

行业评级
领先

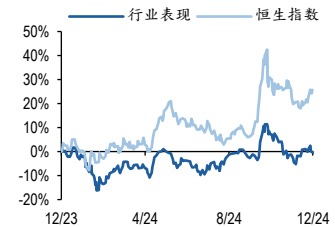
2024 年 12 月 13 日

医药行业

第十批集采：降价幅度较大但上市药企影响有限，腾笼换鸟方向不改

- 第十批集采结果出炉，明年4月起执行：12月12日，第十批国家组织药品集中带量采购产生拟中选结果。本批集采共有439家企业申报、涉及778个产品，平均每个品种有12.5家企业申报，为历次集采之最；最终62个品种采购成功，234家企业的385个产品获得拟中选资格，平均每个药品有6家以上企业中标，促进中选产品供应更稳定多元，积极推动急救药、短缺药的保供稳价。下一步，医保局将指导各地及中选企业做好中选结果落地实施工作，确保全国患者于2025年4月用上本次集采中选产品。
- 上市处方药企收入端影响大多有限，石药多美素将承压：我们覆盖的处方药企中，石药、中生和科伦各有10个以上品种，恒瑞、翰森、先声等企业的纳入品种数量均不到5个。但是，除石药的多美素（盐酸多柔比星脂质体）以外，我们预计集采纳入品种（无论中标与否）对这些公司的整体收入贡献较小，因此本批集采对业绩的影响将较为有限。多美素中标价为98元/支（人民币，下同），相较3,500元左右的联盟集采中标价有97%的降幅，我们预计将对明年公司收入端产生10-15亿元（占总收入3-5%）左右的不利影响。
- 腾笼换鸟，继续利好创新药支付：自2018年以来，国家医保局在十批集采中已成功采购435种药品，其中仅第九批集采就可每年为患者节省药费约182亿元。在减轻群众在仿制药上的费用负担的同时，医保基金腾出费用空间为支持创新药纳入医保提供条件。根据医保局统计数据，连续7轮医保目录调整已累计谈判纳入530种新药，医保基金对谈判药品的累计支付超过了3,500亿元，惠及患者8.3亿人次。

行业与大盘一年趋势图



资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com

(852) 3766 1834

诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com

(852) 3766 1845

估值概要

公司名称	股票代码	评级	目标价	收盘价	---每股盈利---		---市盈率---		---市账率---		股息率
					FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	
			(当地货币)	(当地货币)	(报表货币)	(报表货币)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)
阿斯利康	AZN US	买入	93.30	66.94	3.969	4.606	16.9	14.5	2.49	2.27	NA
百济神州	6160 HK	买入	159.00	108.70	-0.523	-0.229	NA	NA	5.89	5.52	NA
翰森制药	3692 HK	买入	24.00	18.48	0.735	0.683	23.5	25.3	3.50	3.07	NA
信达生物	1801 HK	买入	60.00	38.10	-0.472	0.220	NA	162.0	4.72	4.43	NA
中国生物制药	1177 HK	买入	4.80	3.39	0.234	0.178	13.5	17.8	1.98	1.88	NA
康方生物	9926 HK	买入	87.00	65.90	-0.302	0.934	NA	65.9	11.92	10.07	NA
传奇生物	LEGN US	买入	76.00	35.84	-0.757	-0.269	NA	NA	NA	NA	NA
科伦药业	002422 CH	买入	42.50	32.31	1.853	1.956	17.4	16.5	2.61	2.43	NA
和黄医药	13 HK	买入	40.40	25.30	-0.007	0.044	NA	74.0	NA	NA	NA
药明合联	2268 HK	买入	44.00	31.35	0.277	0.711	105.7	41.2	5.49	4.49	NA
金斯瑞生物	1548 HK	买入	28.75	10.18	1.082	0.030	1.2	43.2	0.77	0.76	NA
通化东宝	600867 CH	买入	14.00	8.60	0.635	0.733	13.5	11.7	2.10	1.85	NA
先声药业	2096 HK	买入	10.00	7.09	0.360	0.432	18.4	15.3	2.07	1.82	NA
荣昌生物	9995 HK	买入	24.00	16.82	-2.521	-1.963	NA	NA	2.42	2.75	NA
云顶新耀	1952 HK	买入	56.20	48.35	-3.104	-0.462	NA	NA	3.63	3.70	NA
康诺亚	2162 HK	买入	66.00	39.75	-2.969	-3.003	NA	NA	4.80	7.81	NA
海吉亚医疗	6078 HK	买入	24.50	16.74	1.257	1.483	12.4	10.5	1.89	1.44	NA
德琪医药	6996 HK	买入	4.40	0.62	-0.677	-0.349	NA	NA	NA	NA	NA
恒瑞医药	600276 CH	中性	45.00	48.04	0.896	0.980	53.6	49.0	7.02	6.32	NA
药明生物	2269 HK	中性	12.30	18.16	0.869	1.061	19.5	16.0	1.58	1.44	NA
石药集团	1093 HK	中性	5.80	5.01	0.425	0.425	11.0	11.0	1.53	1.42	NA
康宁杰瑞制药	9966 HK	中性	5.00	3.70	0.169	-0.100	20.5	NA	1.26	1.31	NA
百时美施贵宝	BMJ US	沽出	33.10	56.28	-2.480	4.045	NA	13.9	4.07	3.59	NA
平均							25.2	36.7	3.59	3.42	NA

资料来源: FactSet、交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 国家十批带量采购总结

	第一批 (4+7 扩围)	第二批	第三批	第四批	第五批	第六批	第七批	第八批	第九批	第十批
公布采购文件	2019年9月	2019年12月	2020年7月	2021年1月	2021年6月	2021年11月	2022年6月	2023年3月	2023年10月	2024年11月
公布中选结果	2019年9月	2020年1月	2020年8月	2021年2月	2021年6月	2021年11月	2022年7月	2023年3月	2023年11月	2024年12月
开始执行时间	2019年12月- 2020年1月	2020年4月	2020年11月	2021年4-5月	2021年9-10 月	2022年5月	2022年11月	2023年7月	2024年3月	2025年4月
采购品种	化学仿制药	化学仿制药	化学仿制药	化学仿制药	化学仿制 药，注射剂 为主	胰岛素	化学仿制药	化学仿制药	化学仿制药	化学仿制药
计划采购品种 数量	25	33	56	45	62	11	61	40	42	62
中标品种数量	25	32	55	45	61	11	60	39	41	62
平均降价幅度	59%	53%	53%	52%	56%	48%	48%	56%	58%	NA
各品种最多入 围企业数量	3家	6家	8家	10家	10家	7家	10家	10家	10家	10家
不同中选企业 数下的采购量 (占首年约定 采购量计算基 数比例)	1家 50% 2家 60% 3家 70%		1家 50% 2家 60% 3家 70% 4家及以上 80% 个别品种为 40-70%			根据医疗机 构报量和实 际竞标结果 确定		1家 50% 2家 60% 3家 70% 4家及以上 80% 个别品种为 40-70%或 30-50%		
采购周期	1-2家: 1-2年 3家: 2-3年		1家: 1年 2-3家: 2年 4家及以上: 3年			2年	1家: 1年 2-3家: 2年 4家及以上: 3年	自执行之日 至 2025年12 月31日		自执行之日至 2027年12月31日

资料来源: 上海阳光采购网, 交银国际

图表 2: 交银国际医药覆盖标的第十批集采竞标结果

公司名称	品种名称	竞标结果 (排名)	中标价格 (最小包装单位, 元)	中标规格	价格降幅 (相较最高有效申报价)
翰森制药	哌柏西利胶囊	否	-	-	-
	氢溴酸伏硫西汀片	否	-	-	-
	艾地骨化醇软胶囊	是 (2/5)	0.35	0.75µg	-67.8%
	醋酸钠林格注射液	是 (1/3)	2.98	500ml	-86.5%
	枸橼酸托法替布缓释片	是 (3/4)	1.32	11mg	-73.6%
	己酮可可碱注射剂	是 (2/9)	0.55	5ml:0.1g	-91.5%
	间苯三酚注射剂	否	-	-	-
	利格列汀口服常释剂型	是 (6/6)	0.18	5mg	-92.6%
	氯化钾注射剂	否	-	-	-
	哌柏西利胶囊	是 (5/6)	8.10	125mg	-86.2%
	乳酸钠林格注射剂	是 (2/6)	1.94	500ml	-35.3%
	瑞戈非尼片	是 (4/6)	5.71	40mg	-89.0%
	舒更葡糖钠注射液	否	-	-	-
	碳酸氢钠林格注射液	是 (1/8)	3.79	500ml	-61.6%
科伦药业	西格列汀口服常释剂型	否	-	-	-
	氟苯西林舒巴坦注射剂	否	-	-	-
	氟苯西林注射剂	否	-	-	-
	泊沙康唑肠溶片	是 (4/4)	7.67	100mg	-77.7%
	环丙沙星注射剂/环丙沙星氯化钠注射剂/环丙沙星葡萄糖注射剂 (四川科伦)	是 (5/6)	2.00	100ml:乳酸环丙沙星 0.2g 与氯化钠 0.9g	-56.3%
	哌拉西林注射剂	否	-	-	-
	泊沙康唑注射液	是 (8/9)	49.29	16.7ml:0.3g	-81.7%
	复方聚乙二醇电解质 I 复方聚乙二醇电解质 II 复方聚乙二醇电解质 III 复方聚乙二醇电解质 IV 口服散剂	是 (5/9)	3.98	聚乙二醇 4000 64g, 无水硫酸钠 5.7g, 氯化钠 1.46g, 氯化钾 0.75g, 碳酸氢钠 1.68g	-51.7%
	阿普米司特片	是 (3/8)	1.14	30mg	-75.5%
	哌柏西利胶囊	是 (2/6)	6.60	125mg	-88.8%
先声药业	司维拉姆口服常释剂型	是 (4/5)	0.81	0.8g	-60.8%
	泊沙康唑注射液	是 (3/9)	34.9	16.7ml:0.3g	-87.0%

资料来源: 上海阳光采购网, 交银国际

图表 2: (续) 交银国际医药覆盖标的第十批集采竞标结果

公司名称	品种名称	竞标结果 (排名)	中标价格 (最小包装单位, 元)	中标规格	价格降幅 (相较最高有效申报价)
中国生物制药	阿普米司特片	否	-	-	-
	艾司洛尔注射剂/盐酸艾司洛尔氯化钠注射液	是 (9/9)	1.92	10ml:0.1g	-79.3%
	马昔腾坦片	是 (2/3)	2.66	10mg	-93.6%
	米拉贝隆缓释片	是 (6/6)	0.76	50mg	-34.3%
	哌柏西利胶囊	是 (4/6)	7.77	125mg	-86.8%
	氢溴酸伏硫西汀片	否	-	-	-
	瑞戈非尼片	是 (2/6)	4.34	40mg	-91.6%
	舒更葡糖钠注射液 (南京正大天晴)	是 (5/9)	10.77	2ml:200mg	-90.8%
	舒更葡糖钠注射液 (北京泰德)	否	-	-	-
	西格列汀口服常释剂型	否	-	-	-
通化东宝	泊沙康唑注射液	否	-	-	-
	西格列汀二甲双胍 I 西格列汀二甲双胍 II 口服常释剂型	否	-	-	-
石药集团	西格列汀口服常释剂型	否	-	-	-
	阿普米司特片	是 (1/8)	0.39	10mg	-80.5%
	阿司匹林口服常释剂型(不含分散片)($<300\text{mg}$)	是 (4/7)	0.04	100mg	-79.4%
	氨茶碱注射剂	是 (1/8)	0.51	10ml:0.25g	-49.0%
	醋酸钠林格注射液	是 (2/3)	1.97	250ml	-84.8%
	枸橼酸托法替布缓释片	是 (1/4)	0.91	11mg	-81.9%
	己酮可可碱注射剂	是 (1/9)	0.42	5ml:0.1g	-93.5%
	拉考沙胺注射液	是 (1/8)	5.17	20ml:0.2g	-92.2%
	利格列汀口服常释剂型	是 (2/6)	0.19	5mg	-92.2%
	氯化钾注射剂	是 (7/8)	0.27	10ml:1.5g	-80.2%
	米拉贝隆缓释片	是 (1/6)	0.48	50mg	-58.8%
	帕拉米韦注射液	否	-	-	-
	氢溴酸伏硫西汀片	是 (1/6)	0.71	10mg	-89.9%
	西格列汀口服常释剂型	否	-	-	-
	盐酸多柔比星脂质体注射液	是 (1/4)	98.00	10ml:20mg	-88.8%
	氨苄西林注射剂	是 (7/7)	0.85	0.5g	-25.0%
	哌拉西林注射剂	是 (4/8)	0.75	0.5g	-68.1%
青霉素注射剂	是 (3/6)	0.47	80 万单位	-37.3%	
恒瑞医药	钆特酸葡胺注射剂	是 (1/6)	26.88	15ml:5.654g/ 15ml:5.6535g	-49.7%
	碳酸氢钠林格注射液	否	-	-	-

资料来源: 上海阳光采购网, 交银国际

图表 3: 交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
1952 HK	云顶新耀	买入	48.35	56.20	16.2%	2024 年 12 月 04 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	108.70	159.00	46.3%	2024 年 11 月 14 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	65.90	87.00	32.0%	2024 年 10 月 02 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	38.10	60.00	57.5%	2024 年 08 月 29 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	39.75	66.00	66.0%	2024 年 08 月 28 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	16.82	24.00	42.7%	2024 年 08 月 19 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	10.18	28.75	182.4%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	35.84	76.00	112.1%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	25.30	40.40	59.7%	2024 年 08 月 01 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	0.62	4.40	610.3%	2023 年 08 月 28 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	3.70	5.00	35.2%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	31.35	44.00	40.3%	2024 年 08 月 21 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	18.16	12.30	-32.3%	2024 年 08 月 22 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	16.74	24.50	46.4%	2024 年 09 月 02 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	66.94	93.30	39.4%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	56.28	33.10	-41.2%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
3692 HK	翰森制药	买入	18.48	24.00	29.9%	2024 年 12 月 02 日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	32.31	42.50	31.5%	2024 年 08 月 30 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	7.09	10.00	41.1%	2024 年 08 月 23 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	3.39	4.80	41.7%	2024 年 07 月 11 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.60	14.00	62.8%	2024 年 04 月 01 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	5.01	5.80	15.7%	2024 年 11 月 18 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	48.04	45.00	-6.3%	2024 年 10 月 28 日	制药

资料来源: FactSet, 交银国际预测, *截至 2024 年 12 月 12 日收盘

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年12月13日

医药行业



分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股、徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中翰通信(集团)控股有限公司、地平线、多数数智有限公司及草姬集团控股有限公司有联系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

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)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。