

# 医药生物周报（24年第4周）

## 小核酸领域重磅交易频出，从 Alynlam 管线进展看行业趋势

超配

### 核心观点

本周医药板块表现弱于整体市场，生物制品板块领跌。本周全部 A 股下跌 2.25%（总市值加权平均），沪深 300 下跌 0.44%，中小板指下跌 2.03%，创业板指下跌 2.60%，生物医药板块整体下跌 3.09%，生物医药板块表现弱于整体市场。分子板块来看，化学制药下跌 3.76%，生物制品下跌 4.61%，医疗服务下跌 1.77%，医疗器械下跌 3.37%，医药商业下跌 2.90%，中药下跌 1.47%。医药生物市盈率（TTM）26.00x，处于近 5 年历史估值的 22.08% 分位数。

**2024 年初国内小核酸领域迎来开门红：**1) 船望制药与 Novartis 签订两份独家许可和合作协议，船望将向 Novartis 授权 2 个临床阶段心血管管线及不超过 2 个其他靶点心血管管线选择权，协议包括 1.85 亿美元首付款，及总金额不超过 41.65 亿美元的潜在里程碑付款及分级特许使用费。2) 瑞博生物与 Boehringer Ingelheim 达成合作，共同开发治疗非酒精性或代谢功能障碍相关脂肪性肝炎（NASH/MASH）的小核酸创新疗法，预计合作总交易金额超过 20 亿美元。

**国信医药观点：**1) 小核酸药物关键技术突破并持续升级迭代，支撑产品和临床管线快速推进，治疗罕见病 SMA 产品 Spinraza 已突破 20 亿美元销售，长期看半年一次的降脂药 Leqvio 具备成为重磅品种潜力，海外制药巨头通过合作开发和并购等方式切入小核酸赛道，行业正处于商业化爆发的转折点。短期关注临床进展快、具备商业化前景的管线，长期看好具备持续创新能力的平台型企业。2) 过去几年，国内创新药企业管线 Lisence-Out 不断取得进展，特别是在 ADC、小核酸等新兴领域重磅交易频出。建议关注差异化创新，具备出海潜力的优质管线及相关企业。

**风险提示：**研发失败风险；商业化不及预期风险；地缘政治风险；政策超预期风险。

### 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300760.SZ	迈瑞医疗	买入	3354	96.1	115.4	139.0	167.1	34.9	29.1	24.1	20.1
603259.SH	药明康德	买入	2201	88.1	101.3	121.3	158.0	25.0	21.7	18.2	13.9
300122.SZ	智飞生物	买入	1188	75.4	91.0	113.1	141.8	15.8	13.1	10.5	8.4
603882.SH	金域医学	买入	256	27.5	7.6	12.1	15.6	9.3	33.8	21.2	16.4
301080.SZ	百普赛斯	增持	59	2.0	1.8	2.4	3.0	29.0	32.4	25.1	19.6
600557.SH	康缘药业	买入	112	4.3	4.8	5.6	6.8	25.8	23.2	19.9	16.5
688236.SH	春立医疗	买入	73	3.1	2.8	3.6	4.7	23.8	26.6	20.2	15.5
688212.SH	澳华内镜	买入	69	0.2	0.8	1.4	2.0	319.0	85.5	49.5	34.5
688046.SH	药康生物	增持	72	1.6	1.7	2.5	3.4	43.5	41.8	28.2	21.0
301096.SZ	百诚医药	买入	76	1.9	2.8	3.9	5.2	39.1	26.7	19.3	14.7
6990.HK	科伦博泰生物-B	买入	182	(6.2)	(2.5)	(5.5)	(6.4)				
9926.HK	康方生物	买入	317	(11.7)	19.8	(2.6)	6.4		16.1		49.6
2162.HK	康诺亚-B	买入	81	(3.1)	(2.7)	(6.0)	(6.6)				
1789.HK	爱康医疗	买入	46	2.0	2.7	3.5	4.6	22.7	17.3	13.4	10.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

### 行业研究 · 行业周报

#### 医药生物

#### 超配 · 维持评级

证券分析师：张佳博

021-60375487

zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

证券分析师：马千里

010-88005445

cnmaqianli@guosen.com.cn

S0980521070001

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《医药生物周报（24年第3周）-瑞思迈面罩一级召回，关注海外医疗器械的安全性监管》——2024-01-17
- 《医药生物周报（24年第2周）-东阿阿胶、江中药业发布股票激励计划，关注中药企业国改进程》——2024-01-08
- 《医药生物周报（23年第50周）-海外大药企收购频现，关注相关领域创新药开发趋势》——2024-01-03
- 《医药生物周报（23年第49周）-体外诊断试剂省际联盟集采公布拟中选结果，国产 IVD 龙头加速国际化征程》——2023-12-28
- 《医药生物行业 2023 年 12 月投资策略：布局 2024 年成长资产，看好药械国际化》——2023-12-26

## 内容目录

重点事件及国信医药观点 .....	4
小核酸领域重磅交易频出，从 Alnylam 管线进展看行业趋势 .....	4
本周行情回顾 .....	9
板块估值情况 .....	11
投资策略 .....	12
医药行业 1 月投资观点 .....	12
推荐标的 .....	14
风险提示 .....	16

## 图表目录

图 1: 2019-2023 年 Alnylam 营收数据 (单位: 百万美元) .....	5
图 2: VIR-2218 疗法组合数据及临床进展 .....	6
图 3: Zilebesiran Ph2 临床研究数据 .....	7
图 4: ALN-APP Ph1 临床研究数据 .....	7
图 5: 申万一级行业一周涨跌幅 (%) .....	9
图 6: 申万一级行业市盈率情况 (TTM) .....	11
图 7: 医药行业子板块一周涨跌幅 (%) .....	11
图 8: 医药行业子板块市盈率情况 (TTM) .....	11
表 1: 全球已上市的 siRNA 和 ASO 药物 .....	4
表 2: 本周 A 股涨跌幅前十的个股情况 .....	10

## 重点事件及国信医药观点

### 小核酸领域重磅交易频出，从 Alynlam 管线进展看行业趋势

2024 开年全球小核酸领域迎来多个重磅交易：

**舶望制药：**2024 年 1 月，与 Novartis 签订两份独家许可和合作协议，向其授权一项 Ph1/2a 期心血管管线的海外权利、一项 Ph1 期心血管管线的全球权利、以及不超过两个其他靶点心血管管线的选择权。这些管线均为 siRNA 药物。舶望制药将获得 1.85 亿美元的首付款、总金额不超过 41.65 亿美元的潜在里程碑付款及分级特权使用费。

**瑞博生物：**2024 年 1 月，瑞博生物与 Boehringer Ingelheim 达成合作，共同开发治疗非酒精性或代谢功能障碍相关脂肪性肝炎（NASH/MASH）的小核酸创新疗法，根据双方合作条款，瑞博除了将收到一笔预付款外，在此次多靶点合作项目中，瑞博将有权获得基于开展临床研究、药物注册和商业成功等里程碑付款以及上市产品的阶梯式销售提成，总交易金额超过 20 亿美元。

全球已有 16 款 ASO/siRNA 小核酸药物上市，除 Fomivirsen 和 Mipomersen 由于病例数减少和安全性问题退市外，其他 14 款在售产品均在 2016 年后集中上市；适应症布局方面，在售产品除 Inclisiran 外均针对罕见病，其中 Alynlam 围绕 TTR、Serapta 围绕 DMD 形成迭代产品矩阵；2022 年全球小核酸药物实现销售约 38 亿美元（2023Q1-3 总计~32 亿美元），过去五年 CAGR 约 30%，未来随着 ATTR-CM 等大适应症获批以及 Inclisiran 针对慢病产品放量，行业有望加速发展。

表1：全球已上市的 siRNA 和 ASO 药物

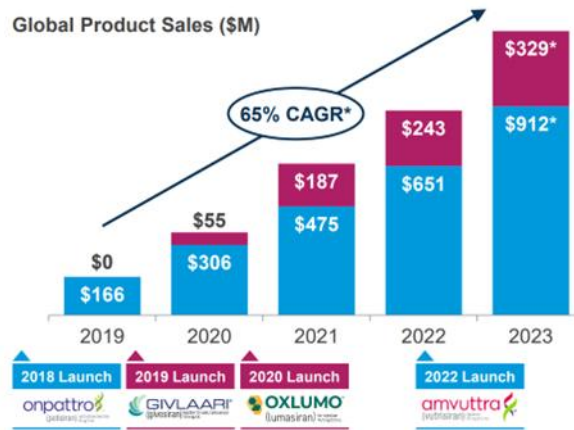
类别	企业	商品名	通用名	靶点	上市时间	地区	适应症
siRNA	Alynlam	Onpattro	Patisiran	TTR	2018	US/EU	遗传性转甲状腺素蛋白淀粉样变性伴多发性神经病（hATTR-PN）
siRNA	Alynlam	Givlaari	Givosiran	ALAS1	2019	US	急性肝卟啉症（AHP）
siRNA	Alynlam	OXLUMO	Lumasiran	HAO1	2020	US/EU	原发性高草酸尿症 1 型（PH1）
siRNA	Alynlam/Novartis	Leqvio	Inclisiran	PCSK9	2020	EU	杂合子家族性高胆固醇血症(HeFH)或临床动脉粥样硬化性心血管疾病(ASCVD)
siRNA	Alynlam	Amvuttra	Vutrisiran	TTR	2022	US	遗传性转甲状腺素蛋白淀粉样变性伴多发性神经病（hATTR-PN）
ASO	Ionis/Novartis	Vitravene	Fomivirsen	CMV UL123	1998	US	巨细胞病毒（CMV）性视网膜炎
ASO	Ionis/Sanofi	Kynamro	Mipomersen	ApoB-100	2013	US	纯合子型家族性高胆固醇血症（HoFH）
ASO	Ionis	Tegsedi	Inotersen	TTR	2016	US	遗传性转甲状腺素蛋白淀粉样变性伴多发性神经病（hATTR-PN）
ASO	Ionis/Biogen	Spinraza	Nusinersen	SMN2 exon7	2016	US	脊髓性肌萎缩症（SMA）
ASO	Sarepta Therapeutics	Exondys 51	Eteplirsen	DMD exon51	2016	US	杜氏肌营养不良症（DMD）
ASO	Ionis	Waylivra	Volanesorsen	ApoC-3	2019	EU	家族性乳糜微粒血症综合征（FCS）
ASO	Sarepta Therapeutics	Vyondy 53	Golodirsen	DMD exon53	2019	US	杜氏肌营养不良症（DMD）
ASO	Nippon Shinyaku	Viltepso	Viltolarsen	DMD exon53	2020	US/JP	杜氏肌营养不良症（DMD）
ASO	Sarepta Therapeutics	AMONDY 45	Casimersen	DMD exon45	2021	US	杜氏肌营养不良症（DMD）
ASO	Ionis	Qalsody	Tofersen	SOD1	2023	US	具有超氧化物歧化酶 1 突变的肌萎缩侧索硬化(SOD1-ALS)
ASO	Ionis/AZ	WAINUA	Eplontersen	TTR	2023	US	遗传性转甲状腺素蛋白淀粉样变性伴多发性神经病（hATTR-PN）

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

2024 年第 42 届 JPM 会议，Alnylam 作为 RNAi 治疗领域的先驱和领导者，展示了其最新的研究成果和未来发展战略。

**商业化：**2023 年 Alnylam 取得 12.4 亿美元（同比+39%，2019~2023 年 CAGR=65%）的商业化收入，其中核心 TTR（转甲状腺素蛋白淀粉样病变疾病）产品系列 Onpattro 和 Amvuttra 合计贡献 9.12 亿美元（同比+40%），全球在用药患者超过 4060 人；两款单基因遗传性罕见病药物 GIVLAAR 和 OXLUMO 合计贡献 3.29 亿美元（同比+35%），全球在用药患者超过 1080 人。

图1：2019-2023 年 Alnylam 营收数据（单位：百万美元）



资料来源：Alnylam 官网，国信证券经济研究所整理

**TTR：**围绕 TTR 领域，Alnylam 计划将适应从 ATTR-PN（ATTR 引发的多发神经疾病）扩展至 ATTR-CM（ATTR 引发的心肌病）。

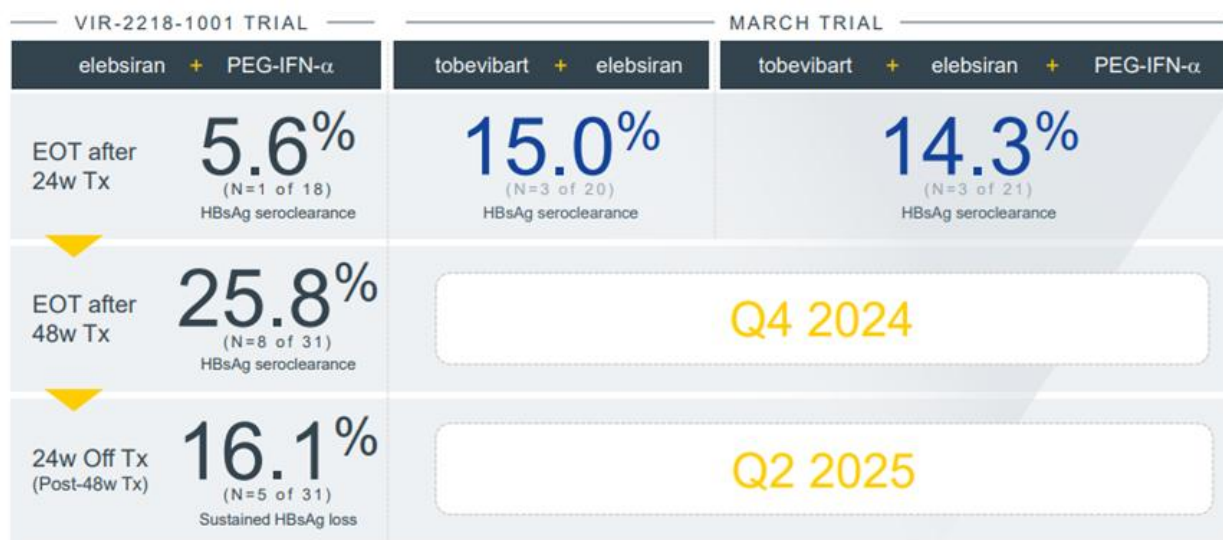
- ✓ **Onpattro (Patisiran)：**2023 年 8 月，Alnylam 基于 Patisiran Apollo-B 研究 ATTR-CM 12 个月数据（6-MWT 较安慰剂统计学显著改善但较基线变化不显著、KCCQ 达到生活质量改善的次要终点，但全因死亡率、心血管事件频率等较安慰剂无显著差异），虽然 FDA 心血管和肾脏药物咨询委员会（CRDAC）以 9:3 投票结果认为 Patisiran 用于治疗 ATTR-CM 的获益大于风险，但最终 FDA 未通过其 sNDA 申请。
- ✓ **AMVUTTRA (Vutrisiran)：**Alnylam 第二代 TTR 药物 Vutrisiran 的 ATTR-CM 适应症 HELIOS-B 正在进行中，共计入组 655 名患者（25mg SC q3M），主要终点为全因死亡率和重复心血管事件（当最后一名患者达到第 30 个月），次要终点包括 6-MWT 距离、KCCQ 评分等，Topline 结果预计于 2024 年初公布。
- ✓ **ALN-TTRsc04：**第三代 TTR 药物 ALN-TTRsc04 目前处于 Ph1 临床阶段，单次给药 300mg 后 15/29/180 天血清 TTR 敲低达到 >90%/97%/93%，预计其 ATTR-CM 适应症的 Ph3 临床将于 2024 年底左右启动。

乙肝：Alnylam 和 Vir Biotechnology 合作开发的乙肝 RNAi 疗法 VIR-2218。

- ✓ **siRNA+PEG-IFN-α**：给药 24/48 周 HBsAg 血清完全清除患者比例分别达到 5.6%/25.8%，给药 48 周后停药 24 周 HBsAg 血清完全清除患者比例达到 16.1%；
- ✓ **siRNA+单抗（tobevibart）**：给药 24 周 HBsAg 血清完全清除患者比例达到 15.0%；
- ✓ **siRNA+单抗+PEG-IFN-α**：给药 24 周 HBsAg 血清完全清除患者比例达到 14.3%；

组合疗法加入乙肝单抗后 24 周节点数据达到 siRNA 联用干扰素的~3x, 后续给药 48 周及停药 24 周的数据将分别于 2024Q4 和 2025Q2 公布。

图2: VIR-2218 疗法组合数据及临床进展

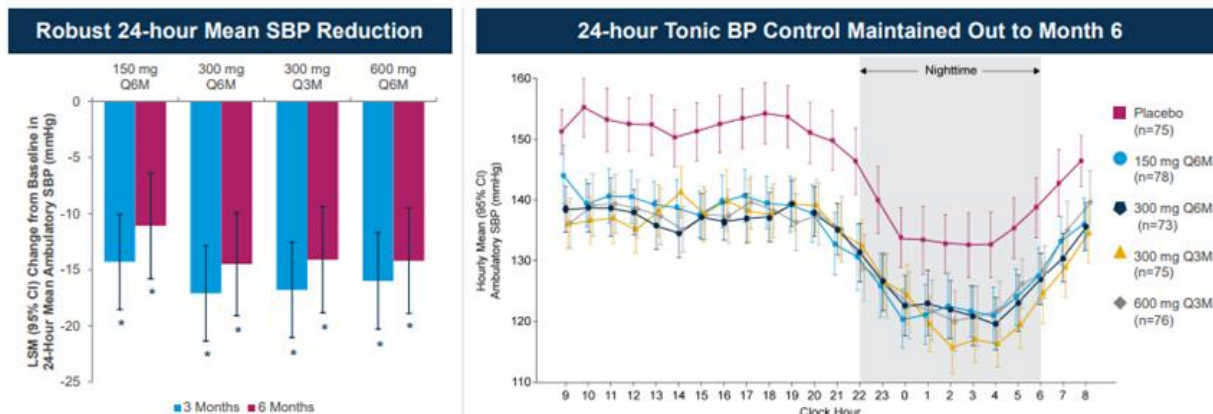


资料来源：Vir Biotechnology 官网，国信证券经济研究所整理

**高血压**：2023年7月, Alnylam 与 Roche 达成合作, 共同开高血压管线 Zilebesiran, Alnylam 将获得 3.1 亿美元首付款, 包括未来几年的开发里程碑付款, 以及监管和销售里程碑付款, 潜在交易价值达到 28 亿美元。

- ✓ **Zilebesiran**：目前正在开展 Ph2 临床, 其中 KARDIA-1 研究在中至重度高血压患者中单药 3/6 月可显著降低患者收缩压 (SBP) 15/10mmHg; KARDIA-2 研究在中至重度高血压患者中使用 Zilebesiran 并联用一种降压药, Topline 结果将于 2024 年初公布; KARDIA-3 研究在心血管高风险并伴有难治性高血压患者中使用 Zilebesiran 联用≥2 种降压药, 将于 2024 年初启动。

图3: Zilebesiran Ph2 临床研究数据

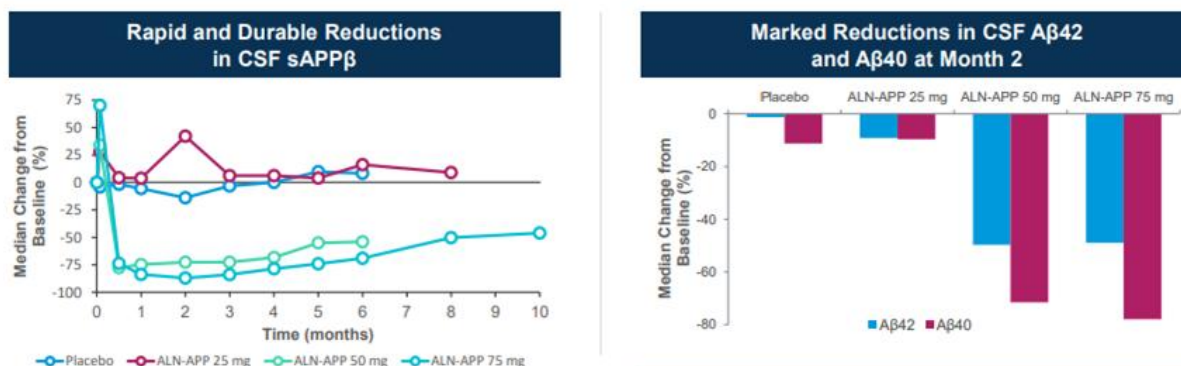


资料来源: Alnylam 官网, 国信证券经济研究所整理

**AD (阿尔茨海默症) /CAA (Cerebral Amyloid Angiopathy, 脑淀粉样血管病):** ALN-APP 是由 Alnylam 和 Regeneron 合作开发的一款针对 APP (淀粉样前体蛋白) 靶点的 siRNA 疗法, 采用 C16 (2'-O-hexadecyl) 偶联、鞘内注射给药 (IT, intrathecally)。

- ✓ **ALN-APP:** 目前正在进行 Ph1 临床, 共招募 20 例 EOAD 患者 (MCI 或轻度痴呆, CDR=0.5or1.0、MMSE 评分 >20) 纳入 25/50/75mg 三个单次给药队列, 受试者 CSF 中 sAPP $\alpha$  和 sAPP $\beta$  呈现剂量依赖性的快速和持续减少, 其中 75mg 剂量组最大降幅分别达到 84%/90%, 平均减少均超过 70% 并持续至少 3 个月, 单次给药后 6 个月下降幅度分别超过 55%/65%, 10 个月下降平均水平为 33%/39% (持久的药效学作用); 单次给药后 2 个月, CSF 中 A $\beta$ 42/ A $\beta$ 40 水平分别降低 49%/71%; 安全和耐受性良好, 所有不良事件的严重程度均为轻度或中度, NfL (神经轴突损伤相关生物标志物) 早期数据与安慰剂相当。预计 2024 年初启动 CAA 的 Ph2 临床研究。

图4: ALN-APP Ph1 临床研究数据



资料来源: Alnylam 官网, 国信证券经济研究所整理

小核酸靶点和可治疗疾病谱丰富，相关企业在行业发展早期主要从致病机理清晰、生物标志物明确并且缺乏有效疗法的单基因遗传性罕见病入手，以低风险策略推进早期临床管线，寻求快速的靶点验证和获批上市；在化学修饰和 GalNAc 递送系统成熟后，逐步向肝相关心血管及代谢疾病等常见病（高胆固醇、乙肝、糖尿病、NASH）过渡，并探索肝外组织/器官靶向，长期布局中枢神经和眼科等疾病领域。

近年，国内优秀小核酸企业不断涌现，制药企业亦通过自研/合作方式切入赛道。

- ✓ **圣诺医药**：自研多肽纳米颗粒 /PNP 和基于 GalNAc 的 GalAhead /PDoV-GalNAc 递送平台，差异化布局肿瘤、纤维化和医美减脂等适应症，核心管线 STP705 治疗非黑色素皮肤癌 Ph2 临床数据积极，即将启动 Ph3 临床研究；
- ✓ **腾盛博药**：外部引进 siRNA（VIR-2218/BR11-835）、中和抗体（VIR-3434/BR11-877）、治疗性疫苗（VBI-2601/BR11-179）等三款产品，多技术路径布局乙肝功能性治愈；
- ✓ **石药集团**：自研靶向 PCSK9 的 siRNA 管线 SYH2053，用于治疗成人原发性高胆固醇血症或混合型血脂异常，并通过优化的全序列化学修饰策略，实现更持久的基因沉默效果；2023 年 11 月 SYH2053 获得临床批件；
- ✓ **君实生物**：与润佳上海共同开发靶向血管生成素样蛋白 3（ANGPTL3）的 siRNA 管线 JS401，于 2023 年 4 月获批临床；
- ✓ **悦康药业**：全资子公司天龙药业和中国人民解放军军事医学科学院放射与辐射医学研究所共同开发的一款 ASO 药物 CT102，靶向并抑制胰岛素样生长因子 1 受体（IGF1R），治疗原发性肝癌的 Ph2a 临床研究于 2022 年 3 月启动。

**国信医药观点**：1）小核酸药物关键技术突破并持续升级迭代，支撑产品和临床管线快速推进，治疗罕见病 SMA 产品 Spinraza 已突破 20 亿美元销售，长期看半年一次的降脂药 Leqvio 具备成为重磅品种潜力，海外制药巨头通过合作开发和并购等方式切入小核酸赛道，行业正处于商业化爆发的转折点。**短期关注临床进展快、具备商业化前景的管线，长期看好具备持续创新能力的平台型企业。**2）过去几年，国内创新药企业管线 Lisence-Out 不断取得进展，特别是在 ADC、小核酸等新兴领域重磅交易频出。**建议关注差异化创新，具备出海潜力的优质管线及相关企业。**

## 本周行情回顾

本周全部 A 股下跌 2.25%（总市值加权平均），沪深 300 下跌 0.44%，中小板指下跌 2.03%，创业板指下跌 2.60%，生物医药板块整体下跌 3.09%，生物医药板块表现弱于整体市场。分子板块来看，化学制药下跌 3.76%，生物制品下跌 4.61%，医疗服务下跌 1.77%，医疗器械下跌 3.37%，医药商业下跌 2.90%，中药下跌 1.47%。

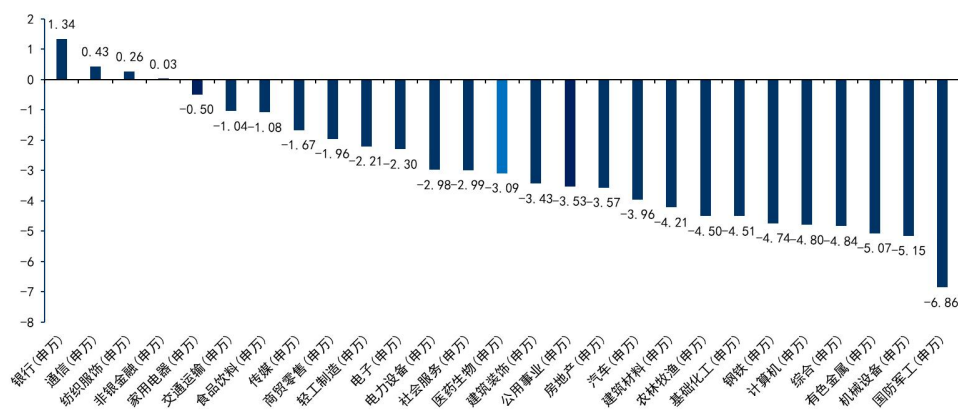
个股方面，涨幅居前的是博讯生物（20.27%）、中科美菱（18.92%）、辰光医疗（18.47%）、倍益康（18.37%）、特宝生物（13.87%）、康乐卫士（10.77%）、奥佳华（9.59%）、山外山（9.57%）、哈一药业（9.34%）、新赣江（8.94%）。

跌幅居前的是荣昌生物（-20.69%）、金凯生科（-13.13%）、亚虹医药-U（-12.09%）、福瑞股份（-11.85%）、君实生物-U（-11.78%）、赛科希德（-11.57%）、科前生物（-11.23%）、康希诺（-11.19%）、海创药业-U（-10.96%）、荣丰控股（-10.77%）。

本周恒生指数下跌 5.76%，港股医疗保健板块下跌 8.45%，板块相对表现弱于恒生指数。分子板块来看，制药板块下跌 8.14%，生物科技下跌 6.61%，医疗保健设备下跌 7.78%，医疗服务下跌 5.89%。

市场表现居前的是（仅统计市值 50 亿港币以上）心泰医疗（4.02%）、药明合联（1.66%）、药明康德（1.47%）、艾迪康控股（0.51%）、时代天使（0.40%）；跌幅居前的是乐普生物-B（-26.58%）、康诺亚-B（-23.92%）、爱康医疗（-19.18%）、康宁杰瑞制药-B（-19.05%）、科伦博泰生物-B（-17.45%）。

图5: 申万一级行业一周涨跌幅（%）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表2: 本周 A 股涨跌幅前十的个股情况

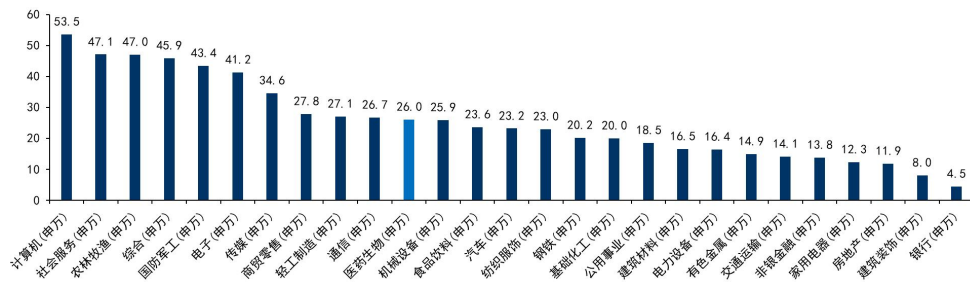
本周涨幅前十		本周跌幅前十	
股票简称	涨幅	股票简称	跌幅
博迅生物	20.27%	荣昌生物	-20.69%
中科美菱	18.92%	金凯生科	-13.13%
辰光医疗	18.47%	亚虹医药-U	-12.09%
倍益康	18.37%	福瑞股份	-11.85%
特宝生物	13.87%	君实生物-U	-11.78%
康乐卫士	10.77%	赛科希德	-11.57%
奥佳华	9.59%	科前生物	-11.23%
山外山	9.57%	康希诺	-11.19%
哈一药业	9.34%	海创药业-U	-10.96%
新赣江	8.94%	荣丰控股	-10.77%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 本表仅做列示, 不做推荐

## 板块估值情况

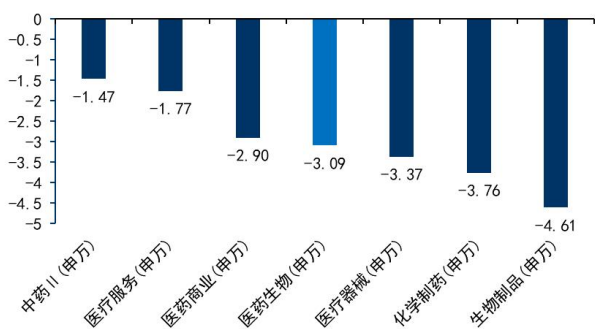
医药生物市盈率（TTM）26.00x，全部 A 股（申万 A 股指数）市盈率 13.69x。分板块来看，化学制药 31.05x，生物制品 22.62x，医疗服务 28.33x，医疗器械 26.57x，医药商业 17.02x，中药 24.32x。

图6: 申万一级行业市盈率情况（TTM）



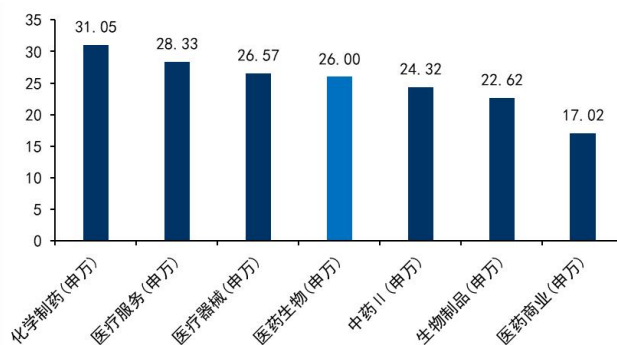
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 医药行业子板块一周涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 医药行业子板块市盈率情况 (TTM)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 投资策略

### 医药行业 1 月投资观点

基于我们 23 年 12 月发布的 24 年年度策略《站在新周期起点，拥抱国际化浪潮》中对于未来三年医药行情的判断，我们认为 2024 年是未来三年医药新周期的起点，而未来三年医药最强的主线是国际化。国际化 2023 年在创新药领域体现的淋漓尽致，MNC 对于中国创新药资产在购买，逐步从管线引进到公司并购。除了授权方式出海，多个国产创新药也通过差异化的适应症布局，获得 FDA 批准上市，并在海外享受全球化的定价。可以预见的是，2024 年创新药板块仍会有多方面催化因素，包括授权出海、全球多中心临床数据读出、国内商业化放量等。

相比创新药出海，医疗器械的国际化是一个相对缓慢的过程，需要前期注册、渠道、品牌各方面的积累。在疫情前，整体医疗器械出海的增速约在 25% 左右；疫情下中国供应链的稳定性和成本优势进一步放大，加速了整体医疗器械的出海。此外，在疫情前，医疗器械的出海集中在低值耗材 OEM、IVD 中的胶体金等相对低端品类；展望未来，中高端医疗器械（MRI、PET-CT、测序仪、IVD 中的化学发光、高值耗材等）出海有望加速；通过三年疫情的验证，中国医疗器械也进入了欧美发达国家更多大中型医疗终端等全球主流医药市场。中国的工程师红利、供应链优势使得国产医疗器械在全球具备强大的比较优势，未来 3-5 年，全球 TOP30 的器械企业中有望出现更多中国身影。

**建议积极布局两大主线，全球创新+患者获益。**首先是国内医药人才红利的持续释放，迎接第二波创新全球化，这一波的创新全球化不同于第一波 CXO 等配套产业的全球化，中国的医药产品将走向全球，国内医药、医疗器械企业在未来 5-10 年有望诞生更多大市值医药公司；其次是国内医疗改革不断深化的情况下，能够以患者为中心提供价值的优质产品/服务企业将脱颖而出，不合规、浪费、无效的产品和服务将退出市场，合规、经济、有效的产品和服务将获取更大的市场份额，药品、器械、医疗服务等领域能够提供优质产品和服务的企业未来都会获得长期成长空间。细分行业投资策略如下：

#### ➤ 创新药：

重点关注差异化创新出海以及国内大单品。政策端、监管端对于能为患者带来临床获益的高质量创新药指向性明确，国内支付端压力缓和，国际化预期升温，建议关注具备差异化创新能力的优质公司：**恒瑞医药、康方生物、康诺亚、科伦博泰生物**等。

#### ➤ 医疗器械：

1) 集采影响出清，医疗机构手术和采购复苏：院内手术量、设备招标采购有望于 24Q1-Q2 恢复，23Q4 是布局手术相关耗材及设备龙头公司的良好时机，推荐骨科板块**爱康医疗、春立医疗、大博医疗、威高骨科、三友医疗**，内镜耗材**南微医学**，眼科耗材**爱博医疗**，心血管耗材**惠泰医疗、心脉医疗**；设备及 IVD 板块**迈瑞医疗、联影医疗、澳华内镜、开立医疗、新产业、安图生物、亚辉龙、万孚生物、普门科技**等；

2) 去库存影响逐渐出清，有望迎来底部反转：低值耗材板块去库存已近尾声，客户结构及产品结构差异导致去库存节奏有所不同，根据库存出清的先后，推荐**拱东医疗**等；

3) 切入海外大厂上游供应链, 新产品放量及新领域拓展增厚业绩: 如**海泰新光**、**美好医疗**、**祥生医疗**的大客户去库存结束及新产品放量带来的投资机会。

➤ **疫苗:**

海外重磅品种如带状疱疹疫苗、肺炎球菌疫苗、RSV 疫苗、流脑等处于新一轮产品迭代窗口期, 国内企业已有所跟进; 此外, 国内高价 HPV、金葡菌等耐药菌疫苗及结核病疫苗等管线具有一定差异化, 预计 2025 年后随着新产品获批上市, 国内疫苗行业有望进入新一轮景气周期。建议关注产品管线丰富、具备较强商业化、国际化能力企业, 如**智飞生物**、**康泰生物**等, 另外也建议关注研发能力强, 布局差异化管线企业, 如**欧林生物**、**绿竹生物**等。

➤ **CXO:**

1) 优选估值处于底部, 产能有差异性, 竞争格局良好(盈利能力下滑风险低), 海外业务占比高的 CXO 公司, 如**药明康德**、**药明生物**、**康龙化成**等;

2) 多肽、寡核苷酸、CGT 等新分子业务的快速发展有望进一步打开 CXO 板块的增长空间, 建议关注相关产业链的投资机会, 例如**药明康德**、**凯莱英**、**康龙化成**;

3) 仿制药 CRO 保持高景气, 中药 CRO 带来新增量, 建议关注高景气细分领域中有经营α/订单维持较高增长的 CXO 公司, 例如**百诚医药**。

➤ **生命科学上游:**

关注部分个股阿尔法机会。国内上游企业目前处于新一轮扩张期, 加大研发投入, 丰富现有产品线并切入 CGT 等前沿领域; 加大 CAPEX 投入, 产能扩张形成规模效应; 加速全球化步伐, 拓展海外高价值客户; 随着全球生物医药投融资回暖, 生命科学上游赛道有望恢复高增速。建议关注产品/服务具备竞争力, 未来有望突围国内市场、成功国际化的生命科学上游优质企业, 如**药康生物**、**百普赛斯**、**奥浦迈**等。

➤ **中药:**

从长期维度来看, 消费、创新和资源是方向, 建议关注中药品牌 OTC、中药创新药、中药资源品三条主线:

1) 集采控费趋势下, 看好具备消费属性的中药品牌 OTC 龙头。推荐关注: **华润三九**、**太极集团**等;

2) 回归药品属性, 推荐关注产品疗效确切、具备持续出新能力的优质中药创新药企业。推荐关注: **以岭药业**、**康缘药业**等;

3) 上游原材料端受限背景之下, 建议关注竞争格局良好的中药资源品相关企业。推荐关注: **片仔癀**等。

## 推荐标的

**迈瑞医疗：**疫情后预计医院建设投入将加大，对医疗设备的需求随之加大；并且，国家有望进一步出台政策，鼓励支持国产高端设备的技术研发，提高相关设备的自主可控能力。公司是具备创新属性的器械龙头，业绩高增长，行业优势明显。

**药明康德：**公司依托高素质的研发团队建立起从药物发现到商业化生产的全产业链稀缺平台，客户黏性较高，长尾客户覆盖广泛，有望持续受益于行业需求的高景气度与全球产业链分工重构，持续扩大全球市场份额。

**智飞生物：**公司代理产品营收维持较快增速，与默沙东新代理协议续签落地，协议期限达到三年半，约定基础采购金额达到 1010 亿元；自主产品 EC 诊断试剂纳入国家医保目录，“EC+微卡”结核产品矩阵有望发挥协同效应；23 价肺炎多糖疫苗及四价流感疫苗已报产、多个在研产品已取得临床总结报告或处于临床后期阶段，研发管线即将迎来收获期。

**金城医学：**公司现有 48 家医学实验室，近 740 家合作共建实验室，行业龙头地位稳固。22 年常规业务中三级医院营收占比达 38%，感染、神免、血液三个疾病线市场份额全国领先，加强产学研转化战略合作。22 年新开发项目超过 600 项，产品创新力度空前，特检业务收入占比约 52%，未来有望进一步提升。

**百普赛斯：**公司全球领先的重组蛋白试剂提供商，深耕工业端客户，产品质量高壁垒；加速全球化布局，海外收入高增长；围绕细胞基因治疗研发生产场景，拓展 GMP 级别产品种类。

**康缘药业：**公司始终秉承“现代中药，康缘智造”的愿景，坚持创新驱动，目前主要产品线聚焦呼吸与感染疾病、妇科疾病、心脑血管疾病、骨伤科疾病等中医优势领域。2023 年上半年，天舒胶囊被列为预防性治疗偏头痛的唯一推荐中成药（II 级推荐，C 级证据）和紧张型头痛推荐用中成药，在外部环境错综复杂的情况下，公司业绩实现稳步增长。

**春立医疗：**公司已在关节假体产品领域建立起较高的品牌知名度和领先的市场地位，借助国采提升市场份额，巩固龙头地位，运动医学、PRP、口腔等新管线等将成为新增长点。当前国内关节手术渗透率较低，未来行业有望维持高景气度。集采风险出清，看好公司长期发展潜力。

**澳华内镜：**公司为国产软镜设备龙头，软镜市场国产化率提升空间巨大，公司旗舰产品 AQ-300 于 2022 年底上市，性能媲美进口产品，目前市场推广进展顺利，有望带动收入高增长和盈利能力提升。

**药康生物：**公司拥有全球最大规模“斑点鼠”品系资源，全新推出“野化鼠”、“无菌鼠”等差异化品种；依托“药筛鼠”全面覆盖肿瘤、自免、代谢等领域，临床前功能药效服务打开收入天花板。

**百诚医药：**公司作为综合性医药研发领先企业，深入布局高端制剂，通过“自研转化+权益分成”模式加深护城河，打造“CRO+CDMO”一体化链条，产业链协同效应不断增强，新签订单高增长，为业绩增长提供保障。

**科伦博泰生物（6990.HK）：**公司 ADC 产品早期临床数据优秀，研发进度在全球范围内较为领先，且已经与默沙东达成了深度的合作，有利于产品实现在全球的商业化潜力。公司未来 2~3 年的营收主要来源于默沙东的首付款和里程碑付款，

产品销售将在 2025 年后开始放量。

**康方生物 (9926.HK)**：公司为专注创新的双抗龙头，首款双抗 AK104 销售表现优秀，并且将在年底前后读出一线宫颈癌、一线胃癌两个大适应症的 3 期数据。另一款双抗 AK112 在 EGFR 突变的肺癌中进度较快，并且已经开启了和 k 药头对头的临床。AK112 海外临床顺利推进，有望实现海外价值。

**康诺亚-B (2162.HK)**：核心品种 CM310 在 AD 适应症开启 3 期注册性临床，CRSwNP 2 期数据读出，有望成为首个获批上市的国产 IL4Ra 单抗；后续差异化管线临床顺利推进。预计公司将在 2024 年实现首款产品 CM310 的商业化，由于公司对外合作产生现金流，且研发投入高效。

**爱康医疗 (1789.HK)**：公司是中国第一家将 3D 打印技术商业化的人工关节领域龙头公司，公司产品线齐全，借助集采提升市场份额，加速进口替代，巩固龙头地位。骨生物材料和数字化骨科将成为新增长点。

## 风险提示

研发失败风险；商业化不及预期风险；地缘政治风险；政策超预期风险。

附表：重点覆盖公司盈利预测及估值

代码	公司简称	子行业	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				ROE 22A	PEG 23E	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
300760.SZ	迈瑞医疗	医疗器械	3,354	96.1	115.4	139.0	167.1	34.9	29.1	24.1	20.1	30.0%	1.4	买入
300832.SZ	新产业	医疗器械	578	13.3	16.6	21.6	27.8	43.5	34.8	26.7	20.8	20.8%	1.2	买入
688212.SH	澳华内镜	医疗器械	69	0.2	0.8	1.4	2.0	319.0	85.5	49.5	34.5	1.7%	0.8	买入
688161.SH	威高骨科	医疗器械	144	5.4	6.0	7.6	9.4	26.4	24.1	19.0	15.3	11.2%	1.2	增持
688271.SH	联影医疗	医疗器械	1,107	16.6	21.0	26.4	31.6	66.8	52.7	41.9	35.1	9.5%	2.2	增持
688050.SH	爱博医疗	医疗器械	165	2.3	3.3	4.4	5.8	70.8	50.2	37.5	28.6	12.5%	1.4	增持
688114.SH	华大智造	医疗器械	333	20.3	2.7	3.2	3.9	16.4	125.1	103.4	85.6	21.5%	6.0	增持
301363.SZ	美好医疗	医疗器械	132	4.0	4.0	5.0	6.2	32.9	33.5	26.7	21.2	13.3%	2.1	买入
688016.SH	心脉医疗	医疗器械	146	3.6	4.7	6.1	8.0	40.8	31.3	23.9	18.3	20.8%	1.0	增持
688236.SH	春立医疗	医疗器械	73	3.1	2.8	3.6	4.7	23.8	26.6	20.2	15.5	11.3%	1.7	买入
688576.SH	西山科技	医疗器械	47	0.8	1.0	1.3	1.7	62.8	47.3	37.0	28.5	18.5%	1.6	增持
300049.SZ	福瑞股份	医疗器械	107	1.0	1.3	1.9	2.9	109.3	84.9	56.6	37.3	6.3%	2.0	买入
300463.SZ	迈克生物	医疗器械	82	7.1	3.2	4.8	6.7	11.6	25.6	17.2	12.2	11.2%	0.6	买入
300685.SZ	艾德生物	医疗器械	76	2.6	2.4	2.9	3.7	28.8	31.8	25.9	20.7	17.6%	2.7	买入
688358.SH	祥生医疗	医疗器械	35	1.1	1.8	2.3	3.0	32.6	19.6	15.0	11.6	8.1%	0.5	增持
688389.SH	普门科技	医疗器械	81	2.5	3.3	4.3	5.6	32.2	24.6	18.8	14.5	17.5%	0.8	买入
688029.SH	南微医学	医疗器械	158	3.3	4.9	6.4	8.3	47.7	32.0	24.5	19.0	10.3%	0.9	增持
688331.SH	荣昌生物	生物药	203	(10.0)	(10.7)	(6.1)	1.5				137.1			增持
300601.SZ	康泰生物	生物药	268	(1.3)	10.0	14.2	19.0		26.8	19.0	14.2		0.7	买入
603392.SH	万泰生物	生物药	852	47.4	58.2	72.3	83.7	18.0	14.7	11.8	10.2	38.4%	0.7	买入
300122.SZ	智飞生物	生物药	1,188	75.4	91.0	113.1	141.8	15.8	13.1	10.5	8.4	31.1%	0.6	买入
688319.SH	欧林生物	生物药	53	0.3	0.6	1.2	2.0	201.3	86.3	43.8	26.4	3.0%	0.9	增持
688443.SH	智翔金泰-U	生物药	127	(5.8)	(6.8)	(6.2)	(5.4)							增持
000999.SZ	华润三九	中药	505	24.5	30.2	34.9	39.9	20.6	16.7	14.5	12.7	14.4%	0.9	买入
600557.SH	康缘药业	中药	112	4.3	4.8	5.6	6.8	25.8	23.2	19.9	16.5	9.1%	1.5	买入
688046.SH	药康生物	生命科学与工业上游	72	1.6	1.7	2.5	3.4	43.5	41.8	28.2	21.0	8.3%	1.5	增持
301080.SZ	百普赛斯	生命科学与工业上游	59	2.0	1.8	2.4	3.0	29.0	32.4	25.1	19.6	7.9%	2.3	增持
688293.SH	奥浦迈	生命科学与工业上游	51	1.1	0.7	1.0	1.8	48.3	74.8	49.4	28.6	4.8%	3.9	增持
300171.SZ	东富龙	生命科学与工业上游	120	8.5	9.0	10.3	12.2	14.2	13.4	11.6	9.9	11.4%	1.0	买入
300358.SZ	楚天科技	生命科学与工业上游	57	5.7	5.7	6.7	8.0	10.0	9.9	8.4	7.1	13.5%	0.8	买入
603259.SH	药明康德	CXO	2,201	88.1	101.3	121.3	158.0	25.0	21.7	18.2	13.9	18.9%	1.0	买入
000739.SZ	普洛药业	CXO	160	9.9	11.9	15.6	18.8	16.2	13.4	10.3	8.5	17.9%	0.6	买入
603127.SH	昭衍新药	CXO	142	10.7	10.8	13.8	16.5	13.2	13.2	10.3	8.6	13.1%	0.9	买入
301096.SZ	百诚医药	CXO	76	1.9	2.8	3.9	5.2	39.1	26.7	19.3	14.7	7.8%	0.7	买入
603882.SH	金域医学	医疗服务	256	27.5	7.6	12.1	15.6	9.3	33.8	21.2	16.4	31.9%	0.8	买入
300015.SZ	爱尔眼科	医疗服务	1,326	25.2	34.6	45.4	57.8	52.5	38.4	29.2	22.9	15.1%	1.2	买入
1066.HK	威高股份	医疗器械	235	27.2	31.5	36.6	43.0	8.6	7.5	6.4	5.5	12.6%	0.5	买入
9997.HK	康基医疗	医疗器械	73	4.8	6.1	7.7	9.5	15.2	12.0	9.5	7.7	14.2%	0.5	买入
1789.HK	爱康医疗	医疗器械	46	2.0	2.7	3.5	4.6	22.7	17.3	13.4	10.1	9.1%	0.6	买入
2005.HK	石四药集团	化学制药	123	10.0	12.2	15.1	18.1	12.2	10.1	8.1	6.8	18.1%	0.5	买入
0512.HK	远大医药	化学制药	114	18.6	19.4	22.3	25.8	6.1	5.9	5.1	4.4	14.7%	0.5	买入
2162.HK	康诺亚-B	生物药	81	(3.1)	(2.7)	(6.0)	(6.6)							买入
9926.HK	康方生物	生物药	317	(11.7)	19.8	(2.6)	6.4		16.1		49.6			买入
1530.HK	三生制药	生物药	133	19.1	21.2	23.7	26.3	7.0	6.3	5.6	5.1	14.8%	0.6	买入
6990.HK	科伦博泰生物-B	生物药	182	(6.2)	(2.5)	(5.5)	(6.4)							买入
2480.HK	绿竹生物-B	生物药	52	(7.3)	(2.3)	(3.5)	(4.2)							增持
2269.HK	药明生物	CXO	1,099	44.2	49.3	64.6	85.4	24.9	22.3	17.0	12.9	12.6%	0.9	买入
1951.HK	锦欣生殖	医疗服务	61	1.2	3.5	4.6	5.7	50.3	17.2	13.2	10.7	1.4%	0.3	买入
2273.HK	固生堂	医疗服务	97	1.8	2.5	3.3	4.3	53.1	39.2	29.5	22.6	10.7%	1.2	买入
2666.HK	环球医疗	医疗服务	70	18.9	19.5	22.5	25.3	3.7	3.6	3.1	2.8	13.5%	0.4	买入

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理、预测

注：总市值以 2024/01/19 股价计算

## 免责声明

### 分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032