

医药生物周报（24年第6周）

全球重磅药品销售表现优异，关注国产快速跟随者

超配

核心观点

本周医药板块表现弱于整体市场，医疗服务板块领跌。本周全部A股下跌7.73%（总市值加权平均），沪深300下跌4.63%，中小板指下跌8.91%，创业板指下跌7.85%，生物医药板块整体下跌11.61%，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12.97%，生物制品下跌11.14%，医疗服务下跌15.10%，医疗器械下跌9.60%，医药商业下跌8.59%，中药下跌10.10%。医药生物市盈率（TTM）22.39x，处于近5年历史估值的1.4%分位数。

MNC 陆续发布 23 年财报，重磅品种的销售表现优异。一月底至二月初，跨国大药企陆续披露 2023 年财报：剔除新冠业务影响后，MNC 大多取得了中个位数到低双位数的营收增长。重磅品种销售表现优异：K 药销售 250 亿美金（+19%），正式成为全球药王；司美格鲁肽合计销售 211 亿美金（+89%），增长势头迅猛；度普利尤单抗销售 107 亿欧元（+34%），首次突破百亿大关。ADC、核药、小核酸、RSV 疫苗等创新药成为各家公司研发投入以及后续潜在的增长重点。另一方面，MNC 也展开了广泛的并购与合作，以充实自己的管线布局。我们认为，重磅品种同靶点的国产创新药，进度处在全球第一梯队，且可能具备一定的差异化特点，同样具备广阔的商业化潜力。

京津冀“3+N”联盟 28 种耗材集采开标，止血夹竞价激烈。1月31日，河北牵头的 28 种耗材集采完成报价工作，其中止血夹关注度较高。本次集采涉及 2 款止血夹合计报量约 132 万条，其中南微医学 78 万条，安杰思 30 万条，唯德康 23 万条。本次集采未设置复活机制，且只对最高拟中选价格进行限制，厂家竞价激烈，最终安杰思未中选，南微医学与唯德康中选，最高降幅达 80%。建议关注后续集采落地情况及价格联动的可能性，以及集采执行后相关企业盈利水平的变化。

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	3242	96.1	115.4	139.0	167.1	33.8	28.1	23.3	19.4
603259.SH	药明康德	买入	1442	88.1	101.3	121.3	158.0	16.4	14.2	11.9	9.1
300122.SZ	智飞生物	买入	1065	75.4	91.0	113.1	141.8	14.1	11.7	9.4	7.5
603882.SH	金城医学	买入	251	27.5	7.6	12.1	15.6	9.1	33.2	20.8	16.1
688236.SH	春立医疗	买入	59	3.1	2.8	3.6	4.7	19.1	21.3	16.2	12.4
688212.SH	澳华内镜	买入	67	0.2	0.6	1.0	1.7	308.3	115.4	69.7	40.3
301096.SZ	百诚医药	买入	61	1.9	2.8	3.9	5.2	31.6	21.6	15.6	11.9
688576.SH	西山科技	增持	40	0.8	1.0	1.3	1.7	53.0	39.9	31.2	24.1
6990.HK	科伦博泰生物-B	买入	144	(6.2)	(2.5)	(5.5)	(6.4)				
9926.HK	康方生物	买入	305	(11.7)	19.8	(2.6)	6.4		15.4		47.7
2162.HK	康诺亚-B	买入	77	(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	22.3	17.0	13.1	9.9

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：陈曦炳

0755-81982939

cnchenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

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

- 《医药生物行业 2024 年 1 月投资策略——业绩预告陆续披露，关注季度边际改善标的》——2024-01-30
- 《医药生物周报（24 年第 5 周）-河北牵头开展 28 种医用耗材联盟集采，23Q4 公募基金医药持仓环比提升》——2024-01-30
- 《2023 年生物医药行业年报业绩前瞻：Q4 业绩环比有所改善，建议底部布局医药优质资产》——2024-01-25
- 《医药生物周报（24 年第 4 周）-小核酸领域重磅交易频出，从 Alnylam 管线进展看行业趋势》——2024-01-22
- 《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

内容目录

MNC 财报分析	4
默沙东：K 药登顶药王，HPV 疫苗高增长	4
辉瑞：收购 Seagen，建立肿瘤领域优势地位	4
诺和诺德：司美格鲁肽大卖超 200 亿美金	5
赛诺菲：度普利尤单抗销售突破百亿欧元	7
诺华：核药快速增长，积极布局肾病领域	7
GSK：Shingrix 保持增长，Arexvy 首年超 10 亿英镑	9
新股上市跟踪	10
本周行情回顾	11
板块估值情况	13
投资策略	14
医药行业 2 月月度投资观点	14
推荐标的	17
风险提示	19

图表目录

图 1: 默沙东肿瘤领域布局策略以及对应产品	4
图 2: 辉瑞 2024 年的关键里程碑事件	5
图 3: 司美格鲁肽销售情况 (百万 DKK)	6
图 4: 诺和诺德 2024 年主要里程碑事件	6
图 5: 度普利尤单抗销售情况 (百万欧元)	7
图 6: 诺华主要产品销售情况 (百万美元)	8
图 7: 诺华 2024 年主要里程碑事件	9
图 8: 申万一级行业一周涨跌幅 (%)	11
图 9: 申万一级行业市盈率情况 (TTM)	13
图 10: 医药行业子板块一周涨跌幅 (%)	13
图 11: 医药行业子板块市盈率情况 (TTM)	13
表 1: 近期 A 股/H 股医药板块新股上市情况跟踪	10
表 2: 本周 A 股涨跌幅前十的个股情况	12

MNC 财报分析

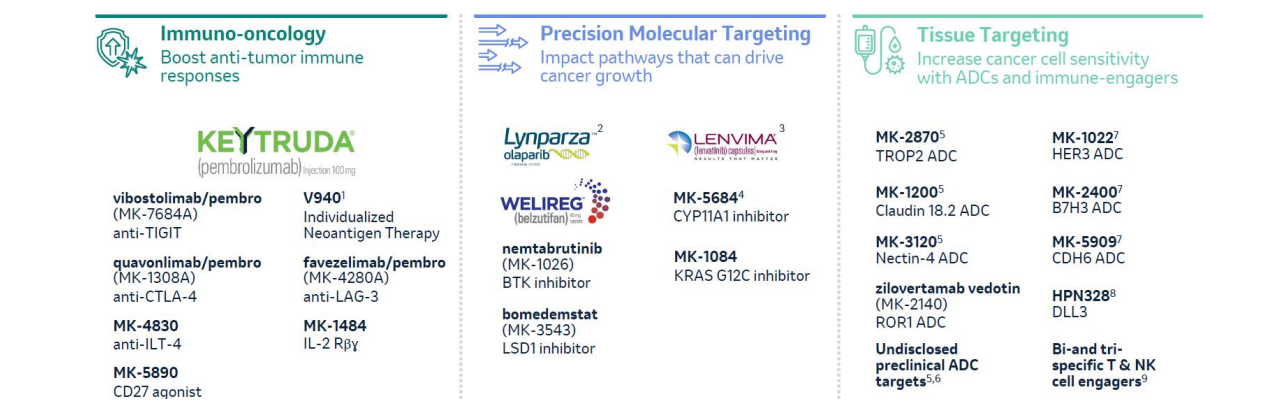
默沙东：K 药登顶药王，HPV 疫苗高增长

默沙东 2023 年营收 601 亿美元 (+1%)，剔除新冠口服药 Lagevrio 的影响，同比增长 9%；其中药品销售 536 亿美元 (+3%)，中国区药品销售 67.1 亿美元 (+32%)，占全球药品销售的 12.5%。从核心产品看，K 药 (Keytruda) 销售 250 亿美元 (+19%)，正式登上全球“药王”的位置；HPV 疫苗 (Gardasil/Gardasil 9) 销售 89 亿美元 (+29%)，增长来自于全球范围内的强劲需求，特别是中国；新冠口服药 Lagevrio 销售 14 亿美元 (-75%)。公司预计 2024 年全球销售在 627~642 亿美元之间 (+4%~7%)。

研发和临床开发方面，默沙东获得了一系列的 FDA 批准：在肿瘤领域，默沙东的重点还是集中在 K 药的适应症拓展，包括 K 药联合化疗一线治疗 HER2 阴性的 GC/GEJ (基于 KEYNOTE-859)、K 药联合化疗治疗 BTC (基于 KEYNOTE-966)。为了进一步实现 K 药的潜力，默沙东针对早期肿瘤的布局 (辅助/新辅助治疗) 也取得了成果：近期，K 药联合化疗获批了 stage III~Iva 的宫颈癌适应症 (基于 KEYNOTE-A18)。另外，K 药和 Moderna 的 V940 (肿瘤新抗原疫苗) 联用进行黑色素瘤的辅助治疗的临床试验也读出了长期的有效性数据。

同时，默沙东通过合作的方式在组织靶向性的肿瘤治疗取得了积极的进展：K 药和 Padcev (Nectin-4 ADC) 联用一线治疗 mUC 的适应症展示出了相比于当前标准治疗更为优秀的 OS 数据，并且获得了 FDA 的批准 (基于 KEYNOTE-A39)；MK-1022/ U3-1402/HER3-DXd 治疗三线及以上的 EGFRm NSCLC 患者的上市申请获得 FDA 的优先审评，PDUFA day 为 6 月 26 日 (基于 HERTHENA-Lung01)；并且，默沙东宣布了对于 Harpoon Therapeutics 的收购，获得了 DLL3 T cell engager HPN328，并在 SCLC 和神经内分泌肿瘤中进行试验。默沙东与科伦博泰的合作也在顺利推进中，MK-2870/SKB264 (TROP2 ADC) 已经开启了非小细胞肺癌和子宫内膜癌的全球 3 期临床。

图1：默沙东肿瘤领域布局策略以及对应产品



资料来源：默沙东官网、国信证券经济研究所整理

辉瑞：收购 Seagen，建立肿瘤领域优势地位

由于新冠疫苗 Comirnaty 和新冠口服药物 Paxlovid 的销售下滑，辉瑞 2023 年实

现营收 585 亿美元（-42%）；如果剔除新冠业务的影响，23 年的营收同比增长 7%。公司给出 2024 年的销售指引为 585~615 亿美元，包括来自 Seagen 的约 31 亿美元的收入。

分产品看，辉瑞的主要收入来源于 Eliquis（阿哌沙班，67.47 亿美元/+4%）、Prevnar（肺炎结合苗，64.40 亿美元/+2%）、Ibrance（哌柏西利，47.53 亿美元/-7%）、Vyndaqel（氯苯唑酸葡胺，33.21 亿美元/+36%）等。另外，2023 年批准上市的 RSV 疫苗 Abrysvo 首年即实现销售 8.90 亿美元，表现亮眼。

2023 年，公司在内部管线的研究和开发中投入了 107 亿美元（营收占比约 18%），并且投资了约 438 亿美元进行 BD 项目（主要为收购 Seagen 的投资）。在 2024 年，辉瑞预计将启动最多 8 个新分子实体的 FIP 临床，包括 4 个 ADC 分子。另外，2024 年还将迎来 Vepdegestrant（ER PROTAC）在 2L HR+ mBC 的 3 期数据读出。

图2: 辉瑞 2024 年的关键里程碑事件

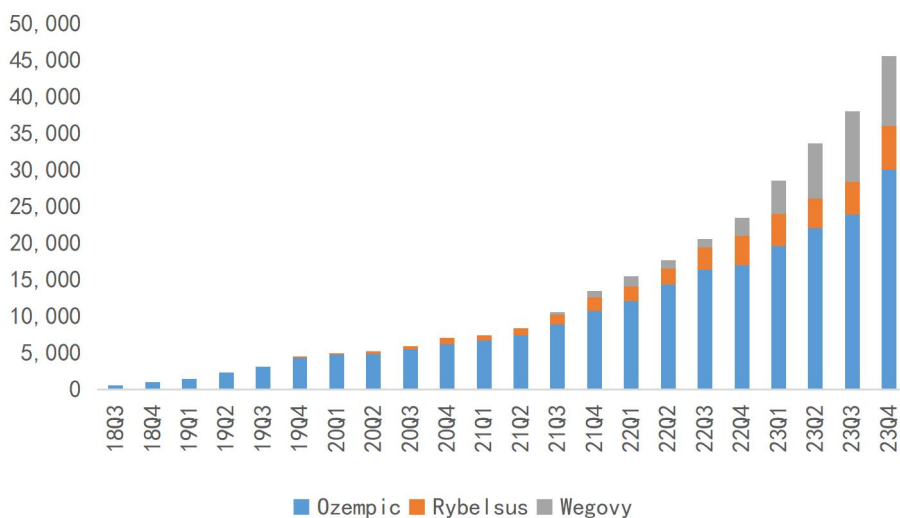


资料来源：辉瑞官网、国信证券经济研究所整理

诺和诺德：司美格鲁肽大卖超 200 亿美金

诺和诺德 2023 年营收 2322 亿 DKK（约 336 亿 USD，1 DKK = 0.1446 USD），同比增长 31%；其中司美格鲁肽表现亮眼，Ozempic（T2D，注射）销售 957.18 亿 DKK（约 138.4 亿 USD，+60%），Rybelsus（T2D，口服）销售 187.50 亿 DKK（约 27.1 亿 USD，+66%），Wegovy（减重，注射）销售 313.43 亿 DKK（约 45.3 亿 USD，+407%），三款产品合计销售约 211 亿美金（+89%）。

图3: 司美格鲁肽销售情况 (百万 DKK)



资料来源: 诺和诺德财报、国信证券经济研究所整理

研发方面, 诺和诺德的 GLP1R/AMYR 复合制剂 CagriSema 将在 2024 年读出 3 期数据; 诺和诺德的研发管线也集中在司美格鲁肽在糖尿病和减重之外的适应症拓展, 以及新型多靶点长效 GLP1 制剂的开发。

图4: 诺和诺德 2024 年主要里程碑事件

Project	Q4 2023	H1 2024	H2 2024	
			Clinical milestones ¹	Regulatory milestones ¹
Diabetes care	Icodec			EU/JP/CN/US decision
	IcoSema		Phase 3 results	
	FLOW kidney outcomes trial		Phase 3 results	
	STRIDE			Phase 3 results
	SOUL CVOT			Phase 3 results
	OW GLP-1/GIP		Phase 1 results	
	OM GLP-1/GIP		✓ Phase 1 initiation	
Obesity care	SELECT		US decision	EU/CN decision
	STEP HFpEF	✓ Phase 3 results	✓ EU/US submission	
	STEP OA	✓ Phase 3 results		
	CagriSema			Phase 3 results
	Oral Amycretin	✓ Phase 1 results		
Rare Disease	Mim8		Phase 3 results	
CV & Emerging Therapy Areas	VAP-1i	✓ Phase 1 initiation		

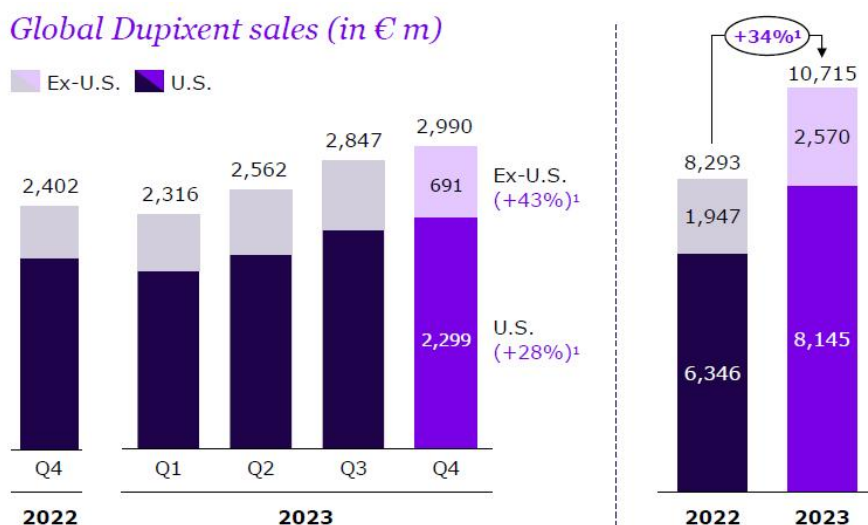
资料来源: 诺和诺德官网、国信证券经济研究所整理

赛诺菲：度普利尤单抗销售突破百亿欧元

赛诺菲 2023 年营收 431 亿欧元(+5.3%)，其中制药板块收入 379 亿欧元(+5.1%)，疫苗板块收入 75 亿欧元(+8.3%)，消费者保健板块收入 52 亿欧元(+6.3%)。

赛诺菲的营收增长主要由度普利尤单抗的销售增长驱动：2023 年销售 107 亿欧元(+34%)，其中 23Q4 销售 30 亿欧元(+31%)，首次突破百亿欧元的销售；度普利尤单抗在已经获批的各项适应症（特应性皮炎、哮喘、慢性鼻窦炎伴鼻息肉、结节性痒疹、EoE）等都有持续的需求释放。公司预计度普利尤单抗 2024 年的销售额将达到 130 亿欧元。

图5：度普利尤单抗销售情况（百万欧元）



资料来源：赛诺菲官网、国信证券经济研究所整理

度普利尤单抗在 COPD 适应症的 3 期临床（NOTUS）中读出了优秀的优效性数据（对照安慰剂），在现有标准治疗效果不佳且伴有 2 型炎症反应的 COPD 患者中，度普利尤单抗相对安慰剂可以减少 34% 的急性发作，并且能够显著提升患者的肺部功能。基于这一结果，赛诺菲已经在 EMA、美国和中国递交了 COPD 适应症的上市申请。

赛诺菲和阿斯利康合作开发的 Beyfortus（Nirsevimab/尼塞维单抗）在美国和欧洲获批上市，用于婴幼儿 RSV 感染的预防，并在上市的首个年度达到了 5.47 亿欧元的销售（美国 4.07 亿欧元，欧洲 1.40 亿欧元）。

诺华：核药快速增长，积极布局肾病领域

诺华 2023 年营收 454 亿美元(+8%)，其中心血管板块收入 63.91 亿美元(+34%)，免疫板块收入 77.98 亿美元(+7%)，神经科学板块收入 40.43 亿美元(+40.43%)，肿瘤板块收入 135.90 亿元(+22%)。2024 年指引为营收以中个位数增长。

诺华的核心产品包括 Entresto（沙库巴曲缬沙坦）、Cosentyx（司库奇尤单抗/IL17 单抗）、Promacta/Revolade（艾曲泊帕/TPOR）、Kesimpta（奥法妥木单抗/CD20 单抗）、Kisqali（瑞波西利/CDK4/6 抑制剂）等；其中 Entresto 全年销售 60.35

亿美元(+30%)，Cosentyx 全年销售 49.80 亿美元(+4%)，Promacta/Revolade 全年销售 22.69 亿美元(+9%)，Kesimpta 全年销售 21.71 亿美元(+99%)，Kisqali 全年销售 20.80 亿美元(+69%)。另外，Ilaris（卡那奴单抗/IL1b 单抗）全年销售 13.55 亿美元(+20%)，Pluvicto（PSMA 靶向核药）全年销售 9.80 亿美元(+262%)，Lutathera（生长抑素核药）全年销售 6.05 亿美元(+28%)，增速较快。其他受到关注的产品中，Leqvio（英克司兰，PCSK9 siRNA）全年销售 3.55 亿美元(+217%)，诺华表示，Leqvio 早期在中国的自费市场也取得了不错的成绩。

图6: 诺华主要产品销售情况（百万美元）

	Q4 2023	% change		FY 2023	% change	
	USD m	USD	cc	USD m	USD	cc
<i>Entresto</i>	1 635	27	26	6 035	30	31
<i>Cosentyx</i>	1 303	21	21	4 980	4	5
<i>Promacta/Revolade</i>	563	4	4	2 269	9	10
<i>Kesimpta</i>	641	74	73	2 171	99	99
<i>Kisqali</i>	610	71	76	2 080	69	75
<i>Tafinlar + Mekinist</i>	486	5	7	1 922	9	11
<i>Tasigna</i>	446	-6	-6	1 848	-4	-3
<i>Jakavi</i>	444	14	14	1 720	10	12
<i>Lucentis</i>	301	-24	-25	1 475	-21	-20
<i>Xolair</i>	378	17	16	1 463	7	9
<i>Ilaris</i>	376	25	29	1 355	20	22
<i>Sandostatin</i>	316	4	5	1 314	6	8
<i>Zolgensma</i>	286	-7	-4	1 214	-11	-9
<i>Pluvicto</i>	273	53	53	980	262	261
<i>Gilenya</i>	154	-55	-55	925	-54	-54
<i>Exforge Group</i>	156	-2	-1	713	-4	-1
<i>Galvus Group</i>	153	-27	-17	692	-19	-11
<i>Diovan Group</i>	147	4	6	613	-6	-1
<i>Lutathera</i>	147	15	13	605	28	28
<i>Gleevec/Glivec</i>	128	-27	-25	561	-25	-22
Top 20 brands total	8 943	13	14	34 935	10	12

资料来源：诺华官网、国信证券经济研究所整理

从 2024 年研发的重要里程碑事件看，Kisqali 在 2023 年辅助治疗早期乳腺癌的 3 期研究读出优效数据，并且已经向美国、欧洲和中国的药监部分递交新适应症上市申请，预计在 24H2 会有美国和欧洲的监管决定。诺华的两个 IgAN 资产 Atrasentan（阿曲生坦/ETA 拮抗剂）和 Iptacopan（伊普可泮/补体 B 抑制剂）也将在 24H1 递交上市申请。

图7: 诺华 2024 年主要里程碑事件

2024 selected key events (expected)		H1 2024	H2 2024
Regulatory decisions	Fabhalta® PNH		EU, JP
	Kisqali® HR+/HER2- adj. BC		US, EU
Submissions	Atrasentan IgAN	US	
	Iptacopan C3G	US	EU
	Iptacopan IgAN	US	
	Pluvicto® mCRPC, pre-taxane		US
	Remibrutinib CSU		US, EU, JP
	Scemblix® CML 1L	US	JP
	Lutathera® GEP-NET 1L G2/G3	EU	
Readouts	Scemblix® CML 1L	Ph3 (ASC4FIRST)	
	Zolgensma® SMA IT		Ph3 (STEER)
	XXB750 Hypertension		Ph2
Ph3 starts	Pluvicto® Oligometastatic prostate cancer	Ph3	
	Opnurasib 1L NSCLC (combo) ¹	Ph2/3	

PNH – paroxysmal nocturnal hemoglobinuria. mCRPC – metastatic castration-resistant prostate cancer. FIR – first interpretable results. IgAN – immunoglobulin A nephropathy. C3G – complement 3 Glomerulopathy. cCSU – Chronic spontaneous urticaria. CML – Chronic myeloid leukemia. SMA – Spinal muscular atrophy. NSCLC – Non-small cell lung cancer. 1. This is a seamless Ph2/3 trial.

资料来源: 诺华官网、国信证券经济研究所整理

GSK: Shingrix 保持增长, Arexvy 首年超 10 亿英镑

GSK 2023 年营收 303 亿英镑 (+3%), 剔除新冠业务的影响后, 同比增长 12%; 其中疫苗板块收入 97.14 亿英镑 (+24%), 特药板块收入 102.44 亿英镑 (-9%, 剔除新冠业务影响后+14%), 普药板块收入 102.44 亿英镑 (+1%)。对于 2024 年的指引, GSK 预计总营收同比增长 5%~7%, 其中疫苗板块同比增长高个位数到低双位数, 特药板块同比增长低双位数, 普药板块同比下滑中个位数。

疫苗板块中, Shingrix (带状疱疹疫苗) 全年销售 34.46 亿英镑 (+16%), 在体量较大的情况下仍保持了快速增长; Arexvy (RSV 疫苗) 全年销售 12.38 亿英镑, 在上市的第一年就突破了 10 亿大关, GSK 表示, 美国 8300 万 60 岁以上的老年人中, 已经有 600 万接种了 Arexvy。其他板块中, Nucala (美泊利单抗/IL-5 单抗) 全年销售 16.55 亿英镑 (+16%), Benlysta (贝利尤单抗/BAFF 单抗) 全年销售 13.49 亿英镑 (+18%)。

MNC 陆续发布 23 年财报, 重磅品种的销售表现优异。一月底至二月初, 跨国大药企陆续披露 2023 年财报: 剔除新冠业务影响后, MNC 大多取得了中个位数到低双位数的营收增长。重磅品种销售表现优异: K 药销售 250 亿美金 (+19%), 正式成为全球药王; 司美格鲁肽合计销售 211 亿美金 (+89%), 增长势头迅猛; 度普利尤单抗销售 107 亿欧元 (+34%), 首次突破百亿大关。ADC、核药、小核酸、RSV 疫苗等创新药成为各家公司研发投入以及后续潜在的增长重点。另一方面, MNC 也展开了广泛的并购与合作, 以充实自己的管线布局。我们认为, 重磅品种同靶点的国产创新药, 进度处在全球第一梯队, 且可能具备一定的差异化特点, 同样具备广阔的商业化潜力。

新股上市跟踪

◆ 近期 A 股/H 股医药板块新股上市情况跟踪

表1: 近期 A 股/H 股医药板块新股上市情况跟踪

证券代码	公司简称	上市进展	公司简介
870656.BJ	海昇药业	1月29日公布中签结果、2月2日上市	<p>公司是一家专业从事原料药及医药中间体的研发、生产和销售的企业。依托在合成技术及提纯结晶技术上的优势，公司在原料药行业以及医药中间体行业具有较强的竞争力。公司的主要产品分为原料药和医药中间体，其中原料药可细分为医药原料药和兽药原料药。原料药指由化学合成的各种用来作为药用的粉末、结晶、浸膏等，但病人无法直接服用的物质。医药中间体即生产医药产品的过程中，使用的原料、材料、辅料等中间产品，不需要药品的生产许可证，在具有一定资质的化工厂即可生产，只要达到一定的级别，即可用于药品的合成。</p>

资料来源：中国证监会，港交所，国信证券经济研究所整理

本周行情回顾

本周全部 A 股下跌 7.73%（总市值加权平均），沪深 300 下跌 4.63%，中小板指下跌 8.91%，创业板指下跌 7.85%，生物医药板块整体下跌 11.61%，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 12.97%，生物制品下跌 11.14%，医疗服务下跌 15.10%，医疗器械下跌 9.60%，医药商业下跌 8.59%，中药下跌 10.10%。

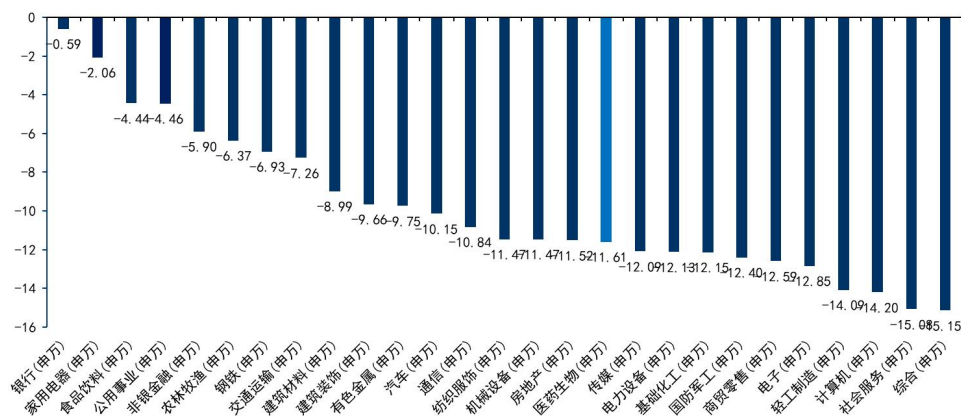
个股方面，涨幅居前的是三博脑科（15.27%）、创新医疗（12.87%）、惠泰医疗（9.03%）、安图生物（5.64%）、华恒生物（4.81%）、诺泰生物（4.67%）、广誉远（3.59%）、金凯生科（2.85%）、东阿阿胶（2.61%）、联影医疗（0.24%）。

跌幅居前的是龙津药业（-36.92%）、景峰医药（-36.82%）、安杰思（-32.62%）、大理药业（-31.55%）、荣丰控股（-30.76%）、海翔药业（-30.41%）、ST 吉药（-27.99%）、长药控股（-25.59%）、哈一药业（-25.11%）、艾隆科技（-24.96%）。

本周恒生指数下跌 2.62%，港股医疗保健板块下跌 10.50%，板块相对表现弱于恒生指数。分子板块来看，制药板块下跌 5.95%，生物科技下跌 18.95%，医疗保健设备下跌 4.74%，医疗服务下跌 4.71%。

市场表现居前的是（仅统计市值 50 亿港币以上）高视医疗（6.51%）、心泰医疗（3.62%）、国药控股（1.50%）、康基医疗（1.18%）、联邦制药（0.00%）；跌幅居前的是药明康德（-32.35%）、药明生物（-31.65%）、药明合联（-29.44%）、微创机器人-B（-23.12%）、固生堂（-20.94%）。

图8: 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

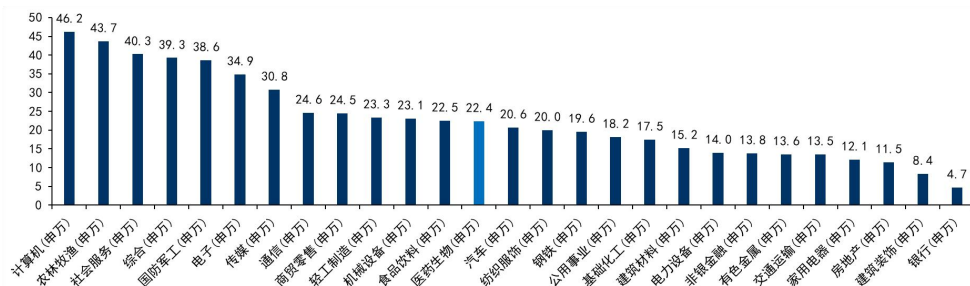
本周涨幅前十		本周跌幅前十	
股票简称	涨幅	股票简称	跌幅
三博脑科	15.27%	龙津药业	-36.92%
创新医疗	12.87%	景峰医药	-36.82%
惠泰医疗	9.03%	安杰思	-32.62%
安图生物	5.64%	大理药业	-31.55%
华恒生物	4.81%	荣丰控股	-30.76%
诺泰生物	4.67%	海翔药业	-30.41%
广誉远	3.59%	ST 吉药	-27.99%
金凯生科	2.85%	长药控股	-25.59%
东阿阿胶	2.61%	哈一药业	-25.11%
联影医疗	0.24%	艾隆科技	-24.96%

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

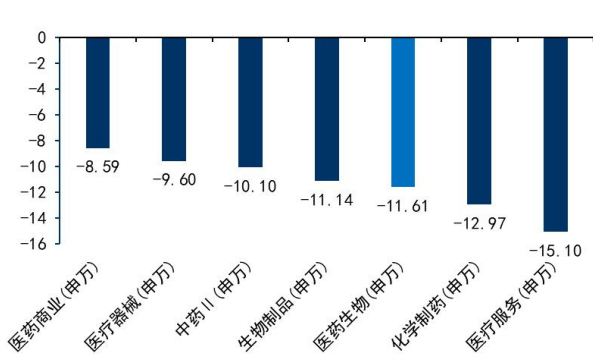
医药生物市盈率（TTM）22.39x，全部 A 股（申万 A 股指数）市盈率 12.72x。分板块来看，化学制药 26.45x，生物制品 19.65x，医疗服务 21.99x，医疗器械 23.65x，医药商业 15.77x，中药 21.91x。

图9：申万一级行业市盈率情况（TTM）



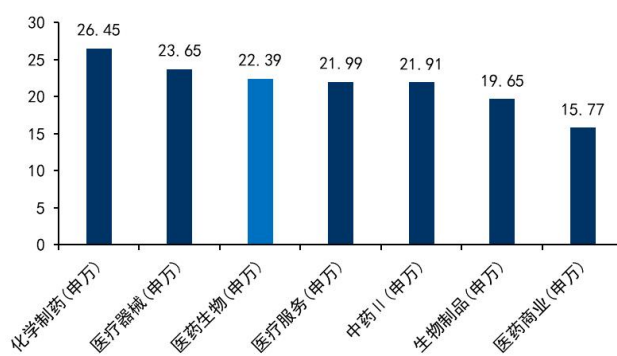
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：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11：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 2 月月度投资观点

1 月末至今，美国众议院的《生物安全法案》草案版本中中药明康德、华大基因等企业被提及，成为本次生物医药板块加速下跌的直接导火索，叠加近期市场情绪脆弱，任何的潜在不确定影响因素都会被放大。该生物安全法草案尚未生效颁布，其后的立法程序要求美国众议院和美国参议院分别在相关委员会审查后，对各自的法案版本进行投票以形成最终版本。因此，生物安全法草案的内容仍有待进一步审议并可能变更。

近期的市场几乎直线下跌，我们认为布局机会加速显现，尤其是较多创新药及医疗器械资产性价比凸显。这也能从产业资本层面出手的频次和金额逐步加大侧面佐证，无论是 2023 年 MNC 对于中国创新药资产的购买，逐步从管线引进到公司并购，还是近期迈瑞医疗对惠泰医疗的溢价收购，说明国内很多优质的药品和医疗器械企业已经到了中长期战略性购买的价格。未来上市公司之间的收购整合会进一步加速，龙头企业将进一步做大做强。因此，现在布局龙头企业，未来几年大概率会赢得较好收益。

我们仍坚持 2024 年医药行业两大投资主线：创新+国际化。建议关注两类企业，一类是创新药、创新医疗器械企业，由于创新药和创新器械处于产品生命周期的初期，具有低渗透率、强定价能力、患者真正获益的属性，且是国内医保/商保等支付方大力支持的产品，因而这类企业是医药行业里成长性最好的资产；第二类是有国际化能力及潜力的公司，这一波的国际化浪潮不同于第一波 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。

银发经济为医药行业带来增量需求。随着中国老龄化程度不断加深，60 岁以上老年人群体逐渐成为一股不可忽视的消费力量，24 年初国务院发布首个支持银发经济发展专门文件《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》，充分呼应并落实积极应对人口老龄化国家战略。智慧健康养老、康复辅助器具、抗衰老、养老照护服务、老年病及慢病治疗等产业有望得到国家大力支持，迎来发展机遇。建议关注相关产业发展带来的药品及医疗器械行业的增量需求，特别是具备满足 C 端居家养老需求、自费属性的产品，具有广阔的市场空间。

从政策层面来看，行业整顿的影响在逐渐弱化，集采对于大部分上市公司业绩的影响在逐渐出清，DRG/DIP 政策的导向在逐步明朗化。2024 年，医疗行业整顿虽仍在持续，但相比 23Q3 更加聚焦关键少数，对于正常诊疗的影响越来越小。随着集采进入深水区，DRGS/DIP 会成为医保控费的最后工具箱：集采药品、集采耗材、依赖仪器的检验检查等成为医院的成本项，医疗服务特别是依靠医生技术水平的手术价格预计会提升；越来越多的省市将创新药、创新器械豁免 DRGS，走单独的创新支付通道，鼓励其临床应用；中医、康复等学科亦是十四五期间国家所大力支持的产业而豁免 DRGS。

从近期较多上市公司披露的 23 年业绩预告来看，23Q3 是未来几年医药行业业绩的绝对底部，我们预计行业整顿促使行业竞争格局得到进一步优化，合规龙头企业的市占率有望进一步提升。估值层面，市场年初至今的调整，错杀了部分基本面优质的成长股，基于医药行业刚需属性及未来潜在的源源不断的增量需求，我们建议当前位置加大对于医药行业配置。短期来看，手术相关药品及器械公司

24H1 有望率先走出行业整顿的短期影响，实现业绩环比加速，建议优先布局。

中长期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：**康方生物、康诺亚-B、科伦博泰生物-B**等。

➤ **医疗器械：**

1) 集采影响出清，医疗机构手术和设备采购复苏：院内手术量有望 Q4 起逐步恢复，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**，心血管耗材**心脉医疗**，内镜耗材**南微医学**，眼科耗材**爱博医疗**，手术动力设备及耗材**西山科技**；设备招标采购有望逐季度恢复，推荐设备及 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；

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**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。

➤ **医疗服务：**

24 年为 DRG/DIP 三年行动计划的最后一年，医保统筹地区支付方式改革深入推进，激励医疗机构主动控制成本、规范行为、优化流程，提高医疗服务效率。建议关注 DRGs 下具备差异化竞争优势的民营专科连锁；顺应医保控费政策趋势的第三方医检机构稳健发展，龙头 ICL 在合规经营趋势之下有望开启第二成长曲线，关注**金域医学**。

➤ **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。

➤ **CXO：**

关注三条主线的投资机会：

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、阳光诺和**。

➤ **中药：**

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。。

➤ **消费医疗：**

建议关注消费医疗领域的部分疫苗公司如**智飞生物、康泰生物、欧林生物**，以及隐形正畸龙头**时代天使**。

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。

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。

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。

西山科技：公司是手术动力装置国产龙头，市场地位突出，一次性耗材有望加速替代重复性耗材，打开手术动力装置行业的成长空间，驱动公司业务快速发展。此外，内窥镜和能量手术设备等新业务有望为公司带来新增长点。

科伦博泰生物-B (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	3,242	96.1	115.4	139.0	167.1	33.8	28.1	23.3	19.4	30.0%	1.4	买入
300832.SZ	新产业	医疗器械	554	13.3	16.6	21.6	27.8	41.7	33.3	25.6	19.9	20.8%	1.2	买入
688212.SH	澳华内镜	医疗器械	67	0.2	0.6	1.0	1.7	308.3	115.4	69.7	40.3	1.7%	1.2	买入
688161.SH	威高骨科	医疗器械	113	5.4	6.0	7.6	9.4	20.8	19.0	15.0	12.1	11.2%	1.0	增持
688271.SH	联影医疗	医疗器械	1,133	16.6	21.0	26.4	31.6	68.4	54.0	42.9	35.9	9.5%	2.2	增持
688050.SH	爱博医疗	医疗器械	141	2.3	3.3	4.4	5.8	60.8	43.1	32.1	24.5	12.5%	1.2	增持
688114.SH	华大智造	医疗器械	276	20.3	2.7	3.2	3.9	13.6	103.8	85.8	71.0	21.5%	5.0	增持
301363.SZ	美好医疗	医疗器械	106	4.0	4.0	5.0	6.2	26.4	26.9	21.4	17.0	13.3%	1.7	买入
688016.SH	心脉医疗	医疗器械	131	3.6	4.7	6.1	8.0	36.8	28.2	21.5	16.5	20.8%	0.9	增持
688236.SH	春立医疗	医疗器械	59	3.1	2.8	3.6	4.7	19.1	21.3	16.2	12.4	11.3%	1.4	买入
688576.SH	西山科技	医疗器械	40	0.8	1.0	1.3	1.7	53.0	39.9	31.2	24.1	18.5%	1.3	增持
300049.SZ	福瑞股份	医疗器械	87	1.0	1.3	1.9	2.9	88.7	68.9	45.9	30.2	6.3%	1.6	买入
300463.SZ	迈克生物	医疗器械	68	7.1	3.2	4.8	6.7	9.6	21.2	14.3	10.1	11.2%	0.5	买入
300685.SZ	艾德生物	医疗器械	65	2.6	2.4	2.9	3.7	24.8	27.4	22.3	17.8	17.6%	2.3	买入
688358.SH	祥生医疗	医疗器械	27	1.1	1.8	2.3	3.0	25.6	15.4	11.8	9.1	8.1%	0.4	增持
688389.SH	普门科技	医疗器械	67	2.5	3.3	4.3	5.6	26.5	20.3	15.5	11.9	17.5%	0.7	买入
688029.SH	南微医学	医疗器械	117	3.3	4.9	6.4	8.3	35.3	23.6	18.1	14.1	10.3%	0.7	增持
688062.SH	迈威生物-U	生物药	98	(9.6)	(9.9)	(6.8)	(4.4)							增持
688331.SH	荣昌生物	生物药	159	(10.0)	(10.7)	(6.1)	1.5				107.1			增持
300601.SZ	康泰生物	生物药	225	(1.3)	10.0	14.2	19.0		22.4	15.9	11.9		0.6	买入
603392.SH	万泰生物	生物药	643	47.4	58.2	72.3	83.7	13.6	11.1	8.9	7.7	38.4%	0.5	买入
300122.SZ	智飞生物	生物药	1,065	75.4	91.0	113.1	141.8	14.1	11.7	9.4	7.5	31.1%	0.5	买入
688319.SH	欧林生物	生物药	40	0.3	0.6	1.2	2.0	150.4	64.5	32.8	19.7	3.0%	0.7	增持
688443.SH	智翔金泰-U	生物药	104	(5.8)	(6.8)	(6.2)	(5.4)							增持
000999.SZ	华润三九	中药	542	24.5	30.2	34.9	39.9	22.1	17.9	15.5	13.6	14.4%	1.0	买入
600557.SH	康缘药业	中药	85	4.3	4.8	5.6	6.8	19.6	17.6	15.1	12.6	9.1%	1.1	买入
688046.SH	药康生物	生命科学与工业上游	48	1.6	1.7	2.5	3.4	29.4	28.3	19.1	14.2	8.3%	1.0	增持
301080.SZ	百普赛斯	生命科学与工业上游	44	2.0	1.8	2.4	3.0	21.8	24.4	18.9	14.8	7.9%	1.8	增持
688293.SH	奥浦迈	生命科学与工业上游	41	1.1	0.7	1.0	1.8	39.2	60.7	40.1	23.2	4.8%	3.2	增持
300171.SZ	东富龙	生命科学与工业上游	100	8.5	9.0	10.3	12.2	11.8	11.1	9.7	8.2	11.4%	0.9	买入
300358.SZ	楚天科技	生命科学与工业上游	45	5.7	5.7	6.7	8.0	8.0	7.9	6.8	5.7	13.5%	0.7	买入
603259.SH	药明康德	CXO	1,442	88.1	101.3	121.3	158.0	16.4	14.2	11.9	9.1	18.9%	0.7	买入
000739.SZ	普洛药业	CXO	135	9.9	11.9	15.6	18.8	13.7	11.4	8.7	7.2	17.9%	0.5	买入
603127.SH	昭衍新药	CXO	108	10.7	10.8	13.8	16.5	10.1	10.0	7.9	6.5	13.1%	0.7	买入
301096.SZ	百诚医药	CXO	61	1.9	2.8	3.9	5.2	31.6	21.6	15.6	11.9	7.8%	0.6	买入
603882.SH	金域医学	医疗服务	251	27.5	7.6	12.1	15.6	9.1	33.2	20.8	16.1	31.9%	0.8	买入
300015.SZ	爱尔眼科	医疗服务	1,167	25.2	34.6	45.4	57.8	46.2	33.8	25.7	20.2	15.1%	1.1	买入
1066.HK	威高股份	医疗器械	212	27.2	31.5	36.6	43.0	7.8	6.7	5.8	4.9	12.6%	0.4	买入
9997.HK	康基医疗	医疗器械	66	4.8	6.1	7.7	9.5	13.8	10.9	8.6	7.0	14.2%	0.4	买入
1789.HK	爱康医疗	医疗器械	46	2.0	2.7	3.5	4.6	22.3	17.0	13.1	9.9	9.1%	0.5	买入
2005.HK	石四药集团	化学制药	111	10.0	12.1	15.1	18.1	11.0	9.1	7.3	6.1	18.1%	0.4	买入
0512.HK	远大医药	化学制药	107	18.6	19.3	22.2	25.8	5.8	5.5	4.8	4.2	14.7%	0.5	买入
2162.HK	康诺亚-B	生物药	77	(3.1)	(2.7)	(6.0)	(6.6)							买入
9926.HK	康方生物	生物药	305	(11.7)	19.8	(2.6)	6.4		15.4		47.7			买入
1530.HK	三生制药	生物药	129	19.1	21.2	23.7	26.3	6.7	6.1	5.4	4.9	14.8%	0.5	买入
6990.HK	科伦博泰生物-B	生物药	144	(6.2)	(2.5)	(5.5)	(6.4)							买入
2480.HK	绿竹生物-B	生物药	51	(7.3)	(2.3)	(3.5)	(4.2)							增持
2269.HK	药明生物	CXO	649	44.2	49.3	64.6	85.4	14.7	13.2	10.0	7.6	12.6%	0.5	买入
1951.HK	锦欣生殖	医疗服务	53	1.2	3.5	4.6	5.7	43.7	14.9	11.4	9.3	1.4%	0.2	买入
2273.HK	固生堂	医疗服务	79	1.8	2.5	3.3	4.3	43.4	32.0	24.1	18.4	10.7%	1.0	买入
2666.HK	环球医疗	医疗服务	69	18.9	19.5	22.5	25.3	3.6	3.5	3.0	2.7	13.5%	0.3	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 2024/02/02 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