

医药生物周报（24年第16周）

超配

肿瘤分子诊断行业情况更新

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股下跌2.25%（总市值加权平均），沪深300下跌2.58%，中小板指下跌2.90%，创业板指下跌4.21%，生物医药板块整体下跌3.03%，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2.23%，生物制品下跌3.05%，医疗服务下跌5.99%，医疗器械下跌3.55%，医药商业下跌1.87%，中药下跌1.62%。医药生物市盈率（TTM）25.18x，处于近5年历史估值的20.08%分位数。

以燃石医学为例更新肿瘤分子诊断行业情况：关注医药行业监管整顿趋严背景下的肿瘤基因检测行业现状和产业发展趋势。燃石医学2023年实现营收5.374亿人民币，同比下滑-4.6%；归母净亏损为6.54亿人民币，同比亏损缩减3.18亿。其中四季度实现营收1.21亿，同比下滑14.9%，环比下降5%；归母净亏损1.62亿，同比缩减0.54亿。在“肿瘤二代测序技术在医院的落地化和规范化”的一贯理念下，2023年院内检测业务收入1.89亿（+7.6%），合作医院数量继续稳步增加；中心实验室业务收入2.33亿（-26.0%）；药物研究开发服务保持高增长，收入为1.16亿（+58.4%）。在全年3.47亿元的研发费用投入下，全年经营性净现金流出2.56亿元，大幅缩减44.0%。公司正积极提高运营效率，降本增效，将实现盈利作为核心目标。行业层面来看，肿瘤分子诊断在合规监管下加速向院内回流，行业处于洗牌阶段，具备“研发+临床+注册报批”能力、开发满足临床需求创新产品的头部企业有望显著收益。

月度投资观点：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.SZ	迈瑞医疗	买入	3281	96.1	115.4	139.0	167.1	34.2	28.4	23.6	19.6
300122.SZ	智飞生物	买入	980	75.4	91.0	113.1	141.8	13.0	10.8	8.7	6.9
688443.SH	智翔金泰-U	增持	137	(5.8)	(7.8)	(7.1)	(6.0)				
688062.SH	迈威生物-U	增持	132	(9.6)	(9.9)	(6.8)	(4.4)				
603882.SH	金域医学	买入	213	27.5	7.6	12.1	15.6	7.7	28.2	17.7	13.6
688236.SH	春立医疗	买入	68	3.1	2.8	3.2	4.2	22.0	24.6	20.9	16.2
688212.SH	澳华内镜	买入	73	0.2	0.6	1.0	1.7	335.6	125.7	75.9	43.9
300685.SZ	艾德生物	买入	82	2.6	2.4	3.2	4.0	31.1	34.3	25.7	20.7
603301.SH	振德医疗	买入	53	6.8	2.0	4.8	6.1	7.8	26.4	11.0	8.7
688576.SH	西山科技	增持	38	0.8	1.0	1.3	1.7	50.4	38.0	29.7	22.9
688626.SH	翔宇医疗	增持	67	1.3	2.3	3.0	3.7	53.3	29.1	22.3	17.9
6990.HK	科伦博泰生物-B	买入	289	(6.2)	(5.7)	(6.8)	(7.0)				
9926.HK	康方生物	买入	388	(11.7)	20.3	(3.4)	3.2		19.1		121.4
2162.HK	康诺亚-B	买入	82	(3.1)	(3.6)	(6.4)	(7.7)				
1789.HK	爱康医疗	买入	54	2.0	1.8	2.7	3.5	26.4	29.7	20.1	15.6

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

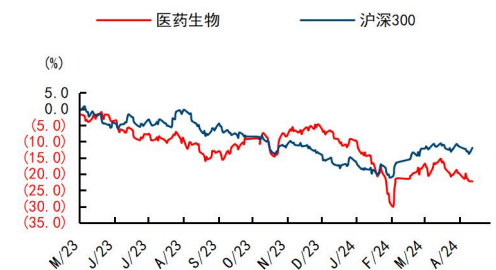
证券分析师：张超

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（23年第15周）-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》——2024-04-09

《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

内容目录

肿瘤分子诊断行业情况更新	4
本周行情回顾	8
板块估值情况	10
投资策略	11
医药行业 4 月月度投资观点	11
推荐标的	14
风险提示	16

图表目录

图 1: 2019-2023 年收入情况	4
图 2: 2022Q1-2023Q4 收入情况	4
图 3: 2019-2023 年净利润情况 (百万人民币)	4
图 4: 2022Q1-2023Q4 净利润情况 (百万人民币)	4
图 5: 2022Q1-2023Q4 各业务收入情况 (百万人民币)	5
图 6: 2022Q1-2023Q4 中心实验室和院内检测同比增速	5
图 7: 2022Q1-2023Q4 合作医院数量	5
图 8: 中心实验室检测患者数量和客单价	5
图 9: 2022Q1-2023Q4 各业务线毛利率	6
图 10: 2022Q1-2023Q4 公司研发、销售及管理费用情况	6
图 11: 2023 年一般及行政费用缩减情况	6
图 12: 2023 年第四季度营运亏损和经调整后利润情况	6
图 13: 申万一级行业一周涨跌幅 (%)	8
图 14: 申万一级行业市盈率情况 (TTM)	10
图 15: 医药行业子板块一周涨跌幅 (%)	10
图 16: 医药行业子板块市盈率情况 (TTM)	10
表 1: 肿瘤分子诊断和基因检测相关企业	7
表 2: 本周 A 股涨跌幅前十的个股情况	9

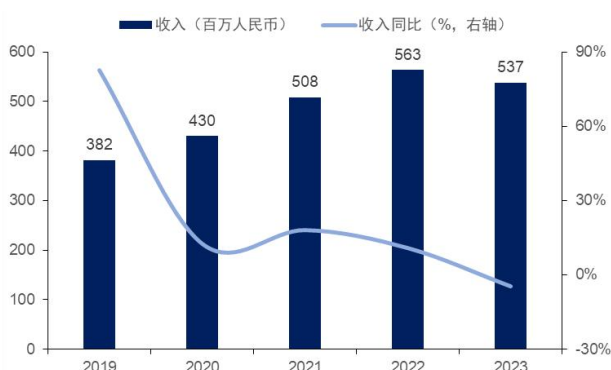
肿瘤分子诊断行业情况更新

本周周报关注医药行业监管整顿趋严背景下的肿瘤基因检测行业现状和产业发展趋势。2024年03月29日，燃石医学公布2023年第四季度和2023年全年业绩公告。作为肿瘤基因检测的领军企业，燃石医学的业绩表现有助于管中窥豹。

2023年全年收入略下滑，亏损大幅收窄。燃石医学成立于2014年，注于开发创新可靠、具有临床价值的癌症伴随诊断与早检产品。2023年全年实现营收5.374亿人民币，同比下滑-4.6%；归母净亏损为6.54亿人民币，同比亏损缩减3.18亿。其中四季度实现营收1.21亿人民币，同比下滑14.9%，环比下降5%，扣除两家医院对收入的一次性影响同比下滑7%；归母净亏损1.62亿人民币，同比缩减0.54亿。

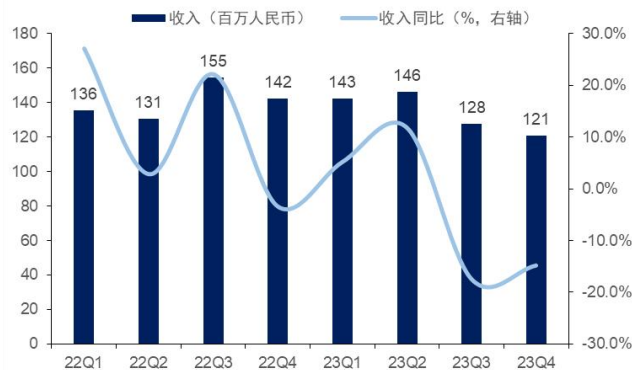
提高运营效率，将实现盈利作为目标。2023年燃石提高人均产出，并从更加理性的行业竞争中受益。借助规模优势持续改善毛利率，同时削减开支和降低固定成本，并将销售费用率压缩至40%以下；随着临床项目陆续完成或接近尾声，公司同步规范新项目投入以降低研发成本。

图1: 2019-2023 年收入情况



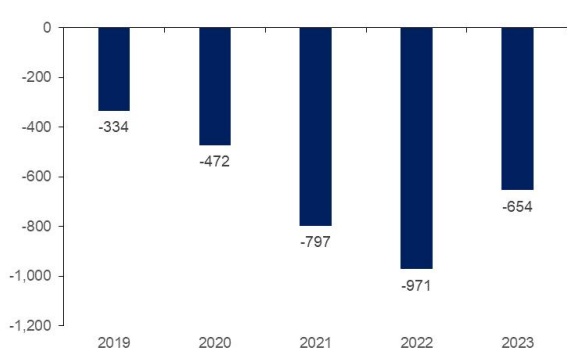
资料来源：燃石医学，国信证券经济研究所整理

图2: 2022Q1-2023Q4 收入情况



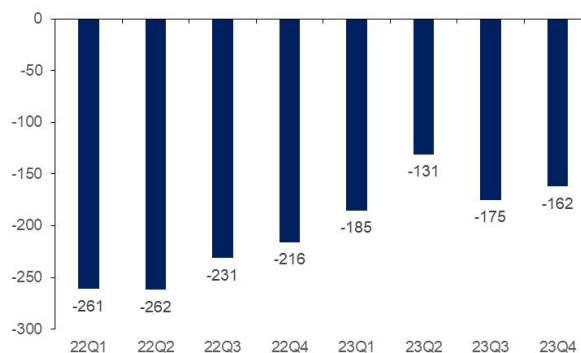
资料来源：燃石医学，国信证券经济研究所整理

图3: 2019-2023 年净利润情况（百万人民币）



资料来源：燃石医学，Wind，国信证券经济研究所整理

图4: 2022Q1-2023Q4 净利润情况（百万人民币）



资料来源：燃石医学，Wind，国信证券经济研究所整理

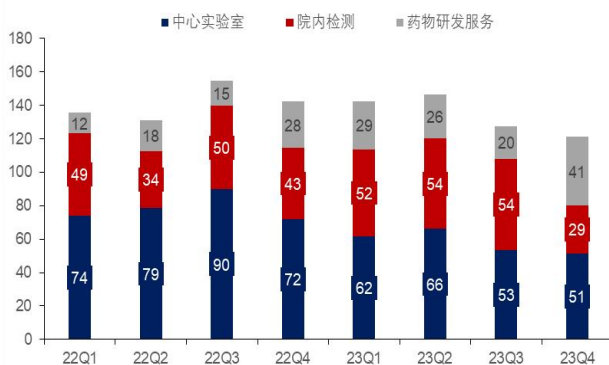
推动营收向院内检测业务转化，药企合作营收贡献不断加大：

1) 在“肿瘤二代测序技术在医院的落地化和规范化”的一贯理念下，2023 年院内检测业务收入 1.89 亿元，同比增长 7.6%，合作医院数量继续稳步增加。从季度收入拆分来看，2023 年第三季度是近年来院内检测业务收入超过中心实验室业务；以同比表现可见，自 2023 年开始，院内检测始终保持高于中心实验室业务的增速，第四季度院内业务收入 2881 万人民币，同比下降 32.3%，主要是由于两家医院的一次性调整，扣除这两家医院后院内业务收入同比基本稳定（略下调 1%）。燃石医学顺应行业监管要求，持续加大与医院的协议合作。

2) 相较而言，2023 年中心实验室业务收入 2.33 亿，同比下滑 26.0%；第四季度收入 5129 万人民币，同比下降 28.7%，外送检测样本量下滑明显。

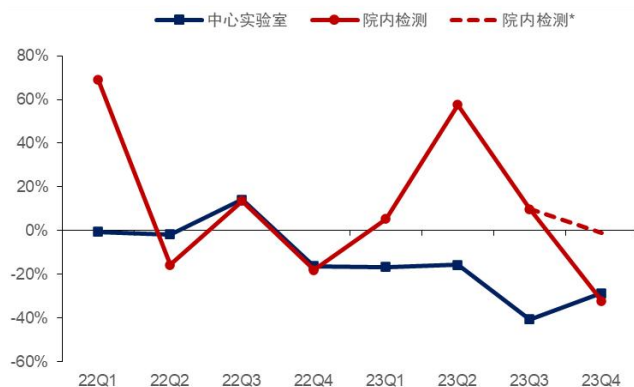
3) 药物研究开发服务保持高增长，2023 年收入为 1.16 亿人民币，同比增长 58.4%。2023 年新签订的合同总金额达 3.1 亿元人民币，同比增长 24%。与阿斯利康、勃林格殷格翰分别达成肿瘤产品伴随诊断产品开发合作；第四季度业务收入 4100 万，同比增长 47.8%。

图5: 2022Q1-2023Q4 各业务收入情况 (百万人民币)



资料来源：燃石医学，国信证券经济研究所整理

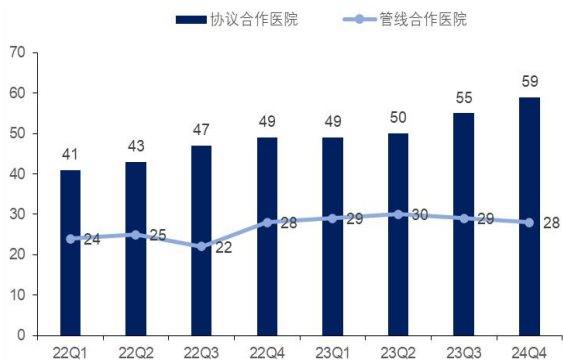
图6: 2022Q1-2023Q4 中心实验室和院内检测同比增速



资料来源：燃石医学，国信证券经济研究所整理

*扣除两家医院的一次性影响

图7: 2022Q1-2023Q4 合作医院数量

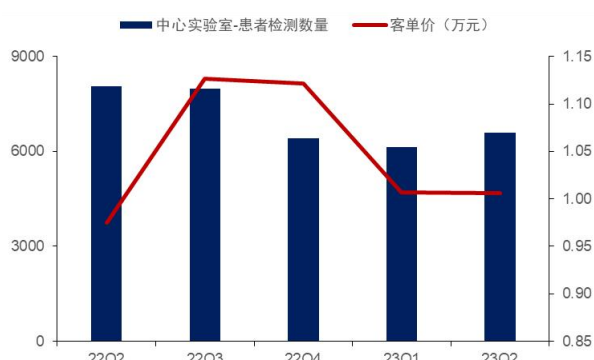


资料来源：燃石医学，国信证券经济研究所整理

*管线合作医院 (Pipeline)：正在使用公司产品建设院内实验室、实验室设备采购或安装、人员培训和初步试验；

*协议合作医院 (Contracted)：签订协议重复购买公司产品用于院内实验室

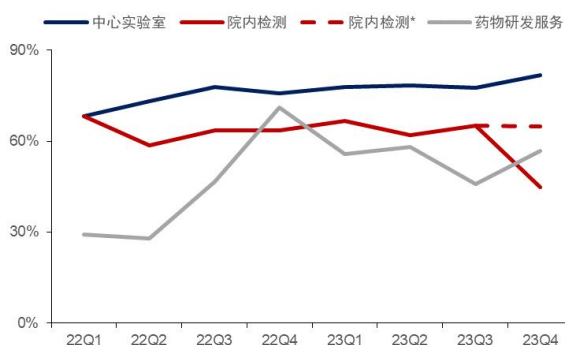
图8: 中心实验室检测患者数量和客单价



资料来源：燃石医学，国信证券经济研究所整理

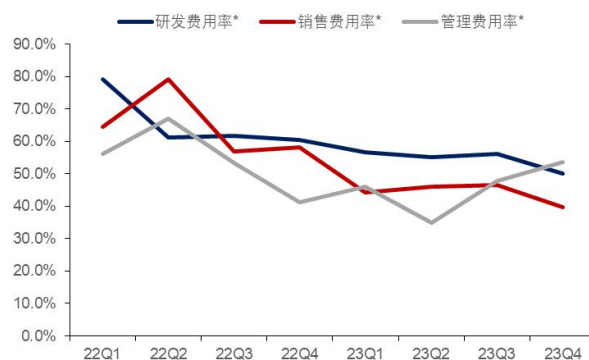
院内检测毛利率较为稳定，研发和销售费用率持续下降。2023 年四季度中心实验室毛利率为 81.7%，环比提升 4.1pp，主要由于存货减值下降，未来预计会受益于行业竞争理性化。四季度院内检测毛利率为 44.8%，扣除两家医院的一次性影响毛利率为 65.0%，保持稳定；药物研发服务由于收入确认周期问题毛利率季度波动较大。费用端方面，研发和销售费用率持续下降，公司主动管控市场推广和平衡销售产出效率，同时在研发上谨慎投入，加快实现运营层面的盈亏平衡。扣除研发费用和非现金项目，2023 年第四季度已实现盈利。2024 年公司预计将进一步加大费用控制力度。

图9: 2022Q1-2023Q4 各业务线毛利率



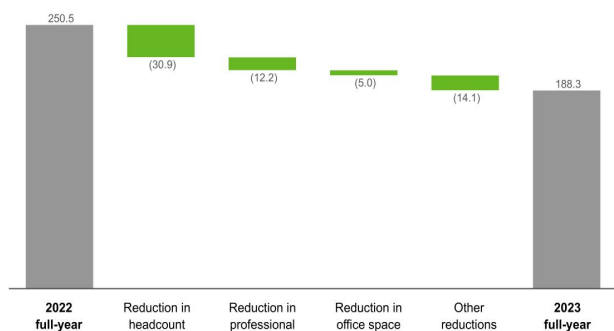
资料来源：燃石医学，国信证券经济研究所整理
*扣除两家医院的一次性影响

图10: 2022Q1-2023Q4 公司研发、销售及管理费用情况



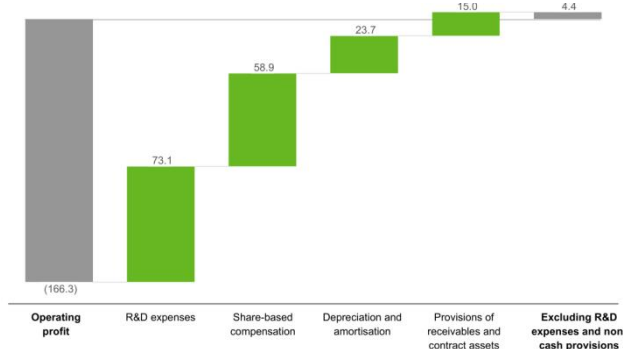
资料来源：燃石医学，国信证券经济研究所整理
注：费用率均已扣除股权激励费用 (Share-based compensation)

图11: 2023 年一般及行政费用缩减情况



资料来源：燃石医学，国信证券经济研究所整理
*不包括股权激励费用和折旧摊销

图12: 2023 年第四季度营运亏损和经调整后利润情况



资料来源：燃石医学，国信证券经济研究所整理

压缩现金流出，现金为王。公司将在早筛项目上谨慎投入研发，预期在 2024 年上半年实现盈亏平衡 (Non-GAAP 毛利扣除 Non-GAAP 销售市场费用和一般及行政费用)。公司在全年 3.47 亿元的研发费用投入下，2023 年全年经营性净现金流出 2.56 亿元，较 2022 年大幅缩减 44.0%。截至 2023 年 12 月 31 日，公司现金、现金等价物、限制性现金及短期投资为人民币 6.152 亿元。

肿瘤分子诊断和基因检测领域正经历新行业环境下的洗牌期。2023 年，国内多地出台医疗机构样本外送检测管理规范的通知，明确要求加强样本管理，严查严管样本外送检测。在行业监管整顿常态化的大背景下，上市公司的业绩表现已证

明检测向院内回流是大势所趋。以院内市场作为主战场，通过注册报批合规、高品质的诊断产品并供应给医院，或在院内建立相应的检测体系（如 LDT 试点）或签署正规的合作协议，完善质量管理体系，利于肿瘤基因检测市场的规范稳健发展。

表1: 肿瘤分子诊断和基因检测相关企业

公司名称	主营业务	业务进展/上市进展
艾德生物	聚焦在肿瘤精准医疗分子诊断领域，聚焦肿瘤药物伴随诊断，依托强大生物信息算法，布局各技术平台的检测试剂、软件及配套仪器，并提供检测服务及药物临床研究服务	2023 年营收 10.44 亿 (+23.91%)，归母净利润 2.61 亿 (-0.86%)，扣非归母净利润 2.39 亿 (+52.21%)。2023 年 11 月初公司 MSI 检测试剂盒获批注册证，用于替雷利珠单抗的伴随诊断，是国内首个批准上市的泛实体瘤免疫治疗伴随诊断试剂。
燃石医学	专注于开发创新可靠、具有临床价值的癌症伴随诊断与早检产品。公司业务及研发方向主要覆盖：1) 癌症患者人群精准医学检测；2) 全球抗肿瘤药企的生物标志物和伴随诊断合作；3) 基于液体活检的多癌种早检。	2023 年营收 5.374 亿人民币 (-4.6%)，归母净亏损为 6.54 亿人民币，同比亏损缩减 3.18 亿。公司于 2018 年 7 月获国家药监局颁发的中国肿瘤 NGS 检测试剂盒第一证。
美因基因	专注于消费级基因检测及癌症筛查服务，已推出数十种检测服务，涵盖营养及新陈代谢、癌症风险评估、慢性病易感性、癌症筛查及传染病诊断等广泛领域	2023 年营收 1.52 亿 (+2.33%)，净利润 0.3 亿，同比扭亏为盈。
泛生子	专注癌症基因组学的研究和应用，提供癌症早期筛查、诊断与监测、药物研发服务等覆盖癌症全周期的产品与服务	2020 年 6 月在美国纳斯达克上市。2024 年 3 月 28 日完成私有化退市。
世和基因	致力于高通量测序技术的临床转化应用，主要面向肿瘤患者开展基因检测，通过明确基因分型指导临床用药选择、提示耐药机制、监测术后复发，同时探索高风险人群早筛审核状态已变更为“终止”。	2022 年 5 月上市申请获受理；2024 年 4 月 2 日，上交所官网显示，IPO 发行早诊。
臻和科技	开发创新肿瘤分子诊断及检测技术、产品及服务，技术全面覆盖用药指导，预后预测和早筛三大应用场景	2023 年 9 月，更新招股书进程，第三次递表港交所。
海普洛斯	在基因测序、液体活检、生命信息和大数据等领域具有核心技术优势，业务覆盖肿瘤全程管理、遗传性疾病筛查、重大感染性疾病等领域	2023 年 4 月，向港交所递交招股书
优迅医学	产业化布局分子检测仪器、产品与服务，业务覆盖生育健康、肿瘤精准诊疗和病原检测三大领域	2023 年 2 月，向港交所递交招股书

资料来源：各公司官网、Wind、上交所、港交所、国信证券经济研究所整理 注：本表仅做列示，不做推荐

投资建议：肿瘤分子诊断在合规监管下加速向院内回流，“研发+临床+注册报批”实力强劲、满足临床需求的头部企业有望显著收益。艾德生物是肿瘤精准诊断领域的龙头企业，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，有望分享肿瘤精准治疗的時代红利，同时产品顺利实现出海，加速开拓国际市场，中长期发展空间广阔，维持“买入”评级。

本周行情回顾

本周全部 A 股下跌 2.25%（总市值加权平均），沪深 300 下跌 2.58%，中小板指下跌 2.90%，创业板指下跌 4.21%，生物医药板块整体下跌 3.03%，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 2.23%，生物制品下跌 3.05%，医疗服务下跌 5.99%，医疗器械下跌 3.55%，医药商业下跌 1.87%，中药下跌 1.62%。

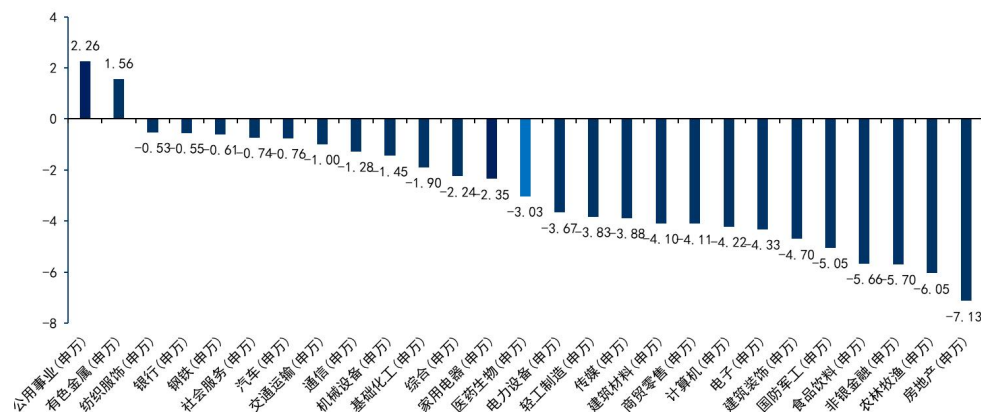
个股方面，涨幅居前的是诺唯赞（24.35%）、同和药业（21.99%）、万泰生物（20.01%）、键凯科技（14.86%）、华海药业（14.32%）、冠福股份（12.80%）、三友医疗（12.27%）、泰格医药（10.83%）、东亚药业（10.42%）、济川药业（9.90%）。

跌幅居前的是*ST 太安（-22.61%）、英诺特（-20.78%）、凯因科技（-18.76%）、采纳股份（-17.21%）、金域医学（-15.80%）、江苏吴中（-15.55%）、中牧股份（-13.07%）、凯赛生物（-12.77%）、易瑞生物（-12.41%）、九洲药业（-12.20%）。

本周恒生指数下跌 0.01%，港股医疗保健板块上涨 0.41%，板块相对表现强于恒生指数。分子板块来看，制药板块上涨 0.17%，生物科技上涨 4.07%，医疗保健设备上上涨 0.91%，医疗服务上涨 1.76%

市场表现居前的是（仅统计市值 50 亿港币以上）云顶新耀-B（19.68%）、泰格医药（15.80%）、乐普生物-B（15.36%）、昭衍新药（12.99%）、环球医疗（12.56%）；跌幅居前的是微创医疗（-13.44%）、平安好医生（-7.39%）、博安生物（-7.02%）、金斯瑞生物科技（-5.76%）、百济神州（-5.51%）。

图13: 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

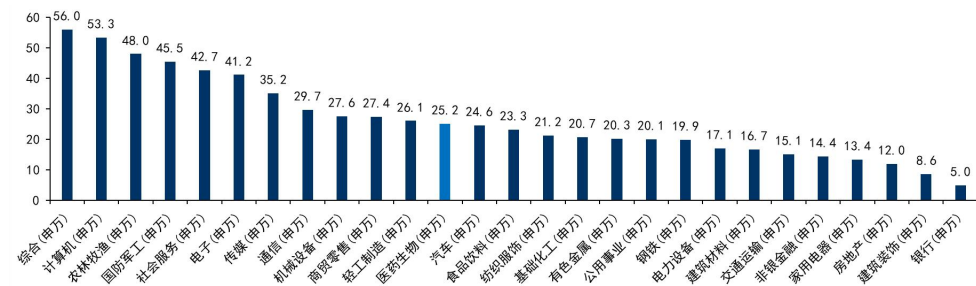
本周涨幅前十		本周跌幅前十	
股票简称	涨幅	股票简称	跌幅
诺唯赞	24.35%	*ST 太安	-22.61%
同和药业	21.99%	英诺特	-20.78%
万泰生物	20.01%	凯因科技	-18.76%
键凯科技	14.86%	采纳股份	-17.21%
华海药业	14.32%	金城医学	-15.80%
冠福股份	12.80%	江苏吴中	-15.55%
三友医疗	12.27%	中牧股份	-13.07%
泰格医药	10.83%	凯赛生物	-12.77%
东亚药业	10.42%	易瑞生物	-12.41%
济川药业	9.90%	九洲药业	-12.20%

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

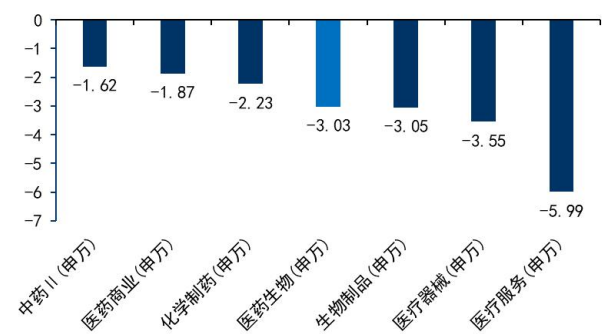
医药生物市盈率（TTM）25.18x，全部 A 股（申万 A 股指数）市盈率 14.37x。分板块来看，化学制药 31.55x，生物制品 21.79x，医疗服务 22.26x，医疗器械 26.26x，医药商业 17.67x，中药 25.03x。

图14: 申万一级行业市盈率情况（TTM）



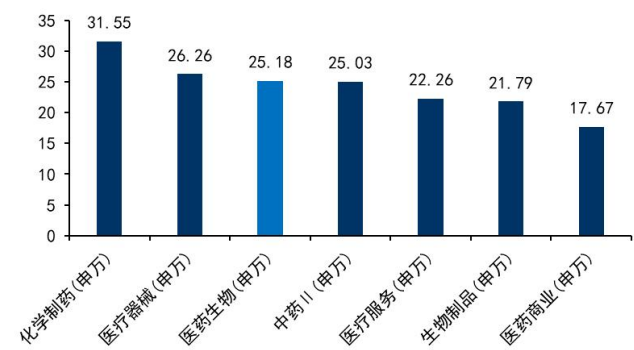
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 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16: 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、艾德生物、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**以及隐形正畸龙头企业**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。

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	3,281	96.1	115.4	139.0	167.1	34.2	28.4	23.6	19.6	30.0%	1.4	买入
300832.SZ	新产业	医疗器械	517	13.3	16.6	21.6	27.8	38.9	31.1	23.9	18.6	20.8%	1.1	买入
688212.SH	澳华内镜	医疗器械	73	0.2	0.6	1.0	1.7	335.6	125.7	75.9	43.9	1.7%	1.3	买入
688161.SH	威高骨科	医疗器械	99	5.4	6.0	2.5	3.3	18.3	16.6	39.7	30.3	11.2%		增持
688271.SH	联影医疗	医疗器械	1,018	16.6	21.0	26.4	31.6	61.4	48.5	38.6	32.2	9.5%	2.0	增持
688050.SH	爱博医疗	医疗器械	134	2.3	3.3	4.4	5.8	57.5	40.8	30.4	23.2	12.5%	1.2	增持
688114.SH	华大智造	医疗器械	225	20.3	2.7	3.2	3.9	11.1	84.5	69.8	57.8	21.5%	4.0	增持
301363.SZ	美好医疗	医疗器械	97	4.0	4.0	5.0	6.2	24.1	24.6	19.6	15.6	13.3%	1.6	买入
688016.SH	心脉医疗	医疗器械	139	3.6	4.7	6.1	8.0	39.0	30.0	22.8	17.5	20.8%	1.0	增持
688236.SH	春立医疗	医疗器械	68	3.1	2.8	3.2	4.2	22.0	24.6	20.9	16.2	11.3%	2.3	买入
688576.SH	西山科技	医疗器械	38	0.8	1.0	1.3	1.7	50.4	38.0	29.7	22.9	18.5%	1.3	增持
300049.SZ	福瑞股份	医疗器械	129	1.0	1.3	1.9	2.9	131.4	102.0	68.0	44.8	6.3%	2.4	买入
300463.SZ	迈克生物	医疗器械	75	7.1	3.2	4.8	6.7	10.6	23.5	15.8	11.2	11.2%	0.5	买入
300685.SZ	艾德生物	医疗器械	82	2.6	2.4	3.2	4.0	31.1	34.3	25.7	20.7	17.6%	2.4	买入
688358.SH	祥生医疗	医疗器械	33	1.1	1.8	2.3	3.0	31.2	18.8	14.4	11.1	8.1%	0.5	增持
688389.SH	普门科技	医疗器械	77	2.5	3.3	4.3	5.6	30.6	23.4	17.9	13.7	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	53	6.8	2.0	4.8	6.1	7.8	26.4	11.0	8.7	12.3%	0.4	买入
688626.SH	翔宇医疗	医疗器械	67	1.3	2.3	3.0	3.7	53.3	29.1	22.3	17.9	6.5%	0.7	增持
688331.SH	荣昌生物	生物药	251	(10.0)	(10.7)	(9.2)	(4.7)						0.0	增持
688062.SH	迈威生物-U	生物药	132	(9.6)	(9.9)	(6.8)	(4.4)						0.0	增持
300601.SZ	康泰生物	生物药	234	(1.3)	10.0	14.2	19.0		23.4	16.5	12.4		0.6	买入
603392.SH	万泰生物	生物药	978	47.4	58.2	72.3	83.7	20.7	16.8	13.5	11.7	38.4%	0.8	买入
300122.SZ	智飞生物	生物药	980	75.4	91.0	113.1	141.8	13.0	10.8	8.7	6.9	31.1%	0.5	买入
688319.SH	欧林生物	生物药	33	0.3	0.6	1.2	2.0	125.6	53.8	27.4	16.4	3.0%	0.6	增持
688443.SH	智翔金泰-U	生物药	137	(5.8)	(7.8)	(7.1)	(6.0)							增持
000999.SZ	华润三九	中药	541	24.5	30.2	33.1	39.4	22.1	17.9	16.3	13.7	14.4%	1.0	买入
600557.SH	康缘药业	中药	124	4.3	4.8	6.6	7.8	28.6	25.8	19.0	15.8	9.1%	1.2	买入
688046.SH	药康生物	生命科学与工业上游	50	1.6	1.7	2.5	3.4	30.6	29.5	19.9	14.8	8.3%	1.1	增持
301080.SZ	百普赛斯	生命科学与工业上游	46	2.0	1.8	2.4	3.0	22.4	25.1	19.5	15.2	7.9%	1.8	增持
688293.SH	奥浦迈	生命科学与工业上游	40	1.1	0.7	1.0	1.8	37.7	58.4	38.6	22.3	4.8%	3.1	增持
300171.SZ	东富龙	生命科学与工业上游	104	8.5	9.0	10.3	12.2	12.3	11.6	10.1	8.5	11.4%	0.9	买入
300358.SZ	楚天科技	生命科学与工业上游	52	5.7	5.7	6.7	8.0	9.1	9.1	7.7	6.5	13.5%	0.8	买入
603259.SH	药明康德	CXO	1,215	88.1	101.3	94.4	107.7	13.8	12.0	12.9	11.3	18.9%	1.7	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	126	10.7	6.4	7.0	8.1	11.7	19.8	17.9	15.6	13.1%		买入
301096.SZ	百诚医药	CXO	81	1.9	2.8	3.9	5.2	41.8	28.6	20.6	15.8	7.8%	0.7	买入
688076.SH	诺泰生物	CXO	111	1.3	1.6	2.2	3.1	85.8	68.0	50.1	36.0	6.8%	2.0	增持
603882.SH	金城医学	医疗服务	213	27.5	7.6	12.1	15.6	7.7	28.2	17.7	13.6	31.9%	0.6	买入
300015.SZ	爱尔眼科	医疗服务	1,147	25.2	34.6	45.4	57.8	45.5	33.2	25.3	19.8	15.1%	1.0	买入
1066.HK	威高股份	医疗器械	197	27.2	26.1	30.2	34.7	7.2	7.6	6.5	5.7	12.6%	0.9	买入
1789.HK	爱康医疗	医疗器械	54	2.0	1.8	2.7	3.5	26.4	29.7	20.1	15.6	9.1%	1.5	买入
2005.HK	石四药集团	化学制药	132	10.0	11.9	13.4	15.1	13.1	11.0	9.8	8.7	18.1%	0.8	买入
0512.HK	远大医药	化学制药	132	18.6	17.0	22.2	25.7	7.1	7.7	5.9	5.1	14.7%	0.7	买入
2162.HK	康诺亚-B	生物药	82	(3.1)	(3.6)	(6.4)	(7.7)							买入
9926.HK	康方生物	生物药	388	(11.7)	20.3	(3.4)	3.2		19.1		121.4			买入
1530.HK	三生制药	生物药	131	19.1	15.5	19.3	21.5	6.9	8.5	6.8	6.1	14.8%	2.2	买入
6990.HK	科伦博泰生物-B	生物药	289	(6.2)	(5.7)	(6.8)	(7.0)					19.1%		买入
2480.HK	绿竹生物-B	生物药	36	(7.3)	(2.5)	(3.5)	(4.2)						0.9	增持
2268.HK	药明合联	CXO	206	1.6	2.8	6.1	9.7	132.3	72.7	33.7	21.2	10.5%	0.9	增持
2269.HK	药明生物	CXO	536	44.2	34.0	38.3	44.7	12.1	15.8	14.0	12.0	12.6%	41.0	买入
1951.HK	锦欣生殖	医疗服务	60	1.2	3.4	4.6	5.7	49.9	17.5	13.1	10.6	1.4%	0.3	买入

2273.HK	固生堂	医疗服务	95	1.8	2.6	3.4	4.4	51.6	36.8	28.1	21.6	10.7%	1.1	买入
2666.HK	环球医疗	医疗服务	81	18.9	19.5	22.5	25.3	4.3	4.2	3.6	3.2	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 2024/04/12 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