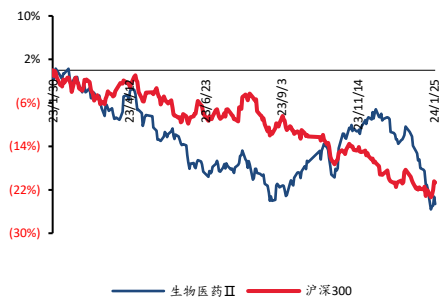


医药生物

ICAS 介入治疗百花齐放，颅内自膨药物支架未来可期

■ 走势对比



■ 子行业评级

■ 推荐公司及评级

相关研究报告:

《血糖监测市场需求持续扩张，CGM 有望成为新增长点》--2024/1/21

《冠脉钙化治疗推陈出新，乐普医疗 IVL 产品获批》--2024/1/12

《2023 年 FDA 批准新药数量接近记录，创新机制成主流》--2024/1/5

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520090001

报告摘要

本周我们讨论颅内动脉粥样硬化性狭窄（intracranial atherosclerotic stenosis, ICAS）。

颅内动脉粥样硬化性狭窄指血管内脂肪沉积积聚（亦称为斑块），导致动脉狭窄并限制血液流动，从而出现颅内狭窄。随着人口老龄化和生活方式的改变，ICAS 患病人数不断增加。根据归创通桥招股书，2015 年中国 ICAS 患病人数为 1440 万例，2019 年增加至 1730 万例，预计到 2030 年将进一步增至 2790 万例，其中，2019 年-2030 年的 CAGR 为 4.5%。

ICAS 的治疗方法包括内科治疗、外科治疗和介入治疗。外科治疗由于并发症风险较高，目前没有得到指南的推荐。内科治疗包括药物治疗以及改变生活方式，可以有效降低卒中发生率，然而对于部分症状性 ICAS 患者，内科治疗的效果欠佳。神经介入治疗创伤小、恢复快、并发症少，能够有效改善症状性动脉粥样硬化狭窄患者的长期预后，降低卒中复发的风险，主要有球囊血管成形术、球囊扩张式支架置入术和自膨胀式支架置入术。

随着 ICAS 患者数量持续增长和介入技术的发展，ICAS 介入治疗手术量和市场规模将持续扩大。根据微创脑科学招股书，2015 年至 2020 年，国内脑动脉粥样硬化狭窄神经介入手术的数量由 1.3 万台上升至 3.9 万台，CAGR 为 24.1%，预计 2026 年将进一步增加至约 14.9 万台，2020 年-2026 年 CAGR 为 25.1%；市场规模由 3.75 亿元上升至 7.15 亿元，CAGR 为 13.8%，预计 2016 年进一步增加至 17.64 亿元，2020 年至 2026 年 CAGR 为 16.2%。随着技术不断进步，ICAS 介入治疗市场有着巨大的潜力。

自膨式药物支架具有支架自行贴壁扩张和药物涂层预防血管再狭窄的综合优势。赛诺医疗自主研发的全球首款颅内自膨式药物支架于 2023 年 2 月完成临床入组，预计 2024 年上半年获批上市。该款自膨式颅内药物支架系统具有规格型号丰富、载药涂层设计、较高的径向张力、易输送到位等特点。

相关标的：赛诺医疗。

行情回顾：本周医药板块下跌，在所有板块中排名第 29 位。本周（1 月 22 日-1 月 26 日）生物医药板块下跌 2.73%，跑输沪深 300 指数 4.69pct，跑输创业板指数 0.81pct，在 30 个中信一级行业中排名第 29 位。

本周中信医药子板块中药饮片行情上涨 2.66%，其余板块均下跌其余子板块均下跌，其中医疗服务子板块领跌，下跌 7.22%。

投资建议：把握“关键少数”，寻求“单品创新+出海掘金”潜在机遇

(1) 单品创新，渐入佳境：CNS 系列（恩华药业、京新药业）、创新医械（微电生理、惠泰医疗）

(2) 出海掘金，拨云见日：创新制药（中国生物制药、亚盛医药、乐普生物、百奥泰）、医疗器械（迈瑞医疗、联影医疗、华大智造、新产业、亚辉龙、万孚生物）

(3) 其他创新，期待惊喜：仿创结合（康辰药业、奥赛康）、创新上游（键凯科技、森松国际、海尔生物）。

风险提示：行业监管政策变化的风险，贸易摩擦的相关风险，市场竞争日趋激烈的风险，新品研发、注册及认证不及预期的风险，安全性生产风险，业绩不及预期的风险。

目录

一、 ICAS 介入治疗百花齐放，颅内自膨药物支架未来可期	5
二、 行业观点及投资建议寻求“单品创新+出海掘金+院内刚需”潜在机遇	7
三、 板块行情	8
(一) 本周板块行情回顾：子板块除中药饮片外均下跌	8
1、本周生物医药板块走势：板块整体下跌 2.73%，子板块除中药饮片外均下跌	8
2、医药板块整体估值下跌，溢价率下降	9
(二) 沪港通资金持仓变化：医药北向资金减少	11

图表目录

图表 1: ICAS 介入治疗方式对比	5
图表 2: 2015-2026E 中国脑动脉粥样硬化神经介入手术量	6
图表 3: 2015-2026E 中国脑动脉粥样硬化神经介入器械市场规模	6
图表 4: 本周中信医药指数走势	8
图表 5: 本周生物医药子板块涨跌幅	8
图表 6: 本周中信各大子板块涨跌幅	9
图表 7: 2010 年至今医药板块整体估值溢价率	10
图表 8: 2010 年至今医药各子行业估值变化情况	10
图表 9: 医药行业北上资金变化情况	11
图表 10: 医药行业北上资金分板块的变化情况	11
图表 11: 北上资金陆港通持股市值情况 (亿元)	11
图表 12: 北上资金陆港通本周持股市值变化 (亿元)	11
图表 13: 南下资金港股通持股市值情况 (亿港元)	12
图表 14: 南下资金港股通本周持股市值变化 (亿港元)	12

一、ICAS 介入治疗百花齐放，颅内自膨药物支架未来可期



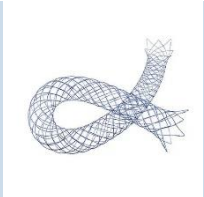
颅内动脉粥样硬化性狭窄 (intracranial atherosclerotic stenosis, ICAS) 指血管内脂肪沉积积聚 (亦称为斑块)，导致动脉狭窄并限制血液流动，从而出现颅内狭窄。严重的动脉狭窄会导致该动脉供血区域缺血、缺氧，进而引起短暂性脑缺血或脑卒中，30%-50%的缺血性脑卒中于颅内狭窄有关。

随着人口老龄化和生活方式的改变，ICAS 患病人数不断增加。根据归创通桥招股书，2015 年中国 ICAS 患病人数为 1440 万例，2019 年增加至 1730 万例，预计到 2030 年将进一步增至 2790 万例，其中，2019 年-2030 年的 CAGR 为 4.5%。

ICAS 的治疗方法包括内科治疗、外科治疗和介入治疗。外科治疗由于并发症风险较高，目前没有得到指南的推荐。内科治疗包括药物治疗以及改变生活方式，可以有效降低卒中发生率，然而对于部分症状性 ICAS 患者，内科治疗的效果欠佳。SAMMPRIS 研究结果显示，即使进行了积极的强化药物治疗，ICAS 患者的卒中复发率仍高达 10%。神经介入治疗创伤小、恢复快、并发症少，能够有效改善症状性动脉粥样硬化狭窄患者的长期预后，降低卒中复发的风险，已经获得广泛认可。《症状性颅内动脉粥样硬化性狭窄血管内治疗中国专家共识 2022》指出，经过培训的医师在有丰富经验的医疗中心，且在患者满足筛选条件的情况下行支架置入治疗症状性 ICAS 是安全的，可以考虑作为强化内科治疗以外的有效、安全的补充治疗。

介入治疗方法主要有球囊血管成形术、球囊扩张式支架置入术和自膨胀式支架置入术。

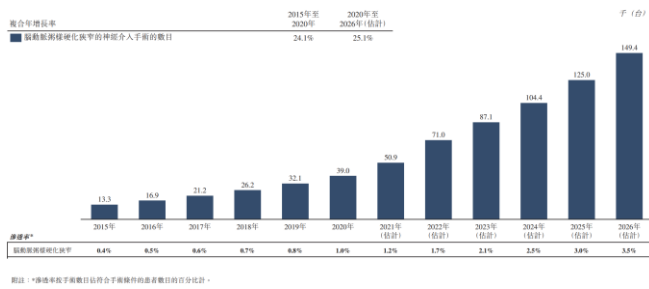
图表 1: ICAS 介入治疗方式对比

治疗方式	特点	产品示意图
球囊血管成形术	操作相对简单，球囊容易到位，无置入物。但可能存在血管弹性回缩、动脉夹层等风险，且术后平均残余狭窄率偏高。	
球囊扩张式支架置入术	在狭窄部位行球囊扩张并放置支架以恢复其通畅性。患者血管弹性回缩、动脉夹层等风险较小，但由于支架硬度较大，对术者的操作及靶血管的条件要求较高，仅适用于迂曲程度较小、病变较短的动脉。	
自膨胀式支架置入术	释放后在颅内血管内自行扩张。与球扩支架相比更加柔软灵活，在锥形及弯曲血管内具备更好的血管顺应性，置入成功率更高。	

资料来源：中国脑血管病杂志，微创医学，赛诺医疗官网，Acandis 官网，太平洋研究院整理

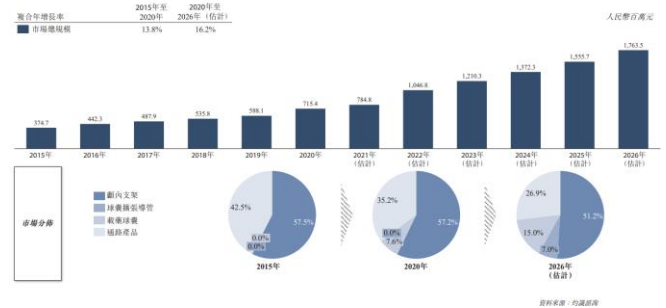
随着 ICAS 患者数量持续增长和介入技术的发展，ICAS 介入治疗手术量和市场规模将持续扩大。根据微创脑科学招股书，2015 年至 2020 年，国内脑动脉粥样硬化狭窄神经介入手术的数量由 1.3 万台上升至 3.9 万台，CAGR 为 24.1%，预计 2026 年将进一步增加至约 14.9 万台，2020 年-2026 年 CAGR 为 25.1%；市场规模由 3.75 亿元上升 7.15 亿元，CAGR 为 13.8%，预计 2016 年进一步增加至 17.64 亿元，2020 年至 2026 年 CAGR 为 16.2%。随着技术不断进步和人们对医疗服务的需求日益增加，ICAS 介入治疗市场有着巨大的潜力。

图表 2：2015-2026E 中国脑动脉粥样硬化神经介入手术量



资料来源：微创脑科学招股书，灼识咨询，太平洋证券整理

图表 3：2015-2026E 中国脑动脉粥样硬化神经介入器械市场规模



资料来源：微创脑科学招股书，灼识咨询，太平洋证券整理

自膨式药物支架具有支架自行贴壁扩张和药物涂层预防血管再狭窄的综合优势，有望成为 ICAS 介入治疗的首选方案。赛诺医疗自主研发的全球首款颅内自膨式药物支架于 2023 年 2 月完成临床入组，预计 2024 年上半年获批上市。哈尔滨医科大学附属第一医院史怀璋教授表示，该款自膨式颅内药物支架系统具有以下特点：

- 规格型号丰富：**可根据血管长度和直径选择相应支架。对较细血管提供小直径选择，对长段病变也有相应型号，以实现全病变覆盖。
- 载药涂层设计：**支架涂有 eG 层和雷帕霉素药物，可抑制平滑肌增生并促进内皮愈合。预计可降低再狭窄率，从而降低远期卒中复发风险。
- 较高的径向张力：**支架在使用时能提供良好的支撑力，术后血管得到良好成型。
- 易输送到位：**通过微导管释放支架，提高了支架到位的成功率。特别适用于血管条件差、弯曲度较大、通路张力较大的血管。该中心支架释放成功率达到 100%。术后患者未出现明显神经功能缺失，因此该支架具有较高的安全性。

相关标的：赛诺医疗。

二、行业观点及投资建议寻求“单品创新+出海掘金+院内刚需”潜在机遇

1、单品创新，渐入佳境

(1) **CNS 系列**：千亿市场有望孕育多个大单品

相关标的：恩华药业、京新药业、绿叶制药

(2) **创新器械**：从微创新向全面创新稳步迈进

相关标的：微电生理、惠泰医疗、三诺生物

(3) **新型疫苗**：接种环境向好大单品放量可期

相关标的：智飞生物、百克生物、万泰生物

(4) **皮肤管理**：国内企业布局痤疮新药大蓝海

相关标的：三生制药、歌礼制药、科笛集团

2、出海掘金，拨云见日

(1) **创新制药**：携手外企打造全球药品发展生态，把握“突破性+确定性”

相关标的：中国生物制药、亚盛医药、乐普生物、百奥泰

(2) **医疗器械**：产品积累从量变到质变，迈向海外市场开启新征程

相关标的：①设备：迈瑞医疗、联影医疗、华大智造、开立医疗、澳华内镜、海泰新光、祥生医疗；

②IVD：新产业、亚辉龙、安图生物、万孚生物；

③高耗：南微医学、安杰思

3、其他创新，期待惊喜

(1) **仿创结合**：把握传统企业“主业反转+创新开花”的边际变化

相关标的：康辰药业、奥赛康

(2) **创新上游**：压制因素基本出清，关注标的客户质量+业务裂变能力

相关标的：键凯科技、森松国际、海尔生物。

4、院内刚需，老龄催化

相关标的：心脉医疗、赛诺医疗

风险提示：行业监管政策变化的风险，贸易摩擦的相关风险，市场竞争日趋激烈的风险，新品研发、注册及认证不及预期的风险，安全性生产风险，业绩不及预期的风险。

三、板块行情

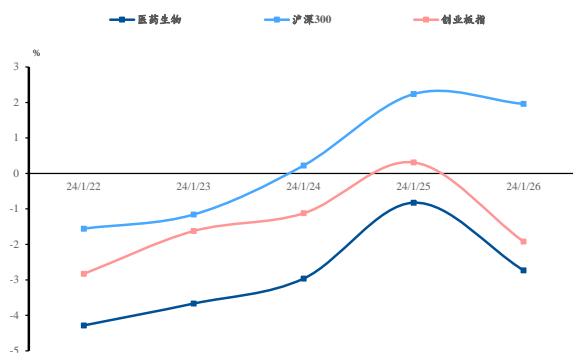
(一) 本周板块行情回顾：子板块除中药饮片外均下跌

1、本周生物医药板块走势：板块整体下跌 2.73%，子板块除中药饮片外均下跌

行情回顾：本周医药板块下跌，在所有板块中排名第29位。本周（1月22日-1月26日）生物医药板块下跌2.73%，跑输沪深300指数4.69pct，跑输创业板指数0.81pct，在30个中信一级行业中排名第29位。

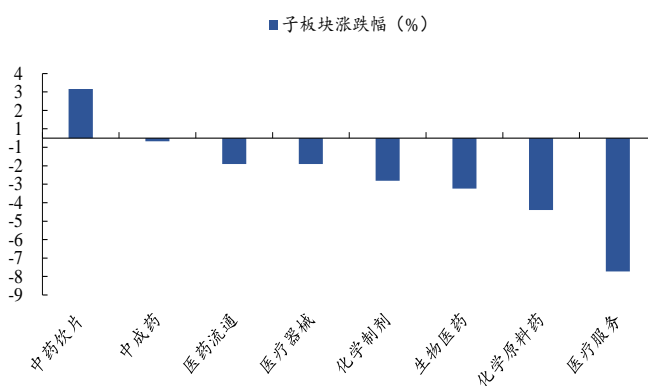
本周中信医药子板块中药饮片行情上涨2.66%，其余板块均下跌，其中医疗服务子板块领跌，下跌7.22%。

图表 4：本周中信医药指数走势



资料来源：WIND，太平洋证券整理

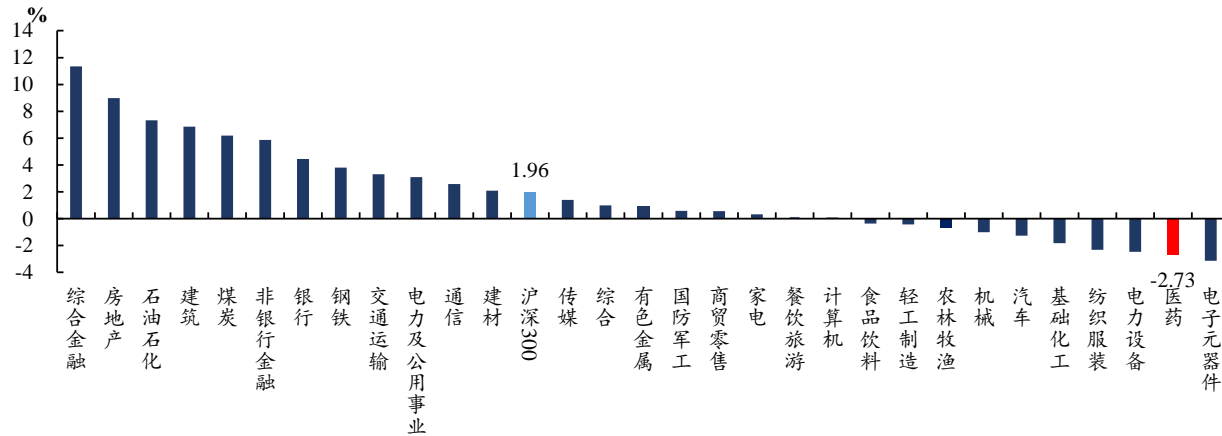
图表 5：本周生物医药子板块涨跌幅



资料来源：WIND，太平洋证券整理

个股涨跌幅方面，本周上涨的中药饮片子板块中，涨幅较多的个股标的是ST康美 (+5.56%)；跌幅最多的医疗服务子板块，领跌的个股标的为美迪西 (-14.92%) 和普芯斯 (-14.46%)。

图表 6：本周中信各大子板块涨跌幅



资料来源：WIND，太平洋证券整理

2、医药板块整体估值下跌，溢价率下降

医药板块整体估值下跌，溢价率下跌。截止2024年1月26日，医药板块整体估值（历史TTM，整体法，剔除负值）为25.20，环比前一周下降0.62。医药行业相对沪深300的估值溢价率为141%，环比下跌14.98个百分点。医药相对沪深300的估值溢价率仍处于历史较低水平。

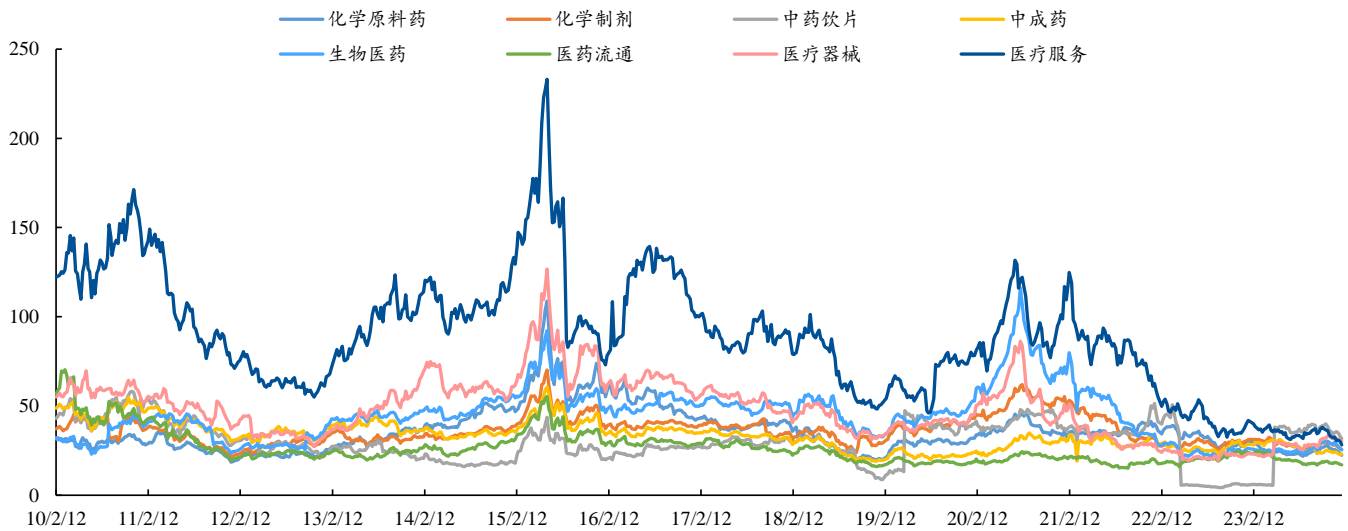
本周医药子板块估值走势偏弱。子行业市盈率方面，中药饮片（31.77）、医疗器械（30.15）和医疗服务（28.19）居于前三位。本周医药子板块估值除了中成药外，其余子板块均出现不同程度下降，中成药、医药流通、医疗器械、化学制剂、生物医药、化学原料药、中药饮片、医疗服务子板块的估值分别变化+0.07、-0.27、-0.36、-0.55、-0.86、-0.87、-1.39、-2.12。

图表 7：2010 年至今医药板块整体估值溢价率



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 8：2010 年至今医药各子行业估值变化情况



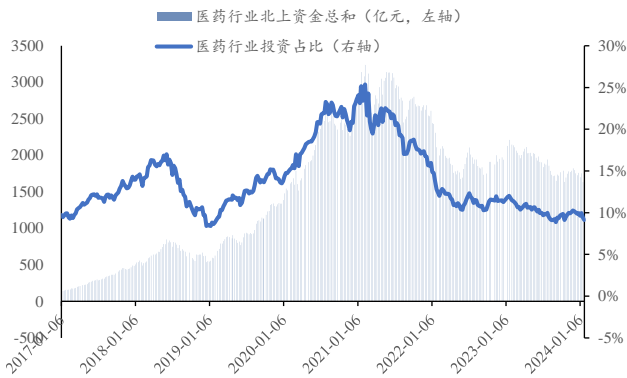
资料来源：WIND，太平洋证券整理

(二) 沪港通资金持仓变化：医药北向资金减少

北上资金：A股医药股整体，截至2024年1月26日，陆港通医药行业投资1597.45亿元，相对2024年1月19日减少了33.07亿元；医药持股占陆港通总资金的9.13%，占比下降了0.25pct。

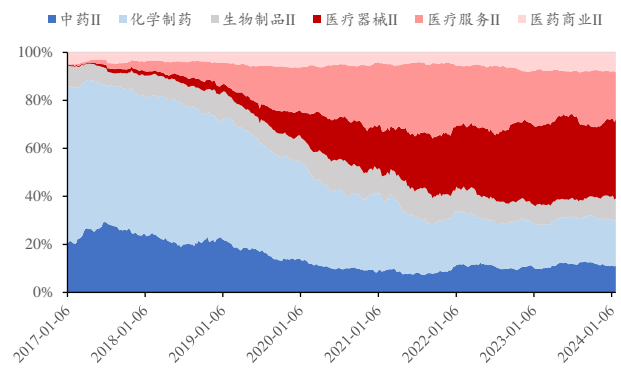
子板块方面，本周医疗器械（33.06%，+0.83pct）、中药II（11.25%，+0.47pct）、医药商业II（8.31%，+0.29pct）和化学制药（18.81%，+0.02pct）占比上升，医疗服务（19.55%，-1.51pct）和生物制品（9.02%，-0.10pct）占比下降。

图表 9：医药行业北上资金变化情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

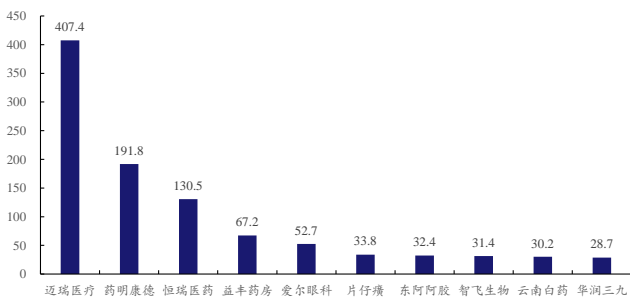
图表 10：医药行业北上资金分板块的变化情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

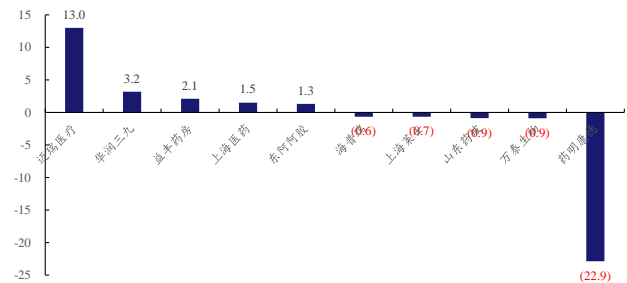
个股方面，A股医药股持股市值前五为迈瑞医疗、药明康德、恒瑞医药、益丰药房和爱尔眼科。净增持金额前三为迈瑞医疗、华润三九和益丰药房；净减持金额前三为药明康德、万泰生物和山东药玻。

图表 11：北上资金陆港通持股市值情况 (亿元)



资料来源：WIND，太平洋证券整理

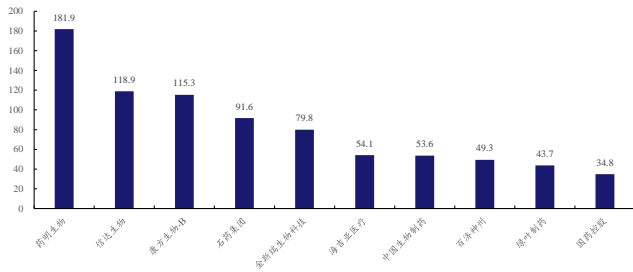
图表 12：北上资金陆港通本周持股市值变化 (亿元)



资料来源：WIND，太平洋证券整理

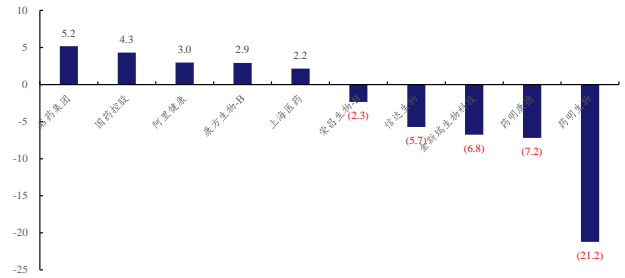
南下资金：H股医药股持股市值前五为药明生物、信达生物、康方生物-B、石药集团和金斯瑞生物科技。净增持金额前三为石药集团、国药控股和阿里健康；净减持金额较多的前三名为药明生物、药明康德和金斯瑞生物科技。

图表 13：南下资金港股通持股市值情况（亿港元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 14：南下资金港股通本周持股市值变化（亿港元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

表1： 重点推荐公司盈利预测表

代码	名称	最新评级	EPS				PE				股价 24/1/26
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	
300760.SZ	迈瑞医疗	买入	7.9	9.6	11.6	13.9	39.9	29.7	24.6	20.4	284.32
688114.SH	华大智造	买入	4.9	(0.0)	0.4	0.9	22.7	(1866)	211.7	90.1	76.80
688271.SH	联影医疗	买入	2.0	2.4	3.0	3.7	88.1	57.0	45.8	37.1	137.10
688617.SH	惠泰医疗	买入	5.4	7.6	10.2	13.7	57.2	47.3	35.5	26.3	360.53
688351.SH	微电生理	买入	0.0	0.0	0.1	0.2	4191.6	507.7	211.5	111.2	21.75
300832.SZ	新产业	买入	1.7	2.1	2.7	3.5	29.7	34.5	26.8	20.9	72.10
688575.SH	亚辉龙	买入	1.8	0.7	0.9	1.2	11.0	33.8	25.4	19.2	22.70
688293.SH	奥浦迈	买入	1.3	0.7	1.1	1.5	80.3	58.1	36.8	27.0	41.29
688356.SH	键凯科技	买入	3.1	2.7	3.4	4.6	50.5	29.7	23.7	17.5	81.31
603590.SH	康辰药业	买入	0.6	1.0	1.2	1.4	39.3	31.4	27.0	22.4	31.55
002262.SZ	恩华药业	买入	0.9	1.1	1.3	1.7	27.5	23.5	19.0	15.1	25.60
002020.SZ	京新药业	买入	0.8	0.8	0.9	1.1	15.8	13.2	11.6	9.7	10.47
300298.SZ	三诺生物	买入	0.8	0.8	1.0	1.2	44.2	32.8	26.1	20.9	25.14
002755.SZ	奥赛康	买入	(0.2)	(0.3)	0.0	0.1	(32.6)	(37.0)	1050.7	168.3	9.99
688139.SH	海尔生物	买入	1.9	1.8	2.3	2.8	33.5	18.3	14.3	11.4	32.56
688108.SH	赛诺医疗	买入	(0.4)	(0.1)	0.0	0.2	(14.4)	(82.8)	297.9	56.0	10.78
300122.SZ	智飞生物	买入	4.7	3.8	4.9	5.8	18.6	12.7	9.9	8.4	48.75
688276.SH	百克生物	买入	0.4	1.1	1.7	2.3	157.2	46.2	30.7	22.9	52.08
603392.SH	万泰生物	买入	5.2	3.0	3.5	4.7	24.2	19.9	17.4	12.8	60.34
002223.SZ	鱼跃医疗	买入	1.6	2.4	2.2	2.6	20.0	14.3	15.4	13.2	33.89

资料来源：WIND，太平洋研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

公司地址

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七号

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 17 楼 太平洋证券

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904

广州大道中圣丰广场 988 号 102 太平洋证券



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。