

# 中国医药

## 行业持续反弹可期，政策环境全面改善

年初至今，MSCI 中国医疗指数下跌 23.1%，跑输 MSCI 中国指数 25.2%。MSCI 中国医疗指数的动态市盈率回调至 24.7 倍，已经低于 12 年历史均值。大部分龙头个股的动态市盈率仍然远低于历史平均水平。随着近期美国降息预期减弱，XBI 指数也出现了大幅回调，自 2 月底以来跌幅达到 16%。全国医保基金运行平稳，2023 年全国基本医疗保险总收入同比增长 7.9%，总支出同比增长 14.4%。2023 年末，全国职工医疗保险统筹基金累计结存高达 2.64 万亿元，同比去年末增长 23%。我们预期创新药、创新器械的支持政策将持续落地，期待全国性政策出台。同时，我们预计各地将陆续推出医疗设备以旧换新的政策，刺激医疗设备的需求释放。我们预计，随着行业支持性政策陆续落地、行业监管常态化进行，新冠基数影响逐渐消退，中国医药行业有望回归健康增长。

- 政策促进医疗设备以旧换新，同时期待医院招标复苏。** 3 月初，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，提出到 2027 年医疗等领域设备投资规模较 2023 年增长 25% 以上。安徽、山东、内蒙古等多地纷纷开启有关医疗设备更新及融资需求的摸排工作。4 月 21 日，广东省印发《推进卫生健康领域设施设备迭代升级工作方案》，目标到 2024 年底，更新医疗卫生机构医疗影像、放射治疗、远程诊疗以及手术机器人等设备 0.6 万台；到 2027 年底，更新以上设备超过 2 万台。我们认为，尽管医疗设备招标进程仍未完全恢复到正常状态，但医院采购的刚性需求仍在。随着以旧换新政策逐步落地，我们期待医疗设备销售将在下半年显著复苏。
- 药品、耗材集采续约温和。** 4 月 23 日，全国胰岛素集采续约在上海开标，价格降幅温和，在上一轮集采价格基础上平均降价 3.8%。此外，关节全国集采续约在即，我们预期近期将发布 2 号文，并且预期续约价格降较为温和，部分国产品牌的中标价或将温和和上涨。集采的政策趋势也同样体现在 IVD 省联盟集采当中：23 年 12 月，安徽牵头 25 省的 IVD 集采看到，国产品牌的中标量提升，且中标价格普遍高于出厂价。
- 预期创新药、创新器械的支持政策持续加强。** 4 月 7 日，北京市公布《北京市医疗保障局等 9 部门北京市支持创新医药高质量发展若干措施（2024）（征求意见稿）》，该项政策目的是加强创新药械研、产、审、用全链条政策支持。我们认为，北京市作为全国政策方向的标杆，在创新药械全产业链支持方面起到引导示范作用。此项政策联合部门多、出台时间紧、政策细节完善，体现了北京市的重视态度。在国际形势日益复杂的情况下，由于创新药/创新器械产业具有重要的战略意义，我们期待国家或将从审评审批、医保支付、商保覆盖、企业融资等多方向促进创新药行业的发展。
- 继续看好创新药和器械龙头以及高成长医疗消费个股。** 我们认为，医药行业或将持续反弹，主要由于 1) 国内政策预期改善，医保对于创新产品的支付环境改善，医疗设备持续受益于需求刺激政策，反腐常态化后院内医疗需求有望持续复苏；2) 出海提供额外增长动力，创新药出海授权交易有望持续落地，创新医疗器械拓展海外市场；3) GLP-1、ADC 等长期投资机会；4) 板块估值吸引，多数龙头股票的动态市盈率低于历史平均 1 个标准差，部分个股的股息率吸引。我们继续看好百济神州、固生堂、巨子生物、科伦博泰、信达生物、迈瑞医疗、联影医疗。

### 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)		P/B (x)		ROE (%)	
						FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E
百济神州	BGNE US	买入	15,491.2	268.2	75%	nm	nm	6.0	6.1	(0.4)	(0.1)
固生堂	2273 HK	买入	1,433.2	72.0	58%	26.8	19.3	3.8	3.3	0.1	0.2
巨子生物	2367 HK	买入	6,107.1	57.1	19%	22.2	17.7	6.8	5.4	0.3	0.3
科伦博泰	6990 HK	买入	4,703.9	200.8	20%	nm	nm	20.1	37.9	(0.4)	(0.9)
信达生物制药	1801 HK	买入	8,114.5	55.0	40%	nm	nm	4.8	4.5	(0.1)	(0.0)
迈瑞医疗	300760 CH	买入	48,216.3	383.8	33%	25.3	21.1	8.2	7.0	0.3	0.3
联影医疗	688271 CH	买入	13,470.9	160.4	24%	45.3	37.2	5.2	4.8	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

- [【行业研究】中国医药-行业估值吸引，看好创新龙头](#)
- [【行业研究】中国医药-期待创新支持政策落地-招银国际金融有限公司](#)
- [【行业研究】中国医药-创新政策持续落地，期待全国性指导文件出台](#)

图 1: MSCI 中国医疗保健指数相对收益率



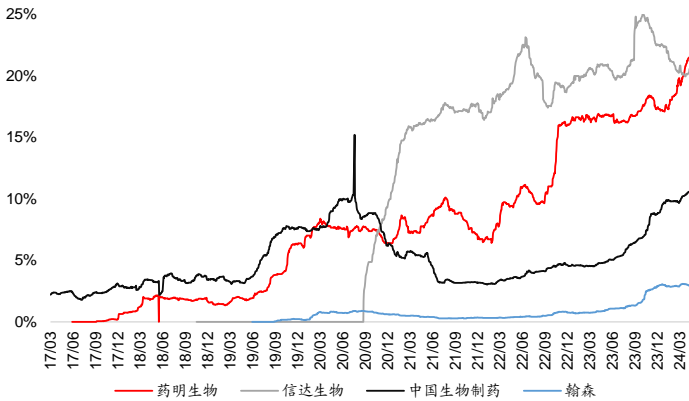
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2024 年 4 月 26 日收盘

图 2: MSCI 中国医疗保健指数动态市盈率



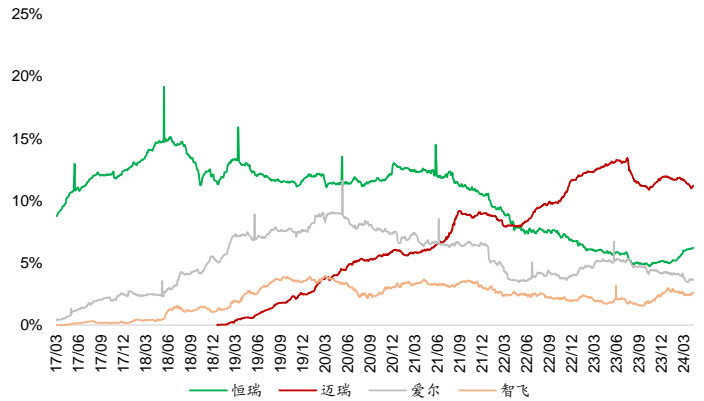
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2024 年 4 月 26 日收盘

图 3: 南下持股比例



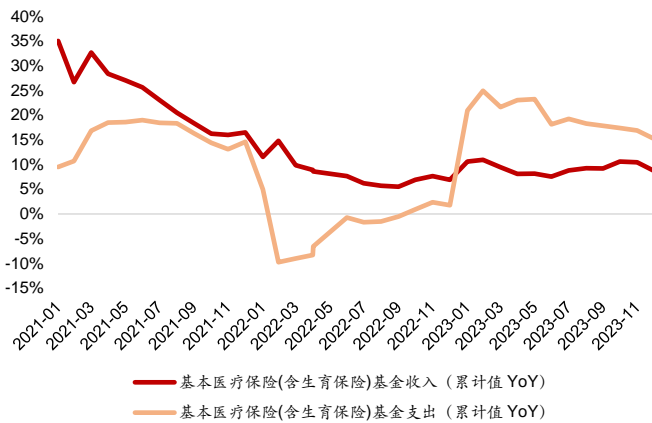
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2024 年 4 月 25 日收盘

图 4: 北上持股比例



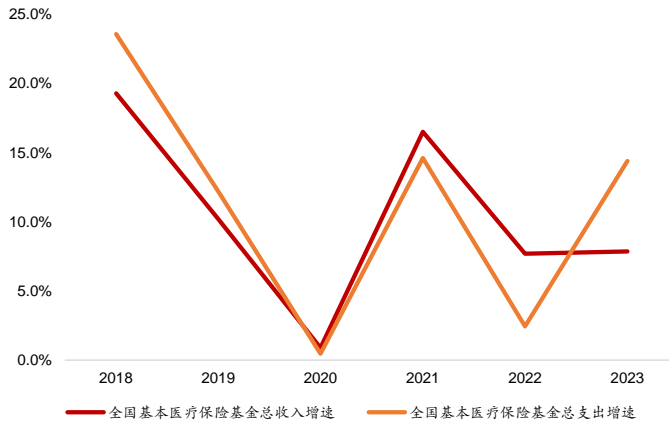
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2024 年 4 月 25 日收盘

图 5: 基本医疗保险(含生育保险)累计基金收支



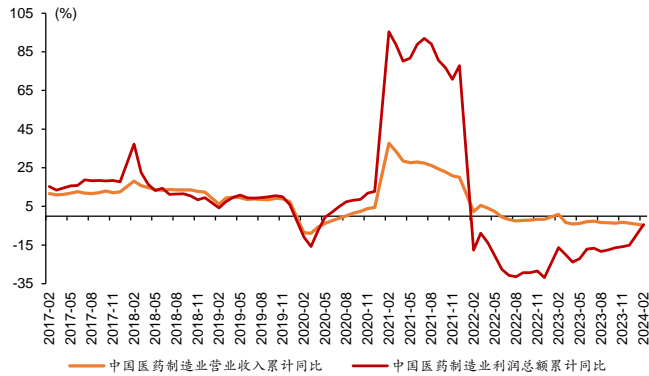
资料来源: 国家医保局, 招银国际环球市场

图 6: 基本医疗保险(含生育保险)年度收支增速



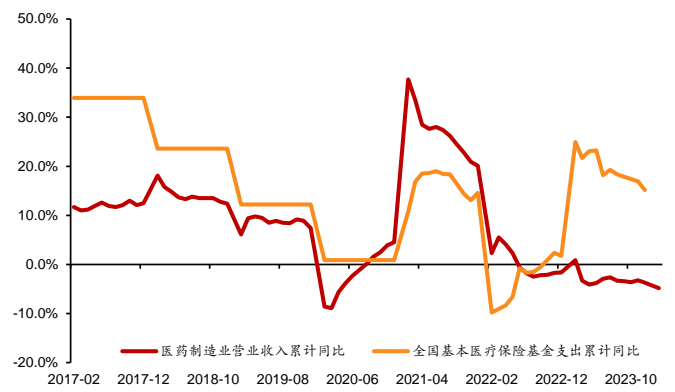
资料来源: 国家医保局, 招银国际环球市场

图 7: 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 8: 医药制造业营业收入与医保基金支出增速高度相关



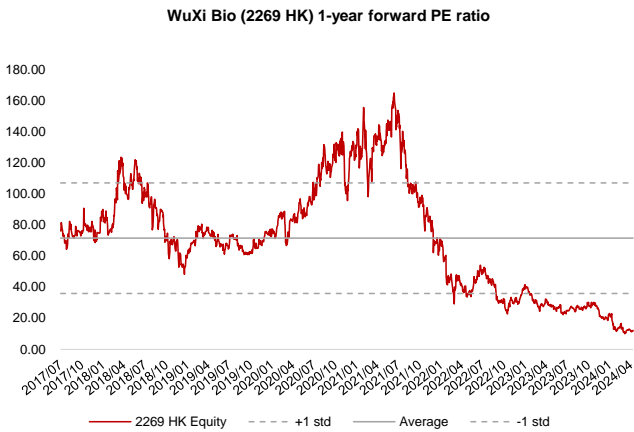
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 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	18.82	688185 CH Equity	49.30	-64.67%
君实生物	1877 HK Equity	10.74	688180 CH Equity	27.28	-63.56%
康龙化成	3759 HK Equity	9.48	300759 CH Equity	19.16	-54.20%
复星医药	2196 HK Equity	12.26	600196 CH Equity	23.19	-51.07%
昭衍新药	6127 HK Equity	9.68	603127 CH Equity	17.37	-48.42%
泰格医药	3347 HK Equity	33.60	300347 CH Equity	57.70	-46.10%
上海医药	2607 HK Equity	11.32	601607 CH Equity	17.85	-41.30%
白云山	874 HK Equity	20.95	600332 CH Equity	31.16	-37.77%
丽珠集团	1513 HK Equity	26.25	000513 CH Equity	38.98	-37.67%
凯莱英	6821 HK Equity	63.35	002821 CH Equity	80.99	-27.60%
药明康德	2359 HK Equity	35.20	603259 CH Equity	42.92	-24.09%

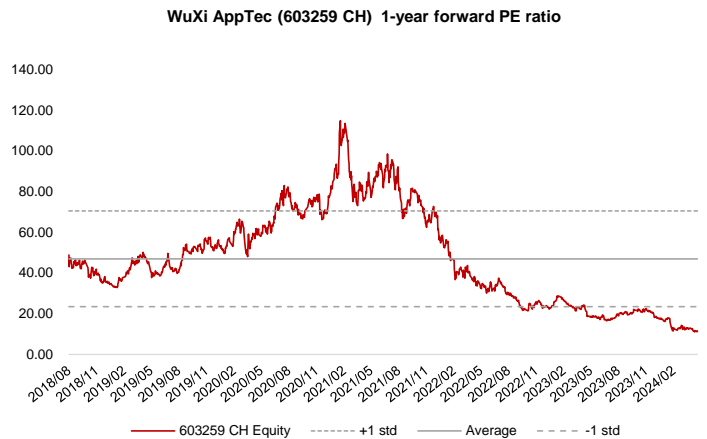
资料来源: 彭博、招银国际环球市场, 截至 2024 年 4 月 26 日收盘

图 10: 药明生物动态市盈率



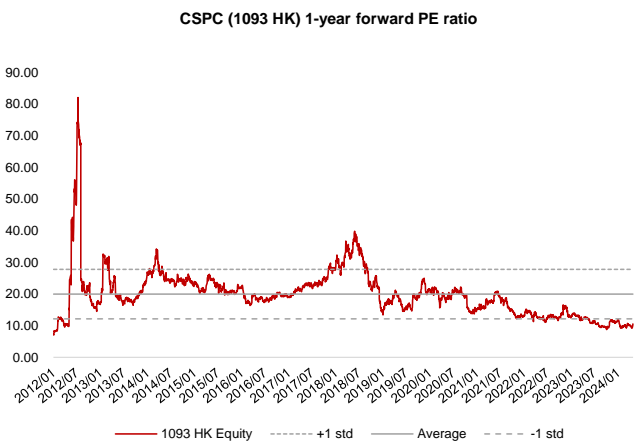
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2024 年 4 月 26 日收盘

图 11: 药明康德动态市盈率



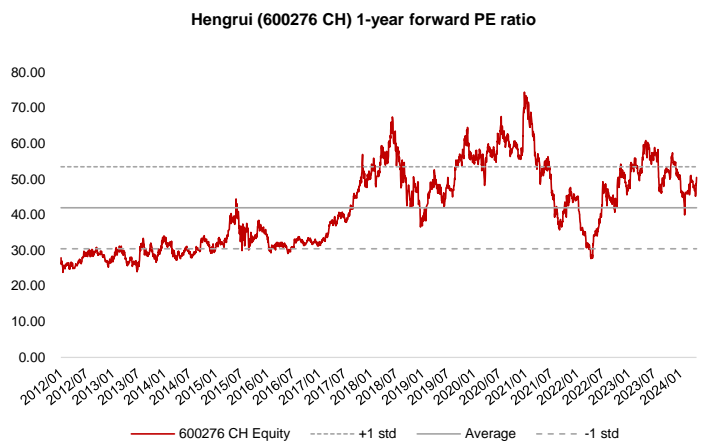
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2024 年 4 月 26 日收盘

图 12: 石药集团动态市盈率



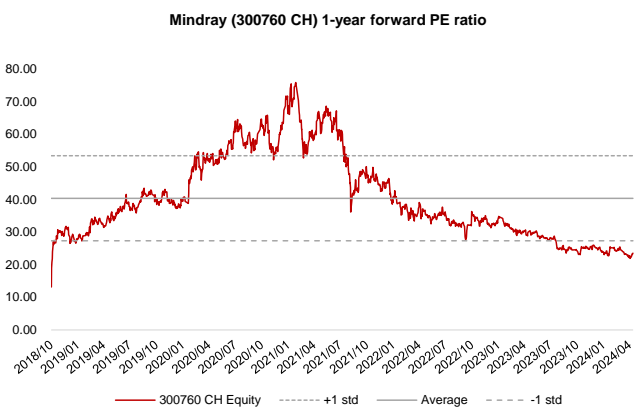
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2024 年 4 月 26 日收盘

图 13: 恒瑞医药动态市盈率



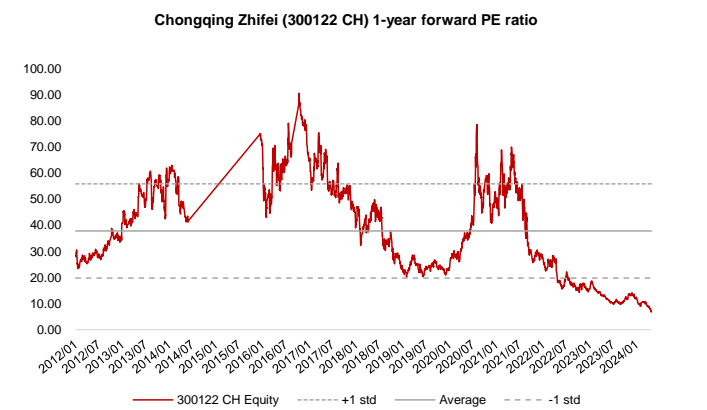
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2024 年 4 月 26 日收盘

图 14: 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 4 月 26 日收盘

图 15: 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 4 月 26 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或赔偿责任。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。