

中国医药

估值与业绩的重新平衡

MSCI 中国医疗指数 2025 年初至今累计上涨 51.9%，跑赢 MSCI 中国指数 24.3%。近期，医药板块有所回调（MSCI 中国医疗指数 10 月至今回调 14%）。我们认为，近期的回调主要是估值与预期的消化与再平衡，这将为后续投资创造更优的布局窗口。展望 2026 年，创新药出海趋势长期将延续，我们将重点关注已出海管线的临床进展与数据兑现这一核心催化。政策端方面，《生物安全法案》虽已签署生效，但鉴于其未波及 Medicaid 和 Medicare 的采购且对关联方定义明确，以及中国 CXO 美国行政机构收入占比较小，我们预计该法案对中国 CXO 企业实质经营影响有限。

■ **回调中的再平衡。**我们认为，近期行业回调，一方面是由于年底前的获利了结，但归根结底是市场在消化此前过高的估值和预期，特别是创新药板块。我们视此轮调整为医药行业估值与业绩的重新平衡，预计将给我们带来更多、更好的投资机会。我们认为，创新药出海趋势长期将延续，主要由于中国创新药的全球竞争优势，包括 1) 更高的早期研发效率以及研发水平的快速跟进，2) 更快的临床招募速度以及更低的临床成本，3) 更丰富的研发人才供给以及更低的人才成本。然而，相较于 2025 年创新药 BD 规模的爆发（首付款规模同比增长 53%），我们预期 2026 年 BD 规模将稳步增长，主要由于：1) 中国创新药的发展仍在初步阶段，大部分具备全球创新竞争力的管线仍处于早期阶段，2) 中国创新药企的现金流大幅改善，从而减少了早期即出售资产海外权益的紧迫性，可以更加从容等待资产的数据成熟，以达成规模更大的交易。因此，2026 年，我们将更关注已出海产品的推进，例如临床试验的开展、数据的公布，我们认为这些将成为股价的核心催化。

■ **《生物安全法案》落地，预计对于中国 CXO 企业经营的影响有限。**修订后的《生物安全法案》被纳入《2026 财年国防授权法案》（FY 2026 NDAA），并由特朗普于 2025 年 12 月 18 日签署生效。法案核心内容是禁止美国行政机构与被指定为“受关注的生物技术公司”的企业签订合同或为其提供资金。“受关注的生物技术公司”的定义包括：（A）国防部根据 1260H 条款列出的在美国运营的中国军事企业清单上的实体；以及（B）将通过由管理和预算办公室（OMB）牵头的程序指定的实体。**最新的 1260H 清单预计将在 26 年 1 月份公布。**我们预计此法案对于中国 CXO 企业的经营影响有限，由于：1) 法案包含了“遵守药品价格限制”的新章节，即制造商不会仅仅因为法案限制阻止其进入或维持退伍军人事务部（VA）联邦供应进度表合同，而失去联邦回扣协议（包括 Medicaid 和 Medicare Part B 下的协议）的资格。这意味着，《生物安全法案》应不会对美国 Medicaid、Medicare 的采购产生影响。2) “受关注生物技术公司”的“关联公司（affiliate）”不再自动被覆盖，因此，影响范围更加清晰可控。3) 中国 CXO 企业的收入中来自美国行政机构的比例非常小。

■ **行业展望：**布局思路更偏稳健，关注低估值个股机会。推荐买入三生制药 (1530 HK)、固生堂 (2273 HK)、药明合联 (2268 HK)、中国生物制药 (1177 HK)。

估值表

公司名称	股份代码	评级	市值 (百万美元)	目标价 (LC)	上行/ 下行空间	P/E (x) FY26E FY27E	P/B (x) FY26E FY27E	ROE (%) FY26E FY27E
三生制药	1530 HK	买入	8,178.0	37.58	44%	21.8 20.8	2.1 2.0	0.1 0.1
固生堂	2273 HK	买入	924.7	44.95	52%	11.9 9.3	2.7 2.6	0.2 0.3
药明合联	2268 HK	买入	10,782.4	74.00	6%	37.6 28.6	7.3 5.7	0.2 0.2
中国生物制药	1177 HK	买入	15,842.2	9.40	43%	27.2 24.6	2.0 1.8	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

1. [【行业研究】中国医药 - 中国创新药闪耀 ASCO，重磅出海交易持续落地](#)
2. [【行业研究】中国医药 - 短期面临回调压力，寻找优秀公司的买点](#)
3. [【行业研究】中国医药 - 1H25 业绩回顾：创新药保持强势，行业需求疲弱](#)
4. [【行业研究】中国医药 - 预期中美创新合作将持续，国内创新研发需求回暖](#)
5. [【行业研究】中国医药 - 回调带来抄底机会](#)
6. [【行业研究】中国医药 - 布局更偏稳健，关注低估值个股机会](#)
7. [【行业研究】中国医药 - MNC 购买资产热情高涨](#)
8. [【行业研究】中国医药 - 2026 展望：板块行情或将分化，关注个股机会](#)
9. [【行业研究】中国医药 - 医保目录发布，延续支持创新](#)

图 1: MSCI 中国医疗保健指数相对收益率



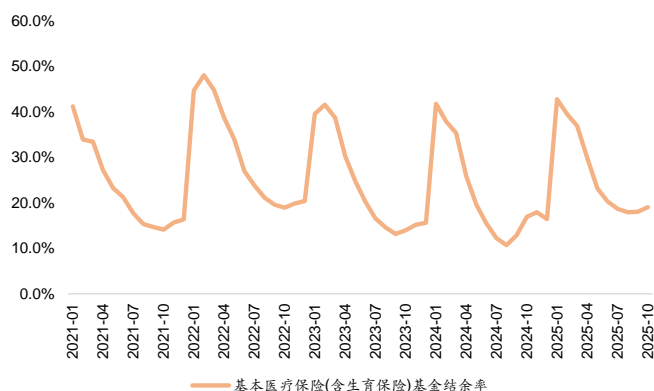
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2025 年 12 月 19 日收盘

图 2: MSCI 中国医疗保健指数动态市盈率



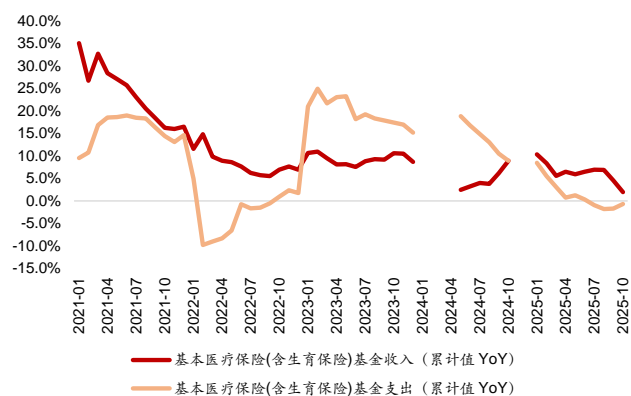
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2025 年 12 月 19 日收盘

图 3: 基本医疗保险（含生育保险）结余率



资料来源：国家医保局，招银国际环球市场

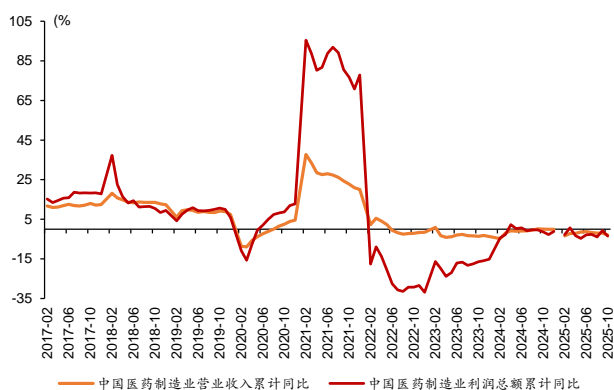
图 4: 基本医疗保险（含生育保险）基金收入累计增速



资料来源：国家医保局，招银国际环球市场

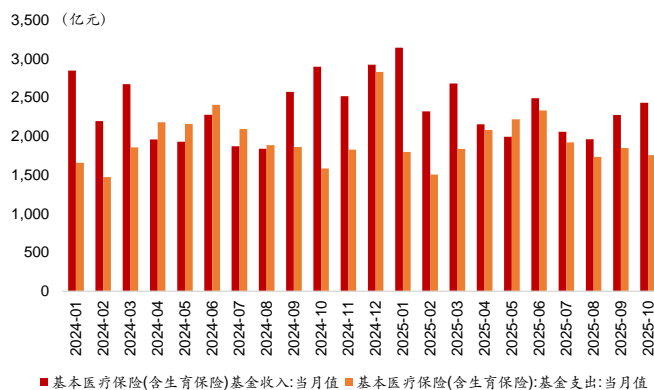
注：2024 年起为基本医疗保险（含生育保险）统筹基金收入增速

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



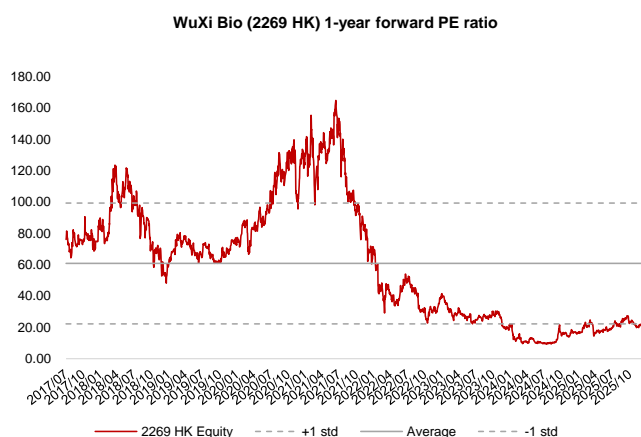
资料来源：国家医保局，招银国际环球市场

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	36.84	688185 CH Equity	63.40	-47.42%
昭衍新药	6127 HK Equity	21.88	603127 CH Equity	35.42	-44.11%
上海医药	2607 HK Equity	11.83	601607 CH Equity	18.03	-40.63%
百济神州	6160 HK Equity	185.10	688235 CH Equity	274.00	-38.87%
白云山	874 HK Equity	18.64	600332 CH Equity	25.72	-34.42%
康龙化成	3759 HK Equity	22.20	300759 CH Equity	29.44	-31.77%
复星医药	2196 HK Equity	21.08	600196 CH Equity	27.27	-30.06%
泰格医药	3347 HK Equity	41.56	300347 CH Equity	52.04	-27.74%
丽珠集团	1513 HK Equity	29.40	000513 CH Equity	34.93	-23.84%
凯莱英	6821 HK Equity	80.00	002821 CH Equity	94.79	-23.63%
药明康德	2359 HK Equity	103.80	603259 CH Equity	92.47	1.57%
恒瑞医药	1276 HK Equity	70.75	600276 CH Equity	60.85	5.20%

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2025 年 12 月 19 日收盘

图 8: 药明生物动态市盈率



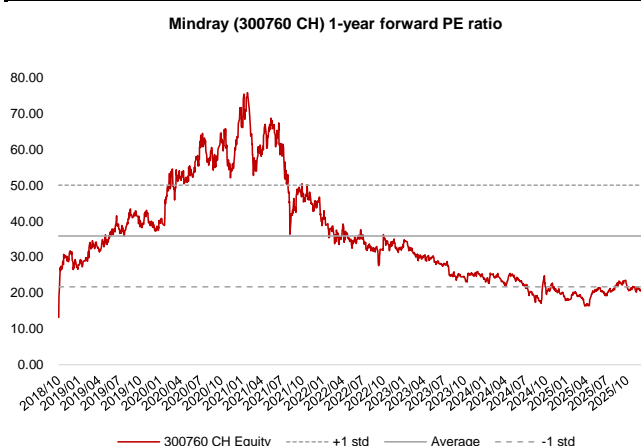
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2025 年 12 月 19 日收盘

图 10: 石药集团动态市盈率



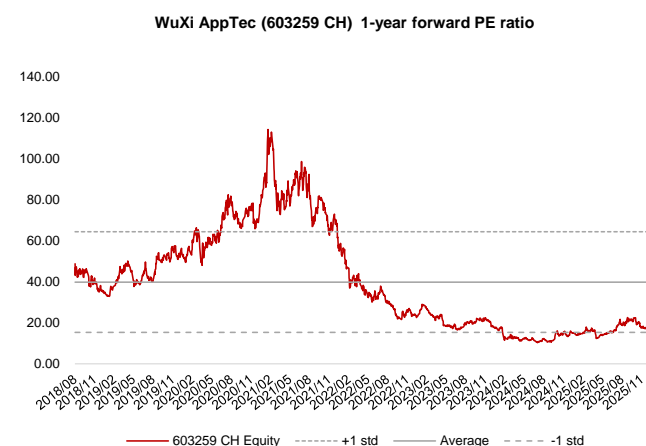
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2025 年 12 月 19 日收盘

图 12: 迈瑞医疗动态市盈率



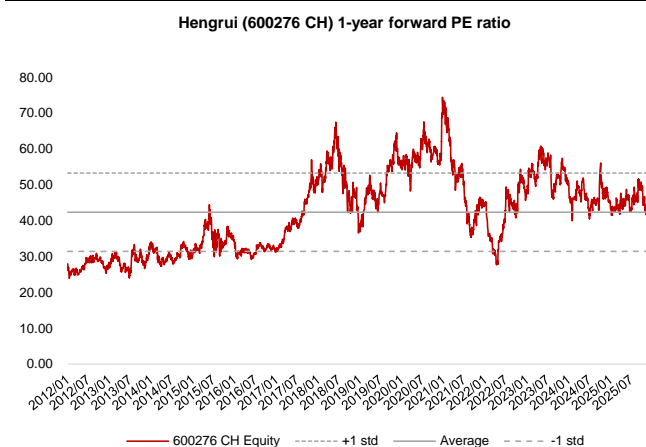
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2025 年 12 月 19 日收盘

图 9: 药明康德动态市盈率



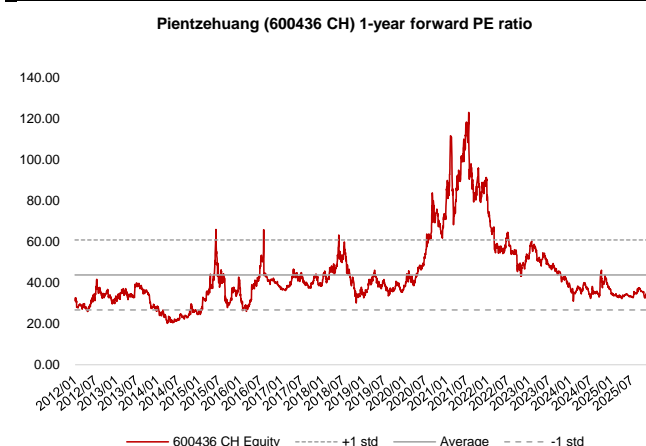
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2025 年 12 月 19 日收盘

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 2025 年 12 月 19 日收盘

图 13: 爱尔眼科动态市盈率



资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2025 年 12 月 19 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个人。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。