

医药生物周报（24年第13周）

超配

FDA 专家委员会支持 2 款 BCMA CAR-T 疗法推向前线，关注相关产业链

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 股上涨 0.05%（总市值加权平均），沪深 300 下跌 0.70%，中小板指上涨 0.58%，创业板指下跌 0.79%，生物医药板块整体下跌 2.13%，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 1.62%，生物制品下跌 3.83%，医疗服务下跌 4.01%，医疗器械下跌 1.38%，医药商业下跌 1.79%，中药下跌 0.85%。医药生物市盈率（TTM）25.53x，处于近 5 年历史估值的 21.91% 分位数。

FDA 专家委员会支持 2 款 BCMA CAR-T 疗法推向前线。3 月 15 日，美国 FDA 的肿瘤药物顾问委员会（ODAC）分别对两款已上市的靶向 BCMA 的 CAR-T 产品，BMS/Bluebird 的 ABECMA 及 J&J/Legend 的 CARVYKTI，用于相对前线治疗复发/难治性多发性骨髓瘤（R/R MM）的补充生物制剂许可申请（sBLA）进行了讨论。委员会最终认为，对于 2 款 BCMA 细胞治疗产品，其拟议适应症的风险-获益评估结果良好，CARVYKTI 获得专家 11:0 全票支持其作为 2 线 r/r MM 疗法，ABECMA 获得专家 8:3 支持其作为 3 线 r/r MM 疗法。

国信医药观点：与标准疗法相比，CARVYKTI 可将 2 线 MM 患者的复发/死亡风险降低 74%，使得来那度胺难治患者广泛收益，如果 sBLA 成功获批，其适用患者人群将在 4L+基础上扩大数倍，商业化有望进一步加速。目前 FDA 批准的 6 款 CAR-T 产品均针对血液瘤并且疗效优异；在实体瘤领域，细胞疗法亦有所进展，2024 年 2 月全球首款 TIL 细胞疗法 AMTAGVI 获得 FDA 批准用于治疗黑色素瘤，2024 年 1 月全球首款 TCR-T 细胞疗法 Afami-cel 上市申请获 FDA 受理拟用于治疗滑膜肉瘤，并获得优先审评资格，PDUFA 日期为 2024 年 8 月 4 日。国内目前已有 5 款 CAR-T 产品上市，多个管线处于 Ph3 临床~NDA 阶段，建议关注相关企业及上游产业链，如百普赛斯（GMP 级别试剂用于细胞治疗生产）、药明康德（子公司药明生基费城基地获批为 AMTAGVI 进行分析测试和生产）等。

风险提示：研发失败、商业化不及预期、地缘政治、政策超预期等风险。

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	3507	96.1	115.4	139.0	167.1	36.5	30.4	25.2	21.0
300122.SZ	智飞生物	买入	1136	75.4	91.0	113.1	141.8	15.1	12.5	10.0	8.0
688443.SH	智翔金泰-U	增持	140	(5.8)	(7.8)	(7.1)	(6.0)				
688062.SH	迈威生物-U	增持	135	(9.6)	(9.9)	(6.8)	(4.4)				
603882.SH	金城医学	买入	272	27.5	7.6	12.1	15.6	9.9	35.9	22.5	17.4
688236.SH	春立医疗	买入	63	3.1	2.8	3.6	4.7	20.5	22.9	17.4	13.3
688212.SH	澳华内镜	买入	84	0.2	0.6	1.0	1.7	384.5	144.0	87.0	50.3
300685.SZ	艾德生物	买入	90	2.6	2.4	3.2	4.0	34.3	37.8	28.4	22.8
603301.SH	振德医疗	买入	56	6.8	2.0	4.8	6.1	8.2	27.9	11.7	9.1
688576.SH	西山科技	增持	43	0.8	1.0	1.3	1.7	57.0	42.9	33.5	25.9
688626.SH	翔宇医疗	增持	76	1.3	2.3	3.0	3.7	60.6	33.1	25.4	20.4
6990.HK	科伦博泰生物-B	买入	326	(6.2)	(2.5)	(5.5)	(6.4)				
9926.HK	康方生物	买入	352	(11.7)	19.8	(2.6)	6.4		17.8		55.1
2162.HK	康诺亚-B	买入	85	(3.1)	(2.7)	(6.0)	(6.6)				
1789.HK	爱康医疗	买入	50	2.0	2.7	3.5	4.6	24.2	18.4	14.3	10.8

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：马千里

010-88005445

cnmaqianli@guosen.com.cn

S0980521070001

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12周）-看好创新药械，医疗“新质生产力”值得关注》——2024-03-19
- 《医药生物周报（24年第11周）-23年创新医疗器械获批情况分析 & 医疗设备中标情况梳理》——2024-03-11
- 《医药生物行业 2024 年 3 月投资策略——重视医疗刚需属性，关注一季报高增长标的》——2024-03-11
- 《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》——2024-03-05
- 《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

内容目录

重点事件及国信医药观点	4
新股上市跟踪	9
本周行情回顾	10
板块估值情况	12
投资策略	13
医药行业 3 月月度投资观点	13
推荐标的	16
风险提示	18

图表目录

图 1: 全球多发性骨髓瘤发病率	4
图 2: 复发/难治性多发性骨髓瘤疗法	5
图 3: CARTITUDE-4 研究临床设计	6
图 4: CARTITUDE-4 研究主要终点 PFS 数据	6
图 5: CARTITUDE-4 研究次要终点数据	7
图 6: CARTITUDE-5 和 CARTITUDE-6 在初治 MM 患者中治疗范式	7
图 7: 2018-2023 年全球 CAR-T 疗法销售数据 (单位: 亿美元)	8
图 8: 申万一级行业一周涨跌幅 (%)	10
图 9: 申万一级行业市盈率情况 (TTM)	12
图 10: 医药行业子板块一周涨跌幅 (%)	12
图 11: 医药行业子板块市盈率情况 (TTM)	12
表 1: 近期 A 股/H 股医药板块新股上市情况跟踪	9
表 2: 本周 A 股涨跌幅前十的个股情况	11

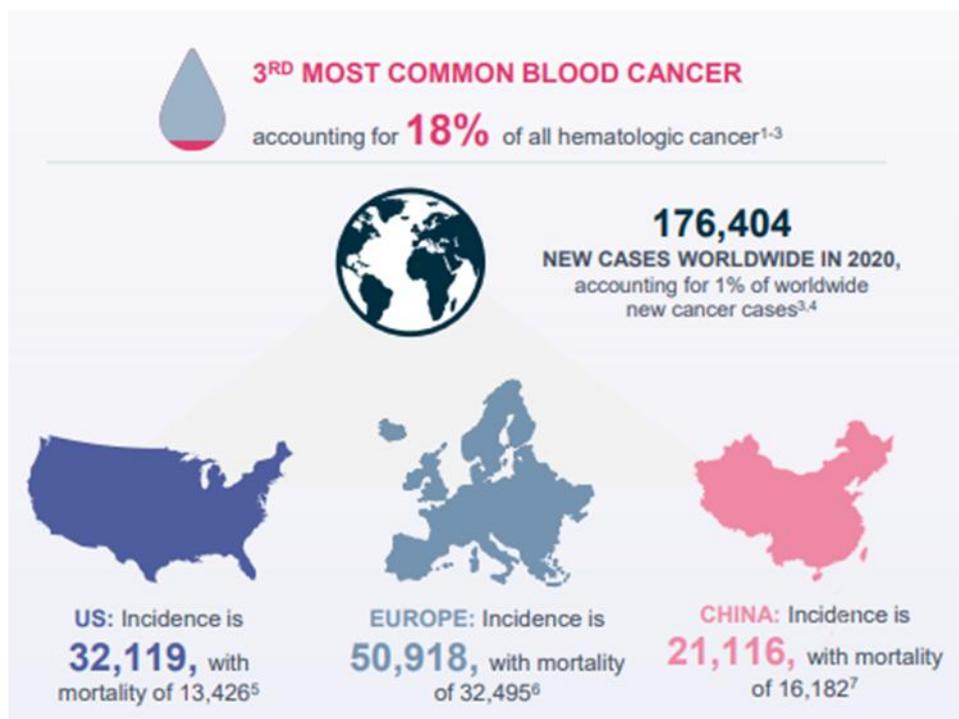
重点事件及国信医药观点

FDA 专家委员会支持 2 款 BCMA CAR-T 疗法推向前线

事件：3 月 15 日，美国 FDA 的肿瘤药物顾问委员会（ODAC）分别对两款已上市的靶向 BCMA 的 CAR-T 产品，BMS/Bluebird 的 ABECMA 及 J&J/Legend 的 CARVYKTI，用于相对前线治疗复发/难治性多发性骨髓瘤（R/R MM）的补充生物制剂许可申请（sBLA）进行了讨论。委员会最终认为，对于 2 款 BCMA 细胞治疗产品，其拟议适应症的风险-获益评估结果良好，CARVYKTI 获得专家 11:0 全票支持其作为 2 线 r/r MM 疗法，ABECMA 获得专家 8:3 支持其作为 3 线 r/r MM 疗法。

多发性骨髓瘤是一种由浆细胞恶性增生、广泛浸润并分泌大量单克隆免疫球蛋白，从而引起广泛骨质破坏、反复感染、贫血、高钙血症、高粘滞综合症及肾功能不全等一系列临床表现的恶性肿瘤。MM 是血液系统第 3 常见的恶性肿瘤，目前全球约有 75 万例患者，每年新发病例超过 17.6 万例，美国每年约有新患 3.2 万人，国内 2020 年新发病人数达到 2.1 万人。

图1：全球多发性骨髓瘤发病率



资料来源：Legend R&D day 演示材料，国信证券经济研究所整理

多发性骨髓瘤目前无法彻底治愈，现有疗法的目标主要是延长患者生存，提升生活质量。新发患者可以进行自体干细胞移植（ASCT），如果不适合 ASCT 则可以采用单抗或非单抗治疗，主要以蛋白酶抑制剂和免疫抑制剂结合的方案为主，之后通过来那度胺或硼替佐米、伊沙佐米维持治疗；对于早期复发患者（经过 1~3 线治疗）可以分是否对来那度胺难治分为三药或两药联用治疗，之后可再考虑 ASCT；对于晚期复发患者（4 线及以上治疗）目前 FDA 批准的疗法包括 CAR-T 细胞疗法、双抗等。

图2: 复发/难治性多发性骨髓瘤疗法

1-3 Prior Lines			4+ Prior Lines
Len- Sensitive	Len-Refractory & Bort-Sensitive	Len- and Bort-Refractory	IMiD Refractory, PI Refractory, Anti-CD38 MoAB Refractory
-KRd -DRd -ERd -IRd	Pom-Based -DPd -IsaPd -PCd -EPd -VPd -KPd PI-Based -DVd -DKd -IsaKd -KCd -CyBorD -Kd -VenVd†	Pom-Based -DPd -EPd -IsaPd -KPd -PCd Carfilzomib-Based -DKd -IsaKd -KCd -KPd Other -Sd -VTd -VTd-PACE/VdCEP -ASCT -Cyclophosphamide-based regimen	<ul style="list-style-type: none"> • Ide-cel • Cilta-cel • Teclistamab • Talquetamab • Elranatamab • Sd • Bendamustine-based regimens • VTd-PACE/VdCEP • Cyclophosphamide-based regimen • Autologous Stem Cell Transplant

资料来源: ODAC 会议演示材料, 国信证券经济研究所整理

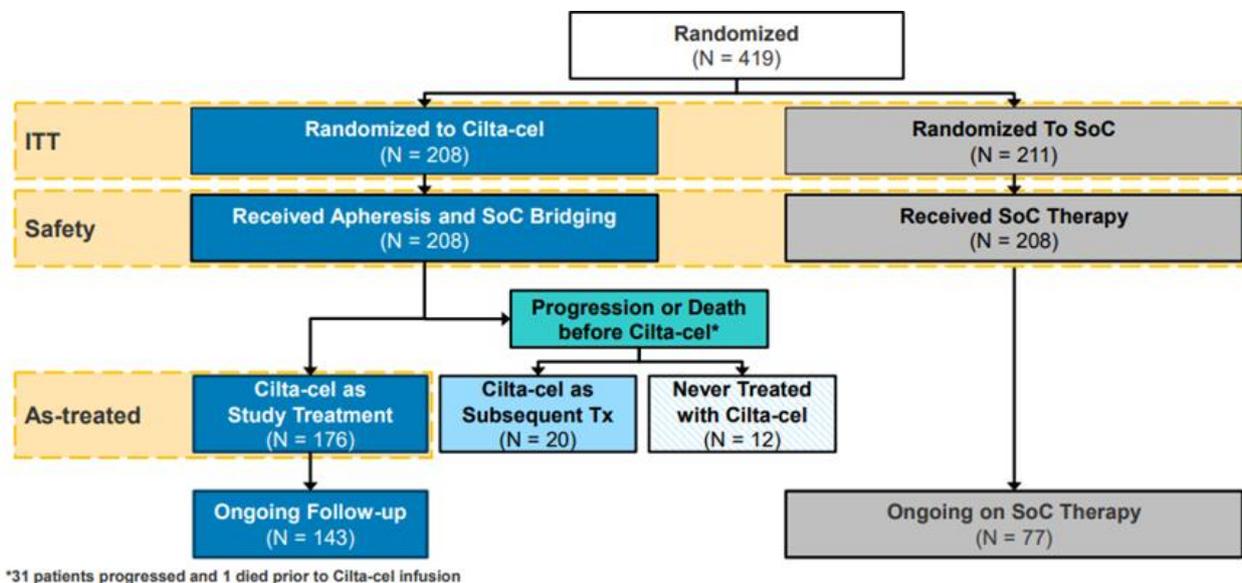
CARVYKTI 于 2022 年 2 月 28 日获得美国 FDA 批准上市, 用于既往接受过四线及以上疗法 (包括: 蛋白酶体抑制剂, 免疫调节剂和抗 CD38 单抗) 的 R/R MM 患者。

该批准基于 Ph1/2 临床 CARTITUDE-1 研究, 试验纳入既往接受过≥3 线治疗的患者, 接受 CARVYKTI 治疗患者 ORR 为 98% (n=97), 78% 的患者 (n=76) 达到了严格意义的完全缓解 (sCR), 中位随访时间 18 个月, 中位缓解持续时间 (DOR) 为 21.8 个月。

Ph2 临床 CARTITUDE-2 研究是一项开放标签的多队列研究, 其中 A 队列: 既往接受过 1~3 线且来那度胺难治性患者; B 队列: 早期复发患者 (自体干细胞移植/ASCT 或没有移植但开始 MM 初始治疗后≤12 个月复发), 主要终点为最小残留病灶 (MRD) 阴性。中位数随访 29 个月数据显示, 队列 A 中有 20 例患者 (既往接受的中位治疗线数为 2, 40% 的患者三类药物难治性, 85% 既往接受过 ASCT), 队列 B 中有 19 例患者 (16% 三类药物难治性, 79% 既往接受过 ASCT) 接受 CARVYKTI 治疗, 队列 A 中, 17 例 MRD 可评估患者中全部 (100%) 达到 MRD 阴性; 队列 B 中, 15 例 MRD 可评估患者中 14 例 (93%) 达到 MRD 阴性。在队列 A 20 例患者和队列 B 19 例患者中, ORR 分别为 95% 和 100%。两个队列均未达到中位 PFS, 24 个月 PFS 率分别为 75% 和 73%, 24 个月 OS 分别为 75% 和 84%。

Ph3 临床 CARTITUDE-4 研究，纳入 419 名来那度胺难治性 MM 患者（既往接受过 1~3 线治疗，其中 1 线治疗的患者比例~32%），分配至 CARVYKTI 或医生选择标准疗法（SoC）组。

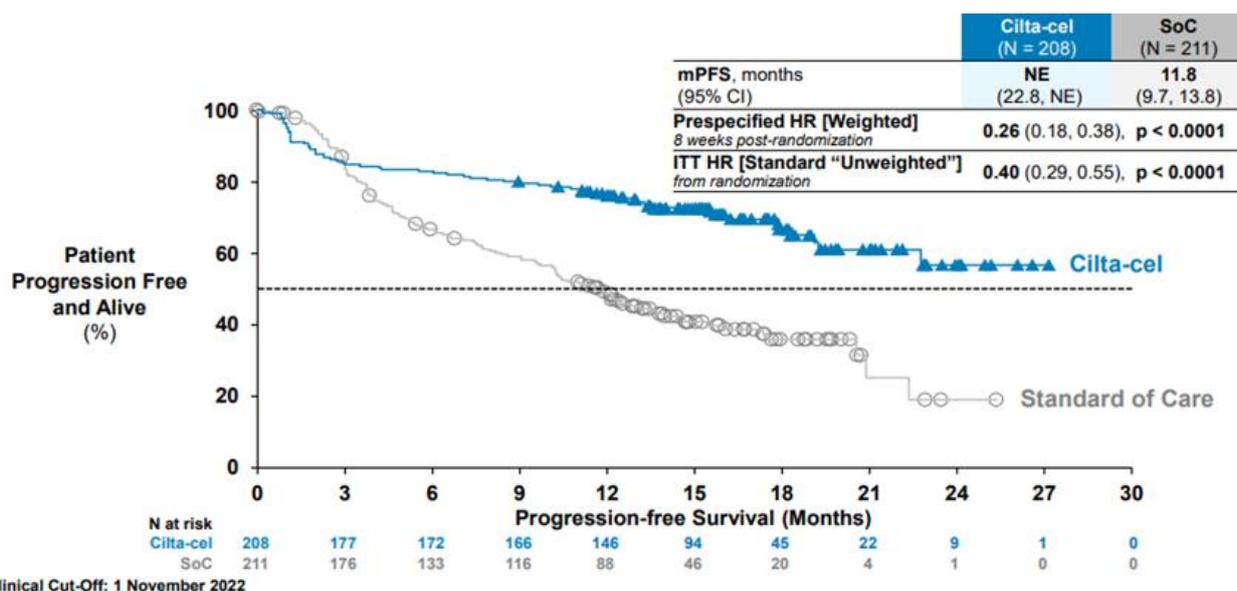
图3: CARTITUDE-4 研究临床设计



资料来源：ODAC 会议演示材料，国信证券经济研究所整理

中位数随访 15.9 月数据显示，**主要终点**：CARVYKTI 组中位 PFS 未达到 vs SoC 组 mPFS=11.8 个月；

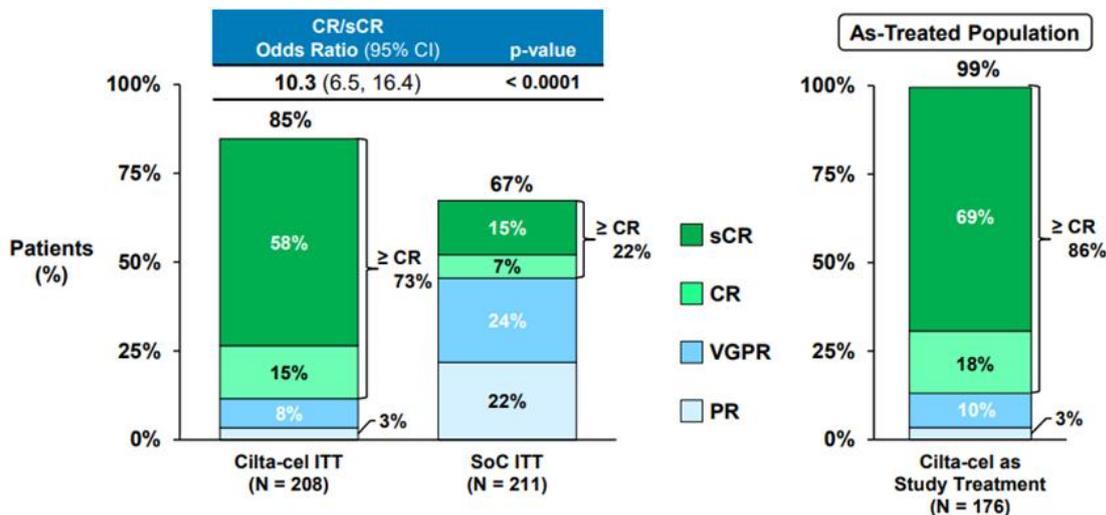
图4: CARTITUDE-4 研究主要终点 PFS 数据



资料来源：ODAC 会议演示材料，国信证券经济研究所整理

次要终点：12 个月 PFS=75.9% vs 48.6%；ORR=84.6% vs 67.3%，sCR/CR=73.1% vs 21.8%，MRD 阴性=60.6% vs 15.6%。

图5: CARTITUDE-4 研究次要终点数据



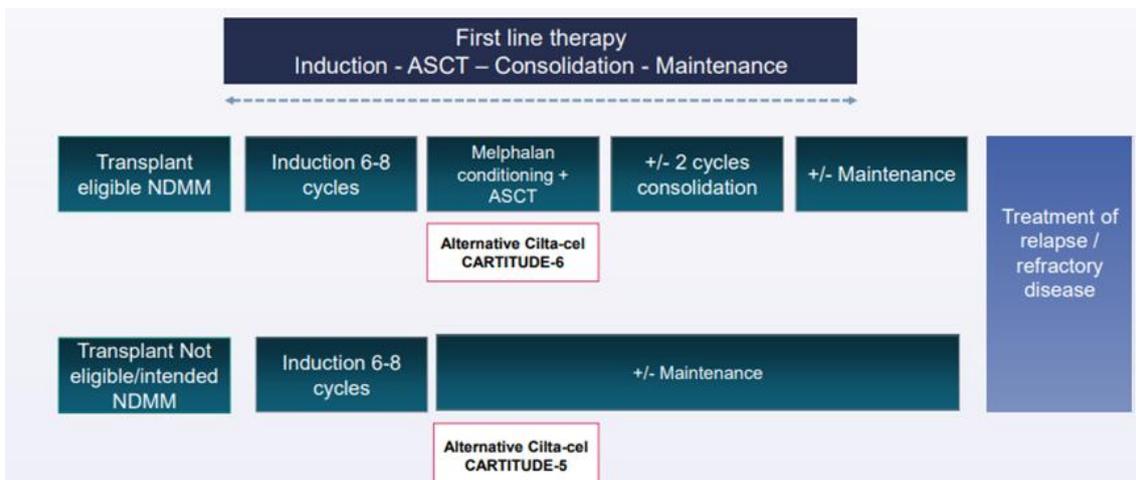
资料来源：ODAC 会议演示材料，国信证券经济研究所整理

除 CARTITUDE-2 和 CARTITUDE-4 外，CARVYKTI 在 MM 新患治疗（适用/不适用 ASCT）布局了头对头 Ph3 临床。

CARTITUDE-5 研究：针对新诊断 MM 且未计划将自体干细胞移植（ASCT）作为初始治疗的患者，评估 VRd（硼替佐米，来那度胺，地塞米松）后序贯西达基奥仑赛 vs VRd 后使用 Rd（来那度胺，地塞米松）维持治疗的有效性和安全性，主要终点为 PFS。

CARTITUDE-6 研究：针对新诊断 MM 且计划移植的初治 MM 患者，评估 DVRd（达雷妥尤单抗，硼替佐米，来那度胺，地塞米松）后序贯西达基奥仑赛 vs DVRd 后接受 ASCT 的有效性和安全性，主要终点为 PFS 和 MRD 阴性 CR。

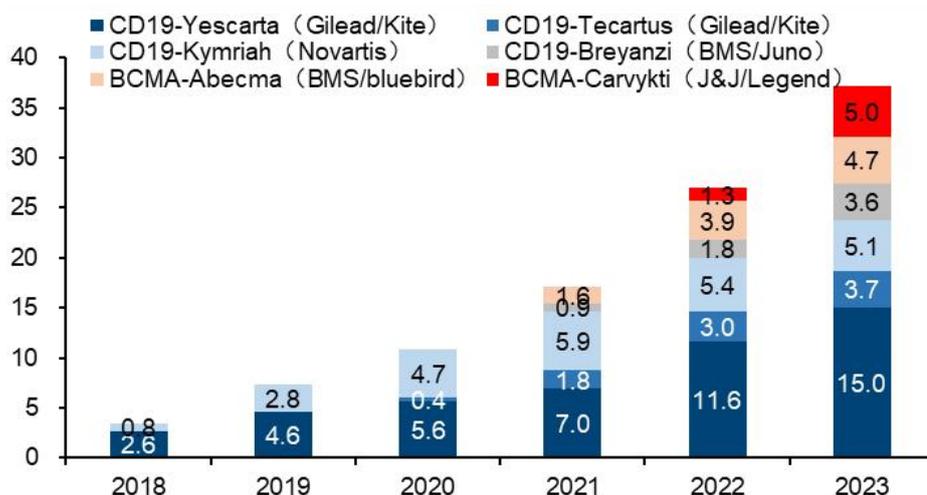
图6: CARTITUDE-5 和 CARTITUDE-6 在初治 MM 患者中治疗范式



资料来源：Legend R&D day 演示材料，国信证券经济研究所整理

目前 FDA 共批准了 6 款 CAR-T 疗法，除上述 2 款 BCMA 靶点疗法外，还有 4 款产品为 CD19 靶点，适应症均以血液瘤为主。2023 年合计实现全球销售额 37.1 亿美元（同比+37%），其中 CARVYKTI 实现销售 5 亿美元（同比+273%），目前 CARVYKTI 的 sBLA 申请正在接受 FDA 审查，PDUFA 目标日期为 2024 年 4 月 5 日，如果成功获批，其目标患者人群将在 4L+基础上扩大数倍，商业化有望进一步加速。

图7：2018-2023 年全球 CAR-T 疗法销售数据（单位：亿美元）



资料来源：各公司财报，国信证券经济研究所整理

国信医药观点：与标准疗法相比，CARVYKTI 可将 2 线 MM 患者的复发/死亡风险降低 74%，使得来那度胺难治患者广泛收益，如果 sBLA 成功获批，其适用患者人群将在 4L+基础上扩大数倍，商业化有望进一步加速。目前 FDA 批准的 6 款 CAR-T 产品均针对血液瘤并且疗效优异；在实体瘤领域，细胞疗法亦有所进展，2024 年 2 月全球首款 TIL 细胞疗法 AMTAGVI 获得 FDA 批准用于治疗黑色素瘤，2024 年 1 月全球首款 TCR-T 细胞疗法 Afami-cel 上市申请获 FDA 受理拟用于治疗滑膜肉瘤，并获得优先审评资格，PDUFA 日期为 2024 年 8 月 4 日。国内目前已有 5 款 CAR-T 产品上市，多个管线处于 Ph3 临床~NDA 阶段，建议关注相关企业及上游产业链，如百普赛斯（GMP 级别试剂用于细胞治疗生产）、药明康德（子公司药明生基费城基地获批为 AMTAGVI 进行分析测试和生产）等。

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
2509.HK	荃信生物-B	3月19日公布中签结果,申购缴款; 3月20日上市	公司是一家完全专注于自身免疫及过敏性疾病生物疗法的临床后期阶段生物科技公司,拥有全面的自主研发药物管线和成熟的商业级规模的内部生产能力。根据弗若斯特沙利文预测,中国自身免疫及过敏性疾病药物市场到2025年将拥有千亿级市场规模,针对该市场巨大的未满足医疗需求,公司建立了全面布局业内四大疾病领域(包括皮肤、风湿、呼吸道及消化道疾病)的管线,目前以皮肤疾病为优先发展方向。

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 股上涨 0.05%（总市值加权平均），沪深 300 下跌 0.70%，中小板指上涨 0.58%，创业板指下跌 0.79%，生物医药板块整体下跌 2.13%，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 1.62%，生物制品下跌 3.83%，医疗服务下跌 4.01%，医疗器械下跌 1.38%，医药商业下跌 1.79%，中药下跌 0.85%。

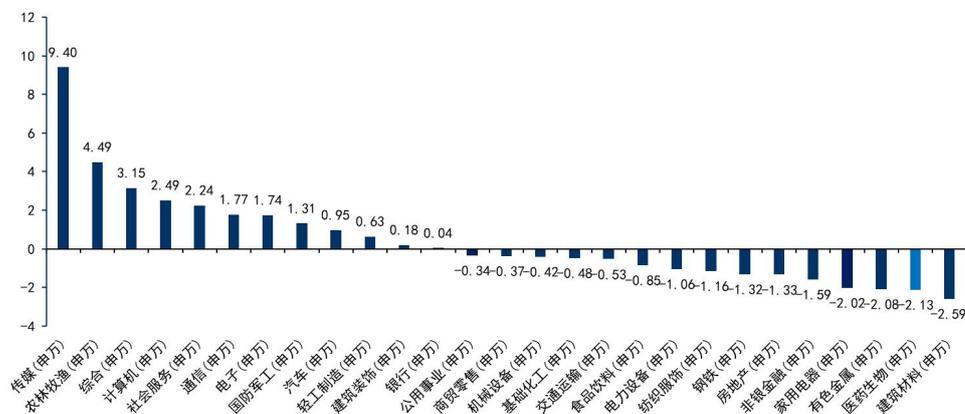
个股方面，涨幅居前的是贝瑞基因（41.54%）、大理药业（31.71%）、兰卫医学（26.79%）、九安医疗（21.82%）、泓博医药（21.35%）、爱威科技（20.70%）、安必平（19.78%）、塞力医疗（18.23%）、硕世生物（17.88%）、药石科技（15.32%）。

跌幅居前的是青海春天（-16.29%）、宏源药业（-16.24%）、*ST 太安（-12.57%）、百克生物（-12.53%）、仟源医药（-12.20%）、太极集团（-11.68%）、赛隆药业（-11.61%）、康华生物（-10.35%）、药康生物（-10.19%）、益方生物-U（-10.18%）。

本周恒生指数下跌 1.32%，港股医疗保健板块下跌 6.15%，板块相对表现弱于恒生指数。分子板块来看，制药板块下跌 4.58%，生物科技下跌 5.08%，医疗保健设备下跌 2.45%，医疗服务下跌 0.62%。

市场表现居前的是（仅统计市值 50 亿港币以上）时代天使（19.43%）、药明合联（14.60%）、赛生药业（14.25%）、三生制药（13.79%）、远大医药（11.88%）；跌幅居前的是康诺亚-B（-16.71%）、信达生物（-15.59%）、药师帮（-15.23%）、金斯瑞生物科技（-14.88%）、再鼎医药（-13.59%）。

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

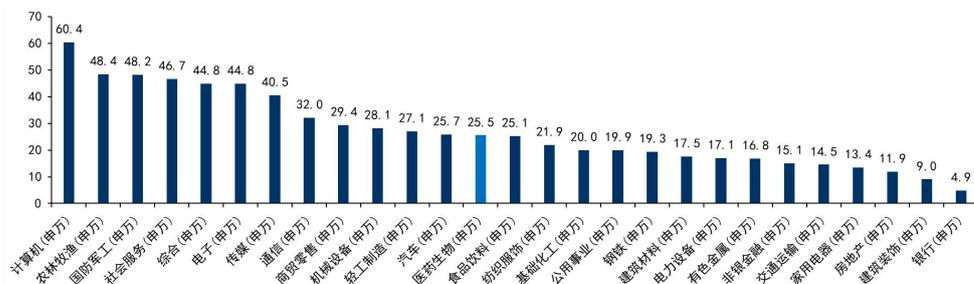
本周涨幅前十		本周跌幅前十	
股票简称	涨幅	股票简称	跌幅
贝瑞基因	41.54%	青海春天	-16.29%
大理药业	31.71%	宏源药业	-16.24%
兰卫医学	26.79%	*ST 太安	-12.57%
九安医疗	21.82%	百克生物	-12.53%
泓博医药	21.35%	仟源医药	-12.20%
爱威科技	20.70%	太极集团	-11.68%
安必平	19.78%	赛隆药业	-11.61%
塞力医疗	18.23%	康华生物	-10.35%
硕世生物	17.88%	药康生物	-10.19%
药石科技	15.32%	益方生物-U	-10.18%

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

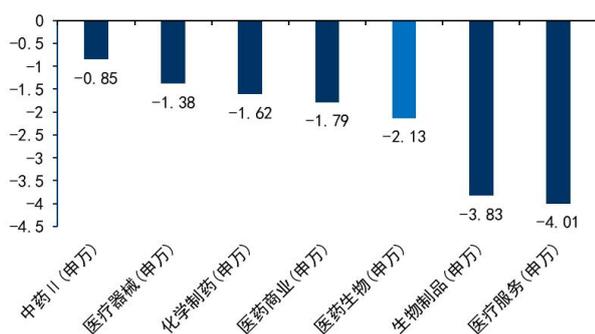
医药生物市盈率（TTM）25.53x，全部 A 股（申万 A 股指数）市盈率 14.70x。分板块来看，化学制药 31.50x，生物制品 22.10x，医疗服务 23.44x，医疗器械 27.33x，医药商业 17.12x，中药 25.07x。

图9：申万一级行业市盈率情况（TTM）



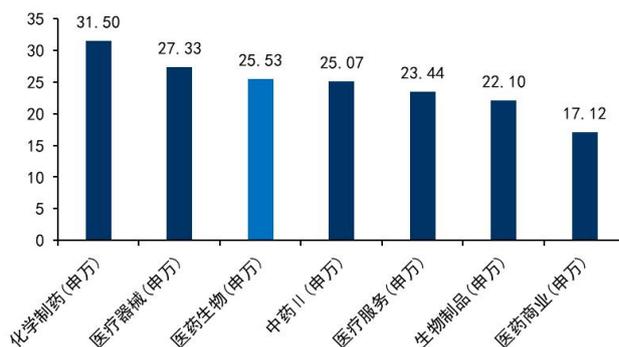
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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 3 月月度投资观点

3 月医药行业投资观点：

今年年初以来市场大幅波动，受到美国《生物安全法案》相关影响，中信医药指数和恒生医疗保健指数下跌较多。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。

从医药行业的供需结构来看，国内医疗需求稳定增长，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。

从医药行业基本面来看，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。

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，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。

细分板块投资策略如下：

➤ 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、科伦博泰生物-B、智翔金泰-U、迈威生物-U、康诺亚-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、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、翔宇医疗、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，推荐**振德医疗**；

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：关注**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) 有望受益于国内创新药支持政策的 CXO 企业，如**泰格医药**；

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；

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，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**。

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。

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。

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 年底前上市，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。

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。

振德医疗：公司是国内医用敷料行业龙头，随着国内 C 端业务的深耕、高端敷料业务的持续拓展，盈利能力有望提升；2024 年疫情相关业务影响逐步出清，随着医院手术量恢复，常规产品增长逐季恢复，公司有望迎来业绩拐点。

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。

翔宇医疗：公司为国内康复器械龙头，产品丰富度行业领先，具备提供多层次康复解决方案的能力，商业化销售能力较强，同时前瞻性布局 AI、脑机接口等前沿技术，高端产品线有望不断丰富。

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	3,507	96.1	115.4	139.0	167.1	36.5	30.4	25.2	21.0	30.0%	1.5	买入
300832.SZ	新产业	医疗器械	610	13.3	16.6	21.6	27.8	46.0	36.7	28.2	22.0	20.8%	1.3	买入
688212.SH	澳华内镜	医疗器械	84	0.2	0.6	1.0	1.7	384.5	144.0	87.0	50.3	1.7%	1.5	买入
688161.SH	威高骨科	医疗器械	109	5.4	6.0	7.6	9.4	20.0	18.2	14.4	11.6	11.2%	0.9	增持
688271.SH	联影医疗	医疗器械	1,092	16.6	21.0	26.4	31.6	65.9	52.0	41.4	34.6	9.5%	2.2	增持
688050.SH	爱博医疗	医疗器械	135	2.3	3.3	4.4	5.8	57.9	41.1	30.6	23.3	12.5%	1.2	增持
688114.SH	华大智造	医疗器械	260	20.3	2.7	3.2	3.9	12.8	97.6	80.6	66.8	21.5%	4.7	增持
301363.SZ	美好医疗	医疗器械	106	4.0	4.0	5.0	6.2	26.4	26.8	21.4	17.0	13.3%	1.7	买入
688016.SH	心脉医疗	医疗器械	147	3.6	4.7	6.1	8.0	41.1	31.5	24.0	18.4	20.8%	1.0	增持
688236.SH	春立医疗	医疗器械	63	3.1	2.8	3.6	4.7	20.5	22.9	17.4	13.3	11.3%	1.5	买入
688576.SH	西山科技	医疗器械	43	0.8	1.0	1.3	1.7	57.0	42.9	33.5	25.9	18.5%	1.4	增持
300049.SZ	福瑞股份	医疗器械	140	1.0	1.3	1.9	2.9	142.7	110.9	73.9	48.7	6.3%	2.6	买入
300463.SZ	迈克生物	医疗器械	80	7.1	3.2	4.8	6.7	11.3	25.0	16.8	12.0	11.2%	0.6	买入
300685.SZ	艾德生物	医疗器械	90	2.6	2.4	3.2	4.0	34.3	37.8	28.4	22.8	17.6%	2.6	买入
688358.SH	祥生医疗	医疗器械	39	1.1	1.8	2.3	3.0	37.2	22.4	17.1	13.3	8.1%	0.5	增持
688389.SH	普门科技	医疗器械	81	2.5	3.3	4.3	5.6	32.1	24.5	18.7	14.4	17.5%	0.8	买入
688029.SH	南微医学	医疗器械	129	3.3	4.9	6.4	8.3	39.1	26.2	20.1	15.6	10.3%	0.7	增持
603301.SH	振德医疗	医疗器械	56	6.8	2.0	4.8	6.1	8.2	27.9	11.7	9.1	12.3%	0.4	买入
688626.SH	翔宇医疗	医疗器械	76	1.3	2.3	3.0	3.7	60.6	33.1	25.4	20.4	6.5%	0.8	增持
688331.SH	荣昌生物	生物药	239	(10.0)	(10.7)	(6.1)	1.5				161.2			增持
688062.SH	迈威生物-U	生物药	135	(9.6)	(9.9)	(6.8)	(4.4)							增持
300601.SZ	康泰生物	生物药	253	(1.3)	10.0	14.2	19.0		25.3	17.9	13.4		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	1,136	75.4	91.0	113.1	141.8	15.1	12.5	10.0	8.0	31.1%	0.5	买入
688319.SH	欧林生物	生物药	40	0.3	0.6	1.2	2.0	151.1	64.8	32.9	19.8	3.0%	0.7	增持
688443.SH	智翔金泰-U	生物药	140	(5.8)	(7.8)	(7.1)	(6.0)							增持
000999.SZ	华润三九	中药	539	24.5	30.2	34.9	39.9	22.0	17.8	15.4	13.5	14.4%	1.0	买入
600557.SH	康缘药业	中药	127	4.3	4.8	6.6	7.8	29.3	26.4	19.5	16.3	9.1%	1.2	买入
688046.SH	药康生物	生命科学与工业上游	58	1.6	1.7	2.5	3.4	35.1	33.8	22.8	17.0	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	26.1	29.2	22.6	17.7	7.9%	2.1	增持
688293.SH	奥浦迈	生命科学与工业上游	46	1.1	0.7	1.0	1.8	44.0	68.2	45.0	26.0	4.8%	3.6	增持
300171.SZ	东富龙	生命科学与工业上游	118	8.5	9.0	10.3	12.2	13.9	13.1	11.4	9.7	11.4%	1.0	买入
300358.SZ	楚天科技	生命科学与工业上游	58	5.7	5.7	6.7	8.0	10.1	10.0	8.6	7.2	13.5%	0.8	买入
603259.SH	药明康德	CXO	1,350	88.1	101.3	121.3	158.0	15.3	13.3	11.1	8.5	18.9%	0.6	买入
000739.SZ	普洛药业	CXO	154	9.9	11.9	12.2	14.0	15.6	12.9	12.6	11.0	17.9%	1.0	买入
603127.SH	昭衍新药	CXO	128	10.7	10.8	13.8	16.5	11.9	11.9	9.3	7.7	13.1%	0.8	买入
301096.SZ	百诚医药	CXO	77	1.9	2.8	3.9	5.2	39.5	27.0	19.5	14.9	7.8%	0.7	买入
603882.SH	金域医学	医疗服务	272	27.5	7.6	12.1	15.6	9.9	35.9	22.5	17.4	31.9%	0.8	买入
300015.SZ	爱尔眼科	医疗服务	1,238	25.2	34.6	45.4	57.8	49.0	35.8	27.3	21.4	15.1%	1.1	买入
1066.HK	威高股份	医疗器械	208	27.2	31.5	36.6	43.0	7.6	6.6	5.7	4.8	12.6%	0.4	买入
9997.HK	康基医疗	医疗器械	76	4.8	6.1	7.7	9.5	15.8	12.4	9.9	8.0	14.2%	0.5	买入
1789.HK	爱康医疗	医疗器械	50	2.0	2.7	3.5	4.6	24.2	18.4	14.3	10.8	9.1%	0.6	买入
2005.HK	石四药集团	化学制药	126	10.0	12.1	15.1	18.1	12.6	10.4	8.3	7.0	18.1%	0.5	买入
0512.HK	远大医药	化学制药	131	18.6	19.3	22.2	25.8	7.0	6.7	5.9	5.1	14.7%	0.6	买入
2162.HK	康诺亚-B	生物药	85	(3.1)	(2.7)	(6.0)	(6.6)							买入
9926.HK	康方生物	生物药	352	(11.7)	19.8	(2.6)	6.4		17.8		55.1			买入
1530.HK	三生制药	生物药	132	19.1	21.2	23.7	26.3	6.9				14.8%	0.0	买入
6990.HK	科伦博泰生物-B	生物药	326	(6.2)	(2.5)	(5.5)	(6.4)							买入
2480.HK	绿竹生物-B	生物药	33	(7.3)	0.0	0.0	0.0							0.0
2269.HK	药明生物	CXO	504	44.2	0.0	0.0	0.0	11.4	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	12.6%	#DIV/0!	0.0
1951.HK	锦欣生殖	医疗服务	61	1.2	3.5	4.6	5.7	50.4	17.3	13.2	10.7	1.4%	0.3	买入
2273.HK	固生堂	医疗服务	102	1.8	2.5	3.3	4.3	55.5	41.0	30.8	23.6	10.7%	1.2	买入
2666.HK	环球医疗	医疗服务	72	18.9	19.5	22.5	25.3	3.8	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 2024/03/22 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