



医药板块近期点评：市场情绪显著提振，建议后续关注创新药、高值耗材

- **近期医药股走势回顾：**过去两周医药板块涨幅近 25%。近期医药板块跟随大盘明显反弹，9月24日至10月3日间，MSCI 中国医药指数上涨 25.3%、港股恒生医疗保健指数上涨 24.7%、恒生生物科技指数上涨 24.2%、A 股中信医药指数上涨 28.9%，分别跑赢同期大盘（vs 恒生指数上涨 21.2%、沪深 300 指数上涨 25.1%）。
- **涨幅前 3 的医药子板块分别为互联网医疗、医疗服务、CXO。**9月24日-10月3日间，各医药子板块中表现最好的板块为医疗服务、互联网医疗、CXO，分别录得 54%、51%、42% 的涨幅；其次，连锁药店、医疗器械、中药分别实现 35%、34%、26% 的涨幅；涨幅较小的板块为制药、医药流通、生物科技，分别录得 24%、23%、19% 的板块涨幅。
- **医药板块涨幅较大，主要系近期宏观政策推动。**我们认为医药板块此轮大涨中能跑赢大盘的主要由于医药板块前期跌幅较深（截至 9月23日，MSCI 中国医药指数年内下跌 23%），板块整体较长时间处于明显低估水平（截至 9月23日，MSCI 中国医药指数估值为 21 x PE），叠加美元降息周期于 9 月开启后，创新药及 CXO 板块市场情绪好转，因此在近期国家宏观金融政策进一步放松的背景下医药股情绪复苏反弹更为明显。从行业估值水平看，目前 MSCI 中国医药指数前瞻市盈率为 25x，虽较年中估值低点 19x 已有明显反弹，但较过去 5 年均值仍低 0.8 个标准差，我们认为医药板块估值或仍有进一步上升空间。
- **重申我们在 2024 年下半年展望中持续看好创新药板块行情的观点，后续建议重点关注创新药、高值耗材与医疗设备：**
 - **创新药：**随着 9 月上旬 WCLC 大会康方生物披露 AK112 优秀的头对头数据，显著好于市场预期，有力提振了创新药板块市场情绪，加强了市场对于中国创新药行业头部企业国际竞争研发实力的信心。在近 2 周的宏观政策刺激下，我们留意到涨幅最高的 18A 生物科技股票更多偏向于此前因为各种因素估值水平长期低迷的股票，即艾美疫苗 (+191%)、三叶草生物 (+103%)、荣昌生物 (+67%)、康宁杰瑞 (+65%)。创新药政策方面，今年医保谈判预计将于 10 月底/11 月初进行，结果预计将于 11 月公布，若国谈药品降价幅度较往年更温和，将有助于进一步提振创新药板块行情。另外，若正式版全国全链条支持政策文件细则能在年内或者 2025 年出台，我们认为这将进一步带动创新药板块投资热度。建议关注 4Q24 催化剂丰富、具备重磅创新药品获批及潜在出海授权进展的公司，包括和黄医药 (HCM.US/0013.HK)、康方生物 (9926.HK)。

阳景

首席医药分析师

Jing_yang@spdbi.com

(852) 2808 6434

胡泽宇, CFA

医药分析师

ryan_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

2024 年 10 月 3 日

浦銀國際

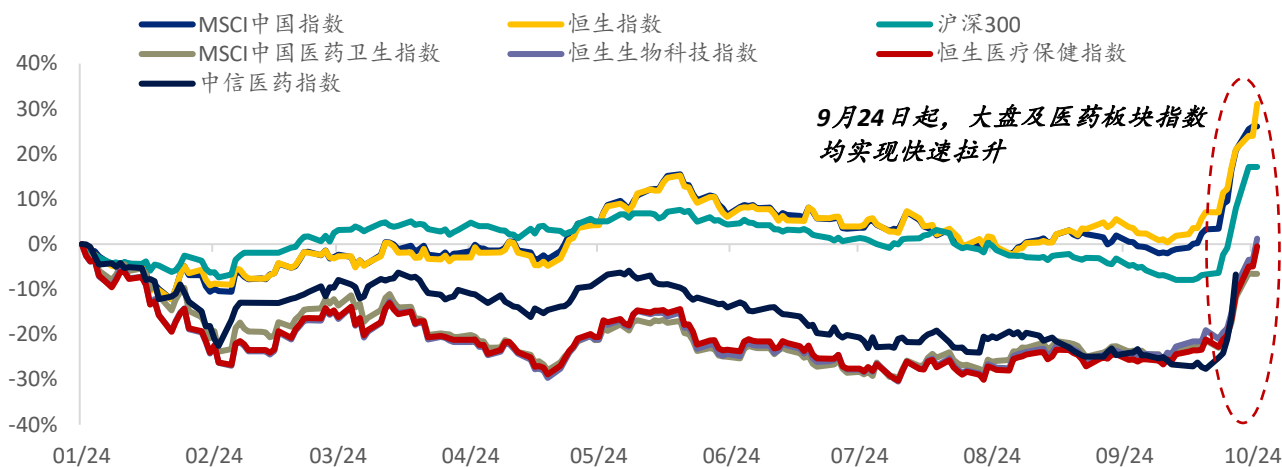
行业点评

医药行业点评



- **高值耗材与医疗设备:** 设备与耗材标的均在过去两周录得明显涨幅, 其中领涨的主要为此前超跌个股(如微创机器人与微创医疗), 后续我们看好有望 4Q24 受益于设备更新政策落地的医疗设备 & 股价弹性更高的创新高值耗材, 尤其是过去两周涨幅相对有限的高耗细分龙头, 在后续板块轮动下有望补涨。建议关注归创通桥 (2190.HK)、春立医疗 (1858.HK/688236.CH)、迈瑞医疗 (300760.CH)。
- **CXO:** 随着美元降息周期的开启, 海外生物医药投融资有望进一步复苏, 投融资景气度的恢复有望逐步转化为 CXO 公司业绩(上半年药明康德、康龙化成等 CXO 公司新签订单分别同比增长 25%、15%)。此外, 在 9 月 19 日美国 NDAA 未纳入生物安全提案之后, 我们认为生物安全提案单独立法概率较此前有所降低, 尽管仍然存在单独立法的可能性。在此轮行情中, 我们认为上述两大推动因素(海外投融资景气度上涨、生物安全提案立法概率降低)已反映在股价中。
- **医药流通&中药:** 短期来看, 医药流通有可能由于医院端诊疗复苏不及预期及零售端受统筹落地节奏和药店比价等影响而承压, 而长期来看, 医药流通业绩有望随着国企改革带来的提质增效逐步释放, 且预计板块龙头可维持过往较高的派息率。另外, 中药板块由于 9 月份安徽集采政策首次将中药 OTC 产品纳入, 未来更多中药产品或将陆续受到集采压力。
- **首选标的:** 和黄医药 (HCM.US/0013.HK)、康方生物 (9926.HK)、归创通桥 (2190.HK)。和黄医药下半年有望迎来额外两个产品的出海进程加速(包括赛沃替尼在美国申报上市和索乐匹尼布潜在出海授权进展)及呋喹替尼海外销售有望超预期; 康方生物下半年卡度尼利和依沃西将参加 2024 年底医保谈判, 若能成功被纳入, 将极大促进两款核心药物的放量; 归创通桥业绩维持高增速, 兼具短中长期成长确定性。
- **投资风险:** 宏观支持政策落地不及预期、创新药支持政策不及预期、中美地缘政治紧张进一步加剧。

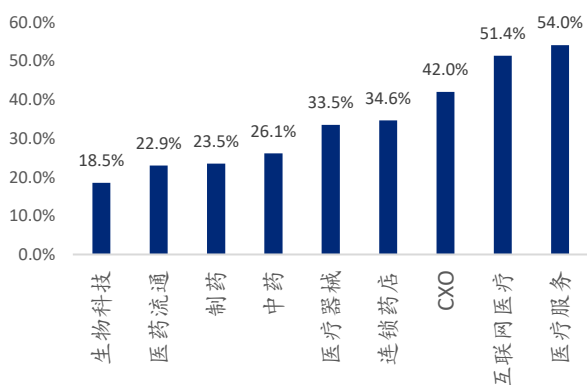
图表 1: 医药及大盘指数年初至今表现



注：截至 2024 年 10 月 3 日。

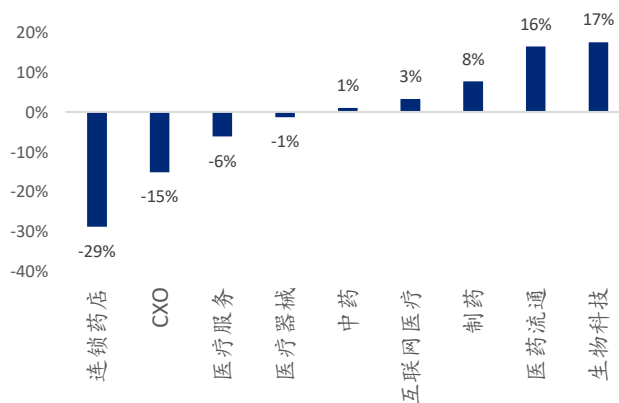
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 2: 医药子板块股价涨跌幅 (2024 年 9 月 24 日-10 月 3 日)



注：股价截至 2024 年 10 月 3 日；板块成分股含 A 股及港股，板块涨跌幅按个股涨跌幅市值加权平均计算；资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3: 医药子板块股价涨跌幅 (2024 YTD)



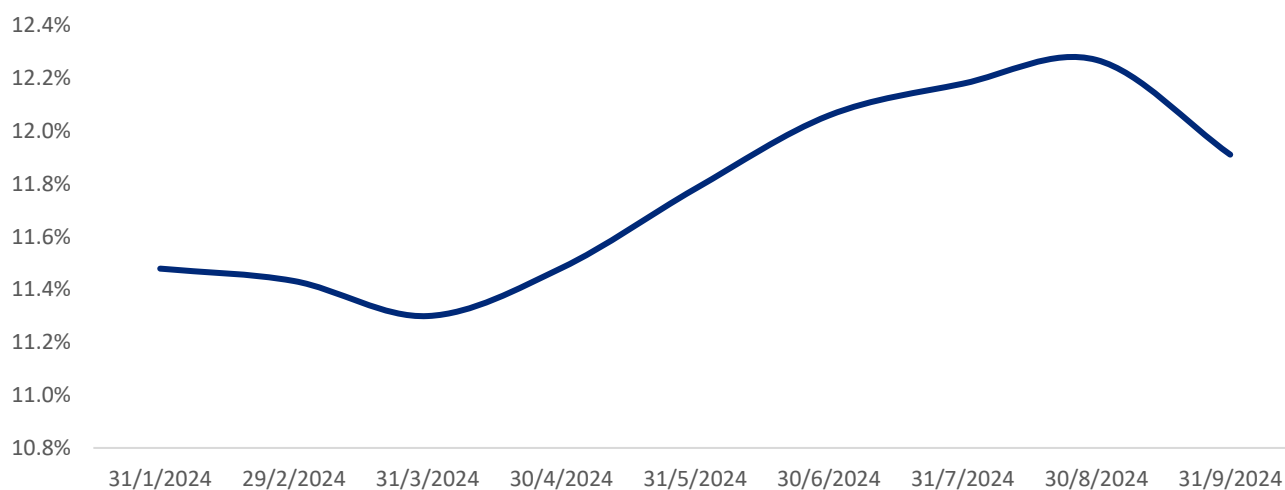
注：股价截至 2024 年 10 月 3 日；板块成分股含 A 股及港股，板块涨跌幅按个股涨跌幅市值加权平均计算；资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4: 医药板块 PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 港股南向资金持有医药股比例



资料来源: 港交所、浦银国际

图表 6: 重点创新药企主要催化剂

公司	药品	主要催化剂
百济神州	泽布替尼 (BTK)	1. 海外销售好于预期
	替雷利珠单抗 (PD-1)	2. 美国: 获批用于 1L GC (4Q24)、2L ESCC (1H25)
	Zanidatamab (HER2)	3. 中国: 2L BTC 获批
	早期临床开发	4. 启动多项 ADC 的临床试验
信达生物	他雷替尼 (ROS1)	1. 中国获批 (2H24)
	玛仕度肽 (GLP-1R/GCGR)	2. 中国获批 (2025)
	匹康奇拜单抗 (IL-23p19)	3. 中国获批 (2025)
康方生物	依沃西 (AK112, PD-1/VEGF)	1. 1L sqNSCLC (vs 替雷利珠+化疗; AK112-306) III 期临床入组完成 (4Q24)
	卡度尼利 (AK104, PD-1/CTLA-4)	2. 潜在出海授权
	依若奇 (AK101, IL-12/1L-23)	3. 中重度银屑病中国获批 (4Q24)
康诺亚	CM326 (TSLP)	1. 1b/2a 期鼻炎数据发表
	CM313 (CD38)	2. 1b 期 SLE 数据读出
	CM336 (BCMAxCD3)	3. 1 期数据读出
	n.a.	4. 潜在 BD 交易
荣昌生物	泰它西普 RC18	1. 潜在出海授权
		2. MG 适应症中国上市申报 (已于 2024 年 8 月宣布 III 期达到终点)
	RC88 (MSLN ADC)	3. 潜在出海授权
再鼎医药	VYVGART / 艾加莫德	1. Argenx 将于 4Q24 公布 II/III 期研究主要数据, 再鼎将于 4Q24 加入这项研究的 III 期研究部分
	瑞替替尼 (ROS1/TRK)	2. 提交用于 NTRK 阳性实体瘤的补充新药上市申请
	爱普盾 TTFIELDS	3. 2L NSCLC 国内提交上市申请 (4Q24)
		4. 1L PC 三期 PANOVA-3 数据读出 (4Q24)
	KarXT	5. 再鼎预计 2024 年底公布精神分裂症注册性桥接研究的主要数据。
		6. 提交用于精神分裂症的 NDA。
	Tisotumab Vedotin (组织因子 ADC)	7. 提交用于化疗期间或化疗后疾病发生进展的复发或转移性宫颈癌的 BLA
其他	8. DLL3 ADC 全球一期剂量扩展数据读出(2024 年底或 2025 年初)	
和黄医药	赛沃替尼	1. 阿斯利康提交肺癌美国上市申请
	索乐匹尼布	2. ITP 适应症国内获批 (24 年底)
		3. 潜在出海授权
	吠喹替尼	4. 肾透明细胞癌 2/3 期 FRUSICA-2 顶线结果公布
中国生物制药	D-1553 (KRAS)	1. 中国获批 (2025)
	4-1BB/PD-L1 (F-Star)	2. 潜在出海授权
	TQB-3616 (CDK2/4/6)	3. 中国获批 (2025)

资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 7: 港股南向资金持有医药股比例变动情况

代码	公司	2024年9月23日占比	2024年10月2日占比	变动 (pcts)	代码	公司	2024年9月23日占比	2024年10月2日占比	变动 (pcts)
0013.HK	和黄医药	20.2%	20.5%	0.31	2268.HK	药明合联	7.0%	7.3%	0.36
0241.HK	阿里健康	6.8%	6.9%	0.04	2269.HK	药明生物	27.2%	28.7%	1.43
0314.HK	思派健康	7.8%	8.0%	0.19	2273.HK	固生堂	40.0%	40.4%	0.36
0460.HK	四环医药	8.7%	8.6%	(0.09)	2279.HK	雍禾医疗	5.6%	5.5%	(0.04)
0512.HK	远大医药	9.6%	9.5%	(0.05)	2291.HK	心泰医疗	0.6%	0.6%	0.00
0570.HK	中国中药	7.1%	6.4%	(0.63)	2359.HK	药明康德	3.2%	2.8%	(0.35)
0719.HK	山东新华制药股份	13.8%	13.8%	(0.04)	2367.HK	巨子生物	16.7%	16.8%	0.11
0775.HK	长江生命科技	0.9%	0.9%	(0.00)	2407.HK	高视医疗	1.4%	2.6%	1.16
0853.HK	微创医疗	31.0%	31.5%	0.59	2415.HK	梅斯健康	3.5%	2.8%	(0.69)
0867.HK	康哲药业	8.8%	9.2%	0.33	2453.HK	美中嘉和	0.0%	0.0%	0.03
0874.HK	白云山	6.6%	6.7%	0.08	2487.HK	科笛-B	4.5%	4.5%	(0.04)
0950.HK	李氏大药厂	0.1%	0.1%	-	2500.HK	启明医疗-B	27.7%	27.7%	-
1066.HK	威高股份	11.8%	11.7%	(0.10)	2511.HK	君圣泰医药-B	10.7%	10.1%	(0.57)
1093.HK	石药集团	13.9%	14.6%	0.73	2607.HK	上海医药	7.3%	7.5%	0.13
1099.HK	国药控股	7.5%	7.5%	0.04	2616.HK	基石药业-B	13.5%	13.4%	(0.05)
1167.HK	加科思-B	12.5%	11.5%	(1.03)	2666.HK	环球医疗	19.9%	19.8%	(0.10)
1177.HK	中国生物制药	10.5%	10.4%	(0.04)	2877.HK	神威药业	3.1%	3.3%	0.12
1244.HK	思路迪医药股份	11.8%	11.3%	(0.50)	3309.HK	希玛医疗	9.7%	9.8%	0.10
1302.HK	先健科技	29.5%	29.6%	0.09	3320.HK	华润医药	5.4%	5.2%	(0.20)
1349.HK	复旦张江	10.4%	10.4%	(0.05)	3347.HK	泰格医药	7.4%	7.2%	(0.15)
1477.HK	欧康维视生物-B	9.5%	10.1%	0.56	3613.HK	同仁堂国药	17.2%	17.2%	0.03
1513.HK	丽珠医药	5.9%	6.0%	0.09	3692.HK	翰森制药	2.5%	2.5%	0.01
1515.HK	华润医疗	15.5%	15.4%	(0.07)	3759.HK	康龙化成	9.2%	9.3%	0.10
1521.HK	方达控股	22.4%	22.0%	(0.43)	3886.HK	康健国际医疗	0.4%	0.4%	-
1530.HK	三生制药	30.6%	29.7%	(0.92)	3933.HK	联邦制药	11.2%	11.2%	(0.05)
1541.HK	宜明昂科-B	5.7%	8.4%	2.74	6078.HK	海吉亚医疗	26.3%	24.7%	(1.69)
1548.HK	金斯瑞生物科技	23.3%	22.3%	(0.99)	6127.HK	昭衍新药	5.7%	5.5%	(0.16)
1558.HK	东阳光长江药业	9.7%	10.0%	0.32	6160.HK	百济神州	3.5%	3.5%	(0.00)
1666.HK	同仁堂科技	4.2%	4.2%	(0.02)	6185.HK	康希诺生物	19.0%	18.1%	(0.90)
1681.HK	康臣药业	0.5%	0.5%	(0.01)	6606.HK	诺辉健康	16.4%	16.4%	-
1789.HK	爱康医疗	15.4%	15.4%	0.05	6618.HK	京东健康	5.2%	5.3%	0.08
1801.HK	信达生物	20.8%	20.8%	0.06	6639.HK	瑞尔集团	10.5%	10.1%	(0.41)
1833.HK	平安好医生	15.4%	14.7%	(0.71)	6660.HK	艾美疫苗	2.3%	2.5%	0.17
1858.HK	春立医疗	9.4%	9.8%	0.43	6699.HK	时代天使	13.7%	13.6%	(0.10)
1873.HK	维亚生物	13.9%	13.8%	(0.10)	6821.HK	凯莱英	3.0%	3.2%	0.15
1877.HK	君实生物	9.6%	9.4%	(0.22)	6826.HK	昊海生物科技	5.1%	5.2%	0.09
1951.HK	锦欣生殖	35.3%	35.1%	(0.18)	6855.HK	亚盛医药-B	37.8%	37.9%	0.02
1952.HK	云顶新耀-B	39.5%	39.1%	(0.36)	6929.HK	业聚医疗	0.4%	0.4%	(0.00)
2005.HK	石四药集团	13.3%	13.1%	(0.21)	6955.HK	博安生物	1.2%	1.1%	(0.01)
2096.HK	先声药业	11.7%	11.4%	(0.28)	6978.HK	永泰生物-B	4.7%	4.7%	(0.04)
2105.HK	来凯医药-B	7.3%	7.0%	(0.29)	6990.HK	科伦博泰生物-B	7.4%	8.2%	0.79

2126.HK	药明巨诺-B	10.7%	10.7%	(0.02)	6996.HK	德琪医药-B	3.2%	3.2%	-
2137.HK	腾盛博药-B	27.4%	27.3%	(0.12)	6998.HK	嘉和生物-B	3.8%	3.8%	-
2138.HK	医思健康	2.6%	2.4%	(0.20)	9688.HK	再鼎医药	9.3%	8.4%	(0.87)
2142.HK	和铂医药-B	6.8%	6.7%	(0.12)	9860.HK	艾迪康控股	0.3%	0.4%	0.08
2157.HK	乐普生物-B	6.8%	6.7%	(0.05)	9877.HK	健世科技-B	3.7%	3.4%	(0.23)
2158.HK	医渡科技	11.3%	11.0%	(0.32)	9885.HK	药师帮	6.7%	6.9%	0.28
2160.HK	心通医疗-B	7.5%	7.2%	(0.24)	9886.HK	叮当健康	11.5%	10.2%	(1.33)
2162.HK	康诺亚-B	27.0%	27.0%	(0.03)	9926.HK	康方生物	35.7%	34.8%	(0.87)
2171.HK	科济药业-B	21.1%	21.6%	0.49	9939.HK	开拓药业-B	28.6%	28.4%	(0.15)
2172.HK	微创脑科学	4.4%	4.6%	0.15	9955.HK	智云健康	15.3%	14.8%	(0.47)
2186.HK	绿叶制药	36.3%	35.8%	(0.52)	9966.HK	康宁杰瑞制药-B	25.8%	25.5%	(0.34)
2192.HK	医脉通	2.9%	3.0%	0.06	9969.HK	诺诚健华	13.6%	13.5%	(0.07)
2196.HK	复星医药	11.1%	10.9%	(0.19)	9989.HK	海普瑞	5.8%	5.8%	0.02
2197.HK	三叶草生物-B	14.9%	14.9%	(0.03)	9995.HK	荣昌生物	13.1%	12.4%	(0.66)
2228.HK	Quantumph-P	0.0%	0.0%	0.00	9996.HK	沛嘉医疗-B	20.2%	19.7%	(0.49)
2252.HK	微创机器人-B	3.7%	3.9%	0.21	9997.HK	康基医疗	3.8%	3.9%	0.12
2257.HK	圣诺医药-B	14.4%	13.7%	(0.65)					

资料来源：港交所、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 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士。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。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站: www.spdbi.com
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

