

医药生物周报 (25年第46周)

化脓性汗腺炎治疗药物梳理

优于大市

核心观点

本周医药板块表现弱于整体市场，医药商业板块领跌。本周全部A股下跌4.32%（总市值加权平均），沪深300下跌3.77%，中小板指下跌5.10%，创业板指下跌6.15%，生物医药板块整体下跌6.88%，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7.02%，生物制品下跌7.46%，医疗服务下跌6.90%，医疗器械下跌6.38%，医药商业下跌7.67%，中药下跌6.46%。医药生物市盈率（TTM）36.69x，处于近5年历史估值的78.22%分位数。

化脓性汗腺炎治疗药物梳理。化脓性汗腺炎（HS）是一种慢性、复发性、毁容性、炎症性皮肤病。一般认为西方人群的真实患病率~1%，美国确诊HS患者~32万人（其中~20万为中重度患者）；中国HS患病率~0.03%（~40万人，已被列入第二批罕见病目录），其中中重度患者~30万人。HS一线疗法以抗菌为主，二线生物制剂疗法主要为阿达木单抗（TNF α ）、司库奇尤单抗（IL-17A）及比奇珠单抗（IL-17A/F）等，其中阿达木单抗上市最早，对中重度HS患者有一定疗效，但缓解深度及长期维持获益有限；IL-17A（2023年10月）及IL-17A/F（2024年11月）产品上市后依靠疗效及安全性优势快速获得市场份额。HS致病机理复杂，涉及先天/适应性免疫、T/B细胞等多个通路，除TNF及IL-17A/F外，MNC药企围绕IL-1 β （*Lutikizumab, Ph3, AbbVie*）、IL-36R（*Spesolimab, Ph2/3, Boehringer Ingelheim*）、JAK1（*Upadactinib, Ph3, AbbVie*）、BTKi（*Remibrutinib, Ph3, Novartis*）、IRAK4（*KT-474, Ph2b, Sanofi*）、CXCR1/2（*Eltrekibart, Ph2, Eli Lilly*）等靶点密集布局。

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			
				2024E	2025E	2026E	2027E	2024E	2025E	2026E	2027E
300760.SZ	迈瑞医疗	优于大市	2366	116.7	98.8	111.5	131.3	20.3	23.9	21.2	18.0
603259.SH	药明康德	优于大市	2742	93.5	111.6	127.3	145.1	29.3	24.6	21.5	18.9
300015.SZ	爱尔眼科	优于大市	1090	35.6	40.6	48.3	56.6	30.7	26.9	22.6	19.3
300832.SZ	新产业	优于大市	490	18.3	16.9	20.0	23.3	26.8	29.0	24.5	21.0
688617.SH	惠泰医疗	优于大市	365	6.7	8.8	11.3	14.7	54.3	41.7	32.2	24.8
300633.SZ	开立医疗	优于大市	119	1.4	3.1	4.0	4.8	83.6	38.0	30.0	24.7
688212.SH	澳华内镜	优于大市	63	0.2	0.3	0.7	1.0	299.2	184.9	92.5	61.6
300685.SZ	艾德生物	优于大市	84	2.5	3.2	3.8	4.5	32.9	26.4	21.9	18.6
688050.SH	爱博医疗	优于大市	117	3.9	4.3	5.2	6.3	30.0	27.3	22.4	18.6
603882.SH	金域医学	优于大市	133	(3.8)	6.9	8.5	—	(34.9)	19.3	15.7	—
002223.SZ	鱼跃医疗	优于大市	352	18.1	20.1	23.7	27.8	19.5	17.5	14.9	12.7
688029.SH	南微医学	优于大市	144	5.5	6.9	8.0	8.9	26.0	20.9	18.0	16.3
9926.HK	康方生物	优于大市	897	(5.1)	0.3	7.3	17.9	(174.4)	3093.8	122.9	50.0
6990.HK	科伦博泰生物-B	优于大市	906	(2.7)	(7.2)	(3.0)	4.8	(339.5)	(125.6)	(299.8)	190.6
0013.HK	和黄医药	优于大市	174	2.7	30.5	4.8	7.7	64.2	5.7	36.1	22.7
2162.HK	康诺亚-B	优于大市	153	(5.2)	(4.9)	(5.8)	0.5	(29.7)	(31.2)	(26.6)	288.9
1530.HK	三生制药	优于大市	650	20.9	99.6	28.8	32.1	31.1	6.5	22.6	20.2
2268.HK	药明合联	优于大市	759	10.7	14.0	19.2	26.0	70.9	54.3	39.6	29.2
1789.HK	爱康医疗	优于大市	57	2.7	3.3	4.0	4.8	20.7	17.0	14.0	11.7
1066.HK	威高股份	优于大市	222	20.7	21.2	24.0	26.8	10.7	10.5	9.2	8.3

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：马千里

010-88005445

maqianli@guosen.com.cn

S0980521070001

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939

chenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

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

- 《海外制药企业2025Q3业绩回顾——MNC的产品在美国市场放量有多快？》——2025-11-20
- 《医药生物周报（25年第45周）-海外医疗器械MNC三季报业绩汇总》——2025-11-19
- 《创新药行业复盘——创新出海2.0：BD之后，我们应该关注什么》——2025-11-16
- 《关注器械及药房板块的低估值反转标的——医药生物行业2025年11月投资策略》——2025-11-11
- 《A股生物医药行业2025三季报总结——创新药及产业链持续高景气，关注反转标的》——2025-11-11

内容目录

化脓性汗腺炎治疗药物梳理	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
推荐标的	14
风险提示	16

图表目录

图1: HS 发病机制	4
图2: 欧盟 S2k 指南推荐药物治疗流程	5
图3: 三款 IL-17A 抗体 HS 数据对比	6
图4: 美国市场 HS 患者生物制剂份额	7
图5: 全球上市/在研 HS 治疗药物进展	8
图6: 申万一级行业一周涨跌幅 (%)	10
图7: 申万一级行业市盈率情况 (TTM)	12
图8: 医药行业子板块一周涨跌幅 (%)	12
图9: 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

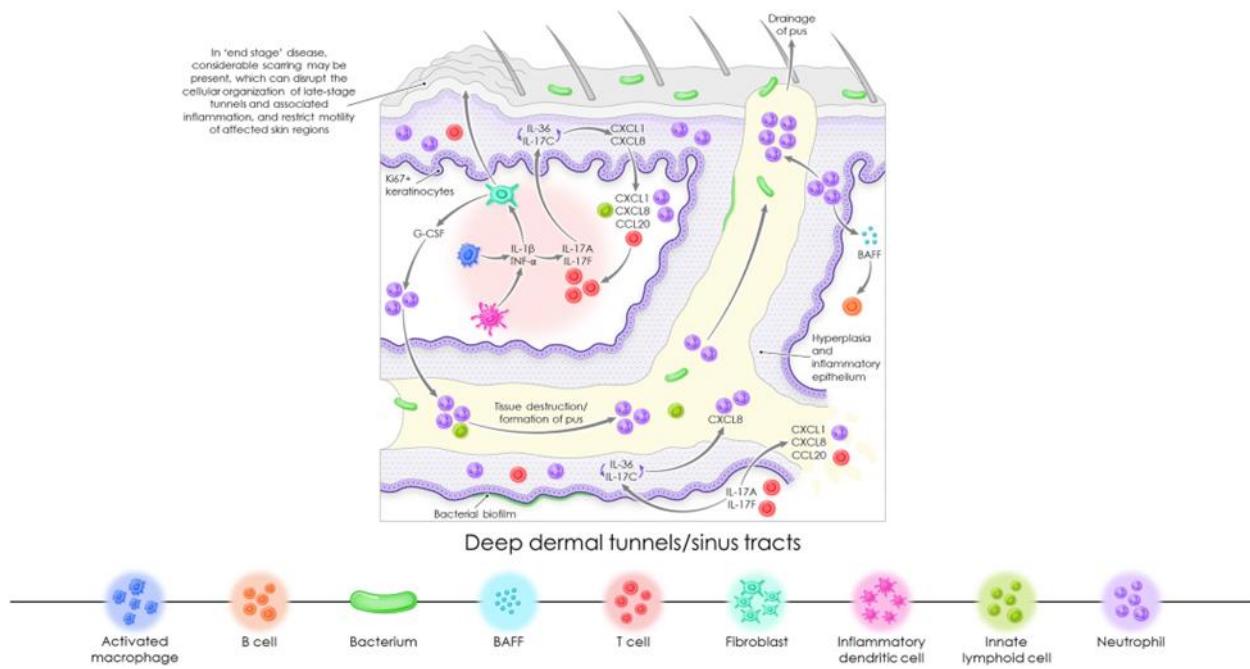
化脓性汗腺炎治疗药物梳理

HS 是一种毛囊相关的自身免疫疾病。化脓性汗腺炎 (Hidradenitis Suppurativa, HS) 又称反常性痤疮 (acne inversa, AI) , 是一种慢性、复发性、毁容性、炎症性皮肤病, 临幊上以反复发作的疼痛性结节、脓肿、窦道/隧道及瘢痕为特征, 好发于腋下、腹股沟、会阴、肛周、臀部等顶泌汗腺分布丰富的皱褶部位。HS 多在青春期后发病, 可持续数十年, 疼痛、异味、渗出及会阴部损害严重影响患者生活质量, 与抑郁、焦虑、自杀风险增加明显相关。

HS 患病率报告差异较大。欧美人群报告患病率为 0.05%~4.1%, 一般认为西方人群的真实患病率在~1%, 但基于美国保险理赔数据库给出的美国成人 HS 诊断率仅~0.1% (~32 万例, 其中~20 万为中重度患者); **中国 HS 患病率~0.03% (~40 万例)**, 其中~75%为中重度患者, 对应~30 万例, 已被列入第二批罕见病目录。

HS 发病机制复杂。一般认为 1) **起始于毛囊单位异常:** 毛囊漏斗部角化过度和闭塞, 形成“封闭粉刺样”损害, 继而毛囊膨胀破裂, 角蛋白、菌体成分等作为 DAMP/PAMP (损伤相关/病原相关分子模式) 暴露于真皮, 引发炎症连锁反应; 2) **激活先天免疫通路:** TLR (Toll 样受体) 识别细菌产物, 经 MyD88-IRAK4 级联激活 NF- κ B, 驱动 IL-1 α / β 、IL-36、TNF α 等促炎因子在病灶中高度表达; 3) **启动适应性免疫与中性粒细胞驱动的慢性炎症:** HS 病灶中 IL-17A/F 水平显著升高, 且 IL-17F>IL-17A, 但与银屑病不同, HS 中相当比例产生 IL-17A/F 的细胞不依赖 IL-23R。

图1: HS 发病机制

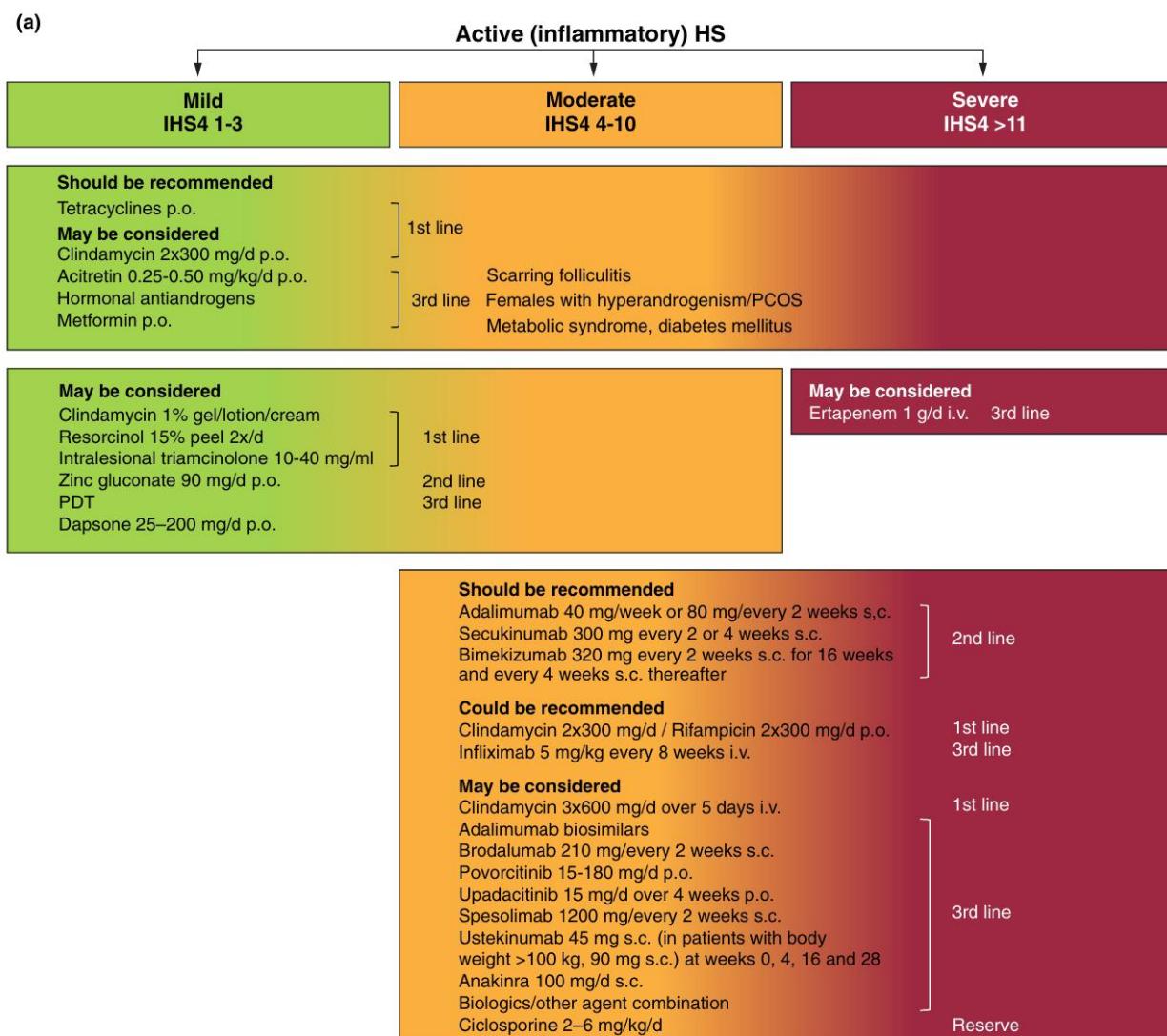


资料来源: BJD, doi: 10.1093/bjd/ljad345, 国信证券经济研究所整理

根据欧洲 S2k 指南：

- **轻度~中度患者** (Hurley I~II; IHS4=1~10, IHS4 分值=结节数 x1 + 脓肿数 x2 + 窦道数 x4, 分值≤3 为轻度、4~10 为中度、≥11 为重度) 1L 强烈推荐口服四环素 (Tetracyclines), 推荐口服克林霉素 (Clindamycin) 2x300mg/d 或外用 1% 克林霉素溶液、15% 间苯二酚 (Resorcinol) 2x/d; 2L 推荐口服葡萄糖酸锌 (Zinc gluconate) 90 mg/d; 3L 推荐口服阿维 A (Acitretin) 0.25~0.50 mg/kg/d, 女性高雄激素表型选用抗雄激素, 合并胰岛素抵抗患者选用二甲双胍;
- **中度~重度患者** (Hurley II~III; IHS4≥11) 1L 推荐系统口服克林霉素 2x300mg/d+利福平 2x300mg/d, 或系统注射克林霉素 3x600mg/d; 应答不足则建议升级至生物制剂, 2L 推荐阿达木单抗 (Adalimumab) 40 mg QW 或 80mg Q2W、司库奇尤单抗 (Secukinumab) 300 mg Q2/4W、比奇珠单抗 (Bimekizumab) 320 mg Q2W 至第 16 周随后 Q4W。

图2: 欧盟 S2k 指南推荐药物治疗流程



资料来源：European S2k guidelines for hidradenitis suppurativa, 国信证券经济研究所整理

❖ IL-17A/F

Secukinumab (商品名: Cosentyx) 是由 Novartis 开发的 IL-17A 抗体, 于 2023 年 10 月获得 FDA 批准用于治疗 HS 成人患者, 根据其 Ph3 临床 SUNSHINE/SUNRISE 研究, 中重度 HS 患者 (Hurley III 占比 30%~40%, AN= ~13, ~25% 接受过 TNFi) 接受 300 mg SC Q2/4W 或安慰剂, 第 16 周 HiSCR50 (HS 临床缓解率, 降低脓肿和炎性结节数量 50% 及以上, 且与基线相比, 脓肿数量或引流瘘管数量没有增加) 分别达到 42%~45%、42%~46% vs 31%~34% placebo, HiSCR75 达到 23%~31% vs 14%~17% placebo, 皮肤疼痛 NSR30 (患者皮肤疼痛总评分较基线减少 ≥30% 和减少 ≥2 个单位) 达到 37%/33% vs 23% placebo; 药物整体安全性良好, 与银屑病人群数据大体一致。

Bimekizumab (商品名: BIMZELX) 是由 UCB 开发的 IL-17A/F 抗体 (可同时阻断 IL-17AA、AF、FF 组合), 于 2024 年 11 月获得 FDA 批准用于治疗 HS 成人患者, 根据其 Ph3 临床 BE HEARD-1/2 研究, 中重度 HS 患者 (Hurley III 占比 40%~50%, AN= ~16, 15%~25% 接受过 TNFi) 接受 320 mg SC Q2/4W 或安慰剂, 第 16 周 HiSCR50 分别达到 48%~52%、45%~54% vs 29%~32% placebo, HiSCR75 达到 33%~36%、25%~34% vs 16%~18% placebo, 皮肤疼痛 HSSD 评分达到 ~32%、22%~29% vs 11%~15% placebo; Bimekizumab 整体安全性亦良好, 但念珠菌等感染风险略有升高, 与其银屑病数据一致。

Sonelokimab 是由 Moonlake 开发的 IL-17A/F 纳米抗体, 双靶+较小的药物分子理论上能够带来更好的组织渗透性, 从而进一步抬高 HS 疾病深度缓解水平, 在其 Ph2 临床 MIRA 研究中也交出了 HiSCR75 43% vs 15% placebo 的高水平数据并且显著缓解患者疼痛; 但在 2025 年 9 月读出 Ph3 临床 VELA-1/2 数据, 中重度 HS 患者 (Hurley III 占比 ~35%, AN= ~14, 15%~20% 接受过 TNFi) 接受 120 mg Q2W 或安慰剂, 第 16 周 HiSCR50 达到 51%~56% vs 30%~42% placebo, HiSCR75 达到 ~34% vs 18%~25% placebo (深度缓解数据未能大幅超过 Bimekizumab), 皮肤疼痛 NSR30 达到 28%~29% vs 12%~15%; 安全性方面, 整体 AE 发生率 67% vs 56% placebo, SAE 发生率 3% vs 2% placebo, 停药率 3% vs 1% placebo。

图3: 三款 IL-17A 抗体 HS 数据对比

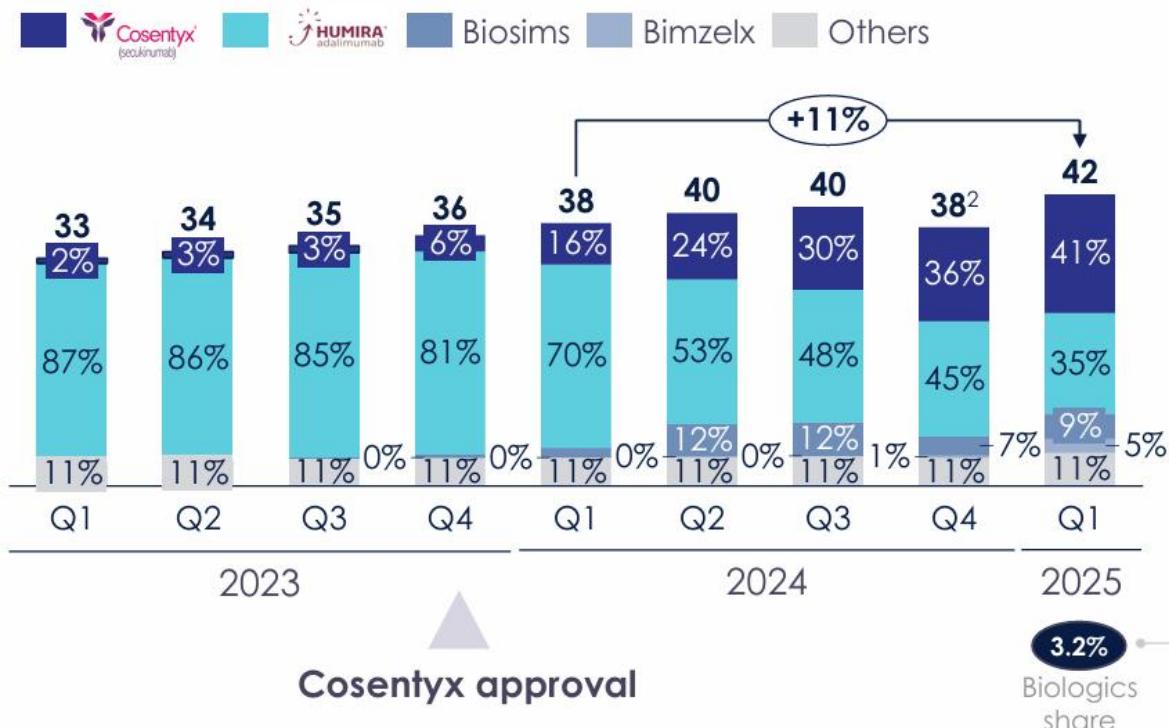


资料来源: Moonlake 演示材料, 国信证券经济研究所整理

❖ TNF α

Adalimumab（商品名：Humira）是首款获批治疗 HS 的生物制品，在其 Ph3 临床 PIONEER-1/2 研究中，中重度 HS 患者（Hurley III 占比~45%，AN= 11~14，均为 biologics naive）接受 40 mg QW 或安慰剂，第 12 周 HiSCR50 达到 42%~59% vs 26%~28% pbo，NRS30 达到 28%~46% vs 21%~25% pbo，但长期疗效难以维持，且严重感染等安全性事件发生率较高，Adalimumab 在 IL-17 抗体产品上市后，市场份额逐渐下降。

图4: 美国市场 HS 患者生物制剂份额



资料来源：Moonlake 演示材料，国信证券经济研究所整理

❖ JAK1

Povorocitinib 是由 Incyte 开发的 JAK1 高选择性抑制剂，Ph3 临床 STOP-HS1/2 研究中，接受 45/75 mg PO QD 或安慰剂，第 12 周 HiSCR50 达到 40%~42%、41%~42% vs 29%~30%。

Upadacitinib（商品名：Rinvoq）是由 AbbVie 开发的 JAK1 高选择性抑制剂，Ph2 临床研究中，中重度 HS 患者（Hurley III 占比 45%~50%，AN= ~20，25%~30% 接受过 TNFi）接受 30 mg PO QD 或安慰剂，第 12 周 HiSCR50 达到 38% vs 24% in-trial pbo (~25% reference pbo)，疼痛缓解 NRS30 达到 36% vs 33 in-trial pbo (~23% reference pbo)；目前 Upadacitinib 治疗 TNFi 后线 HS 患者的 Ph3 临床研究进行中。

从现有数据来看，两款 JAK1 抑制剂 12 周 HiSCR 大致达到~40% 水平，较安慰剂 25%~30% 水平略有提升，缓解深度未达到 IL-17A/F 抗体水平，未来可能通过口服依从性优势差异化布局 IL-17A/F 后线维持治疗患者。

❖ IL-1/IL-36/IRAK4

在 HS 病灶中激活的巨噬细胞大量表达 IL-1 β 进而诱导 G-CSF、IL-6、IL-36 等细胞因子及 CXCL1/2/5/8 等中性粒细胞趋化因子，其中 IL-36 又可通过 IL-36R-MyD88-IRAK4 轴形成炎症应答环路，此外 IRAK4 也是 TRL2/4 等识别细菌产物后激活的下游中继之一。

Lutikizumab 是由 AbbVie 开发的 IL-1 α /1 β 抗体，在一项 Ph2 临床研究中患者接受 **300mg QW/Q2W**、100mg Q2W 或安慰剂，第 12 周 HiSCR50 达到 49%/60%/27% vs 35% pbo，HiSCR75 达到 39%/46%/16% vs 18% pbo，NRS30 达到 35%/35%/22% vs 13% pbo；AbbVie 已于 2024 年 6 月启动 HS 适应症 Ph3 临床研究。

Spesolimab（商品名：Spevigo）是由 Boehringer Ingelheim 开发的 IL-36R 抗体，在一项 Ph2a 研究中，中重度 HS 患者接受 1200 mg IV QWx3 随后 1200 mg SC Q2W，第 16 周 HiSCR50 达到 31% vs 18% pbo，疼痛缓解 NSR30 达到 23% vs 6%

KT-474/SAR444656 由 Sanofi/Kymera 合作开发的 IRAK4 PROTAC，Ph1 临床研究共 10 名中重度 HS 患者接受 75 mg PO QD x 28d，第 14 天开始 HiSCR50 达到 30% 并持续至第 28 天停药，第 42 天进一步改善至 50%；第 28 天疼痛评分较基线-66%；Sanofi/Kymera 已启动 HS Ph2 临床研究，预计 2026H1 完成。

图5: 全球上市/在研 HS 治疗药物进展

Generic name	Brand name	Company	Target	Global phase	Gobal update	China phase	China update
Secukinumab	Cosentyx	Novartis	IL-17A	mkted	2023.10	mkted	2025.03
Bimekizumab	BIMZELX	UCB	IL-17A/F	mkted	2024.11	BLA	2025.05
<i>Izokibep</i>		Affibody Ab	IL-17A	Ph3	2023.06		
Sonelokimab		MoonLake	IL-17A/F	Ph3	2024.05		
PN-881		Protagonist	IL-17A/F	Ph1	2025.09		
HB1734		华奥泰生物	IL-17A/IL-36R	IND	2025.09	Ph1/2	2025.01
HB0017		华奥泰生物	IL-17A			IND	2025.01
<i>Guselkumab</i>	Tremfya	JNJ	IL-23p19	Ph2	2018.07		
<i>Risankizumab</i>	Skyrizi	AbbVie	IL-23p19	Ph2	2019.04		
<i>NBL-012</i>		石药集团/新石生物	IL-23p19	IND	2021.01	Ph1	2021.06
<i>Lutikizumab</i>		AbbVie	IL-1 α /1 β	Ph3	2024.06		
<i>Bemerkimab</i>		Xbiotech/JNJ	IL-1 α	Ph2	2015.06		
<i>MAS825</i>		Novartis	IL-1 β /IL-18	Ph2	2019.01		
LY2189102		Eli Lilly	IL-1 β	Ph2	2024.09		
LAD191		Almirall	IL-1RAP	Ph2	2025.09		
SAR445399		MAB Discovery/Sanofi	IL-1RAP	Ph2	2025.11		
ALM27134		Almirall/Ichnos Sciences	IL-1RAP	Ph1	2025.08		
Spesolimab		Boehringer Ingelheim	IL-36R	Ph2/3	2023.04	Ph2/3	2023.04
<i>Immidolimab</i>		AnaptysBio	IL-36R	Ph2	2021.04		
Povorcitinib		Incyte/康哲药业	JAK1	Ph3	2022.11		
Upadacitinib	Rinvoq	AbbVie	JAK1	Ph3	2023.06		
Ruxolitinib Cream	OPZELURA	Incyte/康哲药业	JAK1/2	Ph3	2025.05		
<i>Brepocitinib</i>		Roivant/Pfizer	JAK1/TYK2	Ph2	2019.09		
<i>Ropsacitinib</i>		Roivant/Pfizer	TKY2	Ph2	2019.09		
<i>Deucravacitinib</i>	Sotykto	BMS	TKY2	Ph2	2023.08		
Zimlovisertib		Pfizer	IRAK4	Ph2	2019.09		
KT-474		Kymera/Sanofi	IRAK4	Ph2	2023.09		
EVO101		Dermira/Evommune	IRAK4	Ph1	2024.10		
LT-002		领泰生物	IRAK4	IND	2023.05	Ph1/2	2025.04
Eltrekibart		Eli Lilly	CXCR1/2	Ph2	2023.09		
Vimnerixin		AstraZeneca	CXCR2	Ph2	2023.09		
<i>Amitelimumab</i>		Kymab/Sanofi	OX40L	Ph2	2023.11		
<i>Brivekimig</i>		Sanofi	TNF α /OX40L	Ph2b	2023.05		
Apremilast	Otezla	Amgen	PDE4	Ph2	2016.06		
Roflumilast foam		Arcutis/佐藤制药/华东医药	PDE4	Ph2	2025.07		
<i>Vilobelimumab</i>		InflaRx/舒泰神	C5a	Ph3	2022.01	Ph2	2021.03
Avacopan	Tavneos	Amgen	C5AR	Ph2	2019.02		
INF904		InflaRx	C5AR1	Ph2	2024.08		
LYS006		Novartis	LTA4H	Ph2	2019.01		
Remibrutinib	Rhapsido	Novartis	BTK	Ph3	2025.01	Ph3	2025.01
<i>Ianalumab</i>		Novartis	BAFFR	Ph2	2019.01		
<i>Tibulizumab</i>		Zura Bio/Eli Lilly	BAFF/IL-17	Ph2	2025.05		
<i>Iscalimab</i>		Novartis	CD40	Ph2	2019.01		
<i>Tulisokibart</i>		Merck	TL1A	Ph2	2025.05	Ph2	2025.05

资料来源：ClinicalTrials，国信证券经济研究所整理 注：灰色为因临床失败或其他原因终止进一步开发

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
688796.SH	百奥赛图	11月20日招股	公司成立于2009年,是一家临床前CRO以及生物医药企业。公司基于自主开发的基因编辑技术提供各类创新模式动物以及临床前阶段的医药研发服务,并利用其自主开发的RenMice全人抗体小鼠平台(包括RenMab、RenLite以及RenNano三个系列)针对人体内千余个潜在药物靶点进行规模化药物发现与开发,并将有潜力的抗体分子对外转让、授权或合作开发。经过十余年的积淀,公司逐步发展为以基因编辑模式动物制备、创新模式动物繁殖与供应、临床前药理药效评价、抗体药物发现以及药物临床开发五个技术平台为一体的企业。

资料来源: 中国证监会, 国信证券经济研究所整理

本周行情回顾

本周全部 A 股下跌 4.32%（总市值加权平均），沪深 300 下跌 3.77%，中小板指下跌 5.10%，创业板指下跌 6.15%，生物医药板块整体下跌 6.88%，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 7.02%，生物制品下跌 7.46%，医疗服务下跌 6.90%，医疗器械下跌 6.38%，医药商业下跌 7.67%，中药下跌 6.46%。

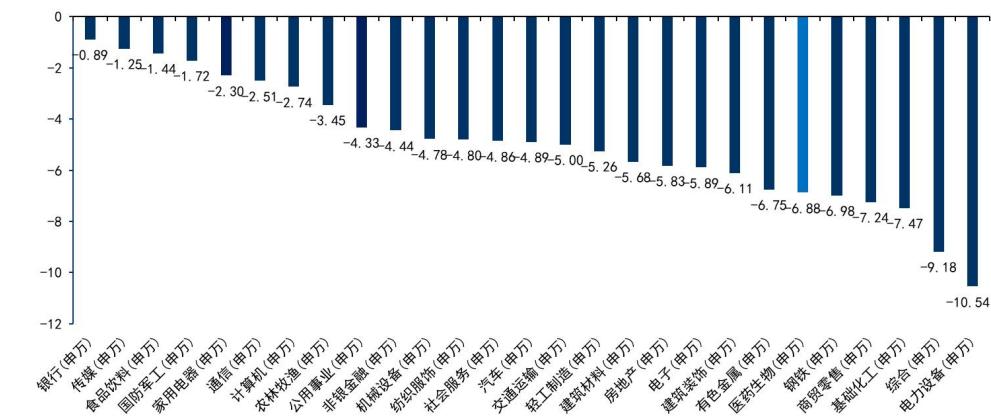
个股方面，涨幅居前的是海南海药（23.78%）、*ST 长药（19.65%）、*ST 苏吴（15.46%）、瑞迈特（13.89%）、京新药业（10.27%）、康芝药业（9.42%）、佰仁医疗（4.77%）、中金辐照（4.74%）、中红医疗（3.85%）、*ST 绿康（3.31%）。

跌幅居前的是金迪克（-25.54%）、康鹏科技（-25.43%）、海辰药业（-23.20%）、特一药业（-22.29%）、漱玉平民（-21.85%）、鹭燕医药（-21.13%）、博苑股份（-20.01%）、联环药业（-19.76%）、济民健康（-19.24%）、药易购（-18.78%）。

本周恒生指数下跌 5.09%，港股医疗保健板块下跌 7.40%，板块相对表现弱于恒生指数。分子板块来看，制药板块下跌 6.02%，生物科技下跌 7.66%，医疗保健设备下跌 7.41%，医疗服务下跌 4.68%。

市场表现居前的是（仅统计市值 50 亿港币以上）长风药业（14.75%）、来凯医药-B（13.34%）、H&H 国际控股（10.49%）、健康 160（10.32%）、康宁杰瑞制药-B（0.72%）；跌幅居前的是泰格医药（-17.21%）、昭衍新药（-15.39%）、三生制药（-14.66%）、东阳光药（-14.45%）、春立医疗（-14.21%）。

图6: 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
海南海药	23. 78%	金迪克	-25. 54%
*ST 长药	19. 65%	康鹏科技	-25. 43%
*ST 苏昊	15. 46%	海辰药业	-23. 20%
瑞迈特	13. 89%	特一药业	-22. 29%
京新药业	10. 27%	漱玉平民	-21. 85%
康芝药业	9. 42%	鹭燕医药	-21. 13%
佰仁医疗	4. 77%	博苑股份	-20. 01%
中金辐照	4. 74%	联环药业	-19. 76%
中红医疗	3. 85%	济民健康	-19. 24%
*ST 绿康	3. 31%	药易购	-18. 78%

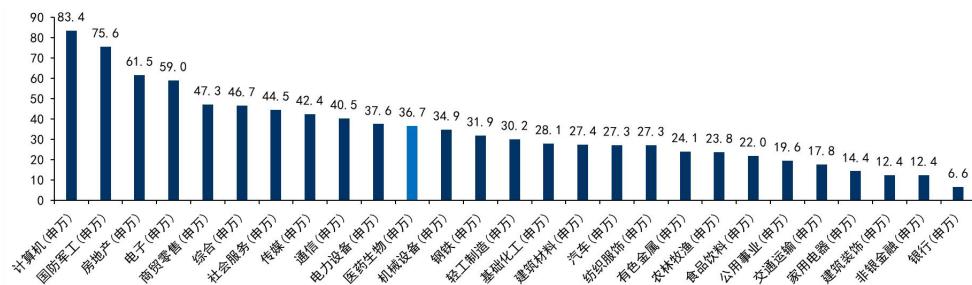
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 本表仅做列示, 不做推荐

板块估值情况

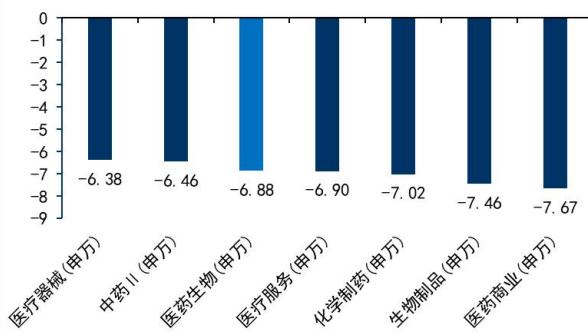
医药生物市盈率 (TTM) 36.69x, 全部 A 股 (申万 A 股指数) 市盈率 19.71x。分板块来看, 化学制药 46.26x, 生物制品 46.91x, 医疗服务 31.22x, 医疗器械 38.76x, 医药商业 19.86x, 中药 27.36x。

图7: 申万一级行业市盈率情况 (TTM)



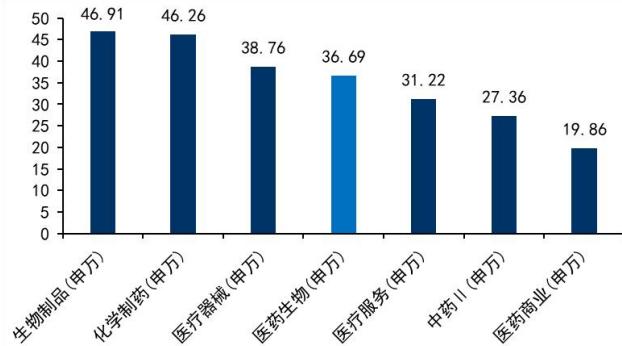
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 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9: 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

医药行业投资观点

关注器械及药房板块的低估值反转标的。我们认为当前器械及药房板块估值已经较为充分地体现了集采、药品追溯码、美国关税等国内外政策所带来的风险，优选低估值、有亮点或有边际变化的相关标的。

作为全球创新药产业链的重要一环，中国 CXO 具有全球竞争力，长逻辑顺畅。 CXO 板块 25Q3 整体表现亮眼，中高速增长持续，但内部呈现一定分化。从业务类型出发，我们将其划分为了 CDMO、临床前及临床 CRO、仿制药 CXO 三个方向。

- 1) CDMO：在消化了新冠订单高基数后，业绩持续验证，头部企业的新签订单及在手订单同比较高增长，多肽、寡核苷酸等新兴业务增速亮眼，也为后续中短期的业绩增长奠定了良好基础；
- 2) 临床前及临床 CRO：财报端依旧承压，但新签订单价格已呈现回暖趋势、新签数量恢复增长；
- 3) 仿制药 CXO：受到投融资环境影响，MAH 客户大幅减少，服务价格筑底，仿制药 CRO 企业积极推进创新转型，寻求业务新增长点。

关注创新药在海外的临床进展以及数据读出。中国创新药产业已经体现出长期向好的发展趋势，并在近年集中体现在 BD 交易的爆发式增长。值得注意的是，对于大部分国产创新药，对外授权通常只是全球开发的起点，合作伙伴在海外的开发进度，以及后续全球临床数据的读出可以进一步加强产品在全球市场商业化的确定性。

投资策略：关注器械及流通板块的低估值反转标的，创新药及产业链长期趋势向好。2025 年 11 月投资组合：A 股：迈瑞医疗、药明康德、爱尔眼科、新产业、惠泰医疗、开立医疗、澳华内镜、艾德生物、爱博医疗、金域医学、鱼跃医疗、南微医学；H 股：康方生物、科伦博泰生物-B、和黄医药、康诺亚-B、三生制药、药明合联、爱康医疗、威高股份。

推荐标的

迈瑞医疗：公司作为国产医疗器械龙头，研发和销售实力强劲，国际化布局成果显著。公司受益于国内医疗新基建和产品迭代升级，并在海外加快高端客户拓展。微创外科、心血管等种子业务高速放量，“三瑞”数智化方案引领转型升级。

药明康德：公司是行业中极少数在新药研发全产业链均具备服务能力的开放式新药研发服务平台，有望全面受益于全球新药研发外包服务市场的快速发展。公司“一体化、端到端”的新药研发服务平台，无论是在服务的技术深度还是覆盖广度方面都能满足客户提出的多元化需求。

爱尔眼科：公司是我国最大规模的眼科医疗机构，致力于引进国际一流的眼科技术与管理方法，以专业化、规模化、科学化为发展战略，利用人才、技术和管理等方面的优势，通过全国各连锁医院良好的诊疗质量、优质的医疗服务和深入的市场推广，促进中国眼科医疗事业的发展。

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。

惠泰医疗：公司是一家专注于心脏电生理和介入医疗器械的研发、生产和销售的高新技术企业，已形成了以完整冠脉通路和心脏电生理医疗器械为主导，外周血管介入医疗器械为重点发展方向的业务布局。

开立医疗：国内“超声+软镜”行业领军企业，持续丰富业务矩阵。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，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。

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。

爱博医疗：公司是国家高新技术企业、国家级专精特新“小巨人”企业，产品涵盖眼科手术治疗、近视防控和视力保健三大领域，立足于人工晶状体、角膜塑形镜和隐形眼镜三大核心产品，公司已战略性扩大对眼健康全生命周期产品管线的覆盖。

鱼跃医疗：公司专注医疗器械的研发、生产、销售和服务，是国内领先的综合性医疗器械和解决方案供应商，致力于为全球患者和医疗机构提供高质量、创新性的医疗产品和服务。

金域医学：公司基于高强度的自主研发和产学研一体化，每年推出数百项创新项目，高端技术平台的不断完善和“医检4.0”数字化转型战略落地将驱动公司盈利能力稳健提升。

南微医学：公司专注微创医疗器械的研发、制造和销售，秉持着“以科技和创新服务临床”的宗旨以及“守正创新、匠心致远”的发展理念，致力于帮助全球医疗机构提

高医疗水平，逐步形成了内镜诊疗、肿瘤介入、微创神经外科三大产品系列，成为微创诊疗领域具有较高科研创新实力和市场竞争优势、业绩高速增长的细分行业领先企业。

康方生物 (9926. HK)：公司为专注创新的双抗龙头，在研管线丰富，双抗、ADC、单抗等不同分子形态已形成梯队。依沃西持续验证 FIC & BIC 潜力，公司与 Summit 合作持续推进全球的临床。卡度尼利与依沃西已经成功实现了国内的商业化，有望成为重磅品种。

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)：公司是一家处于商业化阶段的创新型生物医药公司，专注于发现、开发及商业化治疗癌症及免疫性疾病的靶向疗法及免疫疗法。呋喹替尼 2023 年底在美国获批上市后迅速放量，赛沃替尼也有望向 FDA 递交上市申请，索乐匹尼布临床数据优秀，预计将于 2025 年获批上市。

康诺亚-B (2162. HK)：公司的司普奇拜单抗是首个获批上市的国产 IL4R 单抗，季节性过敏性鼻炎适应症是司普奇拜单抗获批的第三个适应症，此前，成人中重度特应性皮炎适应症和慢性鼻窦炎伴鼻息肉适应症分别于 2024 年 9 月和 2024 年 12 月获批上市，三个适应症均有可能通过 2025 年的国谈进入医保。

三生制药 (1530. HK)：公司是一家集研发、生产和销售为一体的生物制药领军企业，在肾科、皮肤科、自身免疫科、肿瘤科的药物有多年的研究、销售经验。

药明合联(22688. HK)：公司专注于全球 ADC 及更广泛生物偶联药物市场的领先 CRDMO，亦是唯一一家致力于提供综合性端到端服务的公司。凭借在生物药和小分子药物方面的专业知识，公司提供跨学科综合服务，涵盖生物偶联药物的发现、研究、开发及制造。

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企业，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。

威高股份 (1066. HK)：公司主要从事一次性医用产品的研发、生产及销售业务，业务领域覆盖医疗器械产品、骨科产品、药品包装产品、血液管理产品等，同时从事融资租赁及保理业务。

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 24A	PEG 25E	投资 评级	
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E			
300760.SZ	迈瑞医疗	医疗器械	2,366	116.7	98.8	111.5	131.3	20.3	23.9	21.2	18.0	32.5%	6.0	优于大市
300832.SZ	新产业	医疗器械	490	18.3	16.9	20.0	23.3	26.8	29.0	24.5	21.0	21.3%	3.4	优于大市
688212.SH	澳华内镜	医疗器械	63	0.2	0.3	0.7	1.0	299.2	184.9	92.5	61.6	1.5%	2.7	优于大市
688161.SH	威高骨科	医疗器械	114	2.2	2.8	3.3	3.8	50.9	40.5	35.0	30.1	5.7%	2.1	优于大市
688271.SH	联影医疗	医疗器械	1,100	12.6	19.5	23.7	27.7	87.2	56.5	46.4	39.7	6.3%	1.9	优于大市
688050.SH	爱博医疗	医疗器械	117	3.9	4.3	5.2	6.3	30.0	27.3	22.4	18.6	16.1%	1.6	优于大市
301363.SZ	美好医疗	医疗器械	116	3.6	3.5	4.5	5.8	31.8	33.0	25.7	20.1	10.5%	2.0	优于大市
688236.SH	春立医疗	医疗器械	84	1.2	2.8	3.7	4.5	67.1	30.3	22.9	18.7	4.4%	0.6	优于大市
300049.SZ	福瑞股份	医疗器械	176	1.1	2.1	2.8	3.6	155.2	84.9	62.8	48.7	6.5%	1.8	优于大市
300463.SZ	迈克生物	医疗器械	68	1.3	2.7	3.5	4.2	53.9	25.1	19.3	16.1	2.0%	0.5	优于大市
300685.SZ	艾德生物	医疗器械	84	2.5	3.2	3.8	4.5	32.9	26.4	21.9	18.6	13.8%	1.3	优于大市
688358.SH	祥生医疗	医疗器械	35	1.4	1.6	1.8	2.0	24.8	22.5	19.8	17.3	9.9%	1.7	优于大市
688389.SH	普门科技	医疗器械	59	3.5	5.1	6.2	-	16.9	11.5	9.4	-	16.8%	0.3	优于大市
688029.SH	南微医学	医疗器械	144	5.5	6.9	8.0	8.9	26.0	20.9	18.0	16.3	14.5%	1.2	优于大市
603301.SH	振德医疗	医疗器械	201	3.9	3.9	5.0	5.7	52.2	51.6	40.6	35.2	6.8%	3.7	优于大市
688626.SH	翔宇医疗	医疗器械	72	1.0	1.0	1.3	1.7	69.7	71.8	55.2	42.5	5.0%	4.0	优于大市
605369.SH	拱东医疗	医疗器械	41	1.7	1.6	1.9	2.1	24.1	25.7	21.9	19.3	10.1%	3.4	优于大市
300633.SZ	开立医疗	医疗器械	119	1.4	3.1	4.0	4.8	83.6	38.0	30.0	24.7	4.6%	0.8	优于大市
688575.SH	亚辉龙	医疗器械	85	3.0	5.1	6.7	-	28.2	16.6	12.8	-	10.9%	0.3	优于大市
688617.SH	惠泰医疗	医疗器械	365	6.7	8.8	11.3	14.7	54.3	41.7	32.2	24.8	26.8%	1.4	优于大市
688114.SH	华大智造	医疗器械	254	(6.0)	0.1	1.5	2.9	(42.2)	3623.1	169.1	86.3	-7.6%	-20.3	优于大市
002223.SZ	鱼跃医疗	医疗器械	352	18.1	20.1	23.7	27.8	19.5	17.5	14.9	12.7	14.4%	1.1	优于大市
002653.SZ	海思科	化学制药	629	4.0	5.5	6.9	8.7	159.1	115.3	90.9	72.7	9.4%	3.9	优于大市
000513.SZ	丽珠集团	化学制药	298	20.6	22.0	24.8	28.6	14.5	13.6	12.0	10.4	14.9%	1.2	优于大市
688062.SH	迈威生物-U	生物药	160	(10.4)	(5.2)	(1.3)	-	(15.3)	(31.1)	(127.2)	-	-66.5%	0.5	优于大市
688687.SH	凯因科技	生物药	43	1.4	2.0	2.6	-	29.9	21.3	16.2	-	7.7%	0.6	优于大市
688319.SH	欧林生物	生物药	87	0.2	0.7	1.3	-	420.6	134.3	65.7	-	2.2%	0.9	优于大市
688443.SH	智翔金泰-U	生物药	98	(8.0)	(5.8)	(3.4)	0.4	(12.3)	(17.0)	(28.8)	258.5	-37.5%	0.1	优于大市
688278.SH	特宝生物	生物药	320	8.3	10.7	15.4	21.7	38.6	29.9	20.8	14.7	32.4%	0.8	优于大市
000999.SZ	华润三九	中药	472	33.7	37.4	40.8	48.6	14.0	12.6	11.6	9.7	16.9%	1.0	优于大市
600557.SH	康缘药业	中药	84	3.9	6.1	6.8	-	21.4	13.8	12.4	-	8.7%	0.4	优于大市
688046.SH	药康生物	生命科学与工业上游	68	1.1	1.3	1.7	1.9	61.6	51.3	40.8	36.0	5.1%	2.6	优于大市
301080.SZ	百普赛斯	生命科学与工业上游	96	1.2	1.8	2.5	3.1	77.7	53.2	39.1	30.9	4.7%	1.5	优于大市
688293.SH	奥浦迈	生命科学与工业上游	62	0.2	0.8	1.1	1.5	296.3	80.0	55.7	40.8	1.0%	0.9	优于大市
603259.SH	药明康德	CXO	2,742	93.5	111.6	127.3	145.1	29.3	24.6	21.5	18.9	16.1%	1.6	优于大市
000739.SZ	普洛药业	CXO	183	10.3	11.2	12.6	14.0	17.8	16.3	14.6	13.1	15.3%	1.5	优于大市
603127.SH	昭衍新药	CXO	191	0.7	3.3	3.8	4.1	257.3	57.7	50.0	46.1	0.9%	0.7	优于大市

301096.SZ	百诚医药	CXO	53	(0.5)	0.5	0.9	1.2	(101.1)	100.6	62.0	46.0	-2.0%	1.6	优于大市
688222.SH	成都先导	CXO	86	0.5	1.0	1.2	1.5	167.6	83.6	69.4	56.6	3.7%	1.9	优于大市
002821.SZ	凯莱英	CXO	317	9.5	11.4	12.9	14.6	33.4	27.9	24.6	21.7	5.6%	1.8	优于大市
603882.SH	金域医学	医疗服务	133	(3.8)	6.9	8.5	-	(34.9)	19.3	15.7	-	-5.2%	0.8	优于大市
300015.SZ	爱尔眼科	医疗服务	1,090	35.6	40.6	48.3	56.6	30.7	26.9	22.6	19.3	17.2%	1.6	优于大市
603939.SH	益丰药房	医药商业	283	15.3	17.3	20.1	23.2	18.5	16.4	14.1	12.2	14.3%	1.6	优于大市
603233.SH	大参林	医药商业	200	9.1	12.1	14.9	18.0	21.9	16.6	13.5	11.1	13.3%	1.6	优于大市
1066.HK	威高股份	医疗器械	222	20.7	21.2	24.0	26.8	10.7	10.5	9.2	8.3	8.7%	2.1	优于大市
1789.HK	爱康医疗	医疗器械	57	2.7	3.3	4.0	4.8	20.7	17.0	14.0	11.7	10.4%	0.8	优于大市
2005.HK	石四药集团	化学制药	78	9.8	9.4	9.8	10.7	7.9	8.2	7.9	7.3	14.7%	2.8	优于大市
0512.HK	远大医药	化学制药	262	22.9	20.2	22.4	25.5	11.5	13.0	11.7	10.3	15.0%	3.5	优于大市
0013.HK	和黄医药	化学制药	174	2.7	30.5	4.8	7.7	64.2	5.7	36.1	22.7	5.0%	0.1	优于大市
2162.HK	康诺亚-B	生物药	153	(5.2)	(4.9)	(5.8)	0.5	(29.7)	(31.2)	(26.6)	288.9	-20.8%	0.2	优于大市
9926.HK	康方生物	生物药	897	(5.1)	0.3	7.3	17.9	(174.4)	3093.8	122.9	50.0	-7.6%	4.5	优于大市
1530.HK	三生制药	生物药	650	20.9	99.6	28.8	32.1	31.1	6.5	22.6	20.2	13.5%	0.4	优于大市
6990.HK	科伦博泰生物-B	生物药	906	(2.7)	(7.2)	(3.0)	4.8	(339.5)	(125.6)	(299.8)	190.6	-8.1%	0.6	优于大市
2480.HK	绿竹生物-B	生物药	39	(1.7)	(1.5)	(1.3)	1.2	(23.1)	(26.6)	(30.6)	33.5	-19.7%	0.1	优于大市
2268.HK	药明合联	CXO	759	10.7	14.0	19.2	26.0	70.9	54.3	39.6	29.2	0.2	1.6	优于大市
2273.HK	固生堂	医疗服务	61	3.1	3.7	4.7	5.9	19.8	16.5	13.1	10.3	12.9%	0.7	优于大市
2666.HK	环球医疗	医疗服务	115	20.3	21.2	22.0	22.9	5.7	5.4	5.2	5.0	11.8%	1.3	优于大市
2522.HK	一脉阳光	医疗服务	56	(0.5)	0.5	0.8	1.1	(121.2)	113.6	68.7	49.3	-3.2%	2.2	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 2025/11/21 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±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±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

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