

医药生物行业深度报告

港股创新药：创新突破奠定高增长，出海拓疆重塑新估值

增持（维持）

2025年08月17日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 唐逸衍

执业证书：S0600524120016

tangyk@dwzq.com.cn

投资要点

■ 港股创新药投资价值分析

■ **本轮创新药牛市与2021年不同**：2025年以来医药牛市由创新药出海驱动，与2021年创新药国内商业化的驱动力截然不同，从“本土商业化”到“出海”的产业升级是创新药板块能够迈向新高度的关键支撑。

■ **港股创新药板块估值低**：中证香港创新药指数市盈率位于统计区间（2019/4/22~2025/8/12）31.2%的历史较低位置，且预计热门港股创新药公司将于2025-2027年实现扭亏为盈，板块投资属性凸显。

■ 港股创新药行业分析

■ **创新药产业已现拐点**：现阶段的中国创新药在政策和研发两端都完成了厚积薄发。**政策端**，《全链条支持创新药发展实施方案》在支付端、审批端、融资端为行业发展护航；**研发端**，截至2025Q1我国创新药FIC数量覆盖度已达40%（美国为53%），且在2025ASCO上双抗类管线占比近半，广受全球学术界认可。

■ **BD出海预期全面打开**：在中国创新药管线数量及质量双双突破的同时，由于专利悬崖等原因，近年来MNC具有极强的更新管线布局诉求，丰富且优质的中国创新药管线已经是海外药企的不二选择，2024年中国BD总金额达到519亿美元，数量94例。在2025年，三生制药与辉瑞达成的12.5亿美元首付款交易再次刷新了国内纪录，中国创新药出海已形成内外因共同驱动的大势。

■ 产品介绍：港股创新药ETF（513120）

■ **基金基本信息**：广发中证香港创新药ETF（513120.SH），成立于2022/7/1，上市于2022/7/12，紧密跟踪中证香港创新药指数（931787CNY00.CSI）。基金管理费为0.50%/年，托管费为0.10%/年，基金经理为刘杰。

■ **同类ETF产品对比**：2025年4月1日至2025年8月14日，广发中证香港创新药ETF的区间收益率与年化收益波动比均优于恒生创新药ETF与创新药ETF天弘，且月度表现稳定。

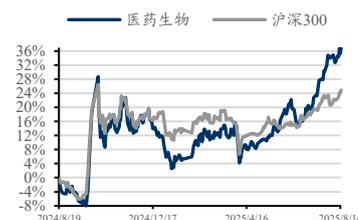
■ **港股创新药企业覆盖集中度高、成分纯度高**。ETF前十大权重股包括信达生物等龙头药企，合计权重达69.73%。成分股中属于申万二级行业“化学制药+生物药品”的个股权重占比近90%，成分纯度高。

■ **涵盖Biotech、CXO等创新药上下游产业链**。港股创新药ETF成分股包含了从创新药研发企业（Biotech）到为研发提供服务的CXO企业，分散了单一环节的风险，也能全面享受产业发展机遇。

■ **港股通+ETF场内双重优势**。ETF产品作为高效的交易工具，具备流动性优势；从跨境投资角度看，港股通ETF为境内投资者提供了高效便捷的跨境投资渠道。

■ **风险提示**：创新药销售不及预期风险、创新药出海进展受阻风险、权益类产品固有波动风险、历史业绩的局限性。

行业走势



相关研究

《看好国产口服减肥药机会，重点推荐博瑞医药、歌礼制药等龙头》

2025-08-10

《百济、恒瑞等创新药龙头为何要创2021年新高？》

2025-08-04

内容目录

| | |
|--|----|
| 1. 港股创新药投资价值分析 | 4 |
| 1.1. 本轮创新药牛市复盘：BD 驱动，出海潜力标的为“主升浪” | 4 |
| 1.2. 港股创新药板块估值水平复盘：市盈率处于历史较低水平，投资属性凸显 | 5 |
| 1.3. 港股创新药费用结构与 A 股创新药趋同，且流动性增强，有望享受更高估值 | 6 |
| 1.4. 港股创新药企业业绩情况：创新兑现，盈利拐点在即 | 8 |
| 2. 港股创新药行业分析 | 11 |
| 2.1. 创新药产业已现拐点，行业发展进入新阶段 | 11 |
| 2.2. 研发能力大幅增强，BD 出海预期全面打开 | 15 |
| 2.3. 政策更新助力行业持续发展，医保与商保发力改善支付能力 | 19 |
| 3. 产品介绍：港股创新药 ETF（513120） | 21 |
| 3.1. 基本信息 | 21 |
| 3.2. 竞品比较 | 22 |
| 3.3. 优势一：港股创新药企业覆盖集中度高、成分纯度高 | 23 |
| 3.4. 优势二：涵盖 Biotech、CXO 等创新药上下游产业链 | 25 |
| 3.5. 优势三：港股通+ETF 场内双重优势，可便捷配置港股创新药主题 | 26 |
| 4. 风险提示 | 27 |

图表目录

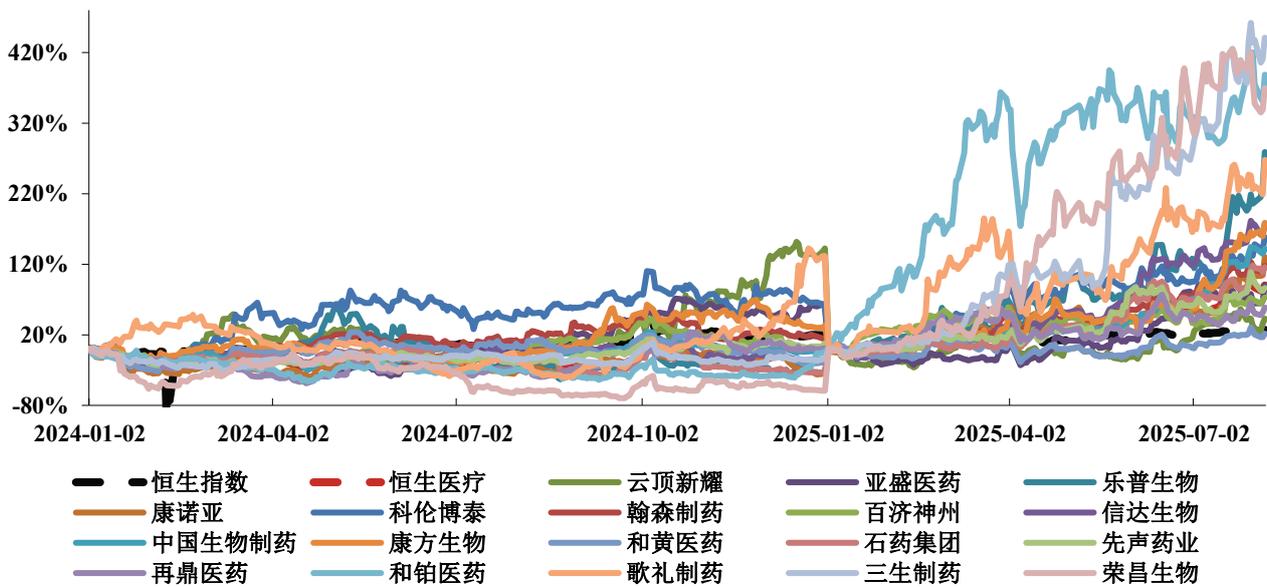
| | | |
|-------|---|----|
| 图 1: | 年初以来非“港股通”小市值创新药标的涨幅较大（截至 2025 年 8 月） | 4 |
| 图 2: | A 及 H 股创新药距 21 年牛市高点仍有 50%空间（数据截至 2025 年 8 月） | 5 |
| 图 3: | 港股创新药指数历史估值（PE, TTM） | 6 |
| 图 4: | 港股创新药指数历史估值（PB, LF） | 6 |
| 图 5: | 中证香港创新药指数（CNY）自基日以来净值走势 | 6 |
| 图 6: | 港股及 A 股创新药研发费用率 | 7 |
| 图 7: | 港股及 A 股创新药销售费用率 | 7 |
| 图 8: | 中证香港创新药指数季度日均成交量及成交额 | 8 |
| 图 9: | 港股创新药公司收入情况（亿元） | 8 |
| 图 10: | 港股创新药公司归母净利润情况（亿元） | 8 |
| 图 11: | 港股创新药公司利润水平 | 9 |
| 图 12: | 港股创新药公司费用水平 | 9 |
| 图 13: | 热门港股创新药公司即将实现扭亏为盈 | 9 |
| 图 14: | 2019-2021 年医药行情及催化分布 | 12 |
| 图 15: | 2015-2024 年全球 FIC 创新药的研发数量及研发国家/地区（截至 2024 年，单位：个） | 13 |
| 图 16: | 2025 年 ASCO 大会中国公司报告占比 | 14 |
| 图 17: | FDA 对各机构审查数量比较（2016-2025M5） | 14 |
| 图 18: | 部分热门港股 18A 创新药公司 | 15 |
| 图 19: | 2015-2025Q1 全球各地医药交易数量统计（单位：个） | 16 |
| 图 20: | 中国 license-out 交易受让国家/地区分布（单位：个） | 16 |
| 图 21: | 中国 license-out 交易受让国家/地区分布（单位：个） | 17 |
| 图 22: | 中美在研创新药赛道覆盖度及研发进度排名（截至 2024 年） | 18 |
| 图 23: | MNC 未来由于专利到期而产生的销售损失（2023 年销售额，亿美元） | 19 |
| 图 24: | 2019-2025 年主要创新药相关政策 | 20 |
| 图 25: | 中国创新药市场规模测算（2024-2030 年） | 21 |
| 图 26: | ETF 成分股申万二级行业分布（2024 年报） | 24 |
| 图 27: | ETF 成分股市值集中度（2024 年报） | 24 |
| 图 28: | 港股创新药 ETF 成分股市值分布（截至 2025 年 8 月 14 日） | 24 |
| 表 1: | 广发中证香港创新药交易型开放式指数证券投资基金（QDII）基本信息 | 21 |
| 表 2: | 相关 ETF 风险收益指标（统计区间：2025 年 4 月 1 日至 2025 年 8 月 14 日） | 22 |
| 表 3: | 分月度统计各类 ETF 产品区间收益率表现 | 23 |
| 表 4: | 港股创新药 ETF 前十大成分股（2025 年二季报） | 25 |
| 表 5: | 中证香港创新药 ETF 成分股分类 | 25 |

1. 港股创新药投资价值分析

1.1. 本轮创新药牛市复盘：BD 驱动，出海潜力标的为“主升浪”

年初以来，非“港股通”小市值创新药标的涨幅较大，有出海潜力的标的成为行业“主升浪”。25 年 1 月受到“DeepSeek 发布”等其他港股科技板块拉动，创新药作为创新科技属性极强的板块之一，处在历史底部位置的小市值标的率先启动上涨；2 月下旬-3 月初随着“医保支持创新药高质量发展若干意见”和“丙类目录及商保落地”政策预期增强，板块估值不断修复；随着 AACR、ASCO 年会临床数据催化的提前布局，部分公司报表端提前扭亏，海外授权数量再创新高影响，创新药板块表现突出（期间受到关税和特朗普要降低美国药价的行政令扰动）；5 月下旬，辉瑞和三生制药达成重磅授权合作，首付款 12.5 亿美金再次刷新国产创新药海外授权记录，后板块热度居高不下。

图1：年初以来非“港股通”小市值创新药标的涨幅较大（截至 2025 年 8 月）



数据来源：wind，东吴证券研究所

2021 年医药牛市驱动力是 PD-1 为代表的创新药国内商业化。回溯 21 年牛市，国内创新药市场呈现出以本土销售为核心驱动力的发展态势，其中以 PD-1 抑制剂为代表的重磅创新药成为市场焦点，凭借在肿瘤治疗领域的突破性疗效，这类药物通过院内处方放量、医保谈判准入等方式快速占领国内市场，形成了“研发突破-国内放量”的驱动。

本轮创新药牛市的驱动力是出海 BD。进入当前发展阶段（2025 年），创新药产业

的逻辑主线已转向以 **BD 出海** 为核心引擎。越来越多国内创新药企通过对外授权、联合开发等多元化方式，将自主研发的创新药推向国际市场，有望在欧美等成熟医药市场实现商业化突破，这种“本土创新-全球变现”的新模式正在重塑行业格局。

从“本土商业化”到“出海”的产业升级，是我们认为创新药板块能够迈向新高度的关键支撑。前者依赖国内医保支付体系和患者基数实现增长，后者依靠全球市场容量和欧美创新药高定价体系提升价值天花板，出海能够突破国内市场增长瓶颈、提升创新药商业价值。恒生物科技等创新药指数离 21 年高点仍有约 50% 空间。

图2：A 及 H 股创新药距 21 年牛市高点仍有 50% 空间（数据截至 2025 年 8 月）



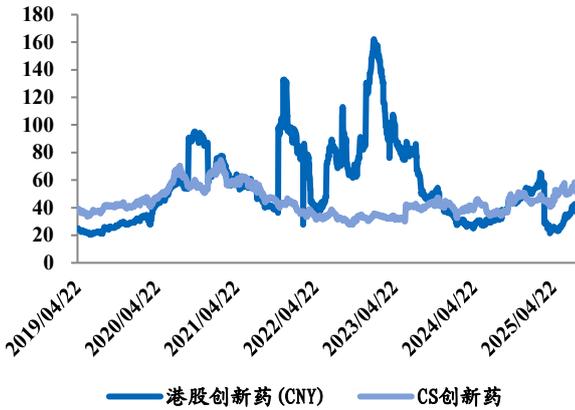
数据来源：wind，东吴证券研究所

1.2. 港股创新药板块估值水平复盘：市盈率处于历史较低水平，投资属性凸显

以中证香港创新药指数（931787CNY00.CSI）为例，该指数在香港市场选取业务涉及创新药研发及 CXO 的上市公司为待选证券，并按照过去一年日均总市值由高到低排序，选取前 50 支证券作为指数样本（不足 50 支时全部纳入）。

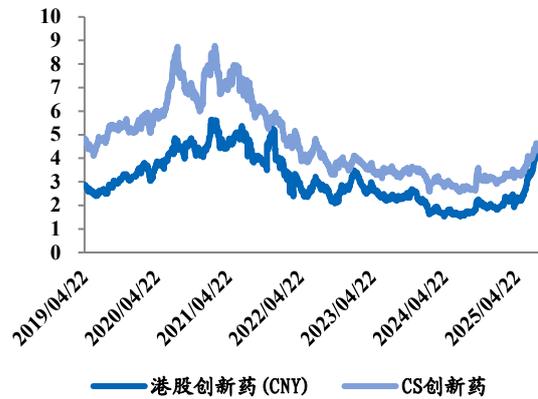
该指数权重股均为创新药龙头企业，成长性优秀，业绩确定性高，能够反映港股创新药的整体情况。复盘其历史估值水平，截至 2025 年 8 月 11 日，中证香港创新药指数市盈率（PE，TTM）及市净率（PB，LF）分别为 36.93 和 4.12，均较大幅度低于中证创新药产业指数（51.25 和 4.37），港股创新药指数具备投资性价比。此外，中证香港创新药指数市盈率位于统计区间（2019/4/22~2025/8/12）31.20% 的历史较低位置，投资属性凸显。

图3: 港股创新药指数历史估值 (PE, TTM)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

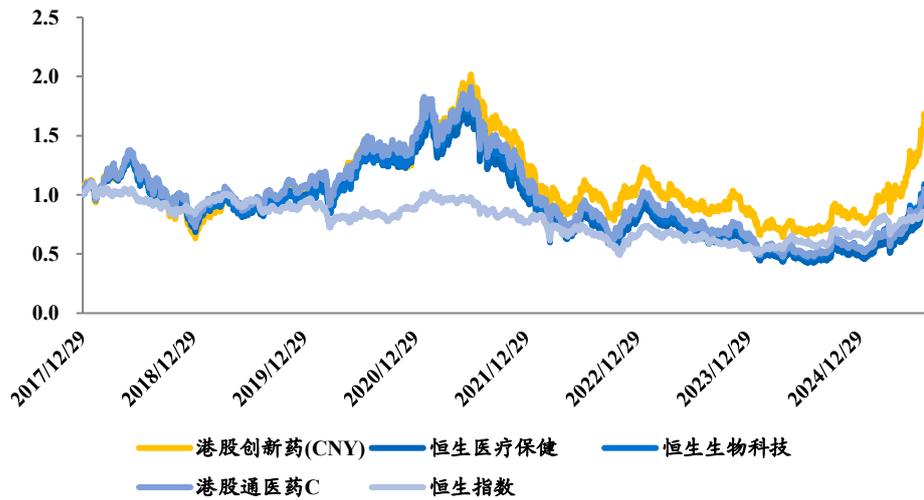
图4: 港股创新药指数历史估值 (PB, LF)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

从业绩表现来看, 中证香港创新药指数自基日以来的业绩累计收益超越了恒生医疗保健指数、恒生生物科技指数、中证港股通医药卫生综合指数等港股医药类指数。截至2025年8月11日, 指数区间收益率为60.87%, 年化收益率6.41%, 同期恒生医疗保健指数、恒生生物科技指数、中证港股通医药卫生综合指数的区间年化收益率分别为-1.67%、0.56%及0.06%。与宽基指数相比(恒生指数), 中证香港创新药指数表现优异。

图5: 中证香港创新药指数 (CNY) 自基日以来净值走势



数据来源: wind, 东吴证券研究所

1.3. 港股创新药费用结构与 A 股创新药趋同, 且流动性增强, 有望享受更高

估值

港股创新药估值较 A 股创新药估值偏低，原因一：费用投入更高。比较港股创新药与 A 股创新药研发及销售费用率，2021 年高点时港股创新药研发费用率、销售费用率分别为 106%、45%，高于同期 A 股创新药 57%、38%，而随着商业化加速、创新药出海带来现金流、研发实力提升，港股创新药研发费用率、销售费用率降低至 2024 年的 45%、35%，已与 A 股创新药高度趋同。

图6：港股及 A 股创新药研发费用率

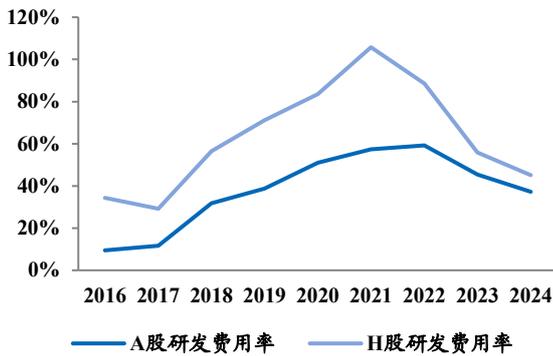
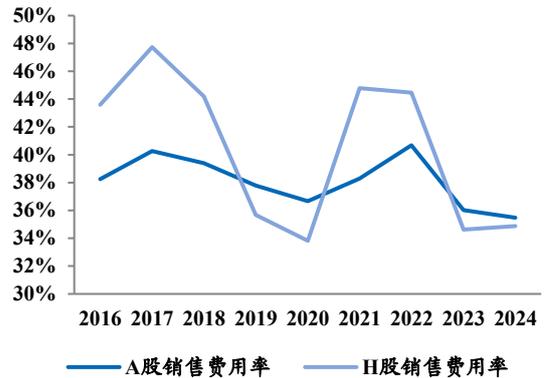


图7：港股及 A 股创新药销售费用率

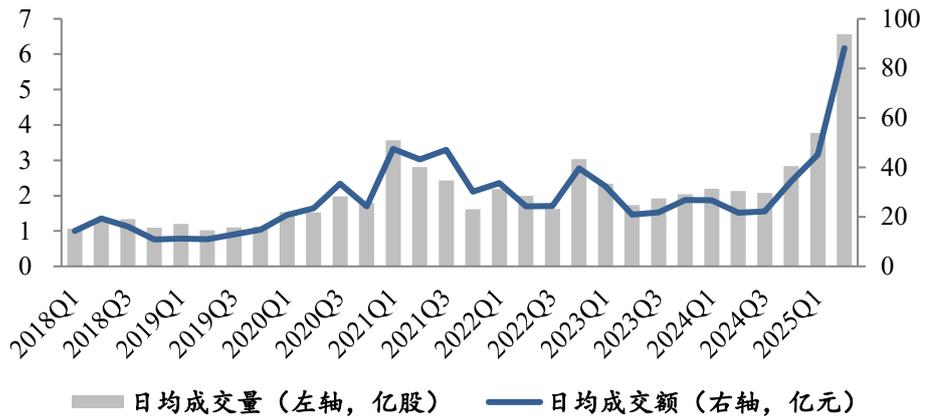


数据来源：wind，东吴证券研究所

数据来源：wind，东吴证券研究所

原因二：A 股创新药流动性更强，享估值溢价。由于 A 股及 H 股流动性差异（多数中国内地公募无法配置港股），以及大量中国内地市场参与者偏好交易 A 股创新药，A 股创新药体现一部分估值溢价。而中证香港创新药指数自 2024Q3 以来流动性不断上升。指数 2025Q1 以来日均交易量及日均成交额较 2024 年大幅提升。2025Q2 日均成交量为 6.57 亿股，日均成交额为 88.17 亿元。且叠加美元降息预期，港股创新药指数交投有望持续活跃，容纳较大规模资金。

图8：中证香港创新药指数季度日均成交量及成交额



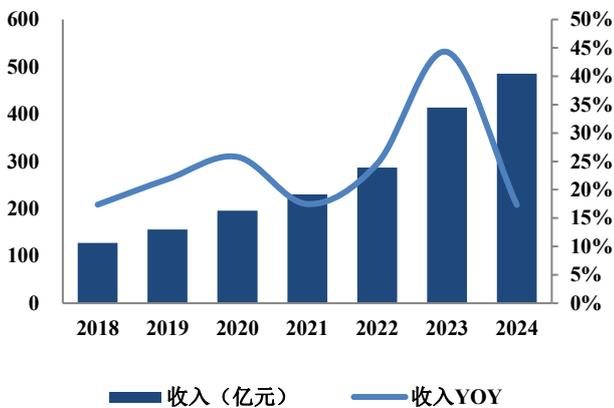
数据来源：wind，东吴证券研究所

1.4. 港股创新药企业业绩情况：创新兑现，盈利拐点在即

港股创新药公司受政策扶持，近几年整体市场开启稳步成长。2018年香港联交所新增上市18A章，开启了中国创新药企业的上市浪潮，整体创新药市场走出了稚嫩的初创期，进入加速发展的阶段。君实生物、信达生物、恒瑞医药等公司的PD-1抑制剂产品是中国创新药市场进入高速成长期的里程碑。

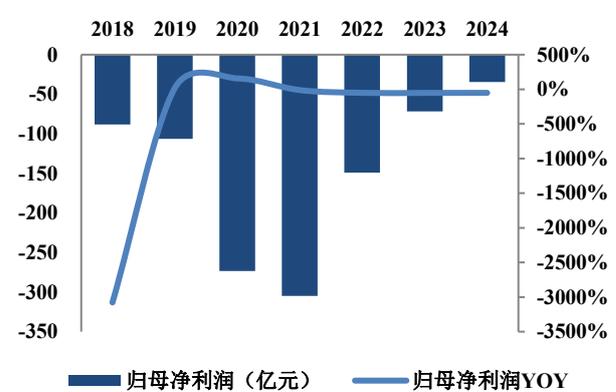
港股创新药公司整体营收稳步增长，企业有望实现扭亏为盈。H股创新药公司总营收在过去7年间持续增长，从2018年的127.8亿元增长至2024年的485.3亿元，对应CAGR为24.91%，凸显行业高成长性。从利润端看，H股创新药公司总归母净利润已由2021年的亏损高点305亿元缩减至2024年的35亿元，反映出整体市场已逐步从早期高投入的研发探索期向管线成熟收获期过渡。

图9：港股创新药公司收入情况（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

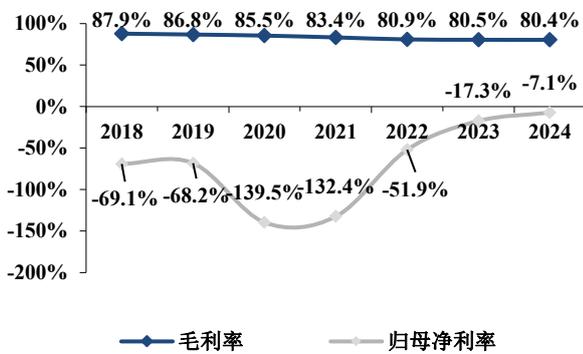
图10：港股创新药公司归母净利润情况（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

港股创新药公司在 2018-2024 年间表现出强劲的成长韧性。毛利率持续保持在 80% 以上的高水平，印证了国内医药产业升级的成果，随着 PD-1、ADC 等重磅药物全球放量，高附加值药品占比大幅提升。2024 年接近扭亏为盈，释放出“研发投入→商业兑现”的良性拐点信号：一方面，2023 年后 License-out 规模扩大（科伦博泰/默沙东 ADC 交易首付款超 5 亿美元）直接增厚利润；另一方面，营销和国际化渠道的成熟，使得销售费用率逐步下降，规模效应初现。净利润率的变化说明行业不仅摆脱了疫情期间研发暂停导致费用沉没成本，也标志着从“烧钱拓管线”转向“造血可持续”的新阶段。

图 11: 港股创新药公司利润水平



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 12: 港股创新药公司费用水平



数据来源: wind, 东吴证券研究所

预计 2025-2027 年热门港股创新药公司将实现扭亏为盈。受益于 1) 核心产品通过 license-out 提前变现带来的现金流预期,如信达生物 IBI343、363、389;康方生物 AK104;再鼎医药 ZL-1310;亚盛医药 APG-2575;乐普生物 MRG003、002;基石药业 CS5001 等。2) 创新药企业商业化能力有所突破,包括自建销售团队和产品学术推广;与大公司合作销售(如和黄药业与武田、科济药业与华东医药等)。

图 13: 热门港股创新药公司即将实现扭亏为盈

| 证券代码 | 证券简称 | 总市值 (亿元) | 净利润 (亿元) | | | | 盈利节点 |
|---------|----------|----------|----------|--------|--------|-------|------|
| | | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | |
| 1801.HK | 信达生物 | 1520.53 | (0.95) | 4.89 | 14.37 | 26.81 | 2025 |
| 9926.HK | 康方生物 | 1352.62 | (5.15) | (0.39) | 6.05 | 15.48 | 2026 |
| 6990.HK | 科伦博泰生物-B | 921.49 | (2.67) | (5.82) | (1.41) | 7.83 | 2027 |
| 9688.HK | 再鼎医药 | 282.29 | (2.57) | (1.64) | 0.27 | 1.94 | 2026 |
| 6855.HK | 亚盛医药-B | 291.66 | (4.05) | (9.99) | 4.37 | 6.32 | 2026 |
| 1952.HK | 云顶新耀-B | 225.59 | (10.41) | (4.19) | 0.71 | 4.75 | 2026 |
| 2157.HK | 乐普生物-B | 160.36 | (4.11) | (0.56) | (0.26) | 0.55 | 2027 |
| 1477.HK | 欧康维视生物-B | 83.00 | (2.68) | (0.87) | 0.55 | 1.62 | 2026 |
| 2616.HK | 基石药业-B | 123.77 | (0.91) | 0.29 | 0.93 | 1.12 | 2025 |
| 2487.HK | 科笛-B | 27.28 | (4.34) | (3.77) | (1.51) | 0.66 | 2027 |

数据来源: wind, 东吴证券研究所 (市值统计时间为 2025 年 8 月 15 日, 净利润来源为 wind 一致预期)

代表性龙头企业简述：百济&信达&三生&石药

➤ 百济神州

发展阶段：1) 商业化加速期。核心产品泽布替尼和替雷利珠单抗销售额持续增长，2025Q2 实现 GAAP 净利润 9400 万美元，超市场预期。2) 管线丰富期。截至 2024 年底，公司在研管线 77 个，未来 2 年将迎来超 20 项研发里程碑。

商业模式：1) 双轮驱动。自研（如泽布替尼、替雷利珠单抗）与产品引进（如安进、诺华）并重，覆盖早研发到商业化全链条。2) 全球化布局。2024 年海外收入占比超 60%，欧美收入增速超 240%，泽布替尼已拓展至超 65 个市场，替雷利珠单抗在欧洲、美国等市场加速布局。3) 技术平台赋能。拥有小分子、CDAC、单抗、双抗/三抗、ADC 等技术平台，研发效率领先行业（从靶点鉴定到临床阶段平均仅需 18 个月）。4) BD 合作拓展，与安进、Zymeworks 等企业合作，引进外部创新分子。

➤ 信达生物

发展阶段：1) 商业化成熟期。截至 2025 年 8 月，公司已拥有 16 款商业化产品，覆盖肿瘤、代谢、自免、眼科等领域，2024 年产品收入达 82.3 亿元，同比增长 43.6%。核心产品如信迪利单抗（PD-1 抑制剂）年销售额超 38 亿元，玛仕度肽（GLP-1/GCGR 双靶点药物）已上市，商业化能力已得到充分验证。2) 全球化布局期。通过与罗氏、礼来等跨国药企合作加速全球化进程。如将 DLL3ADC（ibi3009）的全球权益授权给罗氏，获得 8000 万美元首付款及 10 亿美元里程碑付款，同时推进 5 条全球多中心临床管线（MRCT），目标 2030 年实现 5 条管线进入全球 III 期临床。3) 创新驱动期。重点布局 ADC、双抗、小分子等领域，如全球首创的 PD-1/IL-2 双抗（ibi363）、CLDN18.2ADC（ibi343）等，部分管线已进入关键临床阶段。

商业模式：1) 自主研发+对外合作。自主研发包括建立抗体、ADC、细胞治疗等技术平台，截止 2024 年底，公司拥有 1100 名研发人员，推动创新药物研发；对外合作包括与跨国药企（如罗氏、礼来）开展战略合作，获取资金、技术及全球市场资源；同时与本土药企合作，拓展产品管线（如与葆元医药合作 ROS1 抑制剂）。2) 肿瘤+代谢+自免+眼科的多元化产品组合。肿瘤领域以信迪利单抗为核心，覆盖肺癌、胃癌、血液瘤等适应症，联合疗法拓展市场空间；代谢领域玛仕度肽针对肥胖及糖尿病，通过基层医疗渠道下沉，覆盖 6700+ 社区卫生中心；自免及眼科领域匹康奇拜单抗（IL-23p19）用于银屑病，ibi302（VEGF/补体双靶点）治疗黄斑变性，形成差异化竞争。

➤ 石药集团

发展阶段：1) 仿转创。受集采政策影响，传统仿制药业务（如津优力、玄宁等）收入下滑，利润承压。但创新药管线（如 ADC、GLP-1 受体激动剂等）进入临床后期，

部分产品已提交上市申请，未来有望成为新增长点。2) 创新药兑现期。2025-2026 年，预计有多款创新药（如 TG103、司美格鲁肽等）获批上市，覆盖糖尿病、肥胖、肿瘤等领域。同时，通过 License-out 交易（如与阿斯利康、百济神州合作）获取现金流，加速创新药研发。3) 国际化布局期。在美国、东南亚等地设立子公司，推动高端制剂、生物药的海外注册与销售，拓展国际市场。

商业模式：1) 内部资源整合。通过子公司新诺威（现名石药创新）承接创新药资产（如巨石生物、百克生物），利用 A 股高估值拓宽融资渠道，实现创新药曲线上市。2) 技术平台及研发驱动。拥有八大技术平台（纳米制剂、mRNA、ADC 等），聚焦肿瘤、心血管、代谢等领域。3) License-in/out 结合。一方面引进外部创新药（如和铂医药巴托利单抗），另一方面将自研产品授权给跨国药企（如 sys6002 授权给 CorbusPharmaceuticals），平衡研发风险与收益。4) 多元化产品矩阵。传统业务（原料药、仿制药）提供现金流，创新药（ADC、GLP-1 受体激动剂等）打造第二增长曲线，形成“仿创结合”的产品组合。

➤ 三生制药

发展阶段：1) 创新转型深化。从传统生物药企向创新药企转型，聚焦肿瘤、自免、代谢等领域。核心产品如特比澳、益赛普持续放量，同时推进双抗（如 PD-1/VEGF 双抗）、ADC 等创新药研发，部分产品进入临床后期或商业化阶段。2) 多元化业务成熟。业务覆盖生物药、化药、疫苗、CDMO 等领域。蔓迪（米诺地尔）在皮肤科 OTC 市场占据主导，CDMO 业务依托 6 大生产基地，提供从研发到商业化的一站式服务，形成“成熟产品+创新药+CDMO”的多元收入结构。3) 国际化布局加速。核心产品已覆盖近 50 个国家和地区，聚焦新兴市场（如拉美、东南亚、独联体），通过技术转移、合资合作等方式拓展海外业务，提升国际市场份额。

商业模式：1) 研发驱动。截至 2024 年底，公司研发投入占比约 14.6%，4 大研发中心覆盖生物药和化药领域。同时通过 BD 合作引入外部管线，如收购基石药业 PD-1 单抗权益、与映恩生物合作 HER2-ADC。同时实现差异化研发，聚焦高壁垒靶点（如 BDCA2、TL1A），布局前沿技术（如双抗、CAR-T），提升产品竞争力。2) 多元化产品矩阵。核心产品如特比澳（全球独家重组人血小板生成素）、益赛普（TNF- α 抑制剂）、蔓迪（OTC 脱发药）等占据细分市场主导地位，提供稳定现金流。此外创新药管线如 PD-1 单抗、GLP-1/GIP 双靶点激动剂、HPV 疫苗等在研产品，覆盖肿瘤、代谢、疫苗领域，未来有望成为新增长点。

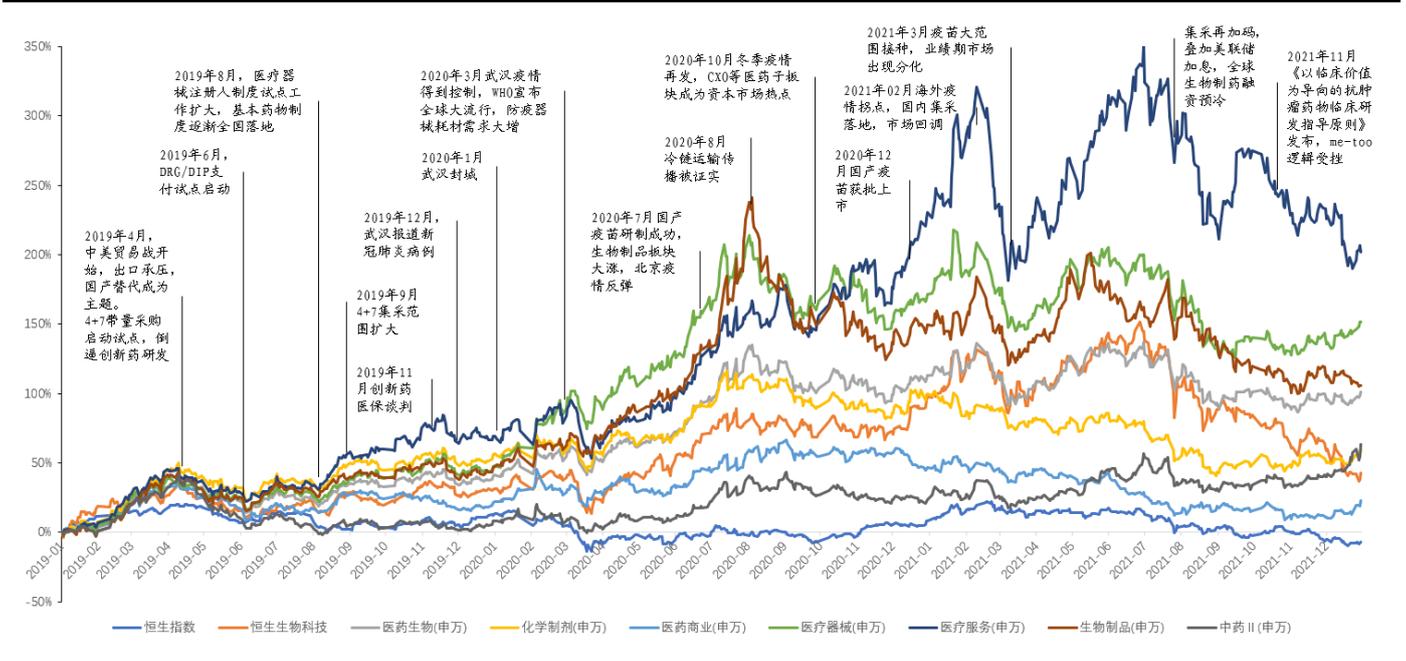
2. 港股创新药行业分析

2.1. 创新药产业已现拐点，行业发展进入新阶段

中国创新药的发展经历了从仿制到创新的艰难转型。2010 年以前，中国医药市场以普药为主，大部分医药企业更愿意开发成本较低、技术难度小的仿制药。后续随着国家政策的扶持和药品审评审批制度的改革，规范性与国际接轨。同时期大量的海归科学家回国创业大幅的促进了国内医药研发能力的提升。各项利好促使国内股市在 2019-2021 年走出一波医药牛市行情。

回顾 2019-2021 的医药股市行情，存在很强的外因拉动趋势。2019 年初，中美贸易摩擦发生，中国出口经济受挫承压，被迫提前重视国产替代与国内循环。同年国内启动“4+7”带量采购，针对仿制药的降价趋势开始，创新药与仿制药之间的盈利空间被不断拉大。2019 年年末，对于全球都有严重冲击的新冠疫情发生了，受不同阶段的国内外疫情影响，资本市场各个医药子板块都出现了一定的拉升趋势。随着国产疫苗的研制成功，中国医药产业的创新能力逐渐被资本市场关注。然而后续 CDE 发布了《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》，要求新药研发需对标最优疗法，导致 Me-too 药物估值逻辑崩塌，市场渴求真创新。

图 14：2019-2021 年医药行情及催化分布



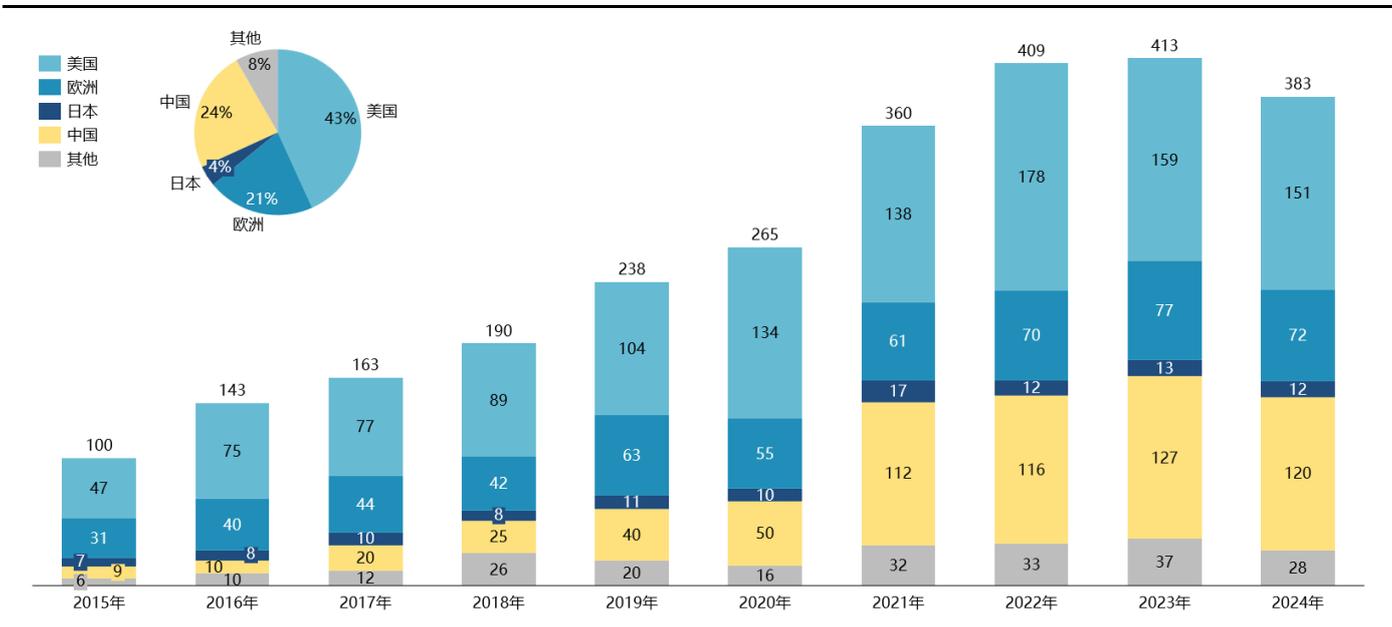
数据来源：wind，东吴证券研究所

医药行业是典型的创新驱动型行业，板块增长的源头是创新。2021 年发布的《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》标志着监管机构彻底转向，开启了新一轮对于创新药研发的政策支持，中国药品研发长期以来主要以同类药物（Me-too）和改进型药物（Me-better）的开发为主。国家开始基于临床价值为导向的政策，促使越来越多的中国企业正逐步转向创新性更强的源头创新，并在全球竞争中实现了快速跟随

(Fast-follow) 向同类最优 (Best-in-Class, BIC) 和同类首创 (First-in-Class, FIC) 迈进。

依据在相同靶点和药品类型的创新药中, 药品的最高研发阶段和到达该阶段的最早时间为标准, 对药品创新程度进行评估, 在全球范围内, 研发进度排名第一的药品被视为是 FIC。2021 年成为一个分水岭, 中国 FIC 创新药研发数量大幅上升, 且在全球范围内的占比也大幅提升, 标志着中国创新药的源头研发能力开始显现。例如百济神州的泽布替尼击败伊布替尼成为 BIC, 康方生物的依沃西当康同样在与帕博利珠单抗的对比研究中取得成功。

图 15: 2015-2024 年全球 FIC 创新药的研发数量及研发国家/地区 (截至 2024 年, 单位: 个)



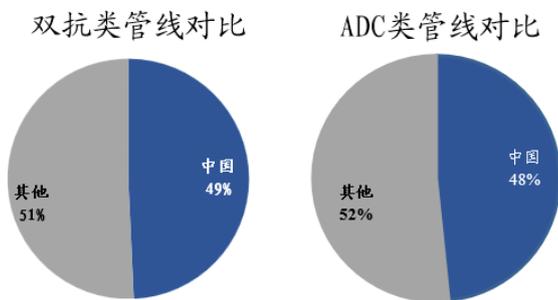
数据来源: 医药魔方, 东吴证券研究所

在经历了近 10 年的转型发展后, 中国创新药管线的质量不断提高。在每年全球范围内会举办多场重磅医学学术会议, 其中 ASCO 大会是每年肿瘤领域的核心学术盛会, 在该会议上发表口头报告或壁报意味着该管线受到全球研发人员的关注和重视。在 2025 年 ASCO 会议上, 来自中国创新药企业的报告数量名列前茅。在 2025 年 5 月召开的会议上, 共有 73 项中国研究进行口头报告, 数量创下历史新高。综合口头报告和壁报, 共 184 项 ADC 管线相关研究入选, 其中 89 项来自中国, 约占总体的 48.4%。双抗相关研究同样优秀, 康方生物、信达生物、三生制药、恒瑞医药、复宏汉霖、泽璟制药等企业发布双抗相关研究约 34 项, 占整体双抗研究的比例约 49%。这标志着中国创新药管线的创新性已经获得全球认可。

中国药监局审评制度快速向国际靠拢, 中国临床试验数据认可度不断提升。中国临

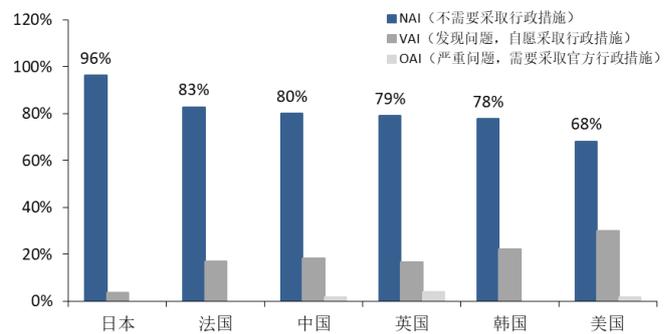
床试验曾被认为存在造假、数据不可信等问题。自 2015 年 7 月药监局发起了一系列对临床试验监管的改革。到 2024 年药监局成功连任 ICH 管委会成员，全面实施 71 个 ICH 指导原则，中国药品审评标准已与欧美日等国际监管机构趋同，数据认可度大幅提升。通过整理 2016 年至 2025 年 5 月的 FDA 在日本、中国、韩国、法国、英国和美国临床研究机构现场核查的结果，可以发现中国临床机构的研究质量超过韩国、英国和美国等发达国家，仅次于日本和法国。严格的监管体系带来更高的研究质量，而这也进一步快速推动中国创新药被全球药企所认可。

图16：2025 年 ASCO 大会中国公司报告占比



数据来源：wind，东吴证券研究所

图17：FDA 对各机构审查数量比较（2016-2025M5）



数据来源：wind，东吴证券研究所

医药产业由于早期研发投入大，研发周期长，初创企业依赖于外部融资。对于各国的 Biotech 公司来说，他们不仅仅是创新的源泉，同时也是对于融资需求最敏感的群体。如何突破资金链断裂风险，完成从技术到商业价值的闭环，始终是决定生物医药企业能否跨越“死亡之谷”的关键。在中国创新药产业蓬勃发展的同时，香港交易所于 2018 年推出《主板上市规则》第 18A 章，通过豁免传统盈利/收入测试、聚焦研发进展与技术壁垒，为未盈利生物科技公司提供了融资通道，解决了其“融资难”的困境。在过去的数年间，有大量优质的 Biotech 公司通过该途径在香港联交所完成上市，其中不仅有科伦博泰、云顶新耀、诺诚健华、歌礼制药、亚盛医药等优秀的 Biotech 公司，还有康方生物、信达生物、百济神州等已经开始从 Biotech 向 Big Pharma 转型的优秀典范。通过 18A 通道在港股上市不仅仅打通了融资渠道，同时也能够吸引在港投资的海外资金关注，增强了创新药公司与 MNC 之间的信息沟通渠道，为优秀管线的顺利海外授权提供隐形助力。截至 2025 年 7 月，通过 18A 通道上市的生物科技公司已经超过 70 家，该渠道将持续为港股市场增添优质的医药标的。

图18: 部分热门港股 18A 创新药公司

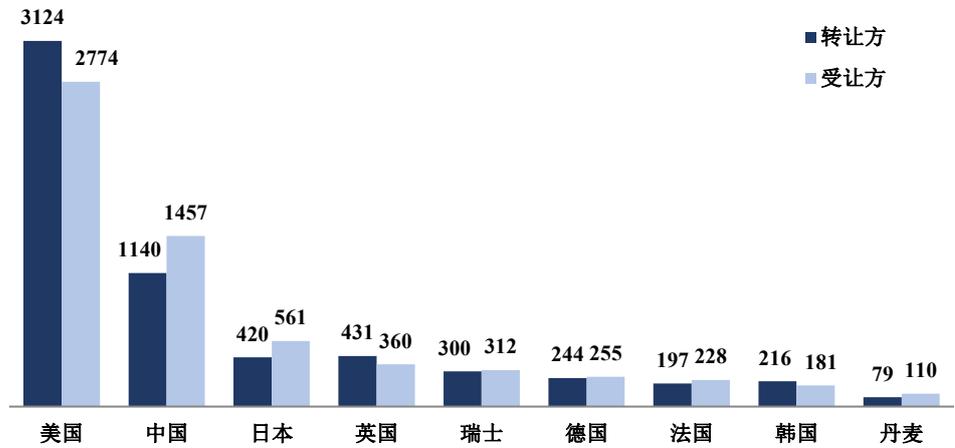
| 代码 | 名称 | 上市日期 |
|---------|----------|------------|
| 9887.HK | 维立志博-B | 2025-07-25 |
| 2617.HK | 药捷安康-B | 2025-06-23 |
| 9606.HK | 映恩生物-B | 2025-04-15 |
| 6990.HK | 科伦博泰生物-B | 2023-07-11 |
| 2105.HK | 来凯医药-B | 2023-06-29 |
| 2157.HK | 乐普生物-B | 2022-02-23 |
| 2256.HK | 和誉-B | 2021-10-13 |
| 2171.HK | 科济药业-B | 2021-06-18 |
| 1167.HK | 加科思-B | 2020-12-21 |
| 2142.HK | 和铂医药-B | 2020-12-10 |
| 9995.HK | 荣昌生物 | 2020-11-09 |
| 2126.HK | 药明巨诺-B | 2020-11-03 |
| 1952.HK | 云顶新耀 | 2020-10-09 |
| 9688.HK | 再鼎医药 | 2020-09-28 |
| 9926.HK | 康方生物 | 2020-04-24 |
| 9969.HK | 诺诚健华 | 2020-03-23 |
| 3681.HK | 中国抗体-B | 2019-11-12 |
| 1875.HK | 东曜药业-B | 2019-11-08 |
| 6855.HK | 亚盛医药-B | 2019-10-28 |
| 2696.HK | 复宏汉霖 | 2019-09-25 |
| 2616.HK | 基石药业-B | 2019-02-26 |
| 1877.HK | 君实生物 | 2018-12-24 |
| 1801.HK | 信达生物 | 2018-10-31 |
| 6160.HK | 百济神州 | 2018-08-08 |
| 1672.HK | 歌礼制药-B | 2018-08-01 |

数据来源: wind, 东吴证券研究所

2.2. 研发能力大幅增强, BD 出海预期全面打开

中国创新药授权出海全面打开, 已成为近十年交易最活跃地区之一, 美国是中国海外授权的首选地。近十年, 美国和中国是全球活跃度前二的医药交易转让方和受让方。美国凭借其全球最大的药品市场、强大的药品监管体系、高度发达的研发和创新环境、成熟的市场基础设施和完善的知识产权保护体系等多方面的优势, 成为全球制药公司首先瞄准的市场。一直以来, 国内由于医保目录和带量采购的降价限制, 导致药企普遍对于创新药的商业化兑现存疑。而随着整体中国管线的质量提升, 创新药出海将有望打开销售收入的天花板, 形成研发-盈利-再投入的正反馈循环。

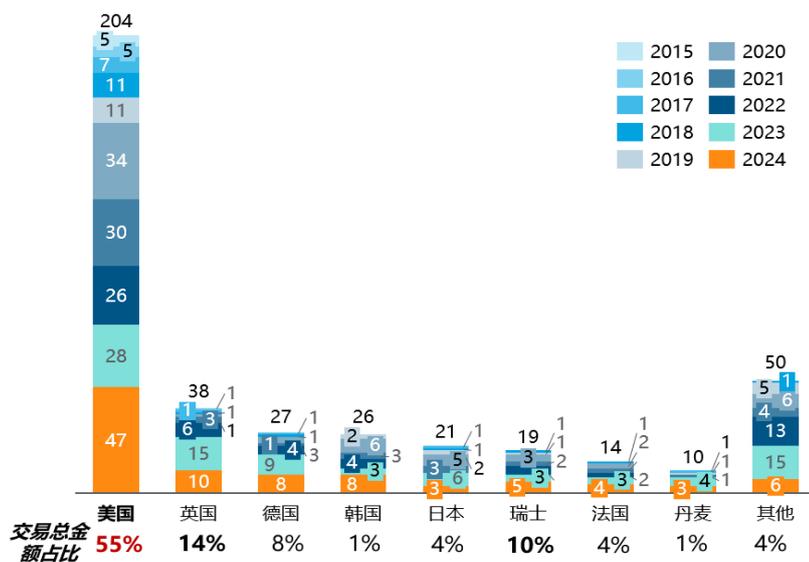
图19: 2015-2025Q1 全球各地医药交易数量统计 (单位: 个)



数据来源: 医药魔方, 东吴证券研究所

中美医药授权交易紧密, 大量中国优质管线被关注。近十年 license-out 项目中, 中国管线的主要流向是美国企业。近十年, 与美国企业达成 204 笔交易, 占比 49%, 交易总金额占比达 55%, 此外, 近两年中国与英国、德国、韩国、日本、瑞士企业的交易也更为频繁。中国 license-out 项目以转让全球权益或者美欧日主流国家/地区权益为主。2025 年 Q1 中国依旧维持 2024 年的趋势, 转出交易数量超过引进交易数量, 转入交易 15 项, 转出交易 33 项, 说明中国企业在源源不断的对外输出优质项目。

图20: 中国 license-out 交易受让国家/地区分布 (单位: 个)

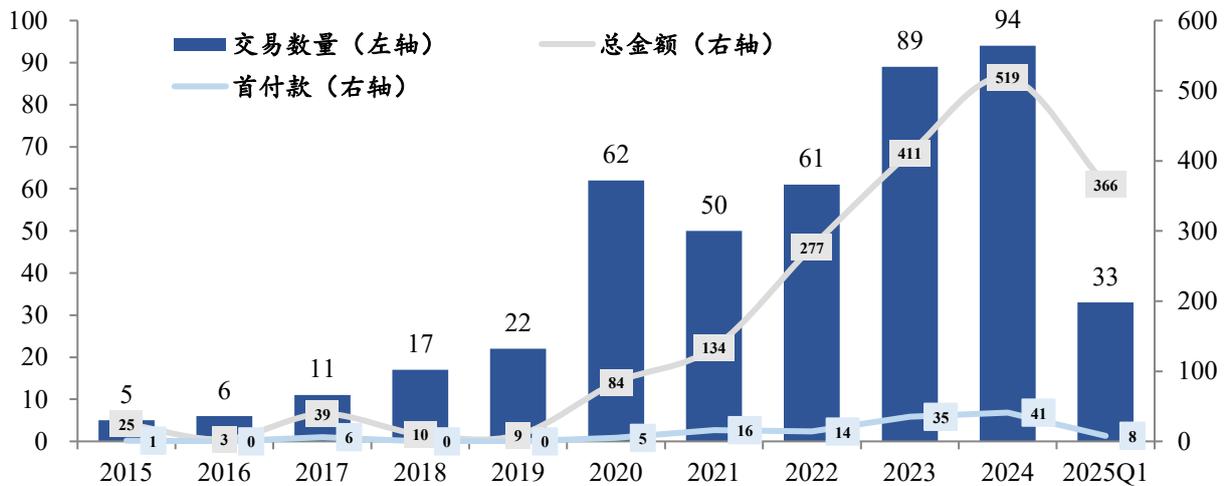


数据来源: 医药魔方, 东吴证券研究所

中国药企已开始发挥全球创新研发新中心优势，逐步向海外拓展。2024 年中国企业的 license-out 交易热度仍在持续，全年交易数量达 94 笔，同比增长 6%；总交易金额达 519 亿美元，同比增长 26%；总首付款达 41 亿美元，同比增长 16%。数量与金额均再创新高。2025Q1，license-out 交易一共 33 笔，同比增加 32%；从交易金额上看，交易总金额同比增加超过 250%。随着中国创新药管线质量的持续攀升，未来中国企业 license-out 数量与金额都将保持高速增长。国产创新药得到全球大药企认可，海外授权有望形成常态化。

2024 年，中国创新药管线出海不仅仅在数量和金额上再创新高，在 BD 合作质量上也是节节攀升。新一代减重药管线成为海外药企的关注重点，例如恒瑞医药的多款减重产品管线完成了向海外 New Co 的转让，总金额达到 60 亿美元。同时中国创新药企的技术平台也吸引了大型 MNC 的关注，例如启德医药与 Biohaven 的 ADC 技术合作和元思生肽与阿斯利康的技术平台授权，其总金额都达到了全年前十。而三生制药的 SSGJ-707 则是再次刷新了中国对外 BD 首付款的新高，达到了 12.5 亿美元。

图21：中国 license-out 交易受让国家/地区分布（单位：个）



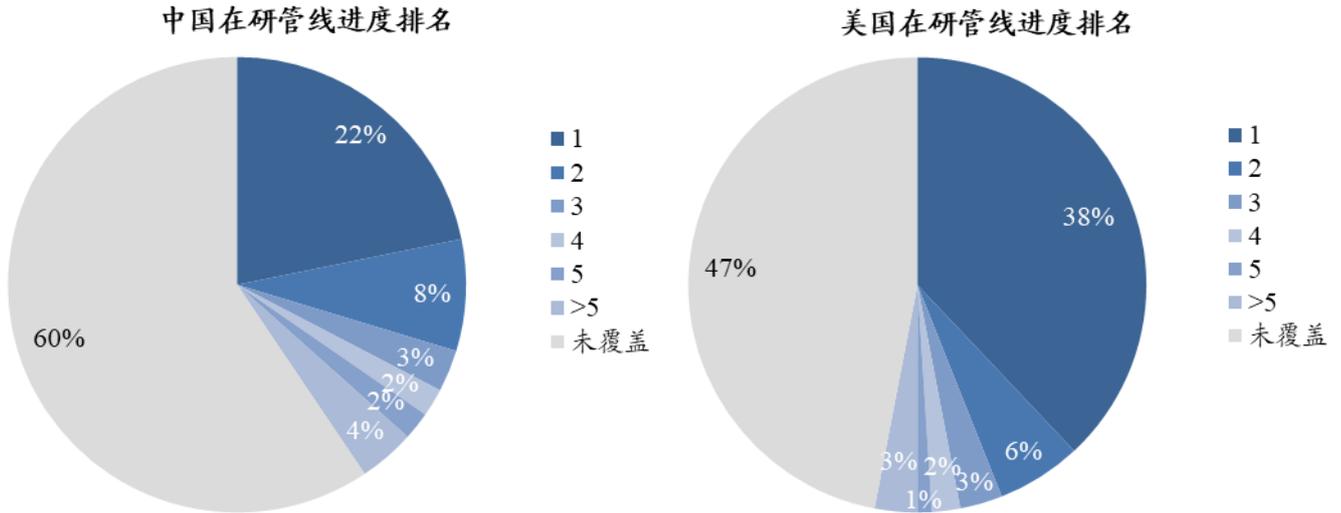
数据来源：医药魔方，东吴证券研究所

快速增长的授权交易数量背后不仅仅是质量的提升，还有管线丰富度的优势。根据海外药企的 2025 年半年报披露显示，美国市场仍然是全球最大的药品销售市场。然而现阶段药企正在面临美国政府的强制降价要求，这将导致其营收有所下滑。此时资产价格相对低的中国在研管线将有助于其降低成本，因此我们预计未来海外药企将更多到中国收购管线。对中国药企而言则意味着更快的变现速度和更低的研究风险。

根据医药魔方的统计数据，创新药可以按照靶点和药品类型进行分类，截至 2024 年底，全球在研创新药共覆盖 3212 个赛道。截至 2024 年 12 月 31 日，中国在研管线覆

盖 1300 个赛道，覆盖度 40%。在其中的 716 个赛道（22%）中的研发进度排名第一。美国在研管线覆盖 1689 个赛道，覆盖度 53%，在其中的 1212 个赛道（38%）研发进度排名第一。全球范围内同赛道进度排名第一的药物可被认为是 FIC 创新药，而中国被认为拥有 FIC 管线的赛道达到了 22%，中国目前已经是仅次于美国的优质创新药管线策源地，中国创新药企业的管线是海外药企的重要选择之一。

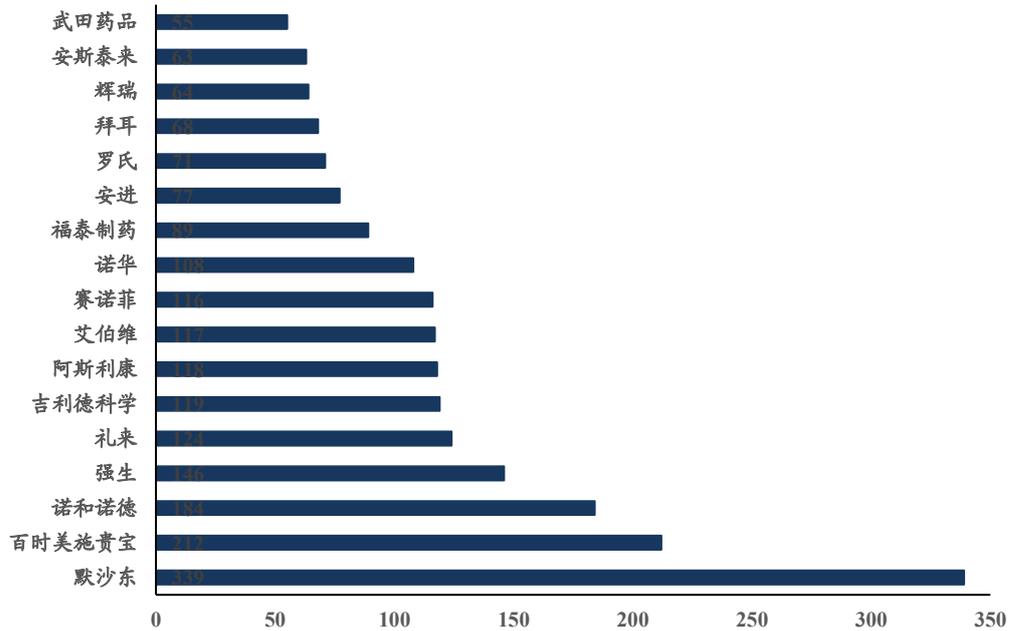
图22：中美在研创新药赛道覆盖度及研发进度排名（截至 2024 年）



数据来源：医药魔方，东吴证券研究所

BD 交易的买方同样拥有强大的内在驱动力。创新药兑现商业价值有赖于专利的保护，药企需要尽可能凭借在专利期内的价格壁垒获利，并为后续管线的开发提供研发费用。目前海外药企已经开始面临“专利悬崖”，在中国寻求优质管线替代是他们的首选。制药行业盈利依赖于专利的保护，以独占的优势获得利润补偿研发风险。然而预计 MNC 有超过 3000 亿美元的产品将在 2037 年前面临专利到期问题。3 年内，诺华将有超过 10 款产品面临专利到期的挑战；辉瑞、艾伯维有近 10 款产品直面专利悬崖；默沙东 K 药也将在 2028 年专利到期，而 K 药每年为默沙东提供的收入接近 300 亿美元。这也是现阶段中国医药 BD 全面打开的原因之一，海外药企需要提前布局大量管线以保证老药品专利到期的收入增长。国产创新药出海已经是内外因共同推动的大势。

图23: MNC 未来由于专利到期而产生的销售损失 (2023 年销售额, 亿美元)

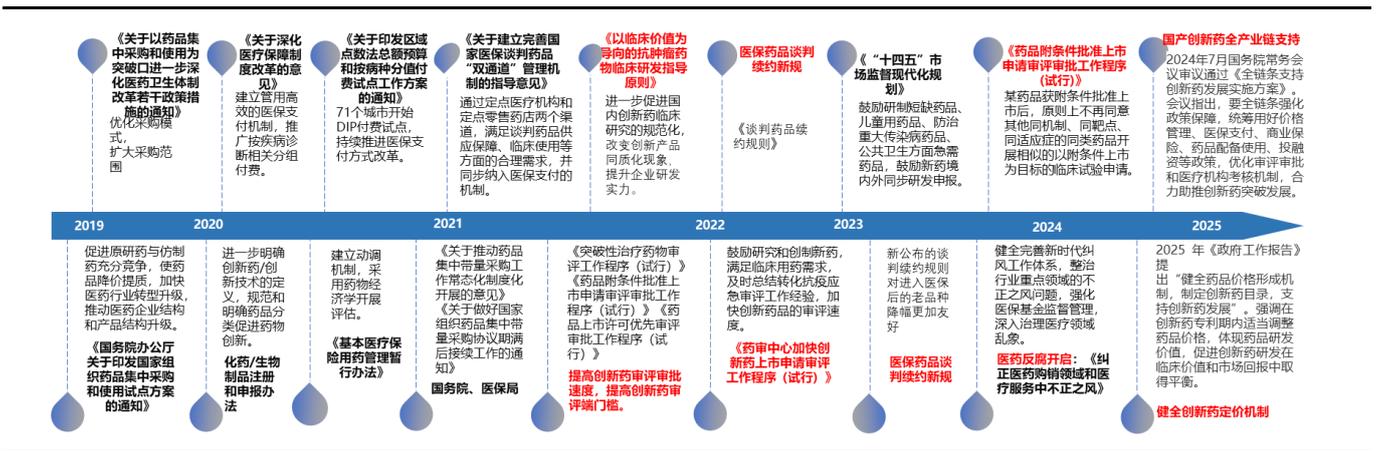


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.3. 政策更新助力行业持续发展, 医保与商保发力改善支付能力

国内各级政府积极布局创新药鼓励政策, 为行业发展护航。2019-2025 年的中国创新药政策凸显出从“破冰改革”到“国家战略”的提升。2019 年, “4+7”带量采购全面落地与科创板开通成为政策双引擎: 前者倒逼药企放弃低端仿制药转向创新研发, 后者与港股 18A 规则共同为未盈利 Biotech 打通资本通道。2021 年《以临床价值为导向的抗肿瘤药物研发指导原则》发布, 终结 Me-too 药物内卷, 迫使企业转向全球首创 (First-in-class) 管线布局, 同年医保谈判实现 “一年一谈” 动态调整机制, 加速创新药商业化回报。2023 年医疗反腐风暴后, 政策导向由 “控费” 转向 “提质”, 2024 年迎来历史性拐点: 创新药首入国务院政府工作报告, 配套出台《全链条支持创新药发展实施方案》。2024 年丙类目录试点, 医保支付破冰 “单独分类” 管理, 为高价突破性疗法保留利润空间。截至 2025Q1, License-out 交易额突破 300 亿美元, 政策组合拳成功推动中国创新药从 “被动转型” 迈向 “全球输出”, 完成从产业配套到战略核心的升级。

图24：2019-2025年主要创新药相关政策



数据来源：政府官网，东吴证券研究所

商保创新药目录调整方案落地，政策端即将打通创新药支付关键一环。2025年7月，医保局首次公布将启动《商业健康保险创新药品目录》的制定工作，这一重大举措对于创新药在国内的商业化兑现有诸多帮助，以实际行动支持了创新。中国医保体系长期面临高价创新药支付难题，“保基本”的定位与创新药高成本间的张力，催生了多层次医疗保障体系的迫切需求。医保之外的医疗需求需要商业保险来补充，这份商保创新药目录将推荐给商业健康保险和医疗互助等多层次医疗保障体系参考使用。商保创新药目录由国家医保局组织制定，能够充分发挥医保目录调整专家优势、减轻医药企业多头申报的事务性负担，考虑与医保目录同时申报、同步调整，程序基本一致。企业可自主申报纳入医保目录或纳入商保创新药目录，也可同时申报两者。

商保目录的出台将进一步拉高中国创新药市场规模。根据医药魔方数据，2024年中国创新药院内（等级医院）市场规模超过2,500亿人民币，占国内核心医院市场药品规模的29%，仅占全球创新药市场的3%左右，我们预计2030年超过4500亿元，CAGR=10%。根据医药魔方数据，2024年中国创新药院外（零售药房）市场规模超过1000亿人民币，我们预计2030年超过2000亿元，CAGR=11.4%。中国创新药出海数量和金额屡创新高，根据医药魔方数据，2024年中国药企对外授权（BD）总金额达到519亿美金，我们预计2030年BD交易总额有望达到2659亿美金，CAGR=31.3%。BD的首付款、里程碑付款以及后续产品上市后的销售分成成为国内药企贡献持续不断的利润。我们估计2024年中国创新药市场规模（院内销售+院外销售+BD首付款和里程碑）近5500亿人民币，2025-2027年依靠BD收入迎来大幅提升，预计2030年中国创新药市场规模（院内销售+院外销售+BD首付款和里程碑+销售分成）将突破20000亿人民币，CAGR=24.1%，相比2024年，市场规模增长近264%。

中国创新药市场产业逻辑向上，叠加政策支持和出海突破，近几年市场规模快速扩张，是医药行业最具想象力空间和蓬勃发展的子板块，也是科技板块“新质生产力”中

极具成长性的重要创新赛道。截至 2024 年底，美国创新药销售额占全球超 50%，日本创新药销售额占国内医药市场约 60.4%，而中国创新药销售额仅占全球 3%。在市值方面，美日也领先于中国。这凸显出中国创新药市场虽当前占比低，但未来增长潜力较大、发展空间广阔。

图25：中国创新药市场规模测算（2024-2030 年）

| | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | CAGR | 空间弹性 (2030年相对2024) |
|---------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------------|
| 中国创新药院内市场规模/亿元 | 2576 | 2834 | 3117 | 3429 | 3772 | 4149 | 4564 | 10.0% | 77% |
| 中国创新药院外市场规模/亿元 | 1080 | 1203 | 1340 | 1493 | 1663 | 1852 | 2064 | 11.4% | 91% |
| 中国药企对外授权交易规模/亿美元 | 519 | 934 | 1308 | 1831 | 2197 | 2417 | 2659 | 31.3% | 412% |
| 中国创新药市场总规模（院内+院外+BD贡献）/亿元 | 5524 | 7400 | 10134 | 13273 | 16053 | 18051 | 20131 | 24.1% | 264% |
| yoy | | 34% | 37% | 31% | 21% | 12% | 12% | | |

数据来源：医药魔方，东吴证券研究所测算

3. 产品介绍：港股创新药 ETF（513120）

3.1. 基本信息

广发中证香港创新药 ETF（513120.SH），成立于 2022 年 7 月 1 日，上市于 2022 年 7 月 12 日。该基金紧密跟踪中证香港创新药指数（931787CNY00.CSI）。费用方面，该基金的管理费率为每年 0.5%，托管费率为每年 0.1%。截至 2025 年 8 月 14 日，基金流通市值 190.72 亿元，当日成交 96.48 亿元。

表1：广发中证香港创新药交易型开放式指数证券投资基金（QDII）基本信息

| 基金全称 | 广发中证香港创新药交易型开放式指数证券投资基金(QDII) | | |
|---------------|--|------|-----------------|
| 基金简称 | 广发中证香港创新药 ETF | 基金代码 | 513120 |
| 基金简称 (交易所) | 港股创新药 ETF | 投资类型 | 国际(QDII)股票型基金 |
| 成立日期 | 2022 年 7 月 1 日 | 上市日期 | 2022 年 7 月 12 日 |
| 基金管理人 | 广发基金管理有限公司 | 基金经理 | 刘杰 |
| 标的指数 | 中证香港创新药指数 (CNY) | 标的代码 | 931787CNY00.CSI |
| 成分结构 | 前十大权重股：信达生物、药明生物、百济神州、康方生物、石药集团、中国生物制药、三生制药、翰森制药、再鼎医药、药明康德 | | |
| 费率结构 | 管理费率 0.5%；托管费率 0.1% | | |

数据来源：wind，东吴证券研究所

广发中证香港创新药 ETF 基金经理为刘杰，现任广发基金管理有限公司指数投资部总经理助理。曾任广发基金管理有限公司信息技术部系统开发专员、数量投资部研究员，2004 年起从事证券行业，投资经理任职年限超 11 年，具备丰富的产品管理经验。截至 2025 年 8 月 14 日，刘杰先生共管理了 19 只基金产品，其在管基金总规模为 844.7 亿元（不含联接基金）。

广发基金管理有限公司成立于 2003 年 8 月 5 日，产品线覆盖主动权益、债券、货币、海外投资、被动投资、FOF 等多个类别，满足境内外客户多元化的投资需求。在被动投资领域，广发基金已形成覆盖宽基、行业主题、Smart Beta 与跨境指数的多层次 ETF 产品矩阵。截至 2025 年 8 月 14 日，公司管理的 ETF 产品规模达 2259.9 亿元。从具体产品线分布来看，当前广发基金旗下上市 ETF 产品共 66 只，涵盖宽基、行业主题、风格主题等多个类型。

3.2. 竞品比较

为更全面评估广发中证香港创新药 ETF 的投资价值，我们选取了市场主流相关产品进行横向比较分析。港股创新药板块产品选取了恒生创新药 ETF 产品（159316.SZ），A 股创新药板块选取创新药 ETF 天弘产品（517380.SH），对比相关产品在历史上的多维度绩效表现如下：

表2：相关 ETF 风险收益指标（统计区间：2025 年 4 月 1 日至 2025 年 8 月 14 日）

| 名称 | 广发中证香港创新药 ETF | 恒生创新药 ETF | 创新药 ETF 天弘 |
|---------|---------------|-----------|------------|
| 代码 | 513120.SH | 159316.SZ | 517380.SH |
| 区间收益率 | 60.22% | 57.28% | 36.29% |
| 年化波动率 | 44.18% | 41.98% | 32.76% |
| 最大回撤 | -27.24% | -25.09% | -21.35% |
| 年化收益波动比 | 5.77 | 3.01 | 2.68 |
| Calmar | 2.21 | 2.28 | 1.70 |

数据来源：wind，东吴证券研究所

从区间收益率来看，广发中证香港创新药 ETF 在区间 2025-04-01 至 2025-08-14 录得 60.22% 的区间收益率，表现优于恒生创新药 ETF 与创新药 ETF 天弘；在风险控制方面，虽然广发中证香港创新药 ETF 的年化波动率 44.18%、最大回撤 27.24%，略高于其余可比 ETF 产品，但在港股创新药板块整体波动均较大的背景下，广发中证香港创新药 ETF 收益波动比指标达 5.77，优于同类产品，这表明其在承担相似风险水平的情况下，广发中证香港创新药 ETF 能够实现更高的风险调整后收益。因此，对于追求创

新药板块中长期增长潜力且能够承受一定波动的投资者来说，在同类相似产品中，广发中证香港创新药 ETF 产品是一个更具吸引力的选择。

表3: 分月度统计各类 ETF 产品区间收益率表现

| 名称 | 广发中证香港创新药 ETF | 恒生创新药 ETF | 创新药 ETF 天弘 |
|---------|---------------|-----------|------------|
| 代码 | 513120.SH | 159316.SZ | 517380.SH |
| 2025年7月 | 26.94% | 25.60% | 21.83% |
| 2025年6月 | 11.37% | 11.07% | 4.63% |
| 2025年5月 | 9.32% | 8.14% | 7.38% |
| 2025年4月 | 1.41% | 2.76% | -0.68% |

数据来源: wind, 东吴证券研究所

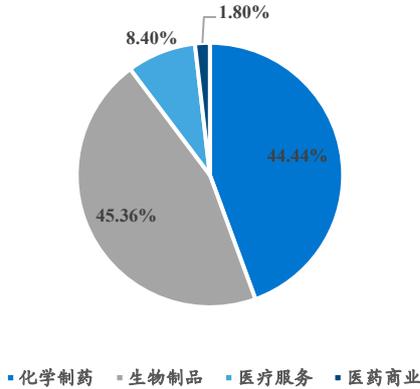
通过对 2025 年 4 月至 7 月期间各类创新药 ETF 产品的月度表现进行系统性统计与分析，我们发现**广发中证香港创新药 ETF 展现出稳定的业绩优势**。具体而言，在观察期内该产品收益率指标表现稳健，在 4 个月度观察窗口中有 3 个月度周期（占比 75%）的收益表现位居同类可比产品前列。

3.3. 优势一：港股创新药企业覆盖集中度高、成分纯度高

根据 2024 年年报显示，广发中证香港创新药 ETF（以下简称港股创新药 ETF）前五大成分股贡献近半（46.71%）权重，前十大权重股包括信达生物、药明生物、百济神州等龙头药企，合计权重达**69.73%**，呈现**龙头集中特征**。

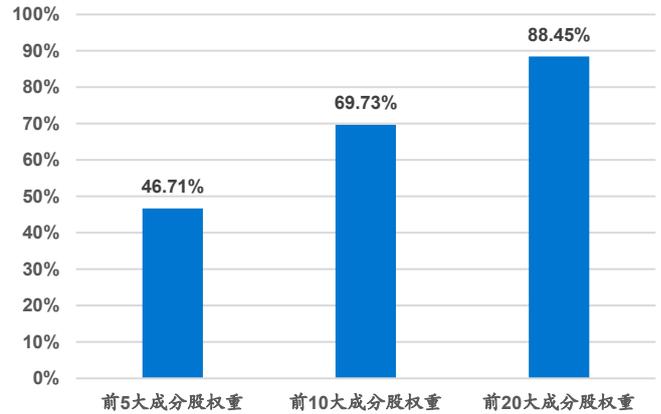
行业分布方面，**港股创新药 ETF 聚焦医药生物行业**。根据 2024 年年报显示，全部成分股均属于申万一级行业“医药生物”，申万二级共包含生物制品、化学制药、医疗服务和医药商业四类，其中“化学制药+生物药品”权重占比近 90%，持仓行业纯度极高。

图26: ETF 成分股申万二级行业分布 (2024 年报)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图27: ETF 成分股市值集中度 (2024 年报)

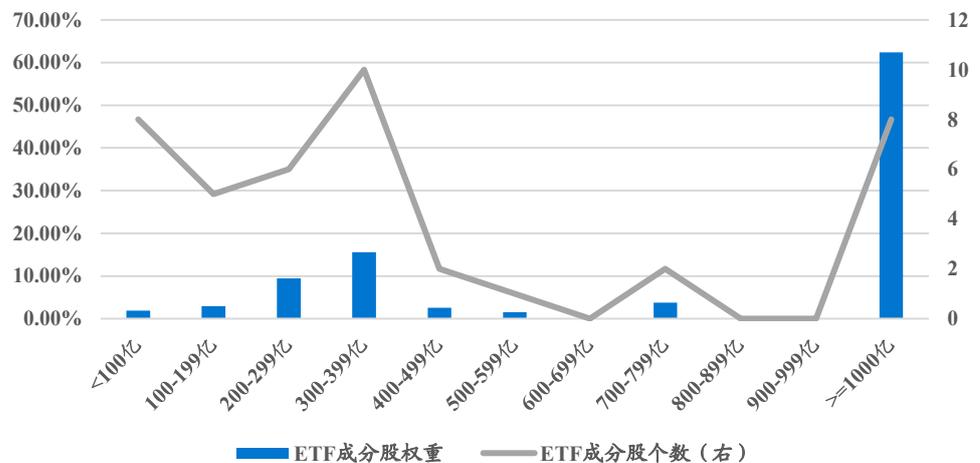


数据来源: wind, 东吴证券研究所

市值分布方面, 港股创新药 ETF 成分股市值分布广泛, 其核心竞争力在于其科学均衡的市值分层配置, 既保持了中盘成长股的活力, 又通过大市值股票的稳定权重控制组合波动。根据 2024 年年报披露的全部持仓股票, 统计 ETF 成分股截至 2025 年 8 月 11 日的市值可得:

300-399 亿市值区间的成分股个数最多 (15.59%, 10 只), 构成 ETF 成分股的主体框架; 1000 亿以上龙头企业数量有 8 只, 代表行业龙头企业。“大中盘主导、小盘补充”的架构, 既保留了中盘股的成长动能, 又通过大市值企业的市场影响力增强指数代表性。与单纯的大盘或小盘配置相比, 该结构在成长性与稳定性之间实现了更优平衡。

图28: 港股创新药 ETF 成分股市值分布 (截至 2025 年 8 月 14 日)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

表4: 港股创新药 ETF 前十大成分股 (2025 年二季报)

| 报告期 | 股票代码 | 股票名称 | 持仓市值 (亿元) |
|------------|---------|--------|-----------|
| 2025-06-30 | 1801.HK | 信达生物 | 13.02 |
| 2025-06-30 | 2269.HK | 药明生物 | 13.01 |
| 2025-06-30 | 6160.HK | 百济神州 | 12.07 |
| 2025-06-30 | 9926.HK | 康方生物 | 10.34 |
| 2025-06-30 | 1093.HK | 石药集团 | 9.77 |
| 2025-06-30 | 1177.HK | 中国生物制药 | 9.30 |
| 2025-06-30 | 1530.HK | 三生制药 | 7.08 |
| 2025-06-30 | 3692.HK | 翰森制药 | 5.54 |
| 2025-06-30 | 9688.HK | 再鼎医药 | 4.81 |
| 2025-06-30 | 2359.HK | 药明康德 | 4.73 |

数据来源: wind, 东吴证券研究所

3.4. 优势二: 涵盖 Biotech、CXO 等创新药上下游产业链

港股创新药 ETF 成分股包含了从创新药研发企业 (Biotech) 到为研发提供服务的 CXO 企业, 分散了单一环节的风险, 也能全面享受产业发展机遇。

表5: 中证香港创新药 ETF 成分股分类

| 类别 | 涵盖标的 |
|-------|-----------------|
| 创新药 | 百济神州、康方生物、三生制药等 |
| CXO | 药明康德、康龙化成、凯莱英等 |
| 仿转创 | 石药集团、翰森制药、丽珠医药等 |
| AI 制药 | 晶泰控股等 |

数据来源: wind, 东吴证券研究所

在创新药领域, 港股创新药 ETF 涵盖百济神州和康方生物等作为中国创新药企的代表。百济神州通过全球化布局取得较大幅度突破, 其 PD-1 抑制剂百泽安®获得欧盟认可用于小细胞肺癌一线治疗, 并在国际学术会议展示多项研究成果, 体现了公司在肿瘤和血液疾病领域的持续创新能力。康方生物则依托自主开发的 ACE Platform 技术平台, 成功研发全球首个在 III 期头对头研究中击败 K 药的双抗药物依沃西, 尽管该药在非小细胞肺癌的 OS 数据未达预期, 但其通过布局 18 项适应症和 27 项临床试验展现了强大的研发韧性。两家企业的发展轨迹共同彰显了中国创新药企从跟随创新到源头创新的转型态势, 以及在应对临床挑战过程中展现的战略定力。

在仿转创领域，港股创新药 ETF 包含石药集团、翰森制药、丽珠医药等正从传统仿制药向创新药转型的企业。根据公告，石药集团此次授权的产品是其自主研发的口服 GLP-1 受体激动剂——SYH2086。GLP-1 受体激动剂是一类通过 GLP-1 受体发挥作用的药物，已被开发为用于 2 型糖尿病和肥胖症管理的治疗方法，兼具降糖和减重效果。SYH2086 目前还处于临床前阶段，但其在动物实验中的出色表现已经引起了业界的广泛关注，计划于 2026 年启动 I 期临床试验。这类企业的优势在于成熟的商业化体系，能够快速推进创新药的市场渗透，同时降低单一产品的风险依赖。

在 CXO 领域，港股创新药 ETF 同时配置药明康德、康龙化成等医药外包服务龙头，这类企业凭借稳定的“研发卖水人”商业模式持续受益。其核心价值在于为全球药企提供全流程研发支持，如药明生物作为顶级 CDMO 服务辉瑞等跨国药企。中国创新药产业升级带来的外包需求增长，使 CXO 板块成为组合重要的收益稳定器。

AI 制药领域，晶泰科技作为在香港联交所主板挂牌的中国首家成功上市的 AI 制药公司，其核心优势在于构建了“量子物理+AI+机器人”三位一体的技术闭环。今年 8 月，港股上市公司晶泰控股公告，其子公司晶泰科技与生物制药公司 DoveTree 达成总规模约 470 亿港元（约合 59.9 亿美元）的管线合作协议，创下人工智能（AI）+机器人新药研发领域订单新纪录。

3.5. 优势三：港股通+ETF 场内双重优势，可便捷配置港股创新药主题

港股创新药 ETF 产品具备港股通+ETF 场内双重优势。作为高效的交易工具，ETF 产品具备流动性优势：首先，其实施场内交易机制，支持交易时段内实时买卖，支持 T+0 交易，使投资者能够及时把握市场波动中的交易机会，大幅地提高了资金的使用效率；其次，相较于场外基金，ETF 对市场信息的反应更为迅速，例如当出现创新药获批等行业利好时，投资者可即时执行交易指令，避免场外基金因采用收盘净值结算而导致的时滞问题；最后，在交易成本方面，ETF 通常具有较低的管理费率，叠加二级市场交易免收印花税等优势，为投资者创造了长期持有成本优势。

从跨境投资角度看，港股通 ETF 为境内投资者提供了高效便捷的跨境投资渠道，其核心优势体现在三个方面：

- 1) 交易结算采用人民币计价，规避了汇率兑换的繁琐流程；
- 2) 突破个人 5 万美元外汇管制的限制，实现更大规模的资产配置；

3) 通过 A 股证券账户即可直接投资港股市场优质标的，如百济神州、药明生物等创新药龙头企业。可借助 ETF 参与港股 Biotech 赛道，适合中长期科技医药轮动配置，无需开通港股账户，降低了投资门槛，方便内地投资者参与港股创新药市场，拓宽了投资渠道。

这一创新产品设计既保留了境内投资者的交易习惯，又有效拓展了投资边界，特别适合希望布局港股优质资产但受制于外汇额度的个人投资者。其“境内交易、境外投资”的双市场联动特性，为投资者参与国际资本市场提供了更加便利的解决方案。

4. 风险提示

1) 创新药销售不及预期风险：创新药研发周期长、投入大，若上市后商业化表现低于预期，可能直接影响相关企业的营收增长与估值水平。

2) 创新药出海进展受阻风险：若核心产品的海外临床进展或商业化落地不及预期，将对企业成长空间构成实质性制约。

3) 权益类产品固有波动风险：作为股票型基金，其风险收益特征显著高于债券等固定收益产品。市场情绪转换、流动性变化等因素可能导致净值短期剧烈波动。

4) 历史业绩的局限性：基金及标的指数过往表现仅反映特定市场环境下的运行结果，不能保证未来持续复制。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>