

医药生物周报（24年第46周）

TCE 双抗达成多项出海合作，自免是潜力蓝海赛道

优于大市

核心观点

本周医药板块表现强于整体市场，医疗服务板块领涨。本周全部 A 股上涨 6.13%（总市值加权平均），沪深 300 上涨 5.50%，中小板指上涨 5.22%，创业板指上涨 9.32%，生物医药板块整体上涨 6.43%，生物医药板块表现强于整体市场。分子板块来看，化学制药上涨 4.79%，生物制品上涨 5.70%，医疗服务上涨 10.11%，医疗器械上涨 6.37%，医药商业上涨 4.68%，中药上涨 7.44%。医药生物市盈率（TTM）33.58x，处于近五年历史估值的 56.52%分位数。

TCE 双抗达成多项出海合作，自免是潜力蓝海赛道。2024 年三季度以来，国内 TCE 双抗分子迎来多项出海合作，其中 Merck 以 7 亿美元首付款收购同润生物 CD3xCD19 双抗，GSK 以 3 亿美元首付款收购恩沐生物 CD3/CD19/CD20 三抗产品。目前，全球已上市超过 10 款 TCE 双抗产品，靶点组合主要集中在 CD19、CD20、BCMA 等，适应症集中在血液瘤领域，但在这些领域，TCE 双抗也受到了同靶点 CAR-T 疗法的激烈竞争。B 细胞驱动的体液免疫异常是多种自免疾病的核心发病机制，针对上述机理，发展出了 B 细胞清除疗法（B cell depletion therapies, BCDT），通过直接作用于 B 细胞（如 CD20），或通过干扰 T/B 细胞间的相互作用（如 BAFF）间接抑制 B 细胞的活化、增殖、分化，从而干预 B 细胞介导的自免疾病。从机理上看，“CD3 + B 细胞抗原”的 TCE 双抗也可以实现持续的 B 细胞清除，具备自免适应症开发潜力。

国信医药观点：TCE 双抗在血液瘤治疗领域已有广泛应用，同靶点 CAR-T 疗法竞争下赛道趋于拥挤；Merck 和 GSK 等海外药企以数亿美元首付款对价达成 TCE 双抗合作，自免疾病有望成为潜在蓝海赛道。建议关注国内布局 TCE 平台企业，如泽璟制药、智翔金泰、康诺亚-B 等。

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			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300760.SZ	迈瑞医疗	优于大市	3446	115.8	138.0	165.7	196.4	29.8	25.0	20.8	17.5
603259.SH	药明康德	优于大市	1606	106.9	94.4	107.7	122.8	15.0	17.0	14.9	13.1
300832.SZ	新产业	优于大市	539	16.5	19.5	23.8	29.5	32.6	27.7	22.6	18.2
688443.SH	智翔金泰-U	优于大市	114	(8.0)	(7.8)	(7.3)	(4.6)	(14.2)	(14.6)	(15.7)	(24.6)
300633.SZ	开立医疗	优于大市	171	4.5	2.0	4.9	6.6	37.6	87.2	34.7	25.8
301363.SZ	美好医疗	优于大市	134	3.1	3.9	4.9	6.0	42.7	34.2	27.5	22.3
688212.SH	澳华内镜	优于大市	70	0.6	0.4	1.0	1.9	121.1	175.1	68.7	36.1
300685.SZ	艾德生物	优于大市	105	2.6	3.2	3.9	4.8	40.3	33.0	26.8	21.9
688278.SH	特宝生物	优于大市	322	5.6	8.0	11.3	15.1	58.0	40.5	28.6	21.3
688046.SH	药康生物	优于大市	59	1.6	1.4	1.8	2.2	37.0	42.0	33.4	27.2
9926.HK	康方生物	优于大市	561	20.3	(3.3)	3.2	14.0	27.6	(167.8)	175.7	40.0
6990.HK	科伦博泰生物-B	优于大市	358	(5.7)	(3.0)	(5.6)	(2.5)	(62.4)	(121.1)	(64.2)	(145.1)
0013.HK	和黄医药	优于大市	227	7.1	(0.9)	4.4	7.7	31.8	(264.9)	52.1	29.4
2162.HK	康诺亚-B	优于大市	115	(3.6)	(6.4)	(7.8)	(3.6)	(32.0)	(17.9)	(14.8)	(32.4)
1789.HK	爱康医疗	优于大市	54	1.8	2.7	3.5	4.4	29.7	20.4	15.5	12.2

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

优于大市 · 维持

证券分析师：张佳博

021-60375487

zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

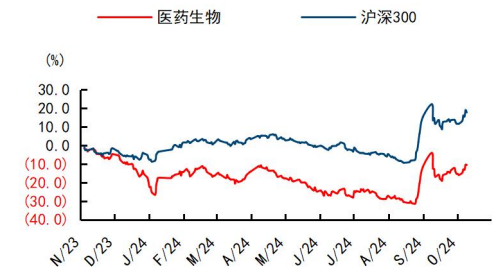
证券分析师：马千里

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45周）-2018年以来历年国家医保谈判情况梳理》——2024-11-06

《医疗器械行业2024年三季度总结：三季度行业持续承压，板块结构性机会渐显》——2024-11-05

《医药生物行业2024年10月投资策略：三季度业绩陆续披露，关注经营趋势向上标的》——2024-10-23

《医药生物周报（24年第43周）-辅助生殖加速纳入医保，预计带动国内IVF需求量提升》——2024-10-22

《医药生物行业2024年9月投资策略——板块Q2业绩环比改善，静待进一步企稳回升》——2024-09-30

内容目录

TCE 双抗达成多项出海合作	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
11 月医药行业投资观点	11
推荐标的	13
风险提示	15

图表目录

图 1: GB261 分子结构及作用机理示意图	4
图 2: 主要的 B 细胞表面抗原分布	5
图 3: B 细胞相关自免疾病	6
图 4: 申万一级行业一周涨跌幅 (%)	8
图 5: 申万一级行业市盈率情况 (TTM)	10
图 6: 医药行业子板块一周涨跌幅 (%)	10
图 7: 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	7
表 2: 本周 A 股涨跌幅前十的个股情况	9

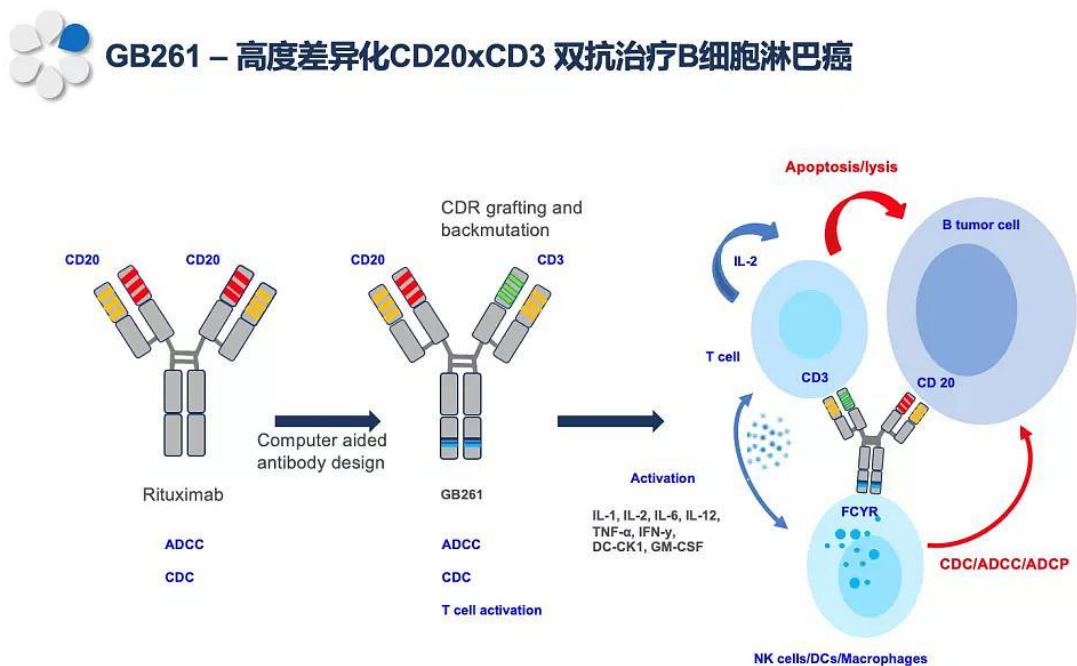
TCE 双抗达成多项出海合作

2024 年三季度以来，国内 TCE（T-cell engager，T 细胞连接器）双抗分子迎来多项出海合作：

嘉和生物：2024 年 8 月，与 TRC 2004 达成许可及股权协议，将 GB261 除大中华区外全球权益授权给 TRC 2004。根据协议条款，嘉和生物将获得：1) 数量可观的股权；2) 数千万美元的首付款；3) 高达 4.43 亿美元的里程碑付款；4) 净销售额个位数到双位数百分比的分层特许权使用费。

GB261 是一种新型差异化 CD20/CD3 双特异性 T 细胞接合剂（TCE），具有超低 CD3 结合亲和力和完整的 Fc 功能（ADCC 和 CDC）。嘉和生物先前已在中国和澳大利亚完成针对 B-NHL（DLBCL 和 FL）进行的 Ph1/2 多中心临床研究，结果显示出良好的疗效和安全性，可显著减少细胞因子风暴（CRS）。

图1: GB261 分子结构及作用机理示意图



第一个拥有非常低CD3结合亲和力的T细胞衔接剂并且能保持Fc效应功能（ADCC和CDC），从而获得更好的安全性和多种机制来更好的杀死肿瘤细胞。

资料来源：嘉和生物官网，国信证券经济研究所整理

同润生物：2024 年 8 月，Merck 通过其子公司收购用于治疗 B 细胞相关疾病的新型在研临床阶段双特异性抗体 CN201，其中首付款达 7 亿美元（约合人民币 50 亿元），以及不超过 6 亿美元的里程碑付款。

CN201 是基于药明生物 WuxiBody 技术构建的 CD3xCD19 双抗，TCR 替代 CH1 和 CL，避免轻链错配，根据需要可以采取 1:1 或 2:1 价态设计。CN201 目前正

在处于 Ph1 和 Ph1b/2 临床阶段，分别用于治疗复发或难治性非霍奇金淋巴瘤（NHL）和复发或难治性 B 细胞急性淋巴细胞白血病（ALL）患者，初步数据表明其耐受性良好，可以使得 B 细胞群持续减少。Merck 计划评估 CN201 作为 B 细胞恶性肿瘤的治疗方法，并**研究其用于治疗自身免疫性疾病提供新的、可扩展的选择的潜力**。

岸迈生物：2024 年 9 月，与 Vignette 达成协议，授予其在大中华区以外开发和商业化 EMB-06 的独家权利。岸迈生物将以现金和 Vignette 股权的形式收取总计 6000 万美元的首付款对价，并将有权收取最多 5.75 亿美元的开发、上市、和商业化里程碑付款，以及基于净销售额的收入分成。

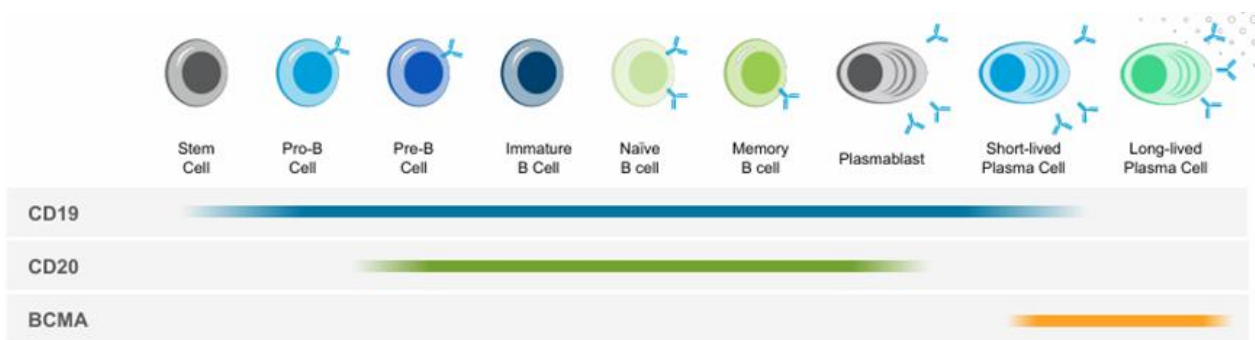
恩沐生物：2024 年 10 月，与 GSK 达成协议，授予其 CMG1A46 开发和商业化权益，**合作对价包括 3 亿美元预付款，及不超过 5.5 亿美元的开发和商业里程碑付款**。CMG1A46 是一款靶向 CD3/CD19/CD20 的三抗，用于治疗多种耐药和复发的 B 细胞血液肿瘤，是全球首个进入临床的抗 CD3/CD19/CD20 三抗产品，正在美国和中国进行白血病和淋巴瘤的 Ph1 临床试验。**GSK 计划重点关注 CMG1A46 在治疗系统性红斑狼疮、狼疮肾炎等方面的潜力，并有可能扩展到其他自免疾病，预计 2025H1 开展系统性红斑狼疮的 Ph1 临床试验。**

TCE 双抗在血液瘤治疗领域已有广泛应用

TCE 双抗是一类通过在空间上拉近 T 细胞和肿瘤细胞来实现肿瘤杀伤的新型抗体，从结构上来看，其抗体 Fab 端一端为免疫细胞激活位点（以 CD3 为代表），另一端为肿瘤靶向臂（TAA），负责结合肿瘤细胞表面抗原。

目前，全球已上市超过 10 款 TCE 双抗产品，靶点组合主要集中在 CD3×CD19、CD3×CD20、CD3×BCMA 等，适应症集中在血液瘤领域。但在这些领域，TCE 双抗也受到了同靶点 CAR-T 疗法的激烈竞争。从底层机理上看，TCE 双抗将 T 细胞与肿瘤细胞拉近来实现杀伤，而 CAR-T 通过对自体 T 细胞的工程化改造，使其能够识别肿瘤细胞表面抗原，从而实现杀伤，二者机理相似，目前 CD19、CD20 和 BCMA 等靶点也均有多款细胞治疗产品上市。

图2：主要的 B 细胞表面抗原分布

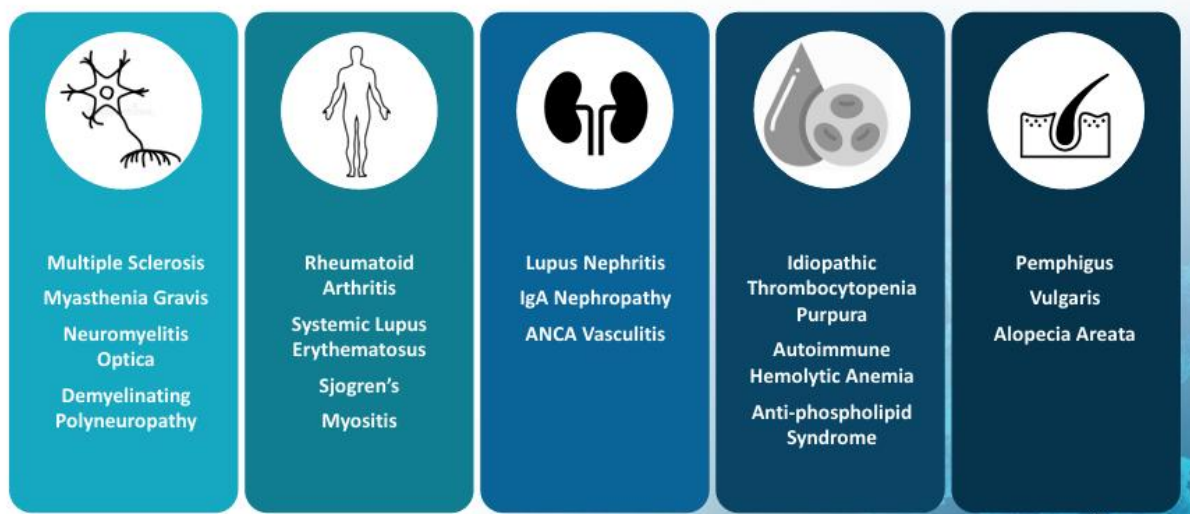


资料来源：Cullinan 公司官网，国信证券经济研究所整理

自免是 TCE 双抗潜在蓝海赛道

B 细胞驱动的体液免疫异常是多种自免疾病的核心发病机制，当自身反应性 B 细胞过度激活时，会产生大量自身抗体及其免疫复合物，这些抗体和免疫复合物会引起不同组织和器官的损伤，从而导致多种自免疾病的发生。其中，弥漫性结缔组织病较为典型，主要由免疫异常引起，包括干燥综合征、皮炎、硬皮病以及系统性血管炎、类风湿关节炎等；此外，还有一些以特定器官受损为主的疾病，包括血液（溶血性贫血、免疫性血小板减少）、神经（重症肌无力、多发性硬化、自身免疫性脑炎）、消化（自身免疫性肝病、自身免疫性胰腺炎、乳糜样泻）及皮肤（天疱疮）等多个领域。

图3: B 细胞相关自免疾病



资料来源: IgM biosciences 官网, 国信证券经济研究所整理

针对上述机理，发展出了 B 细胞清除疗法（B cell depletion therapies, BCDT），通过直接作用于 B 细胞（如 CD20），或通过干扰 T/B 细胞间的相互作用（如 BAFF）间接抑制 B 细胞的活化、增殖、分化，从而干预 B 细胞介导的自免疾病。从机理上看，“CD3 + B 细胞抗原”的 TCE 双抗也可以实现持续的 B 细胞清除，具备自免适应症开发潜力。

2024 年 4 月，Nature Medicine 发表了一项研究，在 6 名严重多重耐药的类风湿性关节炎患者（RA）中使用低剂量 Blinatumomab（Amgen 的 CD3xCD19 双抗）进行治疗，结果显示患者临床疾病活动迅速下降且滑膜病变得到改善，并降低了自身抗体水平，安全性良好，未出现 CRS。

Amgen 目前已启动 Blinatumomab 治疗 SLE（系统性红斑狼疮）伴随肾炎患者的 Ph2 临床研究。

国信医药观点：TCE 双抗在血液瘤治疗领域已有广泛应用，同靶点 CAR-T 疗法竞争下赛道趋于拥挤；Merck 和 GSK 等海外药企以数亿美元首付款对价达成 TCE 双抗合作，自免疾病有望成为潜在蓝海赛道。建议关注国内布局 TCE 平台企业，如泽璟制药、智翔金泰、康诺亚-B 等。

新股上市跟踪

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
603205.SH	健尔康	11月07日上市	公司是一家主要从事医用敷料等一次性医疗器械及消毒卫生用品研发、生产和销售的高新技术企业，公司产品根据使用用途分为手术耗材类、伤口护理类、消毒清洁类、防护类、高分子及辅助类和非织造布类六大系列，可以满足客户多元化产品需求。公司深耕行业多年，凭借高质量产品和优质服务受到海内外客户的广泛青睐。公司被江苏省工业和信息化厅认定为“江苏省专精特新小巨人企业”，医用手术巾生产车间被常州市经济和信息化委员会评为“常州市示范智能车间”。

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 6.13%（总市值加权平均），沪深 300 上涨 5.50%，中小板指上涨 5.22%，创业板指上涨 9.32%，生物医药板块整体上涨 6.43%，生物医药板块表现强于整体市场。分子板块来看，化学制药上涨 4.79%，生物制品上涨 5.70%，医疗服务上涨 10.11%，医疗器械上涨 6.37%，医药商业上涨 4.68%，中药上涨 7.44%。

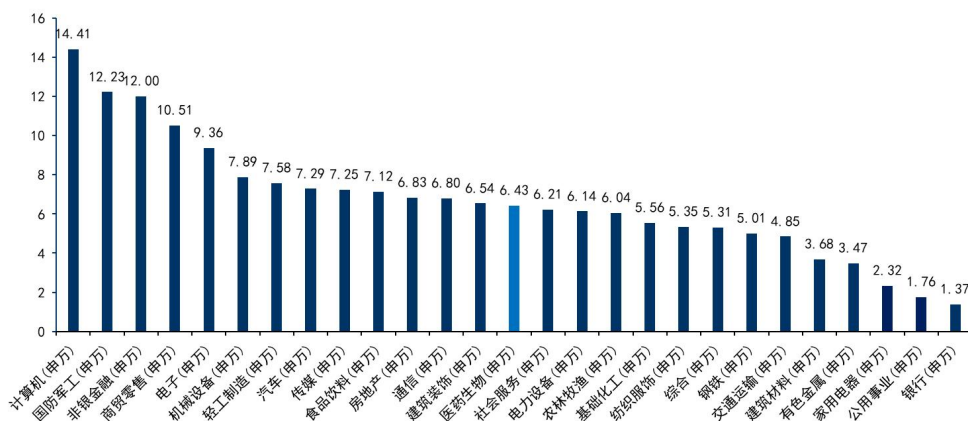
个股方面，涨幅居前的是浩欧博（148.84%）、博士眼镜（45.58%）、无锡晶海（39.29%）、东方海洋（36.93%）、海南海药（35.79%）、博迅生物（34.78%）、梓潼宫（32.39%）、普瑞眼科（30.37%）、康美药业（29.80%）、四环生物（29.77%）。

跌幅居前的是惠泰医疗（-10.13%）、双成药业（-8.50%）、康为世纪（-8.12%）、*ST 景峰（-7.85%）、复旦复华（-7.57%）、海思科（-5.26%）、荣昌生物（-5.00%）、济南高新（-4.91%）、天新药业（-4.54%）、南华生物（-3.71%）。

本周恒生指数上涨 1.08%，港股医疗保健板块上涨 2.77%，板块相对表现强于恒生指数。分子板块来看，制药板块上涨 1.39%，生物科技上涨 3.42%，医疗保健设备上涨 0.63%，医疗服务上涨 2.98%。

市场表现居前的是（仅统计市值 50 亿港币以上）昭衍新药（20.27%）、云顶新耀-B（17.10%）、康希诺生物（14.21%）、一脉阳光（13.04%）、微创机器人-B（12.37%）；跌幅居前的是 QUANTUMPH-P（-26.03%）、金斯瑞生物科技（-7.01%）、美中嘉和（-6.16%）、艾美疫苗（-4.67%）、联邦制药（-4.66%）。

图4: 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

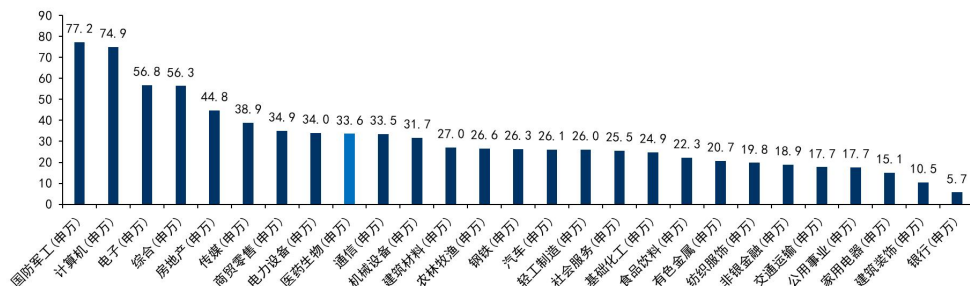
本周涨幅前十		本周跌幅前十	
股票简称	涨幅	股票简称	跌幅
浩欧博	148.84%	惠泰医疗	-10.13%
博士眼镜	45.58%	双成药业	-8.50%
无锡晶海	39.29%	康为世纪	-8.12%
东方海洋	36.93%	*ST 景峰	-7.85%
海南海药	35.79%	复旦复华	-7.57%
博迅生物	34.78%	海思科	-5.26%
梓潼宫	32.39%	荣昌生物	-5.00%
普瑞眼科	30.37%	济南高新	-4.91%
康美药业	29.80%	天新药业	-4.54%
四环生物	29.77%	南华生物	-3.71%

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

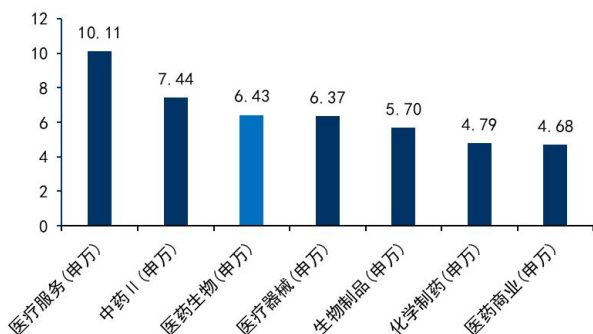
医药生物市盈率（TTM）33.58x，全部 A 股（申万 A 股指数）市盈率 18.40x。分板块来看，化学制药 38.64x，生物制品 34.02x，医疗服务 37.46x，医疗器械 33.57x，医药商业 19.01x，中药 29.84x。

图5：申万一级行业市盈率情况（TTM）



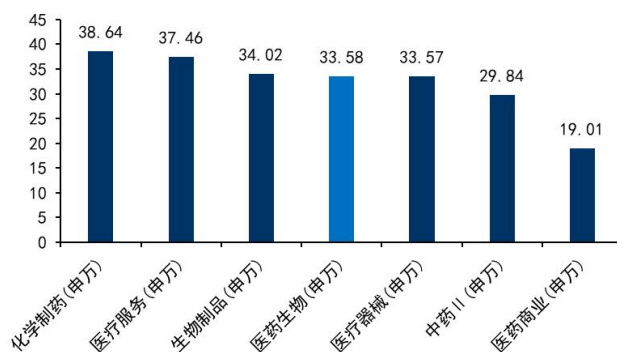
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：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7：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

11 月医药行业投资观点

Q3 医药板块业绩总结：2024 年第三季度，A 股 473 家医药上市公司共实现收入 5993 亿（百济神州、诺诚健华尚未披露），同比 0.9%，连续 4 个季度负增长之后，恢复正增长，实现扣非利润 377 亿，同比-11.2%，连续 8 个季度负增长。467 家可比公司中 217 家收入负增长，250 家收入正增长，正增长公司占比 53.6%；收入实现 10%以上增长的企业为 153 家，占比 32.8%；收入实现 20%以上增长的企业有 86 家，占比 18.4%。整体来看，医药行业在去年三季度基数较低的情况下，今年三季度表现整体缺乏亮点，宏观经济偏弱、行业规范化（集采、反腐、DRG）等因素仍对行业的收入和盈利产生了压制。

细分领域 24Q3 表现：从 24Q3 收入增速来看，创新药（+18%，仿创+biotech）、医疗耗材（+11%，高值+低值）、原料药（+9%）、连锁药店（+5%）、医药流通（+4%）、仿制药（+3%）、CRO（+3%，临床前+临床）、IVD（+2%）实现正增长。收入增速下滑的细分有：疫苗（-56%）、ICL（-12%）、血制品（-10%）、上游（-10%）、生物制品（-6%）、OTC 药品（-6%）、CDMO（-3%）、院内中药（-1%）、医疗设备（-1%）、民营医疗服务（-0.3%）。

● 药品：

以院内为主的创新药、仿制药、中药 24Q3 收入分别为 153 亿、688 亿、702 亿，同比分别为 18%、3%、-1%。考虑到百济神州、诺诚健华的财报尚未披露，创新药板块实际上的收入增速应该超过 20%。目前创新药收入占院内药品收入的比例在 10%左右，考虑到国产优质创新药在临床上的性价比，随着国家全链条鼓励创新药政策落地，即使不考虑出海和对进口产品的替代，仅考虑其在国产药品中份额的提升，预计国产创新药在院内药品的占比还会持续快速提升，创新药未来将在很长时间内都是成长性最好的细分板块（院内占比从 10%提升到 30%）。

院外占比较大的 OTC、疫苗、血制品、生物制品 24Q3 收入分别为 149 亿、92 亿、66 亿、83 亿，同比分别为-6%、-56%、-10%、-6%。刚需属性较强的 OTC、血制品等也出现了收入下滑的情况，而疫苗等消费属性较强的板块则叠加价格下降等因素下降幅度更大。整体来看，由于消费疲软、产品创新速度变慢，竞争格局恶化等因素，院外收入占比较大的药品企业面临持续的经营压力，由于该类企业历史上积累了较好的现金流，创新和并购是破局之道。对于疫苗和生物制品企业来说，除了在国内积极参与竞争，获得市场份额的提升外，进行产品创新和把成熟产品卖到海外也是很好的选择。

整体来看，在消费面临压力、医保持续追求保基本和提升药品可及性的前提下，疗效明确的创新药、临床刚需用药等都有持续增长的空间，同时自我诊疗属性较强的 OTC 产品由于其便利性和及时性等因素，也能获得稳定的增长空间。历史上消费属性较强、历史定价较高、刚需属性较弱、竞争格局恶化的产品则会逐渐萎缩。

● 医疗器械：

从设备层面来看，2023 年反腐开始以后，设备板块的增速从 20%以上放缓至 10%以内，今年 Q1、Q2 均不到 2%，2023-2024 两年年化增速在 10-15%之间。今年 Q3 设备板块增速由正转负，主要是因为医院受到行业整顿及 DRG 等因素的影响，经营效益较差，减少了设备的采购，同时设备更新采购持续延期，无法形成对冲。

院内医疗设备的采购资金主要来源于财政拨款和医院经营活动的收入（由于经济周期，目前都比较弱）。未来常态化的情况下，考虑医疗支出与 GDP 增速的比值关系、医院希望获得经营杠杆效应（设备投资能够产生较大的经营杠杆）等，行业常态化增速理论上不低于 5%。于国产企业来说，国产化率低、国产替代做得好的细分板块有望实现倍数于行业的增速，而国产企业中的佼佼者可以获得更高的增长（ $g=5\%*2*2$ ），如出海战略顺利实施，则增速有望再提升。对于院外，家用医疗设备的需求主要来源于老龄化的加剧和消费者对舒适性、便利性的追求，属于长期有成长且周期性相对较弱的赛道。

从耗材层面看，由于支付方相同，需求侧的逻辑和药品板块类似，都是刚需优于可选，先进术式凭借碾压式性价比替代落后术式，具体到细分板块，可以看到无论是诊断、低值耗材还是治疗性医疗器械（手术相关），连续两个季度保持正增长，其中骨科和低值耗材 Q3 实现了 15% 以上的收入增长。该板块的主要投资思路可以概括为选择先进术式相关（精准化、微创化、智能化等）、海外渠道通畅、政策出清力度大（DRG、集采等的影响已经剧烈出清）三个方向，分别对应（化学发光、电生理、TAVR、内镜耗材、人工晶体、ICL 晶体）、（低值耗材、化学发光、分子诊断、POCT）、相对成熟的治疗性耗材（骨科、心脏支架等）。

● CXO

多个 CXO 公司在 24Q3 交出靓丽答卷，如药明康德 2024Q3 实现营业收入 104.6 亿元（同比-2.0%，剔除新冠商业化项目后同比+14.6%，环比+13.0%），截至 Q3 末，在手订单达 438.2 亿元（剔除新冠商业化项目同比+35.2%）；康龙化成 2024Q3 收入 32.1 亿元（+10.0%），2024Q1-Q3 公司新签订单同比增长超过 18%；凯莱英 2024Q3 营收 14.4 亿元（-18.1%），剔除大订单影响同比+12.2%，新签订单持续保持良好态势；博腾股份 Q3 单季度营收 7.7 亿元（同比+10.7%，环比+14.7%），剔除大订单影响营收同比增长 29%。24Q3 业绩进一步确认了海外业务占比大的 CXO 龙头公司业绩及订单拐点，仍看好中国 CXO 龙头公司在全球小分子药物研发外包市场中的领先优势。

细分板块投资策略：板块业绩有望见底回升，集采、反腐、疫情等原因对业绩影响逐步减弱，国内及海外的宏观环境向好趋势为医药板块业绩改善创造了良好的外部环境，行业有望在 25 年进入新一轮增长周期，集中度预计在未来几年会加速提升，龙头公司将呈现更强的阿尔法属性。结合长期产业趋势、政策鼓励方向、国内外宏观环境对业绩影响，看好**创新药、医疗器械、CXO、消费医疗**几个细分。

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：公司是全球领先的制药以及医疗器械研发开放式能力和技术平台企业。药明康德向全球制药公司、生物技术公司以及医疗器械公司提供全方位的实验室研发、研究生产服务，服务范围贯穿从小分子药物发现到推向市场的全过程，以及细胞治疗和基因治疗从产品开发到商业化生产服务、医疗器械测试服务等。

新产业：公司为化学发光免疫分析领域的龙头，拥有技术、生产和销售等方面的多重优势，坚实庞大的装机基础未来将持续带动试剂销售，促进进口替代，同时国际化和平台化布局将开启新成长曲线。

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。

开立医疗：开立医疗是国内“超声+软镜”行业领军企业，持续丰富业务矩阵，公司超声业务已经历 20 多年发展，建立了较为完善的营销网络渠道，超声行业也逐步进入成熟期。作为国产软镜后起之秀，开立在国内市场已跻身市占率第三。同时持续布局微创外科和心血管介入，新业务成长可期。

美好医疗：公司专注于医疗器械精密组件及产品的设计开发、制造和销售，具备提供医疗器械组件及产品开发的全流程服务的能力，目前核心业务为家用呼吸机组件和人工植入耳蜗组件，作为平台型企业，公司延伸能力突出，目前已经延伸至其他医疗器械产品组件和家用及消费电子组件。

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。

特宝生物：公司核心品种派格宾是目前国内唯一长效干扰素产品，国内慢性乙肝患者群体庞大，随着乙肝临床治愈理念的不断普及、科学证据的积累，以长效干扰素为基石的组合疗法渗透率有望持续提升；珮金是新一代长效升白药，有望贡献销售增量；长效生长激素已提交 NDA，国内进度领先。

药康生物：公司是一家专业从事实验动物小鼠模型的研发、生产、销售及相关技术服务的高新技术企业，系亚洲小鼠突变和资源联盟企业成员以及科技部认定的国家遗传工程小鼠资源库共建单位。近年来海外市场营收增速较快，各业务线条均稳健增长。

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。

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。

和黄医药 (0013.HK)：公司的呋喹替尼去年底在美国获批上市后迅速放量，二线胃癌适应症有望在今年下半年获批上市。赛沃替尼与奥希替尼联合探索 EGFRm/MET+ NSCLC 的临床也有望迎来数据读出和申报上市。

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 23A	PEG 24E	投资 评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
300760.SZ	迈瑞医疗	医疗器械	3,446	115.8	138.0	165.7	196.4	29.8	25.0	20.8	17.5	35.0%	1.3	优于大市
300832.SZ	新产业	医疗器械	539	16.5	19.5	23.8	29.5	32.6	27.7	22.6	18.2	21.9%	1.3	优于大市
688212.SH	澳华内镜	医疗器械	70	0.6	0.4	1.0	1.9	121.1	175.1	68.7	36.1	4.2%	3.5	优于大市
688161.SH	威高骨科	医疗器械	122	1.1	2.2	2.9	3.4	108.6	55.0	41.8	35.6	2.9%	1.2	优于大市
688271.SH	联影医疗	医疗器械	1,077	19.7	14.2	23.0	28.1	54.5	75.8	46.7	38.4	10.5%	6.1	优于大市
688050.SH	爱博医疗	医疗器械	191	3.0	4.1	5.2	6.4	63.0	46.8	37.0	30.0	14.3%	1.7	优于大市
301363.SZ	美好医疗	医疗器械	134	3.1	3.9	4.9	6.0	42.7	34.2	27.5	22.3	9.8%	1.4	优于大市
688236.SH	春立医疗	医疗器械	48	2.8	2.5	3.0	3.6	17.4	19.4	16.2	13.6	9.7%	2.2	优于大市
688576.SH	西山科技	医疗器械	35	1.2	1.3	1.5	1.8	29.5	26.8	22.5	18.9	5.4%	1.7	优于大市
300049.SZ	福瑞股份	医疗器械	107	1.0	2.0	3.0	4.0	104.9	53.8	35.8	26.6	6.6%	0.9	优于大市
300463.SZ	迈克生物	医疗器械	89	3.1	4.1	5.3	6.4	28.6	21.7	16.9	14.0	4.9%	0.8	优于大市
300685.SZ	艾德生物	医疗器械	105	2.6	3.2	3.9	4.8	40.3	33.0	26.8	21.9	15.4%	1.5	优于大市
688358.SH	祥生医疗	医疗器械	28	1.5	1.9	2.3	2.9	19.4	14.8	12.2	9.7	10.7%	0.6	优于大市
688389.SH	普门科技	医疗器械	73	3.3	4.1	5.1	6.2	22.3	17.9	14.4	11.8	18.3%	0.8	优于大市
688029.SH	南微医学	医疗器械	141	4.9	6.0	6.9	8.0	28.9	23.6	20.4	17.6	13.5%	1.3	优于大市
603301.SH	振德医疗	医疗器械	63	2.0	4.0	5.1	6.4	32.0	15.9	12.4	10.0	3.7%	0.3	优于大市
688626.SH	翔宇医疗	医疗器械	50	2.3	2.1	2.7	3.3	21.8	24.1	18.7	14.8	10.9%	1.8	优于大市
605369.SH	拱东医疗	医疗器械	51	1.1	2.5	3.0	3.5	46.4	20.3	16.7	14.4	6.7%	0.4	优于大市
300633.SZ	开立医疗	医疗器械	171	4.5	2.0	4.9	6.6	37.6	87.2	34.7	25.8	14.4%	6.5	优于大市
002653.SZ	海思科	化学制药	387	3.0	4.5	6.6	9.2	131.3	85.9	58.8	42.3	7.1%	1.9	优于大市
688575.SH	亚辉龙	医疗器械	106	3.6	3.8	5.1	6.7	29.8	27.8	20.6	15.9	13.9%	1.2	优于大市
688062.SH	迈威生物-U	生物药	92	(10.5)	(7.5)	(5.2)	(1.3)	(8.7)	(12.2)	(17.8)	(72.8)	-40.8%	0.2	优于大市
300601.SZ	康泰生物	生物药	220	8.6	6.1	8.1	10.0	25.5	36.0	27.2	22.0	9.0%	7.2	优于大市
688687.SH	凯因科技	生物药	48	1.2	1.3	2.0	2.6	41.5	36.3	24.2	18.4	6.6%	1.2	优于大市
688319.SH	欧林生物	生物药	45	0.2	0.5	0.7	1.3	254.6	93.1	68.8	33.6	1.9%	1.0	优于大市
688443.SH	智翔金泰-U	生物药	114	(8.0)	(7.8)	(7.3)	(4.6)	(14.2)	(14.6)	(15.7)	(24.6)	-28.8%	0.9	优于大市
688278.SH	特宝生物	生物药	322	5.6	8.0	11.3	15.1	58.0	40.5	28.6	21.3	29.6%	1.1	优于大市
000999.SZ	华润三九	中药	628	28.5	33.1	39.4	45.7	22.0	18.9	15.9	13.7	15.0%	1.1	优于大市
600557.SH	康缘药业	中药	95	5.4	5.4	6.1	6.8	17.7	17.5	15.6	14.0	10.3%	2.2	优于大市
600129.SH	太极集团	中药	156	8.2	10.7	13.0	15.6	19.0	14.5	12.0	10.0	22.7%	0.6	优于大市
688046.SH	药康生物	生命科学 & 工业上游	59	1.6	1.4	1.8	2.2	37.0	42.0	33.4	27.2	7.5%	3.9	优于大市
301080.SZ	百普赛斯	生命科学 & 工业上游	53	1.5	1.6	2.2	3.0	34.2	33.7	24.3	17.7	5.9%	1.4	优于大市
688293.SH	奥浦迈	生命科学 & 工业上游	47	0.5	0.4	1.0	1.4	87.1	112.0	48.5	33.1	2.5%	2.9	优于大市
603259.SH	药明康德	CXO	1,606	106.9	94.4	107.7	122.8	15.0	17.0	14.9	13.1	17.4%	3.6	优于大市
000739.SZ	普洛药业	CXO	196	10.6	11.2	13.3	15.9	18.6	17.5	14.8	12.3	17.0%	1.2	优于大市
603127.SH	昭衍新药	CXO	134	4.0	0.9	3.0	3.4	33.9	147.7	44.8	40.1	4.8%	-26.8	优于大市
301096.SZ	百诚医药	CXO	45	2.7	1.8	2.2	2.7	16.5	25.3	20.8	16.8	10.1%	-41.3	优于大市
688076.SH	诺泰生物	CXO	116	1.6	4.7	6.4	8.6	70.9	24.6	18.0	13.4	7.5%	0.3	优于大市
688222.SH	成都先导	CXO	54	0.4	0.5	0.6	0.8	132.4	107.8	85.5	64.9	3.0%	4.0	优于大市
603882.SH	金域医学	医疗服务	156	6.4	4.5	8.7	10.9	24.2	34.3	17.8	14.3	7.7%	1.8	优于大市
300015.SZ	爱尔眼科	医疗服务	1,499	33.6	35.3	42.6	51.0	44.6	42.4	35.2	29.4	17.8%	2.8	优于大市
1066.HK	威高股份	医疗器械	211	20.0	21.9	23.5	25.4	10.6	9.7	9.0	8.3	8.9%	1.2	优于大市
1789.HK	爱康医疗	医疗器械	54	1.8	2.7	3.5	4.4	29.7	20.4	15.5	12.2	7.6%	0.6	优于大市
2005.HK	石四药集团	化学制药	106	11.9	12.3	13.8	15.2	8.9	8.6	7.7	7.0	19.0%	1.0	优于大市
0512.HK	远大医药	化学制药	154	17.0	19.0	21.0	23.2	9.0	8.1	7.3	6.6	12.4%	0.7	优于大市
0013.HK	和黄医药	化学制药	227	7.1	(0.9)	4.4	7.7	31.8	(264.9)	52.1	29.4	13.8%	-101.0	优于大市
2162.HK	康诺亚-B	生物药	115	(3.6)	(6.4)	(7.8)	(3.6)	(32.0)	(17.9)	(14.8)	(32.4)	-12.0%	44.2	优于大市
9926.HK	康方生物	生物药	561	20.3	(3.3)	3.2	14.0	27.6	(167.8)	175.7	40.0	43.2%	14.4	优于大市
1530.HK	三生制药	生物药	135	15.5	19.3	21.5	24.2	8.7	7.0	6.3	5.6	11.0%	0.4	优于大市
6990.HK	科伦博泰生物-B	生物药	358	(5.7)	(3.0)	(5.6)	(2.5)	(62.4)	(121.1)	(64.2)	(145.1)	-24.6%	4.9	优于大市

2480. HK	绿竹生物-B	生物药	40	(2.5)	(3.0)	(3.6)	(3.4)	(16.1)	(13.4)	(11.3)	(11.8)	-24.4%	-1.2	优于大市
2268. HK	药明合联	CXO	279	2.8	7.1	10.2	13.2	98.6	39.1	27.5	21.2	5.2%	0.6	优于大市
2269. HK	药明生物	CXO	654	34.0	38.2	44.8	53.2	19.2	17.1	14.6	12.3	8.4%	1.1	优于大市
2273. HK	固生堂	医疗服务	87	2.5	3.4	4.4	6.0	34.7	26.0	20.0	14.6	10.9%	0.8	优于大市
2666. HK	环球医疗	医疗服务	88	20.2	21.1	22.8	24.8	4.4	4.2	3.9	3.5	12.9%	0.6	优于大市

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理、预测 注: 总市值以 2024/11/8 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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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