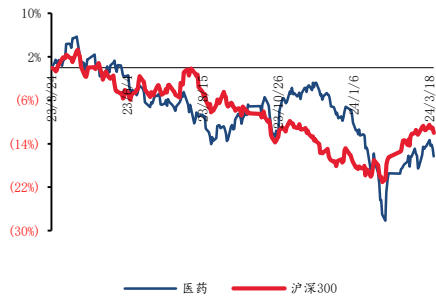


医药

全球首款 THR-β 激动剂获批，领跑 NASH 大单品赛道

■ 走势比较



■ 子行业评级

化学制药	无评级
生物医药II	无评级

■ 推荐公司及评级

相关研究报告

<<关于医疗设备更新和一万亿超长期特别国债的几个关键问题>>--2024-03-17

<<镇痛药重磅单品频出，奥赛利定有望接力增长>>--2024-03-03

<<溶瘤病毒疗法初显峥嵘，乐普生物布局领先>>--2024-02-25

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

证券分析师：张懿

电话：021-58502206

E-MAIL: zhangyi@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523100002

报告摘要

本周我们梳理 NASH 赛道主要在研药物。

THR-β 激动剂 ASC41 在肝脂肪和谷丙转氨酶下降幅度方面优于司美格鲁肽，和 FGF21 类似物相当。在肝脂肪下降幅度方面，THR-β 激动剂 ASC41 在第 12 周肝脂肪下降的幅度超过司美格鲁肽第 24 周时下降的幅度，和 Akero 的 FGF21 类似物（目前抗纤维化效果最好的 NASH 药物）第 24 周时下降的幅度相近。在谷丙转氨酶（ALT）下降幅度方面，ASC41（THR-β 激动剂）在第 12 周 ALT 下降的幅度和司美格鲁肽第 72 周时下降的幅度相当，但比 Akero 的 FGF21 类似物第 24 周时 ALT 下降的幅度略小。

ASC41 在肝脂肪和脂质下降幅度方面优于同靶点 THR-β 激动剂 Resmetirom 和 VK2809。在肝脂肪下降幅度方面，ASC41 在第 12 周肝脂肪下降的幅度超过 Resmetirom 第 16 周时下降的幅度。在脂质下降幅度方面，ASC41 在第 12 周脂质下降的幅度超过 Resmetirom 第 24 周时下降的幅度。在肝脂肪下降幅度方面，ASC41 在第 12 周肝脂肪下降的幅度超过 VK2809 第 12 周时下降的幅度。在脂质下降幅度方面，ASC41 在第 12 周脂质下降的幅度超过 VK2809 第 12 周时下降的幅度。

全球 5 款 THR-β 激动剂进度领先，目前 ASC41 国内进度最快。除了首款获批的 THR-β 激动剂 Resmetirom 外，临床进度靠前的在研 THR-β 激动剂药物还有歌礼制药的 ASC41，Terns 的 TERN-501、海思科的 HSK31679 和 Viking 的 VK2809 等。ASC41 是目前国内进度最快的 THR-β 抑制剂，II 期临床试验期中结果积极，且安全性和耐受性良好。

建议关注 THR-β 靶点研发进度靠前的相关药企，以及肝病检测器械相关标的：歌礼制药（THR-β 激动剂 ASC41、FASN 抑制剂 ASC40），海思科（THR-β 激动剂 HSK31679）和福瑞股份（FibroScan 系列肝纤维化诊断仪器）等。

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（3 月 18 日-3 月 22 日）生物医药板块下跌 2.19%，跑输沪深 300 指数 1.49pct，跑输创业板指数 1.39pct，在 30 个中信一级行业中排名第 29 位。

本周中信医药子板块除中药饮片外均下跌，其中中药饮片子板块上涨 8.68%，医疗服务子板块下跌 4.11%。

投资建议：建议关注年报和一季度业绩有望超预期的优质个股

(1) AI 主题：本周人工智能主题火热，其中“AI+医药”尤为引人注目。参考此前周报主题《医疗+AI，高端医学影像设备再创新》、《AI 赋能病理：诊断高效精准，填补医疗资源缺口》、《AI 制药强力降本增效前景向好，CRO 携手科技公司进行时》，估值低、弹性大的相关标的包括：祥生医疗（AI+影像）、迪安诊断（AI+诊断）、泓博医药（AI+制药）。

(2) 医疗设备：3 月 13 日，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知，提到“鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造”，对于医疗设备领域是明确的利好信号。推荐关注以下企业：迈瑞医疗、联影医疗、澳华内镜、开立医疗、祥生医疗。

(3) 业绩催化：即将进入上市公司定期报告的集中披露时期，期间建议关注 2023 年年度和 2024 年第一季度的业绩有望实现高增长的优质个股：新产业、惠泰医疗、微电生理、澳华内镜、康辰药业等。

中长期观点：把握“关键少数”，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：CNS 系列（恩华药业、丽珠集团）、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（康辰药业、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）。

(3) 院内刚需，老龄催化（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。

目录

一、 全球首款 THR-β 激动剂获批，领跑 NASH 大单品赛道	5
(一) NASH 人口有多少？市场规模有多大？	5
(二) NASH 治疗靶点主要有哪些？	7
(三) 不同靶点 NASH 药物疗效如何？	8
(四) 同靶点 THR-β 激动剂药物疗效和安全性如何？	9
(五) 首款获批 THR-β 靶点药物 Resmetirom 疗效如何？	12
(六) 全球 THR-β 靶点药物研发进展如何？	13
二、 行业观点及投资建议：建议关注年报和一季度业绩有望超预期的优质个股	15
三、 板块行情	17
(一) 本周板块行情回顾：板块整体下跌 2.19%，各子板块仅中药饮片上涨	17
(二) 沪股通资金持仓变化：医药北向资金增加	20

图表目录

图表 1: 中国 NASH 各期人口预测 (百万人)	6
图表 2: 美国 NASH 各期人口预测 (百万人)	6
图表 3: NASH 主要治疗靶点	7
图表 4: 不同靶点 NASH 药物肝脂肪下降幅度比较	8
图表 5: 不同靶点 NASH 药物谷丙转氨酶 (ALT) 下降幅度比较	9
图表 6: ASC41 和 Resmetirom 肝脂肪下降幅度比较	10
图表 7: ASC41 和 Resmetirom 脂质下降幅度比较	10
图表 8: ASC41 和 VK-2809 肝脂肪下降幅度比较	10
图表 9: ASC41 和 VK-2809 脂质下降幅度比较	10
图表 10: ASC41 和 Resmetirom 安全性比较	11
图表 11: ASC41 和 VK-2809 安全性比较	11
图表 12: Resmetirom 的 III 期临床试验主要和次要终点数据	12
图表 13: Resmetirom 对肝转氨酶和生物标志物的作用	13
图表 14: THR- β 靶点 NASH 药物研发进展 (II 期及以上)	13
图表 15: 本周中信医药指数走势	17
图表 16: 本周生物医药子板块涨跌幅	17
图表 17: 本周中信各大子板块涨跌幅	18
图表 18: 2010 年至今医药板块整体估值溢价率	19
图表 19: 2010 年至今医药各子行业估值变化情况	19
图表 20: 医药行业北上资金变化情况	20
图表 21: 医药行业北上资金分板块的变化情况	20
图表 22: 医药行业北上资金变化情况	21
图表 23: 医药行业北上资金分板块的变化情况	21
图表 24: 北上资金陆港通持股市值情况 (亿元)	21
图表 25: 北上资金陆港通本周持股市值变化 (亿元)	21

一、全球首款 THR- β 激动剂获批，领跑 NASH 大单品赛道

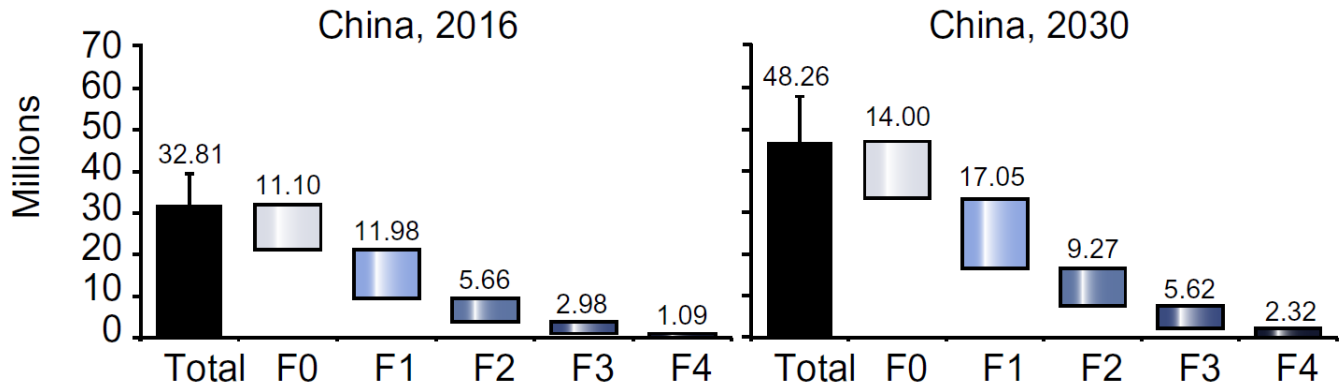
非酒精性脂肪肝病（Nonalcoholic Fatty Liver Disease, NAFLD）是指酒精和其它明确的损肝因素之外所致的肝细胞内脂肪过度沉积引发的代谢应激性肝脏损伤。非酒精性脂肪性肝炎（Nonalcoholic Steatohepatitis, NASH）是 NAFLD 从肝脂肪变性进展到肝硬化中间的一个阶段，其主要病理特征肝细胞大泡性脂肪变伴肝细胞损伤和炎症与酒精性肝炎相似，通常好发于无过量饮酒史的中年超重肥胖人群。NASH 与 2 型糖尿病和高脂血症等代谢紊乱关系密切，因此又称代谢功能障碍相关脂肪性肝炎（Metabolic Dysfunction-associated Steatohepatitis, MASH）。

NASH 按照纤维化程度的不同，可分为 F0-F4 五期，其中 F0-F1 期指无或轻度纤维化，F2-F3 期指中度或重度纤维化，F4 期指可代偿性肝硬化。在 2024 年 3 月首款甲状腺激素受体- β （Thyroid Hormone Receptor beta, THR- β ）选择性激动剂 Resmetirom 获得 FDA 批准用于治疗 F2-F3 期 NASH 之前，全球 NASH 药物治疗领域仅有一款 2020 年 3 月印度药品管理局批准的 PPAR α/γ 双重激动剂 Saroglitazar，用于非肝硬化性 NASH 的治疗。

（一）NASH 人口有多少？市场规模有多大？

据《Modeling NAFLD disease burden in China, France, Germany, Italy, Japan, Spain, United Kingdom, and United States for the period 2016–2030》文献模型测算，中国 2016 年 NASH 总人口为 3281 万人，其中 F2-F3 期总人口为 864 万人；预计 2030 年 NASH 总人口将增加至 4826 万人，其中 F2-F3 期总人口为 1489 万人。

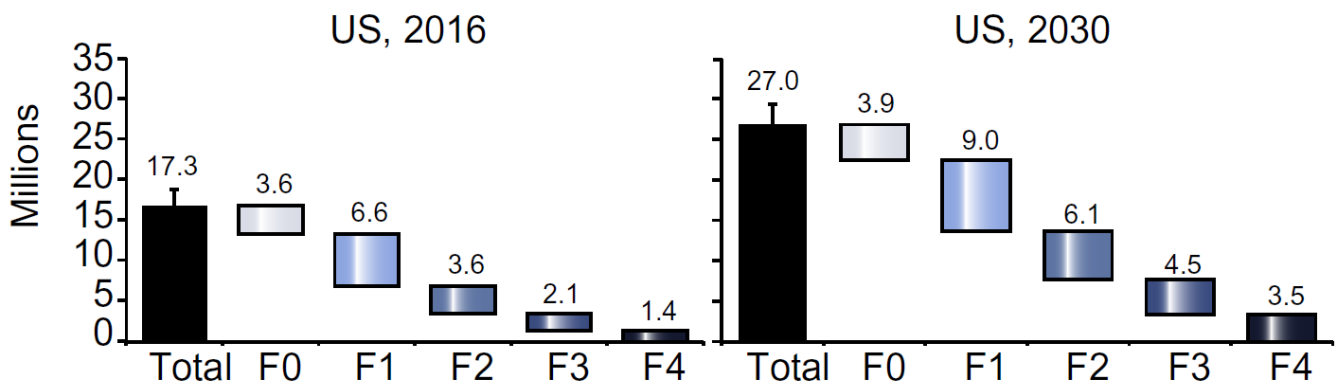
图表1: 中国 NASH 各期人口预测 (百万人)



资料来源:《Modeling NAFLD disease burden in China, France, Germany, Italy, Japan, Spain, United Kingdom, and United States for the period 2016–2030》, JOURNAL OF HEPATOLOGY, 太平洋证券整理

据《Modeling NAFLD disease burden in China, France, Germany, Italy, Japan, Spain, United Kingdom, and United States for the period 2016–2030》文献模型测算, 美国 2016 年 NASH 总人口为 1730 万人, 其中 F2-F3 期总人口为 570 万人; 预计美国 2030 年 NASH 总人口将增加至 2700 万人, 其中 F2-F3 期总人口为 1060 万人。

图表2: 美国 NASH 各期人口预测 (百万人)



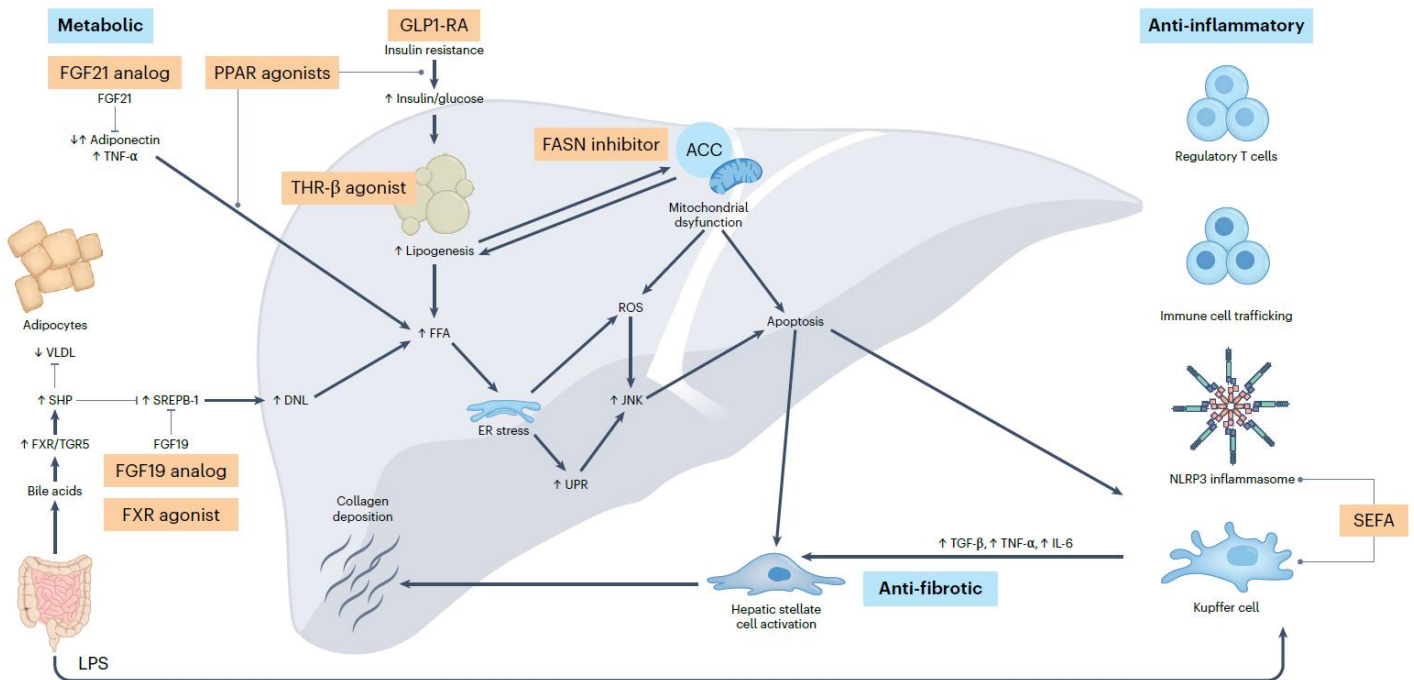
资料来源:《Modeling NAFLD disease burden in China, France, Germany, Italy, Japan, Spain, United Kingdom, and United States for the period 2016–2030》, JOURNAL OF HEPATOLOGY, 太平洋证券整理

据 Frost & Sullivan 分析，全球 NAFLD 药物市场 2020 年为 19 亿美元，预计 2025 年达 107 亿美元，2030 年将达 322 亿美元；中国 NAFLD 药物市场 2020 年为 7 亿人民币，预计到 2025 年达 32 亿元，2030 年将达到 355 亿元。据 Evercore ISI 分析师估计，2030 年 Resmetirom 全球销售额可能达到约 26 亿美元。

(二) NASH 治疗靶点主要有哪些？

目前临床上在研的 NASH 药物可分为调节代谢（降脂）、抗炎和抗纤维化（评估难度较大，需要肝穿刺活检）三类作用机制。其中调节代谢类靶点是目前研究最多也是临床进展最快的，主要包括 THR-β 激动剂、GLP1-R 激动剂、FXR 激动剂、FASN 抑制剂、FGF19 和 FGF21 类似物等。

图表3：NASH 主要治疗靶点

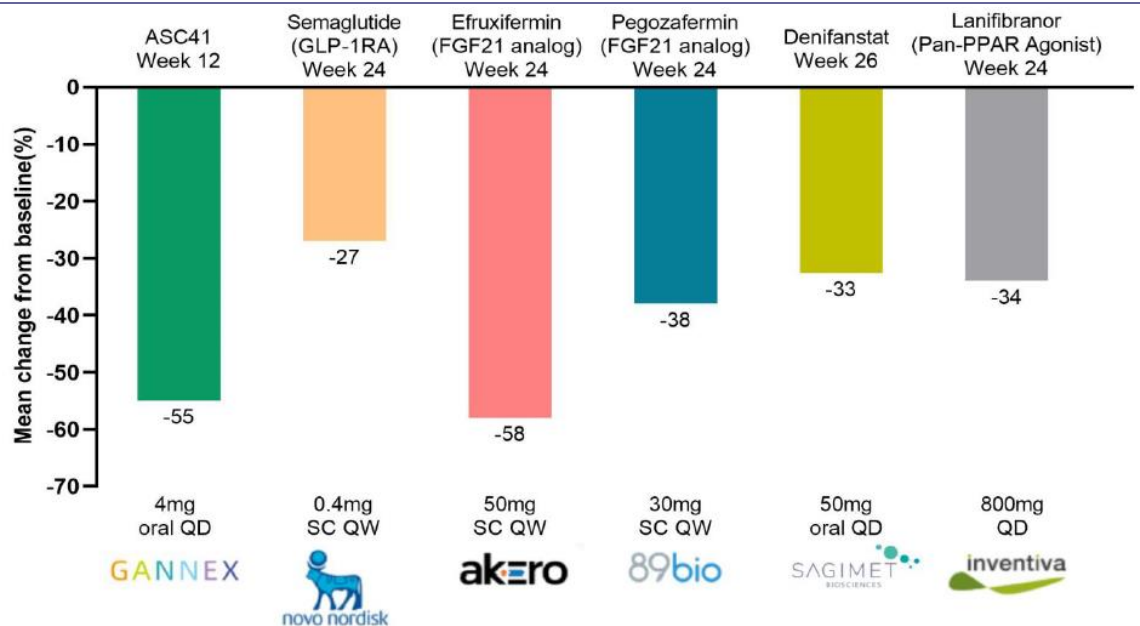


资料来源：《Challenges and opportunities in NASH drug development》，Nature Medicine，太平洋证券整理

(三) 不同靶点 NASH 药物疗效如何？

在肝脂肪下降幅度方面，ASC41（THR-β 激动剂）在第 12 周肝脂肪下降的幅度超过司美格鲁肽第 24 周时下降的幅度，和 Akero 的 FGF21 类似物（目前抗纤维化效果最好的 NASH 药物）第 24 周时下降的幅度相近。

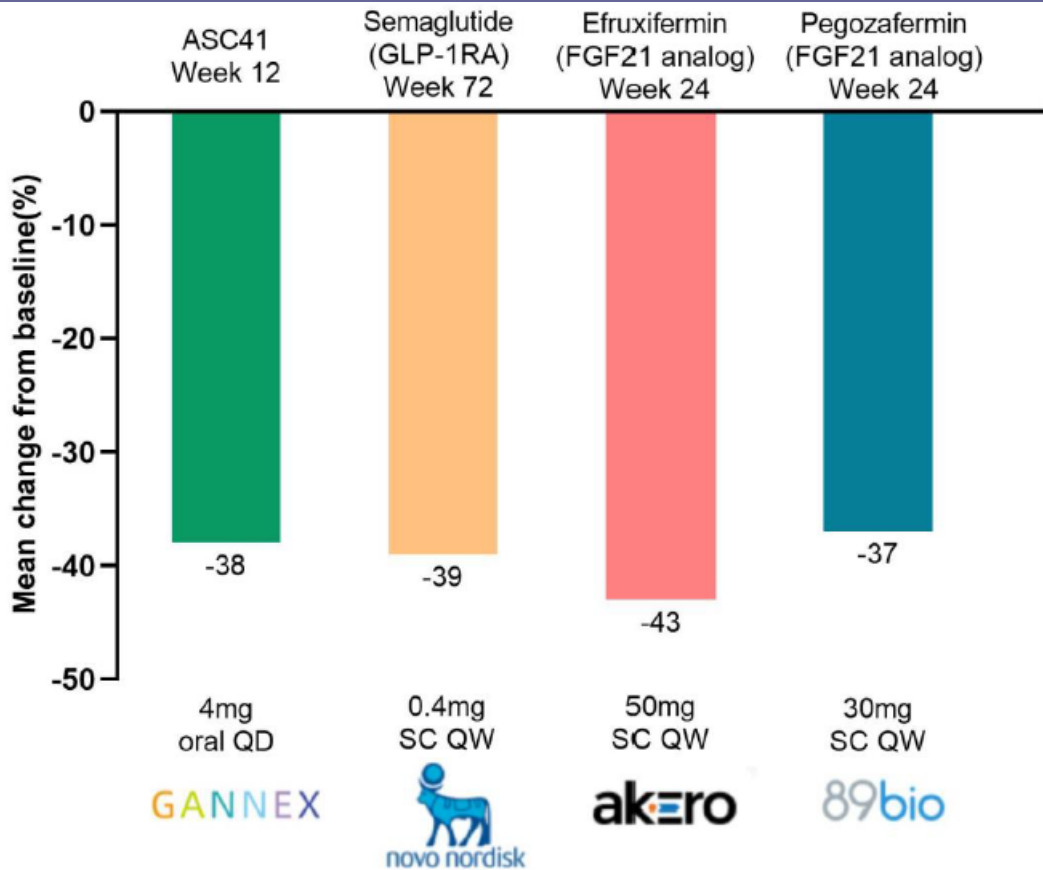
图表4：不同靶点 NASH 药物肝脂肪下降幅度比较



资料来源：各家公司官网，太平洋证券整理

在谷丙转氨酶 (ALT) 下降幅度方面，ASC41 (THR-β 激动剂) 在第 12 周 ALT 下降的幅度和司美格鲁肽第 72 周时下降的幅度相当，但比 Akero 的 FGF21 类似物第 24 周时 ALT 下降的幅度略小。

图表5: 不同靶点 NASH 药物谷丙转氨酶 (ALT) 下降幅度比较

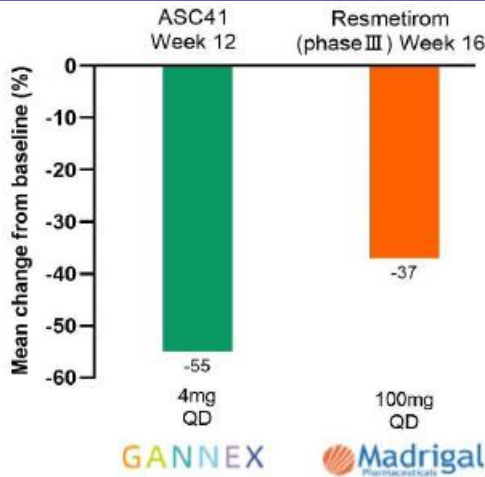


资料来源: 各家公司官网, 太平洋证券整理

(四) 同靶点 THR-β 激动剂药物疗效和安全性如何?

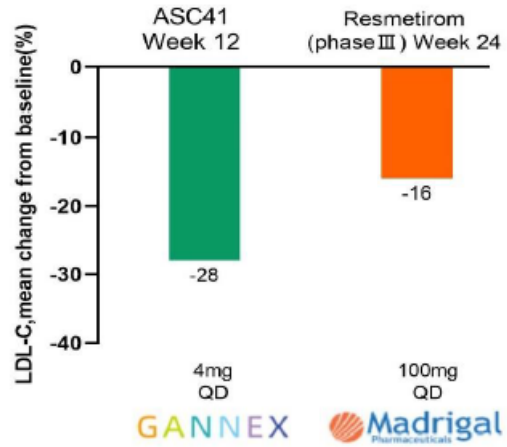
在肝脂肪下降幅度方面，ASC41 在第 12 周肝脂肪下降的幅度超过 Resmetirom 第 16 周时下降的幅度。在脂质下降幅度方面，ASC41 在第 12 周脂质下降的幅度超过 Resmetirom 第 24 周时下降的幅度。

图表6: ASC41 和 Resmetirom 肝脂肪下降幅度比较



资料来源: 各家公司官网, 太平洋证券整理

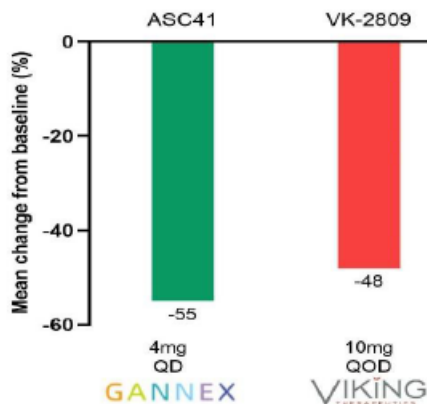
图表7: ASC41 和 Resmetirom 脂质下降幅度比较



资料来源: 各家公司官网, 太平洋证券整理

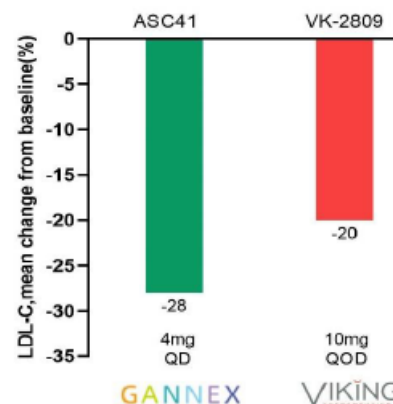
在肝脂肪下降幅度方面, ASC41 在第 12 周肝脂肪下降的幅度超过 VK-2809 第 12 周时下降的幅度。在脂质下降幅度方面, ASC41 在第 12 周脂质下降的幅度超过 VK-2809 第 12 周时下降的幅度。

图表8: ASC41 和 VK-2809 肝脂肪下降幅度比较



资料来源: 各家公司官网, 太平洋证券整理

图表9: ASC41 和 VK-2809 脂质下降幅度比较



资料来源: 各家公司官网, 太平洋证券整理

在肝转氨酶下降幅度方面，ASC41 在第 12 周时经安慰剂校正后的 ALT 和 AST 较基线相对降幅的平均值分别高达 37.8%和 41.5%，Resmetirom 较对照组无显著统计学差异。在药物相关的治疗后不良事件(TEAEs)方面,ASC41 的 TEAEs 比例为 50%,Resmetirom 的 TEAEs 比例为 41.5%。

图表10: ASC41 和 Resmetirom 安全性比较

Placebo-adjusted mean reductions in liver inflammatory biomarkers from baseline at Week 12	ASC41 tablet, stable at room temperature	Resmetirom tablet ^[1] , stable at room temperature	ASC41 tablet		Resmetirom tablet Phase III	
			Placebo (n = 14)	2mg/4mg QD (n=28)	Placebo (n = 321)	100mg QD (n=323)
ALT	Up to 37.8% (Statistically significant difference vs placebo)	No statistically significant difference vs placebo	TEAEs Number of subjects(%) Drug-related TEAEs Drug-related TEAEs leading to study discontinuation Drug-related GI AEs Nausea Diarrhea Vomiting Abdominal distension			
AST	Up to 41.5% (Statistically significant difference vs placebo)	No statistically significant difference vs placebo	13(92.9%)	28(100%)	269 (92.2%)	296 (91.6%)
			6(42.9%)	14(50%)	86 (26.8%)	134 (41.5%)
			0(0.0%)	1(3.6%)	8 (2.5%)	22 (6.8%)
			2(14.3%)	4(14.3%)	NA	NA
			0(0.0%)	0(0.0%)	40 (12.5%)	62 (19.2%)
			1(7.1%)	4(14.3%)	50 (15.6%)	109 (33.7%)
			0(0.0%)	0(0.0%)	17 (5.3%)	35 (10.8%)
			1(7.1%)	0(0.0%)	NA	NA

资料来源: 各家公司官网, 太平洋证券整理

在肝转氨酶下降幅度方面，ASC41 在第 12 周时经安慰剂校正后的 ALT 和 AST 较基线相对降幅的平均值分别高达 37.8%和 41.5%，VK-2809 和对照组类似。在药物相关的治疗后不良事件(TEAEs) 方面，ASC41 的 TEAEs 比例为 50%，VK-2809 的 TEAEs 比例为 37.7%。

图表11: ASC41 和 VK-2809 安全性比较

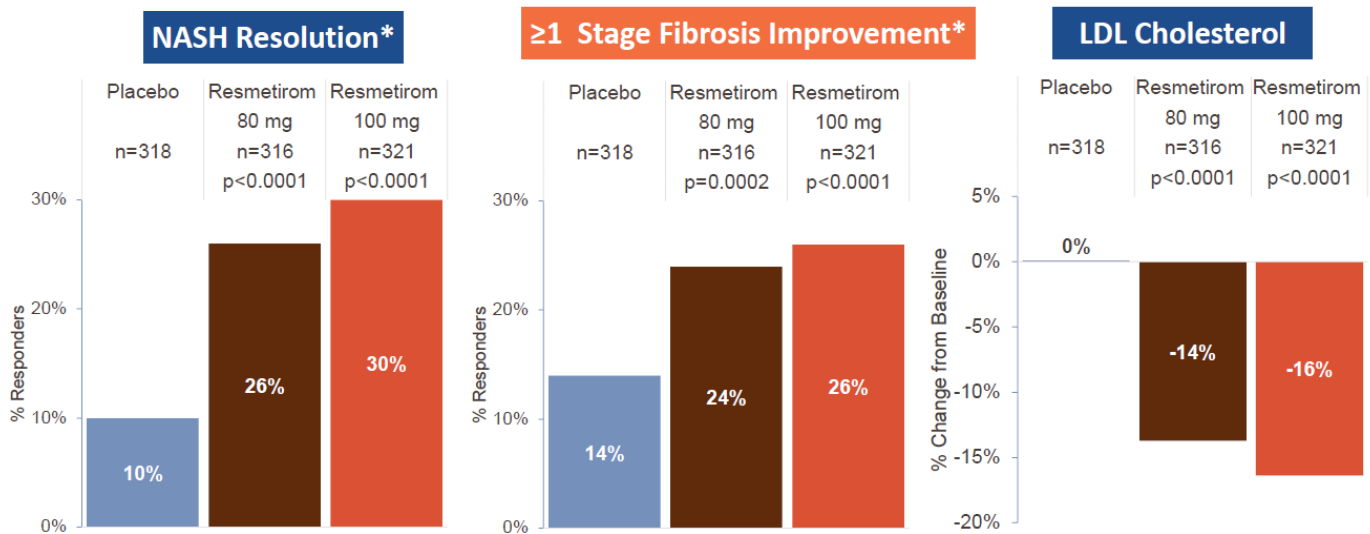
Placebo-adjusted mean reductions in liver inflammatory biomarkers from baseline at Week 12	ASC41 tablet, stable at room temperature	VK2809 Capsule ^[1] , stable only under refrigeration	ASC41 tablet		VK2809 Capsule	
			Placebo (n = 14)	2mg/4mg QD (n=28)	Placebo (n = 65)	10mg QOD (n=61)
ALT	Up to 37.8% (Statistically significant difference vs placebo)	Similar to placebo	TEAEs Number of subjects(%) Drug-related TEAEs Drug-related TEAEs leading to study discontinuation Drug-related GI AEs Nausea Diarrhea Vomiting Abdominal distension			
AST	Up to 41.5% (Statistically significant difference vs placebo)	Similar to placebo	13(92.9%)	28(100%)	47(72.3%)	54(88.5%)
			6(42.9%)	14(50%)	22(33.8%)	23(37.7%)
			0(0.0%)	1(3.6%)	5(7.7%)	5(8.2%)
			2(14.3%)	4(14.3%)	12(18.5%)	7(11.5%)
			0(0.0%)	0(0.0%)	5(7.7%)	3(4.9%)
			1(7.1%)	4(14.3%)	2(3.1%)	3(4.9%)
			0(0.0%)	0(0.0%)	NA	NA
			1(7.1%)	0(0.0%)	NA	NA

资料来源: 各家公司官网, 太平洋证券整理

(五) 首款获批 THR-β 靶点药物 Resmetirom 疗效如何？

2023 年 11 月 10 日，Madrigal Pharmaceuticals 公布了 III 期临床试验 MAESTRO-NASH 的结果，Resmetirom 达到主要肝活检终点和降低低密度脂蛋白胆固醇的关键次要终点。2024 年 3 月 14 日，Resmetirom 获得 FDA 批准上市。

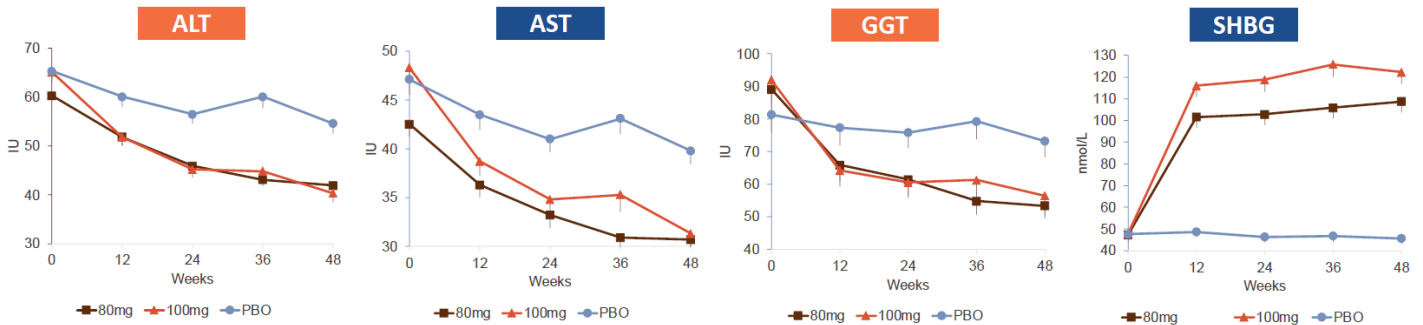
图表12: Resmetirom 的 III 期临床试验主要和次要终点数据



资料来源: Madrigal Pharmaceuticals 官网, 太平洋证券整理

根据 MAESTRO-NASH 结果: 1) 接受 Resmetirom 治疗 52 周后, 80mg 组、100mg 组分别有 26%、30% 实现 NASH 症状缓解; 2) 接受 Resmetirom 治疗 52 周后, 80mg 组、100mg 组分别有 24%、26% 实现了至少一个阶段的纤维化改善, 且 NAS 无恶化; 3) 接受 Resmetirom 治疗 52 周后, 80mg 组、100mg 组低密度脂蛋白 (LDL-C) 含量分别下降 14%、16%; 4) 接受 Resmetirom 治疗 12 周后, 80mg 组、100mg 组转氨酶均开始明显下降。

图表13: Resmetirom 对肝转氨酶和生物标志物的作用



资料来源: Madrigal Pharmaceuticals 官网, 太平洋证券整理

(六) 全球 THR-β 靶点药物研发进展如何?

除了首款获批的 THR-β 激动剂 Resmetirom 外, 临床进度靠前的在研 THR-β 激动剂药物还有歌礼制药的 ASC41、Terns 的 TERN-501、海思科的 HSK31679 和 Viking 的 VK2809 等。

图表14: THR-β 靶点 NASH 药物研发进展 (II 期及以上)

药物名称	药物类型	研发企业	全球最高研发阶段	中国最高研发阶段
Resmetirom	化学药	Madrigal	已上市	/
VK2809	化学药	Viking	II 期临床	/
TERN-501	化学药	Terns	II 期临床	/
ASC41	化学药	歌礼制药	II 期临床	II 期临床
HSK31679	化学药	海思科	II 期临床	II 期临床

资料来源: 药融云, 太平洋证券整理

建议关注 THR-β 靶点研发进度靠前的相关药企, 以及肝病检测器械相关标的:

歌礼制药: ASC41 是目前国内进度最快的 THR-β 抑制剂, 治疗 NASH 患者 52 周 II 期临床试验中结果积极: 用药 12 周后, 肝脏脂肪含量较基线的相对降幅平均值高达 68.2%, 且安全性和耐受性良好。此外, 歌礼从 Sagimet 公司引进的脂肪酸合成酶 (FASN) 抑制剂 ASC40 的 IIIb 期

FASCINATE-2 临床试验也达到了主要终点和多个次要终点，且安全性良好，无与治疗相关的严重不良事件，大多数不良事件为轻度至中度。

海思科: HSK31679 是海思科自主研发的一种高选择性 THR-β 激动剂，目前由北京大学第一医院和北京清华长庚医院牵头在全国 25 家研究中心开展 II 期临床试验，预计受试者数量约 200 例，以评估不同给药剂量的 HSK31679 相比安慰剂在高胆固醇血症合并非酒精性脂肪性肝病 (NAFLD) 患者中降低低密度脂蛋白胆固醇 (LDL-C) 和肝脏脂肪含量的有效性和安全性。

福瑞股份: FibroScan 系列肝纤维化诊断仪器是全球首个应用瞬时弹性成像技术量化肝脏硬度，并经临床验证的无创即时检测设备，获得了欧盟 CE、美国 FDA 和中国 NMPA 等认证。该设备由基于 VCTE™ 技术的 LSM (肝脏硬度测量) 和 SSM (脾脏硬度测量)，CAP™ (受控衰减参数) 前沿专利技术驱动，可用于评估肝脏纤维化，门静脉高压和肝脏脂肪变性的检查。FibroScan 已被世界卫生组织 (WHO)、欧洲肝病学会 (EASL)、亚太肝病研究学会 (APASL)、美国肝病研究学会 (AASLD) 等多家权威机构列入肝病检测指南或作为官方推荐的肝脏弹性检测设备。FibroScan CAP 通过美国 FDA 批准，标志着 FibroScan 在脂肪肝诊断领域的重大突破，使 FibroScan 成为用于脂肪肝患者长期临床管理的重要工具。

二、行业观点及投资建议：建议关注年报和一季度业绩有望超预期的优质个股

近期观点：关注业绩高增长标的

1、AI 主题：本周人工智能主题火热，其中“AI+医药”尤为引人注目。在 3 月 18 日开幕的英伟达 GTC 大会上，有 90 场活动与健康/生命科学相关，数目居所有行业之首，超过了汽车、云服务、硬件/半导体等一众热门领域。其中，由 Kimberly Powell 主持的“AIGC 在现代医学中的作用”活动，更汇集了著名基金经理“木头姐”Cathie Wood、微软研究院院长 Peter Lee 等多位大咖，探讨“(AIGC 如何)重新定义医疗服务、发现新药和提高患者疗效的关键驱动力”。NVIDIA 公司创始人兼首席执行官黄仁勋也曾指出，“当数据科学、人工智能和自动化的结合时，生物学会呈指数级改进，成为下一个黄金赛道。”

参考此前周报主题《医疗+AI，高端医学影像设备再创新》、《AI 赋能病理：诊断高效精准，填补医疗资源缺口》、《AI 制药强力降本增效前景向好，CRO 携手科技公司进行时》，估值低、弹性大的相关标的包括：祥生医疗（AI+影像）、迪安诊断（AI+诊断）、泓博医药（AI+制药）。

2、医疗设备：3 月 13 日，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知，提到“鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造”，对于医疗设备领域是明确的利好信号。推荐关注以下企业：迈瑞医疗、联影医疗、澳华内镜、开立医疗、祥生医疗。

3、业绩催化：即将进入上市公司定期报告的集中披露时期，期间建议关注 2023 年年度和 2024 年第一季度的业绩有望实现高增长的优质个股：新产业、惠泰医疗、微电生理、澳华内镜、康辰药业。

中长期观点：创新为帆，蓝海启航

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、丽珠集团、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。
- (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，新产品研发、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

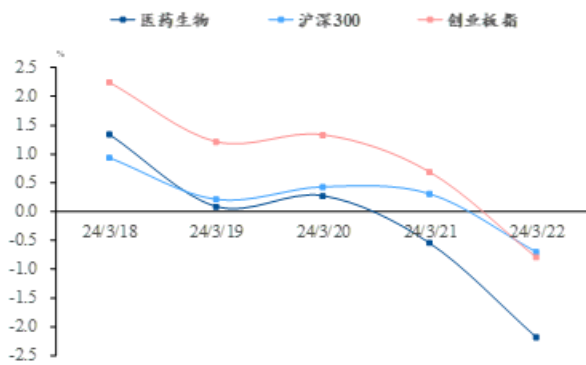
(一) 本周板块行情回顾：板块整体下跌 2.19%，各子板块仅中药饮片上涨

1. 本周生物医药板块走势：板块整体下跌 2.19%，子板块中药饮片涨幅居前，医疗服务跌幅居前

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（3 月 18 日-3 月 22 日）生物医药板块下跌 2.19%，跑输沪深 300 指数 1.49pct，跑输创业板指数 1.39pct，在 30 个中信一级行业中排名第 29 位。

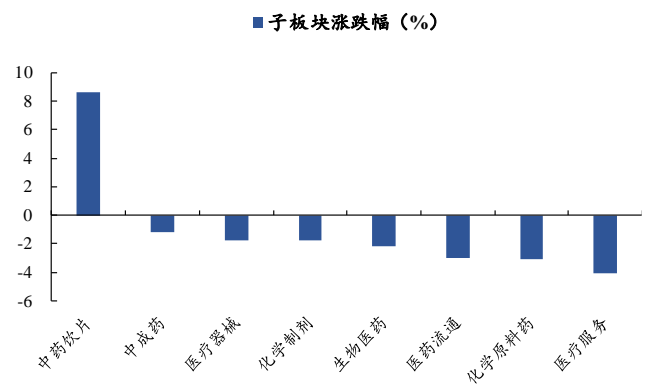
本周中信医药子板块除中药饮片外均下跌，其中中药饮片子板块上涨 8.68%，医疗服务子板块下跌 4.11%。

图表15：本周中信医药指数走势



资料来源：WIND，太平洋证券整理

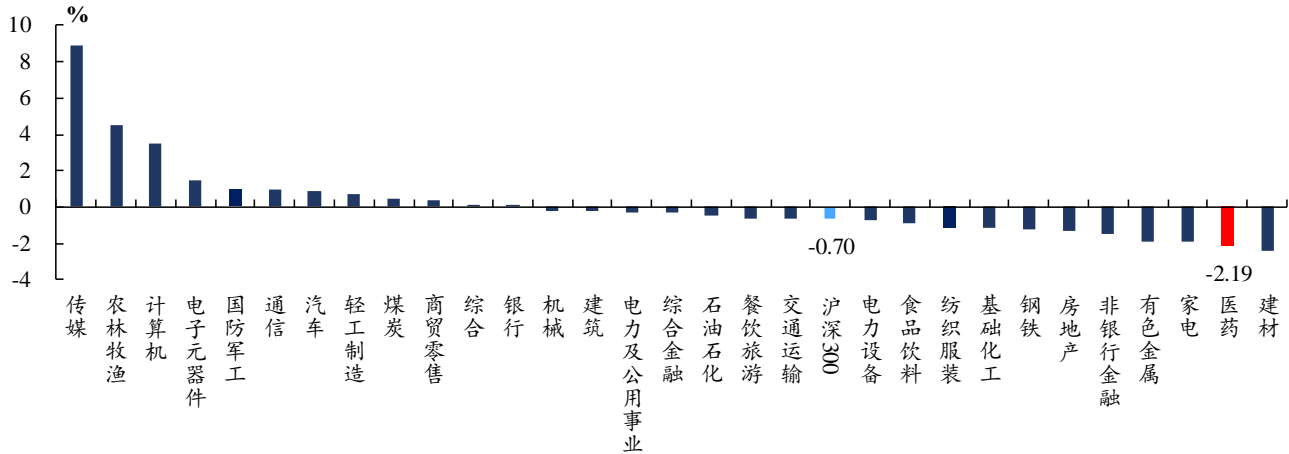
图表16：本周生物医药子板块涨跌幅



资料来源：WIND，太平洋证券整理

个股涨跌幅方面：本周涨幅前五的标的，包括贝瑞基因 (+41.54%，AI 诊断)、大理药业 (+31.71%)、兰卫医学 (+26.79%，AI 诊断)、九安医疗 (+21.82%，KIMI 产业链) 和泓博医药 (+21.35%，AI 制药)，其中大部分是因为英伟达 GTC 大会上 90 多场 AI 主题活动的催化；本周跌幅前五的标的，包括宏源药业 (-16.24%)、*ST 太安 (-12.57%)、百克生物 (-12.53%)、仟源医药 (-12.20%) 和太极集团 (-11.68%)。

图表17：本周中信各大子板块涨跌幅



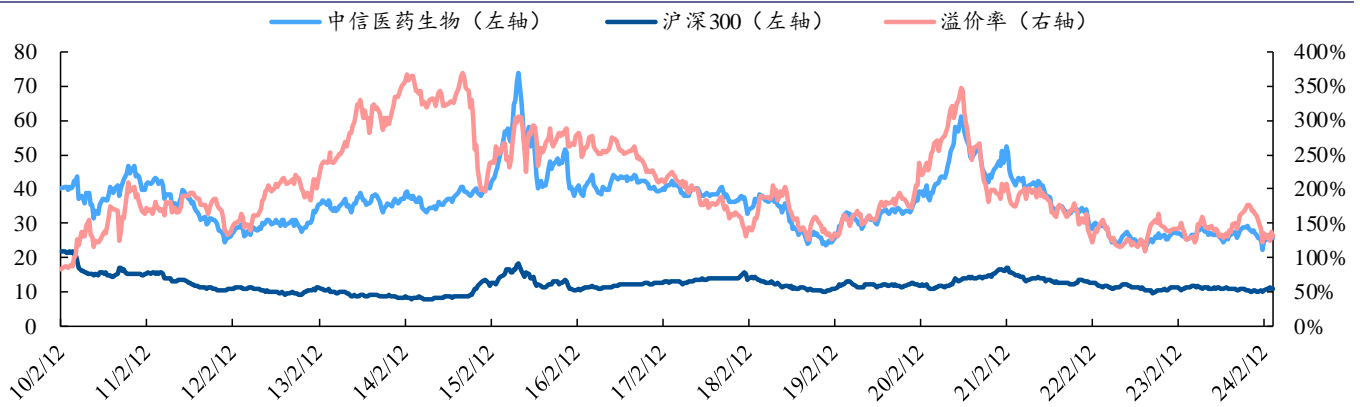
资料来源：WIND，太平洋证券整理

2. 医药板块整体估值下降，溢价率下降

医药板块整体估值下降，溢价率下降。截止 2024 年 3 月 22 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 25.64，环比前一周下降 0.69。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 131%，环比下降 6.22 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转弱。子行业市盈率方面，中药饮片（31.74）、医疗器械（30.71）和化学制剂（27.35）居于前三位。本周医药子板块估值均下降，中成药、医药流通、化学制剂、医疗器械、化学原料药、生物医药、中药饮片、医疗服务子板块的估值分别变化-0.31、-0.35、-0.59、-0.75、-0.76、-0.97、-1.00、-1.33。

图表18：2010 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19：2010 年至今医药各子行业估值变化情况



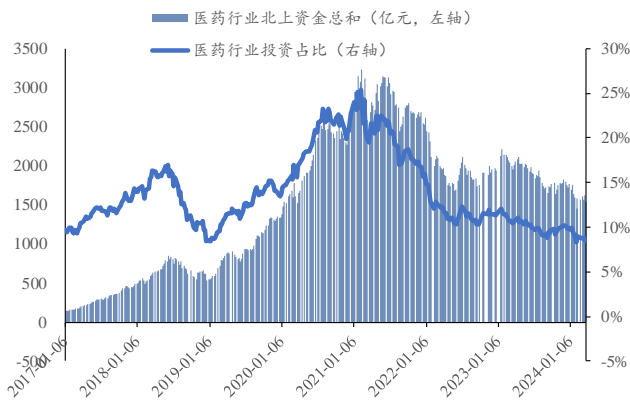
资料来源：WIND，太平洋证券整理

(二) 沪港通资金持仓变化：医药北向资金增加

北上资金：A 股医药股整体，截至 2024 年 3 月 22 日，陆港通医药行业投资 1544.00 亿元，相对 2024 年 3 月 15 日减少了 79.42 亿元；医药持股占陆港通总资金的 8.43%，占比下降了 0.40pct。

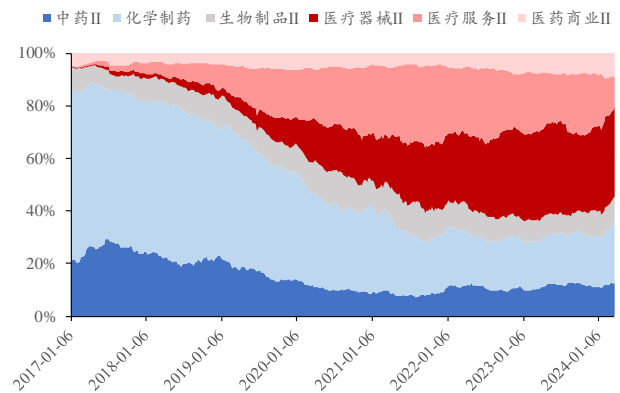
子板块方面，本周医疗器械(34.20%，+0.78pct)、中药II(12.89%，+0.49pct)、化学制药(23.56%，+0.27pct) 占比上升；医疗服务（11.49%，-1.41pct）、生物制品（9.11%，-0.12pct）和医药商业II（8.75%，-0.01pct）占比下降。

图表20：医药行业北上资金变化情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

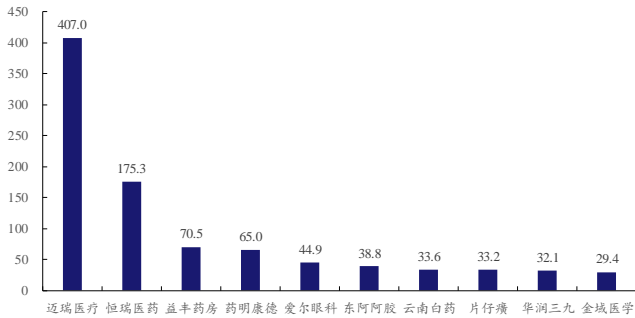
图表21：医药行业北上资金分板块的变化情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

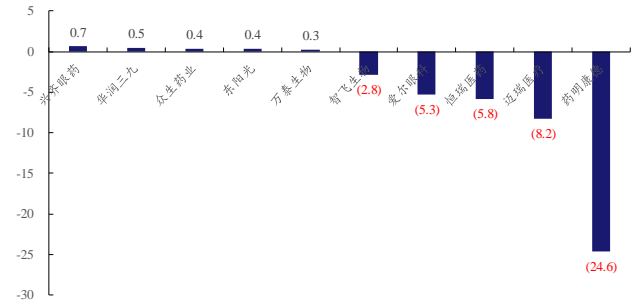
个股方面，A 股医药股持股市值前五为迈瑞医疗、恒瑞医药、益丰药房、药明康德和爱尔眼科。净增持金额前三为兴齐眼药、华润三九和众生药业；净减持金额前三为药明康德、迈瑞医疗和恒瑞医药。

图表22：医药行业北上资金变化情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

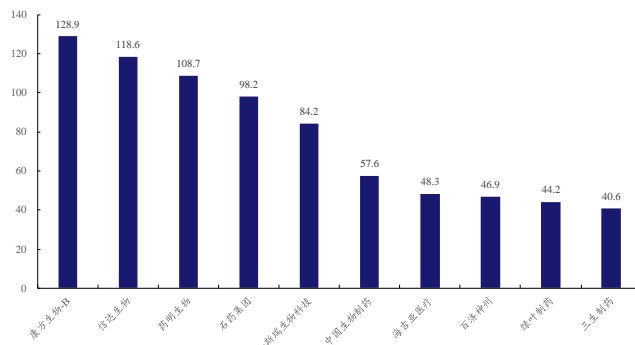
图表23：医药行业北上资金分板块的变化情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

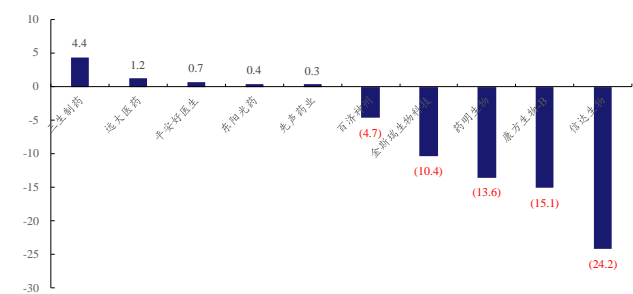
南下资金：H 股医药股持股市值前五为康方生物-B、信达生物、药明生物、石药集团和金斯瑞生物科技。净增持金额前三为三生制药、远大医药和平安好医生；净减持金额较多的前三名为信达生物、康方生物-B、药明生物。

图表24：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25：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

重点推荐公司盈利预测表

代码	名称	最新评级	EPS				PE				股价 24/03/22
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	
300760	迈瑞医疗	买入	7.9	9.6	11.5	13.9	39.9	30.3	25.1	20.9	289.29
688114	华大智造	买入	4.9	-0.4	0.2	0.6	22.7	-188.7	424.4	114.8	62.48
688271	联影医疗	买入	2.0	2.4	3.0	3.7	88.1	57.0	45.8	37.1	132.50
688617	惠泰医疗	买入	5.4	8.0	10.3	13.9	57.2	48.7	42.0	31.0	432.37
688351	微电生理	买入	0.0	0.0	0.1	0.2	4191.6	548.1	228.4	120.1	26.86
300832	新产业	买入	1.7	2.1	2.7	3.4	29.7	28.7	22.5	17.9	77.67
688575	亚辉龙	买入	1.8	0.8	1.1	1.3	11.0	22.4	18.0	14.1	24.78
603590	康辰药业	买入	0.6	1.0	1.1	1.4	39.3	33.8	32.1	24.6	31.42
002262	恩华药业	买入	0.9	1.1	1.3	1.7	27.5	22.8	18.4	14.8	22.24
000513	丽珠集团	买入	2.0	2.2	2.5	2.9	15.9	16.7	14.7	12.8	37.65
688016	心脉医疗	买入	5.0	6.4	8.4	10.9	38.1	25.7	19.6	15.2	177.22
688177	百奥泰	买入	-1.2	-0.4	1.1	2.1	-18.8	-42.6	25.3	13.3	36.85
688108	赛诺医疗	买入	-0.4	-0.1	0.0	0.1	-14.4	-104.3	1956.6	93.0	12.55
002653	海思科	买入	0.3	0.3	0.4	0.5	86.4	95.7	67.7	50.4	26.33
300244	迪安诊断	买入	2.3	1.2	1.8	2.3	11.0	15.8	10.1	7.9	18.49
301230	泓博医药	买入	0.9	0.8	1.0	1.3	61.1	60.2	47.2	36.2	45.35
300633	开立医疗	买入	0.9	1.1	1.4	1.9	63.4	39.0	30.1	23.4	41.49
688212	澳华内镜	买入	0.2	0.4	0.9	1.4	402.1	69.7	44.7	44.7	62.30
688358	祥生医疗	买入	0.9	1.4	2.0	2.6	36.4	15.7	12.3	12.3	35.11
300049	福瑞股份	买入	0.4	0.4	0.7	1.1	65.7	111.8	71.5	49.5	53.10

资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院整理

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。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



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证券投资咨询业务资格，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。