

# 中国医药

## 中国大型药企具备估值重塑机遇

MSCI 中国医疗指数 2026 年初至今累计上涨 12.3%，跑赢 MSCI 中国指数 13.6%。近期在政府工作报告将生物医药列为新兴支柱产业的政策催化下，板块风险偏好有温和的修复。我们认为，此次政策定位的跃升标志着医药行业从“战略性新兴产业”向“新兴支柱产业”转型，预示全链条政策红利将持续释放。同时，AI 制药技术突破与中国创新药出海 BD 的爆发形成双重共振，我们预计行业基本面加速向好。

■ **医药行业 2025 年度业绩统计显示，创新药继续引领增长。**我们统计了 197 家已经公布 2025 年度业绩的 A 股及港股医药上市企业相关数据。行业整体增长平稳，197 家医药上市公司 2025 年收入平均增长 5.0%，净利润平均增长 3.4%，经营现金流平均增长 11.3%。然而，子行业的表现差异较大，其中，创新药维持高速增长势头。2025 年，Biotech 公司的平均收入增长 28%。龙头 Biotech 企业进入持续盈利阶段，包括百济神州、信达生物、荣昌生物。近年来，龙头 Pharma 企业坚定转型创新研发，持续进行了多年的高强度研发投入，有望持续地产生差异化的研发管线，成为驱动中国创新药行业增长的头部力量。例如，恒瑞医药 2025 年研发投入（含资本化部分）高达 87 亿元、翰森制药的研发费用为 34 亿元、石药集团为 58 亿元、中国生物制药为 59 亿元。龙头 Pharma 公司的研发投入庞大且仍在持续增长，由此将带来丰富的研发管线布局，从而增强 BD 出海的竞争力。我们认为，目前投资人主要基于笼统的 PE 倍数给予中国 Pharma 估值，因此对于 Pharma 的管线价值是有显著低估的。我们认为，中国大型 Pharma 公司具备系统性的管线价值重估机遇。

■ **关注 ASCO 重磅数据发布。**我们预计今年 ASCO 将有多个重磅临床数据发布，但是由于会议日程尚未公布（4 月 21 日将公布标题），以下数据发布是基于我们的预期，与实际会议日程或有出入。1) 康方生物/Summit Therapeutics 的伊沃西单抗有望发布 Harmoni-6 的 interim OS 数据，由于数据读出是事件驱动，我们尚不清楚具体的数据发布时间点，仅预测有可能在 ASCO 发布；2) 百济神州的 CDK4 抑制剂有望发布 1 期临床更新数据，由于此前发布的疗效数据尚未成熟，更新的数据有望确定该品种在全球近 150 亿美元 CDK4/6 抑制剂市场的竞争力；3) 信达生物 IBI363 的临床数据，可能公布后线 NSCLC 的更新数据；4) 科伦博泰 Sac-TMT 联合 K 药 vs K 药在 1L PD-L1 阳性 NSCLC 的中国三期数据，此前公司已经宣布达到主要终点；5) 复宏汉霖的 PD-L1 ADC 在 NSCLC 的数据更新。

■ **重点推荐：**翰森制药 (3692 HK)、信达生物 (1801 HK)、三生制药 (1530 HK)、加科思 (1167 HK)、药明合联 (2268 HK)、辉瑞 (PFE US)。

### 估值表

公司名称	股份代码	评级	市值 目标价		上行/下行空间	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)	
			(百万美元)	(LC)		FY26E	FY27E	FY26E	FY27E	FY26E	FY27E
翰森制药	3692 HK	买入	30,747.5	46.41	17%	36.4	34.2	5.4	4.9	0.2	0.2
信达生物	1801 HK	买入	20,277.1	113.86	24%	65.3	40.5	6.2	5.3	0.1	0.1
三生制药	1530 HK	买入	8,187.7	34.87	38%	29.4	34.6	1.8	1.7	0.1	0.1
加科思	1167 HK	买入	815.0	10.34	28%	11.4	34.0	4.4	3.8	0.5	0.1
药明合联	2268 HK	买入	9,696.0	82.00	36%	32.7	24.2	5.1	4.2	0.2	0.2
辉瑞	PFE US	买入	156,623.5	35.46	29%	14.5	13.7	1.8	1.7	0.1	0.1

资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测；数据截至 2026 年 4 月 17 日收盘

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

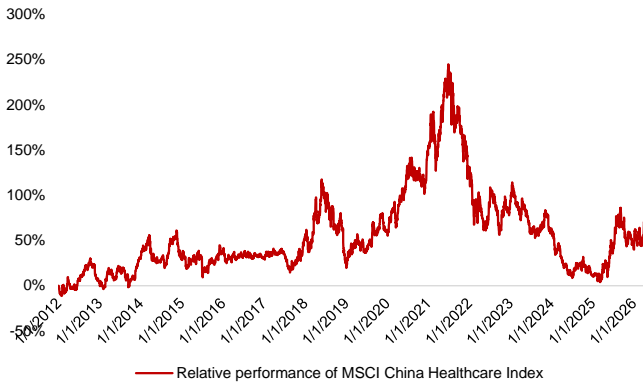
(852) 3916 1729

cathywang@cmbi.com.hk

### 过往报告：

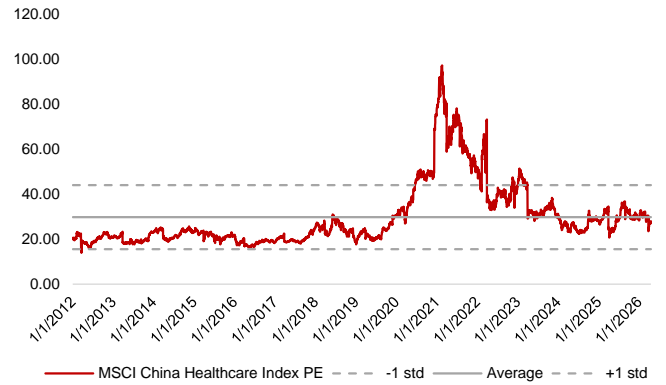
1. [【行业研究】中国医药 - 预期中美创新合作将持续，国内创新研发需求回暖](#)
2. [【行业研究】中国医药 - 回调带来抄底机会](#)
3. [【行业研究】中国医药 - 布局更稳健，关注低估值个股机会](#)
4. [【行业研究】中国医药 - MNC 购买资产热情高涨](#)
5. [【行业研究】中国医药 - 2026 展望：板块行情或将分化，关注个股机会](#)
6. [【行业研究】中国医药 - 医保目录发布，延续支持创新](#)
7. [【行业研究】中国医药 - 出海仍是主旋律](#)
8. [【行业研究】中国医药 - 创新药出海 BD 仍然火爆，关注 IO 2.0 抢位赛](#)
9. [【行业研究】中国医药 - 关注 AI 制药进展以及个股超跌机会](#)
10. [【行业研究】中国医药 - AI 将改变创新药物研发范式](#)
11. [【行业研究】中国医药 - 全球减重药物市场：千亿蓝海与创新迭代](#)
12. [【行业研究】中国医药 - 政策定调升级，AI 与出海双轮驱动](#)

图 1: MSCI 中国医疗保健指数相对收益率



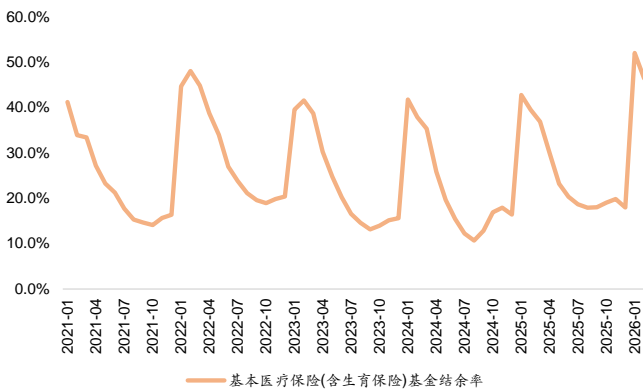
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2026 年 4 月 17 日收盘

图 2: MSCI 中国医疗保健指数动态市盈率



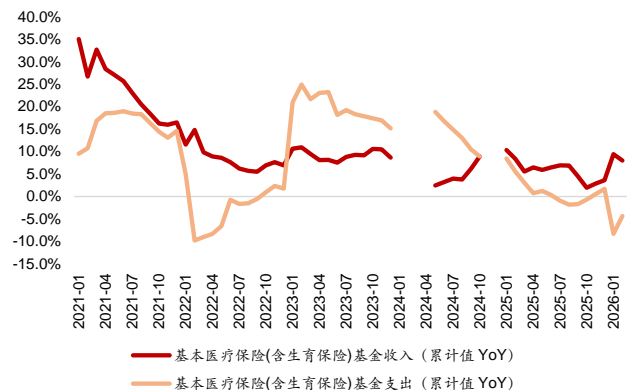
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2026 年 4 月 17 日收盘

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

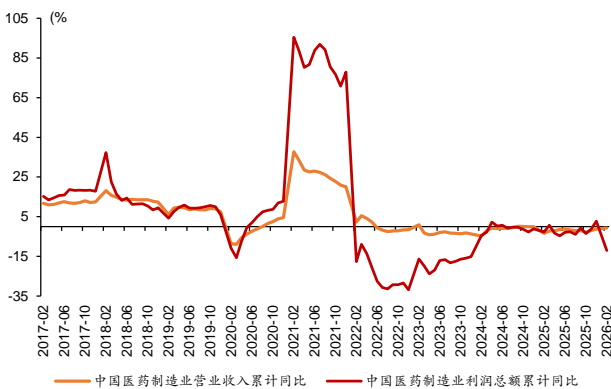
图 4: 基本医疗保险 (含生育保险) 基金收入累计增速



资料来源: 国家医保局, 招银国际环球市场

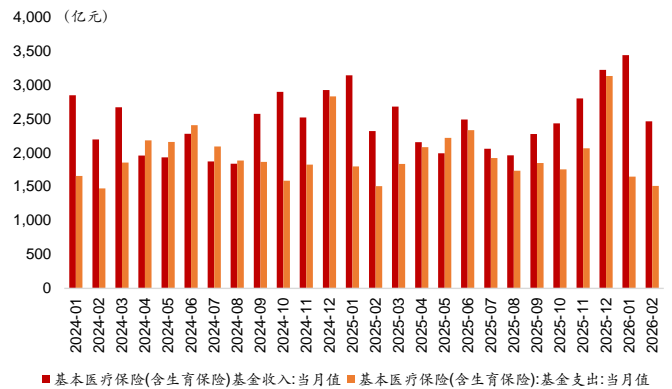
注: 2024 年起为基本医疗保险 (含生育保险) 统筹基金收入增速

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	35.20	688185 CH Equity	71.66	-57.17%
昭衍新药	6127 HK Equity	21.98	603127 CH Equity	36.93	-48.11%
上海医药	2607 HK Equity	11.64	601607 CH Equity	16.99	-40.27%
康龙化成	3759 HK Equity	21.22	300759 CH Equity	30.47	-39.28%
白云山	874 HK Equity	16.86	600332 CH Equity	22.78	-35.47%
泰格医药	3347 HK Equity	43.08	300347 CH Equity	57.60	-34.79%
复星医药	2196 HK Equity	20.16	600196 CH Equity	26.15	-32.79%
百济神州	6160 HK Equity	193.20	688235 CH Equity	246.50	-31.67%
丽珠集团	1513 HK Equity	28.94	000513 CH Equity	33.79	-25.33%
凯莱英	6821 HK Equity	98.45	002821 CH Equity	114.41	-24.98%
恒瑞医药	1276 HK Equity	66.40	600276 CH Equity	56.33	2.77%
药明康德	2359 HK Equity	122.90	603259 CH Equity	99.39	7.81%

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2026 年 4 月 17 日收盘

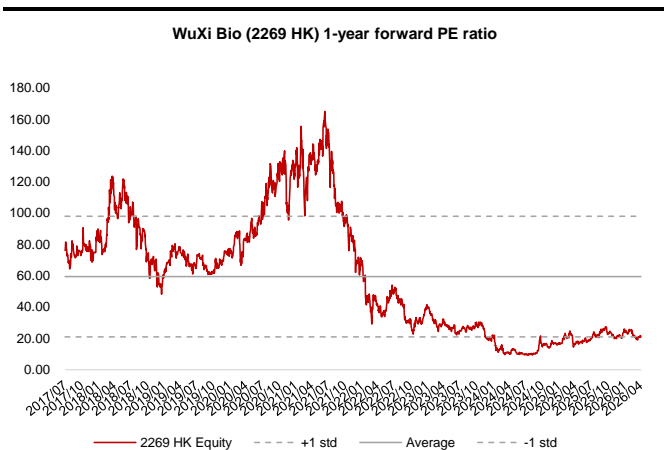
图 8: A 股及港股医药行业 2025 业绩总结及 2026E 业绩展望

中位数平均	24A收入同比 (%)	25A收入同比 (%)	26E收入同比 (%)	24A净利润同比 (%)	25A净利润同比 (%)	26E净利润同比 (%)
<b>A股及港股医药公司</b>	<b>5.1</b>	<b>5.00</b>	<b>14.18</b>	<b>-0.7</b>	<b>3.41</b>	<b>23.97</b>
疫苗	-11.6	-1.33	16.26	-66.1	7.24	118.75
中药	-6.2	-8.95	8.28	-11.2	1.58	18.01
制药	1.6	4.18	11.37	2.6	-1.01	17.45
医疗服务	3.7	4.56	12.65	1.3	-40.62	32.29
医疗器械 (除IVD)	10.2	11.96	20.25	3.1	16.60	30.08
生命科学	-5.1	14.00	1.49	-53.1	21.17	19.13
IVD	3.9	1.84	19.79	3.4	-26.06	28.38
互联网医疗	2.9	13.73	14.06	64.9	62.14	20.78
商业流通	1.9	0.87	4.20	-17.7	23.24	7.24
CXO	-1.5	14.87	17.36	-34.9	102.65	31.15
血制品	-7.7	3.59	5.31	31.4	-28.84	22.45
Biotech	36.6	28.23	66.99	-75.5	0.80	9.46
原料药	4.6	-0.40	10.08	14.3	-27.44	27.30
医美	5.4	-8.71	9.79	5.3	-34.05	14.58

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

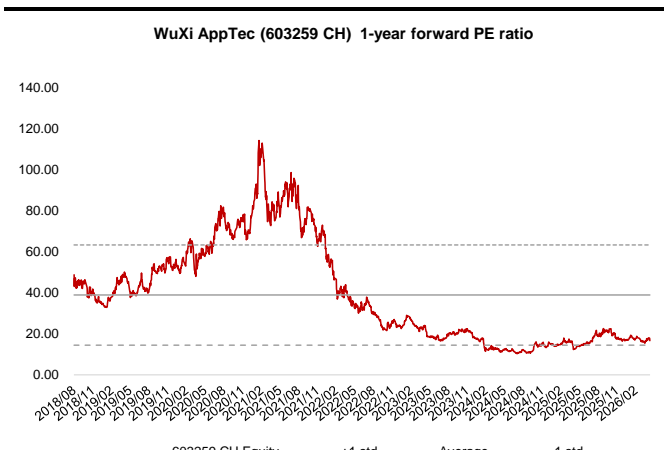
注: 涵盖 197 家港股及 A 股上市公司。绿色表示收入及净利润增速改善, 红色表示放缓; 2026E 收入和净利润增速预测来自彭博一致预期

图 9: 药明生物动态市盈率



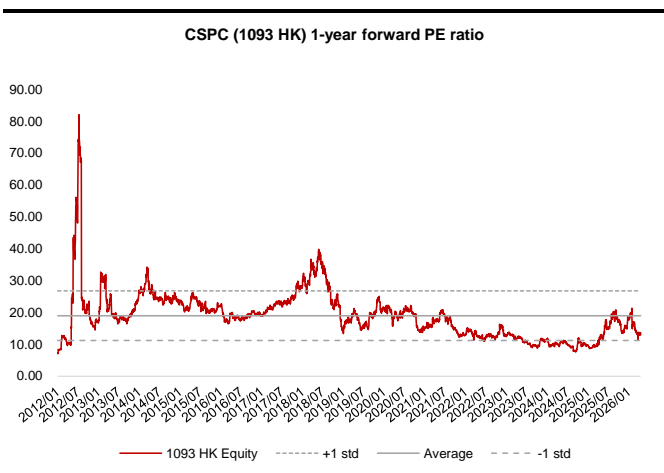
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2026 年 4 月 17 日收盘

图 10: 药明康德动态市盈率



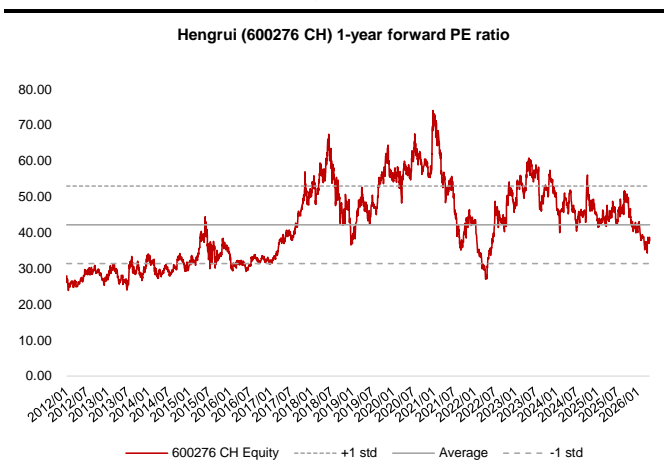
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2026 年 4 月 17 日收盘

图 11: 石药集团动态市盈率



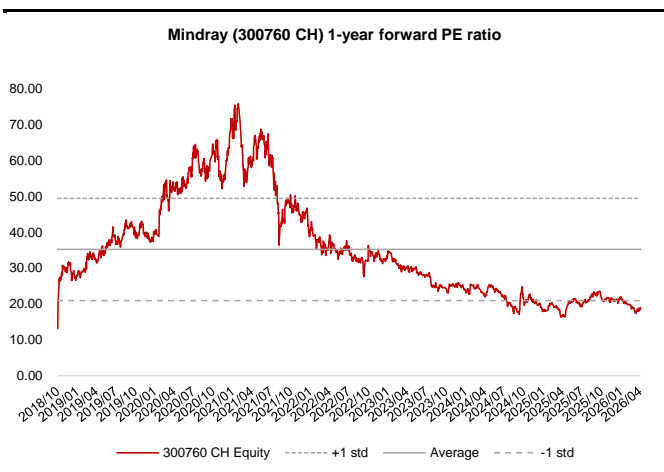
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2026 年 4 月 17 日收盘

图 12: 恒瑞医药动态市盈率



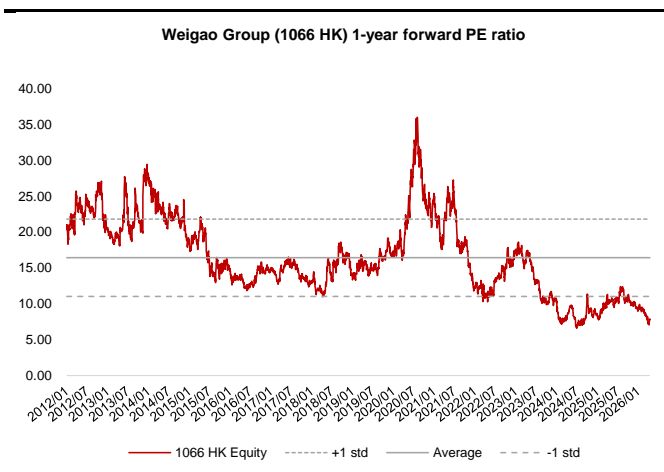
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2026 年 4 月 17 日收盘

图 13: 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 4 月 17 日收盘

图 14: 威高股份动态市盈率



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2026 年 4 月 17 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。