

医药生物周报（23年第50周）

海外大药企收购频现，关注相关领域创新药开发趋势

超配

核心观点

本周医药板块表现弱于整体市场，生物制品板块领涨。本周全部A股上涨2.46%（总市值加权平均），沪深300上涨2.81%，中小板指上涨3.49%，创业板指上涨3.59%，生物医药板块整体上涨2.31%，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2.19%，生物制品上涨3.87%，医疗服务上涨1.48%，医疗器械上涨2.80%，医药商业上涨2.28%，中药上涨1.17%。医药生物市盈率（TTM）28.34x，处于近5年历史估值的32.65%分位数。

阿斯利康收购亘喜生物，补充细胞治疗管线。近日，阿斯利康与亘喜生物达成收购协议，交易对价约12亿美元（首付约10亿美元）。亘喜生物的核心管线是GC012F（BCMA/CD19双靶点自体CAR-T），目前正在多种血液瘤和自免疾病中进行临床试验，并展现出了优秀的有效性和安全性数据。

海外大药企收购频现，对于国内创新药行业有借鉴意义。1) 从研发角度，我们应该去更多地关注MNC通过收并购布局的新药物形态、靶点或适应症，作为未来几年创新药开发方向的参考；2) 从企业发展角度，国内的大药企同样拥有稳健的现金流及丰厚的现金储备，且有部分优秀的公司或临床资产处于估值的相对低位，或许我们会在未来的两到三年内看到越来越多的国产创新药公司的并购与合作。

月度投资观点：建议积极布局两大主线，全球创新+患者获益。首先是国内医药人才红利的持续释放，迎接第二波创新全球化，这一波的创新全球化不同于第一波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；其次是国内医疗改革不断深化的情况下，能够以患者为中心提供价值的优质产品/服务企业将脱颖而出，合规、经济、有效的产品和服务将获得更大的市场份额，药品、器械、医疗服务等领域能够提供优质产品和服务的企业未来都会获得长期成长空间。

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 | 3523 | 96.1 | 115.4 | 139.0 | 167.1 | 36.7 | 30.5 | 25.3 | 21.1 |
| 603259.SH | 药明康德 | 买入 | 2157 | 88.1 | 101.3 | 121.3 | 158.0 | 24.5 | 21.3 | 17.8 | 13.7 |
| 300122.SZ | 智飞生物 | 买入 | 1467 | 75.4 | 91.0 | 113.1 | 141.8 | 19.5 | 16.1 | 13.0 | 10.3 |
| 603882.SH | 金域医学 | 买入 | 293 | 27.5 | 7.6 | 12.1 | 15.6 | 10.7 | 38.7 | 24.3 | 18.8 |
| 301363.SZ | 美好医疗 | 买入 | 150 | 4.0 | 4.0 | 5.0 | 6.2 | 37.2 | 37.9 | 30.2 | 24.0 |
| 600557.SH | 康缘药业 | 买入 | 120 | 4.3 | 4.8 | 5.6 | 6.8 | 27.6 | 24.9 | 21.4 | 17.7 |
| 688236.SH | 春立医疗 | 买入 | 87 | 3.1 | 2.8 | 3.6 | 4.7 | 28.1 | 31.5 | 23.9 | 18.3 |
| 688212.SH | 澳华内镜 | 买入 | 83 | 0.2 | 0.8 | 1.4 | 2.0 | 382.6 | 102.6 | 59.4 | 41.3 |
| 688046.SH | 药康生物 | 增持 | 83 | 1.6 | 1.7 | 2.5 | 3.4 | 50.2 | 48.3 | 32.5 | 24.3 |
| 301096.SZ | 百诚医药 | 买入 | 71 | 1.9 | 2.8 | 3.9 | 5.2 | 36.5 | 25.0 | 18.0 | 13.8 |
| 6990.HK | 科伦博泰生物-B | 买入 | 204 | (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 | | 55.3 |
| 2162.HK | 康诺亚-B | 买入 | 124 | (3.1) | (2.7) | (6.0) | (6.6) | | | | |
| 1789.HK | 爱康医疗 | 买入 | 64 | 2.0 | 2.7 | 3.5 | 4.6 | 31.1 | 23.6 | 18.3 | 13.8 |

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：陈曦炳

0755-81982939

cnchenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

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49周）-体外诊断试剂省际联盟集采公布拟中选结果，国产IVD龙头加速国际化征程》——2023-12-28
- 《医药生物行业2023年12月投资策略：布局2024年成长资产，看好药械国际化》——2023-12-26
- 《医药生物周报（23年第48周）-医保谈判降价温和，关注JN.1等新型变异株》——2023-12-18
- 《医药生物周报（23年第47周）-注射穿刺行业梳理：市场广阔，增速稳定》——2023-12-11
- 《医药生物行业2024年投资策略：站在新周期起点，拥抱国际化浪潮》——2023-12-08

内容目录

| | |
|---------------------------|----|
| 阿斯利康收购巨喜生物，补充细胞治疗管线 | 4 |
| 新股上市跟踪 | 7 |
| 本周行情回顾 | 8 |
| 板块估值情况 | 10 |
| 投资策略 | 11 |
| 医药行业 1 月投资观点 | 11 |
| 推荐标的 | 13 |
| 风险提示 | 15 |

图表目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 图 1: 亘喜生物研发管线 | 5 |
| 图 2: GC012F ORR 数据 | 5 |
| 图 3: GC012F MRD 数据 | 5 |
| 图 4: FasTCAR 流程示意图 | 6 |
| 图 5: 申万一级行业一周涨跌幅 (%) | 8 |
| 图 6: 申万一级行业市盈率情况 (TTM) | 10 |
| 图 7: 医药行业子板块一周涨跌幅 (%) | 10 |
| 图 8: 医药行业子板块市盈率情况 (TTM) | 10 |
| | |
| 表 1: 近期 A 股/H 股医药板块新股上市情况跟踪 | 1 |
| 表 2: 本周 A 股涨跌幅前十的个股情况 | 9 |

阿斯利康收购巨喜生物，补充细胞治疗管线

事件：2023年12月26日，阿斯利康及巨喜生物官网披露，阿斯利康将以约12亿美金的交易总额收购巨喜生物。巨喜生物是一家全球化的临床阶段的 biotech 公司，致力于开发针对肿瘤和自免疾病的创新型细胞治疗。巨喜生物的核心管线是 GC012F，是一种 BCMA/CD19 双靶点的自体 CAR-T 细胞治疗产品。GC012F 目前正在多种血液瘤和自免疾病中进行临床试验，并展现出了优秀的有效性和安全性数据。交易完成后，巨喜生物将成为阿斯利康的全资子公司，并加强阿斯利康的细胞治疗管线。

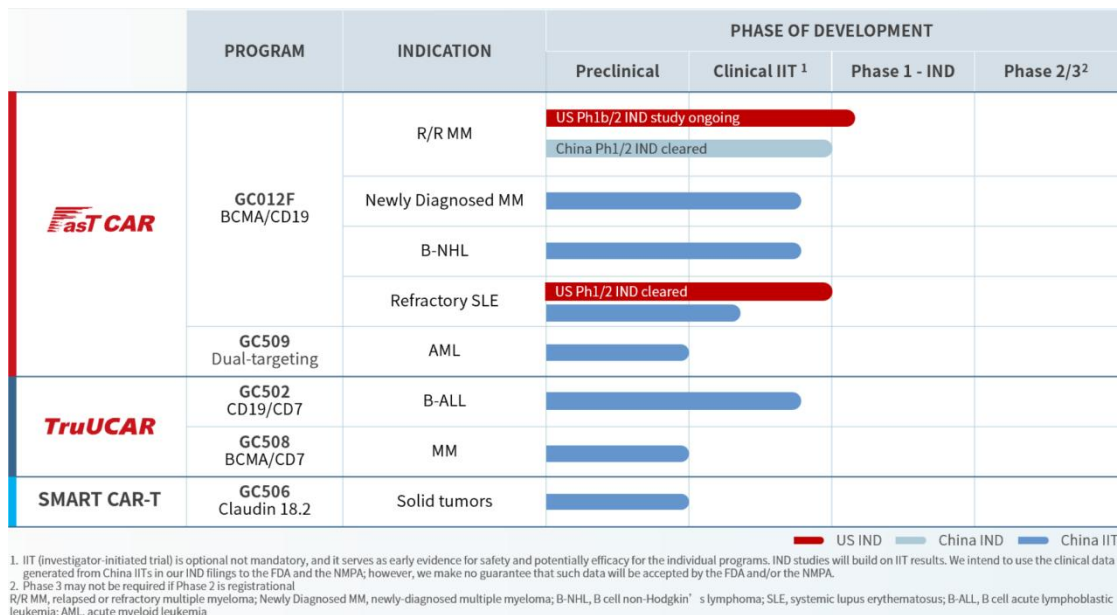
交易条款

巨喜生物的股东将获得普通股每股 2 美元（相当于每份 ADS 10 美元）的现金，以及达到监管里程碑后，最高普通股每股 0.3 美元（相当于每份 ADS 1.5 美元）的或有价值权益（CVR）。此次交易的首付款部分约为 10 亿美元，比巨喜生物在 2023 年 12 月 22 日的收盘价溢价 62%，比巨喜生物的 60 天交易量加权平均价格（VWAP）溢价 154%。如果里程碑达成，则交易的总价约为 12 亿美元，比巨喜生物在 2023 年 12 月 22 日的收盘价溢价 86%，比巨喜生物的 60 天交易量加权平均价格（VWAP）溢价 192%。作为此次交易的一部分，阿斯利康将会同时收购巨喜生物资产负债表上的现金、现金等价物以及短期投资（截至 2023 年 9 月 30 日，为 2.34 亿美金）。此次交易预计将于 2024 年一季度完成。

研发管线

巨喜生物拥有多款临床以及临床前细胞治疗资产，公司的核心产品是 GC012F（BCMA/CD19 双靶点的自体 CAR-T）。GC012F 已经在美国开启了一项治疗复发难治的多发性骨髓瘤（R/R MM）的 ph1b/2 临床，R/R MM 适应症在中国的 ph1b/2 临床也即将开展。一项针对难治的系统性红斑狼疮（rSLE）的研究者发起的临床（IIT）正在美国进行；并且，rSLE 适应症的 IND 申请已经分别获得美国 FDA 和中国 NMPA 的同意。

图1: 亘喜生物研发管线



资料来源: 亘喜生物官网、国信证券经济研究所整理

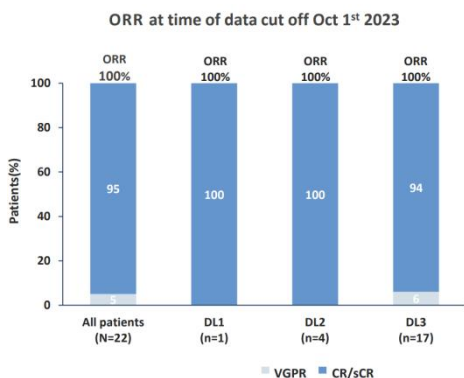
临床数据

亘喜生物在今年的 ASH 年会上更新了 GC012F 的 IIT 试验数据,截至 2023 年 10 月 1 日, 试验共入组了 22 名高风险的、适合移植的初治多发性骨髓瘤患者 (NDMM), 患者接受了三个剂量的治疗: 1x10⁵ 个细胞/kg (剂量 1, n=1), 2x10⁵ 个细胞/kg (剂量 2, n=4) 和 3x10⁵ 个细胞/kg (剂量 3, n=17)。

安全性方面, 仅有 27% 的患者 (6/22) 出现细胞因子风暴 (CRS), 且均为 1-2 级 (1 级 5 名, 2 级 1 名); CRS 发生的中位时间在治疗后的第 7 天 (6-9), 而中位持续时间为 1 天 (1-4)。

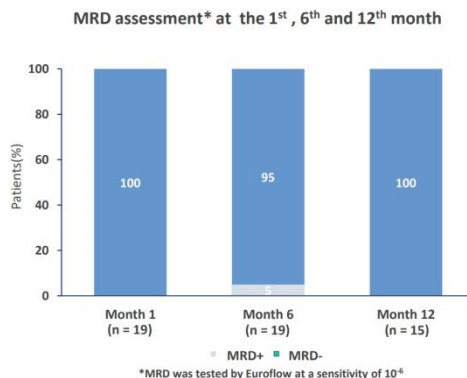
有效性方面, 在中位随访时间 18.8 个月后, 患者的 ORR 仍保持在 100%, 其中 95% 的患者 (21/22) 取得了 MRD 阴性的 sCR, 100% 的患者取得了 VGPR 或以上的响应。100% 的患者在第 1 个月和第 12 个月取得了 MRD 阴性。

图2: GC012F ORR 数据



资料来源: 亘喜生物官网、国信证券经济研究所整理

图3: GC012F MRD 数据

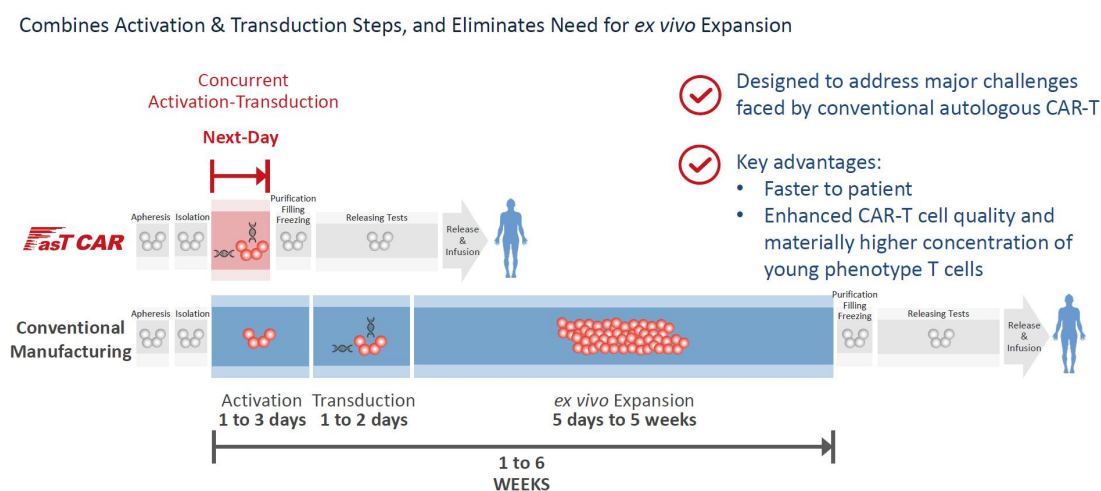


资料来源: 亘喜生物官网、国信证券经济研究所整理

技术平台

GC012F 是基于亘喜生物的 FasTCAR 技术平台进行开发的产品。相比于传统的 CAR-T 制备技术, FasTCAR 最大的特点是将 CAR-T 的生产制备时间从 1-6 周缩短至 1 天, 这主要得益于亘喜生物将原有的“激活、转化、扩增”三个主要生产步骤合并为一步“同步激活与转化”, 而 FasTCAR 的扩增步骤发生在患者体内。这使得患者可以很快获得 CAR-T 细胞的回输, 减少疾病进展的机会; 并且, 更加年轻的 CAR-T 细胞可以具备更强的扩增、组织靶向以及肿瘤杀伤的能力, 有希望能够使用更少的 CAR-T 细胞, 达到更好的治疗效果。另外, FasTCAR 还可以显著降低生产成本, 全封闭的生产过程也可以减少污染发生的可能。

图4: FasTCAR 流程示意图



资料来源: 亘喜生物官网、国信证券经济研究所整理

2023 年, 全球范围内频繁出现大手笔的收并购, 无论是针对 Biotech 公司, 还是针对某些特定的管线, 都是 MNC 为了拓展自身的研发管线, 或是应对核心产品的专利悬崖做的布局。在美元高利率的环境下, MNC 自身仍拥有良好的现金流, 这为收并购提供了可能。我们认为, 这些收并购对于国内的创新药行业有很强的借鉴意义: 1) 从研发角度, 我们应该去更多地关注 MNC 通过收并购布局的新药物形态、靶点或适应症, 作为未来几年创新药开发方向的参考; 2) 从企业发展角度, 国内的大药企同样拥有稳健的现金流及丰厚的现金储备, 且有部分优秀的公司或临床资产处于估值的相对低位, 或许我们会在未来的两到三年内看到越来越多的国产创新药公司的并购与合作。

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 |
|----------|------|-----------------|---|
| 2453. HK | 美中嘉和 | 12月29日招股、 申购 | 公司为中国一家肿瘤医疗服务提供商，为癌症患者及第三方医疗机构提供服务。公司的主营业务包括能够向患者提供贯穿诊疗全过程的全方位肿瘤医疗服务，以及凭借一体化肿瘤相关服务广泛赋能的企业客户网络。赋能内容包括肿瘤诊疗解决方案、运营管理、设备租赁及维保服务等产业链上的多个环节。作为一家国家级高新技术企业，美中嘉和集团立足北上广核心城市，在全国布局、建设并运营多家国际化的肿瘤专科医疗机构。目前公司已经形成了线上与线下相结合的，以精准放疗为特色的一整套业务体系，涵盖肿瘤专科医疗机构、互联网医疗、以医学和互联网技术赋能第三方医疗合作伙伴的云系统解决方案，独立影像中心+AI，专注医学技术孵化、转化、应用和输出的科创中心等的不同业务板块。 |

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 2.46%（总市值加权平均），沪深 300 上涨 2.81%，中小板指上涨 3.49%，创业板指上涨 3.59%，生物医药板块整体上涨 2.31%，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 2.19%，生物制品上涨 3.87%，医疗服务上涨 1.48%，医疗器械上涨 2.80%，医药商业上涨 2.28%，中药上涨 1.17%。

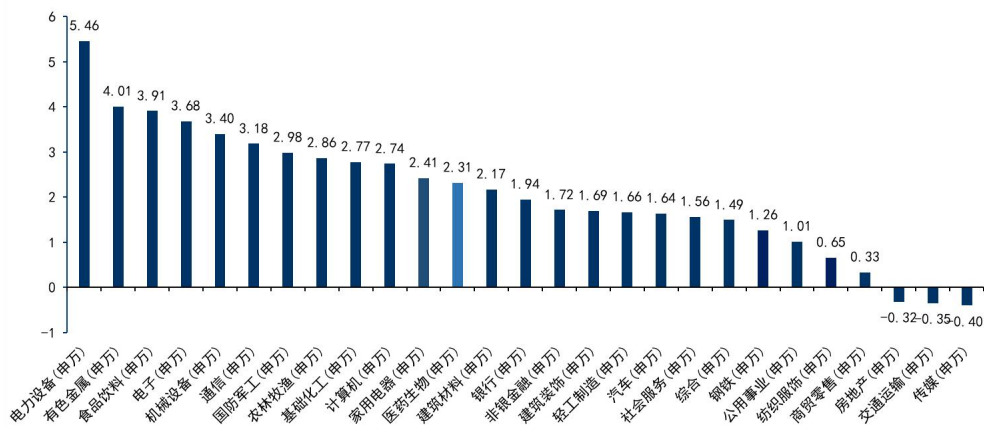
个股方面，涨幅居前的是康乐卫士（43.83%）、莎普爱思（29.82%）、奕瑞科技（21.39%）、无锡晶海（18.75%）、新芝生物（17.48%）、山外山（17.13%）、欧康医药（17.09%）、万泰生物（16.41%）、*ST 美谷（15.54%）、大博医疗（14.99%）。

跌幅居前的是迈得医疗（-9.78%）、悦康药业（-7.17%）、金迪克（-6.57%）、九强生物（-5.26%）、广誉远（-4.80%）、华特达因（-4.64%）、奥泰生物（-4.56%）、赛托生物（-4.54%）、沃华医药（-4.41%）、常山药业（-4.41%）。

本周恒生指数上涨 4.33%，港股医疗保健板块上涨 7.20%，板块相对表现强于恒生指数。分子板块来看，制药板块上涨 7.04%，生物科技上涨 8.04%，医疗保健设备上上涨 4.03%，医疗服务上涨 4.79%。

市场表现居前的是（仅统计市值 50 亿港币以上）健世科技-B（40.68%）、乐普生物-B（19.60%）、复宏汉霖（18.80%）、医脉通（18.77%）、艾美疫苗（16.99%）；跌幅居前的是药明合联（-4.19%）、科伦博泰生物-B（-1.06%）、绿竹生物-B（-0.33%）、心泰医疗（0.18%）、中国中药（0.51%）。

图5：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

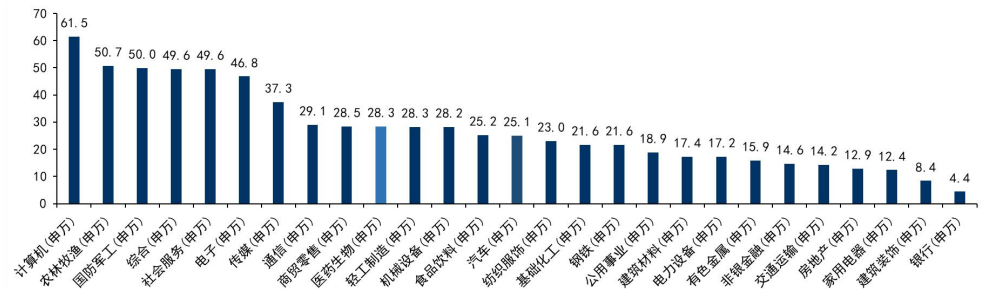
| 本周涨幅前十 | | 本周跌幅前十 | |
|--------|--------|--------|--------|
| 股票简称 | 涨幅 | 股票简称 | 跌幅 |
| 康乐卫士 | 43.83% | 迈得医疗 | -9.78% |
| 莎普爱思 | 29.82% | 悦康药业 | -7.17% |
| 奕瑞科技 | 21.39% | 金迪克 | -6.57% |
| 无锡晶海 | 18.75% | 九强生物 | -5.26% |
| 新芝生物 | 17.48% | 广誉远 | -4.80% |
| 山外山 | 17.13% | 华特达因 | -4.64% |
| 欧康医药 | 17.09% | 奥泰生物 | -4.56% |
| 万泰生物 | 16.41% | 赛托生物 | -4.54% |
| *ST 美谷 | 15.54% | 沃华医药 | -4.41% |
| 大博医疗 | 14.99% | 常山药业 | -4.41% |

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

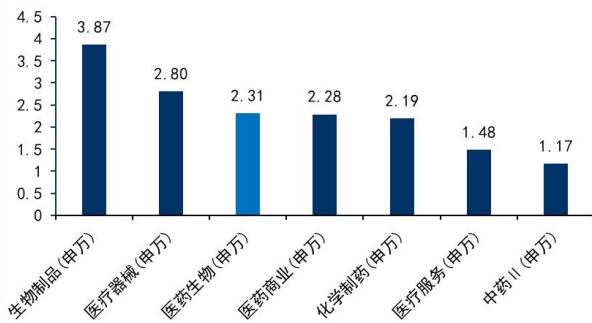
医药生物市盈率（TTM）28.34x，全部 A 股（申万 A 股指数）市盈率 14.58x。分板块来看，化学制药 34.10x，生物制品 26.31x，医疗服务 30.46x，医疗器械 28.61x，医药商业 17.81x，中药 25.77x。

图6: 申万一级行业市盈率情况（TTM）



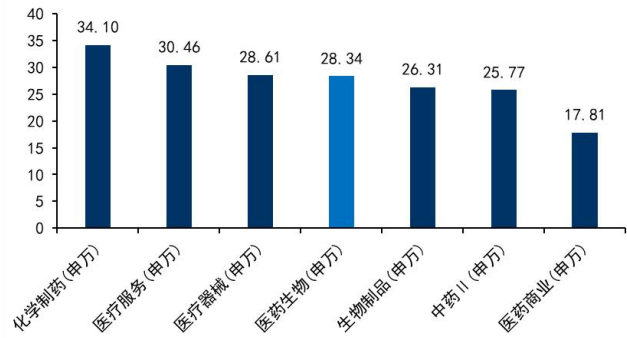
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 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8: 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 1 月投资观点

基于我们 23 年 12 月发布的 24 年年度策略《站在新周期起点，拥抱国际化浪潮》中对于未来三年医药行情的判断，我们认为 2024 年是未来三年医药新周期的起点，而未来三年医药最强的主线是国际化。国际化 2023 年在创新药领域体现的淋漓尽致，MNC 对于中国创新药资产的购买，逐步从管线引进到公司并购。除了授权方式出海，多个国产创新药也通过差异化的适应症布局，获得 FDA 批准上市，并在海外享受全球化的定价。可以预见的是，2024 年创新药板块仍会有多方面催化因素，包括授权出海、全球多中心临床数据读出、国内商业化放量等。

相比创新药出海，医疗器械的国际化是一个相对缓慢的过程，需要前期注册、渠道、品牌各方面的积累。在疫情前，整体医疗器械出海的增速约在 25% 左右；疫情下中国供应链的稳定性和成本优势进一步放大，加速了整体医疗器械的出海。此外，在疫情前，医疗器械的出海集中在低值耗材 OEM、IVD 中的胶体金等相对低端品类；展望未来，中高端医疗器械（MRI、PET-CT、测序仪、IVD 中的化学发光、高值耗材等）出海有望加速；通过三年疫情的验证，中国医疗器械也进入了欧美发达国家更多大中型医疗终端等全球主流医药市场。中国的工程师红利、供应链优势使得国产医疗器械在全球具备强大的比较优势，未来 3-5 年，全球 TOP30 的器械企业中有望出现更多中国身影。

建议积极布局两大主线，全球创新+患者获益。首先是国内医药人才红利的持续释放，迎接第二波创新全球化，这一波的创新全球化不同于第一波 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；其次是国内医疗改革不断深化的情况下，能够以患者为中心提供价值的优质产品/服务企业将脱颖而出，不合规、浪费、无效的产品和服务将退出市场，合规、经济、有效的产品和服务将获取更大的市场份额，药品、器械、医疗服务等领域能够提供优质产品和服务的企业未来都会获得长期成长空间。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：**恒瑞医药、康方生物、康诺亚、科伦博泰生物等。**

- **医疗器械：**

1) 集采影响出清，医疗机构手术和采购复苏：院内手术量、设备招标采购有望于 24Q1-Q2 恢复，23Q4 是布局手术相关耗材及设备龙头公司的良好时机，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**，内镜耗材**南微医学**，眼科耗材**爱博医疗**，心血管耗材**惠泰医疗、心脉医疗**；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、伟思医疗、新产业、安图生物、亚辉龙、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，根据库存出清的先后，推荐**拱东医疗等**；

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**海泰新光**、**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。

● **疫苗:**

海外重磅品种如带状疱疹疫苗、肺炎球菌疫苗、RSV 疫苗、流脑等处于新一轮产品迭代窗口期, 国内企业已有所跟进; 此外, 国内高价 HPV、金葡菌等耐药菌疫苗及结核病疫苗等管线具有一定差异化, 预计 2025 年后随着新产品获批上市, 国内疫苗行业有望进入新一轮景气周期。建议关注产品管线丰富、具备较强商业化、国际化能力企业, 如**智飞生物**、**康泰生物**等, 另外也建议关注研发能力强, 布局差异化管线企业, 如**欧林生物**、**绿竹生物**等。

● **CXO:**

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**、**诺泰生物**。

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**。

● **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**、**毕得医药**、**奥浦迈**等。

● **中药:**

从长期维度来看, 消费、创新和资源是方向, 建议关注中药品牌 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: **以岭药业**、**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。推荐关注: **片仔癀**等。

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。

美好医疗：新客户不断突破，平台化延伸可期。一方面，公司通过与瑞思迈深度合作，随着瑞思迈产能释放和公司在瑞思迈供应体系中占比提升，公司订单充足，叠加惠州基地投产带来的产能保障，公司家用呼吸机组件的业务收入作为基本盘有望保持高增长且具备弹性。另一方面，公司凭借核心技术延伸到其他客户，在其他医疗器械组件业务，已拓展强生、西门子、雅培、瑞声达听力、迈瑞、Kardium、Nanosonics 等，在家用及消费电子组件业务，已切入飞利浦、YETI、Rosti、SKG 等国际国内知名品牌的供应体系，平台化能力突出，新业务和新客户有望增加弹性。

康缘药业：公司始终秉承“现代中药，康缘智造”的愿景，坚持创新驱动，目前主要产品线聚焦呼吸与感染疾病、妇科疾病、心脑血管疾病、骨伤科疾病等中医优势领域。2023 年上半年，天舒胶囊被列为预防性治疗偏头痛的唯一推荐中成药（II 级推荐，C 级证据）和紧张型头痛推荐用中成药，在外部环境错综复杂的情况下，公司业绩实现稳步增长。

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。

药康生物：公司拥有全球最大规模“斑点鼠”品系资源，全新推出“野化鼠”、“无菌鼠”等差异化品种；依托“药筛鼠”全面覆盖肿瘤、自免、代谢等领域，临床前功能药效服务打开收入天花板。

百诚医药：公司作为综合性医药研发领先企业，深入布局高端制剂，通过“自研转化+权益分成”模式加深护城河，打造“CRO+CDMO”一体化链条，产业链协同效应

不断增强，新签订单高增长，为业绩增长提供保障。

科伦博泰生物（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 | 3,523 | 96.1 | 115.4 | 139.0 | 167.1 | 36.7 | 30.5 | 25.3 | 21.1 | 30.0% | 1.5 | 买入 |
| 300832.SZ | 新产业 | 医疗器械 | 614 | 13.3 | 16.6 | 21.6 | 27.8 | 46.3 | 37.0 | 28.4 | 22.1 | 20.8% | 1.3 | 买入 |
| 688212.SH | 澳华内镜 | 医疗器械 | 83 | 0.2 | 0.8 | 1.4 | 2.0 | 382.6 | 102.6 | 59.4 | 41.3 | 1.7% | 0.9 | 买入 |
| 688161.SH | 威高骨科 | 医疗器械 | 166 | 5.4 | 6.0 | 7.6 | 9.4 | 30.5 | 27.8 | 21.9 | 17.7 | 11.2% | 1.4 | 增持 |
| 688271.SH | 联影医疗 | 医疗器械 | 1,129 | 16.6 | 21.0 | 26.4 | 31.6 | 68.2 | 53.8 | 42.8 | 35.8 | 9.5% | 2.2 | 增持 |
| 688050.SH | 爱博医疗 | 医疗器械 | 181 | 2.3 | 3.3 | 4.4 | 5.8 | 77.8 | 55.2 | 41.2 | 31.4 | 12.5% | 1.6 | 增持 |
| 688114.SH | 华大智造 | 医疗器械 | 358 | 20.3 | 2.7 | 3.2 | 3.9 | 17.6 | 134.4 | 111.0 | 91.9 | 21.5% | 6.4 | 增持 |
| 301363.SZ | 美好医疗 | 医疗器械 | 150 | 4.0 | 4.0 | 5.0 | 6.2 | 37.2 | 37.9 | 30.2 | 24.0 | 13.3% | 2.4 | 买入 |
| 688016.SH | 心脉医疗 | 医疗器械 | 161 | 3.6 | 4.7 | 6.1 | 8.0 | 45.1 | 34.6 | 26.4 | 20.3 | 20.8% | 1.1 | 增持 |
| 688236.SH | 春立医疗 | 医疗器械 | 87 | 3.1 | 2.8 | 3.6 | 4.7 | 28.1 | 31.5 | 23.9 | 18.3 | 11.3% | 2.0 | 买入 |
| 688576.SH | 西山科技 | 医疗器械 | 51 | 0.8 | 1.0 | 1.3 | 1.7 | 67.6 | 51.0 | 39.8 | 30.7 | 18.5% | 1.7 | 增持 |
| 300049.SZ | 福瑞股份 | 医疗器械 | 115 | 1.0 | 1.3 | 1.9 | 2.9 | 117.2 | 91.0 | 60.7 | 40.0 | 6.3% | 2.1 | 买入 |
| 300463.SZ | 迈克生物 | 医疗器械 | 92 | 7.1 | 3.2 | 4.8 | 6.7 | 13.0 | 28.8 | 19.3 | 13.8 | 11.2% | 0.6 | 买入 |
| 300685.SZ | 艾德生物 | 医疗器械 | 88 | 2.6 | 2.4 | 2.9 | 3.7 | 33.2 | 36.7 | 29.9 | 23.9 | 17.6% | 3.1 | 买入 |
| 688358.SH | 祥生医疗 | 医疗器械 | 42 | 1.1 | 1.8 | 2.3 | 3.0 | 40.0 | 24.1 | 18.4 | 14.3 | 8.1% | 0.6 | 增持 |
| 688389.SH | 普门科技 | 医疗器械 | 96 | 2.5 | 3.3 | 4.3 | 5.6 | 38.2 | 29.2 | 22.3 | 17.2 | 17.5% | 1.0 | 买入 |
| 688029.SH | 南微医学 | 医疗器械 | 182 | 3.3 | 4.9 | 6.4 | 8.3 | 55.0 | 36.8 | 28.3 | 21.9 | 10.3% | 1.0 | 增持 |
| 688331.SH | 荣昌生物 | 生物药 | 284 | (10.0) | (10.7) | (6.1) | 1.5 | | | | 192.2 | | | 增持 |
| 300601.SZ | 康泰生物 | 生物药 | 303 | (1.3) | 10.0 | 14.2 | 19.0 | | 30.3 | 21.4 | 16.0 | | | 买入 |
| 603392.SH | 万泰生物 | 生物药 | 953 | 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 | 1,467 | 75.4 | 91.0 | 113.1 | 141.8 | 19.5 | 16.1 | 13.0 | 10.3 | 31.1% | 0.7 | 买入 |
| 688319.SH | 欧林生物 | 生物药 | 64 | 0.3 | 0.6 | 1.2 | 2.0 | 241.5 | 103.5 | 52.6 | 31.6 | 3.0% | 1.1 | 增持 |
| 688443.SH | 智翔金泰-U | 生物药 | 146 | (5.8) | (6.8) | (6.2) | (5.4) | | | | | | | 增持 |
| 000999.SZ | 华润三九 | 中药 | 491 | 24.5 | 30.2 | 34.9 | 39.9 | 20.1 | 16.3 | 14.1 | 12.3 | 14.4% | 0.9 | 买入 |
| 600557.SH | 康缘药业 | 中药 | 120 | 4.3 | 4.8 | 5.6 | 6.8 | 27.6 | 24.9 | 21.4 | 17.7 | 9.1% | 1.6 | 买入 |
| 688046.SH | 药康生物 | 生命科学与工业上游 | 83 | 1.6 | 1.7 | 2.5 | 3.4 | 50.2 | 48.3 | 32.5 | 24.3 | 8.3% | 1.8 | 增持 |
| 301080.SZ | 百普赛斯 | 生命科学与工业上游 | 71 | 2.0 | 1.8 | 2.4 | 3.0 | 34.7 | 38.9 | 30.1 | 23.5 | 7.9% | 2.8 | 增持 |
| 688293.SH | 奥浦迈 | 生命科学与工业上游 | 63 | 1.1 | 0.7 | 1.0 | 1.8 | 60.1 | 93.1 | 61.5 | 35.6 | 4.8% | 4.9 | 增持 |
| 300171.SZ | 东富龙 | 生命科学与工业上游 | 137 | 8.5 | 9.0 | 10.3 | 12.2 | 16.2 | 15.2 | 13.2 | 11.3 | 11.4% | 1.2 | 买入 |
| 300358.SZ | 楚天科技 | 生命科学与工业上游 | 63 | 5.7 | 5.7 | 6.7 | 8.0 | 11.1 | 11.0 | 9.4 | 7.9 | 13.5% | 0.9 | 买入 |
| 603259.SH | 药明康德 | CXO | 2,157 | 88.1 | 101.3 | 121.3 | 158.0 | 24.5 | 21.3 | 17.8 | 13.7 | 18.9% | 1.0 | 买入 |
| 000739.SZ | 普洛药业 | CXO | 181 | 9.9 | 11.9 | 15.6 | 18.8 | 18.3 | 15.2 | 11.7 | 9.7 | 17.9% | 0.6 | 买入 |
| 603127.SH | 昭衍新药 | CXO | 163 | 10.7 | 6.4 | 7.0 | 8.1 | 15.2 | 25.7 | 23.3 | 20.3 | 13.1% | 2.0 | 买入 |
| 301096.SZ | 百诚医药 | CXO | 71 | 1.9 | 2.8 | 3.9 | 5.2 | 36.5 | 25.0 | 18.0 | 13.8 | 7.8% | 0.6 | 买入 |
| 603882.SH | 金域医学 | 医疗服务 | 293 | 27.5 | 7.6 | 12.1 | 15.6 | 10.7 | 38.7 | 24.3 | 18.8 | 31.9% | 0.9 | 买入 |
| 300015.SZ | 爱尔眼科 | 医疗服务 | 1,476 | 25.2 | 34.6 | 45.4 | 57.8 | 58.5 | 42.7 | 32.5 | 25.5 | 15.1% | 1.3 | 买入 |
| 1066.HK | 威高股份 | 医疗器械 | 315 | 27.2 | 26.1 | 30.2 | 34.7 | 11.6 | 12.1 | 10.4 | 9.1 | 12.6% | 1.4 | 买入 |
| 9997.HK | 康基医疗 | 医疗器械 | 77 | 4.8 | 6.1 | 7.7 | 9.5 | 16.1 | 12.6 | 10.0 | 8.1 | 14.2% | 0.5 | 买入 |
| 1789.HK | 爱康医疗 | 医疗器械 | 64 | 2.0 | 2.7 | 3.5 | 4.6 | 31.1 | 23.6 | 18.3 | 13.8 | 9.1% | 0.8 | 买入 |
| 2005.HK | 石四药集团 | 化学制药 | 133 | 10.0 | 12.1 | 15.1 | 18.0 | 13.3 | 11.0 | 8.8 | 7.4 | 18.1% | 0.5 | 买入 |
| 0512.HK | 远大医药 | 化学制药 | 132 | 18.6 | 19.3 | 22.2 | 25.7 | 7.1 | 6.8 | 5.9 | 5.1 | 14.7% | 0.6 | 买入 |
| 2162.HK | 康诺亚-B | 生物药 | 124 | (3.1) | (2.7) | (6.0) | (6.6) | | | | | | | 买入 |
| 9926.HK | 康方生物 | 生物药 | 354 | (11.7) | 19.8 | (2.6) | 6.4 | | 17.9 | | 55.3 | | | 买入 |
| 1530.HK | 三生制药 | 生物药 | 166 | 19.1 | 21.2 | 23.7 | 26.3 | 8.7 | 7.8 | 7.0 | 6.3 | 14.8% | 0.7 | 买入 |
| 6990.HK | 科伦博泰生物-B | 生物药 | 204 | (6.2) | (2.5) | (5.5) | (6.4) | | | | | 19.1% | | 买入 |
| 2480.HK | 绿竹生物-B | 生物药 | 55 | (7.3) | (2.3) | (3.5) | (4.2) | | | | | | | 增持 |
| 2269.HK | 药明生物 | CXO | 1,142 | 44.2 | 49.3 | 64.6 | 85.4 | 25.8 | 23.2 | 17.7 | 13.4 | 12.6% | 0.9 | 买入 |
| 1951.HK | 锦欣生殖 | 医疗服务 | 83 | 1.2 | 3.5 | 4.6 | 5.7 | 68.2 | 23.4 | 17.9 | 14.5 | 1.4% | 0.3 | 买入 |
| 2273.HK | 固生堂 | 医疗服务 | 113 | 1.8 | 2.6 | 3.4 | 4.4 | 61.4 | 43.8 | 33.5 | 25.8 | 10.7% | 1.3 | 买入 |
| 2666.HK | 环球医疗 | 医疗服务 | 77 | 18.9 | 19.5 | 22.5 | 25.3 | 4.1 | 4.0 | 3.4 | 3.0 | 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 2023/12/29 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