

# 医药生物周报（24年第8周）

## 器械 MNC 陆续发布 23 年财报，刚需耗材实现良好增长

超配

### 核心观点

**2月第二周（02.05~02.09）医药板块表现强于整体市场，生物制品板块领涨。**2月第二周（02.05~02.09）全部A股上涨4.91%（总市值加权平均），沪深300上涨5.83%，中小板指上涨9.60%，创业板指上涨11.38%，生物医药板块整体上涨10.31%，表现强于整体市场。分子板块来看，化学制药上涨9.73%，生物制品上涨14.04%，医疗服务上涨8.58%，医疗器械上涨11.05%，医药商业上涨7.63%，中药上涨9.19%。医药生物市盈率（TTM）24.67x，处于近5年历史估值的15.76%分位数。

**器械 MNC 陆续发布 23 年财报，刚需耗材实现良好增长。**1月底至2月初医疗器械国际龙头陆续发布2023年财报，史赛克和波士顿科学分别作为内镜/骨科和血管介入领域的龙头，其核心业务大多实现双位数增长，如史赛克的内镜收入同比增长11.3%、膝关节收入同比增长13.9%，波士顿科学的心脏病收入同比增长13.1%、外周介入收入同比增长11.1%。相较而言，强消费属性的产品增速较慢，阿莱技术2023年营收仅增长3.4%，其中矫治器收入同比增长4.1%。内生创新迭代叠加并购扩张是器械龙头保持稳健增长的核心动力，MNC在2024年均会推出各领域的前沿技术或更新产品，丰富管线，深耕可及市场，四家器械MNC均给出了中至高个位数增长的24年收入指引，彰显医疗器械市场需求的持续增长潜力。

**2月投资观点：**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。

**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	3606	96.1	115.4	139.0	167.1	37.5	31.3	25.9	21.6
300122.SZ	智飞生物	买入	1234	75.4	91.0	113.1	141.8	16.4	13.6	10.9	8.7
603882.SH	金城医学	买入	286	27.5	7.6	12.1	15.6	10.4	37.8	23.7	18.3
688236.SH	春立医疗	买入	66	3.1	2.8	3.6	4.7	21.6	24.2	18.3	14.0
688212.SH	澳华内镜	买入	76	0.2	0.6	1.0	1.7	351.2	131.5	79.4	45.9
301096.SZ	百诚医药	买入	72	1.9	2.8	3.9	5.2	37.0	25.3	18.2	14.0
688576.SH	西山科技	增持	42	0.8	1.0	1.3	1.7	55.5	41.8	32.7	25.2
6990.HK	科伦博泰生物-B	买入	164	(6.2)	(2.5)	(5.5)	(6.4)				
9926.HK	康方生物	买入	312	(11.7)	19.8	(2.6)	6.4		15.8		48.8
2162.HK	康诺亚-B	买入	78	(3.1)	(2.7)	(6.0)	(6.6)				
1789.HK	爱康医疗	买入	49	2.0	2.7	3.5	4.6	23.9	18.2	14.1	10.6

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

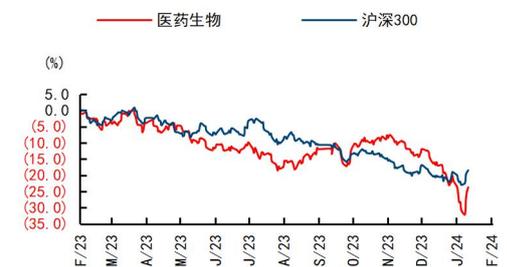
证券分析师：张超

0755-81982940

zhangchao4@guosen.com.cn

S0980522080001

#### 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6周）-全球重磅药品销售表现优异，关注国产快速跟随者》——2024-02-07
- 《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

## 内容目录

器械 MNC 财报分析 .....	4
本周行情回顾 .....	8
板块估值情况 .....	10
投资策略 .....	11
医药行业 2 月月度投资观点 .....	11
推荐标的 .....	14
风险提示 .....	16

## 图表目录

图 1: 史赛克 2023 年营收拆分 (亿美元)	4
图 2: 史赛克推出的部分新产品	4
图 3: 奥林巴斯现有产品布局和收购 Taewoong 后的产品补充	5
图 4: 奥林巴斯生命科学解决方案业务分拆	5
图 5: 奥林巴斯内窥镜解决方案 2024 年重要里程碑及催化剂	5
图 6: 阿莱技术 (ALGN) 26 年产品推出历程: 从应用到平台	6
图 7: 波士顿科学新一代左心耳封堵器	6
图 8: 波士顿科学 FARAPULSE 脉冲电场消融 (PFA) 系统	6
图 9: 申万一级行业一周涨跌幅 (%)	8
图 10: 申万一级行业市盈率情况 (TTM)	10
图 11: 医药行业子板块一周涨跌幅 (%)	10
图 12: 医药行业子板块市盈率情况 (TTM)	10
表 1: 2 月第二周 (02.05~02.09) A 股涨跌幅前十的个股情况	9

## 器械 MNC 财报分析

### 史赛克：多条业务线保持双位数增长，骨科机器人持续引领行业

史赛克 2023 年实现营业收入 204.98 亿美元（同比+11.1%），净利润 31.65 亿美元（同比+34.2%）。其中，2023 年医疗外科和神经技术业务收入 111.84 亿美元（同比+11.5%），其中内镜产品收入 30.33 亿美元（同比+11.3%）；骨科和脊柱业务收入 86.62 亿美元（同比+10.5%），其中膝关节收入 22.73 亿（同比+13.9%），持续引领增长，创伤和四肢产品收入与 31.47 亿（同比+12.1%），维持强竞争力。分地区来看，2023 年美国地区收入 152.57 亿美元（同比+11.9%），占总收入的 74.43%，排除中国集采影响后国际业务销售增速持续六年超过美国本土。公司预计 2024 年销售收入同比增长 7.5-9.0%，经调整 EPS 为 11.70-12.00 美元/股。

公司在骨科领域的 MAKO 手术机器人系统在 2023 年稳健发展，在美国市场 60% 的膝关节手术和 34% 的髌关节手术已使用 MAKO 机器人，从全球来看膝和髌的使用渗透率仅分别为 40% 和不到 20%，因此公司预计 MAKO 机器人仍有较大成长潜力。公司于 2023 年底向一家关节置换公司 SERF 发出收购要约，有望补充史赛克在法国乃至欧洲市场的现有业务以及其全球关节置换产品组合，此次收购有望于 2024Q1 完成。公司在 2023Q4 看到 1788 内窥镜系统于 9 月上市后的强劲势头，同时公司已在开发 1888 型号。

公司于 2023 年推出 Neptune S，其为市场上唯一一个常闭式低废液管理系统，同时 System 9 全关节电动工具增长趋势稳定。公司继续推广股骨柄产品 Insignia®，目前已在日本、美国、加拿大、新西兰、新加坡及香港进行临床试验。此外，公司铰链式膝关节翻修系统在 2023 年 8 月份进行临床应用，有助于在复杂情况下恢复患者的行动能力，预计 2024 年推进全面商业化进程。

图1：史赛克 2023 年营收拆分（亿美元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：史赛克推出的部分新产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

### 奥林巴斯：进一步加强胃肠道领域的领导地位，地震造成负面影响

公司 2024 财年（财年截止日为 2024.3.31）前三季度销售收入 6757.14 亿日元（同比+5.3%），其中内窥镜解决方案业务（ESD）收入 4193 亿日元（同比+5.1%），治疗解决方案业务（TSD）收入 2472 亿日元（同比+5.7%）；归母净利润 2352 亿日元（同比+117.4%），净利润的大幅提升主要因科学解决方案业务的转让。公司预计 2024 财年收入 9240 亿日元（同比+5%），营业利润 1450 亿日元（同比

-18%)，净利润 2520 亿日元。

2024 财年前三季度中国区总收入 832.35 亿日元（同比-0.4%），其中内窥镜解决方案（ESD）收入 594.79 亿日元（同比+0.6%），治疗解决方案（TSD）收入 231.23 亿日元（同比-5.4%）。

2023 年公司收购 Taewoong Medical 以进一步加强公司在胃肠道疾病中的领先地位，完善了护理途径战略的产品布局。此外，在能登半岛地震影响下，公司在日本一家工厂的新款内窥镜放缓生产，公司估计地震对 2024 财年收入会造成 240 亿日元的负面影响，对 2025 财年的业务影响仍待评估，目前正与供应商积极沟通尽快恢复生产。

图3：奥林巴斯现有产品布局 and 收购 Taewoong 后的产品补充



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图4：奥林巴斯生命科学解决方案业务分拆



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：奥林巴斯内窥镜解决方案 2024 年重要里程碑及催化剂

ESD Key priorities for FY2024		
<ul style="list-style-type: none"> <li>Accelerate EVIS X1 sales growth in Europe, Japan and Asia Pacific</li> <li>Aim to launch EVIS X1 in the US in middle of FY2024 and prepare for launch in China</li> <li>Launch next generation EUS system in Europe and Japan successfully</li> <li>Maximize market potential in emerging countries and further expansion in China</li> <li>Introduce new generation surgical endoscopy system and improve profitability</li> </ul>		
Growth driver now	Just launched / Coming soon	Beyond
<b>GI Endoscopy</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>EVIS X1 (EU, Japan, AP)</li> <li>EVIS EXERA III (US, EU)</li> <li>EVIS LUCERA ELITE (China)</li> </ul> <b>Surgical Endoscopy</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>VISERA ELITE II 2D/3D/IR (US, China)</li> <li>VISERA 4K UHD (US, China)</li> <li>VISERA ELITE III (EU, Japan)</li> </ul>	<b>GI Endoscopy</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>EVIS X1 (US, China)</li> <li>EU-ME3 (EU, Japan, AP)</li> <li>Aplio i800 EUS, diagnostic ultrasound system for EUS (EU, Japan)</li> </ul> <b>Surgical Endoscopy</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>VISERA ELITE III (AP, US)</li> </ul>	<b>GI Endoscopy</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Single-use duodenoscope</li> <li>ENDO-AID, endoscopy CAD platform for EVIS-X1 (Japan, US)</li> </ul> <b>Surgical Endoscopy</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>VISERA ELITE III (China)</li> </ul>

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

### 阿莱技术：2024Q1 预期环比复苏，推出新一代革命性口扫产品

公司 2023 年营业收入 38.62 亿美元（同比+3.42%），净利润 4.45 亿美元（同比+23.09%）。分产品看，矫治器收入 31.99 亿（同比+4.1%），扫描系统及服务收入 6.63 亿美元（同比+0.1%）。分地区来看，2023 年美洲矫治器收入 14.63 亿美元（同比-0.6%），国际矫治器收入 14.49 亿美元（同比+7.4%），美洲隐形矫正器发货量同比下降 2.1%，国际业务发货量同比增长 3.5%。使用隐形矫正器的青少年和儿童群体逐步扩大，2023 年销售同比增长 7.8%。公司借助创新进一步推动正畸产品的差异化优势，预计 2024 年第一季度收入将环比提升至 9.6-9.8 亿美元，

2024 全年收入预计同比增长中单位数，矫治器客单价同比小幅上升，经营利润率同比小幅提升。

公司借助卓越的制造能力、稳定的地域扩张以及多样化的客户群体等优势不断巩固自身行业地位，产品竞争力持续提升。2023 年，公司 iTero™ 扫描仪销售 10 万台；接受 Invisalign® 治疗的患者达 1700 万，其中包括 470 万青少年。2024 年年初推出新一代 iTero Lumina 口扫，其可提供 3 倍宽的扫描捕获范围，扫描棒比过往型号小 50%，显著提高扫描速度、精度和清晰度，提高临床使用效率。

图6：阿莱技术（ALGN）26 年产品推出历程：从应用到平台



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

### 波士顿科学：核心业务保持双位数增长，多款重磅产品陆续上市

公司 2023 年实现收入 142.40 亿美元（同比+12.3%），归母净利润 15.70 亿美元。医疗外科业务（MedSurg）收入 54.22 亿美元（同比+10.4%），其中内窥镜收入 24.82 亿美元（同比+11.7%），泌尿外科收入 19.64 亿美元（同比+10.8%），神经调节收入 9.76 亿美元（同比+6.4%）；心血管产品收入 88.19 亿美元（同比+12.6%），其中心脏病收入 67.09 亿美元（同比+13.1%），外周介入收入 21.10 亿美元（同比+11.1%）。公司预计 2024 年收入同比增长 8.5-9.5%，GAAP 每股收益 1.38-1.42 美元。

分区域看，2023 年美国收入 84.25 亿美元（同比+10.4%），EMEA 收入 28.56 亿美元（同比+13.1%），APAC 收入 24.00 亿（同比+13.4%），LACA（拉丁美洲和加拿大）收入 5.60 亿（同比+19.3%），新兴市场（含中国）收入 23.10 亿（同比+17.3%）。

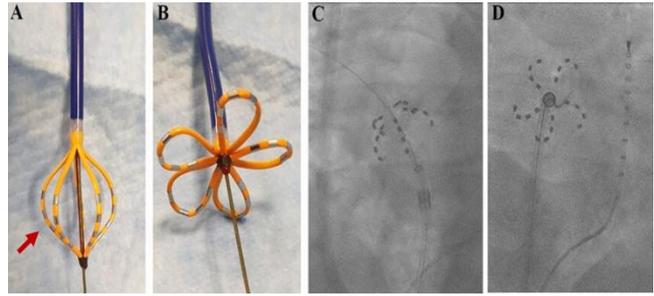
公司 AGENT 药物涂层球囊产品在日本表现亮眼，并预计于 2024 上半年于美国获批，将会是美国首个用于支架内再狭窄的冠状动脉药物洗脱球囊。同时，受益于 ACURTE Neo2 在欧洲的增长，公司结构性心脏瓣膜系列产品全年实现两位数增长，预计 ACURATE Prime 将于 2025 年在欧洲获批上市。公司预计新款 WATCHMAN 左心耳封堵器（降低心房颤动患者的中风风险）和 FARAPULSE 脉冲电场消融（PFA）系统将会是驱动收入增长的两大关键产品。

图7：波士顿科学新一代左心耳封堵器

图8：波士顿科学 FARAPULSE 脉冲电场消融（PFA）系统



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

## 本周行情回顾

2月第二周(02.05~02.09)全部A股上涨4.91%(总市值加权平均),沪深300上涨5.83%,中小板指上涨9.60%,创业板指上涨11.38%,生物医药板块整体上涨10.31%,生物医药板块表现强于整体市场。分子板块来看,化学制药上涨9.73%,生物制品上涨14.04%,医疗服务上涨8.58%,医疗器械上涨11.05%,医药商业上涨7.63%,中药上涨9.19%。

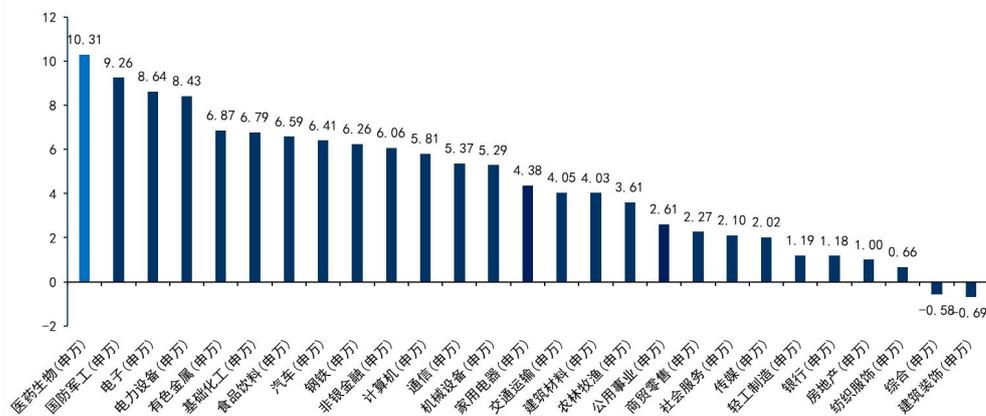
个股方面,涨幅居前的是荣昌生物(28.24%)、大唐药业(25.63%)、安科生物(24.97%)、太极集团(24.94%)、诺唯赞(24.37%)、君实生物-U(24.15%)、万泰生物(23.69%)、信立泰(22.83%)、鹿得医疗(22.74%)、华大基因(22.70%)。

跌幅居前的是长药控股(-28.85%)、景峰医药(-26.20%)、海昇药业(-25.83%)、荣丰控股(-25.82%)、河化股份(-25.33%)、塞力医疗(-23.23%)、开开实业(-22.60%)、阳普医疗(-22.48%)、皓宸医疗(-22.27%)、爱朋医疗(-21.34%)。

2月第二周(02.05~02.09)恒生指数上涨1.37%,港股医疗保健板块上涨3.74%,板块相对表现强于恒生指数。分子板块来看,制药板块上涨4.39%,生物科技下跌0.15%,医疗保健设备上涨0.36%,医疗服务上涨4.89%。

市场表现居前的是(仅统计市值50亿港元以上)美中嘉和(20.57%)、中国中药(18.69%)、艾迪康控股(17.36%)、诺辉健康(14.10%)、科伦博泰生物-B(13.79%);跌幅居前的是药明合联(-17.66%)、再鼎医药(-13.67%)、宜明昂科-B(-11.21%)、威高股份(-6.47%)、心泰医疗(-3.68%)。

图9: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1: 2月第二周(02.05~02.09) A股涨跌幅前十的个股情况

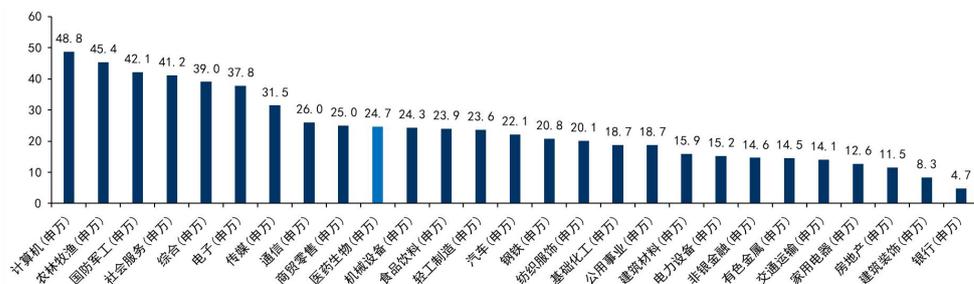
本周涨幅前十		本周跌幅前十	
股票简称	涨幅	股票简称	跌幅
荣昌生物	28.24%	长药控股	-28.85%
大唐药业	25.63%	景峰医药	-26.20%
安科生物	24.97%	海昇药业	-25.83%
太极集团	24.94%	荣丰控股	-25.82%
诺唯赞	24.37%	河化股份	-25.33%
君实生物-U	24.15%	塞力医疗	-23.23%
万泰生物	23.69%	开开实业	-22.60%
信立泰	22.83%	阳普医疗	-22.48%
鹿得医疗	22.74%	皓宸医疗	-22.27%
华大基因	22.70%	爱朋医疗	-21.34%

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

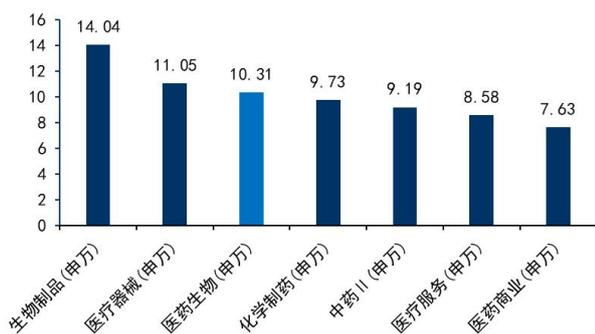
医药生物市盈率（TTM）24.67x，全部 A 股（申万 A 股指数）市盈率 13.51x。分板块来看，化学制药 29.11x，生物制品 22.26x，医疗服务 23.93x，医疗器械 26.30x，医药商业 17.02x，中药 23.93x。

图10: 申万一级行业市盈率情况（TTM）



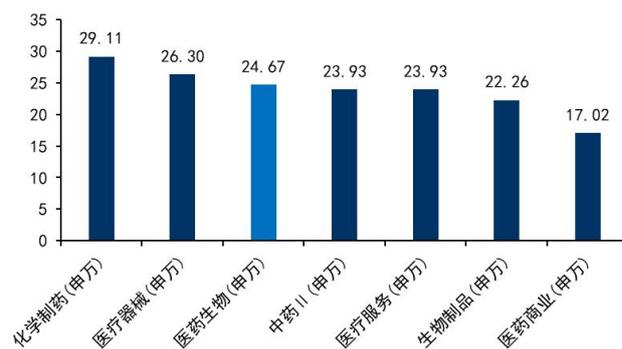
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 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12: 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。

**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	3,606	96.1	115.4	139	167.1	37.5	31.3	25.9	21.6	30.0%	1.5	买入
300832.SZ	新产业	医疗器械	576	13.3	16.6	21.6	27.8	43.4	34.7	26.6	20.8	20.8%	1.2	买入
688212.SH	澳华内镜	医疗器械	76	0.2	0.6	1	1.7	351.2	131.5	79.4	45.9	1.7%	1.4	买入
688161.SH	威高骨科	医疗器械	123	5.4	6	7.6	9.4	22.5	20.5	16.2	13.1	11.2%	1	增持
688271.SH	联影医疗	医疗器械	1,193	16.6	21	26.4	31.6	72.1	56.8	45.2	37.8	9.5%	2.4	增持
688050.SH	爱博医疗	医疗器械	172	2.3	3.3	4.4	5.8	74.1	52.6	39.2	29.9	12.5%	1.5	增持
688114.SH	华大智造	医疗器械	308	20.3	2.7	3.2	3.9	15.2	115.8	95.6	79.2	21.5%	5.5	增持
301363.SZ	美好医疗	医疗器械	113	4	4	5	6.2	28.2	28.7	22.9	18.2	13.3%	1.8	买入
688016.SH	心脉医疗	医疗器械	147	3.6	4.7	6.1	8	41.3	31.7	24.1	18.5	20.8%	1	增持
688236.SH	春立医疗	医疗器械	66	3.1	2.8	3.6	4.7	21.6	24.2	18.3	14	11.3%	1.6	买入
688576.SH	西山科技	医疗器械	42	0.8	1	1.3	1.7	55.5	41.8	32.7	25.2	18.5%	1.4	增持
300049.SZ	福瑞股份	医疗器械	98	1	1.3	1.9	2.9	100	77.7	51.8	34.1	6.3%	1.8	买入
300463.SZ	迈克生物	医疗器械	77	7.1	3.2	4.8	6.7	10.9	23.9	16.1	11.5	11.2%	0.5	买入
300685.SZ	艾德生物	医疗器械	78	2.6	2.4	2.9	3.7	29.7	32.8	26.8	21.4	17.6%	2.8	买入
688358.SH	祥生医疗	医疗器械	31	1.1	1.8	2.3	3	29.5	17.7	13.6	10.5	8.1%	0.4	增持
688389.SH	普门科技	医疗器械	78	2.5	3.3	4.3	5.6	31.1	23.8	18.2	14	17.5%	0.8	买入
688029.SH	南微医学	医疗器械	131	3.3	4.9	6.4	8.3	39.8	26.6	20.4	15.8	10.3%	0.7	增持
688331.SH	荣昌生物	生物药	196	-10	-10.7	-6.1	1.5				132.7			增持
688062.SH	迈威生物-U	生物药	106	-9.6	-9.9	-6.8	-4.4							增持
300601.SZ	康泰生物	生物药	263	-1.3	10	14.2	19		26.3	18.6	13.9		0.7	买入
603392.SH	万泰生物	生物药	796	47.4	58.2	72.3	83.7	16.8	13.7	11	9.5	38.4%	0.7	买入
300122.SZ	智飞生物	生物药	1,234	75.4	91	113.1	141.8	16.4	13.6	10.9	8.7	31.1%	0.6	买入
688319.SH	欧林生物	生物药	36	0.3	0.6	1.2	2	136.8	58.6	29.8	17.9	3.0%	0.6	增持
688443.SH	智翔金泰-U	生物药	113	-5.8	-6.8	-6.2	-5.4							增持
000999.SZ	华润三九	中药	554	24.5	30.2	34.9	39.9	22.6	18.3	15.9	13.9	14.4%	1	买入
600557.SH	康缘药业	中药	104	4.3	4.8	5.6	6.8	23.8	21.5	18.4	15.3	9.1%	1.3	买入
688046.SH	药康生物	生命科学与工业上游	52	1.6	1.7	2.5	3.4	31.8	30.6	20.6	15.4	8.3%	1.1	增持
301080.SZ	百普赛斯	生命科学与工业上游	52	2	1.8	2.4	3	25.7	28.8	22.3	17.4	7.9%	2.1	增持
688293.SH	奥浦迈	生命科学与工业上游	47	1.1	0.7	1	1.8	44.6	69.1	45.6	26.4	4.8%	3.6	增持
300171.SZ	东富龙	生命科学与工业上游	118	8.5	9	10.3	12.2	13.9	13.1	11.4	9.7	11.4%	1	买入
300358.SZ	楚天科技	生命科学与工业上游	50	5.7	5.7	6.7	8	8.9	8.8	7.5	6.3	13.5%	0.7	买入
603259.SH	药明康德	CXO	1,529	88.1	101.3	121.3	158	17.4	15.1	12.6	9.7	18.9%	0.7	买入
000739.SZ	普洛药业	CXO	159	9.9	11.9	15.6	18.8	16.1	13.3	10.2	8.5	17.9%	0.6	买入
603127.SH	昭衍新药	CXO	117	10.7	10.8	13.8	16.5	10.9	10.9	8.5	7.1	13.1%	0.7	买入
301096.SZ	百诚医药	CXO	72	1.9	2.8	3.9	5.2	37	25.3	18.2	14	7.8%	0.7	买入
603882.SH	金域医学	医疗服务	286	27.5	7.6	12.1	15.6	10.4	37.8	23.7	18.3	31.9%	0.9	买入
300015.SZ	爱尔眼科	医疗服务	1,317	25.2	34.6	45.4	57.8	52.2	38.1	29	22.8	15.1%	1.2	买入
1066.HK	威高股份	医疗器械	198	27.2	31.5	36.6	43	7.3	6.3	5.4	4.6	12.6%	0.4	买入
9997.HK	康基医疗	医疗器械	68	4.8	6.1	7.7	9.5	14.1	11.1	8.8	7.1	14.2%	0.4	买入
1789.HK	爱康医疗	医疗器械	49	2	2.7	3.5	4.6	23.9	18.2	14.1	10.6	9.1%	0.6	买入
2005.HK	石四药集团	化学制药	110	10	12.1	15.1	18.1	10.9	9	7.3	6.1	18.1%	0.4	买入
0512.HK	远大医药	化学制药	108	18.6	19.3	22.2	25.8	5.8	5.6	4.9	4.2	14.7%	0.5	买入
2162.HK	康诺亚-B	生物药	78	-3.1	-2.7	-6	-6.6							买入
9926.HK	康方生物	生物药	312	-11.7	19.8	-2.6	6.4		15.8		48.8			买入
1530.HK	三生制药	生物药	126	19.1	21.2	23.7	26.3	6.6	5.9	5.3	4.8	14.8%	0.5	买入
6990.HK	科伦博泰生物-B	生物药	164	-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	670	44.2	49.3	64.6	85.4	15.2	13.6	10.4	7.8	12.6%	0.6	买入
1951.HK	锦欣生殖	医疗服务	54	1.2	3.5	4.6	5.7	44.5	15.2	11.6	9.4	1.4%	0.2	买入
2273.HK	固生堂	医疗服务	85	1.8	2.5	3.3	4.3	46.5	34.4	25.8	19.8	10.7%	1	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	2.7	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 2024/02/09 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