

中国医药

医保持续支持创新，基金收支有望改善

MSCI 中国医疗指数年初至今累计下跌 17.6%，跑输 MSCI 中国指数 30.1%。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。新版医保目录已公布，多款重磅国产创新药纳入，我们预期续约品种价格降幅较温和，体现医保基金持续大力支持创新药。今年 9、10 月份，基本医疗保险（统筹基金）的收支结余显著改善。随着政策焦点转向刺激经济，我们认为医保基金收支状况有望大幅改善。医保基金监管趋严，同时满足院内、刚需、医保三个特点的产品将持续增长。医疗设备更新政策有望加速落地，推动国产医疗设备企业盈利复苏。

- **医保支持创新。**2024 年医保目录调整结果已公布，新增 91 种药品。在谈判/竞价环节中，117 种目录外药品参与，89 种成功加入，平均降价 63%，降幅与 2023 年的 62% 及过去五年的平均 59% 基本相当。新版医保目录将于 2025 年 1 月生效。医保局要求定点医疗机构原则上应于 2025 年 2 月底前召开药事会议，不得以医保总额限制、医疗机构用药目录数量、药占比为由影响药品进院。今年前 10 个月，医保基金对协议期内谈判药品的支付额约为 920 亿元。2023 年，创新药在样本医院的院均药品费用占全部药品费用的比例达 15.1%，仍有较大上升空间。
- **赋能商保，预计将覆盖高价创新药/械。**对于一些昂贵的细胞治疗和基因治疗药物，仅靠基本医保难以完全覆盖。医保局正在探索推进医保数据赋能商业保险公司、实现医保基金与商业保险同步结算等支持政策，预计将大幅降低商保公司核保成本，推动商保公司提升赔付水平的基础上，更多覆盖创新药耗和器械。我们认为，未来类似 CART 疗法和 TAVR 手术的高价创新药械将通过医保与商业保险的协同获得更好的报销覆盖。
- **落实医保基金预付，尤其利好产业链中下游。**11 月 27 日，医保局发文，提到：一）做好医保基金预付。国家医保局联合财政部印发文件，在国家层面统一和完善医保基金预付制度，将“预付金”作为对落实政策较好医疗机构的“赋能金”；二）探索医保基金对医疗机构的即时结算。努力缩短医保基金对医疗机构的回款周期，助力提升医疗服务质量和效率。我们认为，回款周期缩短将尤其利好医疗服务企业、医药流通企业。
- **关注医保改善相关利好标的。**我们预期，受益于医保资金改善的板块包括：1）创新药，将获得更全面的医保覆盖；2）医疗服务机构，应收改善、坏账改善；3）商业流通，应收改善，收入增速提升；4）医疗设备，招标改善。看好百济神州、信达生物、科伦博泰、联影医疗、药明康德、巨子生物、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	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E
百济神州	BGNE US	买入	21,833.2	276.02	34%	417.8	31.2	76.0	61.2	0.0	0.2
信达生物	1801 HK	买入	8,100.3	55.21	43%	nm	33.9	4.5	3.8	(0.0)	0.1
科伦博泰	6990 HK	买入	5,244.6	243.38	33%	nm	nm	17.0	29.2	(0.4)	(0.5)
联影医疗	688271 CH	买入	13,675.3	162.81	24%	49.0	39.5	5.1	4.7	0.1	0.1
药明康德	603259 CH	买入	19,966.9	72.37	44%	12.9	11.1	2.2	1.9	0.2	0.2
巨子生物	2367 HK	买入	6,604.6	66.15	32%	19.6	15.4	5.3	4.3	0.3	0.3
三生制药	1530 HK	买入	1,775.9	9.46	65%	6.4	5.7	0.7	0.6	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 - 业绩复苏将带来估值修复](#)
2. [【行业研究】中国医药 - 医药行业估值吸引，看好医药新消费](#)
3. [【行业研究】中国医药 - 创新药重磅利好政策落地](#)
4. [【行业研究】中国医药 - 政策利好持续兑现](#)
5. [【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](#)
6. [【行业研究】中国医药 - 反弹趋势基本确定，业绩有望复苏](#)
7. [【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](#)
8. [【行业研究】中国医药 - 海外降息有望助力医药行业反弹](#)
9. [【行业研究】中国医药 - 预期基本面改善，看好高弹性板块](#)
10. [【行业研究】中国医药 - 关注创新品种的医保机遇](#)
11. [【行业研究】中国医药 - 医保谈判继续支持创新，海外研发需求复苏](#)
12. [【行业研究】中国医药 - 医疗设备招标有望复苏，创新药出海成果丰硕](#)
13. [【行业研究】中国医药 - 医保目录调整结果公布，持续支持创新](#)

图 1: MSCI 中国医疗保健指数相对收益率



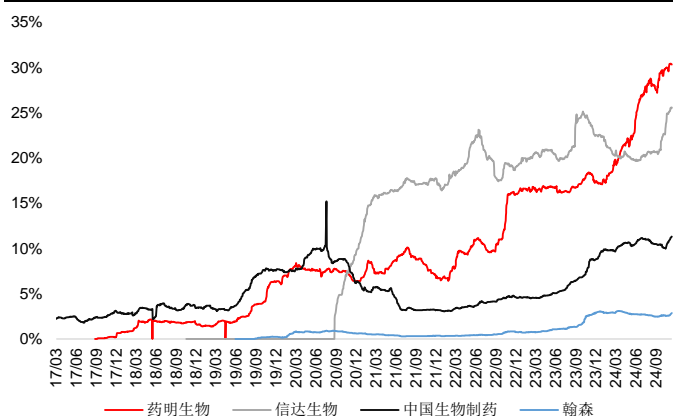
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2024 年 11 月 29 日收盘

图 2: MSCI 中国医疗保健指数动态市盈率



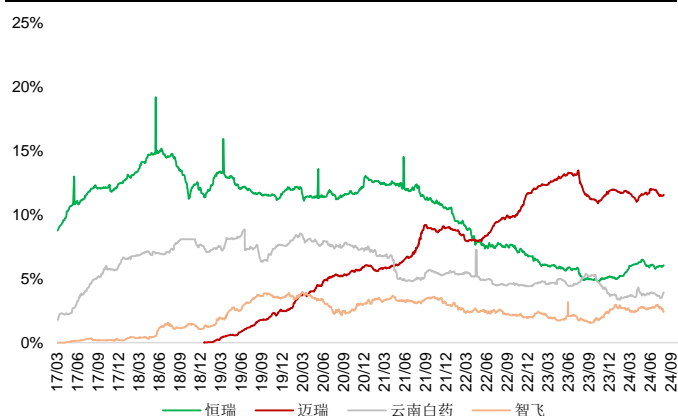
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2024 年 11 月 29 日收盘

图 3: 南下持股比例



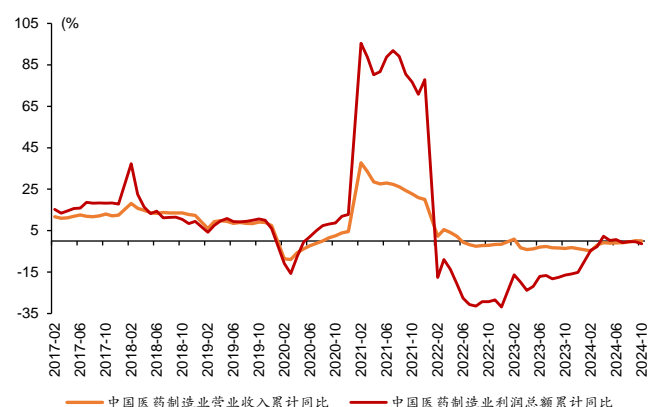
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2024 年 11 月 28 日收盘

图 4: 北上持股比例



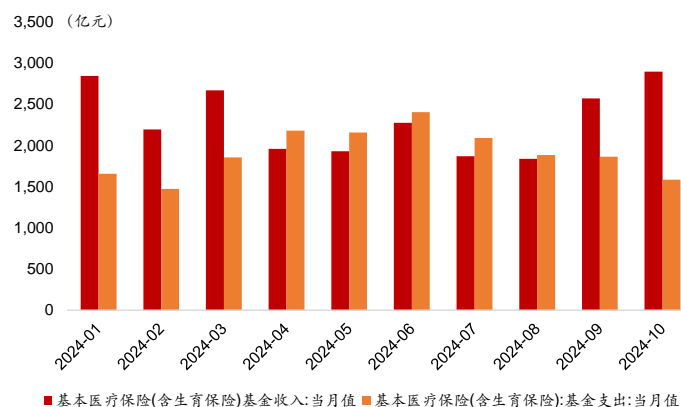
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2024 年 8 月 16 日收盘

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）统筹基金收支金额



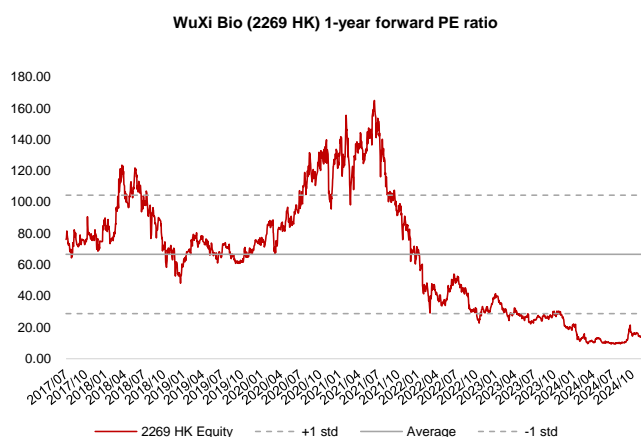
资料来源：国家医保局，招银国际环球市场

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	28.05	688185 CH Equity	66.50	-60.79%
康龙化成	3759 HK Equity	13.34	300759 CH Equity	27.51	-54.92%
昭衍新药	6127 HK Equity	9.20	603127 CH Equity	17.95	-52.35%
泰格医药	3347 HK Equity	33.70	300347 CH Equity	64.66	-51.55%
复星医药	2196 HK Equity	14.32	600196 CH Equity	26.68	-50.10%
上海医药	2607 HK Equity	13.00	601607 CH Equity	21.75	-44.44%
凯莱英	6821 HK Equity	51.45	002821 CH Equity	83.90	-42.99%
白云山	874 HK Equity	18.10	600332 CH Equity	29.01	-42.00%
丽珠集团	1513 HK Equity	26.60	000513 CH Equity	38.19	-35.25%
药明康德	2359 HK Equity	47.05	603259 CH Equity	50.14	-12.77%

资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2024 年 11 月 29 日收盘

图 8: 药明生物动态市盈率



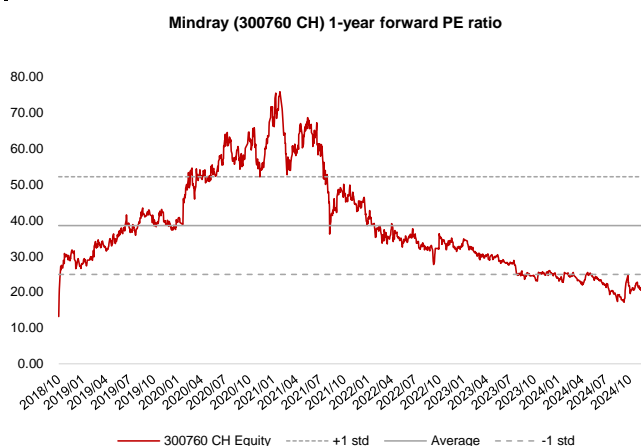
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2024 年 11 月 29 日收盘

图 10: 石药集团动态市盈率



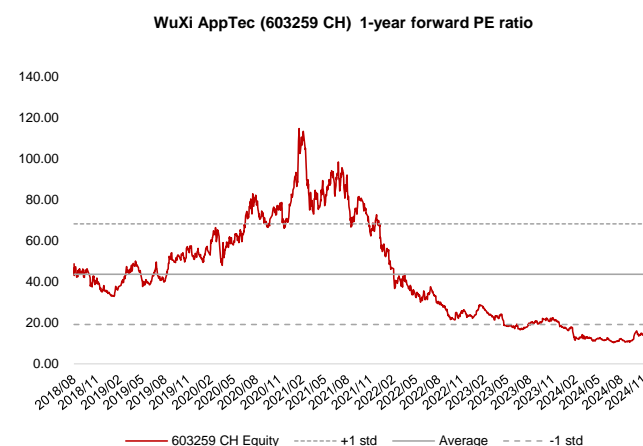
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2024 年 11 月 29 日收盘

图 12: 迈瑞医疗动态市盈率



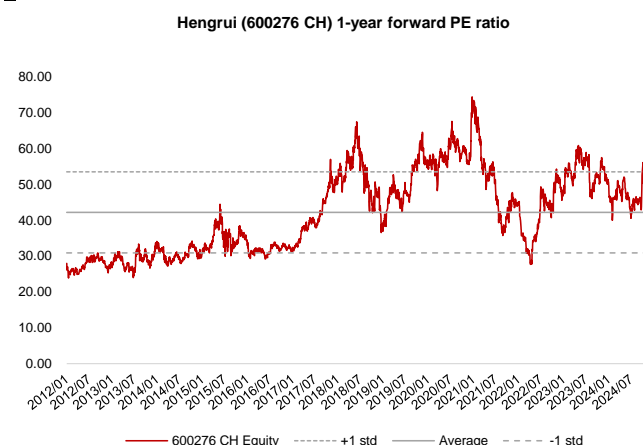
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2024 年 11 月 29 日收盘

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 29 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 29 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 29 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误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决策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。