

中国医药

医保谈判继续支持创新，海外研发需求复苏

MSCI 中国医疗指数年初至今累计下跌 16.9%，跑输 MSCI 中国指数 34.9%。受益于海外降息以及国内宏观环境改善，医药作为高弹性行业有望跑赢市场。我们认为，宏观经济的表现与医保基金的收支、医疗健康消费息息相关。随着政策焦点转向刺激经济，我们认为医疗设备更新政策有望加速落地、创新药支持政策也有望在各地落地。CXO 板块有望受益于海外研发需求复苏，《生物安全法案》的影响或将有限。国内新一轮医保谈判即将落地，尽管医保资金收支存在一定压力，我们认为医保资金支持创新药的政策趋势不会改变。

- **医保谈判完成，基调延续“鼓励创新”。**10 月 27 至 30 日，国家医保局组织了医保谈判和竞价，共涉及 162 种药品，其中医保目录外药品 117 种，医保目录内谈判续约药品 45 种。预计新版医保药品目录将于 11 月底对外发布，明年 1 月 1 日起正式实施。我们重点关注的公司/品种包括：康方药业的卡度尼利单抗（PD-1/CTLA4，目录外）、依沃西单抗（PD-1/VEGF，目录外）；百济神州的替雷利珠单抗（新增适应症）、贝林妥欧单抗（目录外）、戈舍瑞林微球（新增适应症）、信达生物的托莱西单抗（PCSK9，目录外）。今年将有多家目录外的国产 PD-(L)1 产品进行谈判，包括石药集团、中国生物制药、康方生物等。3 代 EGFR TKI 将有贝达药业的贝福替尼新增一线适应症谈判，翰森制药的阿美替尼进行续约，瑞齐替尼、瑞厄替尼进行二线适应症谈判，奥希替尼新增一线联合化疗适应症。医保持续支持创新，过去 6 年，医保谈判新增药品协议期内销售近 5,000 亿元，医保基金支出超 3,400 亿元。
- **CXO 行业持续体现海外需求复苏趋势，《生物安全法案》影响或将有限。**第三季度，药明康德、康龙化成、凯莱英等以海外 CDMO 业务为主的企业持续受益于海外研发需求复苏，新订单快速增长。我们认为，生物安全法案在年内单独立法完成的窗口期非常有限。虽然生物安全法案在美国众议院获得通过，但是民主党议员有 49% 未投赞成票，其中包括 36% 的反对票。我们预计《生物安全法案》在民主党主导的参议院将面临更大的阻力。降息环境下全球生物医药融资将反弹，带动 CXO 需求复苏。
- **医疗设备招标将加速落地。**随着国内经济刺激政策实施，医疗设备更新的落地进度有望加快。据众成医械统计，截至 9 月 15 日，全国共批复 957 个设备更新项目，总金额已突破 410 亿元；我国医疗领域设备更新招标公告已披露的总预算超过 33 亿元。目前已经公布的采购意向超过 100 亿元；通常，项目审批→采购意向→招标公告的周期约为 2-3 个月，招标落地有望加快。
- **看好 CXO、创新药、消费医疗及医疗设备板块。**看好药明康德、百济神州、信达生物、联影医疗、巨子生物、科伦博泰、三生制药。

估值表

公司名称	股份代码	评级	市值	目标价	上行/	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)	
			(百万美元)	(LC)	下行空间	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E
药明康德	603259 CH	买入	20,732.7	72.4	41%	15.1	13.2	2.5	2.2	0.2	0.2
百济神州	BGNE US	买入	21,293.6	288.9	41%	nm	398.8	85.5	77.1	(0.2)	0.0
联影医疗	688271 CH	买入	13,139.4	162.8	32%	66.2	46.3	5.1	4.8	0.1	0.1
巨子生物	2367 HK	买入	7,087.3	62.1	16%	26.9	20.7	6.9	5.6	0.3	0.3
科伦博泰	6990 HK	买入	5,072.3	243.4	38%	nm	nm	11.3	16.2	(0.1)	(0.4)
三生制药	1530 HK	买入	1,821.2	9.5	62%	6.9	6.4	0.7	0.7	0.1	0.1

资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

优于大市
(维持)

中国医药 行业

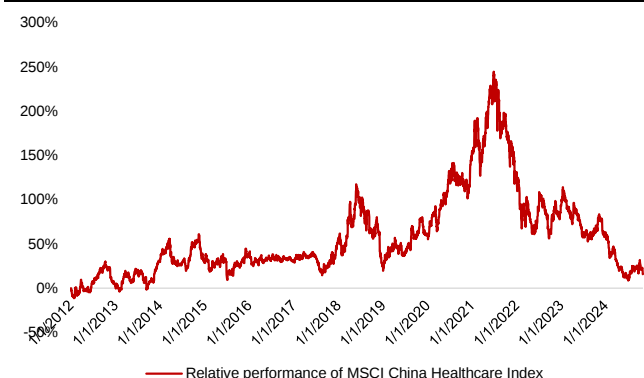
武煜, CFA
(852) 3900 0842
jillwu@cmbi.com.hk

王云逸
(852) 3916 1729
cathywang@cmbi.com.hk

过往报告：

1. [【行业研究】中国医药 - 行业持续反弹可期，政策环境全面改善](#)
2. [【行业研究】中国医药 - 行业支持政策有望落地，业绩复苏可期](#)
3. [【行业研究】中国医药 - 重视设备更新的政策机遇](#)
4. [【行业研究】中国医药 - 业绩复苏将带来估值修复](#)
5. [【行业研究】中国医药 - 医药行业估值吸引，看好医药新消费](#)
6. [【行业研究】中国医药 - 创新药重磅利好政策落地](#)
7. [【行业研究】中国医药 - 政策利好持续兑现](#)
8. [【行业研究】中国医药 - DRG/DIP 2.0 版本分组方案公布，持续利好创新](#)
9. [【行业研究】中国医药 - 反弹趋势基本确定，业绩有望复苏](#)
10. [【行业研究】中国医药 - 1H24 业绩回顾：整体增长疲弱，创新药表现强劲](#)
11. [【行业研究】中国医药 - 海外降息有望助力医药行业反弹](#)
12. [【行业研究】中国医药 - 预期基本面改善，看好高弹性板块](#)
13. [【行业研究】中国医药 - 关注创新品种的医保机遇](#)

图 1: MSCI 中国医疗保健指数相对收益率



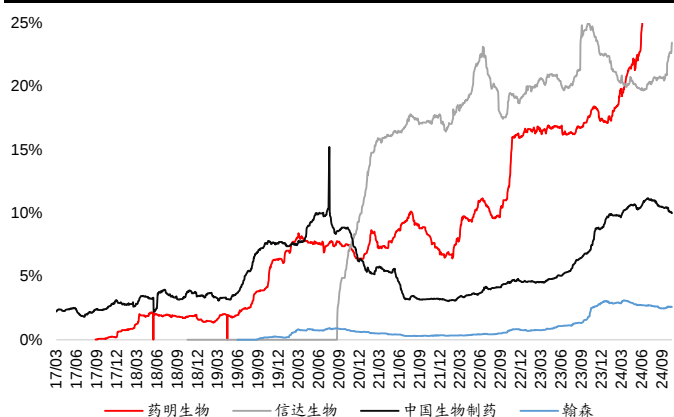
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2024 年 11 月 1 日收盘

图 2: MSCI 中国医疗保健指数动态市盈率



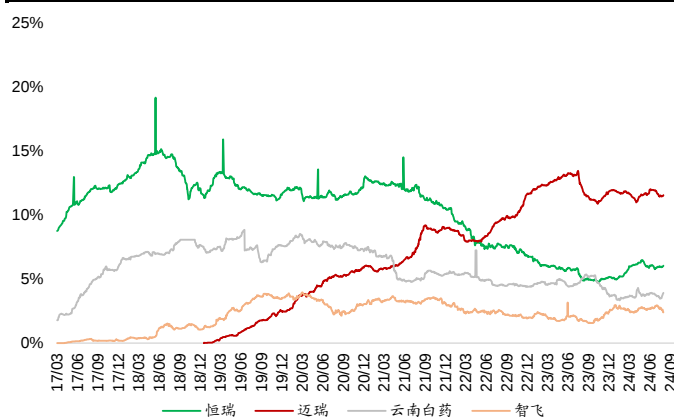
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2024 年 11 月 1 日收盘

图 3: 南下持股比例



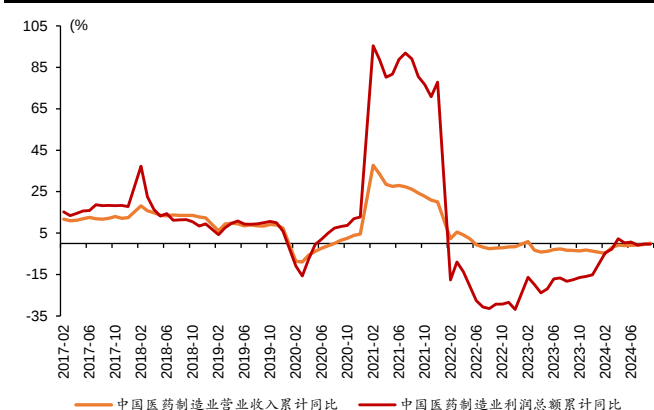
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2024 年 10 月 31 日收盘

图 4: 北上持股比例



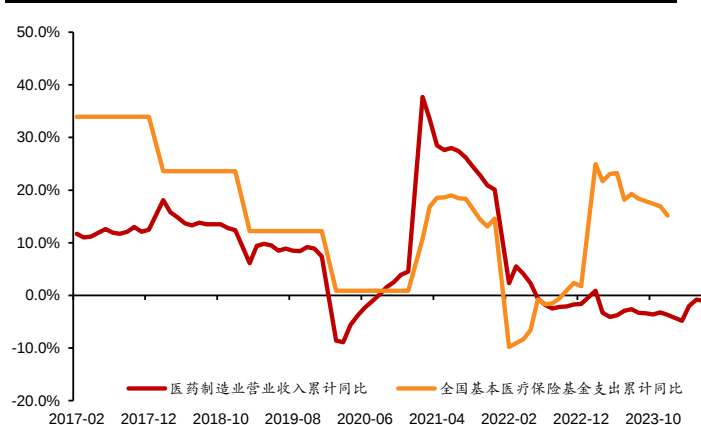
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2024 年 8 月 16 日收盘

图 5: 医药制造业营业收入及利润总和累计同比



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 6: 基本医疗保险（含生育保险）年度收支增速



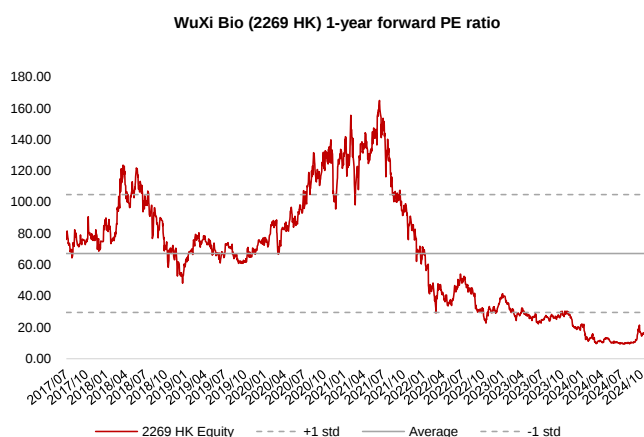
资料来源：国家医保局，招银国际环球市场

图 7：H/A 股价差

公司名称	H 股代码	H 股股价（港元）	A 股代码	A 股股价（人民币）	H/A 价差
康希诺	6185 HK Equity	27.10	688185 CH Equity	54.66	-54.58%
昭衍新药	6127 HK Equity	8.73	603127 CH Equity	16.96	-52.84%
康龙化成	3759 HK Equity	15.22	300759 CH Equity	28.79	-51.57%
复星医药	2196 HK Equity	14.84	600196 CH Equity	26.51	-48.72%
泰格医药	3347 HK Equity	36.15	300347 CH Equity	62.53	-47.04%
上海医药	2607 HK Equity	12.26	601607 CH Equity	19.54	-42.52%
白云山	874 HK Equity	18.34	600332 CH Equity	28.10	-40.21%
凯莱英	6821 HK Equity	56.20	002821 CH Equity	81.20	-36.59%
丽珠集团	1513 HK Equity	26.60	000513 CH Equity	37.28	-34.63%
药明康德	2359 HK Equity	51.05	603259 CH Equity	51.15	-8.57%

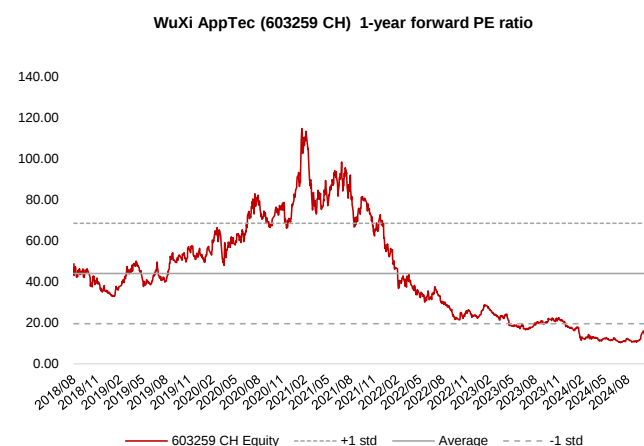
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2024 年 11 月 1 日收盘

图 8: 药明生物动态市盈率



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2024 年 11 月 1 日收盘

图 9: 药明康德动态市盈率



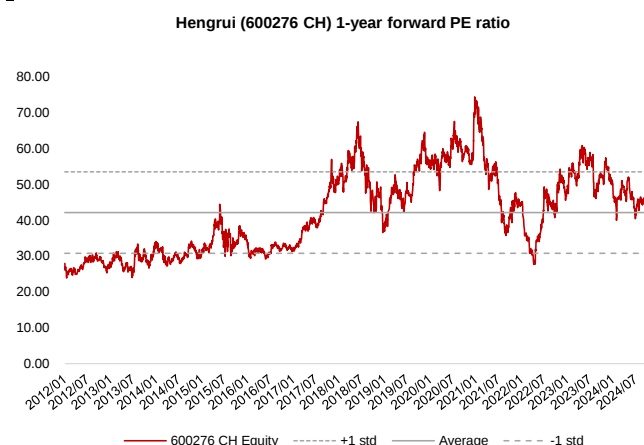
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2024 年 11 月 1 日收盘

图 10: 石药集团动态市盈率



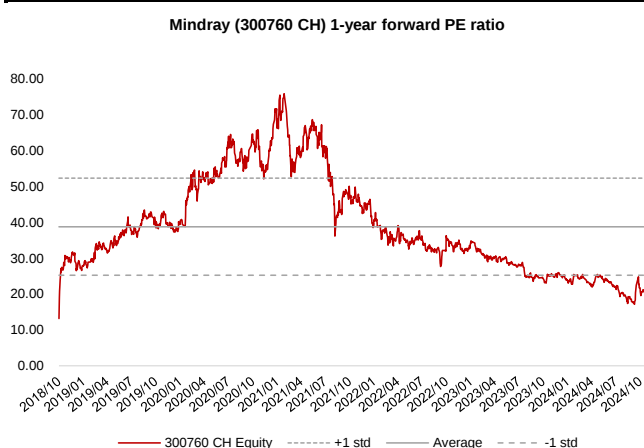
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2024 年 11 月 1 日收盘

图 11: 恒瑞医药动态市盈率



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2024 年 11 月 1 日收盘

图 12: 迈瑞医疗动态市盈率



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2024 年 11 月 1 日收盘

图 13: 智飞生物动态市盈率



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2024 年 11 月 1 日收盘

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。