

中国医药

医药行业再现底部机会

优于大市
(维持)

MSCI 中国医疗指数 2026 年初至今累计下跌 11.4%，跑赢 MSCI 中国指数 0.2%。近期医药行业回调主要受到资金面、政策面以及地缘政治等因素影响。我们认为，中国创新药及医疗器械出海趋势不变，产业资本积极增持回购，释放底部信号。

- **医药行业再现底部机会。**我们认为，中国创新药以及医疗器械出海长期趋势将持续，带动医药板块价值重估。短期来看，医药行业回调主要是由于资金面、政策面、地缘政治等因素的影响。资金面来看，半导体等 AI 相关板块吸引了较多的资金流入。政策面来看，卫健委等 14 部委于 6 月初发布了《2026 年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点》；5 月，药监局等七部门发布了《医药代表管理办法》，8 月 1 日起正式施行，引起市场对于监管政策的担忧。然而，我们认为，营销环节的规范将有利于有临床价值的创新药的商业化。此外，政策对于创新药的支持将不会改变，2026 年 3 月发布的《2026 年政府工作报告》中，首次将生物医药定位为支柱产业，创新药将持续享受积极的政策环境。
- **中美地缘政治扰动抬升，但对基本面影响有限。**1) 6 月 2 日，美国两党议员联合提出《Biotech Investment National Security Act (BINSa)》草案，目前仍为讨论草案 (discussion draft)，并非正式提交的议案。该草案要求修订 2025 年颁布的《对外投资国家安全综合法案》(COINS Act)，将生物技术列入对外投资审查清单；将美国药企与中国相关的药物授权、JV 和股权投资纳入美国财政部审查范围。参考《生物安全法案》的立法过程，我们预计该 BINSa 草案即使落地，也极可能面临限制范围的大幅收窄。因为如果限制美国药企从中国获得创新药管线授权，将会切断美企获取中国高质量创新的途径，进而削弱美企对欧日 MNC 的竞争力。2) 6 月 4 日，美国众议院以微弱优势 (213:210) 投票通过了《the Agriculture, Rural Development, Food and Drug Administration, and Related Agencies Appropriations Act, 2027》，之后该议案将被提交至美国参议院审议，若审议通过将提交至美国总统签署成为法律 (法定日为 9/31 之前，但实际操作中推迟至年底甚至次年初为常态)。该议案的修正案中增加了“禁止 FDA 接受中国临床数据用于支持药物的 IND 申请”相关表述。我们认为此修正案若最终成为法律，对产业影响有限，因有出海意愿的中国药企或将更多地在海外进行早期临床研究，且海外合作方通常也会后续在欧美开展临床研究。
- **产业资本掀起回购以及增持热潮，释放底部信号。**根据我们的统计，年初至今，港股医药板块累计回购金额达到 56.9 亿港元。此外，多家医药公司发布回购计划，例如，中国生物制药拟回购最多 20 亿港元港股，京东健康拟回购最多 10 亿美元，恒瑞医药拟回购 10-20 亿元 A 股，药明康德拟回购 10 亿元 A 股等。大股东增持同样活跃，例如石药集团、京东健康、中国生物制药、海吉亚、固生堂、康方生物、云顶新耀、三生制药等。我们认为，产业资本对于医药行业发展的信心坚定，积极增持回购释放了底部信号。
- **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/	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)	
			(百万美元)	(LC)	下行空间	FY26E	FY27E	FY26E	FY27E	FY26E	FY27E
翰森制药	3692 HK	买入	22,856.5	46.41	57%	26.8	25.2	4.0	3.6	0.2	0.2
信达生物	1801 HK	买入	16,684.6	113.86	51%	53.3	33.0	5.1	4.3	0.1	0.1
三生制药	1530 HK	买入	5,211.2	34.87	117%	18.6	21.8	1.1	1.1	0.1	0.1
加科思	1167 HK	买入	448.6	10.34	133%	6.2	18.5	2.4	2.1	0.5	0.1

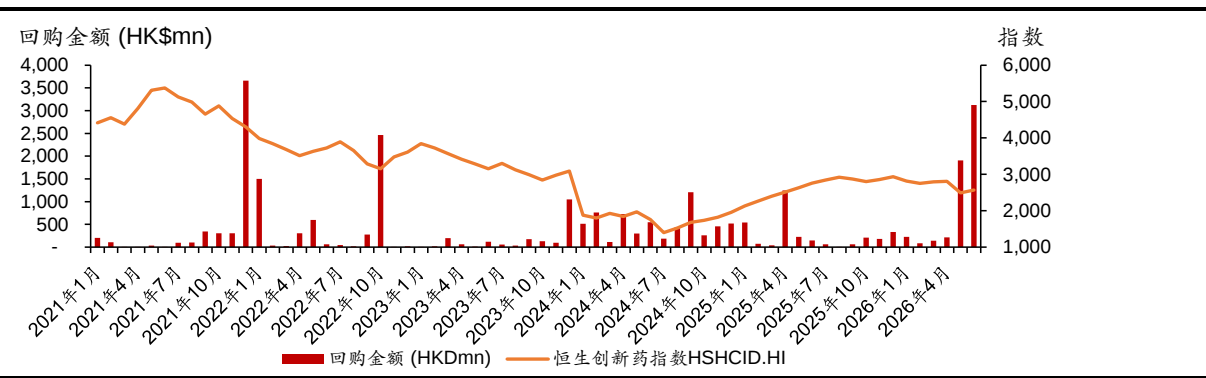
资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

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

图 1: 2021 年至今港股医药行业回购金额与恒生创新药指数



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

注: 采用港交所行业类 - 医疗保健业 - 药品及生物科技。数据截至 2026 年 6 月 21 日。

图 2: 部分已公布回购计划的医药上市公司梳理

公司名称	股票代码	A/H	公告日期	回购金额/规模	回购价格上限	回购期限	回购期限
中国生物制药	1177.HK	H 股	15/6/2026	最多20亿港元	未披露	注销或员工持股计划或股权激励	未来12个月内
药明生物	2269.HK	H 股	26/5/2026	最多4亿美元	未披露	未披露	未披露
药明合联	2268.HK	H 股	18/5/2026	最多1亿美元	未披露	员工持股计划或股权激励	未披露
固生堂	2273.HK	H 股	21/4/2026	最多3亿港元	未披露	注销	未披露
海吉亚医疗	6078.HK	H 股	18/6/2026	5亿港元 (包括回购和分红)	未披露	未披露	2026-28每年
京东健康	6618.HK	H 股	12/5/2026	最多10亿美元	未披露	未披露	未来48个月内
晶泰控股	2228.HK	H 股	9/6/2026	最多1亿美元	未披露	未披露	2027年股东大会前
精锋医疗	2675.HK	H 股	9/6/2026	不超过已发行股份10%，回购金额不超过2亿港元	未披露	未披露	至下届股东周年大会
归创通桥	2190.HK	H 股	15/6/2026	根据25年的H股回购计划公告，回购最高金额为6.5亿港元，目前可用于回购的剩余资金约为3亿港元	未披露	未披露	未披露
康方生物	9926.HK	H 股	11/6/2026	最多2亿港元	未披露	未披露	未披露
加科思	1167.HK	H 股	8/6/2026	最多1亿港元	未披露	未披露	未披露
药明康德	603259.CH	A 股	9/6/2026	10亿元人民币 (A股)	156.95元/股 (A股)	员工持股计划或股权激励	未来12个月内
泰格医药	300347.CH	A 股	13/5/2026	5-10亿元人民币 (A股)	60元/股 (A股)	注销(不低于40%)以及员工持股计划或股权激励(不高于60%)	未来12个月内
九州药业	603456.CH	A 股	25/5/2026	2-4亿元人民币 (A股)	20元/股 (A股)	注销(不低于40%)以及员工持股计划或股权激励(不高于60%)	未来12个月内
通策医疗	600763.CH	A 股	3/6/2026	0.5-1.0亿元人民币 (A股)	60.12元/股 (A股)	注销	未来12个月内
恒瑞医药	600276.CH	A 股	21/8/2025	不低于人民币 10 亿元且不超过 20 亿元 (A股)	不超过人民币 90.85 元/股 (A股)	A 股员工持股计划	2025-08-20至2026-08-19
百利天恒	688506.CH	A 股	1/6/2026	1-2亿元人民币 (A股)	398元/股 (A股)	员工持股计划或股权激励	未来12个月内
恒瑞医药	600276.CH	A 股	21/8/2025	10-20亿元人民币 (A股)	90.85元/股 (A股)	员工持股计划或股权激励	未来12个月内
信立泰	002294.CH	A 股	2/6/2026	3-5亿元人民币 (A股)	45 元/股	员工持股计划或股权激励	未披露

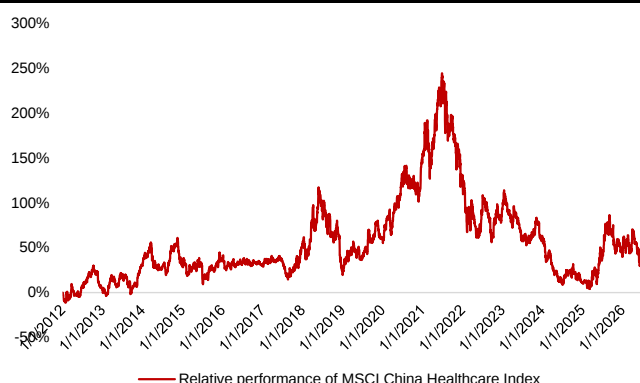
资料来源: 公司公告, 招银国际环球市场

图 3：2026 年内部分港股医药上市公司大股东增持情况梳理

公司名称	股票代码	增持主体	增持金额（港元）	增持股数（股）	增持比例
京东健康	6618.HK	刘强东	-	64,215,503	2.000%
中国生物制药	1177.HK	谢氏家族	68,797,790.40	12,244,000	0.065%
固生堂	2273.HK	涂志亮	15,081,433.34	505,200	0.216%
海吉亚医疗	6078.HK	朱义文	41,762,376.12	3,548,000	0.574%
威高股份	1066.HK	威高集团	50,900,000.00	11,400,800	0.080%
美丽田园医疗健康	2373.HK	李方雨	1,849,849.10	83,000	0.033%
昊海生物科技	6826.HK	唐敏捷	244,940.00	15,000	0.042%
三生制药	1530.HK	姜竞	7,868,845.20	516,000	0.020%
沛嘉医疗	9996.HK	XinYue International Limited	13,402,681.90	2,372,000	0.352%
讯飞医疗	2506.HK	科大讯飞	86,871,995.09	1,066,450	1.380%
石药集团	1093.HK	Cai Dong Chen	841,867,060	109,402,000	0.949%
康方生物	9926.HK	Xia Yu	18,163,000	200,000	0.022%
上海医药	2607.HK	上海实业(集团)有限公司	19,723,788	1,640,000	0.178%
君实生物	1877.HK	Xiong Jun	18,825,426	894,600	0.344%
基石药业	2616.HK	Yang Jianxin	4,109,037	906,500	0.057%
云顶新耀	1952.HK	康桥资本及董事	172,500,000	5,163,000	1.459%
康宁杰瑞	9966.HK	管理层团队	4,985,228	676,000	0.069%
开拓药业	9939.HK	Tong Youzhi	3,320,000	1,262,500	0.253%
映恩生物	9606.HK	朱忠远	6,924,310	35,000	0.039%
宜明昂科	1541.HK	Tian Weizhi	193,500	50,000	0.012%

资料来源：港交所，招银国际环球市场

图 4: MSCI 中国医疗保健指数相对收益率



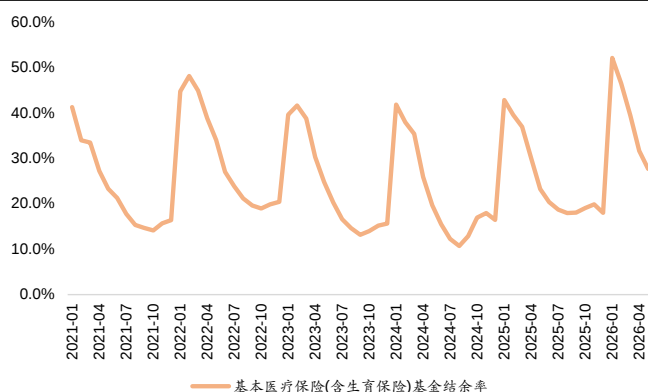
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2026 年 6 月 22 日收盘

图 5: MSCI 中国医疗保健指数动态市盈率



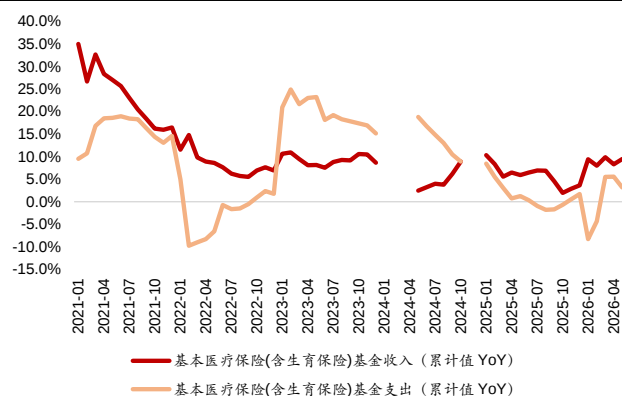
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2026 年 6 月 22 日收盘

图 6: 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

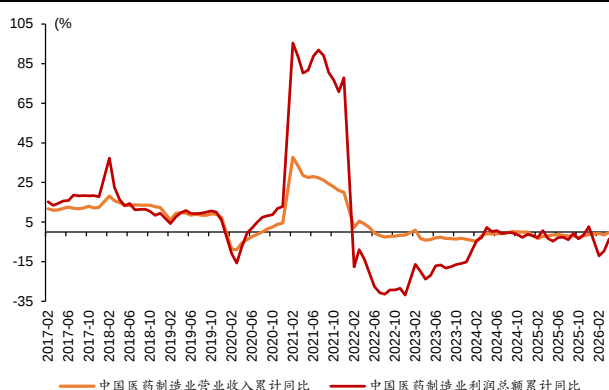
图 7: 基本医疗保险（含生育保险）基金收入累计增速



资料来源：国家医保局，招银国际环球市场

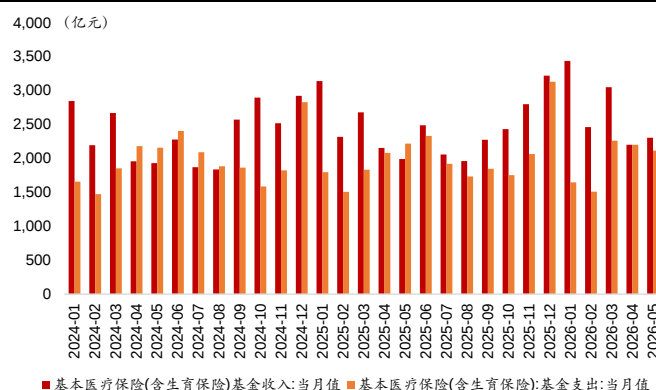
注：2024 年起为基本医疗保险（含生育保险）统筹基金收入增速

图 8: 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 9: 基本医疗保险（含生育保险）统筹基金收支金额



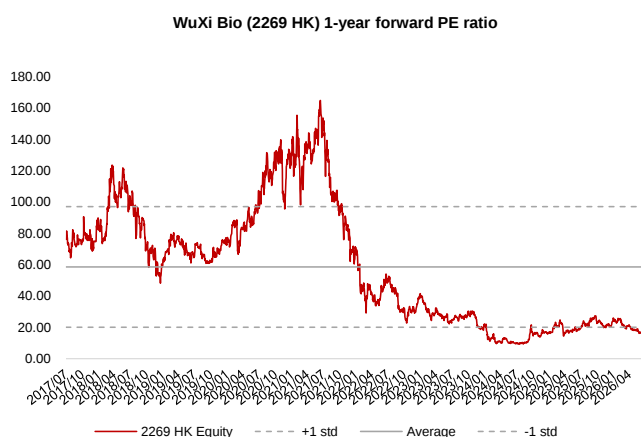
资料来源：国家医保局，招银国际环球市场

图 10: 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	22.00	688185 CH Equity	50.00	-61.98%
昭衍新药	6127 HK Equity	16.82	603127 CH Equity	36.67	-60.36%
君实生物	1877 HK Equity	16.12	688180 CH Equity	30.15	-53.80%
康龙化成	3759 HK Equity	15.25	300759 CH Equity	23.67	-44.33%
复星医药	2196 HK Equity	15.50	600196 CH Equity	22.06	-39.28%
百济神州	6160 HK Equity	161.20	688235 CH Equity	228.79	-39.12%
白云山	874 HK Equity	14.77	600332 CH Equity	20.81	-38.67%
上海医药	2607 HK Equity	11.84	601607 CH Equity	15.96	-35.89%
泰格医药	3347 HK Equity	31.66	300347 CH Equity	41.20	-33.60%
凯莱英	6821 HK Equity	97.30	002821 CH Equity	125.81	-33.17%
丽珠集团	1513 HK Equity	23.90	000513 CH Equity	29.27	-29.44%
恒瑞医药	1276 HK Equity	54.95	600276 CH Equity	49.36	-3.80%
药明康德	2359 HK Equity	132.80	603259 CH Equity	106.83	7.42%

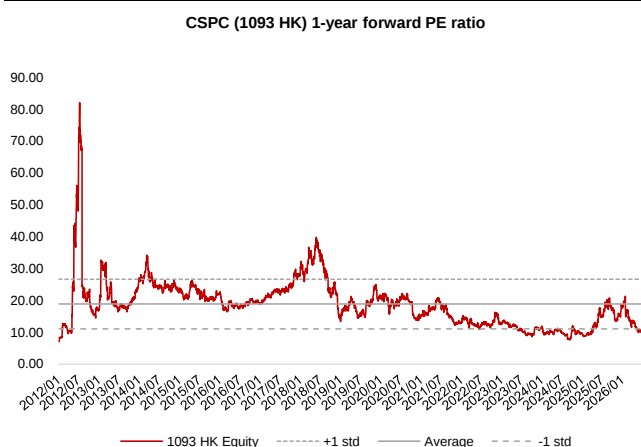
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2026 年 6 月 22 日收盘

图 11: 药明生物动态市盈率



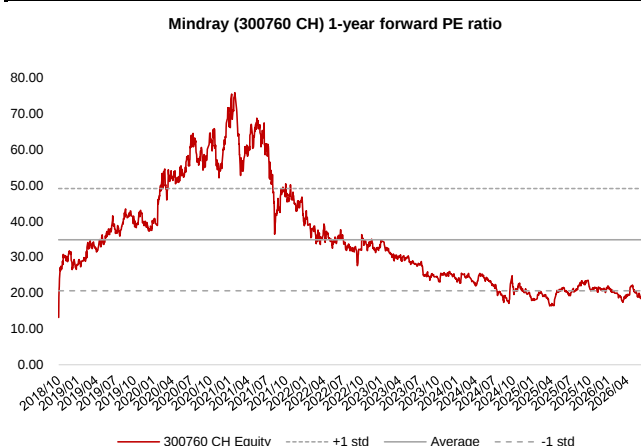
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2026 年 6 月 22 日收盘

图 13: 石药集团动态市盈率



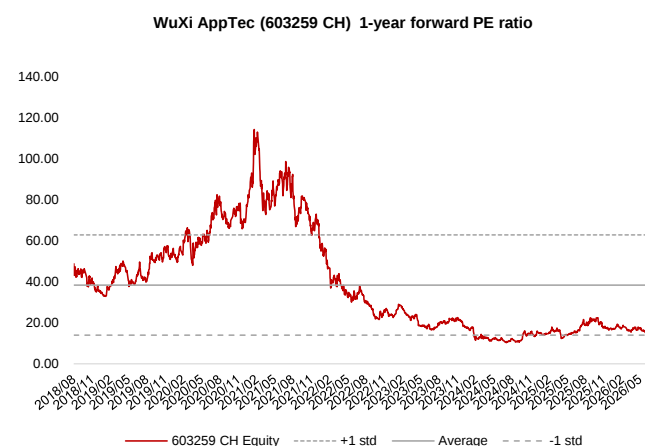
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2026 年 6 月 22 日收盘

图 15: 迈瑞医疗动态市盈率



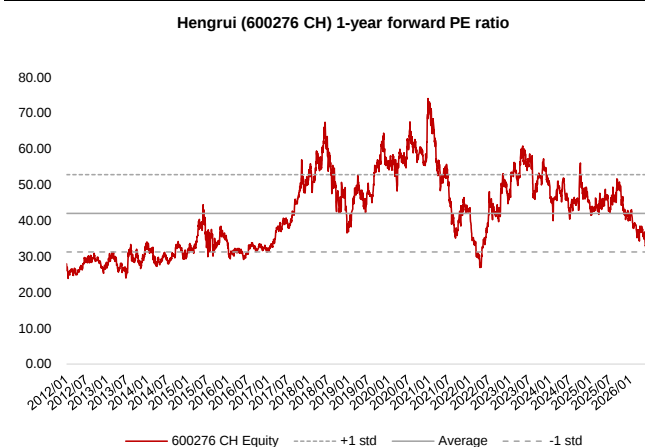
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2026 年 6 月 22 日收盘

图 12: 药明康德动态市盈率



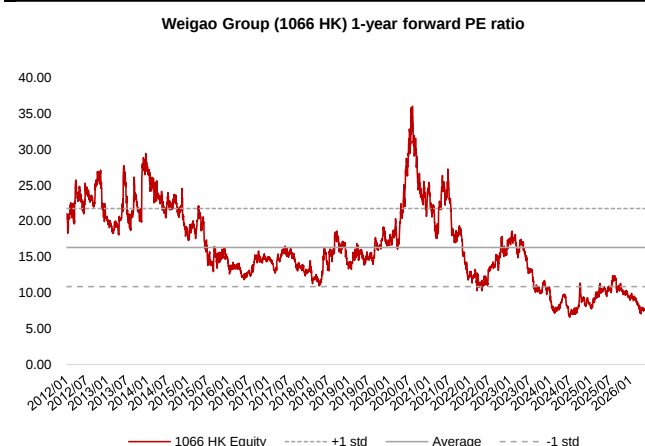
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2026 年 6 月 22 日收盘

图 14: 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 6 月 22 日收盘

图 16: 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 6 月 22 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。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报内所提及发行人有投资银行业务的关系。

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策。

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策。

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。