中国医药

医保双目录发布，继续支持创新药

优于大市
(维持)

MSCI 中国医疗指数 2026 年初至今累计上涨 14.8%，跑赢 MSCI 中国指数 32.0%。创新药出海 BD 交易规模快速增长，据国家药监局，今年前三季度中国创新药对外授权交易总额达约 1,300 亿美元，已接近 2025 年全年水平。我们认为，创新药出海的价值兑现在于未来里程碑付款和销售分成，而目前港股主要创新药公司的潜在里程碑总额（不含销售分成）达到市值的平均约 2.3 倍。因此，随着授权品种的价值兑现，公司估值有大幅上升空间。此外，CXO 也迎来需求景气度上升周期，全球 CXO 在 2Q & 3Q26 普遍上调全年收入指引。我们认为，CXO 企业具备较高的增长确定性，强劲的订单增长以及提价对于业绩的驱动作用将延续到明年。考虑到创新药及 CXO 基本面的强劲兑现，我们认为医药行业估值修复行情有望延续。

- **2026 年版基本医保及商保目录发布，CAR-T 首次纳入医保，商保医保衔接机制首次落地。**本次目录调整新增 107 种药品，其中 51 种为 1 类创新药，创历史新高（25 年为 50 种），同时调出 34 种。本次调整坚持“保基本、尽力而为、量力而行”的原则，重点纳入临床获益明确、经济性评价优良的创新药品，持续发挥医保支持医药产业创新发展的作用。据国家医保局，2025 年国谈药品的采购金额达 1,725 亿元，同比增长 48%，而同期全国医保信息平台的药品采购总额仅增长 5%，体现了医保为创新药提供了更大的市场空间。此外，商保创新药目录新增 12 款创新药，包括基因治疗、实体瘤 CAR-T、核药等。据国家医保局，首版商保创新药目录落地后，截至 2026 年 10 月底，已在 1,710 家医疗机构、定点药店配备，配备机构数量增长约 140%，拉动药品销售近 6 亿元。更值得关注的是，药明巨诺的瑞基奥仑赛注射液成为首个纳入医保的 CAR-T，与山东新时代药业的盐酸沙丙蝶呤片一同由商保目录转入基本医保，“商保先行，医保衔接”的路径完成首次验证，为创新药探索多元支付路径提供新可能。
- **预申报机制落地，创新药“获批-纳入医保”周期缩短。**本轮医保目录调整首次设立未上市新药“预申报”。得益于此，百利天恒的伦康依隆妥单抗（EGFR/HER3 ADC）在上市首年即纳入医保，准入节点持续前移。
- **多家企业的重点创新品种获纳入医保。**信达生物的玛仕度肽（GLP-1/GCG）与匹康奇拜单抗（IL-23p19）首次进入医保目录，分别覆盖成人 2 型糖尿病和中重度斑块状银屑病。科伦博泰的博度曲妥珠单抗（HER2 ADC）首次纳入医保，用于 2L+治疗 HER2 阳性乳腺癌，芦康沙妥珠单抗（TROP2 ADC）的 2L+HR+/HER2-乳腺癌和 EGFR-TKI 耐药的 EGFR 突变 nsq-NSCLC 适应症新增纳入。恒瑞医药的瑞康曲妥珠单抗（HER2 ADC）的 HER2 药物经治的 HER 阳性乳腺癌适应症和达尔西利乳腺癌辅助治疗适应症新增纳入。荣昌生物的泰它西普预充针首次纳入医保目录，用于治疗 IgA 肾病。
- **推荐标的：**推荐买入药明康德（603259 CH）、药明生物（2269 HK）、映恩生物（9606 HK）、三生制药（1530 HK）、信达生物（1801 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) FY27E	P/E (x) FY28E	P/B (x) FY27E	P/B (x) FY28E	ROE (%) FY27E	ROE (%) FY28E
药明康德	603259 CH	买入	66,578.7	190.00	30%	14.9	13.1	3.9	3.2	0.3	0.3
药明生物	2269 HK	买入	24,696.7	60.00	28%	23.0	18.7	2.4	2.0	0.1	0.1
映恩生物	9606 HK	买入	1,188.5	284.50	178%	nm	nm	80.2	nm	(1.7)	nm
三生制药	1530 HK	买入	4,671.8	34.78	141%	19.3	17.3	0.9	0.9	0.1	0.1
信达生物	1801 HK	买入	18,872.9	138.63	64%	36.2	22.7	4.7	4.0	0.1	0.2

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: MSCI 中国医疗保健指数相对收益率



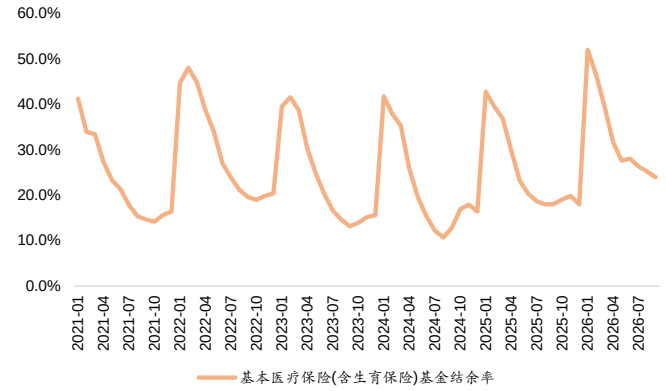
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2026 年 11 月 13 日收盘

图 2: MSCI 中国医疗保健指数动态市盈率



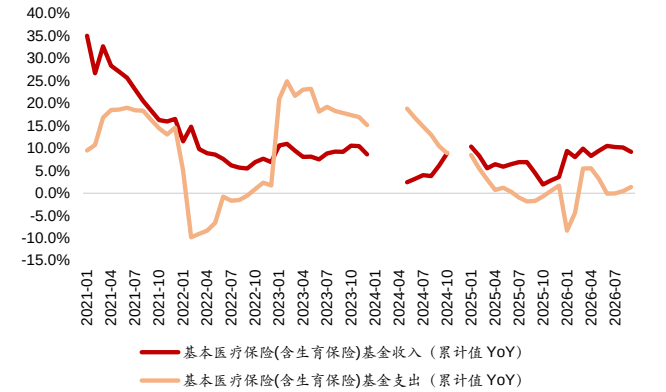
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2026 年 11 月 13 日收盘

图 3:基本医疗保险（含生育保险）结余率



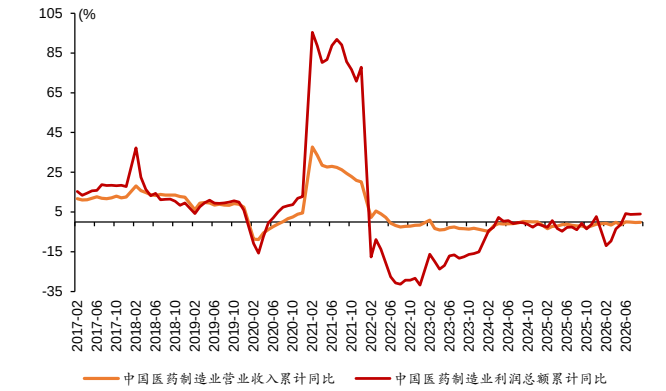
资料来源：国家医保局，招银国际环球市场

图 4: 基本医疗保险（含生育保险）基金收入累计增速



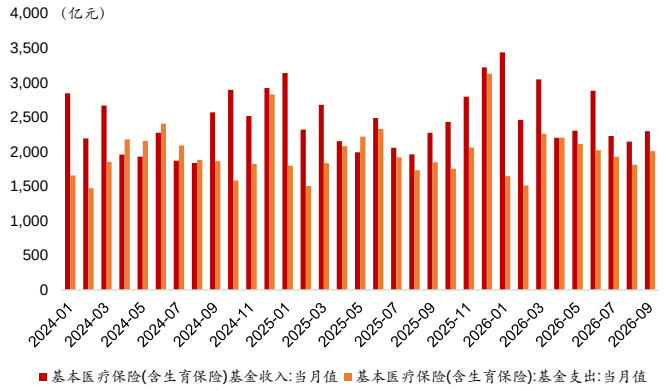
资料来源：国家医保局，招银国际环球市场
注：2024 年起为基本医疗保险（含生育保险）统筹基金收入增速

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



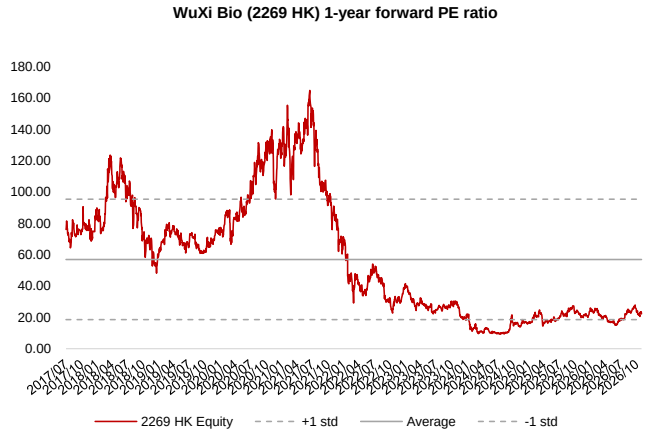
资料来源：国家医保局，招银国际环球市场

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	23.78	688185 CH Equity	68.13	-70.33%
君实生物	1877 HK Equity	14.95	688180 CH Equity	29.80	-57.35%
昭衍新药	6127 HK Equity	22.52	603127 CH Equity	43.29	-55.77%
白云山	874 HK Equity	12.58	600332 CH Equity	19.35	-44.73%
康龙化成	3759 HK Equity	28.10	300759 CH Equity	42.43	-43.70%
上海医药	2607 HK Equity	10.87	601607 CH Equity	16.13	-42.71%
复星医药	2196 HK Equity	16.57	600196 CH Equity	22.53	-37.48%
泰格医药	3347 HK Equity	36.82	300347 CH Equity	47.88	-34.62%
丽珠集团	1513 HK Equity	25.00	000513 CH Equity	31.67	-32.89%
凯莱英	6821 HK Equity	118.70	002821 CH Equity	147.41	-31.54%
百济神州	6160 HK Equity	249.80	688235 CH Equity	280.20	-24.21%
恒瑞医药	1276 HK Equity	49.32	600276 CH Equity	48.07	-12.78%

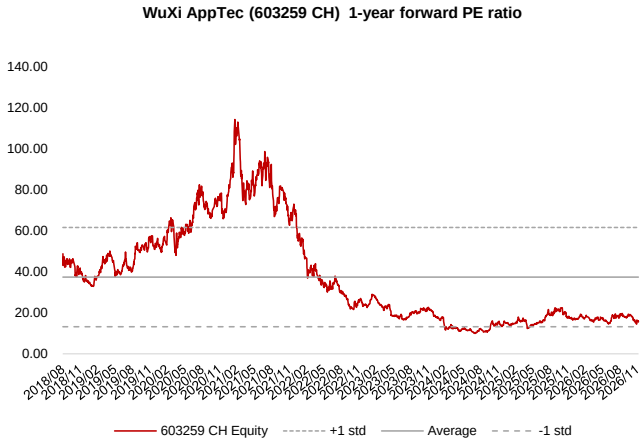
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2026 年 11 月 13 日收盘

图 8: 药明生物动态市盈率



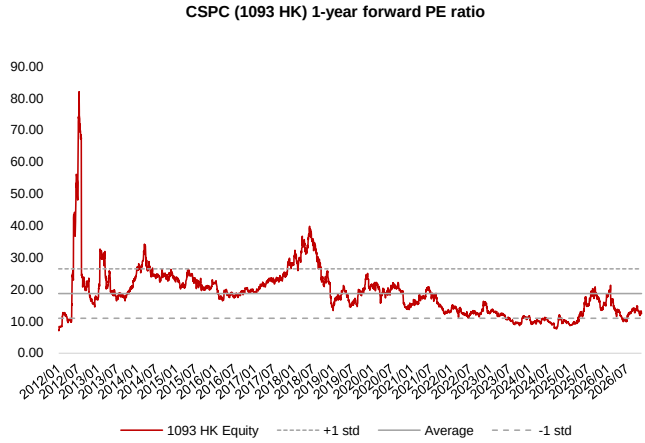
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2026 年 11 月 13 日收盘

图 9: 药明康德动态市盈率



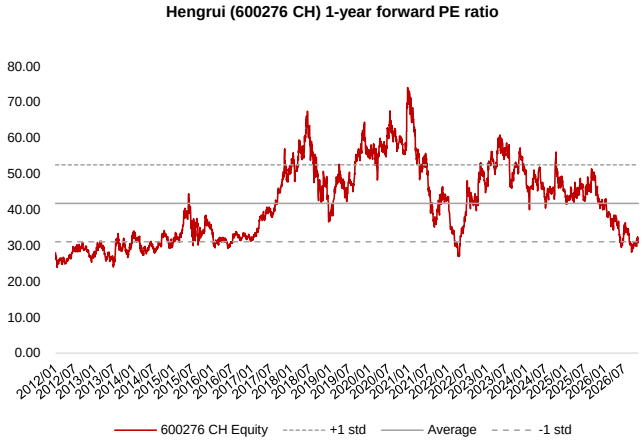
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2026 年 11 月 13 日收盘

图 10: 石药集团动态市盈率



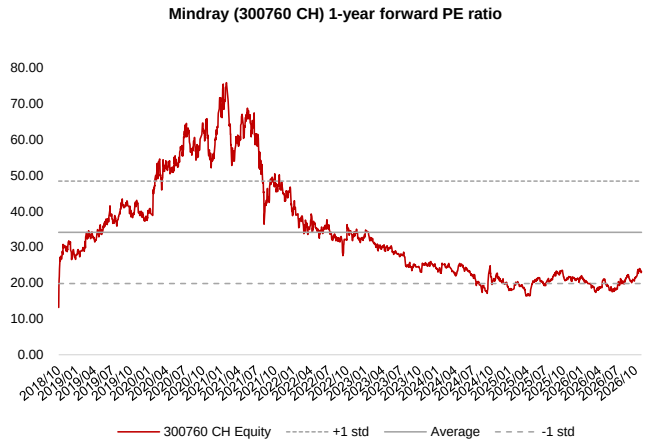
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2026 年 11 月 13 日收盘

图 11: 恒瑞医药动态市盈率



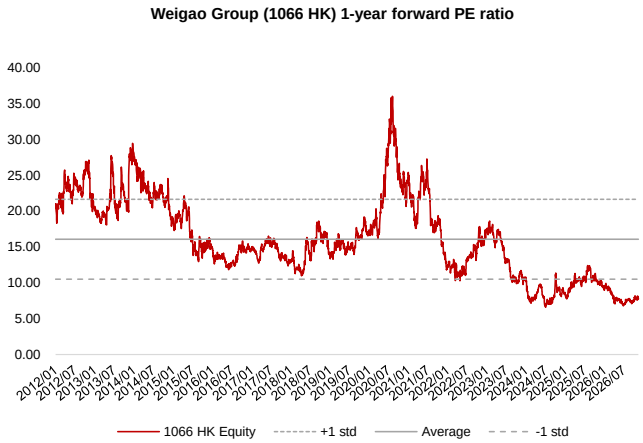
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2026 年 11 月 13 日收盘

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 11 月 13 日收盘

图 13: 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 11 月 13 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按照香港证券及期货事务监察委员会对其获发牌进行受规管活动的监管框架，编写和在香港发布报告。本报告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着区别，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，任何机构或个人未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式、以任何目的，直接或间接向特定读者以外的人士翻版、复制、转售、转发及或发布本报告的全部或部分内容，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。

若本重要披露的中英文版本存在歧义，概以英文版本为准。

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篇制的报告。 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。