

医药生物周报（23年第15周）

超配

仿制药 CXO 行业梳理，关注研发能力强、商业模式优的龙头企业

核心观点

本周医药板块表现弱于整体市场，医药商业板块领涨。本周全部 A 股上涨 0.98%（总市值加权平均），沪深 300 上涨 0.86%，中小板指上涨 1.21%，创业板指上涨 1.22%，生物医药板块整体上涨 0.58%，生物医药板块表现弱于整体市场。分子板块来看，化学制药上涨 0.64%，生物制品上涨 0.95%，医疗服务上涨 0.03%，医疗器械上涨 0.29%，医药商业上涨 1.43%，中药上涨 0.74%。医药生物市盈率（TTM）25.92x，处于近 5 年历史估值的 23.84%分位数。

在集采和医保控费的趋势下，仿制药市场加速内卷，展望未来，仿制药 CXO 面临几大机遇与挑战：1) 高端复杂制剂市场仍存在大量未被满足的临床需求，进入壁垒相对较高，研发能力强、效率高的 CXO 企业有望在复杂制剂等难仿药市场占据更多份额，并维持较好的盈利能力；2) 国家对 MAH 的监管趋严或将加速 MAH 和仿制药 CXO 市场洗牌，专业人员配备齐全、体系化的 MAH 以及研发/生产经验丰富、合规经营、质控严格的仿制药 CXO 有望体现更强的竞争力；3) 权益分成模式有望贡献长期现金流，支撑仿制药 CXO 企业持续发展。建议关注在高端复杂制剂布局早、研发能力强、经营合规性高、权益分成商业模式发展领先的仿制药 CXO 企业，如百诚医药、阳光诺和。

国信医药 4 月投资观点：展望 24 年 Q2 业绩趋势，由于 23 年 Q2 国内常规诊疗和刚性需求持续恢复，大部分院内诊疗相关公司环比 23Q1 实现较好增长，我们预计 24Q2 同比 23Q2 实现行业整顿后的弱复苏。由于 2023 年 7 月开始的医疗行业整顿影响，2024 年大部分公司业绩增速将呈现前低后高趋势，且行业整顿影响在逐季度减弱。因此，我们认为 24 年 Q2 是布局医药板块的最佳时间点。

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。

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	迈瑞医疗	买入	3411	96.1	115.4	139.0	167.1	35.5	29.6	24.5	20.4	
300122	智飞生物	买入	1086	75.4	91.0	113.1	141.8	14.4	11.9	9.6	7.7	
688443	智翔金泰-U	增持	139	(5.8)	(7.8)	(7.1)	(6.0)					
688062	迈威生物-U	增持	134	(9.6)	(9.9)	(6.8)	(4.4)					
603882	金城医学	买入	253	27.5	7.6	12.1	15.6	9.2	33.5	21.0	16.2	
688236	春立医疗	买入	66	3.1	2.8	3.6	4.7	21.5	24.0	18.2	14.0	
688212	澳华内镜	买入	79	0.2	0.6	1.0	1.7	365.8	136.9	82.7	47.8	
300685	艾德生物	买入	85	2.6	2.4	3.2	4.0	32.3	35.6	26.7	21.5	
603301	振德医疗	买入	55	6.8	2.0	4.8	6.1	8.1	27.4	11.5	9.0	
688576	西山科技	增持	40	0.8	1.0	1.3	1.7	53.2	40.1	31.3	24.1	
688626	翔宇医疗	增持	74	1.3	2.3	3.0	3.7	58.9	32.1	24.6	19.8	
6990.HK	科伦博泰生物-B	买入	275	(6.2)	(2.5)	(5.5)	(6.4)					
9926.HK	康方生物	买入	354	(11.7)	19.8	(2.6)	6.4		17.9		55.4	
2162.HK	康诺亚-B	买入	76	(3.1)	0.0	(6.4)	(7.7)					
1789.HK	爱康医疗	买入	49	2.0	2.7	3.5	4.6	24.0	18.2	14.1	10.7	

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 联系人：凌琰
021-60375487 021-60375401
zhangjiabo@guosen.com.cn linglong@guosen.com.cn
S0980523050001

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14周）-国内阿托品临床进展梳理，关注研发进度领先企业》——2024-04-02
- 《2024年生物医药行业一季报业绩前瞻：关注一季报高增长标的，积极把握布局窗口期》——2024-03-27
- 《医药生物周报（24年第13周）-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》——2024-03-25
- 《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

内容目录

仿制药 CXO 市场情况梳理	4
仿制药市场趋于稳定，头部企业占比稳定	4
仿制药 CXO 市场增量和亮点分析	5
国信观点	8
本周行情回顾	9
板块估值情况	11
投资策略	12
医药行业 4 月月度投资观点	12
推荐标的	15
风险提示	17

图表目录

图 1: 中国化学仿制药市场规模及增速	4
图 2: 中国批准上市化学仿制药批文数量	4
图 3: TOP100 和 TOP10 企业化学仿制药市场份额变化	5
图 4: 中国仿制药 CXO 市场规模及增速	5
图 5: MAH 药品生产流程	7
图 6: 百诚医药权益分成收入情况	8
图 7: 申万一级行业一周涨跌幅 (%)	9
图 8: 申万一级行业市盈率情况 (TTM)	11
图 9: 医药行业子板块一周涨跌幅 (%)	11
图 10: 医药行业子板块市盈率情况 (TTM)	11
表 1: 复杂制剂分类	6
表 2: 2020-2023 年 CDE 推出关于改良新药和复杂制剂的指导原则	6
表 3: 国内上市的微球制剂情况	6
表 4: 本周 A 股涨跌幅前十的个股情况	10

仿制药 CXO 市场情况梳理

仿制药市场趋于稳定，头部企业占比稳定

集采后仿制药市场有所调整，目前市场规模稳定在 9000 亿左右。根据中国医药工业信息中心，2023 年，我国化学仿制药市场规模达 8923 亿，同比增长 2%。自集采全面执行以来，仿制药市场进入调整周期，叠加新冠疫情影响，规模维持在 9000 亿左右。

新增批文数量持续走高，仿制药市场竞争加剧。自 2015 年注册审批改革以来，我国药品审评审批加速，每年新增批文数量持续走高。2023 年，新获批的化学仿制药批文数量达 1993 件，较 2022 年增长 68%。在仿制药市场规模趋于稳定的背景下，批文数量持续增长，一方面说明国内仿制药市场仍存在大量未被满足的需求，另一方面说明在集采+医保控费的影响下，仿制药企业间的竞争加剧。

图1：中国化学仿制药市场规模及增速



资料来源：中国医药工业信息中心，国信证券经济研究所整理

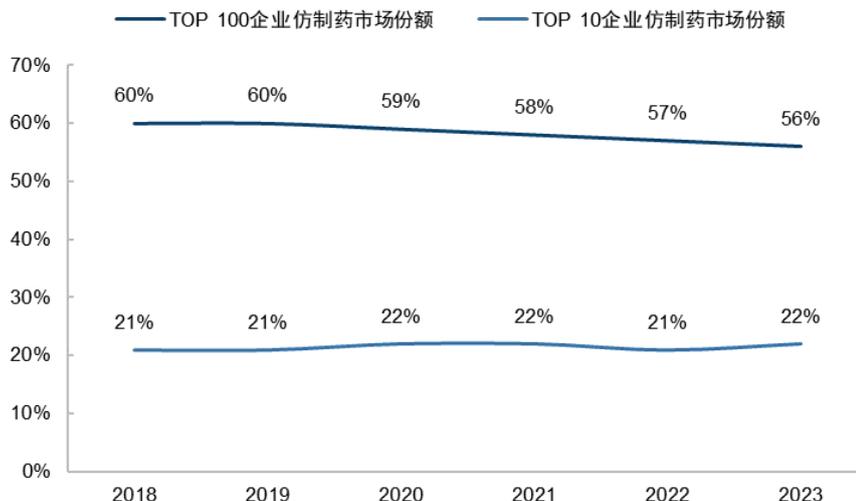
图2：中国批准上市化学仿制药批文数量



资料来源：中国医药工业信息中心，国信证券经济研究所整理

头部仿制药企业份额稳定。我国化学仿制药市场的参与企业约 2 万家，其中近 60% 的市场份额由排名前 100 家企业占据，2023 年，Top100 企业份额进一步下落至 56%，说明仿制药市场竞争持续加剧。但 Top10 头部企业份额相对保持稳定（21-22%），其中包括齐鲁制药、扬子江药业、科伦药业等大型制药企业。

图3: TOP100 和 TOP10 企业化学仿制药市场份额变化



资料来源：中国医药工业信息中心，国信证券经济研究所整理 注：其中 2023 年数据截至第三季度

仿制药 CXO 市场增量和亮点分析

仿制药 CXO 市场近年来快速增长。2022 年中国仿制药 CXO 市场规模达 206 亿元，2018-2022 年复合增长率为 27.5%，仿制药 CXO 市场景气度较高。

图4: 中国仿制药 CXO 市场规模及增速



资料来源：中金企信国际咨询，国信证券经济研究所整理

（一）高端复杂制剂成为仿制药企业“必争之地”

在仿制药市场竞争加剧，高端复杂制剂提高市场门槛。国内高端复杂制剂开发主要分为改良型新药和高端仿制。复杂制剂运用现代制剂技术和高分子材料或聚合物，将药物分散在结构特殊的体系中，从而改变药物在体内的药代动力学特性和

组织分布，提高药物安全性和稳定性，达到降低药物毒副作用、降低给药次数、提高利用效率等目的。按照给药途径的区别，复杂制剂可分为口服给药、注射给药、肺部给药、透皮给药、口溶膜给药等五大类。

表1: 复杂制剂分类

给药途径	制剂类型	介绍
口服给药	缓控释口服制剂	可分为单元型制剂及多颗粒系统制剂，适用于半衰期（一般在2-8h之间）较短的药物，主要包括抗心律失常药、抗心绞痛、降压药等
	靶向口服制剂	通过载体使药物选择性地浓集于病变部位的给药系统，具备定位、浓集、控释及降解等优势
	长效缓释注射剂	可缓控释、延长药效的注射剂，可减少用药次数，同时提高生物利用度，包括微球、微晶及缓释植入剂等多种产品类型
注射给药	靶向注射剂	采用注射形式的靶向制剂，可以有效提高药效，同时降低药物副作用
	无针注射剂	凭借高速气流推动将药液扩散注入病人皮内，可促使药物均匀分散，同时降低细菌感染
肺部给药	肺部吸入剂	将原料药溶解或分散于合适介质中，以蒸汽或气溶胶形式递送至肺部发挥局部或全身作用的液体或固体制剂
透皮给药	主动导入透皮剂	通过皮肤表面给药，使药物以恒定速率透过皮肤进入体循环，进而产生全身或局部治疗作用的新剂型
	被动导入透皮剂	应用电极定位等技术，促使药物透过皮肤进入体内，发挥治疗作用
口溶膜给药	口腔速溶膜剂	用于局部或系统地在口腔中或通过胃肠道吸收提供治疗的含药聚合物薄膜，由药物和成膜材料组成，无需喝水即可在唾液中快速溶解、释放药物，具有剂量灵活、易于使用、避免首过效应等优势，适用于儿童、老年、吞咽困难等患者

资料来源：华经情报网，国信证券经济研究所整理

国家政策鼓励复杂制剂研究。2016年，工信部出台了《医药工业发展规划指南》，指出要重点发展高端制剂，推动高端制剂达到国际先进质量标准。2022年，工信部、发改委等9部门联合印发《“十四五”医药工业发展规划》，提出重点开发具有高选择性、长效缓控释等特点的复杂制剂技术，包括微球等注射剂，缓控释、多颗粒系统等口服制剂，经皮、植入、吸入、口溶膜给药系统，药械组合产品等。以改良新药和复杂注射剂为例，CDE从2020-2023年共计推出13个指导原则。

表2: 2020-2023年CDE推出关于改良新药和复杂制剂的指导原则

颁布时间	文件名称	技术类型
2020	化学药品注射剂(特殊注射剂)仿制药质量和疗效一致性评价技术要求	改良新药
2020	化学药品改良型新药临床试验技术指导原则	改良新药
2021	儿童用化学药品改良型新药临床试验技术指导原则(试行)	改良新药
2022	改良型新药调释制剂临床药代动力学研究技术指导原则	改良新药
2020	盐酸多柔比星脂质体注射液仿制药研究技术指导原则(试行)	脂质体
2022	注射用两性霉素B脂质体生物等效性研究技术指导原则	脂质体
2021	丙泊酚中长链脂肪乳注射液生物等效性研究指导原则	脂肪乳
2021	纳米药物非临床安全性研究技术指导原则(试行)	纳米制剂
2021	纳米药物非临床药代动力学研究技术指导原则(试行)	纳米制剂
2021	纳米药物质量控制研究技术指导原则(试行)	纳米制剂
2020	注射用紫杉醇(白蛋白结合型)仿制药研究技术指导原则(试行)	纳米制剂
2023	注射用醋酸亮丙瑞林微球生物等效性研究技术指导原则(征求意见稿)	微球
2023	注射用醋酸奥曲肽微球生物等效性研究技术指导原则(征求意见稿)	微球

资料来源：CDE，国信证券经济研究所整理

复杂制剂市场潜力巨大。复杂制剂具有安全性、疗效更好等优势，且研发具有较高壁垒，市场潜力巨大。以微球市场为例，微球制剂很少有仿制药的竞争，美国是第一大微球市场，总销售额高达35亿美元。国内的微球市场处于快速增长阶段，2022年院内销售额接近50亿元，同比增长11%，目前获批的微球制剂较少，竞争格局相对较好，领先的企业包括外资及丽珠制药等。

表3: 国内上市的微球制剂情况

成分	通用名	国内上市	临床用途
亮丙瑞林	注射用醋酸亮丙瑞林	3家:武田、博恩特、丽珠	子宫内膜异位症/子宫肌瘤/前列腺癌/乳腺癌等

曲普瑞林	注射用醋酸曲普瑞林微球	2家, 益普生、丽珠	前列腺癌、子宫肌瘤等
戈舍瑞林	注射用戈舍瑞林微球	1家, 绿叶	前列腺癌
艾塞那肽	注射用艾塞那肽微球	1家, 阿斯利康	2型糖尿病
奥曲肽	注射用醋酸奥曲肽微球	2家, 诺华、齐鲁	肢端肥大症、胃肠胰内分泌肿瘤
利培酮	注射用利培酮微球	1家, 绿叶(杨森退市)	精神分裂

资料来源: NMPA, 国信证券经济研究所整理

头部仿制药 CXO 纷纷布局高端复杂制剂。在仿制药 CXO 竞争加剧的情况下, 百诚医药、阳光诺和等头部企业纷纷布局高端复杂制剂, 不断加深护城河, **研发能力强、效率高的 CXO 企业有望在复杂制剂等难仿药市场占据更多份额, 并维持较好的盈利能力。**

(二) 监管趋严或将加速 MAH 和仿制药 CXO 市场洗牌

MAH 制度有望提升仿制药开发外包率。我国 2015 年起逐步出台并落实 MAH 政策, 目前 MAH 企业已经成为仿制药市场的有利竞争者, MAH 企业即持有《药品注册证》, 但可将药品生产外包的企业, 一般具备较强的药品销售能力, 不具备研发/生产能力, 因此大多会选择资质良好的仿制药 CXO 企业进行合作, MAH 的推行有望提升仿制药开发的外包率。

图5: MAH 药品生产流程



资料来源: NMPA, 国信证券经济研究所整理、绘制

MAH 监管加强已成趋势, 或将加速 MAH 和仿制药 CXO 市场洗牌。我国 MAH 制度经过几年的实施也出现了监管不完善等问题, 例如如委托方和生产方权力责任不清晰、质量管理能力和风险防控能力较弱等。国家对 MAH 的监管趋严或将加速 MAH 和仿制药 CXO 市场洗牌, 专业人员配备齐全、体系化的 MAH 以及研发/生产经验丰富、合规经营、质控严格的仿制药 CXO 有望体现更强的竞争力。

(三) 权益分成模式有望支撑仿制药 CXO 企业长期发展

权益分成模式带来长期现金流, 有望支撑仿制药 CXO 企业持续发展。近年来, 百诚医药、阳光诺和等仿制药 CXO 企业推出权益分成的新商业模式, 即与药企签订协议, 约定药品上市后按比例共享利润, 该模式有望为 CXO 企业带来长期现金流。目前发展最快的企业为百诚医药, 截至 2023 上半年, 已拥有 73 项权益分成, 已获批 6 项, 由于获批数量较少, 目前收入体量仍然较小, 随着药品陆续获批上市, 该板块收入有望快速增长。

图6: 百诚医药权益分成收入情况



资料来源: 百诚医药公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

国信观点

在集采和医保控费的趋势下, 仿制药市场加速内卷, 展望未来, 仿制药 CXO 面临几大机遇与挑战: 1) 高端复杂制剂市场仍存在大量未被满足的临床需求, 进入壁垒相对较高, 研发能力强、效率高的 CXO 企业有望在复杂制剂等难仿药市场占据更多份额, 并维持较好的盈利能力; 2) 国家对 MAH 的监管趋严或将加速 MAH 和仿制药 CXO 市场洗牌, 专业人员配备齐全、体系化的 MAH 以及研发/生产经验丰富、合规经营、质控严格的仿制药 CXO 有望体现更强的竞争力; 3) 权益分成模式有望贡献长期现金流, 支撑仿制药 CXO 企业持续发展。建议关注在高端复杂制剂布局早、研发能力强、经营合规性高、权益分成商业模式发展领先的仿制药 CXO 企业, 如百诚医药、阳光诺和。

本周行情回顾

本周全部 A 股上涨 0.98%（总市值加权平均），沪深 300 上涨 0.86%，中小板指上涨 1.21%，创业板指上涨 1.22%，生物医药板块整体上涨 0.58%，生物医药板块表现弱于整体市场。分子板块来看，化学制药上涨 0.64%，生物制品上涨 0.95%，医疗服务上涨 0.03%，医疗器械上涨 0.29%，医药商业上涨 1.43%，中药上涨 0.74%。

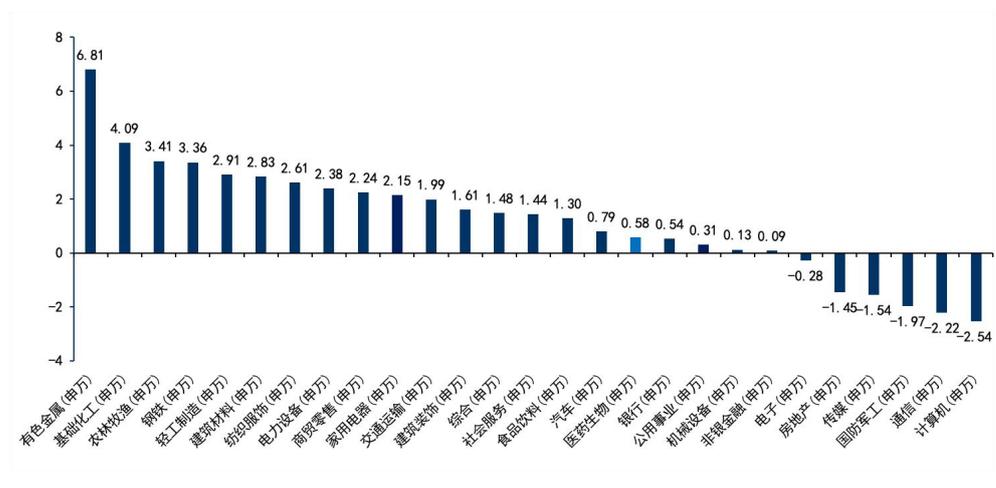
个股方面，涨幅居前的是仟源医药（21.10%）、迈得医疗（18.67%）、江苏吴中（17.40%）、未名医药（15.72%）、科前生物（13.57%）、甘李药业（13.55%）、瑞普生物（11.71%）、冠福股份（11.11%）、富士莱（11.07%）、微芯生物（10.80%）。

跌幅居前的是景峰医药（-13.89%）、圣达生物（-11.31%）、海泰新光（-11.15%）、大理药业（-9.70%）、药石科技（-9.42%）、首药控股-U（-9.04%）、泓博医药（-8.49%）、葵花药业（-8.06%）、微电生理-U（-7.46%）、爱美客（-7.34%）。

本周恒生指数上涨 1.10%，港股医疗保健板块下跌 3.96%，板块相对表现弱于恒生指数。分子板块来看，制药板块下跌 2.52%，生物科技下跌 2.03%，医疗保健设备下跌 2.61%，医疗服务下跌 3.62%。

市场表现居前的是（仅统计市值 50 亿港币以上）博安生物（12.87%）、赛生药业（11.97%）、荣昌生物（8.47%）、复宏汉霖（6.75%）、诺诚健华（5.16%）；跌幅居前的是阿里健康（-11.95%）、康诺亚-B（-11.95%）、宜明昂科-B（-11.52%）、海吉亚医疗（-11.13%）、科伦博泰生物-B（-10.77%）。

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4: 本周 A 股涨跌幅前十的个股情况

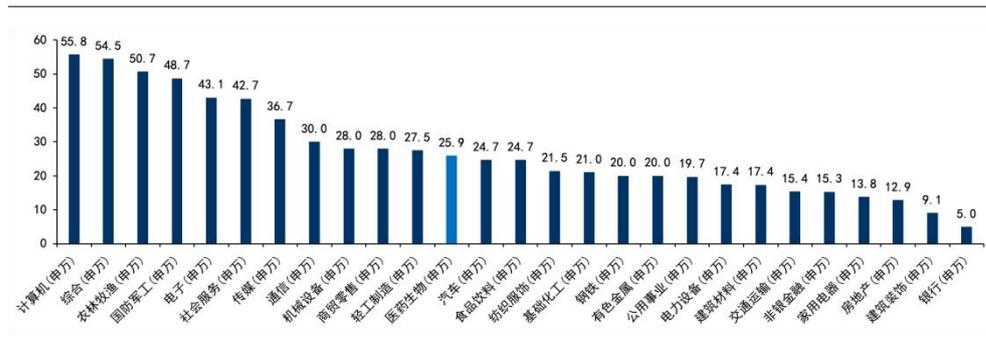
本周涨幅前十		本周跌幅前十	
股票简称	涨幅	股票简称	跌幅
仟源医药	21.10%	景峰医药	-13.89%
迈得医疗	18.67%	圣达生物	-11.31%
江苏吴中	17.40%	海泰新光	-11.15%
未名医药	15.72%	大理药业	-9.70%
科前生物	13.57%	药石科技	-9.42%
甘李药业	13.55%	首药控股-U	-9.04%
瑞普生物	11.71%	泓博医药	-8.49%
冠福股份	11.11%	葵花药业	-8.06%
富士莱	11.07%	微电生理-U	-7.46%
微芯生物	10.80%	爱美客	-7.34%

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

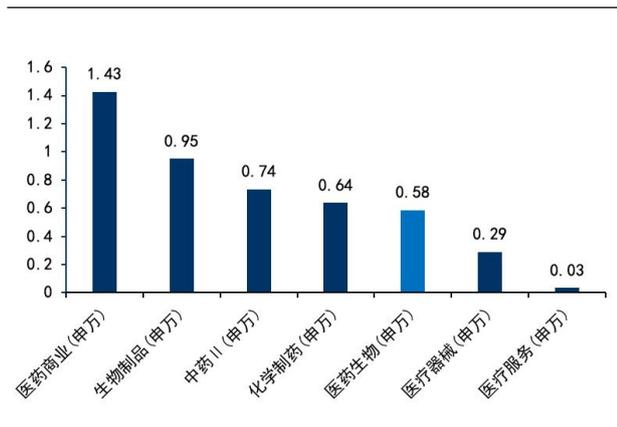
医药生物市盈率（TTM）25.92x，全部 A 股（申万 A 股指数）市盈率 14.74x。分板块来看，化学制药 32.16x，生物制品 22.45x，医疗服务 23.61x，医疗器械 27.24x，医药商业 17.92x，中药 25.55x。

图8: 申万一级行业市盈率情况（TTM）



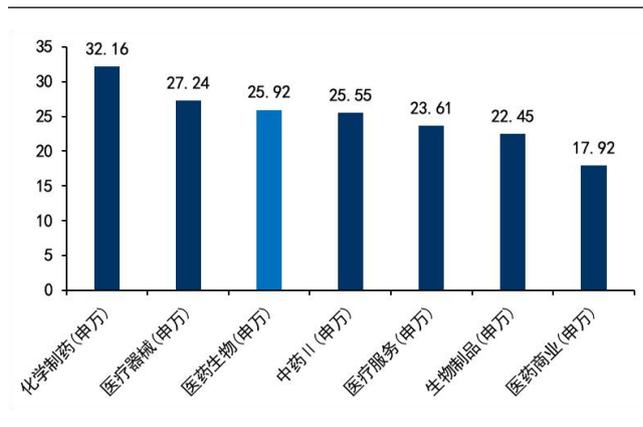
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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 4 月月度投资观点

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。

2024 年一季报业绩前瞻：我们对 A 股医药生物行业 51 家公司 2024Q1 业绩进行了前瞻预测：预计 24Q1 能够实现 10% 以上增长的企业达到 28 家，其中超过 20% 增长的企业达到 13 家，建议投资者积极关注 Q1 业绩有韧性且能够较好反映全年增长趋势的上市公司。

从样本地区门急诊和出院人数来看，以天津市、重庆市等为样本城市，在春节错期和疫情影响造成的低基数下，2024 年 1 月诊疗数据均展现了强劲的同同比增长，门急诊同比增长在 45% 以上，出院人数同比增长 30%-50%；从服务量绝对值来看，门急诊及出院人数与 10-11 月相当甚至更高。预计 2024 年 2 月院内诊疗数据同比 2023 年 2 月略有增长（由于 24 年 2 月含春节假期），2024 年 3 月院内诊疗数据同比 2023 年 3 月个位数或者低双位数增长（由于 23 年 3 月基数较高，疫后复苏的延迟诊疗需求在 3 月集中释放较为明显）。因此，预计大部分和院内诊疗相关的药品、器械、服务公司 24Q1 业绩整体实现双位数增长。

展望 24 年 Q2 业绩趋势，由于 23 年 Q2 国内常规诊疗和刚性需求持续恢复，大部分院内诊疗相关公司环比 23Q1 实现较好增长，我们预计 24Q2 同比 23Q2 实现行业整顿后的弱复苏。由于 2023 年 7 月开始的医疗行业整顿影响，2024 年大部分公司业绩增速将呈现前低后高趋势，且行业整顿影响在逐季度减弱。因此，我们认为 24 年 Q2 是布局医药板块的最佳时间点。

从细分子行业来看，由于集采对于药品、器械的业绩影响陆续出清，预计到 24 年年底，集采已覆盖 80% 以上的药品及 70% 以上的耗材（除设备），大部分上市公司从 25 年开始，将以集采后的业绩为基数，实现第二增长曲线（新产品+海外市场），因此，我们也可以看到今年较多上市公司推出未来三年期的股权激励，医药行业将步入集采、疫情、行业整顿影响出清后的全新增长轨道，建议 24 年布局龙头企业，24H2-25 年将享受业绩与估值双升机会。

建议重点关注以下几个方向：

第一类是创新药、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；

第三类是生物医药领域符合“四新”（新赛道、新技术、新平台、新机制）标准，代表新质生产力的行业及公司，如前瞻布局生成式人工智能、脑机接口等技术的企业；

第四类是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、中医中药等行业。

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、大博医疗、三友医疗、威高骨科**，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、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、拱东医疗**；

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、海泰新光、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，如**凯莱英**；

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、太极集团、羚锐制药**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	3,411	96.1	115.4	139.0	167.1	35.5	29.6	24.5	20.4	30.0%	1.5	买入
300832.SZ	新产业	医疗器械	519	13.3	16.6	21.6	27.8	39.1	31.3	24.0	18.7	20.8%	1.1	买入
688212.SH	澳华内镜	医疗器械	79	0.2	0.6	1.0	1.7	365.8	136.9	82.7	47.8	1.7%	1.4	买入
688161.SH	威高骨科	医疗器械	104	5.4	6.0	7.6	9.4	19.1	17.4	13.7	11.1	11.2%	0.9	增持
688271.SH	联影医疗	医疗器械	1,051	16.6	21.0	26.4	31.6	63.5	50.1	39.8	33.3	9.5%	2.1	增持
688050.SH	爱博医疗	医疗器械	135	2.3	3.3	4.4	5.8	58.1	41.2	30.7	23.4	12.5%	1.2	增持
688114.SH	华大智造	医疗器械	245	20.3	2.7	3.2	3.9	12.1	92.1	76.1	63.0	21.5%	4.4	增持
301363.SZ	美好医疗	医疗器械	102	4.0	4.0	5.0	6.2	25.5	25.9	20.7	16.4	13.3%	1.6	买入
688016.SH	心脉医疗	医疗器械	151	3.6	4.7	6.1	8.0	42.4	32.5	24.8	19.0	20.8%	1.1	增持
688236.SH	春立医疗	医疗器械	66	3.1	2.8	3.6	4.7	21.5	24.0	18.2	14.0	11.3%	1.6	买入
688576.SH	西山科技	医疗器械	40	0.8	1.0	1.3	1.7	53.2	40.1	31.3	24.1	18.5%	1.3	增持
300049.SZ	福瑞股份	医疗器械	128	1.0	1.3	1.9	2.9	130.4	101.3	67.5	44.5	6.3%	2.3	买入
300463.SZ	迈克生物	医疗器械	79	7.1	3.2	4.8	6.7	11.2	24.8	16.7	11.8	11.2%	0.6	买入
300685.SZ	艾德生物	医疗器械	85	2.6	2.4	3.2	4.0	32.3	35.6	26.7	21.5	17.6%	2.5	买入
688358.SH	祥生医疗	医疗器械	35	1.1	1.8	2.3	3.0	33.1	19.9	15.2	11.8	8.1%	0.5	增持
688389.SH	普门科技	医疗器械	78	2.5	3.3	4.3	5.6	30.9	23.6	18.1	13.9	17.5%	0.8	买入
688029.SH	南微医学	医疗器械	130	3.3	4.9	6.4	8.3	39.3	26.3	20.2	15.7	10.3%	0.7	增持
603301.SH	振德医疗	医疗器械	55	6.8	2.0	4.8	6.1	8.1	27.4	11.5	9.0	12.3%	0.4	买入
688626.SH	翔宇医疗	医疗器械	74	1.3	2.3	3.0	3.7	58.9	32.1	24.6	19.8	6.5%	0.7	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	134	(9.6)	(9.9)	(6.8)	(4.4)							增持
300601.SZ	康泰生物	生物药	248	(1.3)	10.0	14.2	19.0		24.8	17.5	13.1		0.7	买入
300122.SZ	智飞生物	生物药	1,086	75.4	91.0	113.1	141.8	14.4	11.9	9.6	7.7	31.1%	0.5	买入
688319.SH	欧林生物	生物药	35	0.3	0.6	1.2	2.0	133.4	57.2	29.1	17.5	3.0%	0.6	增持
688443.SH	智翔金泰-U	生物药	139	(5.8)	(7.8)	(7.1)	(6.0)							增持
000999.SZ	华润三九	中药	502	24.5	30.2	33.1	39.4	20.5	16.6	15.2	12.7	14.4%	1.0	买入
600557.SH	康缘药业	中药	123	4.3	4.8	6.6	7.8	28.2	25.4	18.7	15.6	9.1%	1.2	买入
688046.SH	药康生物	生命科学与工业上游	53	1.6	1.7	2.5	3.4	32.4	31.2	21.0	15.7	8.3%	1.1	增持
301080.SZ	百普赛斯	生命科学与工业上游	48	2.0	1.8	2.4	3.0	23.8	26.6	20.6	16.1	7.9%	1.9	增持
688293.SH	奥浦迈	生命科学与工业上游	42	1.1	0.7	1.0	1.8	40.2	62.3	41.1	23.8	4.8%	3.3	增持
300171.SZ	东富龙	生命科学与工业上游	112	8.5	9.0	10.3	12.2	13.2	12.5	10.8	9.2	11.4%	1.0	买入
300358.SZ	楚天科技	生命科学与工业上游	55	5.7	5.7	6.7	8.0	9.7	9.6	8.2	6.9	13.5%	0.8	买入
603259.SH	药明康德	CXO	1,328	88.1	101.3	94.4	107.7	15.1	13.1	14.1	12.3	18.9%	1.9	买入
000739.SZ	普洛药业	CXO	151	9.9	11.9	12.2	14.0	15.3	12.7	12.4	10.8	17.9%	1.0	买入
603127.SH	昭衍新药	CXO	123	10.7	10.8	13.8	16.5	11.4	11.4	8.9	7.4	13.1%	0.7	买入
301096.SZ	百诚医药	CXO	84	1.9	2.8	3.9	5.2	43.1	29.5	21.2	16.2	7.8%	0.8	买入
603882.SH	金域医学	医疗服务	253	27.5	7.6	12.1	15.6	9.2	33.5	21.0	16.2	31.9%	0.8	买入
300015.SZ	爱尔眼科	医疗服务	1,209	25.2	34.6	45.4	57.8	47.9	35.0	26.7	20.9	15.1%	1.1	买入
1066.HK	威高股份	医疗器械	187	27.2	31.5	36.6	43.0	6.9	5.9	5.1	4.3	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	15.2	11.9	9.5	7.7	14.2%	0.5	买入
1789.HK	爱康医疗	医疗器械	49	2.0	2.7	3.5	4.6	24.0	18.2	14.1	10.7	9.1%	0.6	买入
2005.HK	石四药集团	化学制药	130	10.0	12.1	15.1	18.1	13.0	10.7	8.6	7.2	18.1%	0.5	买入
0512.HK	远大医药	化学制药	124	18.6	19.3	22.2	25.7	6.7	6.4	5.6	4.8	14.7%	0.6	买入
2162.HK	康诺亚-B	生物药	76	(3.1)	0.0	(6.4)	(7.7)							买入
9926.HK	康方生物	生物药	354	(11.7)	19.8	(2.6)	6.4		17.9		55.4			买入
1530.HK	三生制药	生物药	134	19.1	21.2	23.7	26.3	7.0				14.8%	0.0	买入
6990.HK	科伦博泰生物-B	生物药	275	(6.2)	(2.5)	(5.5)	(6.4)							买入
2480.HK	绿竹生物-B	生物药	35	(7.3)	(2.3)	(3.5)	(4.2)							增持
2268.HK	药明合联	CXO	196	1.6	2.8	6.1	9.7	126.1	69.2	32.2	20.2	10.5%	0.8	增持
2269.HK	药明生物	CXO	516	44.2	49.3	64.6	85.4	11.7	10.5	8.0	6.0	12.6%	0.4	买入
1951.HK	锦欣生殖	医疗服务	59	1.2	3.5	4.6	5.7	48.7	16.7	12.8	10.3	1.4%	0.2	买入
2273.HK	固生堂	医疗服务	94	1.8	2.5	3.3	4.3	51.5	38.0	28.6	21.9	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 2024/04/05 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