

中国医药

创新药出海BD仍然火爆，关注IO 2.0 抢位赛

优于大市
(维持)

MSCI 中国医疗指数 2026 年初至今累计上涨 9.2%，跑赢 MSCI 中国指数 5.6%。医药行业显著上涨，主要由于去年第四季度行业回调消化了估值，年初机构投资者的配置意愿较强。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的核心催化。

- **年初多个创新药 BD 交易落地，中国创新药出海的趋势向好。**在 2025 年创新药 BD 出海授权交易爆发式增长的基础上，2026 年初，已经有多个 BD 落地，体现了中国创新药出海授权交易较高的景气度。重点交易包括：1) 荣昌生物授予艾伯维 RC148 (PD-1/VEGF) 双抗的海外权益，将获得 6.5 亿美元首付款及最高 49.5 亿美元的里程碑付款。2) 海思科将 HSK39004 (PDE3/4) 的海外权益授予 AirNexis (NewCo 合作模式)，将获得 1.08 亿美元首付款及最高 9.55 亿美元的里程碑付款。3) 泽璟制药将 ZG006 (CD3xDLL3xDLL3 三抗) 的海外权益授予艾伯维，将获得 1 亿美元的首付款，近期付款及里程碑付款达到 11.35 亿美元 (如艾伯维行权)。4) 宜联生物授予罗氏 YL201 (B7-H3 ADC) 的海外权益，首付款及近期里程碑付款达到 5.7 亿美元。值得注意的是，这些分子大多处于临床 2~3 期的阶段，已具备了中国早期临床数据的验证。我们认为，中国企业对于临床前分子的转让或将谨慎，未来中国出海分子将大多在具备中国早期临床试验数据的基础上达成，以获得更高的交易价值。
- **PD-(L)1/VEGF 或将成为肿瘤基石药物，MNC 开展抢位赛。**Summit 于 1 月 12 日宣布向美国 FDA 提交了依沃西单抗的 BLA，但由于 Harmoni 研究仅显示 OS 获益趋势，该适应症的审批仍有不确定性。此外，辉瑞对于 707 / PF'4404 的临床推进速度远超预期，已公布将开展 4 项三期试验、覆盖 5 个适应症，包括第一个联用 ADC 的三期试验 (联用 Padcev Nectin4 ADC)，适应症覆盖鳞状 NSCLC、非鳞状 NSCLC、结直肠癌 (已完成 FPI)、子宫内膜癌、尿路上皮癌，全部瞄准一线适应症。BMS/BioNTech 也在全力推进 BNT327 (PDL1/VEGF) 的临床开发，已公布 7 项 2/3 期及 3 期临床：TNBC、ES-SCLC、Stage III NSCLC、PD-L1 ≥ 50% NSCLC、NSCLC (2/3 期临床)、结直肠癌 (2/3 期临床)、胃癌 (2/3 期临床)，也全部瞄准一线适应症。随着艾伯维获得荣昌生物的 RC148 授权，PD-(L)1/VEGF 赛道的竞争更加激烈。我们认为，临床的效率、广度以及联合疗法 (特别是 ADC 联用) 的丰富程度将是决胜因素，基于此，我们认为辉瑞/三生有显著的领先优势。
- **行业展望：**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)	市盈率 P/E (x)								市净率 P/B (x)		ROE (%)
				上行/ (LC)	下行空间	FY26E	FY27E	FY26E	FY27E	FY26E	FY27E	上行/ (LC)	下行空间	
三生制药	1530 HK	买入	7,598.4	37.58	54%	20.0	19.1	1.9	1.8	0.1	0.1			
固生堂	2273 HK	买入	963.3	44.95	46%	12.3	9.5	2.8	2.6	0.2	0.3			
药明合联	2268 HK	买入	10,551.0	88.00	28%	37.1	27.8	6.0	4.9	0.2	0.2			
中国生物制药	1177 HK	买入	15,951.4	9.40	42%	27.1	24.5	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

中国医药行业

武煜, CFA

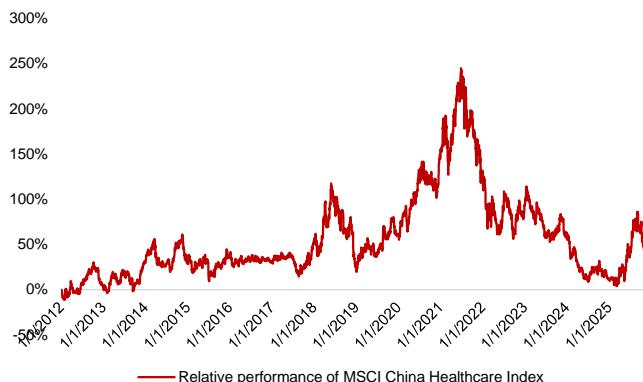
(852) 3900 0842
jillwu@cmbi.com.hk

王云逸

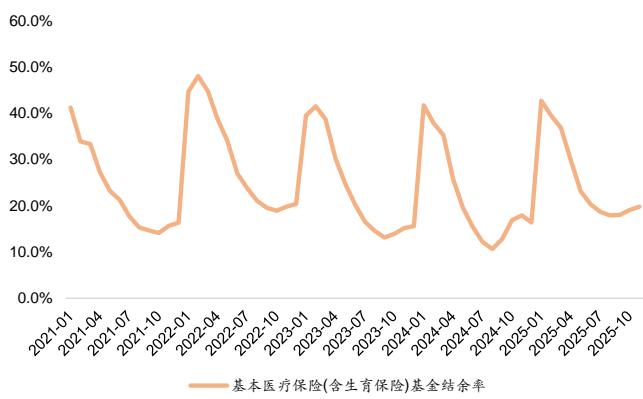
(852) 3916 1729
cathywang@cmbi.com.hk

过往报告：

- [【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](#)
- [【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](#)
- [【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](#)
- [【行业研究】中国医药 - 预期中美创新合作将持续，国内创新研发需回暖](#)
- [【行业研究】中国医药 - 回调带来抄底机会](#)
- [【行业研究】中国医药 - 布局更偏稳健，关注低估值个股机会](#)
- [【行业研究】中国医药 - MNC 购买资产热情高涨](#)
- [【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](#)
- [【行业研究】中国医药 - 医保目录发布，延续支持创新](#)
- [【行业研究】中国医药 - 出海仍是主旋律](#)

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2026年1月23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 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

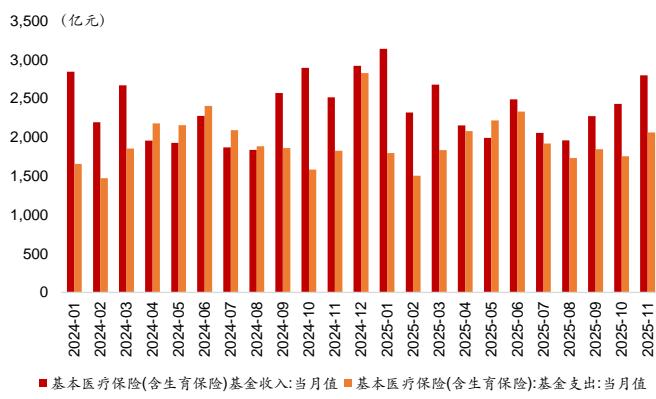
图 2: MSCI 中国医疗保健指数动态市盈率

资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至2026年1月23日收盘

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 6: 基本医疗保险（含生育保险）统筹基金收支金额

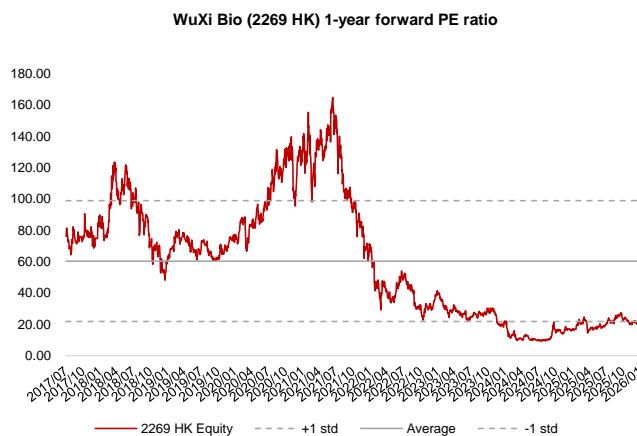
资料来源：国家医保局，招银国际环球市场

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	37.10	688185 CH Equity	69.14	-52.08%
昭衍新药	6127 HK Equity	25.66	603127 CH Equity	41.07	-44.21%
上海医药	2607 HK Equity	11.98	601607 CH Equity	17.48	-38.80%
康龙化成	3759 HK Equity	21.46	300759 CH Equity	31.11	-38.40%
百济神州	6160 HK Equity	204.20	688235 CH Equity	289.38	-36.99%
白云山	874 HK Equity	18.80	600332 CH Equity	25.32	-33.70%
复星医药	2196 HK Equity	20.58	600196 CH Equity	27.57	-33.34%
凯莱英	6821 HK Equity	85.60	002821 CH Equity	104.30	-26.71%
丽珠集团	1513 HK Equity	29.88	000513 CH Equity	36.35	-26.60%
泰格医药	3347 HK Equity	51.30	300347 CH Equity	60.42	-24.18%
药明康德	2359 HK Equity	114.10	603259 CH Equity	97.60	4.39%
恒瑞医药	1276 HK Equity	73.25	600276 CH Equity	58.99	10.88%

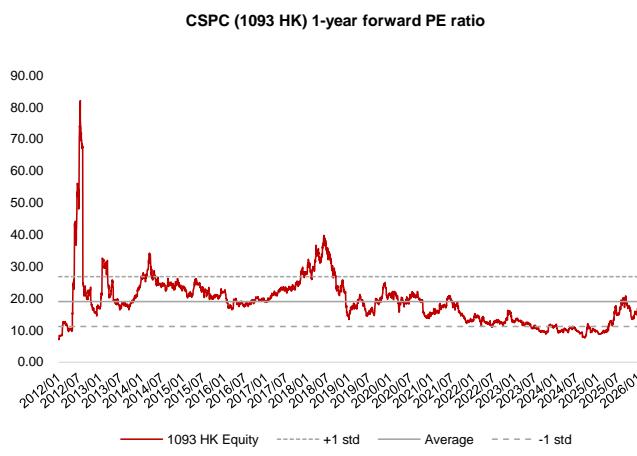
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2026 年 1 月 23 日收盘

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 2026 年 1 月 23 日收盘

图 10: 石药集团动态市盈率



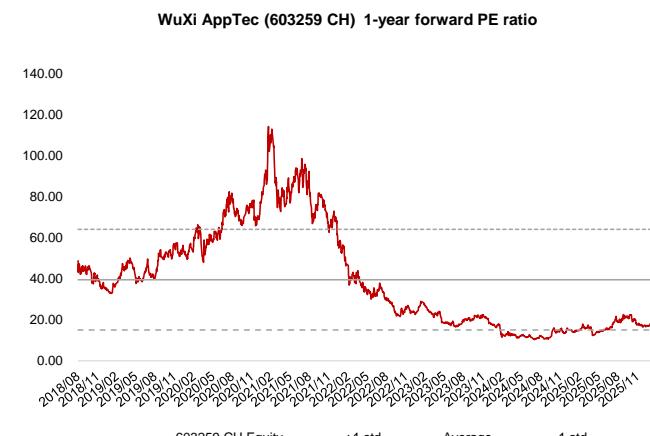
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2026 年 1 月 23 日收盘

图 12: 迈瑞医疗动态市盈率



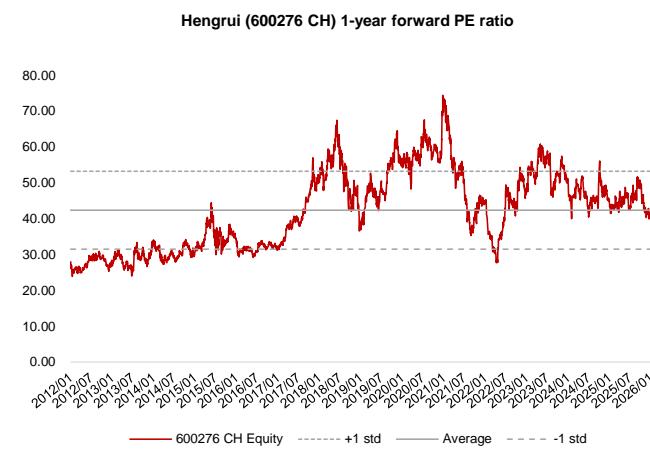
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2026 年 1 月 23 日收盘

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 2026 年 1 月 23 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 2026 年 1 月 23 日收盘

图 13: 威高集团动态市盈率



资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2026 年 1 月 23 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之分析员，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于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错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。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行时的判断，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，请与我们联络。

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之分析员，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。