

中国医药

期待创新支持政策落地

年初至今，MSCI 中国医疗指数下跌 14.0%，跑输 MSCI 中国指数 12.9%。MSCI 中国医疗指数的动态市盈率回调至 27.2 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。根据国家医保局披露的数据，2024 年 1 月全国基本医疗保险总收入同比下降 8%，总支出同比下降 11%，单个月份数据可能存在一定的波动性。展望 2024 年，随着行业监管常态化进行，新冠基数影响逐渐消退，同时海外市场加速拓展，中国医药行业有望回归健康增长。

- **预期创新药支持政策持续加强。**国家支持创新药的政策一以贯之。例如，在 2023 年底参加医保续约的 100 个药品中有 70% 的药品以原价续约，31 个降价续约的品种的平均降幅仅为 6.7%。今年全国两会，政府工作报告首次提及“创新药”，指出“加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展，积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎。”在国际形势日益复杂的情况下，由于创新药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、高保覆盖、企业融资等多方向促进创新药行业的发展。此外，4 月初和 6 月初将分别有 AACR、ASCO 等国际创新药行业会议召开，我们预期临床数据披露将为创新药板块提供催化剂。
- **医疗设备也有望持续受益于需求刺激政策。**2024 年 3 月，国务院发布关于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知，提出到 2027 年工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较 2023 年增长 25% 以上。方案强调要加强优质高效医疗卫生服务体系建设，推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。推动医疗机构病房改造提升，补齐病房环境与设施短板。在政策保障方面提到要把符合条件的设备更新、循环利用项目纳入中央预算内投资等资金支持范围，并运用再贷款政策工具，引导金融机构加强对设备更新和技术改造的支持；中央财政对符合再贷款报销条件的银行贷款给予一定贴息支持。我们认为该方案有望进一步刺激存量市场设备更新、升级需求的释放，且中高端医疗设备的渗透率有望进一步提升。国产医疗设备龙头企业如迈瑞医疗、联影医疗，将继续受益于国产替代和高端市场突破。
- **CXO 龙头公司大笔回购，体现经营信心。**多家海外 CXO 公司管理层预期 2024 年下半年将看到行业需求和公司业绩的复苏，其中生命科学上游公司以及临床前 CRO 公司管理层给予的复苏信号最强烈。随着美国逐渐进入降息周期，全球医疗健康融资有望恢复，进而推动全球 CXO 需求复苏。2024 年 2 月以来，药明康德已经累计回购 10.5 亿元 A 股，凯莱英累计回购 5,000 万元 A 股；泰格医药、昭衍新药也公布了股份回购方案，彰显企业经营信心。我们预期中国 CXO 公司的业绩将最早从 2024 年下半年开始逐渐改善。
- **继续看好创新药和器械龙头的投资机会。**我们认为，医药行业配置价值吸引，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。我们继续看好百济神州、信达生物、科伦博泰、迈瑞医疗、固生堂、巨子生物。

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	18,474.8	268.2	58%	NA	NA	85.9	9.0	-22.1	-8.2
信达生物	1801 HK	买入	8,847.0	57.3	34%	NA	201.2	6.4	6.2	-7.1	3.1
迈瑞医疗	300760 CH	买入	49,611.3	383.8	30%	25.5	21.3	7.3	5.8	30.5	29.4
固生堂	2273 HK	买入	1,380.8	70.8	62%	26.8	20.2	4.1	3.4	15.5	17.2
巨子生物	2367 HK	买入	5,278.9	48.8	18%	21.5	17.2	6.6	4.9	33.7	31.1

资料来源：彭博，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

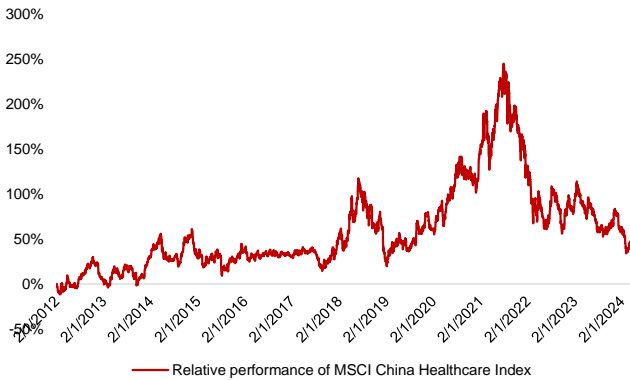
(852) 3916 1729

cathywang@cmbi.com.hk

相关报告:

1. [【行业研究】中国医药 - 行业估值吸引，看好创新龙头](#)

图 1: MSCI 中国医疗保健指数相对收益率



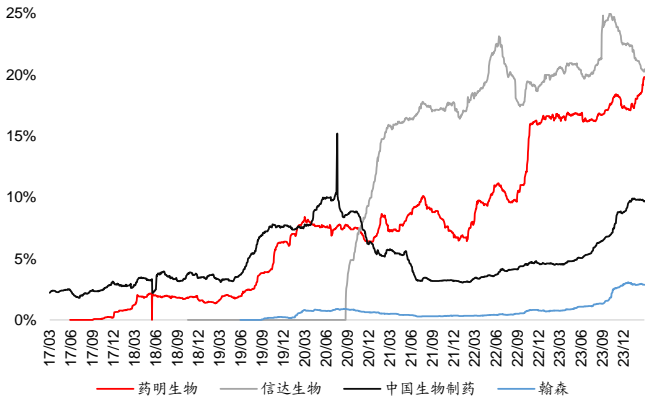
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2024 年 3 月 15 日收盘

图 2: MSCI 中国医疗保健指数动态市盈率



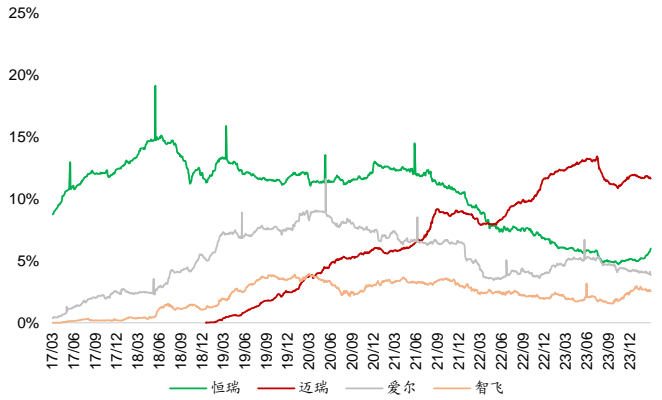
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2024 年 3 月 15 日收盘

图 3: 南下持股比例



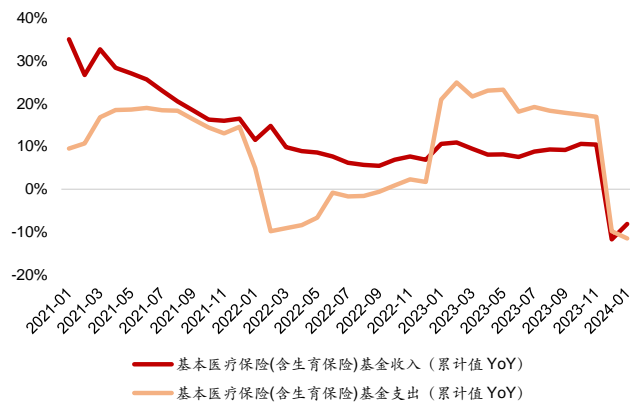
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2024 年 3 月 15 日收盘

图 4: 北上持股比例



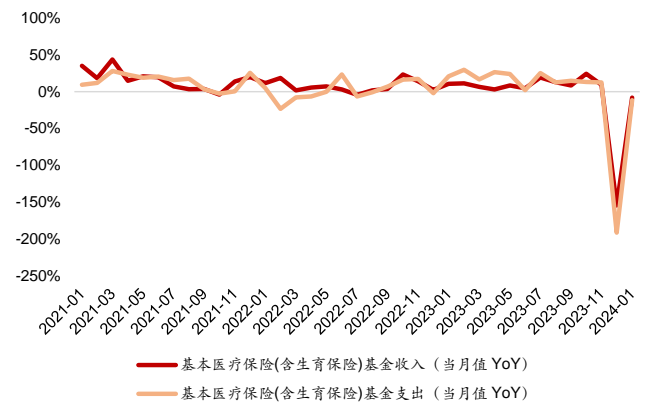
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2024 年 3 月 15 日收盘

图 5: 基本医疗保险 (含生育保险) 累计基金收支



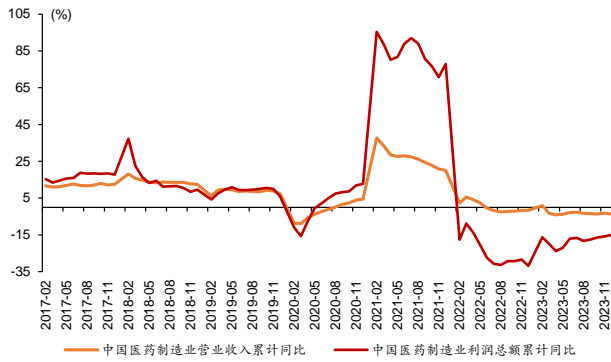
资料来源：国家医保局，招银国际环球市场，截至 2024 年 1 月 31 日

图 6: 基本医疗保险 (含生育保险) 当月基金收支



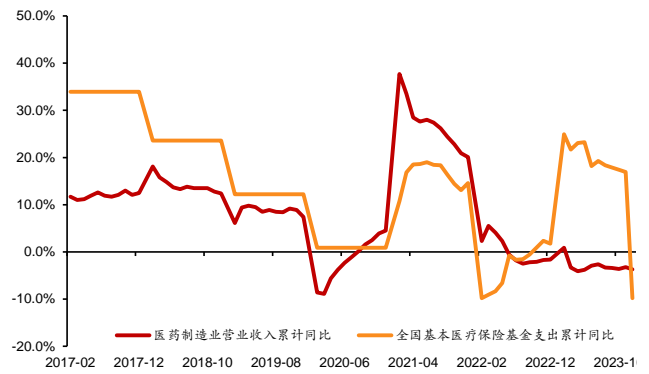
资料来源：国家医保局，招银国际环球市场，截至 2024 年 1 月 31 日

图 7: 医药制造业营业收入及利润总和累计同比



资料来源：彭博，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



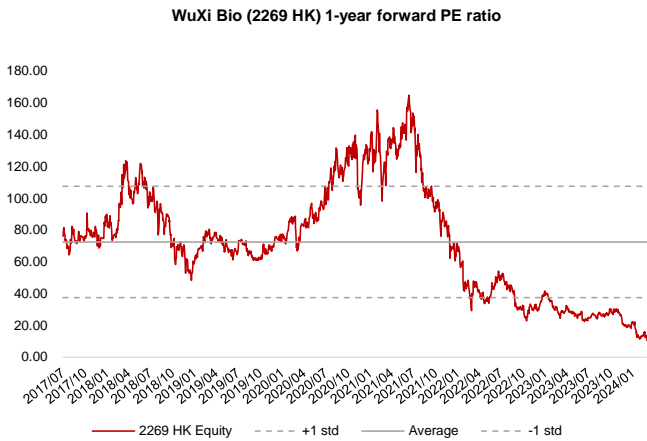
资料来源：彭博，招银国际环球市场

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	16.90	688185 CH Equity	56.13	-72.30%
君实生物	1877 HK Equity	11.14	688180 CH Equity	29.80	-65.61%
康龙化成	3759 HK Equity	10.78	300759 CH Equity	22.81	-56.52%
昭衍新药	6127 HK Equity	10.04	603127 CH Equity	20.29	-54.47%
复星医药	2196 HK Equity	14.48	600196 CH Equity	24.75	-46.17%
泰格医药	3347 HK Equity	31.55	300347 CH Equity	52.10	-44.29%
上海医药	2607 HK Equity	11.62	601607 CH Equity	17.57	-39.15%
凯莱英	6821 HK Equity	69.75	002821 CH Equity	100.00	-35.83%
丽珠集团	1513 HK Equity	27.50	000513 CH Equity	38.40	-34.11%
白云山	874 HK Equity	21.70	600332 CH Equity	30.21	-33.91%
药明康德	2359 HK Equity	41.00	603259 CH Equity	51.31	-26.48%

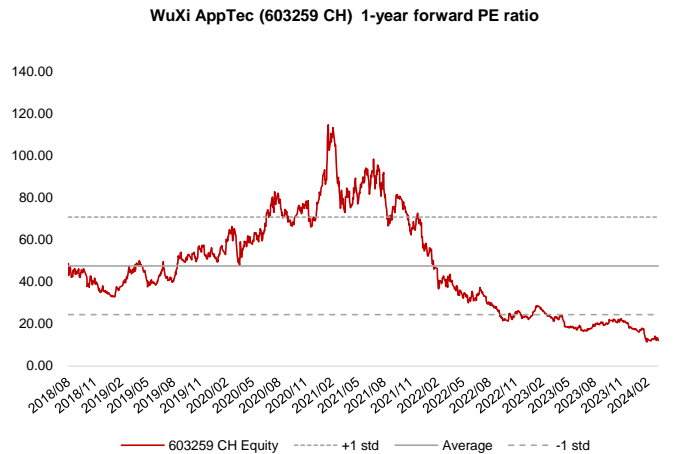
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2024 年 3 月 15 日收盘

图 10: 药明生物动态市盈率



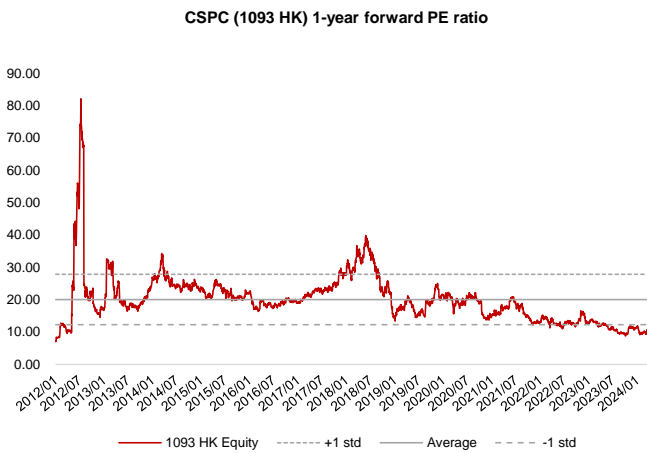
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2024 年 3 月 15 日收盘

图 11: 药明康德动态市盈率



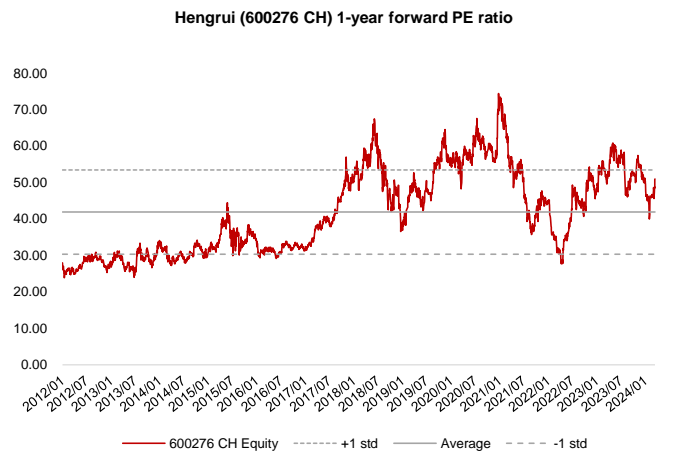
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2024 年 3 月 15 日收盘

图 12: 石药集团动态市盈率



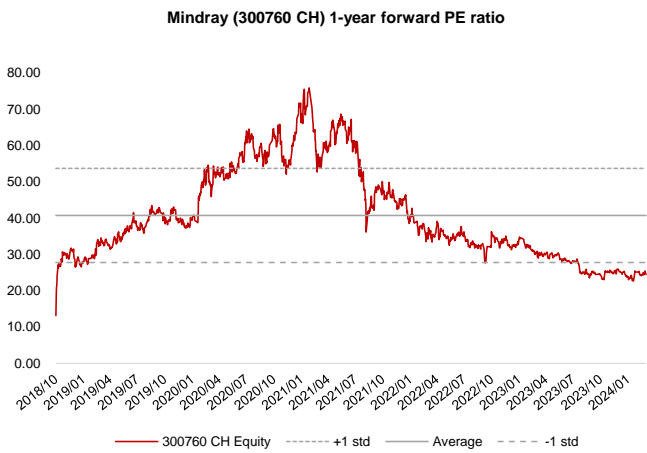
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2024 年 3 月 15 日收盘

图 13: 恒瑞医药动态市盈率



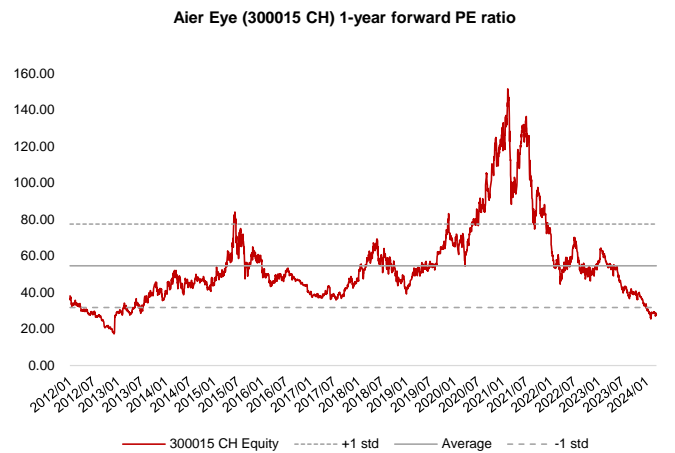
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2024 年 3 月 15 日收盘

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 3 月 15 日收盘

图 15: 爱尔眼科动态市盈率



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2024 年 3 月 15 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。