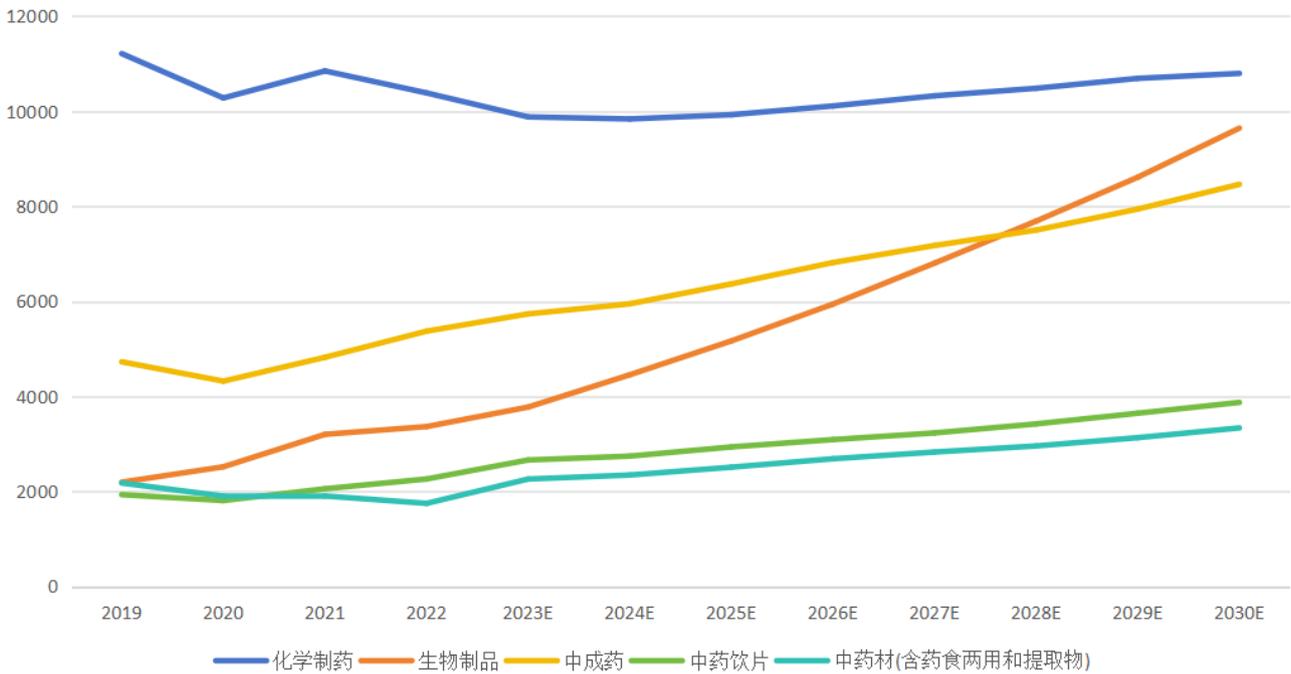
## 2.2. 中医药，行稳致远

2022 年 3 月 3 日，国务院办公厅发布《“十四五”中医药发展规划》，提出到 2025 年，中医药健康服务能力明显增强，中医药高质量发展政策和体系进一步完善，中医药振兴发展取得积极成效，在健康中国建设中的独特优势得到充分发挥。从加强中药资源保护和利用、加强道地药材管理、提升中药产业发展水平、加强中药安全监管等四个方面提出了“十四五”期间中药产业高质量发展的重点工作。2022 年 3 月 8 日，《基层中医药服务能力提升工程“十四五”行动计划》提出到 2025 年社区卫生服务中心和乡镇卫生院中医馆实现全覆盖等 5 个基层中医药“全覆盖”的具体目标。国家医保局和国家中医药管理局发布《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》，从五方面充分发挥医保对于中医药的传承作用：1) 将符合条件的中医医药机构纳入医保定点；2) 加

强中医药服务价格管理；3) 将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围；4) 完善适合中医药特点的支付政策；5) 强化医保基金监管。意见提出，中医医疗机构可暂不实行按疾病诊断相关分组(DRG)付费，已实行地区可适当提高系数和分值，增加中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围，中医药医疗服务价格有望上调。

根据中康数据预测,2025 年和 2030 年我国中药材(含药食两用和提取物)、中药饮片和中成药三大中药主要业务板块整体产值将达到 11817.04 亿元、15675.43 亿元,2022-2025 年、2025-2030 年 CAGR 将分别达到 8.2%、5.81%。

图表 22：我国医药各板块产值增长预测（亿元）



资料来源：中康 CMH 数据库，中康云瓴中药产业数据库，2023 中医药生态大会，东方财富证券研究所

**新一轮基药目录调整即将启动，部分中药品种有望获益并实现院内放量。**2018 年新版基药目录共包括 685 个品种，其中西药 417 种、中成药(含民族药) 268 种。中成药数量占比进一步提升至 39.12%。2019 年，国务院办公厅发文部署短缺药品保供稳价工作，其中提到政府办基层医疗卫生机构、二级公立医院、三级公立医院基本药物配备品种数量占比原则上分别不低于 90%、80%和 60%，推动各级医疗机构形成以基本药物为主导的“1+X”（“1”为国家基本药物目录、“X”为非基本药物，由各地根据实际确定）用药模式，优化和规范用药结构。整体来看，政策有助于中药独家基药品种进院和放量，建议关注贵州三力（开喉剑喷雾剂）、盘龙药业（盘龙七片）、方盛制药（藤黄健骨片、小儿荆杏止咳颗粒）、羚锐制药（培元通脑胶囊）等。

图表 23：国家历次基药目录调整情况

目录版本	发布时间	目录组成 (个)			是否纳入 中药饮片	中成药数量 占比
		化药及生物 制品	中成药	目录总数		
第一版	1981 年	278	--	278	否	--
2009 版	2009 年	205	102	307	是	33.22%
2012 版	2012 年	317	203	520	是	39.04%
2018 版	2018 年	417	268	685	是	39.12%

资料来源：中国政府网，各版本基药目录，健康界，东方财富证券研究所

中药工业持续稳定健康发展，须构建在农业领域之上，中药农业及中药产业链引起行业的高度重视。随着竞争的加剧，进入产业链的上游拓展企业的投资，实现产业价值最大化。实现原料的成本稳定，减少大幅波动对成本与质量带来的风险。核心产品的资源受控性较强，为核心产品赋能实现品牌价值。

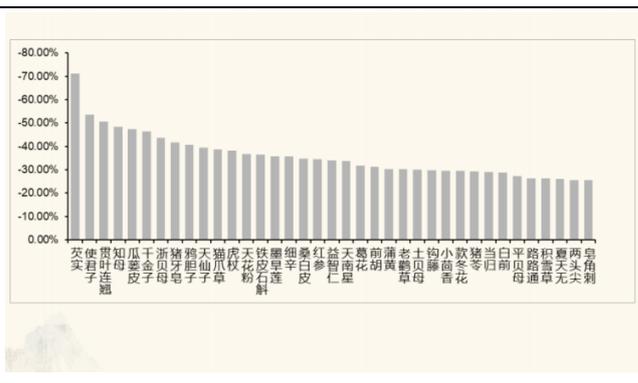
2016-2018 年，我国中药材生产基地迎来快速增长期，但 2018 年后政策扶持力度减弱，加上耕地“非粮化”影响，种植户种植热情褪去，生产基地建设速度大幅下降，对市场周期造成明显负面影响，为 2019 年之后的中药材行情大涨埋下伏笔。截至 2021 年底，我国 368 种年消费量 30 吨以上的中药材，有 168 种低于“地板价”运行，占比高达 45.6%，多个品种的生产主要依赖政策扶持，市场出现报复性反弹。预计受盲目扩张的新货大量上市、资本逃出等因素影响，短期中药材市场行情或现下行，但由于需求的长期增长与劳动力成本上涨，未来几年中药材仍将在高位振荡运行。建议关注中药材基地建设储备较好的中国中药、珍宝岛等。

图表 24：2016-2022 年我国中药材生产基地合作社增长 (万家, %)



资料来源：中康云钷中药产业数据库，2023 中医药生态大会，东方财富证券研究所

图表 25：2021 年历史价格低于地板价偏离比例 TOP40 (%)



资料来源：中康云钷中药产业数据库，2023 中医药生态大会，东方财富证券研究所

图表 26: 2022-2023 年中药材价格涨幅明显品种

品名	规格	涨价前	涨价后	涨幅
紫苑	水洗个安徽	20	100	400%
白术	统个安徽	24	100	317%
猫爪草	家统河南	60	400	567%
沙苑子	统陕西	85	320	276%
甘草	毛草统新疆	9	30	233%
款冬花	统甘肃	90	330	267%
前胡	家种统个较广	25	86	244%
党参	中条甘肃	52	175	237%
细辛	统根辽宁	90	300	233%
水牛角	统个广西	45	160	256%
当归	散把甘肃	50	165	230%
胖大海	圆果进口	60	270	350%
附子	清水白附片四川	48	140	192%
百合	统湖南	23	68	196%
石膏	统装广	2.5	7	180%
猪苓	统个家种	45	130	189%
麦冬	统四川	65	155	138%
牡丹皮	刮丹抽芯70-80%安徽	38	90	137%
防风	央播河北	26	60	131%
白芍	三四级安	20	48	140%

资料来源: 中药材天地网, 2023 中医药生态大会, 东方财富证券研究所

图表 27: 预计中药材中长期仍将高位振荡

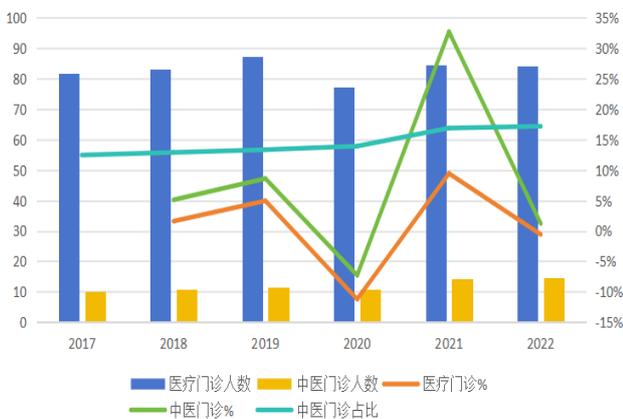


资料来源: 中药材天地网, 中康云瓴中药产业数据库, 2023 中医药生态大会, 东方财富证券研究所

**首次配方颗粒集采龙头市占率有望提升。**2023 年 10 月 27 日, 全国首次中药配方颗粒省际联盟集采带量采购在山东德州开标。此次集采覆盖 15 个联盟省份, 销售市场规模达到 37.2 亿元, 涵盖了黄芪、党参、当归、白术等常用配方颗粒品种。200 个中药配方颗粒品种共有 59 家 (97%) 企业拟中选, 平均降价 50.8%。共有 13404 个 (82%) 产品拟中选, 平均每个品种有 29 家企业拟中选。长期来看, 龙头企业具有全产业链控制能力, 在上游中药材种植基地建设、成本和质量把控、下游终端渠道能力上具有竞争优势, 有望在集采中提升市场份额。**建议关注配方颗粒龙头企业中国中药等。**

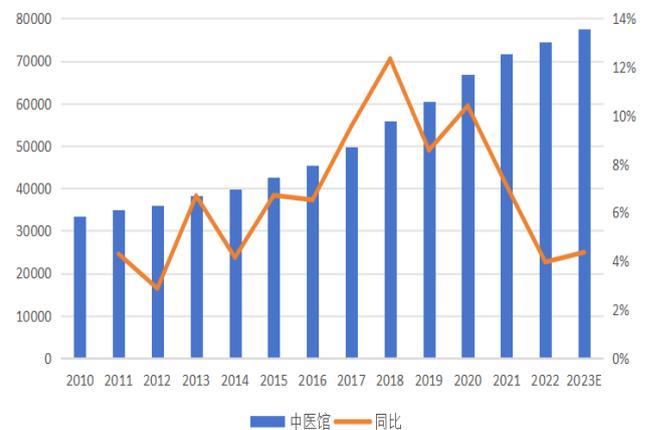
**中医药市场从疫情冲击中复苏, 呈现高质量发展。**国内中医门诊量保持增长态势, 受疫情影响 2020 年和 2022 年下滑明显, 但整体上好于医疗门诊总量的增长。从中医馆增速来看, 《中医药法》颁布的政策红利从 2018 年后逐步衰减, 疫情期间表现更为明显, 预计疫情过后将有所恢复, 实现高质量发展。**建议关注优质中医馆品牌固生堂等。**

图表 28: 我国医疗门诊与中医门诊量对比 (亿人次, %)



资料来源: 国家卫健委, 《中国中医药年鉴》, 中康CMH数据库, 东方财富证券研究所

图表 29: 我国中医馆增长情况 (家, %)

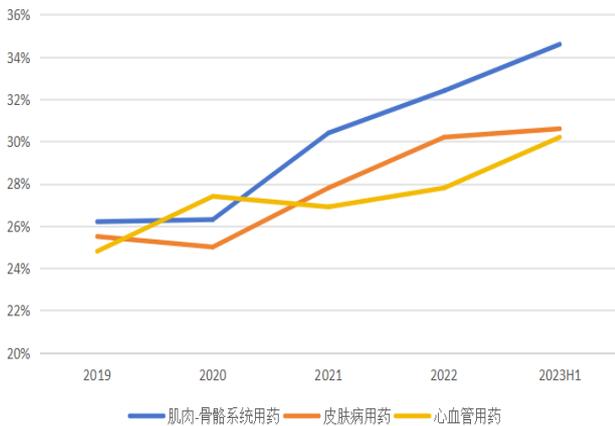


资料来源: 国家卫健委, 《中国中医药年鉴》, 中康CMH数据库, 东方财富证券研究所

近年来，我国提出“三结合”审评证据体系是符合中医药特点的中药新药研发模式，即按照中药特点、研发规律和实际，构建中医药理论、人用经验和临床试验相结合的审评证据体系。截至 2023 年 11 月 30 日，2023 年已有 8 个申报上市的中药新药已经完成技术审评上报国家药监局，其中 1 类中药创新药 5 个、2 类中药改良型新药 1 个、3 类古代经典名方中药复方制剂 2 个；截至 2023 年 11 月 30 日，药审中心 CDE 已完成中药民族药注册申请审评任务 743 件，是 2022 年全年 380 件的 1.96 倍。2024 年 1 月 12 日，佐力药业的百令胶囊仅用了一年左右时间就上市并成为了首个获批的同名同方药。自此，中药创新药、改良型新药、古代经典名方中药复方制剂、同名同方药等各新注册分类均有品种获批上市，这意味着中药 4 个新的注册分类都已走通。

在治疗领域方面，生殖泌尿系统和性激素、呼吸系统为医院端中成药优势领域，肌肉-骨骼系统、皮肤病、心血管中成药为占比提升较快的潜在优势领域，上述治疗领域为未来院内中成药市场潜力领域，也是医疗机构重点专科建设关键方向。从等级医院处方药 (Rx) 品种增长来看，康莱特、华蟾素、舒血宁为 TOP3 品种，2023 年 1-9 月同比快速增长；舒血宁、丹参、香丹实现 100% 以上的增速。从等级医院中成药 OTC 品种来看，金水宝、百令、蓝芩为 TOP3 品种，2023 年 1-9 月同比快速增长；宣肺止咳、归脾、潞党参、四季抗病毒、急支增长率均在 100% 以上。建议关注相关优势品种企业康缘药业、方盛制药、佐力药业等。

图表 30：医院中成药占比增长较快的治疗领域 (%)



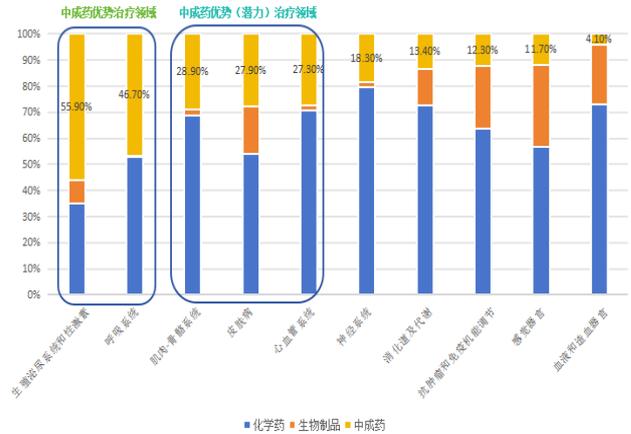
资料来源：中康CMH数据库，McKinsey&Company，东方财富证券研究所

图表 32：等级医院中成药 Rx 头部品种增长

品种	销售额占比	2019-2022 复合增长率	YTD23Q3 增长率
康莱特	1.9%	-14%	60%
华蟾素	1.9%	9%	11%
舒血宁	1.8%	6%	135%
苏黄止咳	1.7%	7%	29%
丹参	1.6%	84%	343%
喜炎平	1.5%	-12%	91%
香丹	1.4%	558%	144%
血塞通	1.4%	-12%	5%
痰热清	1.2%	-4%	61%
尿毒清	1.1%	9%	5%
血栓通	1.1%	-35%	0%
小儿鼓翘清热	1.1%	8%	10%
舒肝宁	1.1%	8%	12%
肾康	1.1%	-2%	12%
西黄	1.1%	26%	18%
血必净	1.0%	-6%	57%
通关藤	1.0%	5%	14%
生血宝	1.0%	13%	1%
复方丹参	0.9%	3%	-5%
醒脑静	0.9%	-12%	-9%

资料来源：中康开思系统-YTD23Q3数据，2023中医药生态大会，东方财富证券研究所

图表 31：2017-2023H1 医院各治疗领域中西医占比 (%)



资料来源：中康CMH数据库，McKinsey&Company，东方财富证券研究所

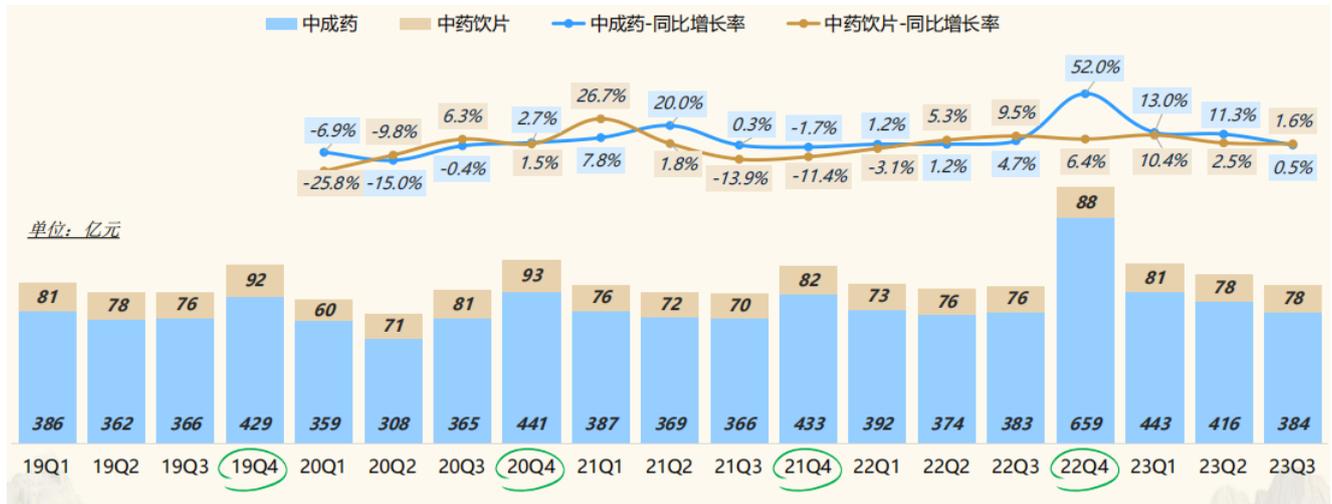
图表 33：等级医院中成药 OTC 头部品种增长

品种	销售额占比	2019-2022 复合增长率	YTD23Q3 增长率
金水宝	9.0%	7%	27%
百令	8.3%	-10%	17%
蓝芩	5.4%	-5%	16%
乌灵	2.7%	16%	13%
消痛	2.2%	6%	25%
强力枇杷	1.9%	19%	26%
宣肺止咳	1.3%	12%	117%
归脾	1.3%	104%	187%
华铃胃痛	1.3%	32%	17%
养血清脑	1.2%	3%	4%
潞党参	1.2%		184%
益气维血	1.2%	52%	41%
安神补心六味	1.1%	145%	57%
麝香追风止痛	1.1%	100%	40%
金银花	1.1%	38%	40%
四季抗病毒	1.1%	18%	120%
云南白药	1.1%	13%	16%
小儿咳喘灵	1.0%	5%	46%
金振	1.0%	20%	-6%
急支	1.0%	109%	293%

资料来源：中康开思系统-YTD23Q3数据，2023中医药生态大会，东方财富证券研究所

2023Q3 中成药零售市场规模为 384 亿元，同比+0.5%；中药饮片零售市场销售 78 亿元，同比+1.6%。每年 Q4 是中药销售高峰期，从 2022Q2 开始中药呈现持续增长态势。中药助力零售药店提升客单价，尤其中药饮片平均客单价超 100 元；中老年人群的中药客单价要高于中青年人群。在利润压缩的背景下，中药仍能保持较高的毛利水平，中药饮片的毛利率高达 50%。

图表 34：我国中药-零售市场季度销售规模增长（亿元，%）



资料来源：中康 CMH, 2023 中医药生态大会, 东方财富证券研究所

图表 35：中药助力零售药店提升客单价



资料来源：中康CMH-小票数据, 2023中医药生态大会, 东方财富证券研究所

图表 36：中药持续保持较高毛利水平



资料来源：中康CMH-小票数据, 2023中医药生态大会, 东方财富证券研究所

**中成药集采扩围规则日益完善。**中成药因其具有特殊性，质量难以评价且独家产品多，开展集采颇有难度，但行业的特殊性不是虚高药价的避风港。通过带量采购，解决药品购销链条中量价脱钩、竞争不规范、带金销售等问题。中成药集采不断扩围，集采规则逐步完善，也呈现了相应的一些特征。如：中成药集中采购覆盖面逐步扩大，从部分省市试点扩围到全国；中成药集采整体降幅相对化药温和；中成药集采规则逐步完善，探索出适合中成药独家品种的规则，企业参与度和平均中选率逐步提升。

图表 37：全国/各省市中成药集采情况

	湖北	广东	北京	山东	全国	上海
公布时间	2022. 1	2022. 4	2022. 10	2022. 11	2023. 6	2023. 8
中选情况	111 种	132 种	59 种	67 种	68 种	42 种

平均降幅	-42%	-33%	-23%	-44%	-49%	-45%
涉及省市/自治区	19 省市区	6 省	北京	山东	30 省市区	上海
预计每年节约费用	26 亿元	3.8 亿元	--	4.8 亿元	45 亿元	--

资料来源：国家/各地医保局，各地政府网，健康界，东方财富证券研究所

**中药央企推进高质量发展，加速释放改革红利。**2022 年 5 月 18 日，国企改革三年行动表率专题推进会上提出，要加大力度推进股权激励，适时实施股分回购、增持，加大优质资产注入上市公司力度，探索国有上市公司分拆上市，鼓励央企和地方国企交叉持股。2024 年 1 月 24 日，国务院国资委提出着力深化国资国企改革，加快建设现代化国企。深入实施国有企业改革提升行动，健全中国特色现代企业制度和市场化经营机制，进一步完善监管方式，提升服务效能，为企业高质量发展增活力、强动力。值得关注的是，今年国资委进一步优化完善中央企业经营指标体系，保留利润总额、资产负债率、营业现金比率、研发经费投入强度、全员劳动生产率五个指标，用净资产收益率替换净利润指标。从“两利一率”到“两利三率”到“两利四率”再到“一利五率”，考核“指挥棒”变化背后是央企扎实推进高质量发展首要任务的坚定决心。近年来，云南白药、同仁堂、达仁堂等完成管理层变更，部分中药企业完成股东更换，华润三九、太极集团等多数中药企业计划或推行股权激励。中药央企通过理清公司股权关系，完善公司治理机制，提高员工的积极性等方式，有望加速释放央企改革红利，迎来业绩的快速增长。**建议关注同仁堂、达仁堂、华润三九、太极集团等。**

图表 38：中央企业经营指标体系变化

年份	指标类型	具体评价指标					
2019	两利一率	净利润	利润总额	资产负债率			
2020	两利三率	净利润	利润总额	资产负债率	营业收入利润率	研发经费投入强度	
2021	两利四率	净利润	利润总额	资产负债率	营业收入利润率	研发经费投入强度	全员劳动生产率
2022	两利四率	净利润	利润总额	资产负债率	营业收入利润率	研发经费投入强度	全员劳动生产率
2023	一利五率	净利润	利润总额	资产负债率	营业现金比率	研发经费投入强度	全员劳动生产率
2024	一利五率	净资产收益率	利润总额	资产负债率	营业现金比率	研发经费投入强度	全员劳动生产率

资料来源：通信产业报，东方财富证券研究所

### 3. 配置建议

随着美联储加息见顶预期，全球医药投融资活动回暖，中国医药 License-out 项目大增，医药行业 SW 指数表现“一波三折”四季度追赶并较好地跑赢沪深 300 指数，预计 Q4 院端诊疗量将在低基数之上实现高增长。

2023 年 1-11 月医药产业利润同比较大下滑，主要原因为上年同期受益于疫情所发生的高基数效应，叠加 2023 年医药反腐对行业营销的影响，预计 2024 年相关影响将逐步出清，工业数据有望同比转正。医药上市公司业绩整体趋势在逐季改善，三季报数据显示医药企业毛利率在改善中。目前主流上市公司的重点品种，多数已经进入集采名单，达到 374 种主要药品，集采利空因素逐渐解除。我国医药反腐工作正从专项突击逐步走向常态化，长期来看有利于医药领域的持续健康发展。

医保基金是我国重要的国民医疗保障，“保基本”的同时正在努力向医药创新支付倾斜。另外，我国也在医保之外尝试构建多元创新生态，绕开传统单一支付方式寻找多元生存空间，包括商业保险的突破、产品出海等，创建多元创新生态系统。2024 年 1 月 22 日，中共中央办公厅、国务院办公厅联合印发了《浦东新区综合改革试点实施方案（2023-2027 年）》，提出允许生物医药新产品参照国际同类药品定价，支持创新药和医疗器械产业发展。目前我国储备了处于临床后期或商业化阶段的国产创新管线，还有丰富的临床早期管线通过对外 License Out 后快速进入关键临床。

中药工业持续稳定健康发展，中药农业及中药产业链引起行业的高度重视。预计受盲目扩张的新货大量上市、资本逃出等因素影响，短期中药材市场行情或现下行，但由于需求的长期增长与劳动力成本上涨，未来几年中药材仍将在高位振荡运行。

“三结合”审评证据体系符合中医药特点的中药新药研发模式，有望促进中药审评审批。在治疗领域方面，生殖泌尿系统和性激素、呼吸系统为医院端中成药优势领域，肌肉-骨骼系统、皮肤病、心血管中成药为占比提升较快的潜在优势领域，上述治疗领域为未来院内中成药市场潜力领域，也是医疗机构重点专科建设关键方向。中药助力零售药店提升客单价，尤其中药饮片平均客单价超 100 元；中老年人群的中药客单价要高于中青年人群。

新一轮基药目录调整即将启动，部分中药品种有望获益并实现院内放量。中药央企通过理清公司股权关系，完善公司治理机制，提高员工的积极性等方式，有望加速释放央企国企改革红利，迎来业绩的快速增长。

我们看好中药贴膏龙头企业羚锐制药（600285.SH），谨慎看好中药创新药企业方盛制药（603998.SH）、中药全产业链布局的中国中药（00570.HK），建议关注研发实力强的创新药企业和黄医药（00013.HK）等。

图表 39：行业主要关注公司

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE(倍)			股价 (元)	评级
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E		
00013.HK	和黄医药	170.94	-0.43	-0.01	-0.17	-45.63	**	-115.41	19.62	增持
00570.HK	中国中药	145.53	0.15	**	**	19.04	**	**	2.89	未评级
600285.SH	羚锐制药	95.11	0.84	0.94	1.08	20.06	17.84	15.53	16.77	买入
603998.SH	方盛制药	35.49	0.66	0.42	0.52	12.23	19.21	15.52	8.07	增持

资料来源：Choice，东方财富证券研究所。数据截至 20240202，币种均以人民币计价，未评级预测数据为 Choice 机构一致性预测值。

## 4. 风险提示

研发进展不达预期；  
 行业政策变化风险；  
 全球投融资不达预期；  
 中药集采大幅降价；  
 中药材价格剧烈波动；

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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。

本研究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报告之外，绝大多数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，投资者需自行承担风险。

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。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。