

医药生物周报（24年第10周）

CXO MNC 财报分析：2023年整体稳健，2024年有望持续增长

超配

核心观点

本周医药板块表现强于整体市场，化学制药板块领涨。本周全部A股上涨1.52%（总市值加权平均），沪深300上涨1.38%，中小板指上涨4.37%，创业板指上涨3.74%，生物医药板块整体上涨1.72%，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2.05%，生物制品上涨2.01%，医疗服务上涨1.95%，医疗器械上涨1.43%，医药商业上涨0.55%，中药上涨1.46%。医药生物市盈率（TTM）25.66x，处于近5年历史估值的22.18%分位数。

CXO MNC 财报分析：2023年整体稳健，2024年有望持续增长

1) **艾昆纬：业绩表现总体稳健，新冠相关收入产生一定影响。**2023年技术和分析解决方案、研发解决方案、合同销售和医学解决方案分别实现营收58.6亿/84.0亿/7.3亿美元，同比增速分别为+2.0%/+6.0%/-2.2%。

2) **龙沙：生物制品和小分子部门表现强劲。**2023年收入67.2亿瑞士法郎（同比+10.9%，按固定汇率，下同），其中，生物制药、小分子、CGT、胶囊和保健品原料业务分别实现营收37.2亿/9.0亿/7.0亿/11.6亿瑞士法郎，同比增速分别为+17.6%/+11.2%/+6.6%/-2.4%。

3) **三星生物：23年营业利润创历史新高，24年有望保持快速增长。**三星生物2023年营业收入3.7万亿韩元（同比+23.1%），营业利润为1.1万亿韩元（同比+13.2%），营业利润首次突破1万亿韩元。

CXO 板块观点：需求端方面，从2024年1月投融资数据来看，无论是国内还是国外，投融资总额均呈现同比好转迹象；供给端方面，国内产能大幅提升，低端产能陷入内卷，部分细分领域的产能仍然紧缺，同时海外由于客户验证等因素，保持良好竞争格局。我们建议关注具备差异化竞争优势的龙头企业及细分景气赛道龙头，如药明康德、药明生物、康龙化成等。

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	3518	96.1	115.4	139.0	167.1	36.6	30.5	25.3	21.0
603259.SH	药明康德	买入	1589	88.1	101.3	121.3	158.0	18.0	15.7	13.1	10.1
300122.SZ	智飞生物	买入	1272	75.4	91.0	113.1	141.8	16.9	14.0	11.3	9.0
603882.SH	金城医学	买入	282	27.5	7.6	12.1	15.6	10.2	37.2	23.3	18.0
688236.SH	春立医疗	买入	68	3.1	2.8	3.6	4.7	22.1	24.7	18.8	14.4
688212.SH	澳华内镜	买入	80	0.2	0.6	1.0	1.7	368.2	137.9	83.3	48.2
300685.SZ	艾德生物	买入	90	2.6	2.4	2.9	3.7	34.0	37.5	30.6	24.4
688576.SH	西山科技	增持	44	0.8	1.0	1.3	1.7	58.9	44.4	34.7	26.7
688443.SH	智翔金泰-U	增持	124	(5.8)	(7.8)	(7.1)	(6.0)				
688062.SH	迈威生物-U	增持	119	(9.6)	(9.9)	(6.8)	(4.4)				
6990.HK	科伦博泰生物-B	买入	206	(6.2)	0.0	0.0	0.0				
9926.HK	康方生物	买入	357	(11.7)	19.8	(2.6)	6.4		18.0		55.8
2162.HK	康诺亚-B	买入	87	(3.1)	(2.7)	(6.0)	(6.6)				
1789.HK	爱康医疗	买入	53	2.0	2.7	3.5	4.6	25.7	19.5	15.1	11.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

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：彭思宇

0755-81982723

cnpengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

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 2 月投资策略：板块深度回调，建议布局优质超跌个股》——2024-02-29
- 《医药生物周报（24 年第 9 周）-全球首款 TIL 细胞疗法获批，关注相关产业链》——2024-02-26
- 《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》——2024-02-19
- 《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

内容目录

CXO MNC 财报回顾	4
艾昆纬：业绩表现总体稳健，新冠相关收入产生一定影响	4
龙沙：积极调整战略布局，生物制品和小分子部门表现强劲	5
三星生物：23 年营业利润创历史新高，24 年有望保持快速增长	6
CXO 板块观点	7
本周行情回顾	8
板块估值情况	10
投资策略	11
医药行业 3 月月度投资观点	11
推荐标的	14
风险提示	16

图表目录

图 1: 艾昆纬 2023Q4 及 2023 全年分部门收入情况	4
图 2: 艾昆玮 2024 年业绩指引 (十亿美元)	5
图 3: 艾昆玮 2024 年分板块业绩指引 (十亿美元)	5
图 4: 龙沙 2023 年分部门收入情况	5
图 5: 龙沙 2024 年业绩指引	6
图 6: 三星生物 2023 年总体表现	7
图 7: 申万一级行业一周涨跌幅 (%)	8
图 8: 申万一级行业市盈率情况 (TTM)	10
图 9: 医药行业子板块一周涨跌幅 (%)	10
图 10: 医药行业子板块市盈率情况 (TTM)	10
表 1: 本周 A 股涨跌幅前十的个股情况	9

CXO MNC 财报回顾

艾昆纬：业绩表现总体稳健，新冠相关收入产生一定影响

IQVIA 2023 年营业收入为 149.8 亿美元（同比+4.0%）。其中，技术和分析解决方案收入 58.6 亿美元（同比+2.0%），研发解决方案收入 84.0 亿美元（同比+6.0%），合同销售和医学解决方案收入 7.3 亿美元（同比-2.2%），公司预计这部分业务在 2024 年依然呈下降趋势，主要归因于与新冠肺炎相关的收入增长疲软。

图1：艾昆纬 2023Q4 及 2023 全年分部门收入情况

4th Quarter and Full-Year Revenue

\$M

	Q4				Full Year			
	2023	2022	VPY% AFx	VPY% CFx	2023	2022	VPY% AFx	VPY% CFx
Technology & Analytics Solutions	\$1,531	\$1,499	2.1%	1.3%	\$5,862	\$5,746	2.0%	2.1%
Research & Development Solutions	\$2,151	\$2,058	4.5%	3.7%	\$8,395	\$7,921	6.0%	6.0%
Contract Sales & Medical Solutions	<u>\$186</u>	<u>\$182</u>	2.2%	1.7%	<u>\$727</u>	<u>\$743</u>	(2.2)%	(0.3)%
Revenue	\$3,868	\$3,739	3.5%	2.6%	\$14,984	\$14,410	4.0%	4.1%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司在手订单数量庞大，客户持续增多。2023 全年公司新增加了大约 400 名客户，共增加了约 107 亿美元订单（同比+5.9%）。截至 2023 年 12 月 31 日，研发解决方案在手订单金额约为 297 亿美元（同比+9.2%），其中有近 75 亿美元的订单将在未来 12 个月内转化为收入。

2024 年，公司预计营业总收入将突破 150 亿美元。公司预计 2024 年营业总收入有望处于 154 亿美元到 157 亿美元之间，其中与新冠肺炎相关的收入同比减少约 3 亿美元。研发解决方案业务（R&DS）收入预计达到 87 至 88 亿美元之间，其中与新冠肺炎相关收入的减少对该项业务增长率造成约 350 个 bp 的负面影响；技术与分析解决方案业务（TAS）需求有望在 2024 年下半年出现回升，预计全年收入在 60 亿至 62 亿美元之间；合同销售和医疗解决方案业务（CSMS）收入预计约为 7 亿美元。

图2: 艾昆玮 2024 年业绩指引 (十亿美元)

Revenue	\$15,400 – \$15,650
Adj. EBITDA	\$3,700 – \$3,800
Adj. Diluted EPS	\$10.95 – \$11.25

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 艾昆玮 2024 年分板块业绩指引 (十亿美元)

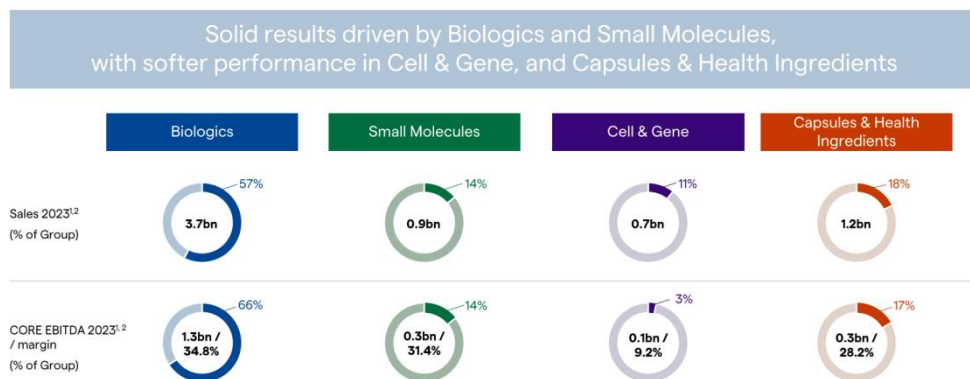
TAS	\$6.0 – \$6.2
R&DS	\$8.7 – \$8.8
CSMS	\$0.7

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

龙沙: 积极调整战略布局, 生物制品和小分子部门表现强劲

生物制品和小分子部门表现强劲。2023 年龙沙销售收入为 67.2 亿瑞士法郎 (按固定汇率同比+10.9%), 其中生物制药营收 37.2 亿瑞士法郎 (按固定汇率同比+17.6%), 小分子营收 9.0 亿瑞士法郎 (按固定汇率同比+11.2%), 细胞与基因疗法营收 7.0 亿瑞士法郎 (按固定汇率同比+6.6%), 胶囊和保健品原料营收 11.6 亿瑞士法郎 (按固定汇率同比-2.4%), 生物制品和小分子部门表现强劲, 细胞与基因疗法以及胶囊和保健品原料部门的表现较为疲软。公司核心业务息税折旧摊销前利润 (CORE EBITDA) 达 20.0 亿瑞士法郎, 利润率为 29.8%。

图4: 龙沙 2023 年分部门收入情况



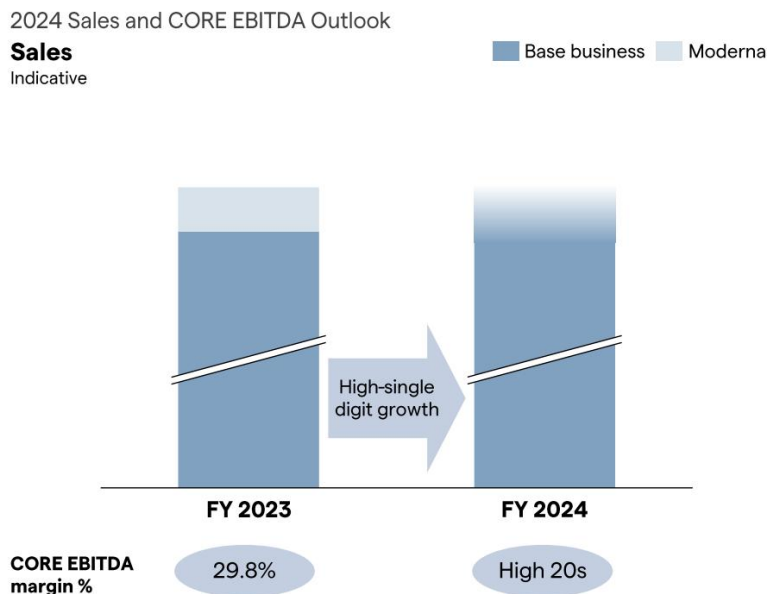
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司积极调整全球产能战略布局, 加大 ADC 项目建设。2023 年公司宣布新增两项固定资产投资项目, 包括: 1) 瑞士 Stein 工厂为特定客户建设的抗体偶联药物 (ADC) 商业灌装线, 2) 瑞士 Visp 工厂生物偶联物 (Bioconjugates) 产能提升项目。公司全年固定资产投资约 17 亿瑞士法郎 (约占销售额的 25%)。此外, 公司启动了全球范围内的裁员关厂计划以实现降本增效, 根据年报披露, 公司决定关闭在广州 (中国) 和哈沃德 (美国) 的生物制品制造设施, 但其生物制剂部门将在中国保留一个商业销售机构, 以优化其全球网络和产能。根据员工调整和

再培训通知（WARN），此轮裁员将于 2 月 2 日生效，分阶段关闭工厂预计将于 2024 年第一季度开始，2025 年第一季度结束。

2023 年，公司小分子板块与多家企业达成多年合作。回望 2023 年，公司的小分子板块与多家企业达成多年的合作，金额达到 10 亿瑞士法郎，新客户对该板块业务的兴趣持续增加。根据业绩指引，公司预计 2024 年核心 EBITDA 利润率有望接近 30%（high 20s）。

图5：龙沙 2024 年业绩指引



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

三星生物：23 年营业利润创历史新高，24 年有望保持快速增长

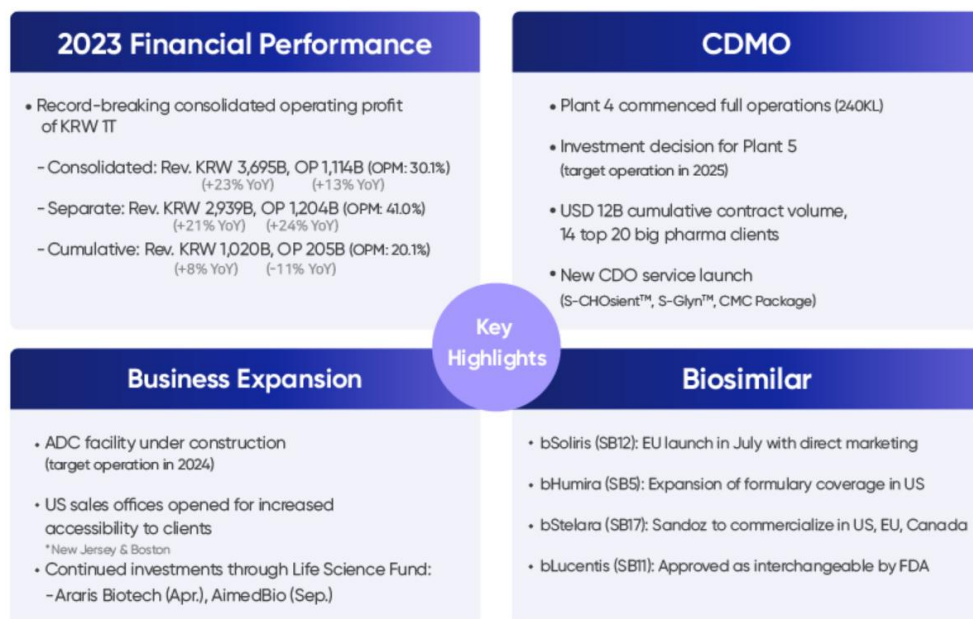
全年营业利润首次突破 1 万亿韩元。三星生物 2023 年营业收入 3.7 万亿韩元（同比+23.1%），营业利润为 1.1 万亿韩元（同比+13.2%），这也是三星生物成立 12 年以来，营业利润首次突破 1 万亿韩元。

4 号工厂收入贡献占比较高。4 号工厂成功扩建并于 2022 年 10 月份完工，是目前全球最大的制药工厂之一，2023 年贡献的收入占全年收入比重约为 5-10%。随着 4 号工厂的产能利用率持续增加，其收入贡献有望持续增长，预计到 2025 年，4 号工厂将贡献约 30%的原料药生产业务收入。同时，公司的 5 号工厂也将于 2025 年 4 月开始运营，进一步扩大公司产能，推动收入增长。

大客户订单充足。2023 年全球前 20 大制药企业中，有 14 家是三星生物的客户，包括辉瑞、诺华、GSK、BMS 等，提供了价值超过 120 亿美元的合作。

预计 2024 年公司有望保持快速增长。公司正积极布局生物类似药，已有多个管线进入后期阶段，同时公司的 ADC 生产设施将在 2024 年内完成 cGMP 认证，得益于产能的持续释放以及多元化业务的不断扩展，未来业绩有望保持稳健的增长态势，公司预计 2024 年全年收入增长有望达到 10%-15%。

图6: 三星生物 2023 年总体表现



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

CXO 板块观点

需求端方面, 从 2024 年 1 月投融资数据来看, 无论是国内还是国外, 投融资总额均呈现同比好转迹象; 供给端方面, 国内产能大幅提升, 低端产能陷入内卷, 部分细分领域的产能仍然紧缺, 同时海外由于客户验证等因素, 保持良好竞争格局。我们建议关注具备差异化竞争优势的龙头企业及细分景气赛道龙头, 如药明康德、药明生物、康龙化成等。

本周行情回顾

本周全部 A 股上涨 1.52%（总市值加权平均），沪深 300 上涨 1.38%，中小板指上涨 4.37%，创业板指上涨 3.74%，生物医药板块整体上涨 1.72%，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 2.05%，生物制品上涨 2.01%，医疗服务上涨 1.95%，医疗器械上涨 1.43%，医药商业上涨 0.55%，中药上涨 1.46%。

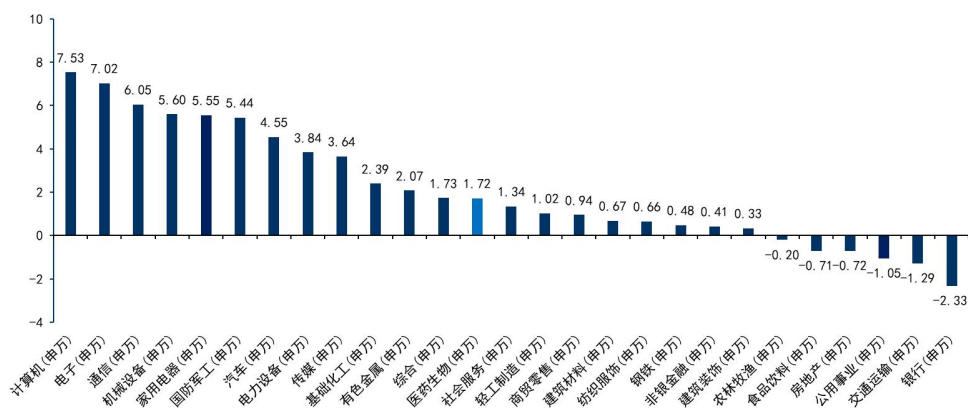
个股方面，涨幅居前的是众生药业（23.96%）、新芝生物（22.25%）、英诺特（16.49%）、东宝生物（13.17%）、微电生理-U（12.63%）、海能技术（12.51%）、艾德生物（12.33%）、澳洋健康（12.30%）、博瑞医药（11.76%）、梓潼宫（11.17%）。

跌幅居前的是*ST 美谷（-13.16%）、南华生物（-11.18%）、奕瑞科技（-10.12%）、倍益康（-9.62%）、*ST 太安（-9.59%）、博济医药（-7.91%）、大理药业（-7.10%）、欧林生物（-7.07%）、景峰医药（-6.76%）、ST 三圣（-6.75%）。

本周恒生指数下跌 0.82%，港股医疗保健板块上涨 0.38%，板块相对表现强于恒生指数。分子板块来看，制药板块上涨 0.56%，生物科技上涨 2.71%，医疗保健设备下跌 1.25%，医疗服务上涨 0.11%。

市场表现居前的是（仅统计市值 50 亿港币以上）云顶新耀-B（20.05%）、艾美疫苗（18.45%）、东阳光长江药业（14.93%）、心泰医疗（12.30%）、博安生物（8.49%）；跌幅居前的是宜明昂科-B（-20.85%）、乐普生物-B（-13.91%）、长江生命科技（-11.11%）、绿竹生物-B（-8.71%）、微创医疗（-7.27%）。

图7：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: 本周 A 股涨跌幅前十的个股情况

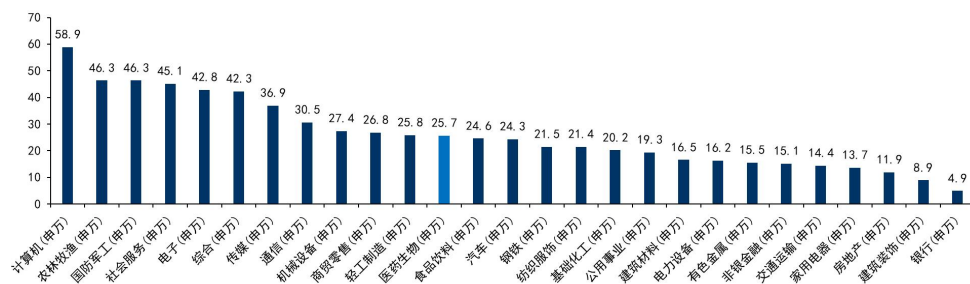
本周涨幅前十		本周跌幅前十	
股票简称	涨幅	股票简称	跌幅
众生药业	23.96%	*ST 美谷	-13.16%
新芝生物	22.25%	南华生物	-11.18%
英诺特	16.49%	奕瑞科技	-10.12%
东宝生物	13.17%	倍益康	-9.62%
微电生理-U	12.63%	*ST 太安	-9.59%
海能技术	12.51%	博济医药	-7.91%
艾德生物	12.33%	大理药业	-7.10%
澳洋健康	12.30%	欧林生物	-7.07%
博瑞医药	11.76%	景峰医药	-6.76%
梓潼宫	11.17%	ST 三圣	-6.75%

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

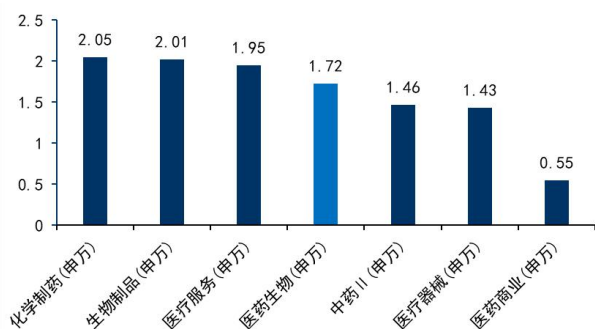
医药生物市盈率（TTM）25.66x，全部 A 股（申万 A 股指数）市盈率 14.44x。分板块来看，化学制药 30.63x，生物制品 23.33x，医疗服务 25.05x，医疗器械 26.88x，医药商业 17.29x，中药 24.79x。

图8：申万一级行业市盈率情况（TTM）



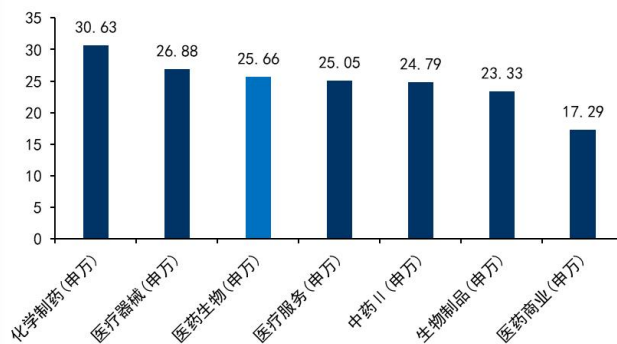
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：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10：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 3 月月度投资观点

今年年初以来市场大幅波动，医药作为基本面变化稳定的行业，在市场进行波动率交易的过程中表现疲软，中信医药指数和恒生医疗保健指数年初至今分别下跌 8.3%、15.1%，均位居行业指数倒数。根据历史经验，如果基本面稳健向上，而行业与市场偏好逆风，股价表现与行业基本面的大幅背离往往孕育着很好的投资机会。

展望行业的未来，需求端的刚性自不必多说，且随着社会的不断进步，需求正在变得更加多元化，比如自免、减肥等正逐步成为重要需求增长点。支付端中的医保支出虽然面临较大的压力，但保基本的思路不变，未来仍会与经济增长保持稳定的倍数关系。此外随着 60-70 年代的人口逐步成为医疗消费的主力，医保外的支付能力是显著增强的。因此我们倾向于认为医药行业的蛋糕仍在稳定变大，且需求和支付会相较于之前更加丰富和多元。

从供给端来看，一边是集中采购、提升行业规范政策以及疫情等外部因素不断重塑行业竞争格局，汰弱留强；另外一边是充分吸收了中外药企优点的创新药、创新器械企业正在逐渐壮大，医药行业的供给端正在经历历史上最显著的改善阶段。医药行业更加丰富、多元、健康的供需生态，不仅更加具备韧性，同时也兼具弹性，将为投资者提供丰富的投资机会和良好的回报。

回到医药行业基本面，从近期较多上市公司披露的 2023 年业绩预告/快报来看，2023Q3 是未来几年医药行业业绩的绝对底部，大部分公司 2023Q4 收入端增长有所回升，有些公司甚至回到中高速增长（体现需求的刚性）。2023Q3 行业收入增速进入历史上罕见的负增长区间，而 2023Q4 有较多上市公司则在集中处理过去 3 年的历史包袱，计提存货/应收账款减值等，预计会表现出较差的盈利能力。2024 年将是上市公司轻装上阵，重回持续健康增长轨道的起点。

综上，我们认为医药行业当前处于低增长、低盈利能力、低估值、低交易关注度，正在进入中长期向上拐点的重大布局区间。建议积极型投资者布局两类企业，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。稳健型投资者可布局银发经济大背景下能够满足 C 端居家养老需求、自费属性的产品如康复养老、中医中药以及走出集采影响的骨科、IVD 等行业。

从短期 Q1 维度来看，我们预计 1 月院内诊疗量同比 23 年 1 月（疫情刚放开叠加春节因素）有较好增长，预计 2 月院内诊疗量同比 23 年 2 月略有增长（春节因素），由于 3 月是诊疗旺季，我们预计院内诊疗相关尤其是刚需属性较强科室如心脑血管、肿瘤、血液净化、感染等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、智翔金泰-U、迈威生物-U**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、艾德生物、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：**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。

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。

艾德生物：公司是肿瘤精准诊断领域的龙头企业，产品线布局领先，构建了从靶向治疗到免疫治疗的全方位伴随诊断产品体系，在院内渠道具备强大的销售壁垒；此外，公司产品顺利出海，中长期发展空间广阔。

智翔金泰-U：核心品种赛立奇单抗是国内首个申报上市的国产抗 IL-17A 单抗，中重度斑块状银屑病适应症 Ph3 临床数据优异，预计 2024H1 获批上市。IL-4RA 管线 GR1802 目前布局 AD、哮喘、CRSwNP 等适应症国内进度预计 3~5 位，进度紧跟第一梯队。

迈威生物-U：公司的 9MW2821 是进度最快的国产 Nectin-4 ADC，已在国内开启 3 期临床，且即将公布宫颈癌数据，有望凭借差异化的适应症授权出海。

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	3,518	96.1	115.4	139.0	167.1	36.6	30.5	25.3	21.0	30.0%	1.5	买入
300832.SZ	新产业	医疗器械	634	13.3	16.6	21.6	27.8	47.7	38.1	29.3	22.8	20.8%	1.4	买入
688212.SH	澳华内镜	医疗器械	80	0.2	0.6	1.0	1.7	368.2	137.9	83.3	48.2	1.7%	1.4	买入
688161.SH	威高骨科	医疗器械	130	5.4	6.0	7.6	9.4	24.0	21.9	17.2	13.9	11.2%	1.1	增持
688271.SH	联影医疗	医疗器械	1,141	16.6	21.0	26.4	31.6	68.9	54.4	43.3	36.2	9.5%	2.3	增持
688050.SH	爱博医疗	医疗器械	175	2.3	3.3	4.4	5.8	75.4	53.5	39.9	30.4	12.5%	1.5	增持
688114.SH	华大智造	医疗器械	287	20.3	2.7	3.2	3.9	14.1	107.8	89.0	73.7	21.5%	5.1	增持
301363.SZ	美好医疗	医疗器械	123	4.0	4.0	5.0	6.2	30.5	31.0	24.8	19.7	13.3%	2.0	买入
688016.SH	心脉医疗	医疗器械	157	3.6	4.7	6.1	8.0	43.9	33.7	25.7	19.7	20.8%	1.1	增持
688236.SH	春立医疗	医疗器械	68	3.1	2.8	3.6	4.7	22.1	24.7	18.8	14.4	11.3%	1.6	买入
688576.SH	西山科技	医疗器械	44	0.8	1.0	1.3	1.7	58.9	44.4	34.7	26.7	18.5%	1.5	增持
300049.SZ	福瑞股份	医疗器械	117	1.0	1.3	1.9	2.9	119.7	93.0	62.0	40.8	6.3%	2.2	买入
300463.SZ	迈克生物	医疗器械	79	7.1	3.2	4.8	6.7	11.2	24.7	16.6	11.8	11.2%	0.6	买入
300685.SZ	艾德生物	医疗器械	90	2.6	2.4	2.9	3.7	34.0	37.5	30.6	24.4	17.6%	3.2	买入
688358.SH	祥生医疗	医疗器械	34	1.1	1.8	2.3	3.0	32.4	19.5	14.9	11.5	8.1%	0.5	增持
688389.SH	普门科技	医疗器械	80	2.5	3.3	4.3	5.6	31.7	24.3	18.6	14.3	17.5%	0.8	买入
688029.SH	南微医学	医疗器械	138	3.3	4.9	6.4	8.3	41.6	27.9	21.4	16.6	10.3%	0.8	增持
688331.SH	荣昌生物	生物药	216	(10.0)	(10.7)	(6.1)	1.5				145.9			增持
688062.SH	迈威生物-U	生物药	119	(9.6)	(9.9)	(6.8)	(4.4)							增持
300601.SZ	康泰生物	生物药	271	(1.3)	10.0	14.2	19.0		27.0	19.1	14.3		0.7	买入
603392.SH	万泰生物	生物药	951	47.4	58.2	72.3	83.7	20.1	16.4	13.2	11.4	38.4%	0.8	买入
300122.SZ	智飞生物	生物药	1,272	75.4	91.0	113.1	141.8	16.9	14.0	11.3	9.0	31.1%	0.6	买入
688319.SH	欧林生物	生物药	42	0.3	0.6	1.2	2.0	158.8	68.1	34.6	20.8	3.0%	0.7	增持
688443.SH	智翔金泰-U	生物药	124	(5.8)	(7.8)	(7.1)	(6.0)							增持
000999.SZ	华润三九	中药	536	24.5	30.2	34.9	39.9	21.9	17.7	15.4	13.4	14.4%	1.0	买入
600557.SH	康缘药业	中药	105	4.3	4.8	5.6	6.8	24.1	21.8	18.7	15.5	9.1%	1.4	买入
688046.SH	药康生物	生命科学与工业上游	56	1.6	1.7	2.5	3.4	33.7	32.5	21.9	16.3	8.3%	1.2	增持
301080.SZ	百普赛斯	生命科学与工业上游	53	2.0	1.8	2.4	3.0	26.2	29.3	22.7	17.7	7.9%	2.1	增持
688293.SH	奥浦迈	生命科学与工业上游	53	1.1	0.7	1.0	1.8	50.2	77.8	51.4	29.7	4.8%	4.1	增持
300171.SZ	东富龙	生命科学与工业上游	121	8.5	9.0	10.3	12.2	14.3	13.4	11.7	9.9	11.4%	1.0	买入
300358.SZ	楚天科技	生命科学与工业上游	54	5.7	5.7	6.7	8.0	9.5	9.4	8.0	6.8	13.5%	0.8	买入
603259.SH	药明康德	CXO	1,589	88.1	101.3	121.3	158.0	18.0	15.7	13.1	10.1	18.9%	0.7	买入
000739.SZ	普洛药业	CXO	165	9.9	11.9	15.6	18.8	16.7	13.8	10.6	8.8	17.9%	0.6	买入
603127.SH	昭衍新药	CXO	126	10.7	10.8	13.8	16.5	11.7	11.7	9.1	7.6	13.1%	0.8	买入
301096.SZ	百诚医药	CXO	74	1.9	2.8	3.9	5.2	38.0	26.0	18.7	14.3	7.8%	0.7	买入
603882.SH	金城医学	医疗服务	282	27.5	7.6	12.1	15.6	10.2	37.2	23.3	18.0	31.9%	0.9	买入
300015.SZ	爱尔眼科	医疗服务	1,348	25.2	34.6	45.4	57.8	53.4	39.0	29.7	23.3	15.1%	1.2	买入
1066.HK	威高股份	医疗器械	210	27.2	31.5	36.6	43.0	7.7	6.7	5.7	4.9	12.6%	0.4	买入
9997.HK	康基医疗	医疗器械	73	4.8	6.1	7.7	9.5	15.3	12.1	9.6	7.7	14.2%	0.5	买入
1789.HK	爱康医疗	医疗器械	53	2.0	2.7	3.5	4.6	25.7	19.5	15.1	11.4	9.1%	0.6	买入
2005.HK	石四药集团	化学制药	121	10.0	12.1	15.1	18.1	12.0	10.0	8.0	6.7	18.1%	0.5	买入
0512.HK	远大医药	化学制药	113	18.6	19.3	22.2	25.8	6.1	5.8	5.1	4.4	14.7%	0.5	买入
2162.HK	康诺亚-B	生物药	87	(3.1)	(2.7)	(6.0)	(6.6)							买入
9926.HK	康方生物	生物药	357	(11.7)	19.8	(2.6)	6.4		18.0		55.8			买入
1530.HK	三生制药	生物药	124	19.1	0.0	0.0	0.0	6.5				14.8%	0.0	买入
6990.HK	科伦博泰生物-B	生物药	206	(6.2)	0.0	0.0	0.0							买入
2480.HK	绿竹生物-B	生物药	40	(7.3)	(2.3)	(3.5)	(4.2)							增持
2269.HK	药明生物	CXO	727	44.2	49.3	64.6	85.4	16.4	14.7	11.2	8.5	12.6%	0.6	买入
1951.HK	锦欣生殖	医疗服务	60	1.2	3.5	4.6	5.7	49.1	16.8	12.9	10.4	1.4%	0.2	买入
2273.HK	固生堂	医疗服务	96	1.8	2.5	3.3	4.3	52.4	38.7	29.1	22.3	10.7%	1.2	买入
2666.HK	环球医疗	医疗服务	73	18.9	19.5	22.5	25.3	3.9	3.7	3.2	2.9	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 2024/03/01 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